

软土地基出海排头兵，卫星钙钛矿空间广阔

核心观点：公司在软土地基处理方面具备经验和技術优势，作为全球化布局的出海先锋，公司主要项目位于东南亚和中东地区，海外订单占比达到 83%。随着一带一路沿线国家基建计划的大规模开展，公司主业有望保持高增长。公司成立子公司布局钙钛矿，在空间太阳能领域已申请三个发明专利，随着我国低轨星座的大规模建设，卫星电源系统市场空间广阔，有望打造成为公司业务第二增长极。

摘要

软土地基处理出海排头兵，“一带一路”沿线基建需求强劲。上海港湾成立于 2000 年，自成立以来聚焦岩土工程中的地基与桩基领域。作为全球化布局的出海先锋，公司主要项目位于东南亚和中东地区。2024 年前三季度，公司新签订单 18.7 亿元，其中海外占比约 83%。“一带一路”沿线未来预计继续加大基础设施投资力度，重点国家相应制定了大规模的基建投资计划。例如沙特 2030 愿景、印尼迁都计划、越南南北高铁等。作为岩土工程细分领域的出海先锋，公司有望持续受益海外市场高景气的基础设施建设。

在空间钙钛矿太阳能电池领域领先布局，已申请多项专利。公司控股子公司上海伏曦昕空科技有限公司 2024 年在空间钙钛矿太阳能电池领域已申请三个专利，分别为含《卫星蓄电池模组通用抗振及优化绝缘导热成型方法和结构》、《一种柔性太阳帆板的展开锁定机构》、《一种空间航天器用钙钛矿太阳能电池片粘贴方法及系统》。随着我国低轨星座的大规模建设，公司在空间太阳能领域的领先布局有望打造业务第二增长极。

维持盈利预测和买入评级不变，上调目标价至 32.48 元。公司 2024 年以来新签订单高增，我们预计随着新签项目陆续开工，2025 年收入确认有望加快，同时随着东南亚、中东等地区基建投资需求不断攀升，公司海外新签订单有望继续维持高位，支撑公司可持续发展，预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 2.0/2.8/3.5 亿元，对应 EPS 分别为 0.81/1.16/1.44 元，给予公司 2025 年 28xPE，对应目标价为 32.48 元，维持买入评级不变。

重要财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	885.11	1,277.45	1,418.29	1,739.01	2,153.47
YoY(%)	20.50	44.33	11.03	22.61	23.83
净利润(百万元)	156.79	174.10	199.30	284.84	353.89
YoY(%)	155.61	11.04	14.48	42.92	24.24
毛利率(%)	36.34	34.26	36.32	37.39	37.53
净利率(%)	17.71	13.63	14.05	16.38	16.43
ROE(%)	10.02	9.93	10.38	13.21	14.44
EPS(摊薄/元)	0.64	0.71	0.81	1.16	1.44
P/E(倍)	41.08	37.00	32.32	22.61	18.20
P/B(倍)	4.12	3.67	3.36	2.99	2.63

资料来源：iFinD，中信建投证券

上海港湾(605598.SH)

维持

买入

竺劲

zhujinbj@csc.com.cn

SAC 编号:S1440519120002

SFC 编号:BPU491

曹恒宇

caohengyu@csc.com.cn

SAC 编号:S1440524080006

发布日期：2025 年 01 月 10 日

当前股价：26.21 元

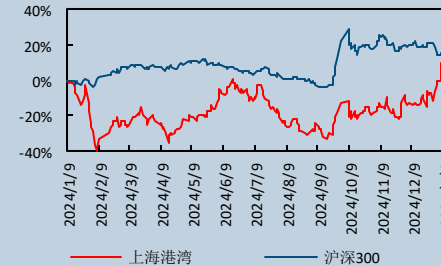
目标价格 32.48 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现(%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	27.23/32.89	25.23/33.20	9.44/-1.78
12 月最高/最低价(元)			26.21/14.45
总股本(万股)			24,576.08
流通 A 股(万股)			24,301.68
总市值(亿元)			64.41
流通市值(亿元)			63.69
近 3 月日均成交量(万)			442.87
主要股东			
上海隆湾投资控股有限公司			68.36%

股价表现



相关研究报告

【中信建投建筑装饰】上海港湾
24.11.05 (605598):经营业绩平稳，新签订单高增
——2024 年三季报点评

目录

一、软土地基出海排头兵，“一带一路”打开成长新空间	1
1.1 全球化布局的软土地基处理龙头	1
1.2 公司海外收入占比高	2
1.3 “一带一路”沿线市场基建投资高景气	3
1.3.1 印度尼西亚：迁都和黄金印尼 2045 愿景拉动基建投资需求增长	3
1.3.2 沙特阿拉伯：2030 愿景下的基建盛宴	4
1.3.3 越南：南北高铁带来大规模的基建投资需求	6
二、领先布局空间太阳能电池，市场空间广阔	7
三、盈利预测与投资建议	10
风险分析	11
报表预测	12

图目录

图 1:公司发展历程.....	1
图 2:上海港湾股权结构.....	1
图 3:公司主营业务为地基与桩基工程是工程的前期工作	1
图 4:公司境外新签订单占比变化.....	2
图 5:公司收入分布变化.....	2
图 6:海外存量订单占比约 79%.....	2
图 7:近两年重点国家“一带一路”基建发展指数上升	3
图 8:2024 年“一带一路”共建国家基建发展指数 TOP10.....	3
图 9:印尼 2025-2029 年计划投资约 5.9 万亿人民币.....	4
图 10:印尼计划迁都至努山塔拉市.....	4
图 11:沙特建筑业市场规模持续扩张	5
图 12:沙特主权基金为 2030 愿景提供资金支持	5
图 13:南北高铁示意图	6
图 14:越南建筑业增加值稳步增长.....	6
图 15:越南 FDI 净流入规模增加.....	6
图 16:卫星互联网示意图.....	8
图 17:星链与蜂窝宽带、光纤建设费用对比.....	8
图 18:钙钛矿电池效率增长快，最高实验室效率已超过 30%.....	9
图 19:卫星平台中电源系统成本占比 22%.....	9
图 20:国内部分卫星成本.....	9

表目录

表 1:黄金印尼 2045 愿景目标..... 4

表 2:沙特部分重大建设项目..... 5

表 3: 伏羲炘空申请相关专利情况..... 7

表 4:全球主要巨型低轨星座进展..... 8

表 5:收入分拆预测.....10

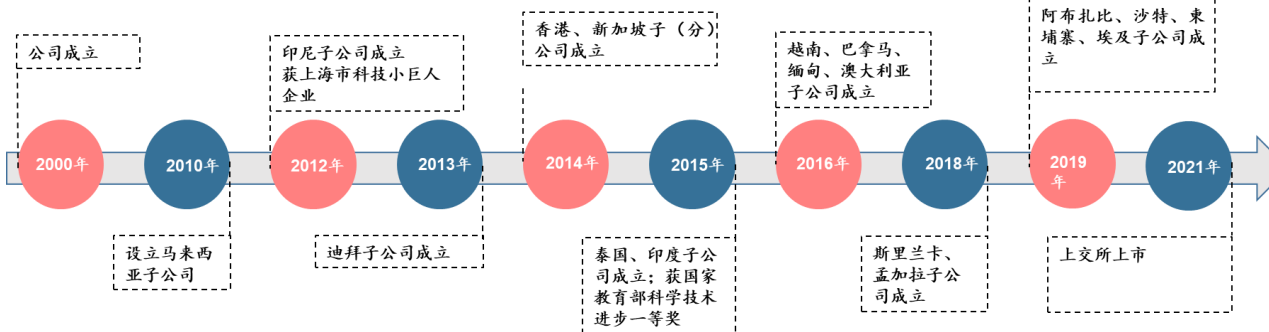
表 6:可比公司估值表（截至 2025 年 1 月 9 日收盘）.....10

一、软土地基出海排头兵，“一带一路”沿线基建需求强劲

1.1 全球化布局的软土地基处理龙头

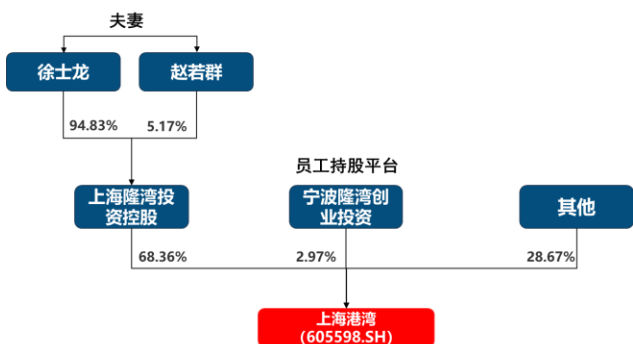
深耕岩土工程二十载，全球化布局的出海先锋。上海港湾成立于 2000 年，公司自成立以来聚焦岩土工程中的地基与桩基领域，地基与桩基是建筑工程的前期和基础性工作，是工程建设中保证工程质量、缩短工程周期、降低工程造价、提高工程经济效益和社会效益的关键要素。公司经过多年的探索，获取了“快速高真空击密法软地基处理方法”、“快速‘低位高真空分层预压击密’软地基处理方法”和“数头振冲器共振地基处理设备及其方法”等专利。在不断打磨核心技术的同时，公司通过全球化布局持续开拓市场，当前公司在东南亚、中东、南亚等多地设立子公司，持续挖掘海外市场，输出“中国标准”，推动与“一带一路”沿线重点国家的基础设施互联互通。

图 1:公司发展历程



数据来源：公司官网，中信建投证券

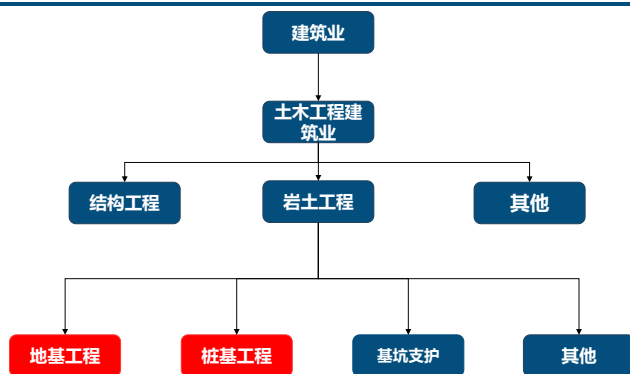
图 2:上海港湾股权结构



数据来源：公司公告，中信建投证券

注：截至 2024 年三季度末

图 3:公司主营业务为地基与桩基工程是工程的前期工作

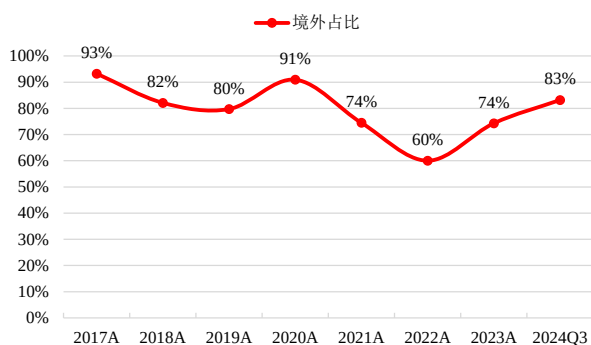


数据来源：公司公告，中信建投证券

1.2 公司海外收入占比高

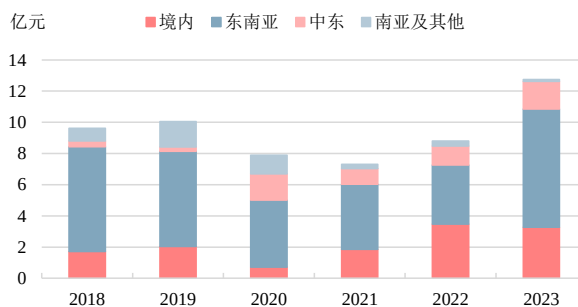
公司海外业务占比近八成，主要分布在东南亚和中东。作为全球化布局的出海先锋，公司主要项目位于东南亚和中东地区。2024 年前三季度，公司新签订单 18.7 亿元，其中海外占比约 83%。境外订单主要位于东南亚和中东，截至 2024 年 6 月底，公司在手存量项目中，境内/东南亚/中东区域项目占比分别为 21%/67%/12%。东南亚地区主要市场位于印度尼西亚，中东地区业务聚焦在沙特阿拉伯。

图 4:公司境外新签订单占比变化



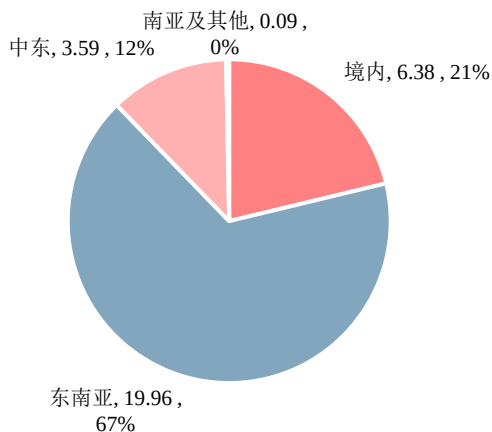
数据来源：公司公告，中信建投证券

图 5:公司收入分布变化



数据来源：公司公告，中信建投证券

图 6:海外存量订单占比约 79%



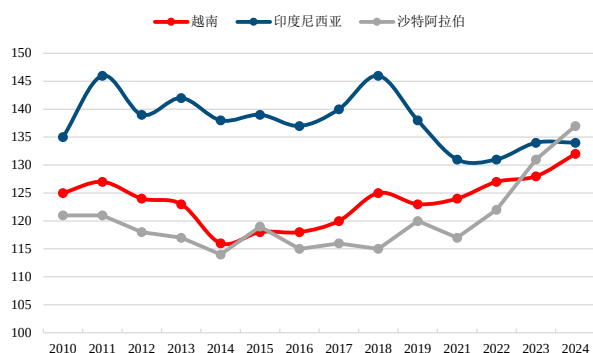
数据来源：公司公告，中信建投证券

注：存量订单计算为 2023 年年末存量订单加 2024 年上半年新签订单

1.3 “一带一路”沿线市场基建投资高景气

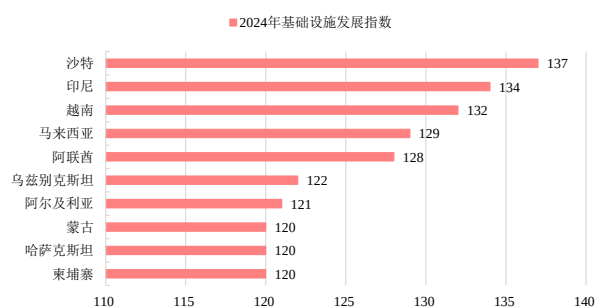
“一带一路”区域基建需求高景气，海外市场迎机遇。公司深耕东南亚、中东等“一带一路”沿线市场。在国家顶层设计的加持和东南亚、中东等区域逐步上升的基建需求加持下，公司地基业务持续开拓海外市场。海外重点市场印尼、沙特、越南等国家近年来基建投资需求旺盛，据《2024 年“一带一路”基础设施发展指数报告》，沙特、印尼、越南基建发展指数位列前三位。并且“一带一路”沿线未来预计继续加大基础设施投资力度，重点国家相应制定了大规模的基建投资计划。例如沙特 2030 愿景、印尼迁都计划、越南南北高铁等。作为岩土工程细分领域的出海先锋，公司有望持续受益海外市场高景气的基础设施建设。

图 7:近两年重点国家“一带一路”基建发展指数上升



数据来源：中国对外承包工程商会，中信建投证券

图 8:2024 年“一带一路”共建国家基建发展指数 TOP10



数据来源：中国对外承包工程商会，中信建投证券

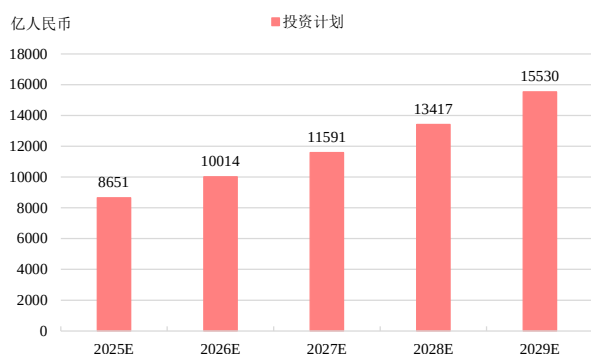
1.3.1 印度尼西亚：迁都和黄金印尼 2045 愿景拉动基建投资需求增长

印度尼西亚在 2023 年提出《2025-2045 年国家长期发展规划》，即“黄金印尼 2045”愿景。规划提出了 8 项发展议程、17 个发展方向以及 45 项关键发展指标，并坚定了增加人均收入、实现脱贫、提高国际影响力、改善人力资源、控制温室气体等方面的目标。其中制造业是印尼重点发展的领域，而作为群岛国家基础设施建设是推动制造业发展的催化剂，印尼未来加大基建投资力度的确定性高。据印尼投资下游化部长表示，印尼计划 2025 年至 2029 年的总投资约 13032 万亿印尼卢比（约合 5.9 万亿人民币），其中 2025 年计划投资 1905 万亿印尼卢比。此外，印度尼西亚国会 11 月 19 日通过法案，正式取消雅加达作为首都的地位并将其设为特区，印尼首都将迁至努山塔拉。新首都建设工作于 2022 年年中正式启动，分五阶段开发，定于 2045 年完成建设，预计建成后人口将超过 200 万。在迁都计划与黄金印尼 2045 愿景拉动下，印尼对基建投资提出了更高的需求，公司长期深耕印尼市场有望率先受益。

表 1:黄金印尼 2045 愿景目标

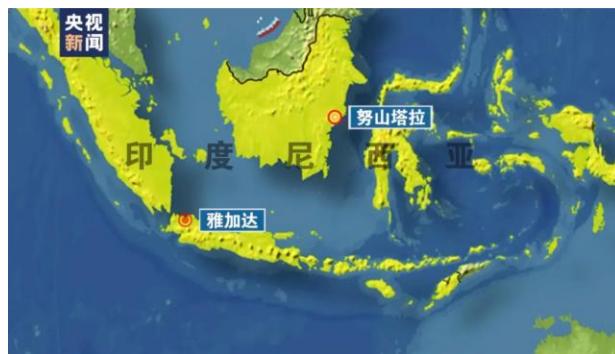
领域	目标
人均收入	印度尼西亚的人均收入将与发达国家持平，目标是平均经济增长 7%，GDP 为 9.8 万亿美元，这意味着印度尼西亚的 GDP 将进入世界前 5 名。海运业对 GDP 的贡献目标为 17.5%，而制造业对 GDP 的贡献为 28%。
贫困率	贫困率降至 0%，不平等性减少，印度尼西亚的目标是将 GNI/GDP 比率控制在 0.29 至 0.32 之间。此外，到 2045 年印度尼西亚东部的 GDP 占比目标 28.5%。
国际影响力	提高在国际世界的领导地位和影响力。在这方面，印度尼西亚的目标是进入全球实力指数的前 15 名。
人力资源	人力资源的竞争力增强。到 2045 年，印度尼西亚的目标是人力资本指数值为 0.73。
温室气体	温室气体排放强度将降低，朝着净零排放的方向发展。在“黄金印度尼西亚 2045”中，印度尼西亚的目标是将温室气体排放强度降低 93.5%。

资料来源：Invest Indonesia，中信建投证券

图 9:印尼 2025-2029 年计划投资约 5.9 万亿人民币


数据来源：Invest Indonesia，中信建投证券

注：2026-2029 各年度投资计划为预测值

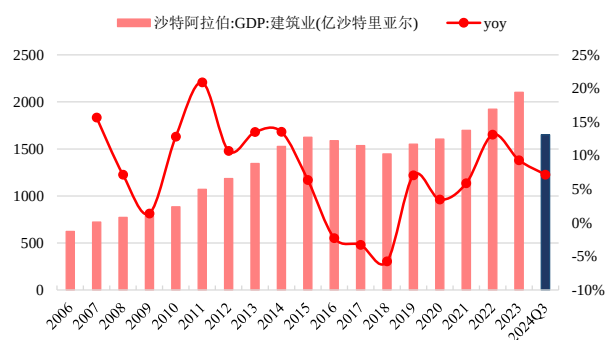
图 10:印尼计划迁都至努山塔拉市


数据来源：央视新闻，中信建投证券

1.3.2 沙特阿拉伯：2030 愿景下的基建盛宴

雄厚的资金实力与国家转型的决心引导沙特建筑市场欣欣向荣。沙特在 2016 年宣布了 2030 愿景计划，旨在摆脱经济对资源的依赖从而实现经济多元化。大规模的基础设施和房地产的建设是实现 2030 愿景的先导条件，沙特的 2030 愿景预计在基础设施和房地产投资项目合计超过 1.1 万亿美元，约等于沙特一年 GDP。雄厚的资金实力是实现 2030 愿景的动力，沙特主权基金（Public Investment Fund, PIF）2023 年末在管资产规模达到 2.87 万亿里亚尔（约合人民币 5.6 万亿元），预计到 2025 年这一规模将增长至 4 万亿里亚尔。截至 2023 年末，PIF 在管资产中约 2330 亿里亚尔投向了房地产与基础设施项目，支持沙特 NEOM 等重大项目的建设。在 2030 愿景牵动下沙特建筑市场规模欣欣向荣，2018-2023 年建筑业 GDP 由 1448 亿里亚尔增长至 2101 亿里亚尔，年复合增长率为 7.7%，2024 年前三季度沙特建筑业 GDP 同比继续增长 7.2%。

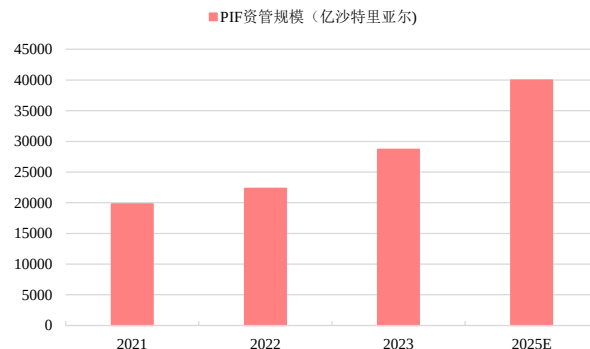
图 11:沙特建筑业市场规模持续扩张



数据来源: wind, 中信建投证券

注: 1 沙特里亚尔≈1.95 人民币

图 12:沙特主权基金为 2030 愿景提供资金支持



数据来源: PIF 年度报告, 中信建投证券

表 2:沙特部分重大建设项目

项目名称	简介
NEOM	NEOM（沙特新未来城）是沙特阿拉伯西北部的巨大工商业新城计划，投资约 500 亿美元。该项目由穆罕默德·本·萨勒曼王子主导，预计于 2040 年初步建成，项目占地 2.65 万平方公里，未来由可再生能源供电。NEOM 包括 THELINE、Oxagon、Trojena、Sindalah 等项目。
Red Sea Project	红海项目是 2017 年推出的全球旅游项目，总面积约为 28,000 平方公里。该项目建于全球最具多样性的自然景点，与最知名的国际酒店和酒店品牌合作，并计划在乌姆卢日和沃季两座城市间的 90 多个自然岛屿上开发精品旅游度假村。
Qiddiya	旨在成为沙特阿拉伯王国和世界上最大的文化、体育和娱乐城市，总面积为 376 平方公里
Amaala	沙特的一个旅游项目，项目占地 3,800 公，建设和实施预计将于 2027 年完成。

资料来源: Saudipedia, 中信建投证券

1.3.3 越南：南北高铁带来大规模的基建投资需求

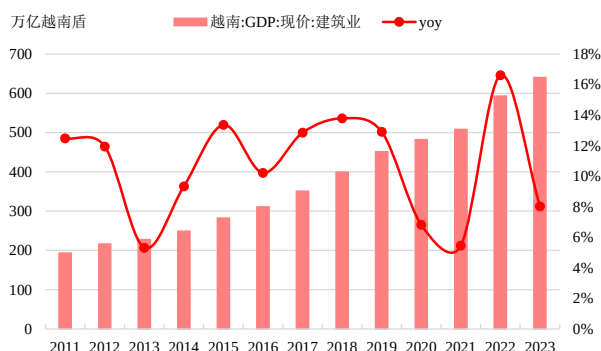
南北高铁带来基建投资新机遇。较低的劳动要素成本与良好的区位优势使越南近年来受到外资的青睐。随着外资流入的增加，大力发展制造业的越南对配套基础设施建设提出了更高的要求。近年来越南建筑业市场规模不断上升，2018-2023 年越南建筑业增加值年复合增速为 9.9%。在 2024 年 11 月，越南国会正式通过总里程 1541 公里的南北高铁投资计划。南北高铁计划总投资 670 亿美元，相当于越南 2023 年 GDP 的 15.5%、2023 年越南建筑业 GDP 的 265%。南北高铁项目及其辐射的周边配套建设有望抬升越南整体基建市场规模水平。

图 13:南北高铁示意图



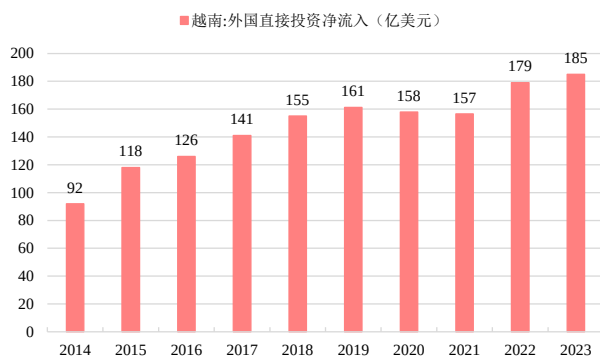
数据来源：The Asean Post，中信建投证券

图 14:越南建筑业增加值稳步增长



数据来源：wind，中信建投证券

图 15:越南 FDI 净流入规模增加

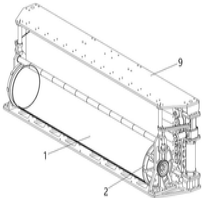
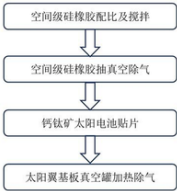


数据来源：世界银行，中信建投证券

二、领先布局空间太阳能电池，市场空间广阔

公司在空间钙钛矿太阳能电池领域领先布局，已申请多项专利。公司控股子公司上海伏曦昕空科技有限公司 2024 年在空间钙钛矿太阳能电池领域已申请三个专利，分别为含《卫星蓄电池模组通用抗振及优化绝缘导热成型方法和结构》、《一种柔性太阳帆板的展开锁定机构》、《一种空间航天器用钙钛矿太阳能电池片粘贴方法及系统》。随着我国低轨星座的大规模建设，公司在空间太阳能领域的领先布局有望打造第二增长极。

表 3: 伏曦昕空申请相关专利情况

示意图	专利名称	专利号	类型	进展	申请日期	概述
	卫星蓄电池 模组通用抗 振及优化绝 缘导热成型 方法和结构	CN1190 69958A	发明 专利	已申请 实质审 查	2024/10/9	卫星蓄电池模组通用抗振及优化绝缘导热成型方法和结构，成型步骤依次包括电芯的电极面防护、电芯阵列装入端孔盘架、导流条点焊、模组端面防护、导流条锡焊导线、模组卡槽金属绝缘防护和模组线束布线；将串联导流板的板端折耳或总电极导流板的板边折耳插接在端孔盘架的压边卡槽中，模组底面涂布绝缘导热硅胶导热层。模组绝缘性能、装配便利性、结构强度以及抗振动缓冲性能得到保证，成型方法在满足模组简洁装配和方便布线的前提下，兼顾实现蓄电池模组与通过外界环境之间的加热或散热的导热功能，能够拓展适应卫星蓄电池模组不同类型的电芯组合，支持和提高卫星的研制效率以及降低卫星系统制造和维护成本。有效增强电芯和支架装配标准化和通用性。
	一种柔性太 阳帆板的展 开锁定机构	CN1186 37083A	发明 专利	已申请 实质审 查	2024/7/1	本发明公开一种柔性太阳帆板的展开锁定机构，实现柔性太阳翼展开展开及到位锁定。柔性太阳帆板的展开锁定机构包括基板、上板、主滚轴、支撑侧柱、导向组件、连杆展开组件；柔性太阳翼卷曲缠绕在主滚轴上，柔性太阳翼一端与主滚轴固定连接，另一端通过压紧片固定在上板上，主滚轴通过支臂固定在基板上。导向组件分别安装在基板与上板上，基板与上板的导向组件之间安装连杆展开组件；连杆展开组件包括长连杆、短连杆、转轴架；导向组件包括导轨座、导向杆、导向滑块、导轨定位座、锁紧弹片、展开弹簧。本发明的机构可实现柔性太阳翼卷曲收藏及展开，整体结构紧凑，尺寸小，伸展机构可实现大伸展比展开。
	一种空间航 天器用钙钛 矿太阳能电池 片粘贴方法 及系统	CN1176 77259A	发明 专利	已申请 实质审 查	2024/1/31	本发明公开一种空间航天器用钙钛矿太阳能电池片粘贴方法及系统，其中方法包括步骤 1，将硅橡胶组分按质量配比，搅拌均匀；步骤 2，将搅拌完成的硅橡胶放置于真空容器中，真空容器通过波纹管与真空泵连接，通过真空泵对硅橡胶中的气体进行抽除；步骤 3，预先在基板上定位钙钛矿太阳能电池粘贴区域，将硅橡胶涂覆于基板上相应粘贴区域中，然后将钙钛矿太阳能电池片粘贴于硅橡胶上；步骤 4，将粘贴钙钛矿电池的基板置于真空罐中，对真空罐进行抽真空，真空压力为 0.1-50Pa，待真空压力稳定时，开始对粘贴钙钛矿电池的基板进行加热，待粘贴钙钛矿电池的基板自然冷却后将产品从真空罐中取出，完成整个粘贴工艺过程。

资料来源：国家知识产权局，中信建投证券

我国卫星互联网建设加速进行。卫星指的是基于卫星星座实现的全球无缝连接互联网，具备覆盖范围广、部署灵活、广域覆盖成本低等特点，在应急救援、偏远地区通信覆盖、航空/航海等领域具备极大的应用潜力。2022 年 1 月国务院《“十四五”数字经济发展规划》中明确指出“积极稳妥推进空间信息基础设施演进升级，加快布局卫星通信网络等，推动卫星互联网建设。”

图 16:卫星互联网示意图

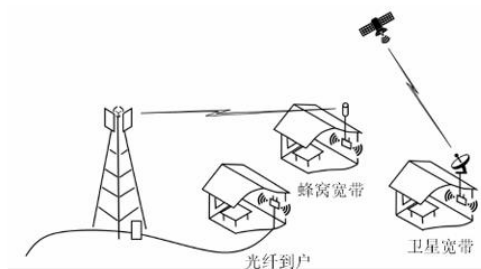
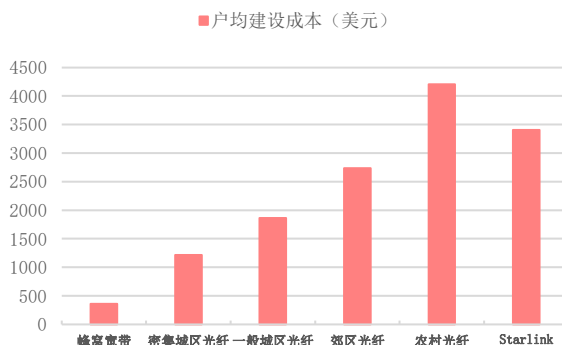


图 1 卫星宽带、光纤到户与蜂窝宽带示意图

图 17:星链与蜂窝宽带、光纤建设费用对比



数据来源：新兴低轨卫星通信星座发展前景研究，中信建投证券

数据来源：新兴低轨卫星通信星座发展前景研究，中信建投证券

低轨轨道与频率资源紧张，国内星座将进入大规模组网期。全球在低轨通信卫星这一市场竞争激烈，星链（Starlink）已规划超过 4.2 万颗卫星，已发射超过 7000 颗卫星并在全球展开商业化运营；亚马逊所属的 Kuiper 已发射升空两颗试验星，计划部署超过 3000 颗卫星；英国 Oneweb 已完成低轨通信系统组网并于 2025 年开通服务。由于近地轨道资源和频率紧张，国内低轨星座建设节奏也将加快，目前我国已成型的有三个低轨万星星座，分别为千帆星座（G60）、GW 星座和鸿鹄-3 星座，千帆星座计划在 2025 年底前发射 648 颗星（已发射 54 颗），GW 则计划在 5 年内发射 10% 的卫星，国内低轨星座也将进入大规模组网期。

表 4:全球主要巨型低轨星座进展

星座名称	所属公司	应用领域	计划规模 (颗)	已发射规模 (颗)	备注
Starlink	SpaceX	通信	42000	7062	卫星已迭代至 Starlink V2 mini
Oneweb	Oneweb	通信	7652	648	一代卫星已组网完成并于 2025 年开始商用
Kuiper	Amazon	通信	3236	2	试验星已发射
GW 星座	中国星网	通信	12992	10	2024 年 12 月长征五号乙将卫星互联网低轨 01 组卫星（10 颗）发射至预定轨道，计划在 5 年内发射约 10% 的卫星，到 2035 年完成全部卫星的发射。
千帆星座	垣信卫星	通信	15000	54	2024 年已发射 54 颗卫星，计划在 2025、2027 年底分别发射 648 颗卫星
鸿鹄-3	蓝箭鸿擎	--	10000	--	

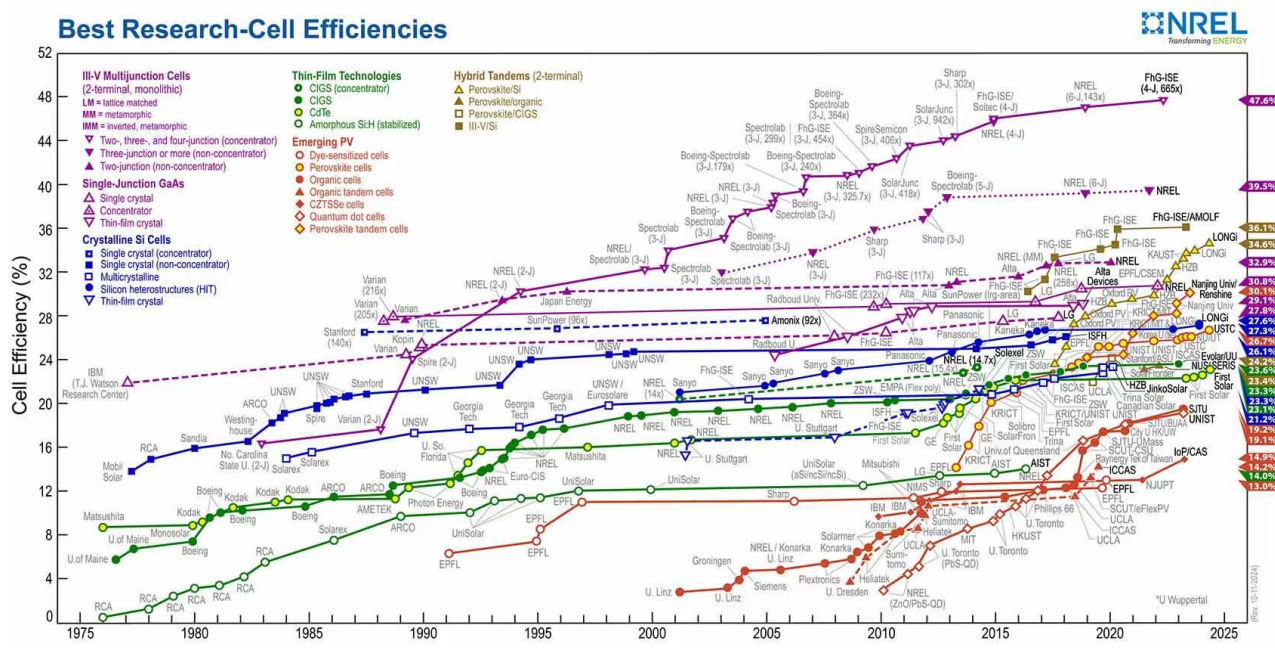
资料来源：SpaceX、Oneweb、Amazon、财联社、中信建投证券

钙钛矿太阳能电池有望广泛在空间环境应用，市场前景广阔。与地球环境不同，空间环境对太阳能电池有特殊要求：1）耐受恶劣环境，包括高温、低温、高真空和辐射，稳定性好；2）重量轻；3）高转换效率和高比功率，目前空间应用多采用柔性性和刚性碲化镉电池。和碲化镉及晶硅电池相比，钙钛矿电池有重量轻/高比功率、

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

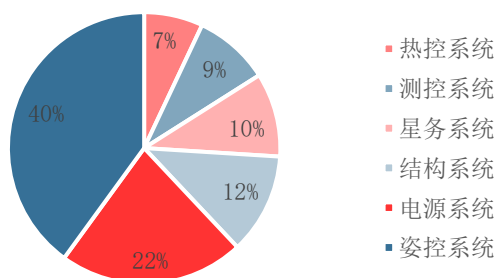
转换效率提升潜力大、柔性材料应用灵活和生产成本低等优点，有望在未来大规模应用，2021 年 NASA 已在国际空间站开展实际测试。从实际市场角度，以太阳能电池为核心的卫星能源系统在低轨星座大规模组网的情况下具备广阔的市场空间。参考长光卫星、银河航天等报道我国微小卫星成本约为 5-20 万/千克，按每颗卫星 500 千克，卫星平台研发生产成本 5 万/千克，电源系统成本占比 22% 计算，仅我国三个万星座电源系统市场规模可达 2000 亿元，按 2025 年发射 500 颗商业低轨卫星计算，年均市场规模约 27.5 亿元。

图 18: 钙钛矿电池效率增长快，最高实验室效率已超过 30%



数据来源: NREL, 中信建投证券

图 19: 卫星平台中电源系统成本占比 22%



数据来源: 艾瑞咨询, 中信建投证券

图 20: 国内部分卫星成本

卫星名称	类型	重量 (kg)	单星成本 (万人民币)	单位质量成本 (万/kg)
长光第二代卫星	遥感卫星	200	5000	25
长光第三代卫星	遥感卫星	40	800	20
长光第四代卫星	遥感卫星	20	400	20
银河航天	通信卫星	190	约千万级	5.3

数据来源: 长光卫星招股说明书, 澎湃新闻, 中信建投证券

三、维持盈利预测和买入评级，上调目标价至 32.48 元

维持盈利预测和买入评级不变，上调目标价至 32.48 元。公司 2024 年以来新签订单高增，2024 年上半年新签订单 11.87 亿元，同比增长 78.2%，我们预计随着新签项目陆续开工，2025 年收入确认有望加快；随着东南亚、中东等地区基建投资需求不断攀升，公司海外新签订单有望继续维持高位据此我们测算 2024-2026 年公司营收 14.2/17.4/21.5 亿元，同时随着股权激励带来的费用支出逐渐减少，对公司利润增长影响减弱，预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 2.0/2.8/3.5 亿元，对应 EPS 分别为 0.81/1.16/1.44 元。我们选择同样深耕海外建筑工程领域的北方国际、中工国际，以及以岩土工程为主业的中岩大地为可比公司，可比公司 2025 年 PE 估值为 21.9 倍。考虑到公司深耕的印尼、沙特等地大规模基建计划即将开展，毛利率近年保持 30%以上，盈利能力高于可比公司，且卫星钙钛矿方面已申请并公开多项发明专利，给予公司 30%的估值溢价，对应 2025 年 28xPE，对应目标价为 32.48 元，维持买入评级不变。

表 5:收入分拆预测

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
地基收入					
收入（百万元）	758	992	1,091	1,364	1,705
yoy	24.3%	30.9%	10.0%	25.0%	25.0%
毛利率	40.0%	38.3%	41.0%	42.0%	42.0%
桩基工程					
收入（百万元）	111	278	319	367	440
yoy	-1.7%	149.3%	15.0%	15.0%	20.0%
毛利率	12.8%	19.5%	20.0%	20.0%	20.0%
合计					
收入（百万元）	885	1,277	1,418	1,739	2,153
yoy	20.5%	44.3%	11.0%	22.6%	23.8%
毛利率	36.3%	34.3%	36.3%	37.4%	37.5%

资料来源：公司公告，中信建投证券

注：其他业务与空间钙钛矿业务占比较小，未列入表格

表 6:可比公司估值表（截至 2025 年 1 月 9 日收盘）

公司简称	交易代码	市值（亿元）	归母净利润（亿元）			PE		
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
中工国际	002051.SZ	92	3.6	4.2	4.7	25.5	21.7	19.4
北方国际	000065.SZ	94	9.2	10.0	11.6	10.2	9.4	8.1
中岩大地	003001.SZ	55	0.2	0.8	1.4	292.9	73.8	38.3
平均						109.5	35.0	21.9
上海港湾	605598.SH	64	1.7	2.0	2.8	37.0	32.3	22.6

资料来源：wind，中信建投证券

注：可比公司盈利预测为wind 一致预期

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

风险分析

1、地缘政治风险。公司主要业务收入来自海外，项目遍布东南亚、南亚、中东、南美等众多地区，当前海外地缘政治风险仍在，中东等热点地区国别冲突风险上升，同时大选结果未定，对海外局势影响仍存变数。

2、海外基建投资不及预期。“一带一路”沿线地区基建投资需求上升，但项目落地情况或受到海外经济增长不及预期和资金层面影响，导致基建投资进度不及预期。

3、汇率波动风险。公司主要收入来自海外地区，境外子公司和项目均以当地法定货币为记账本位币并持有一定的外币资产和负债。如果未来公司境外经营所在地法定货币的汇率产生重大变化，将对汇兑损益产生影响，从而影响公司经营业绩。

4、新业务成长不及预期风险。公司提前布局钙钛矿产业，申请多项空间太阳能电池相关专利并设立控股子公司，作为新业务新技术存在业务成长不达预期的风险。

报表预测

资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1,546.68	1,847.75	2,020.16	2,317.61	2,702.29
现金	527.23	624.71	610.54	659.91	722.26
应收票据及应收账款合计	622.95	797.71	961.09	1,178.42	1,459.28
其他应收款	11.02	17.60	17.83	21.86	27.07
预付账款	6.76	9.61	10.38	12.72	15.75
存货	45.93	77.83	94.28	113.66	140.44
其他流动资产	332.79	320.29	326.04	331.04	337.49
非流动资产	310.83	325.87	348.85	374.35	403.03
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	281.85	257.16	279.72	305.31	333.69
无形资产	0.83	1.72	6.38	15.55	24.21
其他非流动资产	28.15	66.99	62.75	53.50	45.13
资产总计	1,857.51	2,173.62	2,369.01	2,691.96	3,105.32
流动负债	264.65	390.77	420.61	507.01	626.50
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款合计	208.14	283.68	316.82	381.93	471.92
其他流动负债	56.51	107.09	103.80	125.08	154.58
非流动负债	28.40	28.22	27.96	27.55	26.98
长期借款	18.35	6.42	6.16	5.75	5.19
其他非流动负债	10.05	21.80	21.80	21.80	21.80
负债合计	293.05	418.99	448.57	534.56	653.49
少数股东权益	0.00	1.08	0.95	0.76	0.52
股本	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积	696.31	676.13	676.13	676.13	676.13
留存收益	868.15	1,077.41	1,243.36	1,480.52	1,775.18
归属母公司股东权益	1,564.46	1,753.54	1,919.49	2,156.65	2,451.31
负债和股东权益	1,857.51	2,173.62	2,369.01	2,691.96	3,105.32

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	133.78	134.10	55.79	138.73	168.20
净利润	156.79	173.75	199.17	284.65	353.66
折旧摊销	53.92	53.84	17.02	19.49	21.33
财务费用	-16.23	-3.55	-1.86	-1.93	-2.15
投资损失	-2.84	-7.12	-3.51	-3.51	-3.51
营运资金变动	-68.79	-156.73	-156.75	-161.68	-202.84
其他经营现金流	10.92	73.91	1.72	1.72	1.72
投资活动现金流	-263.34	-46.48	-38.21	-43.21	-48.21
资本支出	71.86	65.94	40.00	45.00	50.00
长期投资	-196.08	15.38	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-139.13	-127.80	-78.21	-88.21	-98.21
筹资活动现金流	-12.00	-9.46	-31.76	-46.15	-57.64
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	-2.67	-11.93	-0.26	-0.41	-0.56
其他筹资现金流	-9.33	2.46	-31.50	-45.74	-57.08
现金净增加额	-129.36	67.13	-14.17	49.37	62.35

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	133.78	134.10	55.79	138.73	168.20
净利润	156.79	173.75	199.17	284.65	353.66
折旧摊销	53.92	53.84	17.02	19.49	21.33
财务费用	-16.23	-3.55	-1.86	-1.93	-2.15
投资损失	-2.84	-7.12	-3.51	-3.51	-3.51
营运资金变动	-68.79	-156.73	-156.75	-161.68	-202.84
其他经营现金流	10.92	73.91	1.72	1.72	1.72
投资活动现金流	-263.34	-46.48	-38.21	-43.21	-48.21
资本支出	71.86	65.94	40.00	45.00	50.00
长期投资	-196.08	15.38	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-139.13	-127.80	-78.21	-88.21	-98.21
筹资活动现金流	-12.00	-9.46	-31.76	-46.15	-57.64
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	-2.67	-11.93	-0.26	-0.41	-0.56
其他筹资现金流	-9.33	2.46	-31.50	-45.74	-57.08
现金净增加额	-129.36	67.13	-14.17	49.37	62.35

经营活动现金流	133.78	134.10	55.79	138.73	168.20
净利润	156.79	173.75	199.17	284.65	353.66
折旧摊销	53.92	53.84	17.02	19.49	21.33
财务费用	-16.23	-3.55	-1.86	-1.93	-2.15
投资损失	-2.84	-7.12	-3.51	-3.51	-3.51
营运资金变动	-68.79	-156.73	-156.75	-161.68	-202.84

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	20.50	44.33	11.03	22.61	23.83
营业利润(%)	121.87	13.14	18.41	42.93	24.25
归属于母公司净利润	155.61	11.04	14.48	42.92	24.24
获利能力					
毛利率(%)	36.34	34.26	36.32	37.39	37.53
净利率(%)	17.71	13.63	14.05	16.38	16.43
ROE(%)	10.02	9.93	10.38	13.21	14.44
ROIC(%)	16.03	17.24	16.31	19.73	20.48
偿债能力					
资产负债率(%)	15.78	19.28	18.93	19.86	21.04
净负债比率(%)	-32.53	-35.24	-31.47	-30.32	-29.25
流动比率	5.84	4.73	4.80	4.57	4.31
速动比率	5.59	4.46	4.50	4.27	4.01
营运能力					
总资产周转率	0.48	0.59	0.60	0.65	0.69
应收账款周转率	1.43	1.60	1.48	1.48	1.48
应付账款周转率	2.71	2.96	2.85	2.85	2.85
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.64	0.71	0.81	1.16	1.44
每股经营现金流(最新)	0.54	0.55	0.23	0.56	0.68
每股净资产(最新摊薄)	6.37	7.14	7.81	8.78	9.97
估值比率					
P/E	41.08	37.00	32.32	22.61	18.20
P/B	4.12	3.67	3.36	2.99	2.63
EV/EBITDA	16.41	22.68	22.01	15.69	12.83

资料来源: 公司公告, iFinD, 中信建投证券

分析师介绍

竺劲

地产、周期及中小盘研究组组长，房地产和建筑行业首席分析师，北京大学国家发展研究院金融学硕士，专注于房地产、物业管理等行业研究，13 年证券从业经验。

连续三年（2018-2020）荣获最佳行业金牛分析师奖（房地产行业），获得 2020 年新财富最佳分析师（房地产行业）入围奖，2020 年机构投资者·财新资本市场分析师成就奖（房地产行业）大陆区入围奖，2020 年卖方分析师水晶球奖（房地产行业）第 5 名。

曹恒宇

建筑行业分析师

研究助理

王文涛

wangwentao1@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话：（8610） 56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话：（8621） 6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755） 8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852） 3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk