



公司研究 | 深度报告 | 建发合诚（603909.SH）

建发协同助力增长，省内基建仍有空间

报告要点

公司前身为厦门市路桥工程监理有限公司，陆续经历改制与上市，2021 年底，建发集团成为公司实控人。公司聚焦勘察设计、工程管理、试验检测、建筑施工、综合管养、工程材料等六大业务，借助建发集团资源大力拓展施工等业务。考虑省内基建需求具备较高确定性，同时建发房产 2025 年以来拿地节奏明显加快，并给予公司充分支持，公司未来业绩有望稳中有升。

分析师及联系人



张弛

SAC: S0490520080022

SFC: BUT917



张智杰

SAC: S0490522060005



袁志芑



龚子逸

建发合诚（603909.SH）

公司研究 | 深度报告

投资评级 买入 | 首次

建发协同助力增长，省内基建仍有空间

借力建发系资源优势，打造一体化技术服务能力

建发集团入主，2021 年转为国企。公司前身为厦门市路桥工程监理有限公司，于 1995 年 9 月 5 日成立。2016 年 6 月 28 日，公司在上海证券交易所上市。2021 年，厦门益悦置业陆续获黄和宾等股东协议转让，并以大宗交易、集中竞价交易方式增持公司股份。截止 2021 年底，厦门益悦置业对本公司的持股比例达到 29.01%，控制人变更为厦门市国资委。

聚焦施工+设计两大主业，大股东助力施工业务发展，“工程医院”受益城市更新。公司旗下控股 9 家子公司，主要从事建筑施工与工程咨询等两大类业务。从收入结构来看，公司 86% 收入来自于建筑施工业务，6% 收入来自于设计咨询。2024 年 12 月全国城建工作会议与 2025 年 1 月国务院常务会议相继部署 2025 年城市更新工作，明确以“先体检后更新”为机制，谋划实施一批城市更新改造项目，公司“工程医院”理念有望受益城市更新。

省内基建持续推进，十四五末仍有发力空间

福建省基建投资增速基本持平全国水平。从投资结构横向对比来看，福建省基建投资占比达 35%，较全国基建投资水平高出 1 个百分点，基本持平。2020 年以来，福建省固定资产投资增速略高于全国水平基建增速，固定资产投资增速整体基本持平全国水平。

十四五末省内基建仍有发力空间，中长期展望新项目支撑不断。从过去情况来看，福建省交通投资规模持续高增长，“十四五”期间综合交通建设完成投资 8300 亿元，分项来看，其中普通公路 2000 亿元、高速公路 1350 亿元、运输服务 1300 亿元、城市轨道交通 1260 亿元、民航 1000 亿元、港航 350 亿元、邮政业 40 亿元。从 25 年重点项目来看，福建确定 2025 年度省重点项目 1550 个，总投资 4.3 万亿元，年度计划投资 7150 亿元，年度投资额同比增长 5%。

建发集团赋能公司发展，关注公司关联交易指引

建发房产 25 年拿地明显积极，前 5 月拿地金额为 2020 年以来第二高。克而瑞百强地产数据来看，央企、地方国企 2020 年以来拿地金额中枢都有所下滑，2024 年下滑幅度尤为明显，与建发合诚 2024 年大幅下滑的施工新签相符合。2025 年以来，建发房产拿地明显积极，前 5 月累计拿地 905 亿元。回顾 2020-2024 年同期拿地金额，分别为 314/1051/892/698/483 亿元。

建发系贡献收入超 8 成，关注公司未来关联交易指引。2022-2024 年，建发体系关联交易授权额度分别为 25/131/125 亿元，公司实际完成 19.58/120.23/48.58 亿元。2025 年关联交易授权额度预计 91 亿元，相较 2024 年实际完成金额增加 87.32%，考虑建发地产今年以来拿地速度改善，后续与控股股东业务协同空间有望进一步打开。

盈利预测：福建省内基建需求确定性较高，同时大股东加快拿地节奏。福建每年年初规划的重大项目投资稳中有增，2025 年度省重点项目 1550 个，总投资 4.3 万亿元，年度计划投资 7150 亿元，年度投资额同增 5%。省内基建需求具备较高确定性，同时大股东 25 年以来拿地节奏明显加快，并给予公司充分支持，预计公司业绩未来有望稳中有升。预计公司 2025 年实现业绩 1.29 亿元，对应当前市值估值为 18.64 倍，给予“买入”评级。

风险提示

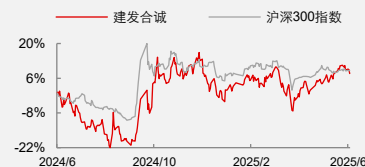
- 1、省内基建景气程度不及预期；
- 2、大股东支持力度不及预期；
- 3、地方政府债务压力超预期；
- 4、原材料价格大幅波动；
- 5、盈利预测假设不成立或不及预期的风险。

公司基础数据

当前股价(元)	9.21
总股本(万股)	26,067
流通A股/B股(万股)	26,067/0
每股净资产(元)	4.21
近12月最高/最低价(元)	10.20/6.68

注：股价为 2025 年 6 月 18 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind



目录

借力建发系资源优势，打造一体化技术服务能力	6
省内基建持续推进，设计咨询业务仍有成长空间	15
短期来看，十四五末省内基建仍有发力空间	15
中长期展望，新项目接续推出支撑基建需求	16
建发集团赋能公司发展，省外拓展迈入快车道	18
盈利预测：省内需求+大股东协同助力业绩长期成长	20
风险提示	21

图表目录

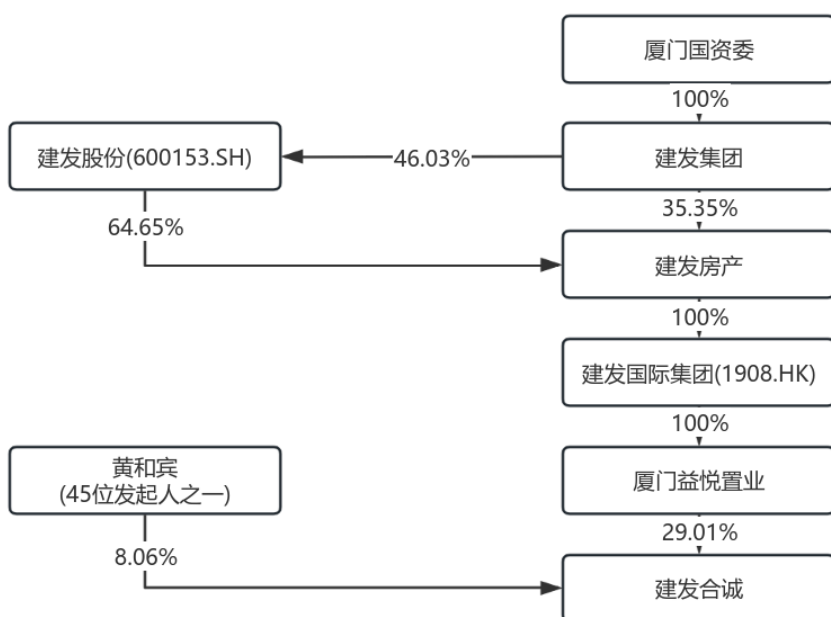
图 1：公司股权结构（截至 2024 年报）	6
图 2：公司六大业务布局	7
图 3：2024 年公司各业务收入占比	7
图 4：2024 年公司分区域收入占比	7
图 5：合诚建设股权示意图（截至 2024 年报）	8
图 6：公司 2022-2024 施工业务新签订单（单位：亿元）	8
图 7：大连新机场沿岸商务区市政配套工程	8
图 8：大连市渤海大道	8
图 9：丘卡卢-佩吉铜金矿上部矿带房建示意图	9
图 10：大连未来魔方现场实景图	9
图 11：公司 2022-2024 勘察设计业务新签订单（单位：亿元）	9
图 12：公司工程医院理念示意图	10
图 13：公司 2015-2024 年收入及增速（单位：亿元）	11
图 14：公司 2015-2024 年分业务收入结构（单位：亿元）	11
图 15：公司 2019-2024 年新签合同金额及同比（单位：亿元）	11
图 16：公司 2022-2024 年工程咨询、工程施工新签（单位：亿元）	11
图 17：公司 2015-2024 年毛利率、净利率	12
图 18：公司 2015-2024 年分业务毛利率	12
图 19：公司 2015-2024 年分业务毛利（单位：亿元）	12
图 20：公司 2015-2024 年归母净利润及增速（单位：亿元）	12
图 21：公司 2015-2024 年分地域收入结构	12
图 22：公司 2015-2024 年分地域毛利结构	12
图 23：过往 10 年期间费用率情况	13
图 24：地方国企 2024 年期间费用率对比	13
图 25：2019-2024 年经营性现金流、收现比情况（单位：亿元）	13
图 26：公司 2019-2024 年带息负债情况（单位：亿元）	13
图 27：公司过去 10 年分红率情况（单位：百万元）	14
图 28：福建投资结构（2024 年）	15
图 29：全国投资结构（2024 年）	15

图 30：福建&全国基建增速.....	15
图 31：福建&全国固投增速.....	15
图 32：中国、福建省 2016-2025E 建筑业总产值情况（单位：万亿）	16
图 33：中国、福建省 2016-2025E 建筑业总产值同比增速	16
图 34：福建综合交通投资规模（单位：亿元）	16
图 35：福建十四五综合交通投资构成及占比（单位：亿元）	16
图 36：各地重点项目规划情况.....	17
图 37：开发投资累计值和累计同比（亿，%）	18
图 38：销售额累计值和累计同比（亿，%）	18
图 39：建发国际 2021-2024 年权益销售金额及同比（单位：亿元）	18
图 40：建发国际 2021-2024 年权益销售面积及同比（单位：万平米）	18
图 41：建发国际 2019-2024 年土地储备可售面积及同比（单位：万平方米）	19
图 42：建发国际 2024 年分城市土地储备可售面积及当年变动（单位：万平方米）	19
图 43：建发房产历年拿地金额拿地金额（亿元）	19
图 44：建发房产&TOP100 房企拿地金额占比全国（注：分母采用 300 城宅地成交金额，市占率为近似估算数据）	19
表 1：公司资质.....	6
表 2：2025 年住建部城市更新工作方向.....	10
表 3：建发合诚与控股股东建发集团关联交易情况	20
表 4：公司收入和利润的敏感性分析（单位：百万元）	21

借力建发系资源优势，打造一体化技术服务能力

建发集团入主，2021 年转为国企。公司前身为厦门市路桥工程监理有限公司，于 1995 年 9 月 5 日成立。2016 年 6 月 28 日，公司在上海证券交易所上市。2021 年，厦门益悦置业陆续获黄和宾等股东协议转让，并以大宗交易、集中竞价交易方式增持公司股份。截止 2021 年底，厦门益悦置业对本公司的持股比例达到 29.01%，控制人变更为厦门市国资委。

图 1：公司股权结构（截至 2024 年报）



资料来源：Wind，长江证券研究所

专业资质齐全，具备一体化的工程技术服务能力。公司已取得公路、水运、市政、建筑等土木工程行业资质共 60 余项，现涵盖工程全产业链的咨询、勘察、设计、监理、检测、施工、养护、维修等全类别资质，实现建筑/市政行业甲级资质全覆盖，具备工程全生命周期技术服务的各项资质和能力。

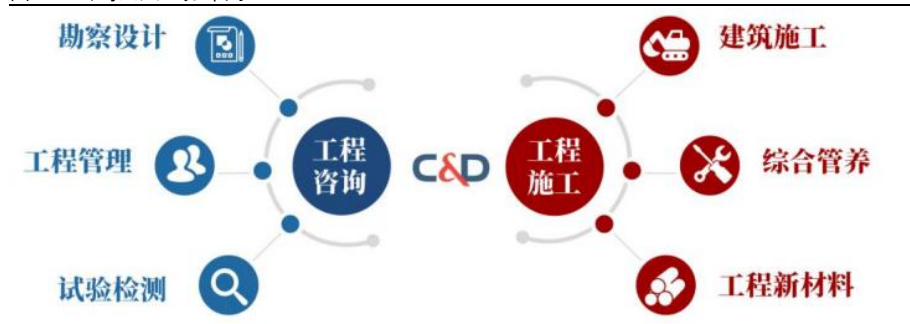
表 1：公司资质

业务类别	勘察		设计		工程管理		试验检测		综合管养/建筑施工	
	咨询	勘察	设计		监理		检测		施工	
建筑行业			甲级		甲级				建筑工程施工总承包壹级	
市政行业			甲级		甲级				特种工程专业承包（结构补强、建筑物纠偏和平移）	
公路行业	AAA 级	甲级	乙级		甲级		综合甲级	桥隧专项	养护施工全套资质	
水运行业			乙级		甲级		结构甲级	材料甲级	路面专业承包壹级	
水利行业			乙级		乙级		-		-	

资料来源：Wind，公司年报，长江证券研究所

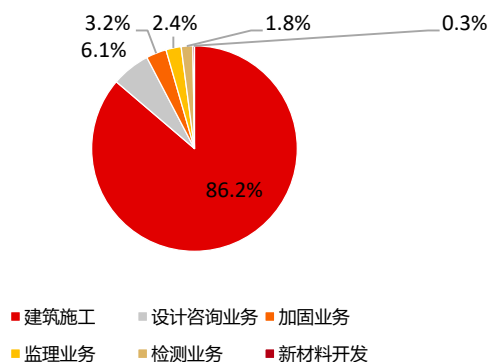
建筑施工为主，设计咨询为辅，福建省内外业务共同发展。建发合诚旗下控股 9 家子公司，主要从事工程咨询、工程施工两大类业务，其中可细分出建筑施工、设计咨询、加固、监理、检测、新材料开发 6 大业务。公司聚焦交通、市政、建筑等土木工程领域，依托“系统化协同增值模式（1+X）”开展全产业工程技术服务，为客户提供综合性、跨阶段、一体化的工程技术服务。2024 年，公司分业务收入占比来看，建筑施工、设计咨询、加固、监理、检测、新材料开发业务占比分别为 86.2%、6.1%、3.2%、2.4%、1.8%、0.3%；分地域收入结构来看，福建省外占比已达 46%。

图 2：公司六大业务布局



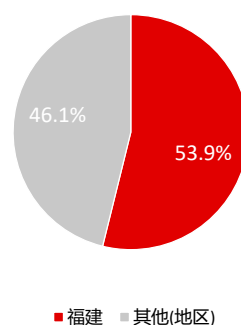
资料来源：Wind，公司年报，长江证券研究所

图 3：2024 年公司各业务收入占比



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 4：2024 年公司分区域收入占比

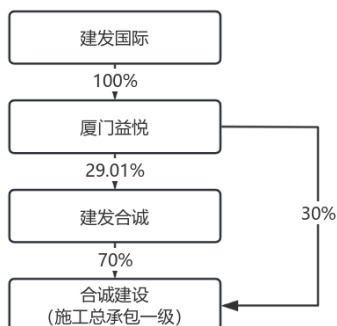


资料来源：Wind，长江证券研究所

建筑施工：填补施工业务空白，协同建发房产切入房建

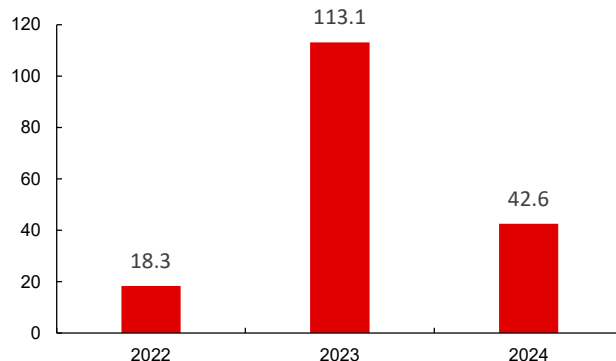
建筑施工：大股东参股合诚建设，业务协同快速发展。2021 年 8 月，公司及其全资子公司合诚水运收购天成华瑞（现名：合诚建设）100%股权，填补了建筑施工板块的空白，同年公司完成控制权转让，厦门益悦成为公司控股股东。合诚建设持有《建筑工程施工总承包壹级资质证书》，具备承接建筑工程施工业务的能力。2022 年 4 月，公司及全资子公司合诚水运分别将其持有的合诚建设 25%、5%的股权转让给了控股股东厦门益悦，转让后公司仍持有合诚建设 70%股权。公司主要承接包括建发房产住宅及配套项目，以及医疗健康、旅游会展等涉及的建筑工程项目。

图 5：合诚建设股权示意图（截至 2024 年报）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 6：公司 2022-2024 施工业务新签订单（单位：亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

工程咨询：承接标志性项目，具备一流水平

工程咨询：收购大连市政院，拓展省外业务。2018 年，公司以 2.69 亿元现金收购大连市市政设计研究院，获得多项资质，截至最新，大连市政院共具备拥有**七甲一特设计资质**，即：**市政行业、建筑工程、轨道交通、风景园林工程**、城乡规划的甲级设计资质、**工程资信**（建筑、市政、生态环境）甲级资质、**岩土工程**（勘察、设计）的甲级资质和特种设备（压力管道）设计资质。大连市政院的业务优势体现在市政行业、建筑行业项目前期阶段的工程设计和工程咨询服务；从业务地域来看，业务区域主要分布在东北地区（辽宁省、黑龙江省）、西部地区（贵州省、甘肃省、四川省、云南省）、以及东部地区广东省，大幅拓展了公司的省外业务承接能力。

图 7：大连新机场沿岸商务区市政配套工程



资料来源：大连市政院官网，长江证券研究所

图 8：大连市渤海大道



资料来源：大连市政院官网，长江证券研究所

24 年首次进军海外，业务协同再创佳绩。公司从事勘察设计的专业领域包括市政基础设施、工业与民用建筑、水利工程、公路与轨道交通、风景园林、新能源开发利用等，拥有包含规划咨询、勘察、设计在内的专业资质。2024 年，放眼海外，公司勘察设计首次承接东欧及东南亚国家的设计业务（塞尔维亚丘卡卢-佩吉铜金矿上部矿带金诚信新增房建的设计项目、建发新兴能源泰国厂区设计总包项目）；回顾国内，公司承接首个

以设计施工双资质承揽的 EPC 项目——“2024 大连夏季达沃斯论坛”中心景观大连未来魔方深化设计与施工工程,承接云南省盐津县国家储备林建设项目设计施工总承包 EPC 项目,开辟农林大型项目业绩。从新签订单来看,2024 年勘察设计业务新签 5.84 亿元,同比下滑 16.33%,大幅好于施工新签下滑幅度,显示出一定韧性,主要系公司承接新业务如排水防涝、城中村改造等国家重点项目,累计设计合同额超 7600 万元,另一方面大力开拓新市场机遇如出海等。

图 9: 丘卡卢-佩吉铜金矿上部矿带房建示意图



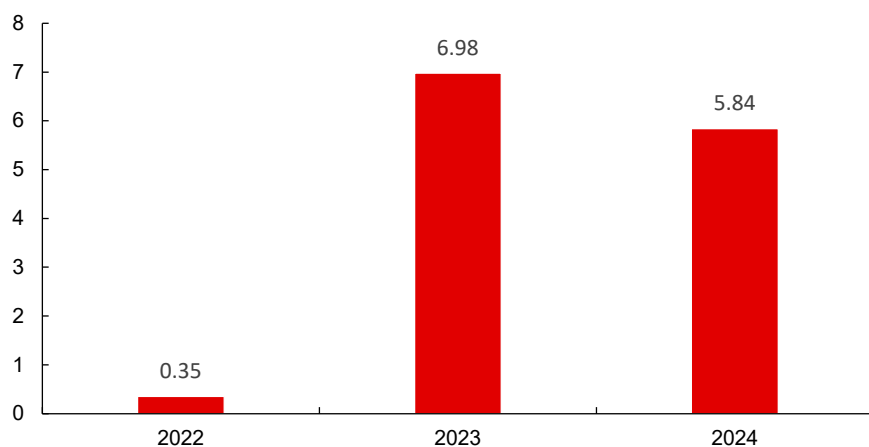
资料来源:紫金矿业官网,长江证券研究所

图 10: 大连未来魔方现场实景图



资料来源:大连发布公众号,长江证券研究所

图 11: 公司 2022-2024 勘察设计业务新签订单 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

整合检测、设计、维保等全周期服务资源,“工程医院”初步落地。公司以“工程医院”理念为指引,大力发展工程基础设施的健康检测、病害诊断、处置方案、加固修缮、应急抢修等业务,通过整合检测、设计、维保等全周期服务资源,打造在役工程智慧服务平台,现已形成了检测设计维保一体化服务“道路、桥隧、建筑、钢结构、水下结构物、地下管网”等专业 6 项核心技术能力,在建养并重时代具有先发优势。2024 年内落地项目合同额达 1.72 亿元,标志业务模式实现从单一服务向生态化平台升级。

图 12：公司工程医院理念示意图



资料来源：公司官网，长江证券研究所

顶层会议定调城市更新体检为先，公司“工程医院”有望受益。2024 年 12 月全国住房城乡建设工作会议与 2025 年 1 月国务院常务会议相继部署 2025 年城市更新工作，明确以“先体检后更新”为机制，谋划实施一批城市更新改造项目。我国既往城市更新以“三区一村”为抓手，“三区一村”主要指老旧小区、老旧厂区、老旧街区和城中村改造。下阶段城市更新实施过程中的综合性、系统性特征进一步增强，将持续推进多种空间更新，同时将更加注重兼顾多重更新效益，坚持长期主义，如重视地下管网改造、社区服务设施、智慧城市等。

表 2：2025 年住建部城市更新工作方向

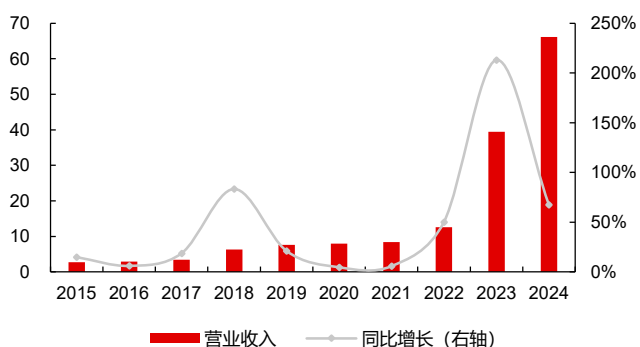
工作方向	具体内容
第一，抓体检，查找问题	城市体检导向
	一是问题导向，从住房到小区到社区到城区，查找群众身边的急难愁盼问题，比如，停车难、充电难，养老服务设施不足、儿童活动场地不够。
	二是目标导向，查找影响城市竞争力、承载力和可持续发展的短板弱项。比如，文化特色缺失、公共服务不均衡、基础设施互联互通水平不高、现代科技与城市建设管理融合不充分。
第二，抓项目，解决问题	第一类民生项目
	一是把 2000 年底前建成的城市老旧小区全部纳入改造范围，因地制宜实施改造。鼓励地方探索居民自主更新改造老旧住宅。
	二是城中村改造范围已经扩大到全国地级及以上城市，要在去年新增 100 万套的基础上，继续扩大改造规模。
	第二类发展项目
	一是更新一批老工业区、旧厂房，植入科技研发、文化创意、人工智能等新业态、新功能，推动产业转型，筑巢引凤，因地制宜发展新质生产力。
	二是改造一批老旧街区，打造精品街道、城市客厅等活力街区，为青年人提供更多创新创业空间，为市民创造更多消费场景。
	第三类安全项目
	三是保护、修缮一批历史文化街区、历史建筑，推动活化利用，让城市文化遗产融入经济社会发展，融入城市生产生活。
	一是再建设改造地下管线 15 万公里以上，守护好城市的“里子”和“良心”。
	二是推进调蓄设施、排水管网、排涝泵站等工程项目，聚焦消除城市的严重易涝积水点，再完 1000 个排水防涝设施重点项目。
	三是发展数字化、智能化基础设施，重点推进城市生命线安全工程建设，努力实现地级及以上城市燃气、供水、排水等生命线安全工程全覆盖，有效提升城市安全运行保障能力。

资料来源：长江建材研究团队，中国新闻网，长江证券研究所

施工业务带动收入增长，费率改善优于可比公司

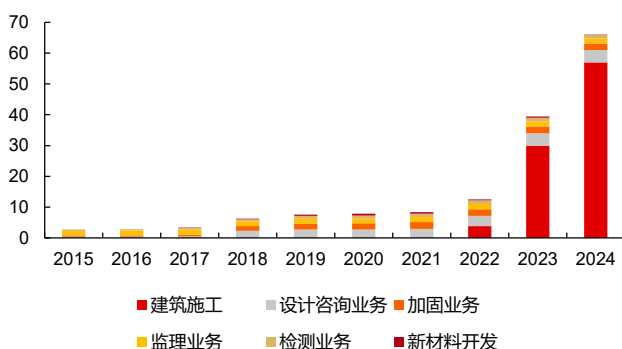
控股股东业务协同促进建筑施工业务快速拓展、新签合同额迅速增长。自公司 2021 年转为国企以来，2022-2024 年分别新签合同 29.17/126.22/55.7 亿元，同比增长 183%/332.7%/-55.87%。新签合同有力推动公司收入提升，连续三年实现双位数增长。2022-2024 年公司分别实现营业收入 12.61/39.46/66.09 亿元，同比增长 49.87%/212.92%/67.49%。

图 13：公司 2015-2024 年收入及增速（单位：亿元）



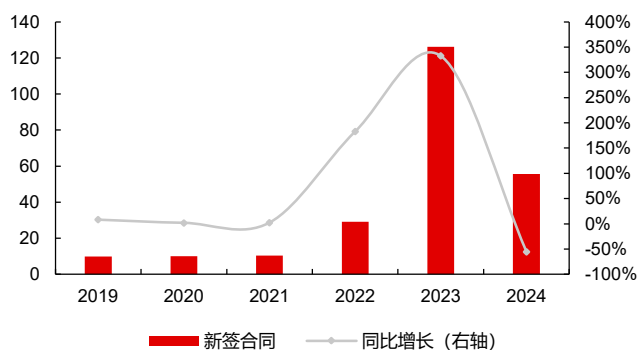
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 14：公司 2015-2024 年分业务收入结构（单位：亿元）



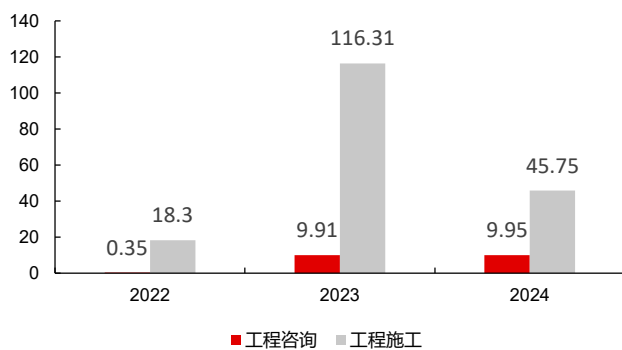
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 15：公司 2019-2024 年新签合同金额及同比（单位：亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

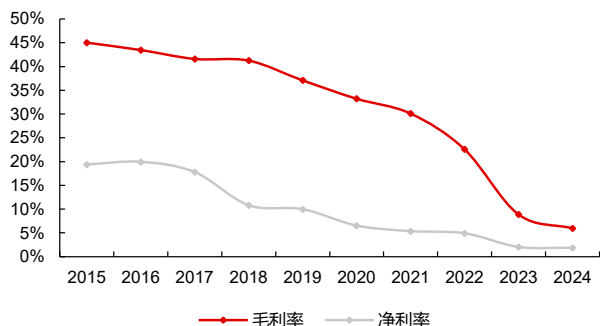
图 16：公司 2022-2024 年工程咨询、工程施工新签（单位：亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

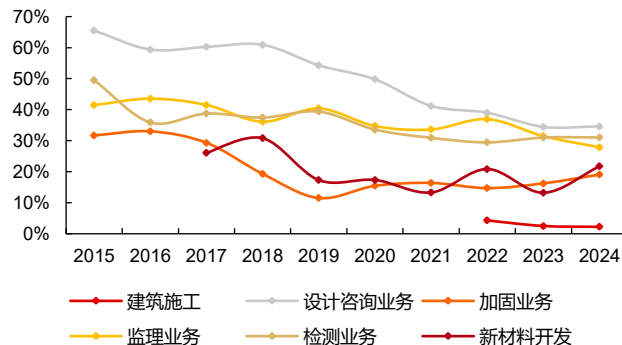
施工毛利率较低，设计咨询仍为公司利润主要贡献。公司 2021 年底收购天成华瑞，获得施工资质，2022 年开始承接建发系地产业务，展开业务协同。从毛利结构来看，公司施工业务收入增长较快，然而毛利率远低于设计咨询业务，拖累公司整体利润率，设计咨询业务仍为公司利润主要贡献。得益于施工业务高增，公司 2022-2024 年分别实现归母净利润 0.57/0.66/0.96 亿元，同比增长 40.25%/16.35%/45.03%。

图 17：公司 2015-2024 年毛利率、净利率



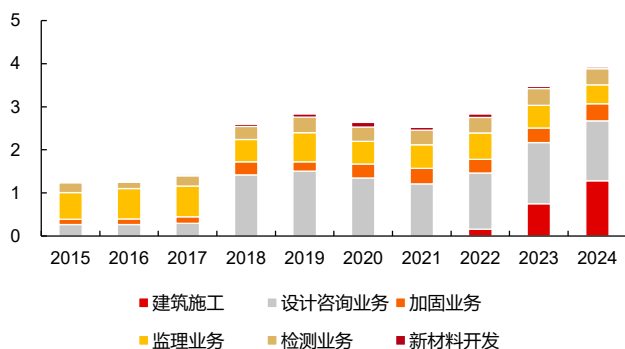
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 18：公司 2015-2024 年分业务毛利率



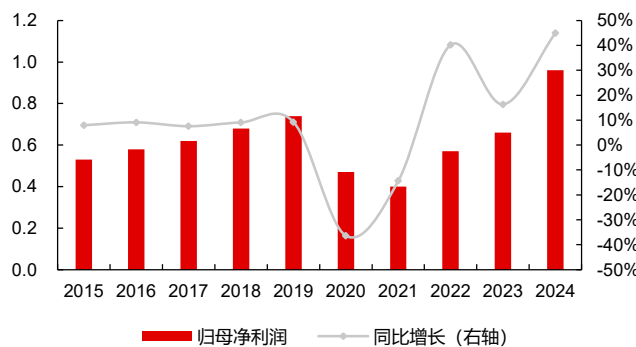
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 19：公司 2015-2024 年分业务毛利（单位：亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 20：公司 2015-2024 年归母净利润及增速（单位：亿元）

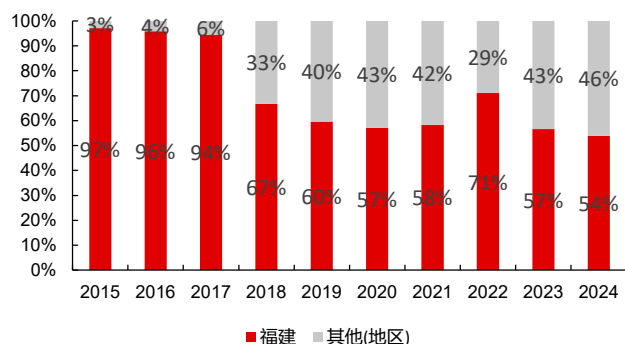


资料来源：Wind，长江证券研究所

两次关键并购，助力省外业务拓展。公司 2018 年收购大连市政院，大力拓展省外业务。

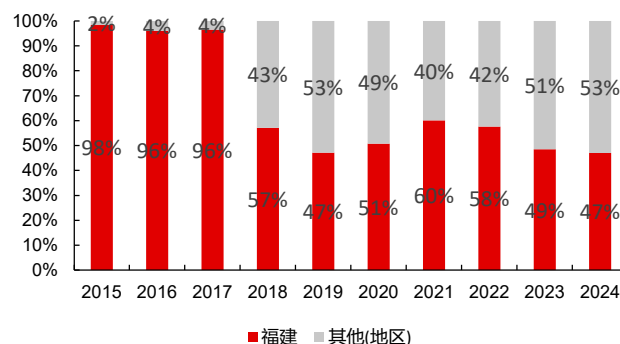
2021 年底收购天成华瑞，获得施工资质，2022 年开始承接建发系地产业务，展开业务协同，公司省外收入、毛利均逐步提升。

图 21：公司 2015-2024 年分地域收入结构



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 22：公司 2015-2024 年分地域毛利结构



资料来源：Wind，长江证券研究所

2021 年以来公司期间费率显著下滑，地方国企中领先。2019-2024 年间公司期间费用

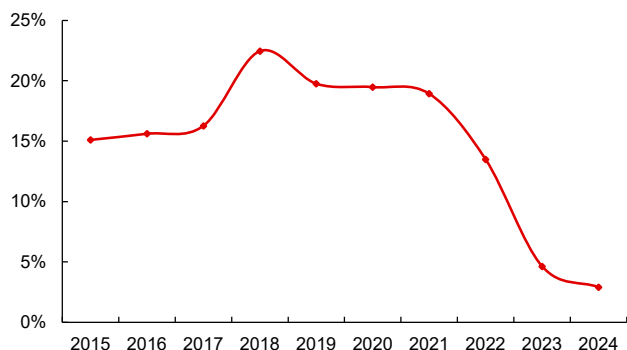
率整体呈下降趋势,横向对比同类建筑企业来看,公司 2024 年期间费用率表现最优异。

四费率下滑则主要得益于公司收入快速增长,规模效应使得各项费用得以摊薄。其中:

销售费率的下滑可能由于关联交易减少了外部销售环节的费用支出,降低了销售成本;

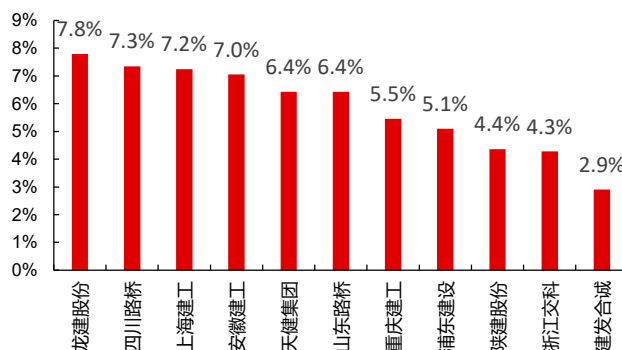
财务费用率下滑在于公司积极偿债,利息支出大幅下滑。

图 23: 过往 10 年期间费用率情况



资料来源: Wind, 长江证券研究所

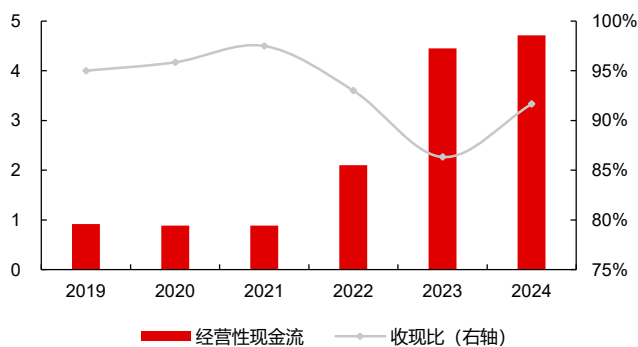
图 24: 地方国企 2024 年期间费用率对比



资料来源: Wind, 长江证券研究所

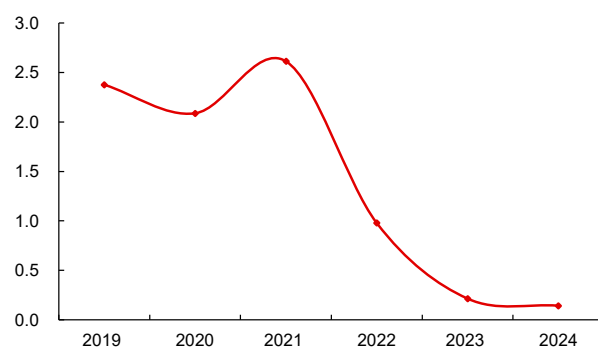
经营性现金流显著改善, 带息负债大幅压减。公司依托合同系统精心构建收款周期模型, 并综合运用政府化债协商、法律诉讼等多种有效手段, 全方位增强资金回笼能力, 从而有力保障了现金流的稳定与健康。2021 年至 2024 年, 带息负债从 2.61 亿元大幅降至 0.14 亿元, 这一积极变化得益于公司在期间累计偿还短期借款 1.69 亿元等, 有效降低了债务负担, 优化资本结构。

图 25: 2019-2024 年经营性现金流、收现比情况 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

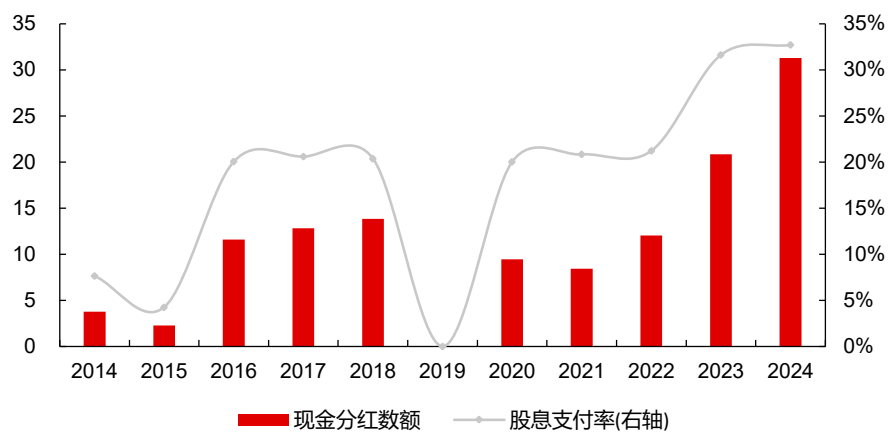
图 26: 公司 2019-2024 年带息负债情况 (单位: 亿元)



资料来源: iFinD, 长江证券研究所

利润与现金流双增, 分红稳步提升。2022 年至 2024 年公司分红金额稳步攀升, 分别达到 12.03/20.85/31.28 百万元, 同比增长 42.86%/73.33%/50.00%。依托大股东支持, 公司现金流状况显著改善, 分红能力持续增强, 积极反馈股东。

图 27：公司过去 10 年分红率情况（单位：百万元）

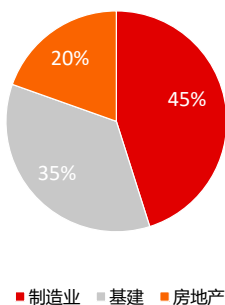


资料来源：Wind，长江证券研究所

省内基建持续推进，十四五末仍有发力空间

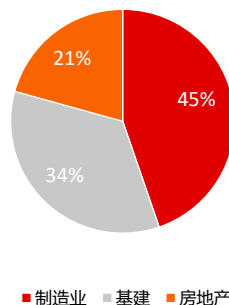
福建省基建投资增速基本持平全国水平。从投资结构横向对比来看，福建省基建投资占比达 35%，较全国基建投资水平高出 1 个百分点，基本持平。2020 年以来，福建省固定资产投资增速略高于全国水平基建增速，固定资产投资增速整体基本持平全国水平。

图 28：福建投资结构（2024 年）



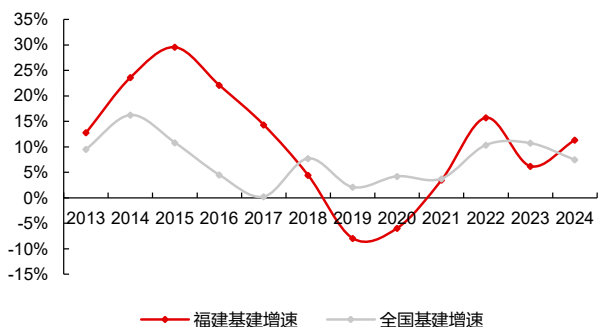
资料来源：Wind，福建统计局，长江证券研究所

图 29：全国投资结构（2024 年）



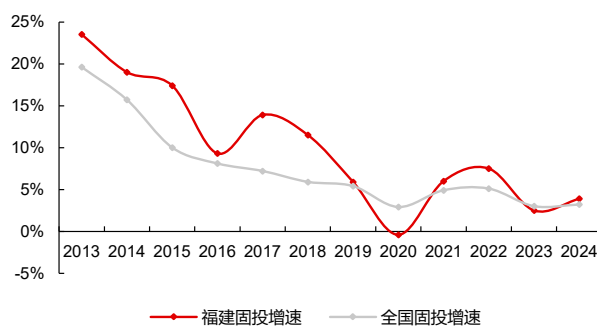
资料来源：Wind，国家统计局，长江证券研究所

图 30：福建&全国基建增速



资料来源：Wind，福建统计局，国家统计局，长江证券研究所

图 31：福建&全国固投增速

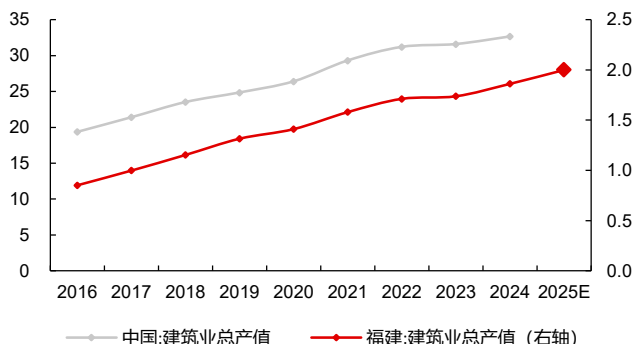


资料来源：Wind，福建统计局，国家统计局，长江证券研究所

短期来看，十四五末省内基建仍有发力空间

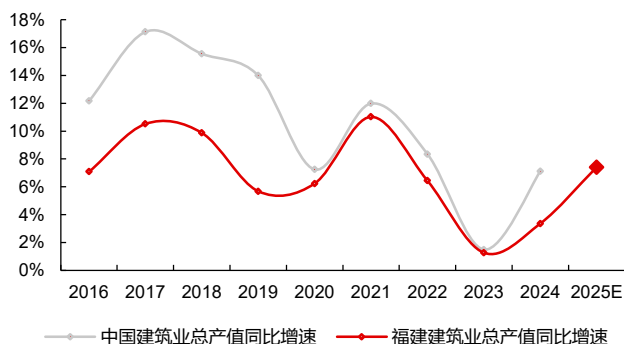
福建省建筑业“十四五”规划到 2025 年，全省建筑业总产值力争达到 2 万亿元。《福建省建筑业“十四五”发展规划》提出，到 2025 年，福建省建筑业总产值力争达到 2 万亿元，年均增长速度保持在 6% 以上，形成主营业务收入超 500 亿元的企业 1-2 家，超 100 亿元的建筑业企业达到 20 家。福建省 2024 年实现建筑业产值 18621 亿元，同比增长 7.04%，2025 年一季度实现 3649 亿元。为了达到 2025 年建筑业总产值 2 万亿的目标，2025 年全年的增速需要达到约 7.41%，2025Q2-Q4 还需实现建筑业总产值 16351 亿元。

图 32：中国、福建省 2016-2025E 建筑业总产值情况（单位：万亿）



资料来源：iFinD，国家统计局，福建省统计局，长江证券研究所

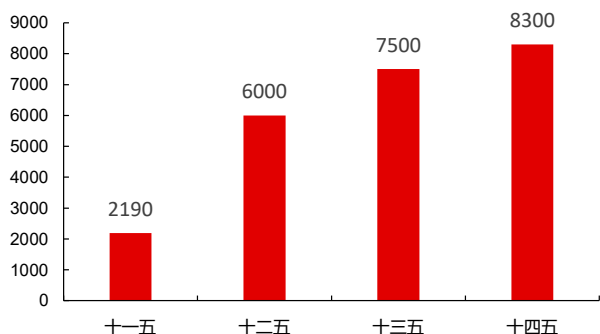
图 33：中国、福建省 2016-2025E 建筑业总产值同比增速



资料来源：iFinD，国家统计局，福建省统计局，长江证券研究所

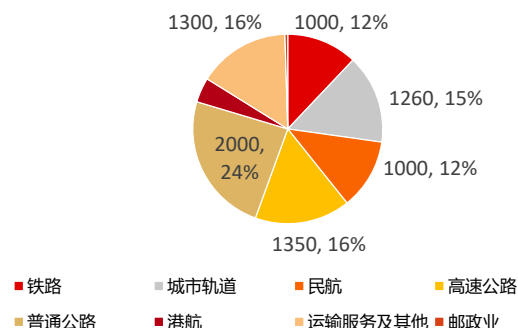
交通运输规划目标方面，福建省十四五综合交通建设计划完成投资 8300 亿元以上，较十三五继续稳健增长。从过去情况来看，福建省交通投资规模持续高增长，“十二五”全省综合交通基础设施建设完成投资 6000 亿元，是“十一五”期的 1.7 倍，“十三五”完成交通投资近 7500 亿，相较“十二五”继续高增。“十四五”来看，根据《福建省“十四五”现代综合交通运输体系专项规划》，规划十四五期间综合交通建设完成投资 8300 亿元，分项来看，其中普通公路 2000 亿元、高速公路 1350 亿元、运输服务 1300 亿元、城市轨道交通 1260 亿元、民航 1000 亿元、港航 350 亿元、邮政业 40 亿元。

图 34：福建综合交通投资规模（单位：亿元）



资料来源：福建省政府官网，长江证券研究所

图 35：福建十四五综合交通投资构成及占比（单位：亿元）



资料来源：福建省政府官网，长江证券研究所

中长期展望，新项目接续推出支撑基建需求

重大项目来看，每年年初规划的重大项目投资稳中有增：1 月 27 日，福建省政府发出《福建省发展和改革委员会关于印发 2025 年度省重点项目名单的通知》。经福建省政府同意，福建确定 2025 年度省重点项目 1550 个，总投资 4.3 万亿元，年度计划投资 7150 亿元，年度投资额同比增长 5%。2025 年度福建省重点项目中，省在建重点项目 1345 个，省预备重点项目 205 个，其中，福建省在建重点项目包含农林水利项目共 76 个、交通项目共 73 个、能源项目共 40 个、城乡建设与生态环保项目 179 个、工业项目共 724 个、服务业项目共 132 个、社会事业项目共 121 个。

图 36：各地重点项目规划情况

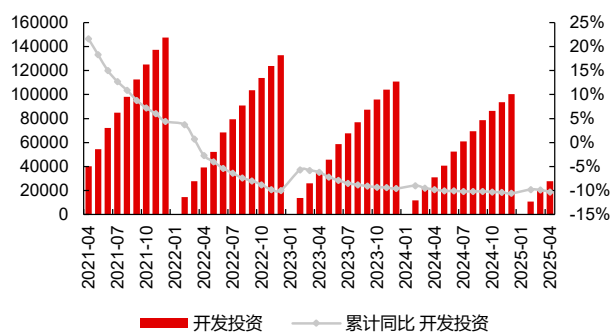
省级行政区	重点项目（个）/ 总投资（亿元）/ 年度投资（亿元）		
	2025	2024	2023
北京	300 / 14000 / —	300 / 12000 / 2811	300 / — / —
天津	854 / 15200 / 2209.07	807 / 16200 / 2465.78	673 / 15300 / 2360.57
河北	703 / 15000 / —	639 / 13800 / 2200	507 / 13200 / 2600.1
山西	611 / — / —	663 / — / —	619 / — / —
内蒙古	3336 / 37000 / 9611	3095 / 35000 / 9158	3168 / 32000 / 7739
辽宁	— / — / —	— / — / —	— / — / —
吉林	— / — / —	— / — / —	— / — / —
黑龙江	— / — / —	1000 / — / —	1000 / — / 3000
上海	186 / — / 2400	191 / — / 2300	191 / — / 2150
江苏	500 / — / 6526	450 / — / 6408	220 / — / 5670
浙江	1364 / 75000 / 11500	1101 / 68000 / 10313	791 / — / 8337
安徽	1626 / 35000 / 5994.3	460 / 4896.3 / 1123.1	9601 / — / 16597.5
福建	1550 / 43000 / 7150	1593 / 42800 / 6807	1580 / 40900 / 6480
江西	4605 / 33700 / 12000	3670 / 33000 / 10000	3558 / 45700 / 15600
山东	562 / — / —	555 / — / —	525 / 25000 / —
河南	1037 / 31000 / 10000	1284 / 39000 / 11396	2505 / — / 19000
湖北	960 / 39877.8 / —	725 / 34869 / —	555 / 18405.1 / 3247.2
湖南	— / — / —	390 / 23000 / 4715	324 / 21342.5 / 4616.8
广东	1500 / 92000 / 10000	1508 / 81000 / 10000	1530 / 85000 / 10000
广西	2200 / — / 5000	2500 / — / 5000	1847 / 34446.22 / 4261.67
海南	554 / 8540 / 1647	295 / 7744 / 1255	204 / 6116 / 1019
重庆	— / — / —	1189 / 29000 / 4500	1156 / 30000 / 4300
四川	810 / — / 7916.5	700 / 51698.2 / 7616.4	700 / 51864.8 / 7070.5
贵州	— / — / —	3086 / — / 3197.44	4158 / — / 8003.86
云南	— / — / —	1650 / 27410 / 4519	1500 / 33437 / 6064
西藏	170 / — / 2030	187 / — / 1618	191 / — / 1430
陕西	616 / 28762 / 4917	663 / 20200 / 4304	643 / 20356 / 4818
甘肃	447 / 4318 / 1443	269 / — / —	267 / — / —
青海	— / — / —	— / — / —	— / — / —
宁夏	100 / 3841 / 680	100 / 3854 / 651	101 / 4049 / 667
新疆	— / — / —	430 / 33000 / 3500	400 / 27000 / 3000

资料来源：各地政府官网，长江宏观团队，长江证券研究所

建发集团赋能公司发展，关注公司关联交易指引

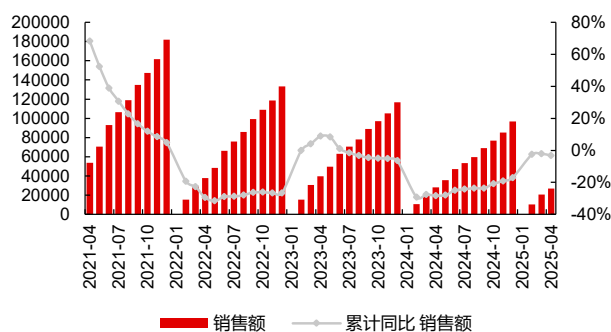
控股股东销售排名靠前，业务协同空间可期。建发国际是建发房产的控股子公司，隶属厦门建发集团，主营业务为房地产开发、房地产产业链投资服务及新兴产业投资业务等。近年来，房地产市场整体销售趋于疲软，据国家统计局数据，2024 年中国地产开发投资 100280 亿元，同比减少 10.6%；地产销售额 96750 亿元，同比减少 17.1%。建发国际实现权益销售金额 1033.6 亿元，仍保持一定韧性。根据中指研究院地产销售额百亿企业排行榜，建发房产 2024 年权益销售金额 1335.1 亿元，排名第 7。

图 37：开发投资累计值和累计同比（亿，%）



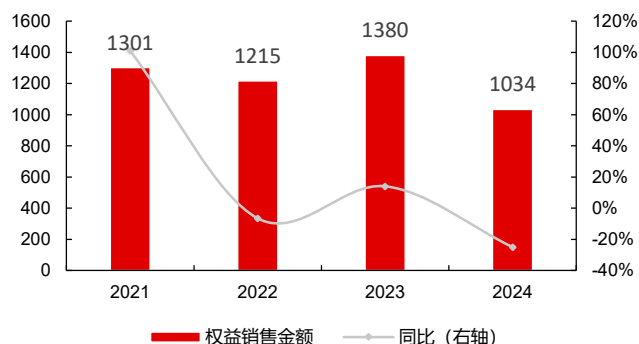
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 38：销售额累计值和累计同比（亿，%）



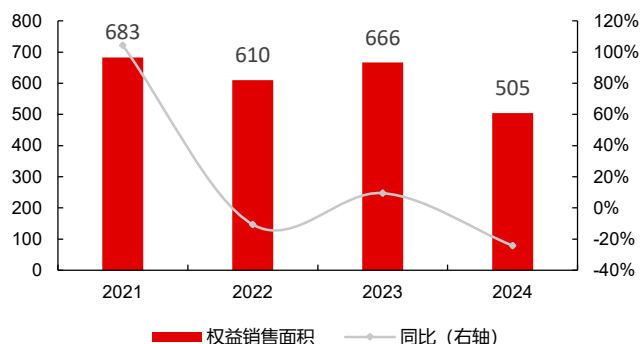
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 39：建发国际 2021-2024 年权益销售金额及同比（单位：亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

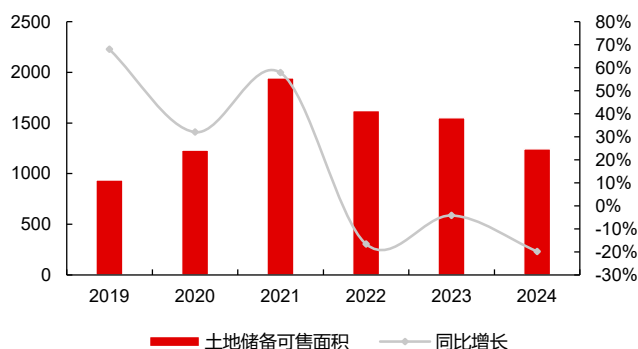
图 40：建发国际 2021-2024 年权益销售面积及同比（单位：万平方米）



资料来源：Wind，长江证券研究所

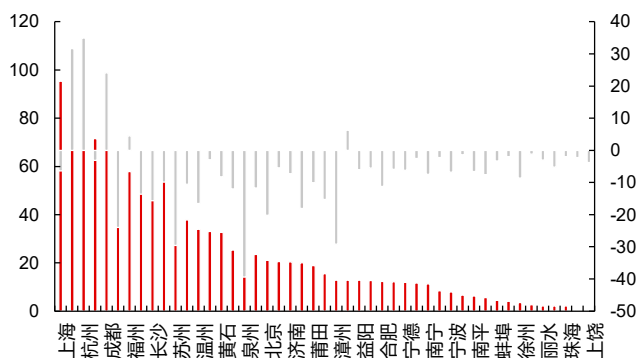
控股股东持续拓展核心城市，公司有望借力迅速壮大建筑施工业务规模。控股股东重点布局高能级城市，通过战略性深耕一二线核心城市及具有品牌影响力的三四线城市，强化优质土地获取能力，有效提升市场占有率。2019 年至 2021 年控股股东土地储备不断增加，2021 年末土地储备可售面积达 1944.31 万平方米。2022 来控股股东审慎拿地，注重提升土储质量，持续补充优质土地。2023 年来控股股东成功拓展了东莞、嘉兴、丽水等城市。2024 年土地储备可售面积为 1243.12 万平方米，土地结构优质、质量总体较好，为未来可持续发展奠定基础。

图 41：建发国际 2019-2024 年土地储备可售面积及同比（单位：万平方米）



资料来源：Wind，长江证券研究所

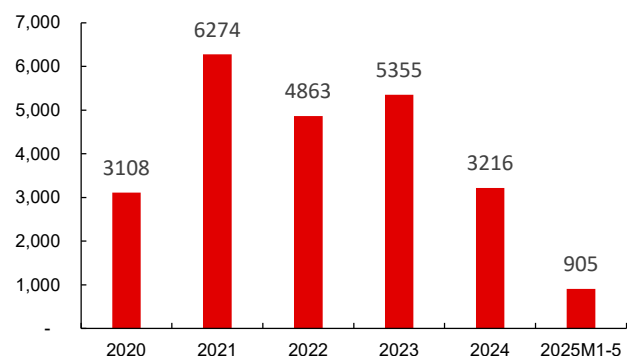
图 42：建发国际 2024 年分城市土地储备可售面积及当年变动（单位：万平方米）



资料来源：Wind，长江证券研究所（注：红线代表截至 2024 年底存量土地储备，白线正负代表 2024 年建发国际土地储备增减情况）

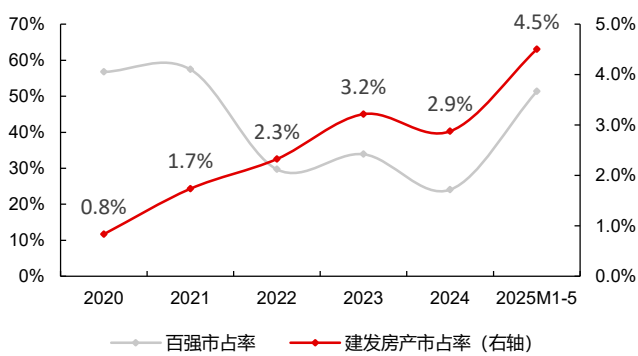
建发房产 25 年拿地明显积极，前 5 月拿地金额为 2020 年以来第二高。从克而瑞百强地产数据来看，央企、地方国企 2020 年以来拿地金额中枢都有所下滑，2024 年下滑幅度尤为明显，与建发合诚 2024 年大幅下滑的施工新签相符合。2025 年以来，建发房产拿地明显积极，前 5 月累计拿地 905 亿元，回顾 2020-2024 年同期拿地金额，分别为 314/1051/892/698/483 亿元。从占比来看，今年前 5 月，建发地产占比全国拿地金额达到 4.5%，为近年最高。

图 43：建发房产历年拿地金额拿地金额（亿元）



资料来源：Wind，克而瑞，长江证券地产团队，长江证券研究所

图 44：建发房产&TOP100 房企拿地金额占比全国（注：分母采用 300 城宅地成交金额，市占率为近似估算数据）



资料来源：Wind，克而瑞，长江证券地产团队，长江证券研究所

建发系贡献收入超 8 成，关注公司未来关联交易指引。2022-2024 年，建发体系关联交易授权额度分别为 25/131/125 亿元，公司实际完成 19.58/120.23/48.58 亿元。其中：2024 年实际交易额完成比例较低，主要系宏观环境下行，控股股东拿地更加谨慎，公司作为关联方可承接的业务量缩减，相应的关联交易规模不及预计。2025 年关联交易授权额度预计 91 亿元，相较 2024 年实际完成金额增加 87.32%，这一显著增长主要归因于公司积极拓展建筑施工业务并加大了采购建筑施工材料的力度。从关联方销售额来看，2022-2024 年分别完成建发系销售收入 19.01/117/44.84 亿元，占比公司当年收入 150.75%/296.50%/67.85%，考虑建发地产今年以来拿地速度改善，后续与控股股东业务协同空间有望进一步打开。

表 3：建发合诚与控股股东建发集团关联交易情况

指标	2022	2023	2024	2025
关联交易授权额度（亿元）	25	131	125	91
关联交易完成额度（亿元）	19.58	120.23	48.58	-
完成比例	78.32%	91.78%	38.86%	-
关联方销售额（亿元）	19.01	117	44.84	-
占比当年收入	150.75%	296.50%	67.85%	-

资料来源：Wind，长江证券研究所

盈利预测：省内需求+大股东协同助力业绩长期成长

福建省内基建需求确定性较高，同时大股东加快拿地节奏。重大项目来看，福建每年年初规划的重大项目投资稳中有增，福建确定 2025 年度省重点项目 1550 个，总投资 4.3 万亿元，年度计划投资 7150 亿元，年度投资额同比增长 5%。省内基建需求韧性，同时大股东 25 年以来拿地节奏明显加快，并给予公司充分支持，预计公司业绩未来有望稳中有升。预计公司 2025 年实现业绩 1.29 亿元，对应当前市值估值为 18.64 倍，给予“买入”评级。

风险提示

1、省内基建景气程度不及预期：公司设计咨询业务依赖省内基建，若后续省内财政支撑力度不及预期，公司设计咨询类收入可能下滑。

2、大股东支持力度不及预期：公司收入中来自大股东建发房产的占比相对较大，若未来建发房产对公司的支持力度发生改变，或对公司收入、利润产生一定影响。

3、地方政府债务压力超预期：地方财政对区域基建的影响较大，近年来地产下滑给政府收入端带来压力，债务问题凸显，未来当地基建的资金到位情况需持续跟踪。

4、原材料价格大幅波动：工程主业竞争激烈，毛利率低，原材料价格的波动会对经营产生显著影响，若未来原材料价格大幅波动，且超出行业企业承受范围，可能会导致利润受损。

5、盈利预测假设不成立或不及预期的风险：在对公司进行盈利预测及投资价值分析时，我们基于行业情况及公司公开信息做了一系列假设。我们预计公司工程施工主业 2025 年收入快速增长，此后 2026-2027 年稳步增长，但也存在由于外部环境的不确定性导致对公司盈利预测的假设不成立或者不及预期。若工程主业竞争加剧，收入增长不及预期，同时毛利率低于预期，则悲观情形下预计公司 2025-2027 年实现营业收入 8467、10315、11612 百万元，同比变动 28.11%、21.83%、12.57%，毛利率为 4.80%、4.30%、4.20%，归母净利润为 117、124、130 亿元，同比变动 21.88%、5.98%、4.84%。

表 4：公司收入和利润的敏感性分析（单位：百万元）

项目	基准情形			悲观情形		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
营业收入	9487	12081	13224	8467	10315	11612
yoy	43.55%	27.34%	9.46%	28.11%	21.83%	12.57%
毛利率	4.91%	4.41%	4.30%	4.80%	4.30%	4.20%
归母净利润	129	137	152	117	124	130
yoy	34.38%	6.20%	10.95%	21.88%	5.98%	4.84%

资料来源：Wind，长江证券研究所

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	6609	9487	12081	13224	货币资金	1084	718	1145	1315
营业成本	6216	9021	11548	12655	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	393	466	533	569	应收账款	948	2320	2480	2751
%营业收入	6%	5%	4%	4%	存货	177	174	235	270
营业税金及附加	16	21	30	31	预付账款	13	27	30	33
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他流动资产	1986	2610	3393	3723
销售费用	23	30	34	40	流动资产合计	4207	5850	7282	8093
%营业收入	0%	0%	0%	0%	长期股权投资	0	0	0	0
管理费用	130	180	217	212	投资性房地产	46	43	41	38
%营业收入	2%	2%	2%	2%	固定资产合计	92	85	78	72
研发费用	41	57	60	73	无形资产	39	39	39	38
%营业收入	1%	1%	1%	1%	商誉	119	120	121	122
财务费用	-2	0	0	0	递延所得税资产	82	81	81	81
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他非流动资产	33	33	33	32
加: 资产减值损失	-3	0	0	0	资产总计	4617	6251	7675	8477
信用减值损失	-36	0	0	0	短期贷款	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	应付款项	2919	3936	5104	5628
投资收益	6	11	11	13	预收账款	0	1	1	1
营业利润	158	194	210	234	应付职工薪酬	100	296	311	342
%营业收入	2%	2%	2%	2%	应交税费	26	68	75	81
营业外收支	-3	0	0	0	其他流动负债	344	563	626	677
利润总额	154	194	210	234	流动负债合计	3390	4864	6116	6729
%营业收入	2%	2%	2%	2%	长期借款	0	0	0	0
所得税费用	32	36	40	44	应付债券	0	0	0	0
净利润	123	158	171	189	递延所得税负债	2	2	2	2
归属于母公司所有者的净利润	96	129	137	152	其他非流动负债	10	9	9	9
少数股东损益	27	29	33	37	负债合计	3402	4875	6128	6741
EPS (元)	0.37	0.49	0.53	0.58	归属于母公司所有者权益	1074	1206	1344	1496
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	140	169	203	240
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	1215	1376	1547	1736
经营活动现金流净额	471	-370	421	162	负债及股东权益	4617	6251	7675	8477
取得投资收益收回现金	6	11	11	13	基本指标				
长期股权投资	0	0	0	0		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-14	-6	-6	-5	每股收益	0.37	0.49	0.53	0.58
其他	0	0	0	0	每股经营现金流	1.81	-1.42	1.61	0.62
投资活动现金流净额	-7	5	6	8	市盈率	24.97	18.64	17.49	15.78
债券融资	0	0	0	0	市净率	2.22	1.99	1.79	1.60
股权融资	0	1	0	0	EV/EBITDA	7.10	8.20	5.66	4.43
银行贷款增加 (减少)	-2	0	0	0	总资产收益率	2.1%	2.1%	1.8%	1.8%
筹资成本	-21	0	0	0	净资产收益率	8.9%	10.7%	10.2%	10.2%
其他	-19	-2	0	0	净利率	1.4%	1.4%	1.1%	1.2%
筹资活动现金流净额	-42	-1	0	0	资产负债率	73.7%	78.0%	79.8%	79.5%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	421	-365	426	170	总资产周转率	1.74	1.75	1.74	1.64

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江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，经营证券业务许可证编号为：10060000。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的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。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的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。