

# 上海港湾 (605598)

证券研究报告

2023年12月28日

## 国际软基处理综合服务商，技术实力构筑成长护城河

### 国际岩土工程综合服务商，首次覆盖，给予“买入”评级

上海港湾深耕地基处理主业，工程实绩遍布境内、东南亚、中东、南亚、拉美等地区，凭借“高真空击密法”等三大软地基处理核心技术体系，成长为国际岩土工程综合服务商。我们认为公司的核心看点有三点，1) 公司在手订单保持较快增长为业绩释放带来支撑，23H1 公司新签订单 6.7 亿，同比+28.90%，其中海外订单占比 73.15%；2) 地基业务回款好且毛利率水平较高；3) 中东及东南亚地区基建投资景气度较高，短期内海外业务有望快速放量。考虑到公司股权激励有望激发增长动能，我们预计公司 23-25 年归母净利润为 2.16/3.11/4.41 亿元，根据 PEG 估值法给予公司 24 年 26 倍 PE，对应目标价为 33.01 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 沙特“2030 愿景”激发基建投资需求，中沙基建合作前景广阔

沙特“2030 愿景”重点项目拟花费超过 1 万亿美元，截至 23 年 4 月电力、交通、房建和水务四大领域总共在建项目金额 1983 亿美元，待执行项目金额达 1.29 万亿美元，基建需求较大。中沙两国合作基础深厚，中国建筑、中国电建已获得 The line 先导项目，为后期订单获取打下基础。中东子公司港湾沙特、港湾迪拜 23H1 分别实现营收 3770/4502 万元，净利润 1103/1167 万元，23H1 两家子公司合计营收、净利润占比为 15%/21%，港湾沙特和港湾迪拜 23H1 净利率分别为 29%和 26%，中东地区整体项目盈利水平较好。

### 印尼迁都带动东南亚基建需求高增，新加坡围海造陆软基应用前景广阔

公司深耕东南亚市场，23H1 东南亚地区营收占比 47%，主要分布于印尼、新加坡、泰国等地，22FY/23H1 印尼子公司营收增速分别为 22%/118%，上海港湾自 2022 年以来新签 2 个印尼地区的重大合同，金额合计 3.43 亿元，随着项目顺利开展有望获得更多优质订单。印尼基建需求主要聚焦于交通基础设施建设及迁都计划，印尼迁都第一阶段（2022-2024 年）预计耗资 325 至 340 亿美元，有望带来区域基建投资放量。新加坡围海造陆扩大国土面积 20%，预计在 2030 年实现增加 100 平方千米国土面积的目标，2022 年 11 月上海港湾中标了新加坡 LTA CR102 地基改善工程，合同金额为约合 1.65 亿元，公司多次参与新加坡填海造陆计划，项目经验丰富，为后续订单获取打下基础。

### 地基处理技术优势显著，推动公司高质量发展

公司拥有高真空击密系列技术、真空预压系列技术、振冲密实系列技术三大技术体系，适用于多种复杂的岩土结构，公司的软基处理技术具备造价低工期短等优点广受客户好评。地基业务位于项目前端，执行周期短（3-12 个月），占投资总额比例较小，回款情况较好，且公司地基处理业务通常需根据情况进行定制，毛利率维持在 35%左右，盈利能力较强。

**风险提示：**国际化经营风险、宏观经济风险、汇率波动风险、股价波动风险、市场竞争加剧、项目新签及施工进度不及预期。

#### 投资评级

行业 建筑装饰/专业工程

6 个月评级 买入（首次评级）

当前价格 25.37 元

目标价格 33.01 元

#### 基本数据

A 股总股本(百万股) 245.76

流通 A 股股本(百万股) 73.70

A 股总市值(百万元) 6,234.95

流通 A 股市值(百万元) 1,869.79

每股净资产(元) 6.97

资产负债率(%) 19.19

一年内最高/最低(元) 59.23/23.61

#### 作者

**鲍荣富** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110520120003  
baorongfu@tfzq.com

**王涛** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110521010001  
wangtaoa@tfzq.com

**王雯** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110521120005  
wangwena@tfzq.com

#### 股价走势



资料来源：聚源数据

#### 相关报告

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	734.52	885.11	1,263.23	1,816.18	2,503.44
增长率(%)	(7.27)	20.50	42.72	43.77	37.84
EBITDA(百万元)	143.98	239.49	301.91	411.81	575.26
归属母公司净利润(百万元)	61.34	156.79	216.37	311.26	440.80
增长率(%)	(43.41)	155.61	38.00	43.85	41.62
EPS(元/股)	0.25	0.64	0.88	1.27	1.79
市盈率(P/E)	101.65	39.77	28.82	20.03	14.14
市净率(P/B)	4.44	3.99	3.40	2.96	2.49
市销率(P/S)	8.49	7.04	4.94	3.43	2.49
EV/EBITDA	13.47	14.25	16.99	12.09	8.34

资料来源：wind，天风证券研究所

## 内容目录

1. 国际岩土工程综合服务商，海外发展势头强劲	4
1.1. 岩土工程综合服务商，扎根大陆开拓境外	4
1.2. 扎根大陆开拓海外市场，聚焦软土地基业务	5
1.3. 营业收入稳健增长，盈利能力有望提升	7
2. 沙特&东南亚基建需求旺盛，国内软土地基需求释放在即	9
2.1. 沙特地区基建投资景气高涨，中沙合作空间较大	9
2.1.1. 沙特“2030 愿景”激发基建投资动力	9
2.1.2. 中沙基建合作前景广阔，重点项目加速落地	12
2.2. 印尼迁都带动区域基建需求放量，交通基础设施建设发展潜力较大	14
2.3. 新加坡围海造陆孕育较大地基工程需求	17
2.4. 携手盐城港集团打造环黄海枢纽港，大连规划全球最大的海上机场	18
3. 地基处理技术优势显著，构筑公司核心竞争力	21
4. 盈利预测	24
5. 风险提示	25

## 图表目录

图 1：公司发展历程	4
图 2：公司股权结构及业务布局	4
图 3：2018-2023H1 主营收入业务拆分	5
图 4：2018-2023H1 主营收入业务拆分	5
图 5：2018-2023H1 分地区营收情况	6
图 6：2018-2023H1 公司境外地区营收情况	6
图 7：2018-2022 年境内境外收入毛利率情况	6
图 8：2018-2023H1 新签订单总额及增速	6
图 9：2023H1 新签订单区域占比	6
图 10：2018-2023Q1-3 营业收入及增速	7
图 11：2018-2023Q1-3 归母净利润及增速	7
图 12：2018-2022 年分产品毛利率	7
图 13：2018-2023Q1-3 公司毛利率、净利率	7
图 14：2018-2023Q1-3 销售/管理/研发/财务/期间费用率情况	8
图 15：2018-2023Q1-3CFO 净额和净现比情况	8
图 16：2012-2022 年沙特 GDP（现价）及增速	9
图 17：2012-2022 年沙特建筑业 GDP（现价）及增速	9
图 18：沙特在建项目和待执行项目分类（截至 2023 年 4 月）	11
图 19：NEOM 新城布局	11
图 20：NEOM 新城规划与建设进展	12
图 21：2010-2021 年中国在沙特阿拉伯承包工程情况	12

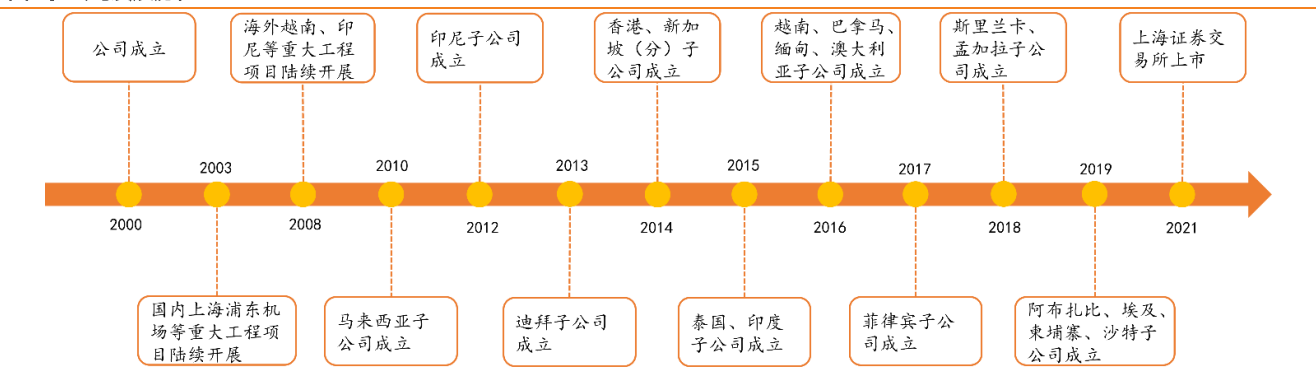
图 22: 2013-2022 印尼生产总值及增速.....	14
图 23: 2013-2022 印尼建筑业生产总值及增速.....	14
图 24: 印尼迁都示意图.....	15
图 25: KIPP 分阶段分区总体规划.....	16
图 26: 2006-2022 年中企对印尼新签合同额.....	16
图 27: 2021-2023H1 港湾印尼子公司营业收入.....	17
图 28: 2020-2023H1 港湾印尼子公司净利润.....	17
图 29: 2013-2022 年新加坡国内生产总值及增速.....	17
图 30: 2013-2022 年新加坡建筑业生产总值及增速.....	17
图 31: 新加坡国土分布示意图.....	18
图 32: 新加坡樟宜机场.....	18
图 33: 盐城处于黄淮的入海口.....	19
图 34: 江苏盐城海岸湿地滩涂风景.....	19
图 35: 大连金州湾国际机场规划图.....	19
图 36: 大连金州湾国际机场实景图.....	19
图 37: 2018-2023Q1-3 研发费用(率).....	21
图 38: 上海港湾专利工法规范.....	21
图 39: 高真空击密法施工流程图.....	22
图 40: 上海港湾项目实绩.....	23
表 1: 2023-2025 年公司股权激励计划.....	5
表 2: 沙特“2030 愿景”重点项目名单(部分项目).....	9
表 3: 沙特阿拉伯“2030 愿景”与五年投资计划相关基建刺激政策.....	10
表 4: 2022-2023 年中国企业与沙特重点合作项目.....	13
表 5: 上海港湾中东地区子公司(单位:万元).....	14
表 6: 印尼《2020 年-2024 年国家中期发展计划》交通基建建设目标.....	15
表 7: 港湾印尼重点工程项目.....	17
表 8: 新加坡交通基础设施规划.....	18
表 9: 公司过往机场项目处理案例.....	20
表 10: 软土地基的主要特征.....	21
表 11: 公司地基处理核心技术.....	22
表 12: 公司分业务收入预测(单位:百万元).....	24
表 13: 费用率预测.....	24
表 14: 可比公司估值表.....	25

## 1. 国际岩土工程综合服务商，海外发展势头强劲

### 1.1. 岩土工程综合服务商，扎根大陆开拓境外

**国际化岩土工程综合服务商，打造国际软基处理龙头企业。**上海港湾基础建设（集团）股份有限公司前身为上海港湾河道疏浚有限公司，于 1999 年 12 月，由徐士龙和黄锁才先生出资组建。2012 年 5 月 9 日，公司更名为“上海港湾基础建设（集团）有限公司”。2017 年 12 月 15 日，公司整体变更设立为上海港湾基础建设（集团）股份有限公司。2021 年于上海证券交易所上市。公司自成立以来，深耕国际市场，扎根当地开拓业务，工程业绩遍布境内、东南亚、中东、南亚、拉美等地区，为全球客户提供集勘察、设计、施工、监测于一体的岩土工程综合服务。公司秉持“成为世界一流的岩土工程综合服务提供商”的企业愿景，秉承科研创新，贡献全球的理念，努力打造成为国际软基处理行业的龙头企业。

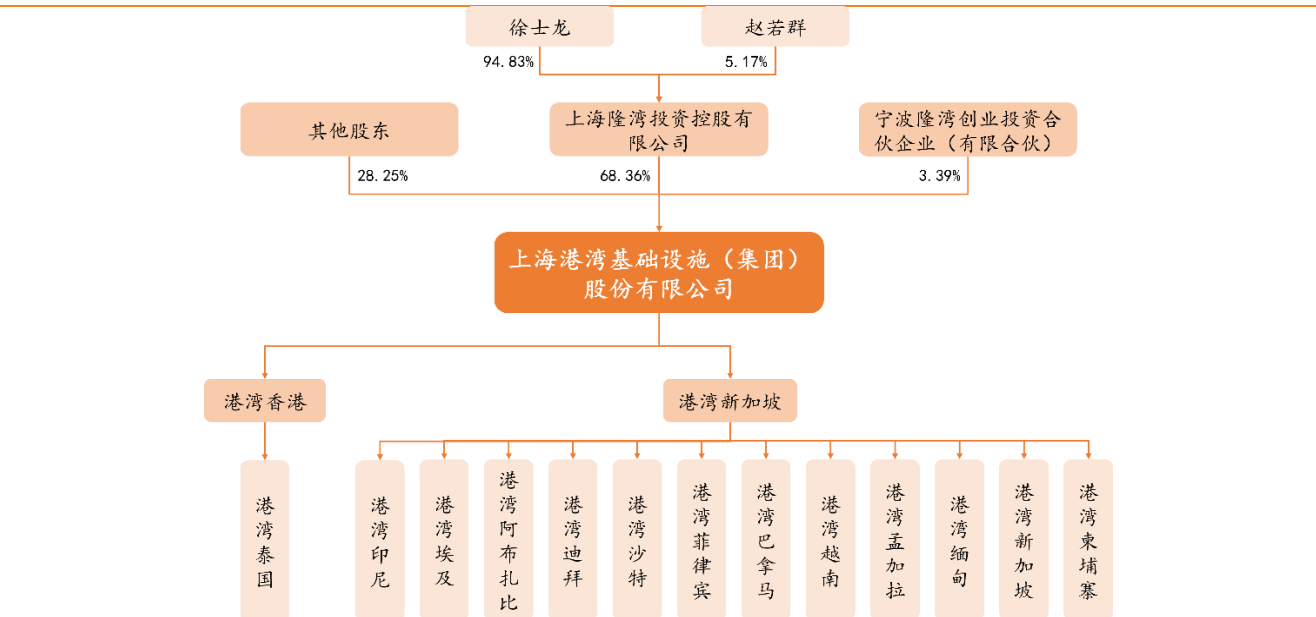
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，天风证券研究所

**股权结构集中且稳定，境内外子公司众多。**上海隆湾投资控股有限公司系第一大股东，公司实际控制人为董事长徐士龙和总经理徐望。截至 23 年 9 月 30 日，上海隆湾投资控股有限公司持有公司股份比例为 68.36%，是公司第一大股东，徐士龙通过持有隆湾控股 94.83% 的股份对公司间接控股，徐望直接持有公司 0.06% 的股份。公司下辖多家子公司，主要从事地基处理、桩基工程等岩土工程业务、国际贸易、货物进出口业务、土工材料生产与销售等业务。同时，公司业务逐渐拓展至境外，目前已成立港湾印尼、港湾新加坡、港湾越南、港湾沙特、港湾迪拜、港湾阿布扎比等子公司，主要聚焦东南亚及中东地区。

图 2：公司股权结构及业务布局



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所；注：时间截止于 2023/09/30

**股权激励激发公司长期成长动能，凝聚员工向心力。**2023年4月，公司发布公告《2023年限制性股票激励计划》，拟授予激励对象的限制性股票数量为301万股，约占股本总额的1.74%，授予价为15.73元/股。本激励计划首次授予激励对象共计15人，包括董事、高级管理人员、核心管理人员及骨干人员。授权条件为：以2020年-2022年的平均扣非净利润为基数，2023/2024/2025年的净利润增长率不低于90%/140%/180%，对应23-25年扣非净利润分别为1.99/2.51/2.93亿元（剔除股权激励计划股份支付费用）。我们认为本次激励计划对公司经营发展产生的正向作用，激发核心员工的积极性，提高经营效率，或将对公司长期业绩提升发挥积极作用。

表 1：2023-2025 年公司股权激励计划

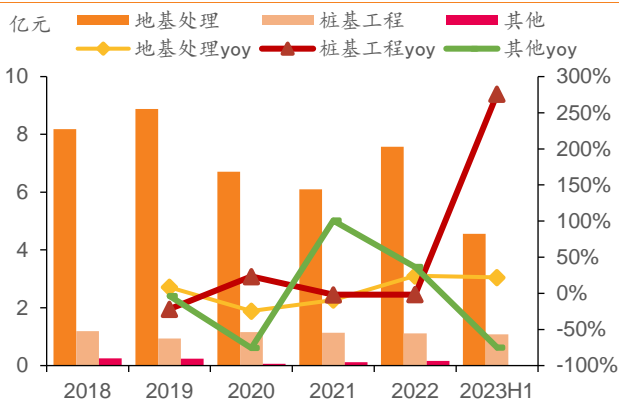
解除限售期	业绩考核基准	业绩考核目标	扣非净利润（亿元）
2023年	以2020年-2022年的平均净利润为基数	2023年的净利润增长率不低于90%	≥1.99
2024年		2024年的净利润增长率不低于140%	≥2.51
2025年		2025年的净利润增长率不低于180%	≥2.93

资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 1.2. 扎根大陆开拓海外市场，聚焦软土地基业务

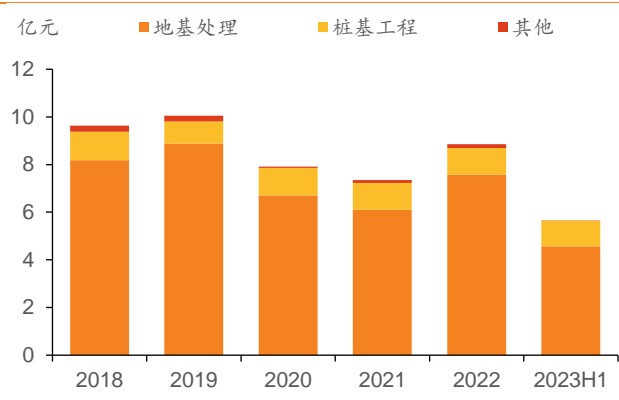
**公司主营业务为地基处理和桩基工程。**公司为全球客户提供集勘察、设计、施工、监测于一体的岩土工程综合服务，主要包括地基处理、桩基工程等业务，工程涉及机场、港口、公路、铁路、电厂、市政、地产、石油化工、围海造地等领域，在这些领域均有其代表项目。先后凭借充足的技术储备、系统的设计能力、丰富的项目经验，完成境内外大中型岩土工程项目100余个，包括新加坡樟宜机场、印尼雅加达国际机场、南海岛礁构筑岛屿工程、迪拜棕榈岛等，业绩遍布全球15个国家，已成长为一家跨国经营的专业岩土工程综合服务提供商。地基处理作为公司核心业务，2018-2023H1占公司总营收80%以上，近三年地基处理业务收入占比维持85%左右，其中2023H1公司地基处理收入4.56亿元，营收占比80.58%，同比增长22.05%；桩基工程收入1.08亿元，营收占比19.08%，同比增长275.94%。其他业务主要为投资性房地产经营租赁取得的租金收入，占比较小。

图 3：2018-2023H1 主营收入业务拆分



资料来源：Wind，天风证券研究所

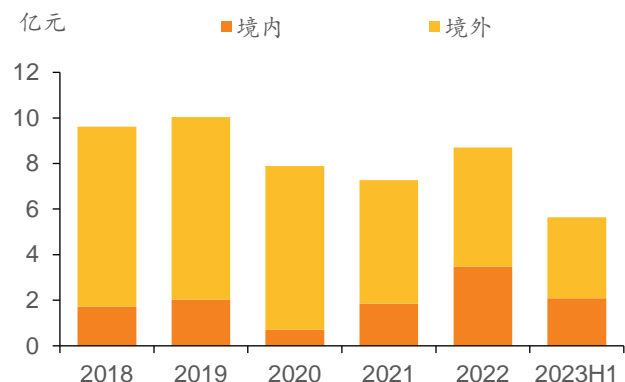
图 4：2018-2023H1 主营收入业务拆分



资料来源：Wind，天风证券研究所

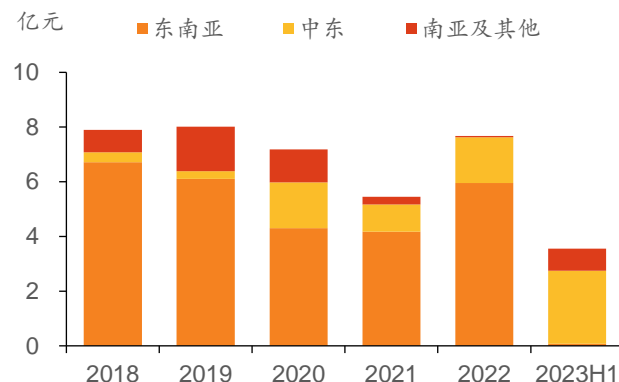
**扎根大陆开拓海外市场，境外收入占比超60%。**公司早在2008年开始稳步实施“植根国内，放眼海外”总体发展战略，在保持境内业务的基础上，不断扩大境外市场规模，巩固公司在岩土工程行业中的市场地位。随着公司境外市场的业务发展，公司在东南亚地区已取得细分行业领先地位，在印尼、新加坡等国家均承接了新的标志性项目，在中东地区形成了良好的工程业绩，成功进入沙特、埃及等国家的岩土工程市场，同时正进一步向南亚、拉美等地区拓展布局。2020-2022年境内营收占比不断提高，境外营收绝对量及占比均不断降低，系受疫情影响导致境外业务萎缩，2023年上半年境外营收占比回升至39.47%，其中东南亚及中东市场占比较大。从毛利率情况来看，近三年境外项目毛利率有所下滑，境内项目毛利率有所提升，主要系公司斩获多个境内优质项目提高项目管理水平及盈利能力所致。

图 5：2018-2023H1 分地区营收情况



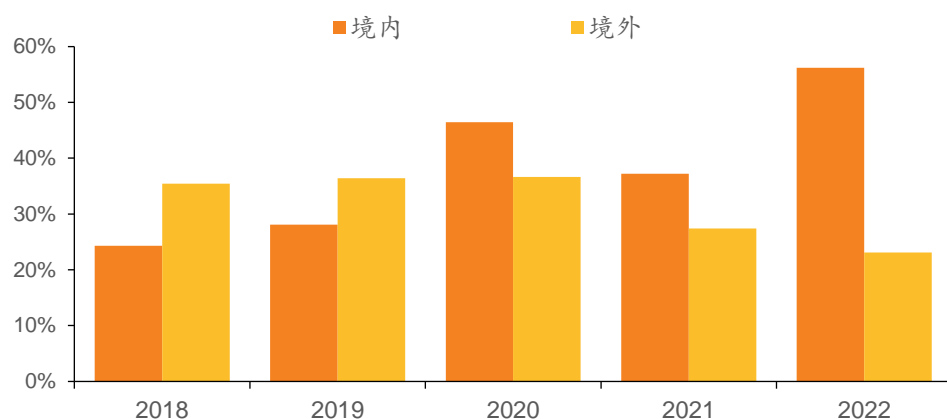
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：2018-2023H1 公司境外地区营收情况



资料来源：Wind，招股说明书，天风证券研究所  
注：该统计为根据经营地划分的按合同产生收入的情况

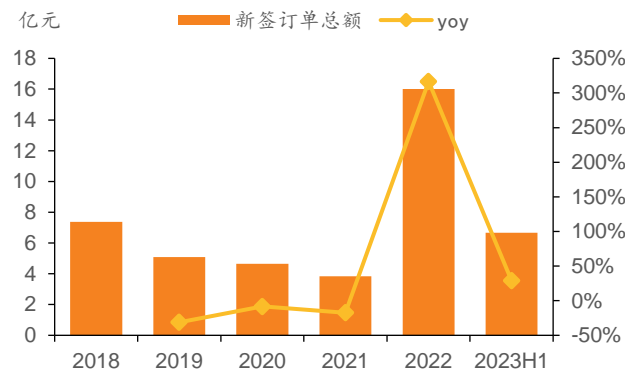
图 7：2018-2022 年境内境外收入毛利率情况



资料来源：Wind，公司招股书，天风证券研究所

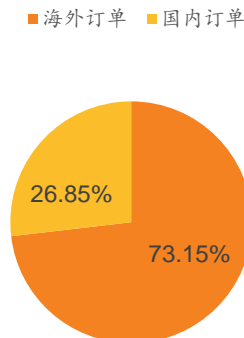
**新签订单总额快速上升，海外订单占比较高。**2020 年-2021 年受到疫情影响，公司海外经营压力较大，新签订单总额承压下滑。2022 年公司继续深度融入“一带一路”市场，再加上出入境措施进一步简化，缓解了前期业务暂时性收缩的情况，公司订单大幅增加，业务显著改善，经营业绩实现较快增长。2022 年公司新签订单约 16.01 亿元，同比增长 316.54%，23H1 新签订单 6.66 亿，同比增长 28.90%，其中境外新签订单占比 73.15%。2022 年末在手订单总额约 11.03 亿元，同比增长 182.74%。我们预计随着“一带一路”出海战略推进，公司新签订单总量将稳中有升，看好后续业绩释放。

图 8：2018-2023H1 新签订单总额及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 9：2023H1 新签订单区域占比

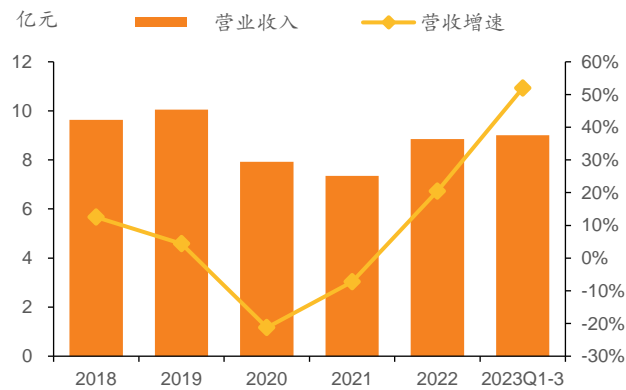


资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 1.3. 营业收入稳健增长，盈利能力有望提升

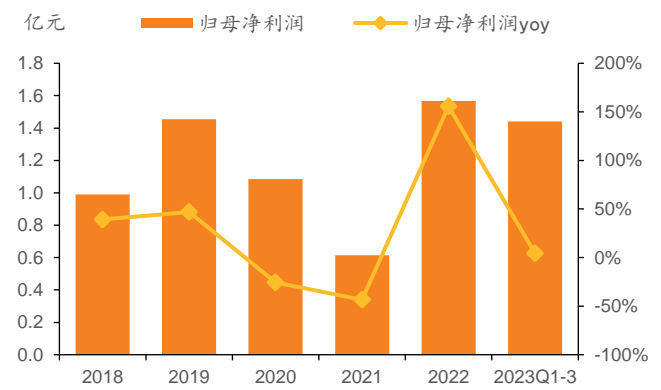
**营收稳健回升，在手订单充足带动业绩进入向上释放期。**2020、2021 年受新冠疫情的影响，整体业绩下滑，营收及归母净利润持续降低，给公司经营造成了较大压力。随着 2022 年疫情趋稳，加之国内政策促进，加大基础建设投资，营收实现正增长。23Q1-3 实现营收和归母净利润 9.01/1.44 亿元，同比增长 51.97%/4.46%。我们认为公司在手订单充足，东南亚及中亚地区基建需求旺盛，未来营收及归母净利润或将继续增加。

图 10：2018-2023Q1-3 营业收入及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

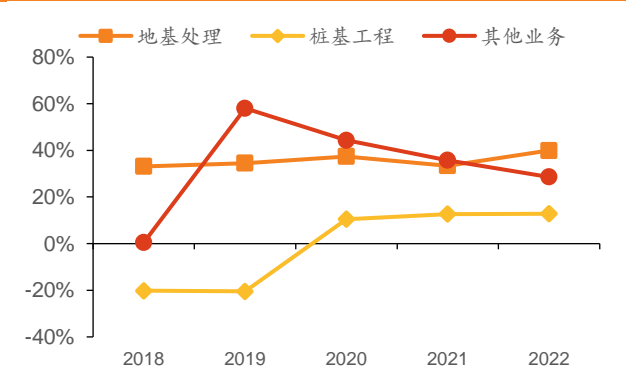
图 11：2018-2023Q1-3 归母净利润及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

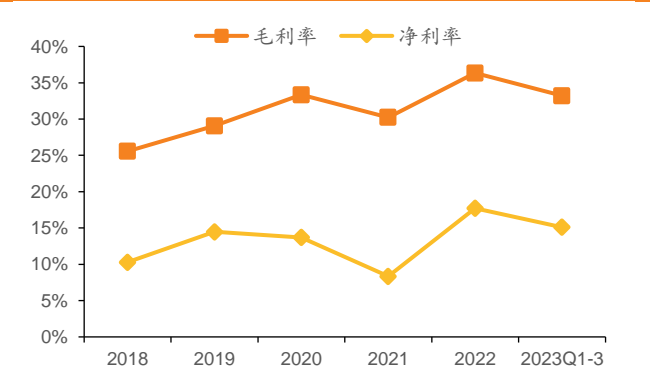
**净利率、毛利率稳中有升，盈利能力有望提升。**2022 年公司地基处理、桩基工程和其他业务毛利率分别为 39.96%、12.81%和 28.58%，同比分别+6.57pct/0.12pct/-7.16pct。2017-2022 年公司毛利率由 31.01%上升至 36.34%，净利率由 8.32%上升至 17.71%，2023Q1-3 毛利率/净利率回落至 33.20%/15.10%。考虑到地基处理是公司核心业务，且该业务需要根据不同情况进行定制，故毛利率较高相对偏高，维持在 35%左右，地基业务位于项目前端、执行周期短（3-12 个月）、占投资总额比例较小，因此回款较好资金周转快；桩基工程毛利率较低，维持在 12%左右。

图 12：2018-2022 年分产品毛利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

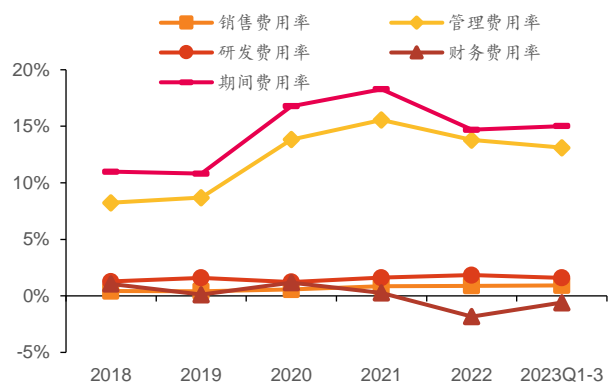
图 13：2018-2023Q1-3 公司毛利率、净利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

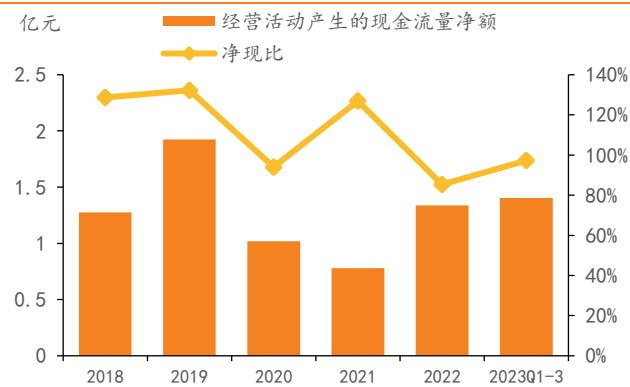
**控费效果显著，现金流表现优异。**2023 年前三季度经营效率提升明显，销售/管理/研发费用率分别变动-0.37/-2.37/-0.49pct，财务费用率上升 1.79pct 至-0.6%，系汇兑损益变动所致，我们认为随着降本增效的推进，有望促使费用率进一步下降，管理效率不断提升。2019-2021 年公司经营活动产生的现金流量逐年减少，主要受业务收缩所致。2022 年公司积极拓展国内和国际市场，加强项目管理水平，项目当期回款增加，CFO 净额为 1.34 亿，同比提升 71.8%，净现比为 85.33%，与净利润匹配度较好，2023Q1-3 公司 CFO 净额为 1.40 亿，净现比 97.27%，看好 2023 年现金流持续改善。

图 14：2018-2023Q1-3 销售/管理/研发/财务/期间费用率情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 15：2018-2023Q1-3CFO 净额和净现比情况



资料来源：Wind，天风证券研究所



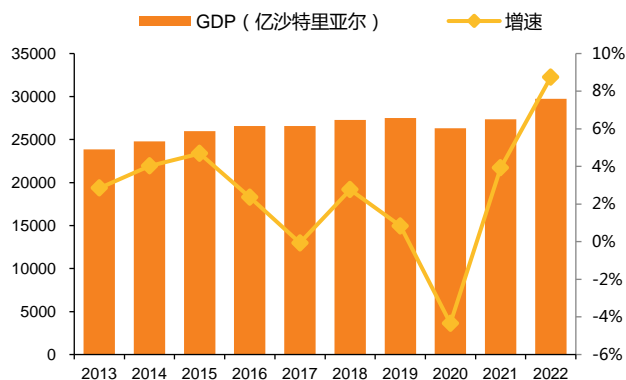
## 2. 沙特&东南亚基建需求旺盛，国内软土地基需求释放在即

### 2.1. 沙特地区基建投资景气高涨，中沙合作空间较大

#### 2.1.1. 沙特“2030 愿景”激发基建投资动力

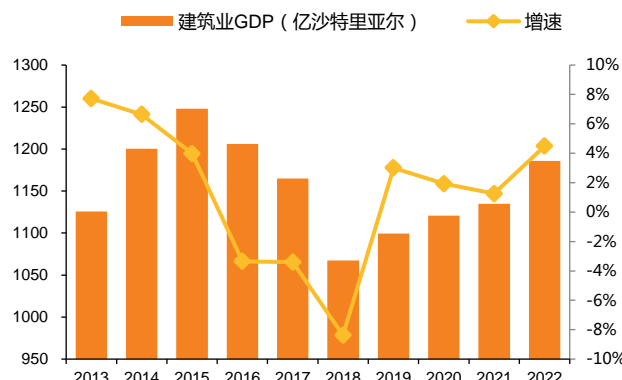
2022 年沙特建筑业 GDP 增速为 9.88%，近十年建筑业总产值复合增速为 4.7%。沙特建筑业总产值近些年保持稳定增长趋势，略慢于 GDP 增速，沙特经济增长前景较好，政府大力推进基础设施建设投资，主要集中于交通、建筑和能源类项目。根据 Fitch Solutions 统计，2022 至 2023 年，沙特有约 62 个项目处于建设阶段，涉及金额超过 700 亿美元，同时约有 44 个项目将在 2022-2023 年竣工，其中 Ras Al Khair Shipyard Complex（拉斯海尔综合港）项目涉及投资 53 亿美元，Qiddiya Entertainment City（沙特娱乐城）项目涉及投资 37 亿美元。考虑到《沙特愿景 2030》实施推进，我们看好沙特的基建投资前景。

图 16：2012-2022 年沙特 GDP（现价）及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 17：2012-2022 年沙特建筑业 GDP（现价）及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

沙特“2030 愿景”已公布的重点项目投资规划超 1 万亿美元，区域基建投资景气高涨。2016 年沙特发布“2030 愿景”规划，聚焦油气和矿业、可再生能源、数字经济和物流等关键产业发展，加快推动相关基础设施建设。目前，沙特 NEOM 新城项目正在建设中，The line（线性城市）、Oxagon（浮动工业园区）、Trojena（沙漠滑雪胜地）、Sindalah（辛达拉豪华度假海岛）等项目逐步推进，使沙特基建市场热度持续提升，并推动传统行业（基建、工业生产）+新兴产业（新能源、氢能、创新行业等）发展。根据规划 NEOM 的建设已经展开，项目分阶段进行，Oxagon 也将于 2024 年迎来第一批居民，Trojena（沙漠滑雪胜地）则在 2026 年成为安居乐业和旅游度假的理想之地。THE LINE 的首批模块式区域也将在 2026 年启用，到 2030 年，大约 100 万人将居住在 NEOM，到 2045 年定居人口将增加到 900 万人。截止 2023 年 1 月末已披露的项目，沙特“2030 愿景”重点项目拟花费超过 1 万亿美元，基建投资需求旺盛。

表 2：沙特“2030 愿景”重点项目名单（部分项目）

项目名称	总面积（平方千米）	预计完成日期	项目花费（亿美元）
Al-Ula 项目	22000	2035	200
阿马拉项目	4155	2027	17
迪里耶门项目	第一阶段 1.32 平方千米	2027	200
萨勒曼国王能源公园	50	2035	第一阶段投资 16 亿美元
萨勒曼国王公园、体育大道、绿色利雅得、利雅得艺术	> 13.4	/	230
NEOM	26500	第一阶段将于 2025 年完成	5000
The Line	34	2030	10000

奇迪亚娱乐城项目	334	2022	80
红海新城	28000	2030	/
阿法沙利亚项目	2450	2050	/
吉达市中心	5.7	第一阶段于 2027 年完成	200
国家可再生能源项目	/	2030	2000

资料来源：vision2030，沙特华商资讯公众号，超级枢纽城市公众号等，天风证券研究所

注：统计时间截至 2023 年 12 月 20 日

沙特交通、水务、能源和房建等领域基建需求旺盛，四大领域待执行项目金额为 1.29 万亿。2021 年沙特公共投资基金（PIF）发布下一个五年投资计划，加速推进“2030 年愿景”下经济社会转型。预计在 2030 年前沙特投融资总额将超过 3.2 万亿美元，刺激沙特在交通、水务、能源和房建等多个领域的基建需求增长。截至 23 年 4 月，沙特在交通、水务、能源和房建这四大领域的在建项目合同额分别为 340 亿美元、381 亿美元、598 亿美元和 664 亿美元，待执行项目合同额约为 1061 亿美元、1242 亿美元、1541 亿美元和 9093 亿美元，总共在建项目金额 1983 亿美元，待执行项目金额为 1.29 万亿美元。

1) 交通基建：①公路：计划未来五年建设总长为 6400 公里的高速公路，将 4.9 万公里单线公路改造升级为复线公路，并平整 14.4 万公里的土路；②推进全长 2000 多公里的大陆桥铁路网项目，包括 6 条铁路线和 7 个物流中心；③计划在 2030 年前投资约 1500 亿美元，将沙特打造成全球航空枢纽；

2) 水务基建：计划到 2027 年将海水淡化产能从 250 万吨/天提升至 750 万吨/天；到 2029 年将战略储水能力提升至 4500 万立方米；规划中小型城市污水处理项目设施超过 140 座；

3) 能源基建：沙特计划到 2030 年实现 58.7GW 的可再生能源装机目标，截至 23 年 11 月，沙特政府已通过国家可再生能源计划发布五轮大型风光发电项目，装机总量超过 12.6GW，全部以 IPP 模式进行招标。作为沙特国家可再生能源计划的一部分，该计划旨在实现最佳能源组合，在 2030 年之前在沙特电力部门取代液体燃料，并使可再生能源供电比例达到 50%。

4) 房建：沙特政府自 2018 年推出“住房计划”以来，计划在 2021-2030 年将国民自有住房比例从 60%提高到 70%。预计沙特住房计划的年投资将达到 200 亿美元，将由沙特政府、公共投资基金(PIF)以及市场上的企业共同提供。中企与沙特在住房领域的合作项目总额已超过 30 亿沙特里亚尔（约 57 亿元）。

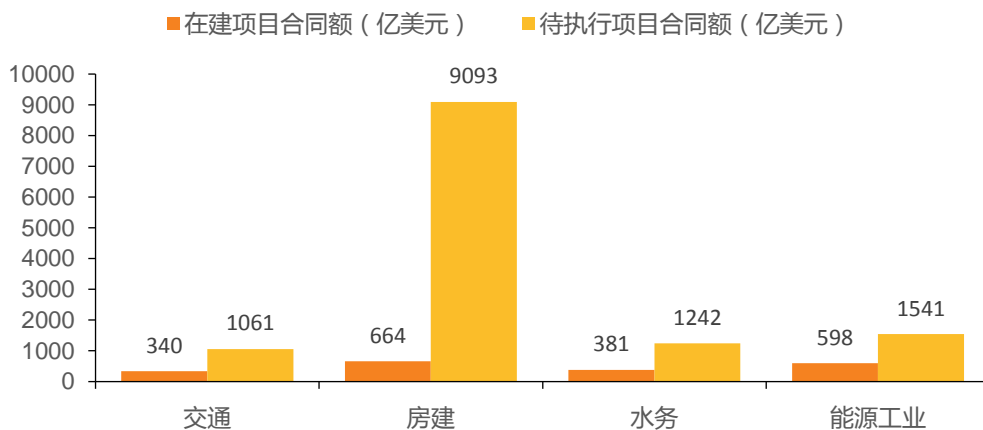
表 3：沙特阿拉伯“2030 愿景”与五年投资计划相关基建刺激政策

相关领域	基础设施支持政策
交通基础设施建设	公路：计划未来五年建设总长为 <b>6400 公里的高速公路</b> ，将 4.9 万公里单线公路改造升级为复线公路，同时平整 14.4 万公里的土路； 铁路方面，继续推进 <b>大陆桥铁路网项目</b> ，该项目全长 <b>2000 多公里</b> ，包括 6 条铁路线和 7 个物流中心； 空运方面，改扩建有机场航站楼等相关设施，大幅提高航班起降架次，计划在 2030 年前投资 <b>约 1500 亿美元</b> ，将沙特打造成全球航空枢纽，具体涉及新建航空公司和机场改扩建等项目； 海运方面，改造升级现有港口的基础设施和机器设备，根据实际运力需求逐步扩建主要港口。
水务基础设施建设	从发展目标来看，沙特计划到 2027 年将海水淡化产能从 250 万吨/天提升至 750 万吨/天；到 2029 年将战略储水能力提升至 <b>4500 万立方米</b> ；规划中小型城市污水处理项目设施超过 <b>140 座</b> ，计划分批以 ISTP 模式招标。 从项目类型看，海水淡化和污水处理领域，头部企业占据较大市场份额； 输水、储水和供水领域的投资开发模式尚在规模化招标初期，值得新进企业通过创新方案参与； 农业灌溉、防洪（水坝、水渠）、抽（海）水蓄能等，仍在投资模式和技术可行性探索阶段，值得相关领域的创新企业尝试。
能源基础设施建设	积极推进能源结构多元化，努力减少对石油的依赖，大力发展核电项目和以光伏发电为代表的可再生能源项目，力争实现“2030 愿景”中设定的能源转型目标，相关领域未来发展前景良好。 截至 2023 年 11 月，沙特政府共发布 5 轮可再生能源项目招标，招标和在施项目装机总量超过 <b>12.6GW</b> 。 沙特政府大力发展氢能，包括蓝氢、绿氢及粉氢（核制氢）等，希望通过充分利用可再生能源发展优势（资源、土地、资金、市场、位置）等，在未来能源时代仍然占据全球领导地位。
综合基础设施建设	“2030 愿景”实施以来，沙特政府先后公布多项大型综合基础设施建设和开发项目，重点包括新城投资开发项目（NEOM 新城）、综合旅游开发项目（红海旅游开发项目、德里亚之门开发项目、利雅得奇迪亚娱乐项

领域	目、欧拉旅游开发项目)、旧城改造项目(吉达市中心项目)、区域大开发项目(巴哈旅游开发项目、北部边境开发项目),通过基础设施建设,拉动非石油产业发展,推动沙特经济向多元化转型。
房建项目	计划在 2021-2030 年将国民自有住房比例从 60% 提高到 70%。 沙特城乡事务和住房部近日与沙特国家住房公司签署融资开发协议,计划投资 <b>106 亿美元</b> 在沙 11 个城市开展房建项目。项目将新建超 <b>15 万套住宅</b> ,覆盖面积超 9000 万平方米,其中约 5400 万平方米将建设绿化和开放区域,并配套公共设施、道路网络和公共交通,预计造福 75 万沙特民众。该投资计划能够增加沙住房供应、丰富民众选择,提高居民生活质量。

资料来源:中国对外承包工程商会公众号,走出去直通车公众号,国际新能源解决方案平台公众号,中华人民共和国驻吉达总领事馆经济商务处,阿中产业研究院公众号,天风证券研究所

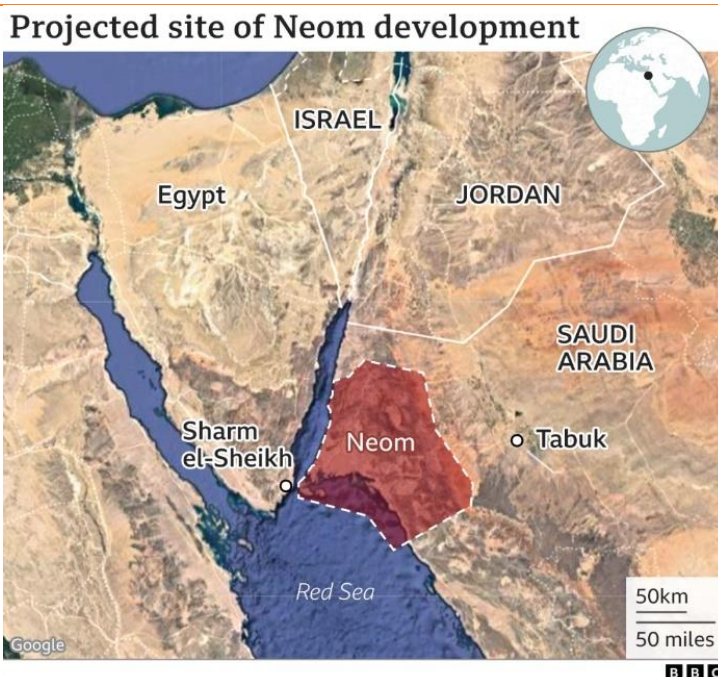
图 18: 沙特在建项目和待执行项目分类 (截至 2023 年 4 月)



资料来源:驻沙特阿拉伯王国大使馆经济商务处,天风证券研究所

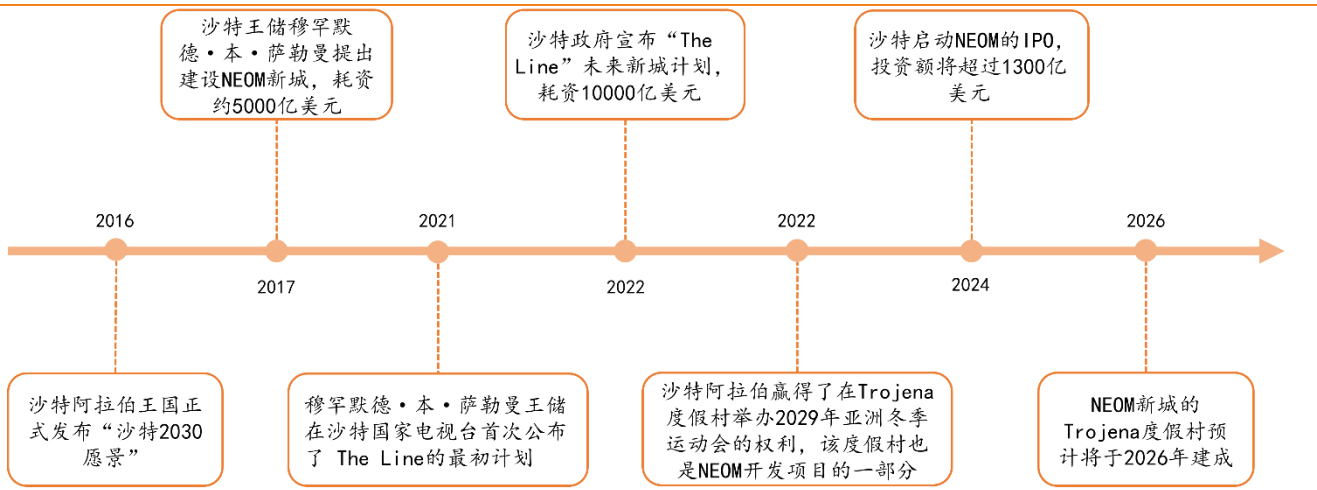
沙特以“NEOM”智慧新城城市群建设为核心,孕育大规模基建投资需求前景。NEOM 新城是沙特“2030 愿景”框架内的未来新城,计划耗资约 5000 亿美元,规划占地 2.65 万平方公里,毗邻红海和亚喀巴湾,靠近经由苏伊士运河的海上贸易航线。NEOM 新城规划包括多个区域:“THE LINE”线性城市、“OXAGON”浮动工业园区、“SINDALAH”辛达拉豪华度假海岛与“TROJENA”山地旅游景区。NEOM 新城项目的规模较大,迫切需要进行大规模基础设施建设。

图 19: NEOM 新城布局



资料来源:中博智能公众号,天风证券研究所

图 20: NEOM 新城规划与建设进展

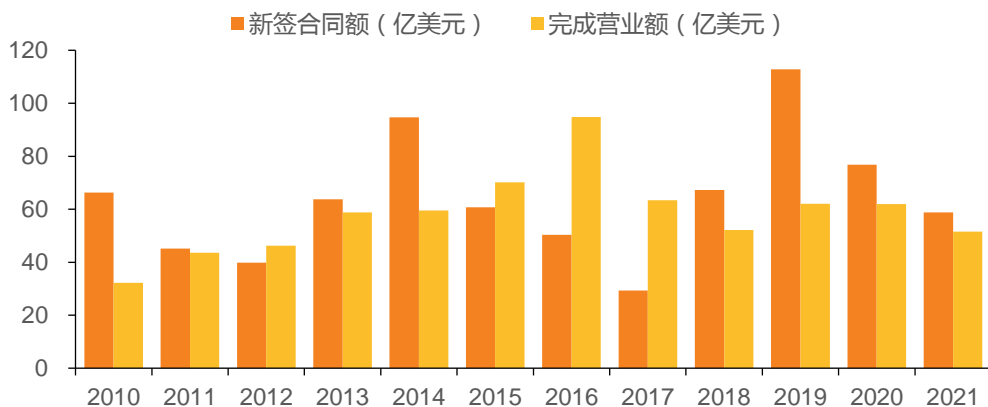


资料来源：人民网，中国给水排水公众号，中博智能公众号，中国回族学网公众号，伊甸之林公众号等，天风证券研究所

### 2.1.2. 中沙基建合作前景广阔，重点项目加速落地

中沙基础设施合作成果显著，有望迎来合作新高峰。22年12月，中国政府与沙特政府签署的《中华人民共和国政府和沙特阿拉伯王国政府关于共建“一带一路”倡议与“2030愿景”对接实施方案》，共同推进两国基础设施、产能、能源、贸易和投资、财金、人文等领域以及吉赞基础工业和下游产业城特别开发区建设合作。从中国对外承包工程的新签合同来看，当前中沙基础设施领域合作重点项目较多，主要涉及管道运输、港务设施、石油石化和铁路等领域。18-19年中国在沙特承包工程新签合同额大幅增长，于19年达到峰值，为112.87亿美元，20年以来受疫情影响，新签合同额和完成营业额逐渐下降。“一带一路”倡议深化背景之下，中沙合作金额有望继续增长。

图 21: 2010-2021 年中国在沙特阿拉伯承包工程情况



资料来源：Wind，中阿改革发展研究中心公众号等，天风证券研究所

中沙基础设施领域合作重点项目多，央企陆续获得 THE LINE 的先导项目。中沙合作项目主要涉及管道运输、石油石化和隧道工程等领域。我国建筑央企陆续获得多个 THE LINE 的先导项目，22年10月，中国建筑获得沙特阿拉伯 NEOM 新城交通隧道（山区部分）二、三标段项目，项目金额 78.6 亿元，该项目是沙特最大的交通运输和公用基础设施项目，也是 NEOM 新城 THE LINE 的先导项目，由中建国际与中建中东公司联合实施，是中建股份进入沙特市场的第一个项目，对后续沙特市场开拓有着极为重要的意义。23年2月和4月，中国电建所属水电基础局有限公司相继签订沙特桩基项目第五份和第六份工程量单，模块 45-48 社区是整条 THE LINE 城市地标性建筑社区。先导项目获得为后续项目订单获取奠定基础。

表 4：2022-2023 年中国企业与沙特重点合作项目

中方企业	时间	项目领域	合作项目	合同金额	工期	简介
中国电建	2023.10	海水淡化	沙特贾富拉海水淡化及供水管线项目 EPC 总承包			项目位于沙特东部，工作范围包括日产水量 80000 方的海水淡化厂和 200 公里输水管线的 EPC 工作。
	2023.10	工业配套	沙特阿美利雅思工业配套设施项目			项目位于沙特东部省，工作范围包括行政楼、中央维修车间等建筑物的设计、采购、施工及试运行。
	2023.7	海水淡化	沙特拉比格四期海水淡化 IWP 项目	6.77 亿美元		项目位于沙特红海沿岸拉比格市，采用 100% 反渗透海水淡化技术，主要为圣城麦地那供水。
	2023.4	市政	沙特未来新城桩基项目第六份工程量单		100 日历天	施工内容为全新模块 45-48 社区桩径 1.5 米、2.5 米试验桩。
	2023.3	能源	沙特 WAD 光伏 EPC 项目	0.86 亿美元	18 个月	中国电建集团在沙特落地实施的首个单体光伏项目，工作范围为新建 118.997MW 光伏电站等。
	2022.10	工业配套	沙特阿美动力车间项目			项目位于沙特东部省，工作内容包括发动机组装车间、船用泵组装车间以及十余座附属服务建筑楼。
中国建筑	2023.10	交通	The Line 海岸线新城隧道项目三标段斜井 A3 隧道工程			项目位于沙特西北部红海沿岸塔布克省 NEOM 新城境内，包括 3452 米的高速客运铁路隧道等。
	2022.11	房建	沙特塔伊夫保障房项目			项目位于沙特麦加省塔伊夫地区，是沙特政府出资、住房部开发的保障房项目，总建筑面积约 12 万 m <sup>2</sup> 。
	2022.10	交通	沙特阿拉伯交通隧道项目（山区部分二、三标段项目）施工总承包	78.6 亿元		该项目是沙特最大的交通运输和公用基础设施项目，也是 NEOM 新城 THE LINE 的先导项目。
中国港湾	2023.9	房建	沙特 ROSHN 集团房地产基建项目	20.5 亿美元		项目将在利雅得开发 6700 间住宅，还将在利雅得的 Sedra 和 Warfa 社区建设清真寺、社区中心等。
	2022.12	海水冷却	沙特吉赞基础下游工业城海水冷却项目一期		42 个月	项目为沙特吉赞基础下游工业城重工业区提供必需的配套设施，包括设计建造海水冷却系统等。
	2022.8	市政	红海地区舒莱亚岛 1-12 号桥涵项目		395 天	项目主要内容包括沙特红海舒莱亚岛岛内 12 座桥/涵的设计与施工以及高尔夫球场内 4 座桥。
	2022.6	围海造地	沙特红海地区海滩砂项目和谢巴拉南岛疏浚回填项目		20 个月	项目内容包括沙特红海岛屿开发疏浚及海滩沙铺设等。
中国能建	2023.6	房建	AL Alya 混合用途开发 EPC 项目	4 亿美元		项目的设计面积为 269000 m <sup>2</sup> ，将打造一家拥有 120 间客房的酒店、1500 套住宅公寓及其他设施。
中国石化	2023.6	材料	RP031 号材料供应协议			沙特阿美委托中国石化集团南京工程公司承担项目采购工作。
	2023.6	石化	沙特阿美 Amiral 项目 P5AC 包工程总承包合同	7.2 亿美元		项目由沙特阿美和法国道达尔能源公司共同投资建设，计划在朱拜勒工业区新建世界级石化综合体。
	2023.2	科研	“酸液对岩石力学特性影响实验研究”和“酸液对岩石力学特性影响实验研究”科研项目			通过项目合作，阿美公司能更加全面认识和评价现场所用储层改造流体的产品性能，利于拓展中国石化和沙特阿美在储层改造流体产品方向上的合作。
中国中材	2023.1	水泥	SCC 8 号窑系统改造项目 EPC 总承包合同			改造项目针对 8 号万吨线的窑系统，包括窑筒体的设计、供货及安装施工等总承包工程。
	2022.11	水泥	沙特 Yamama 日产万吨水泥生产线搬迁项目总承包	2.2 亿美元		项目包括一条日产 1 万吨熟料水泥生产线的整体搬迁工程，涵盖工程设计、材料采购与供货等。
中国地矿与中国地质调查局	2022.11	科研	沙特阿拉伯地质精细地质填图项目	14.39 亿元	21 个月	在沙特阿拉伯地质区 60 万平方千米范围内，开展 271 幅 1:10 万比例尺地质填图工作。

资料来源：中国对外承包工程商会公众号，中国能源新闻网，中建七局国际公司公众号，各公司公告，建筑管理公众号等，天风证券研究所

海湾迪拜及海湾沙特整体净利率水平较高，公司在中东地区项目盈利情况较好。公司在中东地区主要有两家子公司，海湾沙特 23H1 实现营收 3770 万元，净利润为 1103 万元，海湾迪拜实现收入 4502 万元，净利润为 1167 万元，23H1 两家子公司合计营收占比为 15%，净利润占比为 21%，海湾沙特和海湾迪拜 23 年上半年净利率分别为 29%和 26%，高于公司平均净利率 18.73%。中东地区资源丰富，资金实力雄厚，投资需求旺盛，上海海湾有望受益于“一带一路”战略推进，获取更多高质量订单。

表 5：上海海湾中东地区子公司（单位：万元）

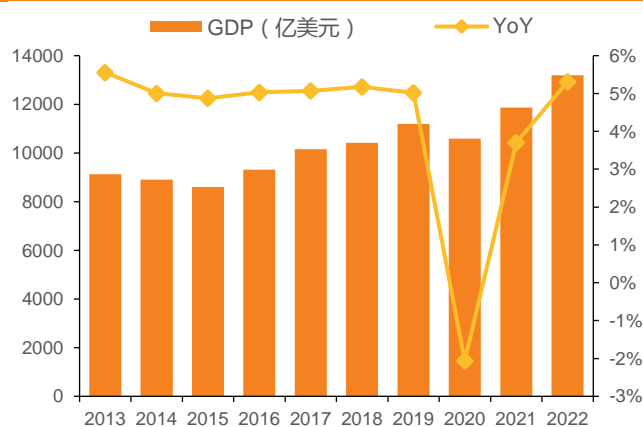
年份	海湾沙特			海湾迪拜	
	2020	2021	2023H1	2020	2023H1
总资产	9,524	9,317.95	12,771	9,421	16,892
净资产	1,810	2,161.40	4,482	6,993	9,518
净利润	1,866	398.98	1,103	1,474	1,167
主营业务收入		9,940.33	3,770		4,502
净利率		4.01%	29.26%		25.93%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 2.2. 印尼迁都带动区域基建需求放量，交通基础设施建设发展潜力较大

印尼 GDP 保持较快增长，建筑行业总产值快速反弹。近年来印尼经济保持着强劲的增长势头，2020 年受到新冠疫情的冲击较大，2021、2022 年印尼政府致力于控制疫情和恢复经济，受益于出口的拉动作用和消费的快速反弹，印尼经济复苏的步伐加快，2022 年印尼国内生产总值以及建筑业生产总值的增速分别为 5.3%、8%。自佐科当选印尼总统以来，印尼政府已认识到落后的基础设施对国民经济发展的制约，大力发展基础设施建设已成为印尼政府振兴经济的重要手段。《2020 年-2024 年国家中期发展计划》明确把基础设施建设作为优先发展目标，印尼目前基础设施建设规划的资金需求达 4500 亿美元，其中 42%将通过与国内外私营资本合作进行融资，为此政府积极改善改善营商环境、放宽投资限制以吸引更多私人投资进入基建行业。根据中国对外承包工程商会预计，2023 年印尼建筑行业增长率将达到 4.7%，2024 年将进一步增加至 5.2%，根据 Fitch Solutions 预测，2025 年至 2027 年印尼建筑业年均增速将达到 6.1%，印尼建筑业有望实现较快发展。

图 22：2013-2022 印尼生产总值及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 23：2013-2022 印尼建筑业生产总值及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

印尼政府重视交通基础设施建设，高速公路和铁路发展潜力较大。印尼陆路交通发展水平较不均衡，制约其经济增长。根据印尼政府发布的《2020 年-2024 年国家中期发展计划》，计划至 2024 年修建 2500 公里收费公路、3000 公里道路以及 7451 公里铁路网等，在印尼政府指定的 245 个国家战略项目中，有 97 个与公路和铁路基础设施的发展有关，其中大多数项目仍处于建设或规划阶段；同时印尼政府还计划将高速公路修通至全国的小型工业区、经济特区、旅游区、农业区和渔业区等，以便将具备良好条件的区域公路

比例从目前的 42%提高至 65%。2023 年 10 月 17 日，中国与印尼合作建设的雅加达至万隆高速铁路项目开通运行，雅万高铁成为中印（尼）共建“一带一路”的标志性项目，有望在整个东南亚现代交通体系建设起到良好的示范效应。在双边基建政策的支持下，未来中国与印尼在基础设施领域的合作仍有较大提升空间。

表 6: 印尼《2020 年-2024 年国家中期发展计划》交通基建建设目标

项目指标	2019 已建成	2024 目标
新建道路长度（公里）	3387	3000
新建收费公路长度（公里）	1461	2500
新建铁路网长度（公里）	6164	7451
已连接的航线/环路（%）	23	27
获资助的海上收费航线数目	14	25
新建港口数量	24	36
新建机场数量	15	21

资料来源：《2020 年-2024 年国家中期发展计划》，天风证券研究所

**印尼首都 10 年下沉 2.5 米，迁都有望带来大规模的基建需求。**2022 年印度尼西亚国会通过法案，决定将首都从雅加达迁至东加里曼丹省，新首都将被命名为努山塔拉，计划于 2024 年前开启迁都程序。迁都主要原因为：1）雅加达地面下沉严重、海水倒灌，时常会出现城市内涝；2）雅加达是印尼最大的城市，常住人口超过 1000 万，人口密度过大、缺乏合理规划，出现严重交通堵塞以及严重的污染；3）雅加达位于地震带上，地震时有发生，对经济发展和政治安全都有较大影响。

图 24: 印尼迁都示意图



资料来源：观察者网公众号，天风证券研究所

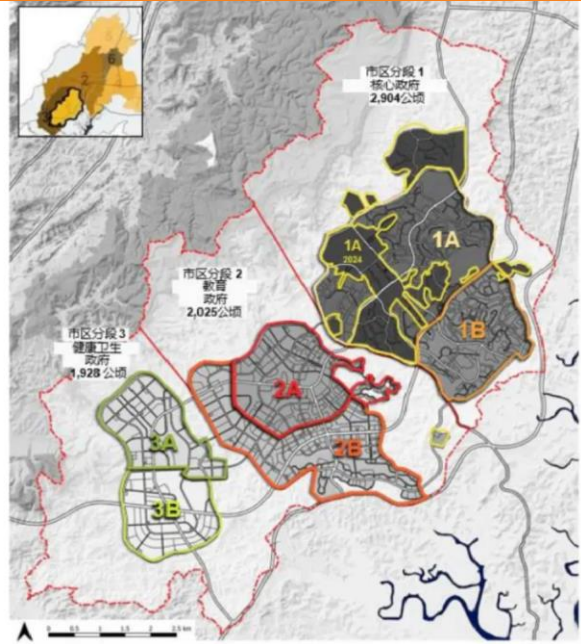
**印尼迁都第一阶段预计耗资 325 至 340 亿美元，中方企业未来有望继续加大印尼新首都建设的投资参与力度。**根据迁都法案，印尼新首都的建设共分为五个阶段，于 2022 年启动，预计于 2045 年完成。这一建设有望对建筑行业中长期发展起到重要的推动作用。2022 年至 2024 年是新首都建设的第一阶段，重点包括基本的城市建设、基础设施建设和经济建设。根据印尼财政部预测，第一阶段基础设施领域投资需求将达到 325 至 340 亿美元，其中仅 19%资金将来自政府财政，其余资金将来自私营部门。但受 2024 年大选影响，印尼新首都建设目前也面临一定挑战。2023 年 7 月，印尼总统佐科访问中国期间表示，“在新首都的建设过程中，希望中国能继续保持战略伙伴关系”，我们预计未来中方企业还将继续加大印尼新首都建设过程中的投资和参与力度。

图 25: KIPP 分阶段分区总体规划

### KIPP的发展分阶段分区总体规划 (2021 - 2045)

- 市区分段 I: 核心政府  
城堡, 国防部机构, 国家民事机构/军队/警察的住宅, 外交
- 市区分段 II: 教育政府  
国际大学, 住宅, 运动中心,
- 市区分段 III: 健康卫生政府  
国际医院, 住宅

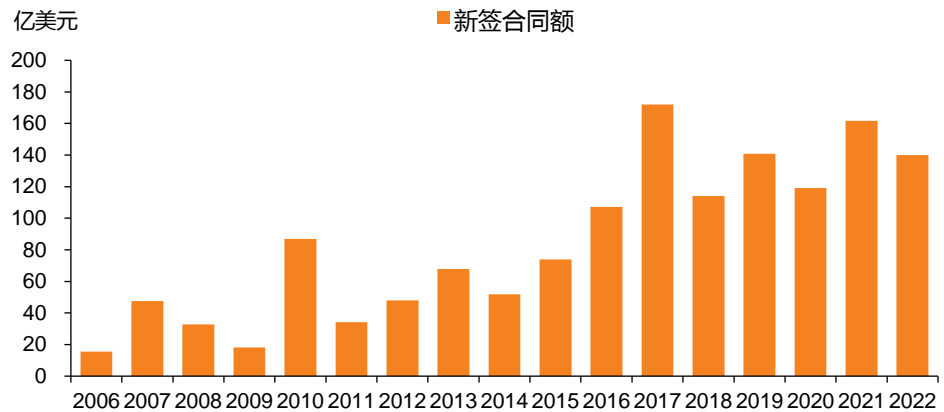
- 描述
- 2024 1A 阶段 (2021 - 2024)
  - 1A 阶段 (2025 - 2028)
  - 1B 阶段 (2029 - 2032) 仿古建筑
  - 2A 阶段 (2033 - 2036)
  - 2B 阶段 (2037 - 2040)
  - 3A 阶段 (2041 - 2043)
  - 3B 阶段 (2044 - 2045)



资料来源: 山海图科技公众号, 天风证券研究所

中企对印尼新签合同额保持较快增长。据对外承包工程商会的数据显示, 2019-2021 年, 中国和印尼新签的超过 500 万美元的建筑项目达到 43 个, 其中 2021 年有 14 项, 新签合同金额总计 6.8 亿美元。根据统计数据, 中企对印尼的新签合同额从 2012 年的 48 亿美元增长至 2022 年的 140 亿美元, 复合增速为 11.3%。从长期来看, 在经济和人口规模将继续增长的背景下, 印尼城镇化率将进一步提升, 加之新首都建设等大型基建计划启动, 该国建筑行业中长期发展趋势良好。我们预计未来中国将继续加大印尼建设过程中的投资和参与力度, 建筑行业有望成为中印合作的重点领域。

图 26: 2006-2022 年中企对印尼新签合同额

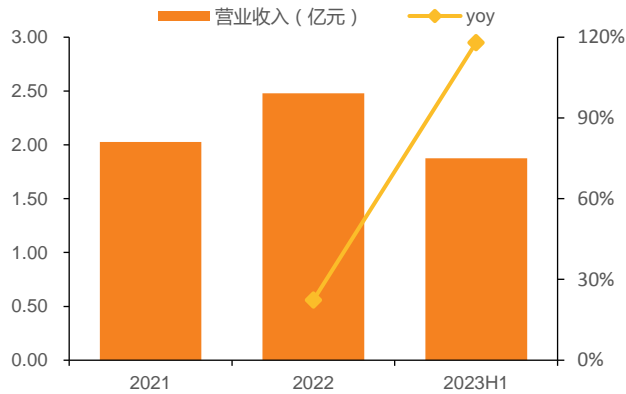


资料来源: Wind, 中华人民共和国商务部, 中国新闻周刊公众号, 天风证券研究所

上海港湾印尼子公司 PT Geotekindo 自 2022 年以来新签 2 个印尼地区的重大合同合计 3.43 亿元。公司深耕海外尤其是东南亚市场, 截至 22 年底东南亚市场已成为公司最大和最稳定的收入来源。以印尼子公司为例, 23H1 港湾印尼营收 1.9 亿元, 同比增长 118%, 营收占比 33%, 实现净利润 0.12 亿元, 同比下降 10%, 净利润占比为 11%。2023 年 3 月上海港湾印尼子公司中标印尼西爪哇省芝卡朗的基础工程项目, 约合约 1175 亿印尼卢比 (约合人民币 4700 万元)。2022 年 11 月获得印尼 Kalibaru Terminal Phase 1B at Tanjung Priok Port 工程的地基处理工程项目, 项目金额约 6435.52 亿印尼卢比 (约合 2.96 亿人民币), 该项目位于印尼雅加达卡里巴鲁港, 该项目为丹戎不碌港的扩建工程, 为印尼重大基础设施建设项目之一, 伴随项目顺利实施, 公司在东南亚地区市场的竞争优势有望增加。

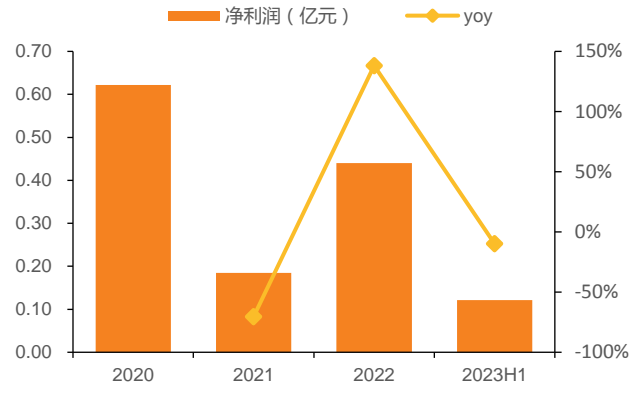


图 27：2021-2023H1 港湾印尼子公司营业收入



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 28：2020-2023H1 港湾印尼子公司净利润



资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 7：港湾印尼重点工程项目

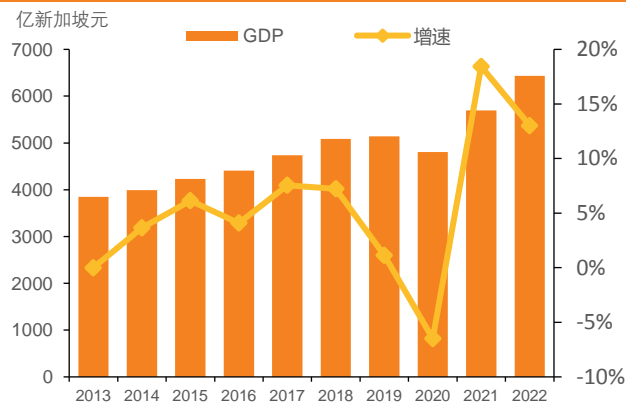
项目名称	项目类型	项目金额	项目工期	项目地点
Ground Improvement in Kalibaru Terminal Reclamation Phase 1B (Kalibaru 码头填海工程地基处理-1B 期)	地基处理工程项目	2.96 亿元	23 个月	印尼雅加达卡里巴鲁港
Piling Works Include Pile Cap And Earth Mat Works For The Proposed Data Centre Ignite	灌注桩、管桩、承台基础工程	0.47 亿元	预计 5 个月	印尼西爪哇省芝卡朗

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 2.3. 新加坡围海造陆孕育较大地基工程需求

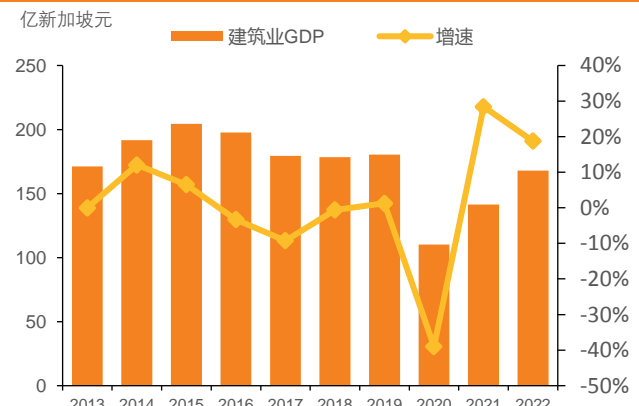
新加坡经济稳健发展，政府大力拓展完善交通基础设施并推行绿色基础设施项目建设。新加坡政局稳定、区位优势明显、营商环境优越，交通、通信等基础设施完善。近年来新加坡政府大力推行数字经济和绿色经济基础设施建设，积极推动建成国际网络交换枢纽和亚太互联网数据中心，支持可再生能源、绿色建筑、绿色交通和可持续水处理等绿色基础设施项目。2022 年新加坡 GDP 与建筑业 GDP 增速分别为 13%和 19%，新加坡新增基础设施项目主要集中在交通领域，政府致力于进一步巩固和拓展新加坡的区域交通枢纽地位。根据 Fitch Solutions 统计，2020-2022 年上半年，新加坡新开工交通项目 17 个，主要集中在地铁和公路领域。

图 29：2013-2022 年新加坡国内生产总值及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 30：2013-2022 年新加坡建筑业生产总值及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

新加坡政府深入推进交通领域基础设施升级扩建，轨交、机场及港口项目存在机遇。地面交通方面，根据 2019 年 5 月发布的新加坡《陆路交通发展总蓝图 2040》，未来 10 年的地铁规划包括即将建成的汤申东海岸线、裕廊区域线、跨岛线、东北线和滨海市区线的延伸线以及环岛线 6 期工程；机场方面，根据《樟宜机场初步扩建计划》，拟将其周边 1000 公顷土地纳入机场范围，使机场面积增加 77%，达到 2300 公顷，以缓解樟宜机

场容量不足问题。目前港口方面，大士港口第二、三、四阶段尚在策划和设计阶段，预计整个大士港口耗资超过 200 亿新元，计划在 30 年内分四个阶段发展，2040 年完工后有望成为世界上规模最大的全自动化集装箱码头。

表 8：新加坡交通基础设施规划

细分行业	规划内容	具体项目
轨道交通	轨道交通总长度预计在 2030 年增加到 360 公里，实现 3 条轨道交通新线路的运营	汤申东海岸线、裕廊区域线、跨岛线、东北线和滨海市区线的延伸线以及环岛线 6 期工程
机场	樟宜机场扩建计划	扩建樟宜机场至 2300 公顷，机场面积增加 77%
港口	大士港口建设	分四个阶段建设大士港口，预计耗资 200 亿新元

资料来源：中国对外承包工程商会公众号，智能机械云平台公众号，东盟物流公众号，《新加坡陆路交通总规划 2040》，天风证券研究所

**新加坡围海造地扩大国土 20%，预计在 2030 年实现增加 100 平方千米国土面积的目标。**1975 年 6 月，新加坡开始实行填海造地计划，首次就填海超 0.52 公顷，最终填海面积达 870 公顷，约占了樟宜机场总面积的 67%，新加坡现代化标志的滨海湾，也得益于填海造陆。上海港湾参与建设的新加坡樟宜机场 T5 航站楼，项目土地由填海而成，上海港湾牵头对约 360 公顷的土地进行地面改善，该项目以工期短、施工安全、无污染、费用低等为特征，为业主节省约 25 亿元人民币的工程造价，为整体地基处理减少了 30 万吨的二氧化碳排放量。2022 年 11 月上海港湾中标了新加坡 LTA CR102 地基改善工程，合同金额为 0.32 亿新加坡元（约合 1.65 亿人民币），项目工期预计为 21 个月，预计 2024 年 4 月完工。上海港湾参与新加坡填海造陆计划，项目经验丰富，为后续订单获取打下基础。

图 31：新加坡国土分布示意图



资料来源：新加坡万事通公众号，天风证券研究所

图 32：新加坡樟宜机场



资料来源：新加坡万事通公众号，天风证券研究所

## 2.4. 携手盐城港集团打造环黄海枢纽港，大连规划全球最大的海上机场

公司与盐城港集团签署合作协议，积极打造环黄海生态经济圈。11 月 15 日，公司公告，上海港湾与江苏盐城港控股集团有限公司（简称“盐城港集团”）签订《战略合作协议》，双方将围绕盐城集团港口基础设施能级提升，积极开展项目前期咨询、方案研究及实施推进等方面的合作。同时盐城港集团下属二级公司拟与上海港湾成立合资公司，持股比例分别为 51%以上和 49%以下，依托上海港湾领先的软土地基处理技术以及盐城港集团的总体规划，聚焦河湾软基础处理施工、地基与基础工程施工、土方工程施工、岩土工程勘察、设计、检测、咨询等领域，积极开展项目合作。盐城港集团积极围绕“建设中国东部沿海重要物流基地、长三角北翼综合航运枢纽、淮河生态经济带出海门户、盐城向海发展重要立足点”战略定位，充分利用上海港湾自身技术研发、方案优化、项目实施能力，助力盐城港集团（含 4 个国家一类对外开放口岸的港口）努力打造成绿色生态的环黄海生态经济圈“一代一圈”重要节点枢纽港。

盐城滩涂面积较大，蕴含较大的软土地基处理需求。盐城全市土地总面积 1.77 万平方千米，其中沿海滩涂面积 4553 平方千米，占全省沿海滩涂面积的 70%，占全国滩涂总面积的七分之一，是太平洋西岸、亚洲大陆边缘最大的沿海泥沙淤质滩涂湿地；海岸线长 582 千米，占全省海岸线总长度的 56%。射阳河口以南沿海地段仍以每年 10 多平方千米的速度向大海延伸。环黄海生态经济圈立足黄海 38 万平方公里的区域，覆盖中、韩、朝三国环黄海地区的 N 个城市：西北，以辽东半岛南端老铁山角与山东半岛北岸蓬莱角连线为界、与渤海相联系；南边，以中国长江口北岸启东嘴与济州岛西南角连线为界，与东海相连。推进环黄海生态经济圈建设，既是对环渤海经济圈、京津冀协同发展等国内区域发展战略的升级提升，也是对“一带一路”倡议、东北亚自由贸易区等国际合作战略内涵的丰富和细化，更加有利于打造全球区域经济新增长极。

图 33：盐城处于黄淮的入海口



资料来源：黄河湿地文化公众号，天风证券研究所

图 34：江苏盐城海岸湿地滩涂风景



资料来源：营口市林业和草原局，天风证券研究所

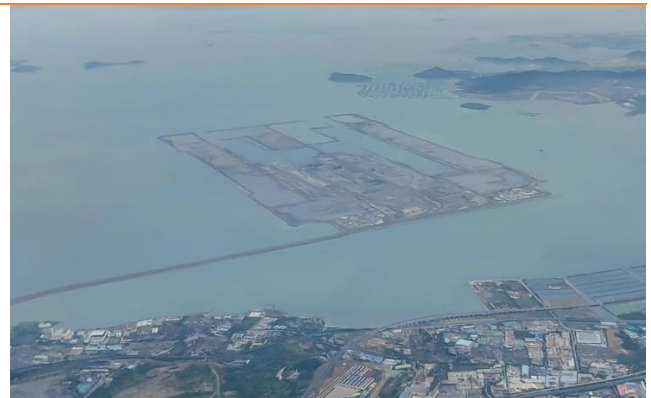
大连计划打造全球最大海上机场，一期工程造价或将高达 263 亿元。10 月 28 日上午，大连金州湾国际机场项目举行开工动员大会，标志着大连金州湾国际机场项目前期工作取得阶段性进展，即将从“备战”进入“实战”，一期工程造价高达 263 亿元，预计一旦建成将成为全球最大的海上机场。项目前期土地量较大，通过填海造地预计将增加 20.87 平方公里的机场建设用地，建设前土地复垦已耗资 165 亿元。作为区域航空枢纽，项目按照运行等级 4F 标准设计，规划建设跑道 4 条、航站楼 90 万平方米。项目分两期建设，本期工程规划建设 2 条远距平行跑道、50 万平方米 T1 航站楼，可满足年旅客吞吐量 4300 万人次、货邮 55 万吨、航班起降 33 万架次的使用需求。远期工程规划扩建 2 条跑道、40 万平方米航站楼，可满足年旅客吞吐量 8000 万人次、货邮 150 万吨、航班起降 54 万架次的使用需求。

图 35：大连金州湾国际机场规划图



资料来源：中国机场建设网，天风证券研究所

图 36：大连金州湾国际机场实景图



资料来源：热搜大连公众号，天风证券研究所

上海港湾参加海内外多个机场建设，围海造地经验丰富，技术优势突出。公司成功完成了新加坡樟宜机场、柬埔寨新金边机场主体工程、印尼 KEDIRI 机场、沙特吉赞新国际机

场等多个机场工程项目，利用海底淤泥围海造地以及改良软弱滩涂地，打造非传统型的围海造地产业。上海浦东机场二号跑道，以其工期短、造价低在七项对比方案中脱颖而出，造价方面，与原一号跑道相比节省了 174 万立方石料，节约了近亿元建设资金；工期由原计划的 16 个月缩短至 6 个月，通过一年多试用之后，经上海科委组织专家鉴定为“国内第一、远超设计标准”获得国家市政金奖、后续三、四号跑道、商用大飞机项目继续采用。新加坡樟宜机场 T5 航站楼占地 1080 公顷，软基深达 60 米，原设计为水泥搅拌桩，后改为上海港湾核心技术，远远满足设计标准。

表 9：公司过往机场项目处理案例

机场	优势
浦东机场二号跑道	造价低：与原一号跑道相比节省了 174 万立方石料，节约了近亿元建设资金； 工期短：工期缩短了 10 个月。
新加坡樟宜机场	T5 航站楼占地 1080 公顷，软基深达 60 米，原设计为水泥搅拌桩，后改为上海港湾核心技术，远远满足设计标准。
泰国 U-TaPao 国际机场 2 号跑道和滑行道地基处理	采用上海港湾专利技术 HVDM 进行地基处理。
泰国 Nakhon Si Thammarat 机场扩建	采用真空预压技术处理，各项指标优秀。

资料来源：公司官网，天风证券研究所

### 3. 地基处理技术优势显著，构筑公司核心竞争力

**软土地基施工难度较大，施工技术要求较高。**软土特指滨海、湖泽、沼地以及河滩等地沉积的具有高含水率、大孔隙比、高压缩、低抗剪强度的细粒土质，主要包含淤泥、淤泥质黏土、淤泥质粉质黏土等等。软土地基强度低，具有大压缩性、高灵敏度、固结缓慢等特性，容易出现较大的沉降量，对施工建设产生不利影响。如何解决处理和改善软土地基，使地基满足承载力和稳定性要求，防止修筑后产生不均匀沉降或较大沉降是施工前期的核心问题。

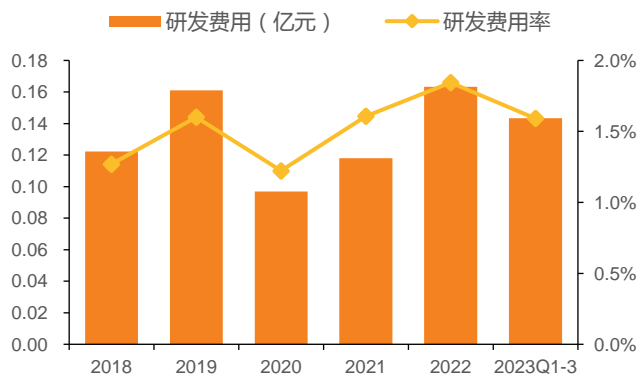
表 10：软土地基的主要特征

特性	具体表现
含水量高	天然含水率 $\omega$ 超过 50%~70%，土体饱和度 $S_r$ 超过 94%。液性指数 $IL$ 大于 1，现场观察有明显流变性。
压缩性高，孔隙比大	孔隙比超过 1，压缩系数均值为 $0.762 \text{ MPa}^{-1}$ ，压缩模量均值为 2.87 MPa，具有较高的压缩性，加载压缩后会产生较大的沉降
渗透性差	水平向渗透系数均值为 $3.941 \times 10^{-7} \text{ cm/s}$ ，垂直方向渗透系数均值为 $2.123 \times 10^{-7} \text{ cm/s}$ ，小于水平方向渗透系数。
抗剪强度低	黏聚力 $c$ 小，介于 4~30 kPa，内摩擦角 $\varphi$ 也较小，会导致地基承载力不足，以及影响边坡失稳。
灵敏度较高	软土灵敏度大约为 3~5，为中等灵敏度的土。灵敏度越大，表示土触变性越大，在受到严重扰动后，强度可降低 70%以上，所以在工程施工时应该考虑并尽量避免土体受扰动。

资料来源：《软土路基填筑及地基处理设计研究-罗良繁》，天风证券研究所

**公司专业实力过硬，技术优势显著。**公司始终坚持技术研发，自 2020 年以来研发费率逐渐提升，2020-2022 年研发费用 CAGR 为 29.79%，23Q1-3 研发费率为 1.59%，受规模效应同比下滑 0.49pct。公司持续丰富专业技术储备、提高方案设计能力，22 年新获得专利授权 4 项。截至 22 年底，公司共拥有 40 项境内专利，1 项国际专利，正在申请专利 9 项。公司自主研发的核心系列技术荣获“军队科技进步一等奖”、教育部“科学技术进步奖一等奖”、“中国专利优秀奖”、“上海市科学技术成果奖”、“上海市发明创造专利奖-二等奖”等奖项。集团创始人、董事长为中国软土地基改良技术委员会主任、中国发明协会副理事长、集团为中国《吹填土地基处理技术规范》主编单位，参编印尼《地基处理》国家规范等。

图 37：2018-2023Q1-3 研发费用（率）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 38：上海港湾专利工法规范



资料来源：公司官网，天风证券研究所

**公司拥有多项地基处理核心技术，攻克软土地基技术难题。**公司在岩土工程行业深耕二十多年，坚持技术创新是企业发展的驱动力，经过多年不断研发和创新，积累了雄厚的专业技术，逐步形成了高真空击密系列技术、真空预压系列技术、振冲密实系列技术等技术体系，丰富的技术储备能够针对性解决地基处理业务中面临的各类技术难题。公司能够保持良好的创新能力和技术水平，主要在于已形成了相对完善的研发机制和管理制

度：①建立高效的研发机制，公司长期与境内外科研机构、高等院校、行业专家进行技术交流，及时获取世界前沿岩土工程行业技术信息；②拥有经验丰富的研发团队，公司建立了以地基处理理论计算、施工工艺、专用设备和监测方法为核心、以市场需求为导向的设计中心；③建立健全的人才激励机制，公司鼓励员工参与新方法、新工艺和新设备的开发设计，通过对技术人员的薪酬激励、职业晋升等手段激励技术人员不断创新。

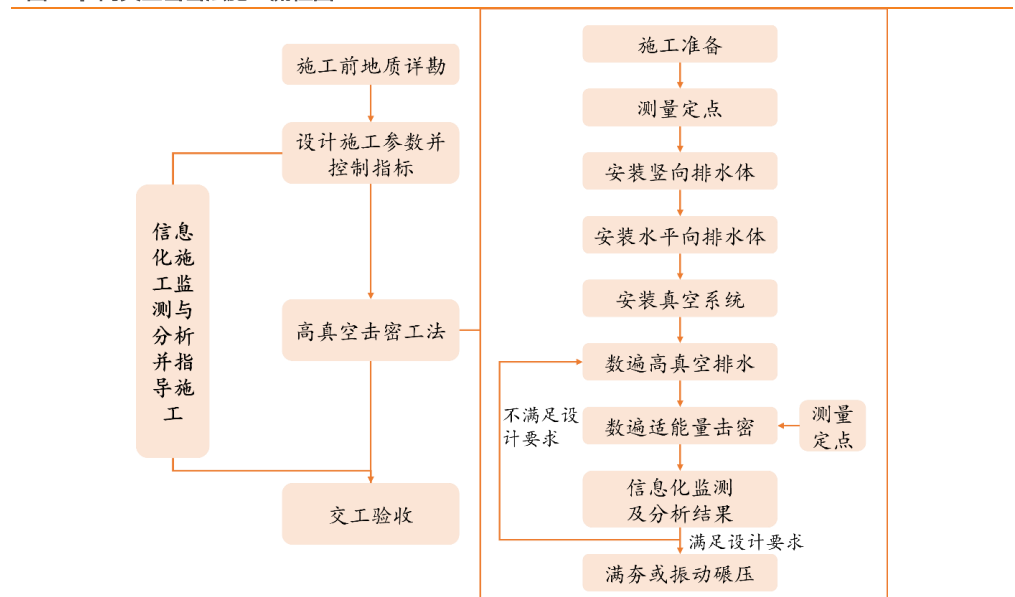
表 11：公司地基处理核心技术

技术	相关专利	技术优势	典型工程
高真空击密系列技术	快速“高真空击密法”软地基处理方法	该技术适用于砂、粉土、粘质粉土等大面积地基，采用数遍高真空井点降水加振动碾压或强夯的方法来降低被处理土体的含水量，结合信息化施工，以提高土体的密实度。	上海浦东国际机场
	快速“高真空击密、桩基”复合软地基处理方法	该技术适用于砂、粉土、粘质粉土等大面积地基，通过高真空击密，改善土体的物理力学指标，结合少量桩基共同作用，满足客户大承载力使用要求并节约造价。	
真空预压系列技术	快速“低位高真空分层预压击密”软地基处理方法	该技术适用于深厚软土地基，通过真空预压控制深层软土变形，结合浅层高真空击密，形成硬壳层，可控制深厚软土的变形，并提高浅层承载力。	新加坡樟宜机场
	一种水汽分离装置	该技术为专用设备技术，通过水汽分离装置，提高排水抽气效率，具有节能优势。	
振冲密实系列技术	数头振冲器共振地基处理设备及其方法	该技术适用于珊瑚礁、碎石和粘粒含量不大于 10% 的松散砂性土地基，利用共振原理，施以高频振动外力加速促进粗颗粒间重新排列组合，以达到减小孔隙比、提高地基土密实度和场地均匀性的加固效果。	迪拜棕榈岛
	一种高频振动密实砂石地基的方法	该技术适用于具有硬夹层的砂石地基，通过采用具有竖向并同时具备水平高频振动的设备，可以有效穿透砂石地基中的硬夹层，密实砂石地基。	

资料来源：公司官网，招股说明书，天风证券研究所

公司首创“快速‘高真空击密法’软地基处理方法”专利技术，造价及工期优势明显。作为科研与实践相结合的一种软地基处理新技术，其适用于砂、粉土、粘质粉土等多种地质条件，具有造价低、工期短、环保节能等优势。通过数遍的高真空，并结合数遍合适的变能量击密，达到降低土体的含水量，提高密实度、承载力，减少地基工后和差异沉降量的目的，可以缩短单位面积施工工期至 10-25 天，是常规工法的 1/3-1/2，还可以降低造价，其工程造价是常规工艺的 40%-80%。

图 39：高真空击密法施工流程图



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

**丰富的项目实施经验推动项目顺利实施。**公司以自主研发的“高真空”系列技术为核心，凭借充足的技术储备、系统的设计能力、丰富的项目经验，经过二十余年的发展，完成境内外大中型岩土工程项目 100 余个，业务范围覆盖中国、东南亚、南亚、中东、拉美等多个地区，涉及机场、港口、公路、铁路、电厂、市政、地产、石油化工、围海造地等领域，这些重大项目往往投资额较大，岩土工程对于整体工程的质量至关重要，而公司凭借新加坡樟宜机场、印尼雅加达国际机场、印尼 PIK2 项目、迪拜棕榈岛、沙特吉赞新国际机场等具有全球影响力的工程业绩，在东南亚、中东等地区获得了广泛的行业和市场认可，从而为公司在这些地区持续获得优质客户奠定了坚实的基础，并为公司向全球其他地区拓展业务提供了工程业绩保障。

图 40：上海港湾项目实绩

机场	港口	公路	铁路
上海浦东国际机场	上海外高桥港区	印尼巨港-印德拉拉雅高速公路	印尼雅万高铁
			
国内第一、远超设计标准	质量可控、环保零排放	全长21.93公里	东南亚首条高铁
电厂	市政	石油化工	围海造地
印尼爪哇7号燃煤电厂	阿布扎比项目	越南LPG液化气罐工程	印尼PIK人工岛
			
印尼装机容量最大、技术最先进、指标最优	阿布扎比酋长国2030年国家远景规划重要项目	软土固结度达90%以上	印尼最大人工岛

资料来源：公司官网，公司公告，天风证券研究所

## 4. 盈利预测

上海港湾为全球客户提供勘察、设计、施工、监测于一体的岩土工程综合服务，持续落实稳健经营策略，深耕主业，重点聚焦提升技术能力、壮大人才队伍、开拓境外新市场、推动与国内外关键客户合作。受益于境内外岩土工程市场高景气度以及充足的在手订单，我们看好公司的中长期发展潜力。

**收入预测方面，我们预计 23-25 年公司营收增速分别为 42.7%/43.8%/37.8%，复合增速为 38.7%。**公司持续深度融入“一带一路”市场，发挥“高真空”系列绿色造地技术等专业核心优势，2022 年公司新签订单同比增长 316.54%，23H1 新签订单同比增长 28.90%，其中境外新签订单占比 73.15%，在手订单充足，我们认为公司业绩有望进一步提升。展望 23-25 年，地基处理业务的收入有望维持平稳增长的趋势，预计增速分别为 35%/43%/40%，桩基工程业务的收入有望迅猛增长，然后逐渐减缓，预计增速分别为 100%/50%/30%，其他业务收入增速预计为 10%。

**毛利率预测，22 年公司整体毛利率水平为 36.34%，较 21 年同比提升 6.11pct。**分业务来看，22 年地基处理业务的毛利率水平为 39.97%，较 21 年同比提升 6.57pct；22 年桩基工程业务的毛利率水平为 12.81%，较 21 年同比提升 0.12pct。22 年毛利率高增，主要系境外市场快速开拓，全球化采购能力提高成本优势以及项目管理能力提升，随着 23-25 年公司持续平稳发展，毛利率有望维持稳定，预计地基处理业务 23-25 年毛利率分别为 40%/40%/40%；桩基工程业务 23-25 年毛利率分别为 13%/15%/15%，其他业务毛利率维持 30%左右。

表 12：公司分业务收入预测（单位：百万元）

		2021	2022	2023E	2024E	2025E
地基处理	收入	609.52	757.76	1022.98	1462.86	2048.00
	YOY	-9.1%	24.32%	35.00%	43.00%	40.00%
	毛利率	33.39%	39.97%	40.49%	40.00%	40.00%
桩基工程	收入	113.25	111.31	222.62	333.93	434.11
	YOY	-1.8%	-1.71%	100.00%	50.00%	30.00%
	毛利率	12.69%	12.81%	13.00%	15.00%	15.00%
其他	收入	11.75	16.04	17.64	19.41	21.35
	YOY	100.51%	36.51%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	36%	28.62%	30.00%	30.00%	30.00%
综合	收入	735	885	1263	1816	2503
	YOY	-7.26%	20.50%	42.72%	43.77%	37.84%
	毛利率	30.23%	36.34%	35.50%	35.30%	35.58%

资料来源：Wind，天风证券研究所

**费用率预测**，随着公司推进降本增效、开展成本管控，以及营收快速增长带来的规模效应，我们预计公司整体费用率水平有望呈下降趋势。22 年公司销售/管理/研发费用率分别为 0.89%/13.79%/1.84%，分别同比+0.04pct/-1.76pct/+0.24pct，我们预测 23-25 年公司的销售费用率有望回落，分别为 0.77%/0.76%/0.75%，管理费用率为 13.39%/13.29%/12.79%，研发费用率为 1.52%/1.50%/1.37%。

表 13：费用率预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用率	0.85%	0.89%	0.77%	0.76%	0.75%
管理费用率	15.56%	13.79%	13.39%	13.29%	12.79%
研发费用率	1.61%	1.84%	1.52%	1.50%	1.37%

资料来源：Wind，天风证券研究所

基于以上假设，我们预计公司 23-25 年的归母净利润为 2.16/3.11/4.41 亿元，对应 EPS 分别为 0.88/1.27/1.79 元，PE 为 29/20/14 倍。我们选取了中工国际（国际工程总承包企



业)、中粮科工(粮油冷链专业工程、海外项目经营丰富)、北方国际(国际工程承包、电力投资运营企业)、中材国际(水泥 EPC 出海企业)、中钢国际(“一带一路”低碳冶金工程企业)作为可比公司,采用 PEG 估值法,参考可比公司平均 PEG 0.56,我们看好公司未来的高成长性,认可给予公司 PEG0.61 倍,对应公司 24 年 26 倍 PE,目标价为 33.01 元,首次覆盖,给予“买入”评级。

表 14: 可比公司估值表

股票代码	股票简称	24PE	PEG (23-25)	23-25 年归母净利润复合增速
002051.SZ	中工国际	17.25	0.64	26.18%
301058.SZ	中粮科工	17.97	0.59	30.07%
000065.SZ	北方国际	11.06	0.57	18.16%
600970.SH	中材国际	7.42	0.44	16.13%
000928.SZ	中钢国际	8.76	0.55	15.27%
平均		13.42	0.56	
605598.SH	上海港湾	20.03	0.63	42.73%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

注: 时间截止于 2023/12/27; 除上海港湾以外, 其余均为 Wind 一致预期

## 5. 风险提示

**宏观经济风险:** 当前, 世界百年未有之大变局加速演进, 世界进入新的动荡变革期; 我国改革发展稳定依然面临不少深层次矛盾, 需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力仍然较大, 国民经济持续恢复的基础仍不牢固, 相关政策和措施的发挥还需逐步修复。

**国际化经营风险:** 公司工程项目主要分布在东南亚、中东、南美洲等十余个国家, 境外营业收入占超过 50%, 占比较高。不同国家或地区的政治局势起伏、贸易摩擦加剧以及市场环境等多种因素可能对海外子公司及项目的经营产生影响, 从而影响公司经营情况。

**汇率波动风险:** 公司在过往经营和未来战略中均将国际市场作为业务发展的重点, 境外子公司或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。

**股价波动风险:** 公司 23 年 6 月发布股票交易异常波动公告, 股价波动幅度较大, 市盈率显著高于同行业水平, 存在股价偏离基本面的风险。公司特别提醒广大投资者应注意二级市场交易风险, 理性决策, 审慎投资。

**市场竞争加剧:** 对于境内市场, 集岩土工程勘察、设计、监测、施工于一体的综合类建筑央企与公司形成直接竞争关系, 而中小型岩土工程企业正逐渐成长, 境内市场竞争日趋激烈。对于境外市场, 公司近年来不断加大境外市场的业务拓展, 在部分区域已形成了一定的竞争优势, 但公司依然面临跨国经营的竞争对手如德国凯勒带来的竞争压力。

**项目新签及施工进度不及预期:** 公司营收主要来自于地基及桩基的订单转化, 若海外基建投资需求不足导致新签订单不及预期将直接影响公司收入。同时, 海外施工具有较大的不确定性, 或因政局起伏导致项目施工进度不及预期。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	638.81	527.23	738.94	885.67	1,058.23
应收票据及应收账款	325.50	350.34	614.23	641.39	1,110.22
预付账款	4.99	6.76	5.70	9.01	9.39
存货	71.22	45.93	114.44	84.21	143.61
其他	144.23	344.61	595.21	758.95	789.60
<b>流动资产合计</b>	<b>1,184.75</b>	<b>1,274.88</b>	<b>2,068.51</b>	<b>2,379.23</b>	<b>3,111.06</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	232.43	261.32	241.94	225.76	211.38
在建工程	0.30	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	0.99	0.83	0.69	0.55	0.40
其他	56.73	48.68	51.08	54.48	58.88
<b>非流动资产合计</b>	<b>290.45</b>	<b>310.83</b>	<b>293.71</b>	<b>280.79</b>	<b>270.67</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,667.28</b>	<b>1,857.51</b>	<b>2,362.22</b>	<b>2,660.02</b>	<b>3,381.73</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	176.86	208.14	416.53	451.76	742.55
其他	48.72	53.76	84.04	70.27	102.09
<b>流动负债合计</b>	<b>225.58</b>	<b>261.90</b>	<b>500.57</b>	<b>522.02</b>	<b>844.64</b>
长期借款	0.59	0.91	0.70	0.84	1.01
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	26.51	27.49	27.49	27.49	27.49
<b>非流动负债合计</b>	<b>27.10</b>	<b>28.40</b>	<b>28.19</b>	<b>28.33</b>	<b>28.50</b>
<b>负债合计</b>	<b>262.67</b>	<b>293.05</b>	<b>528.76</b>	<b>550.35</b>	<b>873.14</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	172.74	172.74	245.76	245.76	245.76
资本公积	696.31	696.31	696.31	696.31	696.31
留存收益	586.99	737.56	932.30	1,212.43	1,609.15
其他	(51.43)	(42.15)	(40.90)	(44.83)	(42.63)
<b>股东权益合计</b>	<b>1,404.61</b>	<b>1,564.46</b>	<b>1,833.46</b>	<b>2,109.67</b>	<b>2,508.59</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,667.28</b>	<b>1,857.51</b>	<b>2,362.22</b>	<b>2,660.02</b>	<b>3,381.73</b>

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	61.34	156.79	216.37	311.26	440.80
折旧摊销	41.14	50.28	54.19	56.19	58.38
财务费用	5.35	2.37	(14.09)	(11.73)	(5.04)
投资损失	(0.57)	(2.84)	(3.40)	(1.27)	(2.50)
营运资金变动	(71.16)	(44.27)	(71.62)	(139.93)	(233.05)
其它	41.77	(28.55)	1.99	2.00	3.00
<b>经营活动现金流</b>	<b>77.87</b>	<b>133.78</b>	<b>183.44</b>	<b>216.50</b>	<b>261.59</b>
资本支出	30.52	77.03	34.67	39.87	43.85
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(225.63)	(340.37)	(72.91)	(86.47)	(96.21)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(195.11)</b>	<b>(263.34)</b>	<b>(38.24)</b>	<b>(46.60)</b>	<b>(52.35)</b>
债权融资	(22.45)	15.27	13.88	11.87	5.21
股权融资	491.24	(6.41)	52.63	(35.05)	(41.88)
其他	32.14	(20.86)	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>500.94</b>	<b>(12.00)</b>	<b>66.51</b>	<b>(23.18)</b>	<b>(36.67)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>383.70</b>	<b>(141.55)</b>	<b>211.71</b>	<b>146.73</b>	<b>172.56</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>734.52</b>	<b>885.11</b>	<b>1,263.23</b>	<b>1,816.18</b>	<b>2,503.44</b>
营业成本	512.45	563.43	814.80	1,175.13	1,612.73
营业税金及附加	1.15	0.81	0.90	3.20	2.82
销售费用	6.24	7.91	9.69	13.74	18.67
管理费用	114.29	122.10	169.18	241.42	320.26
研发费用	11.81	16.32	19.18	27.18	34.28
财务费用	1.92	(16.23)	(14.09)	(11.73)	(5.04)
资产/信用减值损失	(3.23)	(7.57)	8.41	4.66	5.04
公允价值变动收益	0.32	1.35	1.99	2.00	3.00
投资净收益	0.57	2.84	3.40	1.27	2.50
其他	3.05	3.45	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>85.96</b>	<b>190.71</b>	<b>277.38</b>	<b>375.18</b>	<b>530.27</b>
营业外收入	0.89	0.14	0.55	0.33	0.44
营业外支出	0.34	0.72	0.20	0.92	0.61
<b>利润总额</b>	<b>86.50</b>	<b>190.13</b>	<b>277.73</b>	<b>374.58</b>	<b>530.09</b>
所得税	25.16	33.34	61.36	63.32	89.29
<b>净利润</b>	<b>61.34</b>	<b>156.79</b>	<b>216.37</b>	<b>311.26</b>	<b>440.80</b>
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>61.34</b>	<b>156.79</b>	<b>216.37</b>	<b>311.26</b>	<b>440.80</b>
每股收益(元)	0.25	0.64	0.88	1.27	1.79

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-7.27%	20.50%	42.72%	43.77%	37.84%
营业利润	-38.60%	121.87%	45.44%	35.26%	41.34%
归属于母公司净利润	-43.41%	155.61%	38.00%	43.85%	41.62%
<b>获利能力</b>					
毛利率	30.23%	36.34%	35.50%	35.30%	35.58%
净利率	8.35%	17.71%	17.13%	17.14%	17.61%
ROE	4.37%	10.02%	11.80%	14.75%	17.57%
ROIC	11.15%	24.28%	30.38%	41.49%	51.26%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	15.75%	15.78%	22.38%	20.69%	25.82%
净负债率	-45.04%	-33.37%	-40.03%	-41.74%	-41.97%
流动比率	5.84	5.84	4.13	4.56	3.68
速动比率	5.54	5.67	3.90	4.40	3.51
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	2.14	2.62	2.62	2.89	2.86
存货周转率	13.92	15.11	15.75	18.29	21.98
总资产周转率	0.52	0.50	0.60	0.72	0.83
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.25	0.64	0.88	1.27	1.79
每股经营现金流	0.32	0.54	0.75	0.88	1.06
每股净资产	5.72	6.37	7.46	8.58	10.21
<b>估值比率</b>					
市盈率	101.65	39.77	28.82	20.03	14.14
市净率	4.44	3.99	3.40	2.96	2.49
EV/EBITDA	13.47	14.25	16.99	12.09	8.34
EV/EBIT	18.63	17.97	20.71	14.00	9.28

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com