

研究所:

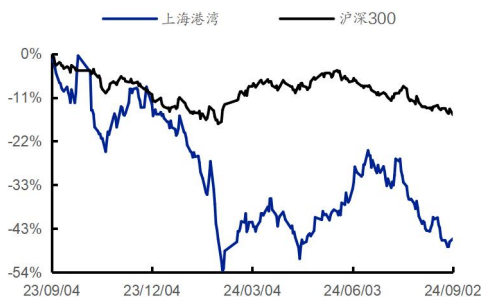
证券分析师:

张艺露 S0350523110003
zhangyl01@ghzq.com.cn

半年新签创新高，业绩有望迎来拐点

——上海港湾（605598）2024 中报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

2024/09/02

表现	1M	3M	12M
上海港湾	-9.4%	-15.0%	-44.6%
沪深 300	-3.5%	-8.8%	-13.9%

市场数据

2024/09/02

当前价格(元)	16.93
52 周价格区间(元)	13.82-31.93
总市值(百万)	4,160.73
流通市值(百万)	1,267.66
总股本(万股)	24,576.08
流通股本(万股)	7,487.68
日均成交额(百万)	74.29
近一月换手(%)	2.77

事件:

2024 年 8 月 30 日，上海港湾发布 2024 年中报：2024H1，公司实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润 6.3/0.7/0.7 亿元，分别同比 +11.3%/-30.4%/-31.6%；2024Q2，公司实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润 3.4/0.4/0.4 亿元，分别同比 -5.9%/-43.6%/-47.0%。

投资要点:

- 主业稳健增长，毛利率同比改善：**2024H1 地基处理/桩基工程收入为 4.1/2.2 亿元，同比 -10.3%/+100.9%；收入占比为 64.9%/34.4%，同比 -15.6%/+15.3pct。2024H1 公司毛利率为 36.4%，同比 +1.1pct；地基处理/桩基工程毛利率分别为 40.3%/28.6%。分区域看，境内/东南亚/中东收入分别为 0.6/4.7/0.9 亿元，收入占比为 9.5%/75.1%/14.9%，毛利率分别为 44.4%/37.9%/23.6%。子公司中，港湾印尼/港湾沙特分别实现净利润 1.2/0.1 亿元，同比 +0.3%/+26.6%。
- 2024H1 新签订单超 2023 全年订单总和，东南亚及中东地区订单增速较快：**2024H1 公司新签订单 11.9 亿元，同比 +78.2%，为 2023 全年新签订单的 112.0%。分区域看，国内/海外新签 2.5/9.4 亿元，同比 +40.9%/+92.0%。境外方面，东南亚/中东地区新签 7.8/1.4 亿元，占境外新签的 83.7%/15.4%。印尼、沙特、阿联酋、新加坡、泰国等国家为公司重点区域。
- 股权激励费用短期冲击费用率，预计 2024H2 影响减弱：**2024H1 公司毛利率/归母净利率/扣非归母净利率为 36.4%/11.7%/10.8%，分别同比 +1.1/-7.0/-6.8pct。2024H1，公司期间费用率 20.0%，同比 +5.7pct，其中，销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.7%/17.4%/3.0%/-1.0%，同比 -0.1/+5.6/+1.0/-0.8pct。管理费用大幅增长主要系 2024H1 股权激励费用为 3165 万元，同比增长 445.1% 所致，根据公司股权激励方案，费用高峰期为 2023 和 2024 年上半年，后续激励费用有望显著减少；财务费用变动主要系汇兑收益增加所致；研发费用变动主要系公司注重创新引领，增加研发投入。2024H1 公司资产负债率/有息负债率为 19.5%/0.6%，同比 +0.6/-0.4pct。2024H1 公司经营性净现金流为 -0.2 亿元，同比多流出 0.7 亿元，主要系本期支出的成本费用增加所致；同期，收现比为 91.3%，同比 -5.0pct。单季度看，2024Q2 毛利率/归母净利率/扣非

归母净利率为 35.7%/12.8%/11.5%，同比-1.2/-8.5/-8.9pct、环比-1.7/+2.3/+1.4pct。2024Q2 经营性净现金流-0.1 亿元，同比多流出 0.3 亿元，主要系购买商品、接受劳务支付的现金增加所致；同期，收现比 92.8%、同/环比为+8.0/+3.2pct。

- **盈利预测和投资评级:** 公司为全球专业岩土工程综合服务提供商，我们认为海外如东南亚、中东等地基建需求旺盛，公司先发布局出海，在软土地基处理等方面具备技术优势，未来海外订单有望延续高增并逐步兑现业绩。我们预计公司 2024-2026 年营业收入为 15.9/19.8/24.3 亿元，归母净利润为 2.1/3.0/3.8 亿元，EPS 为 0.9/1.2/1.5 元，PE 为 19.8/13.7/11.0 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示:** 海外工程风险，订单转化率不及预期，汇率波动风险，应收账款减值风险，海外基建投资不及预期风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1277	1586	1982	2432
增长率(%)	44	24	25	23
归母净利润（百万元）	174	210	303	378
增长率(%)	11	21	44	25
摊薄每股收益（元）	0.71	0.86	1.23	1.54
ROE(%)	10	11	14	16
P/E	36.66	19.77	13.74	11.00
P/B	3.75	2.20	1.98	1.76
P/S	5.15	2.62	2.10	1.71
EV/EBITDA	22.40	12.43	8.70	6.76

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：上海港湾盈利预测表

证券代码:	605598				股价:	16.93				投资评级:	买入				日期:	2024/09/02			
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E										
盈利能力					每股指标														
ROE	10%	11%	14%	16%	EPS	0.73	0.86	1.23	1.54										
毛利率	34%	36%	36%	35%	BVPS	7.14	7.69	8.55	9.63										
期间费率	14%	16%	15%	14%	估值														
销售净利率	14%	13%	15%	16%	P/E	36.66	19.77	13.74	11.00										
成长能力					P/B	3.75	2.20	1.98	1.76										
收入增长率	44%	24%	25%	23%	P/S	5.15	2.62	2.10	1.71										
利润增长率	11%	21%	44%	25%															
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E										
总资产周转率	0.63	0.70	0.78	0.84	营业收入	1277	1586	1982	2432										
应收账款周转率	3.31	3.50	3.79	3.94	营业成本	840	1014	1278	1581										
存货周转率	13.57	12.49	13.39	13.27	营业税金及附加	4	4	4	5										
偿债能力					销售费用	9	12	14	18										
资产负债率	19%	21%	22%	24%	管理费用	174	251	278	336										
流动比	4.73	4.35	3.97	3.75	财务费用	-4	-5	-4	-2										
速动比	3.51	3.05	2.68	2.47	其他费用/(-收入)	22	29	33	41										
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业利润	216	263	372	464										
现金及现金等价物	929	873	929	1026	营业外净收支	0	-3	-3	-3										
应收款项	426	485	570	675	利润总额	216	260	369	461										
存货净额	78	84	107	132	所得税费用	42	49	66	83										
其他流动资产	416	523	648	792	净利润	174	210	303	378										
流动资产合计	1848	1965	2253	2624	少数股东损益	0	0	0	0										
固定资产	247	286	320	348	归属于母公司净利润	174	210	303	378										
在建工程	33	44	41	32	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E										
无形资产及其他	46	88	96	104	经营活动现金流	134	143	223	276										
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	174	210	303	378										
资产总计	2174	2383	2711	3109	少数股东损益	0	0	0	0										
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	54	33	36	39										
应付款项	284	366	462	571	公允价值变动	-1	-3	-3	-3										
合同负债	2	8	10	12	营运资金变动	-117	-137	-130	-140										
其他流动负债	105	78	97	118	投资活动现金流	-46	-97	-49	-39										
流动负债合计	391	452	568	701	资本支出	-69	-94	-79	-69										
长期借款及应付债券	1	1	1	1	长期投资	15	30	30	30										
其他长期负债	28	40	40	40	其他	7	-33	0	0										
长期负债合计	28	41	41	41	筹资活动现金流	-9	-67	-91	-114										
负债合计	419	493	609	741	债务融资	0	1	0	0										
股本	246	246	246	246	权益融资	45	32	0	0										
股东权益	1755	1891	2103	2367	其它	-54	-99	-91	-114										
负债和股东权益总计	2174	2383	2711	3109	现金净增加额	67	-29	83	124										

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【建材&建筑小组介绍】

张艺露，建材建筑行业首席分析师，3年建材建筑、2年钢铁煤炭及中小盘卖方研究经验，香港科技大学硕士、北京理工大学本科，曾就职于华泰证券，曾获2022年机构投资者·财新行业最佳分析师团队建筑材料第二名，2021年建筑材料第一名、基础设施建筑与工程第一名。

【分析师承诺】

张艺露，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；
 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；
 回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；
 增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；
 中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；
 卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与

本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。