# 主业收入持续高增,抗周期性好于预期

## 中设集团(603018)

**投资评级：买入（维持评级）**

| | |
|---|---|
| 当前价格(元): | 11.28 |
| 合理价格区间(元): | 13.39~15.45 |

**鲍荣富** 研究员 执业证书编号：S0570515120002 021-28972085 baorongfu@htsc.com

**王涛** 研究员 执业证书编号：S0570519040004 021-28972059 wangtao@htsc.com

**方晏荷** 研究员 执业证书编号：S0570517080007 0755-22660892 fangyanhe@htsc.com

**王雯** 联系人 021-38476718 wangwen@htsc.com

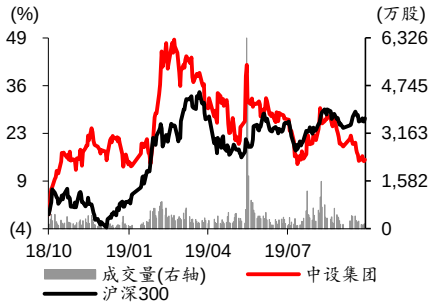
**相关研究**

1《中设集团(603018,买入): 稳健成长延续，回购计划彰显信心》2019.08

2《中设集团(603018,买入): 盈利增速/质量俱佳，龙头成色渐浓》2019.04

3《中设集团(603018,买入): Q3 毛利率改善，回购计划显信心》2018.10

**一年内股价走势图**




资料来源：Wind

**利润增速符合预期，维持“买入”评级**

公司发布 19 年三季报，19Q1-3 实现营收 27.5 亿元，yoy+4.1%，归母净利润 2.92 亿元，yoy+20.5%，Q1-3 公司扣非归母净利润 yoy+16.3%，符合市场的预期。总体上我们认为公司 Q3 经营情况稳健，在行业受土地、环保等因素影响出现订单释放及收入确认变慢情况下，公司体现出的抗周期能力好于市场预期。预计 19-21 年 EPS 为 1.03/1.24/1.51 元，对应目标价 13.39-15.45，维持“买入”评级。

**核心主业保持稳健增长，经营性现金流有望与利润保持较好匹配度**

公司 Q1-3 营收 yoy+4%，我们判断主要系 EPC 业务收入降幅较大（去年同期洋口港项目确认收入较多），我们预计勘察设计收入增速与 H1 相比或保持相对稳定，Q1-3 毛利率同比回升 1.77pct，我们认为也主要系业务结构改变所致，预计勘察设计业务毛利率同比基本持平。公司 Q3 单季度归母净利增速 14%，但 Q3 公司理财收入同比降 316 万，减值损失增加 300 万，研发费用增加 500 万但政府补助仅增加 100 万，若将上述与日常经营关系较小的项目加回后，我们预计单季公司归母净利增速有望回升至 20%左右。我们认为在行业景气度总体下行情况下，公司体现了强抗周期性。

**单季度现金流明显改善，新签订单维持稳健增长**

公司 Q3 单季度 CFO 净流入 1.07 亿元，相比 15-18 年同期有明显好转，预计全年 CFO 净额有望保持与利润较好的匹配度。前三季管理和营销费用率较 H1 有所提升，我们判断也主要是业务结构变化所致。我们预计公司前三季度勘察设计类新签合同仍保持 10%左右增长，在手有效合同超 60 亿元，在行业中继续保持领先水平。我们认为 19 年以来，阻碍设计行业新订单释放及老订单确认收入的核心矛盾正在从业主资金筹措向土地、环保等审批制约因素转变，若相关政策细则能够在十三五内出台，2020 年行业及公司基本面均可能好于市场此前预期。

**参与 PPP 项目意在获得勘察设计业务，预计对全年及未来现金流影响轻微**

公司同时公告通过七台河、永川和天台三个 PPP 项目投资，我们认为公司参与上述三个 PPP 项目的模式均是通过部分勘察设计费入股，入股比例很小，基本没有亏损或耗费大量现金流的可能，而主要的融资和施工任务均为联合体方承担。我们预计 PPP/EPC 项目对公司全年及未来现金流的影响均有限，公司对工程类业务的态度仍然处于比较谨慎的状态。

**持续稳健增长基础牢固，维持“买入”评级**

我们预计公司 19-21 年 EPS1.03/1.24/1.51 元（前值 1.07/1.33/1.70 元），调低盈利预测主要基于当前行业较低的景气度及公司 EPC 业务扩展较慢，但 EPC 降速情况下公司财务质量有望保持高水平。当前可比公司 19 年 Wind 一致预期 PE 12.75 倍，考虑到公司业绩稳健增长能力明显好于同行，认可给予一定估值溢价，给予 19 年 13-15 倍 PE，对应目标价 13.39-15.45 元，维持“买入”评级。

风险提示：存货同比增速下降影响收入增速，EPC/PPP 项目回款不及预期。

**公司基本资料**

| | |
|---|---|
| 总股本 (百万股) | 464.37 |
| 流通 A 股 (百万股) | 459.98 |
| 52 周内股价区间 (元) | 11.15-21.95 |
| 总市值 (百万元) | 5,238 |
| 总资产 (百万元) | 7,013 |
| 每股净资产 (元) | 5.69 |

资料来源：公司公告

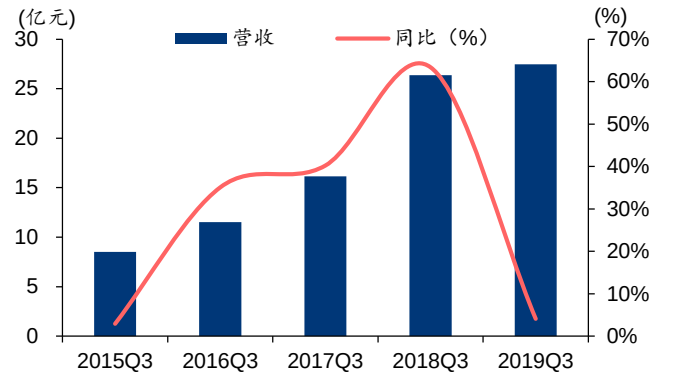
**经营预测指标与估值**

| 会计年度 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入 (百万元) | 2,776 | 4,198 | 4,906 | 6,092 | 7,624 |
| +/-% | 39.42 | 51.23 | 16.85 | 24.18 | 25.14 |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 296.66 | 396.17 | 478.83 | 576.15 | 702.55 |
| +/-% | 41.35 | 33.54 | 20.87 | 20.32 | 21.94 |
| EPS (元，最新摊薄) | 0.64 | 0.85 | 1.03 | 1.24 | 1.51 |
| PE (倍) | 17.66 | 13.22 | 10.94 | 9.09 | 7.46 |

资料来源：公司公告,华泰证券研究所预测

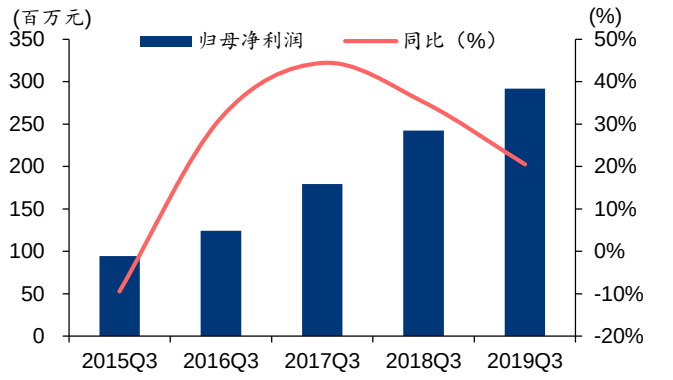
# 主要经营情况及可比公司估值

**图表1： 公司历年三季报营收及同比增速**




资料来源：公司公告、华泰证券研究所

**图表2： 公司历年三季报归母净利润及同比增速**




资料来源：公司公告、华泰证券研究所

**图表3： 可比公司估值表**

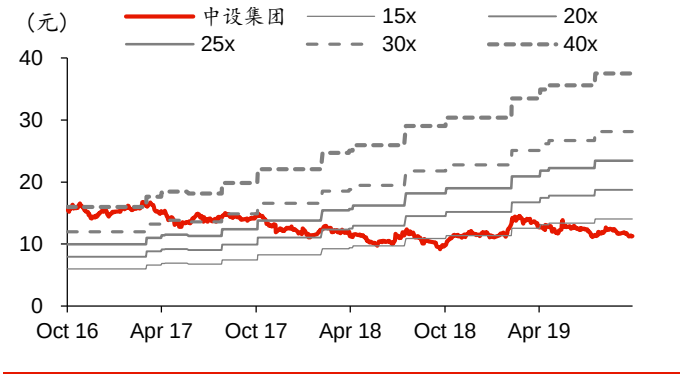
| 证券代码 | 证券名称 | 总市值(亿元) | 当前价格（元） | EPS（元） 2018 | 2019E | 2020E | PE（倍） 2018 | 2019E | 2020E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 300284.SZ | 苏交科 | 82.86 | 8.53 | 0.64 | 0.78 | 0.95 | 13.29 | 10.94 | 8.94 |
| 603017.SH | 中衡设计 | 30.87 | 11.22 | 0.61 | 0.82 | 1.01 | 18.35 | 13.74 | 11.09 |
| 600629.SH | 华建集团 | 48.98 | 9.17 | 0.49 | 0.57 | 0.66 | 18.59 | 16.15 | 13.94 |
| 603357.SH | 设计总院 | 51.55 | 11.34 | 0.96 | 1.12 | 1.32 | 11.80 | 10.15 | 8.61 |
| | 平均 | | | | | | 15.51 | 12.75 | 10.65 |
| 603018.SH | 中设集团 | 52.38 | 11.28 | 0.85 | 1.03 | 1.24 | 13.22 | 10.94 | 9.09 |

注：数据截至 10 月 25 日收盘，19、20 年 EPS 除中设集团为华泰预测外，其余公司均为 Wind 一致预测。

资料来源：Wind，华泰证券研究所

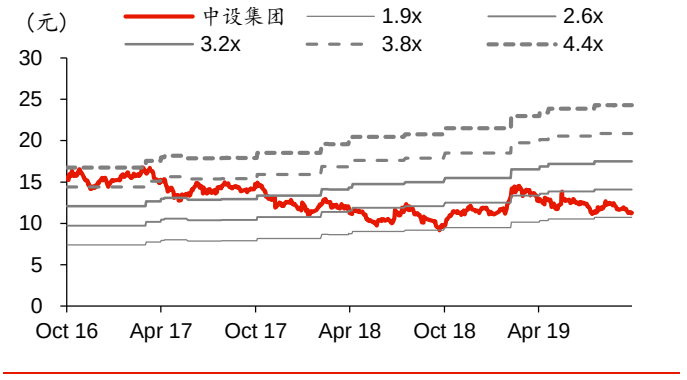
## PE/PB – Bands

**图表4： 中设集团历史 PE-Bands**




资料来源：Wind、华泰证券研究所

**图表5： 中设集团历史 PB-Bands**




资料来源：Wind、华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

| 会计年度 (百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|---|
| 流动资产 | 4,342 | 5,540 | 7,242 | 9,031 | 11,042 |
| 现金 | 897.21 | 1,084 | 1,934 | 2,261 | 2,812 |
| 应收账款 | 2,498 | 3,591 | 3,831 | 5,036 | 5,793 |
| 其他应收账款 | 132.69 | 150.43 | 207.62 | 238.55 | 308.53 |
| 预付账款 | 90.12 | 138.47 | 161.26 | 200.96 | 251.42 |
| 存货 | 563.77 | 561.91 | 1,091 | 1,275 | 1,853 |
| 其他流动资产 | 159.76 | 14.77 | 17.04 | 20.73 | 24.87 |
| 非流动资产 | 927.60 | 1,219 | 782.24 | 756.04 | 722.30 |
| 长期投资 | 85.38 | 93.18 | 93.18 | 93.18 | 93.18 |
| 固定投资 | 380.83 | 417.48 | 386.52 | 355.56 | 324.60 |
| 无形资产 | 50.44 | 56.11 | 54.13 | 52.13 | 50.14 |
| 其他非流动资产 | 410.94 | 651.80 | 248.41 | 255.17 | 254.39 |
| 资产总计 | 5,269 | 6,759 | 8,024 | 9,787 | 11,765 |
| 流动负债 | 3,077 | 4,218 | 4,955 | 6,173 | 7,503 |
| 短期借款 | 218.30 | 334.00 | 400.00 | 400.00 | 400.00 |
| 应付账款 | 1,056 | 1,647 | 1,936 | 2,529 | 3,058 |
| 其他流动负债 | 1,803 | 2,237 | 2,619 | 3,243 | 4,045 |
| 非流动负债 | 13.49 | 12.42 | 113.50 | 212.91 | 312.94 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 100.00 | 200.00 | 300.00 |
| 其他非流动负债 | 13.49 | 12.42 | 13.50 | 12.91 | 12.94 |
| 负债合计 | 3,091 | 4,230 | 5,069 | 6,386 | 7,816 |
| 少数股东权益 | 35.72 | 52.98 | 64.82 | 79.05 | 96.42 |
| 股本 | 211.52 | 313.80 | 464.42 | 464.42 | 464.42 |
| 资本公积 | 898.48 | 815.42 | 664.80 | 664.80 | 664.80 |
| 留存公积 | 1,094 | 1,402 | 1,761 | 2,194 | 2,723 |
| 归属母公司股东权益 | 2,143 | 2,475 | 2,890 | 3,323 | 3,853 |
| 负债和股东权益 | 5,269 | 6,759 | 8,024 | 9,787 | 11,765 |

### 现金流量表

| 会计年度 (百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|---|
| 经营活动现金 | 290.29 | 326.71 | 355.62 | 386.52 | 645.57 |
| 净利润 | 301.21 | 405.83 | 490.67 | 590.39 | 719.91 |
| 折旧摊销 | 51.03 | 62.60 | 44.40 | 44.80 | 44.95 |
| 财务费用 | 8.42 | 18.26 | 13.94 | 19.61 | 24.42 |
| 投资损失 | (22.16) | (33.15) | (10.00) | (15.00) | (15.00) |
| 营运资金变动 | (163.48) | (283.44) | (295.63) | (503.78) | (322.11) |
| 其他经营现金 | 115.27 | 156.61 | 112.25 | 250.51 | 193.40 |
| 投资活动现金 | (130.04) | (160.88) | 406.87 | 3.16 | 3.01 |
| 资本支出 | 69.08 | 72.15 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期投资 | 65.14 | 110.15 | (408.33) | 0.00 | 0.00 |
| 其他投资现金 | 4.17 | 21.41 | (1.45) | 3.16 | 3.01 |
| 筹资活动现金 | (5.71) | 21.19 | 88.10 | (63.21) | (97.27) |
| 短期借款 | 8.30 | 115.70 | 66.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 100.00 | 100.00 | 100.00 |
| 普通股增加 | 3.52 | 102.28 | 150.62 | 0.00 | 0.00 |
| 资本公积增加 | 66.67 | (83.06) | (150.62) | 0.00 | 0.00 |
| 其他筹资现金 | (84.20) | (113.73) | (77.90) | (163.21) | (197.27) |
| 现金净增加额 | 154.41 | 187.13 | 850.60 | 326.47 | 551.30 |

### 利润表

| 会计年度 (百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入 | 2,776 | 4,198 | 4,906 | 6,092 | 7,624 |
| 营业成本 | 1,897 | 3,097 | 3,584 | 4,466 | 5,587 |
| 营业税金及附加 | 23.50 | 28.77 | 44.15 | 54.83 | 68.61 |
| 营业费用 | 150.60 | 164.65 | 181.52 | 216.28 | 266.83 |
| 管理费用 | 217.79 | 249.70 | 282.09 | 341.17 | 419.30 |
| 财务费用 | 8.42 | 18.26 | 13.94 | 19.61 | 24.42 |
| 资产减值损失 | 129.38 | 172.53 | 232.92 | 314.44 | 424.50 |
| 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 22.16 | 33.15 | 10.00 | 15.00 | 15.00 |
| 营业利润 | 355.01 | 472.00 | 577.80 | 695.23 | 847.75 |
| 营业外收入 | 0.13 | 0.17 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业外支出 | 0.40 | 0.47 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 354.74 | 471.71 | 577.80 | 695.23 | 847.75 |
| 所得税 | 53.53 | 65.88 | 87.13 | 104.84 | 127.84 |
| 净利润 | 301.21 | 405.83 | 490.67 | 590.39 | 719.91 |
| 少数股东损益 | 4.56 | 9.66 | 11.83 | 14.24 | 17.36 |
| 归属母公司净利润 | 296.66 | 396.17 | 478.83 | 576.15 | 702.55 |
| EBITDA | 414.46 | 552.86 | 636.14 | 759.64 | 917.12 |
| EPS (元，基本) | 0.64 | 0.85 | 1.03 | 1.24 | 1.51 |

### 主要财务比率

| 会计年度 (%) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|---|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 39.42 | 51.23 | 16.85 | 24.18 | 25.14 |
| 营业利润 | 42.34 | 32.96 | 22.41 | 20.32 | 21.94 |
| 归属母公司净利润 | 41.35 | 33.54 | 20.87 | 20.32 | 21.94 |
| 获利能力 (%) | | | | | |
| 毛利率 | 31.68 | 26.22 | 26.96 | 26.70 | 26.71 |
| 净利率 | 10.69 | 9.44 | 9.76 | 9.46 | 9.22 |
| ROE | 13.84 | 16.00 | 16.57 | 17.34 | 18.24 |
| ROIC | 25.40 | 34.27 | 36.22 | 37.62 | 43.34 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 (%) | 58.65 | 62.59 | 63.17 | 65.24 | 66.43 |
| 净负债比率 (%) | 7.06 | 7.90 | 9.86 | 9.40 | 8.96 |
| 流动比率 | 1.41 | 1.31 | 1.46 | 1.46 | 1.47 |
| 速动比率 | 1.22 | 1.17 | 1.22 | 1.24 | 1.20 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.58 | 0.70 | 0.66 | 0.68 | 0.71 |
| 应收账款周转率 | 1.03 | 1.17 | 1.12 | 1.16 | 1.19 |
| 应付账款周转率 | 2.09 | 2.29 | 2.00 | 2.00 | 2.00 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.64 | 0.85 | 1.03 | 1.24 | 1.51 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.63 | 0.70 | 0.77 | 0.83 | 1.39 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 4.61 | 5.33 | 6.22 | 7.15 | 8.30 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE (倍) | 17.66 | 13.22 | 10.94 | 9.09 | 7.46 |
| PB (倍) | 2.44 | 2.12 | 1.81 | 1.58 | 1.36 |
| EV_EBITDA (倍) | 9.74 | 7.30 | 6.35 | 5.32 | 4.40 |

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

## 免责申明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。
全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809
©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

**行业评级体系**

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

**公司评级体系**

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

## 华泰证券研究

**南京**

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 /传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

**北京**

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

**深圳**

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932 /传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

**上海**

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 /传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com