

中设集团 (603018.SH)

低估值高成长的民企设计龙头

● 交通设计咨询行业领先，全产业链发展促成长

公司位列 2017 年全国工程勘察设计企业勘察设计收入 50 强第 14 位，在江苏交通勘察设计市场具有龙头地位，拥有工程设计、勘察综合甲级资质，是我国工程设计行业资质等级最高、涵盖业务领域最广的资质。在业务布局上建立了 5 大专业院和 2 大事业部，提升了公司整合资源的能力，促进传统勘查设计和新兴专业的技术发展。

● ROE 提升，现金流优异，未来发展动能充足

公司 18 年实现营业收入同增 51.2%，归母净利润同增 33.5%，公司成长动力足，业绩增速连续 3 年保持在 30% 以上，而净资产收益率也达到 16%，连续三年持续提升。公司扩大业务规模伸长业务链的同时，业务回款情况良好，经营性现金流量净额逐年保持增长的趋势。公司目前设计实力及行业影响力的逐步提升，研发投入的不断加大，公司人均产值持续提升。此外，公司新签订单继续保持快速增长，订单储备充足，且未完工存货也为公司提供业绩储备，未来发展动能充足。

● 行业持续回暖，企业合并加速，龙头企业有望受益于基建投资增速提升

2018 年我国工程勘察设计企业共实现营业收入同比增长 19.6%，继 2015 年触底回升后保持稳定增长态势。目前勘察设计行业集中度较低，龙头市占率不高，且行业内设计企业数量众多，行业竞争激烈，所以打造集成化服务日益成为设计公司发展的重要路径。随着国家大力推进工程总承包模式，勘察设计企业业务逐渐延伸至产业链下游，纵向一体化将提高勘察设计行业的资本开支和收入规模，行业未来在固定资产投资中的比重或持续提高。19 年 6 月国务院发布的专项债新规有望带动基建投资增速提升，公司作为基建设计龙头企业有望持续受益。

● 各项指标均处行业领先，业务多元化、全国化布局为趋势

对比国内其他设计企业，公司营业收入及净利润规模和增长率、ROE 水平均排在行业前三，公司传统业务转型和新兴产业布局也均走在行业前沿。对比苏交科，中设集团经营策略更谨慎，业务布局更精细化，目前以省内业务为主，18 年公司省内省外营收增长率较 17 年分别提升 18.9%/1.0pct，未来中设集团属地化经营模式布局成熟后，省外业务增长有望进一步提升。对比海外设计公司龙头 AECOM，多元化业务+国际化布局是大势所趋，公司正积极向成熟的项目全生命周期构建方向发展，不断拓宽公司业务范围。

● 估值与盈利预测

公司订单、业绩维持高增。自身在技术实力、现金流管理方面具明显优势，同时作为基建前端设计公司龙头有望持续受益于“基建补短板”政策和长三角一体化，预计订单/收入/业绩增速均保持较高速增长。我们根据 FCFE 模型算出公司合理股权价值为 91.07 亿元，每股价值为 19.63 元，明显高于公司目前股价，我们预计 19-21 年公司归母净利润分别为 5.07/6.35/7.62 亿元，公司未来 3 年复合增速约为 24%，给予公司 19 年 15 倍 PE 估值，对应合理价值约为 16 元/股，维持“买入”评级。

● **风险提示：**固定资产投资不及预期，项目进展不及预期，汇率波动风险，商誉减值风险，投资并购整合风险，回款风险等。

盈利预测：

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,776	4,198	5,465	6,942	8,543
增长率(%)	39.4	51.2	30.2	27.0	23.1
EBITDA(百万元)	513	674	836	985	1,270
净利润(百万元)	297	396	507	635	762
增长率(%)	41.4	33.5	28.1	25.1	20.1
EPS(元/股)	1.40	1.26	1.09	1.37	1.64
市盈率(P/E)	20.39	13.80	11.27	9.02	7.51
市净率(P/B)	2.82	2.21	1.86	1.54	1.28
EV/EBITDA	10.47	7.00	5.33	4.01	2.38

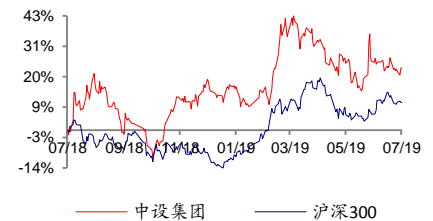
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	12.32 元
合理价值	16 元
前次评级	买入
报告日期	2019-07-18

相对市场表现



分析师：

姚遥



SAC 执证号：S0260517070002



SFC CE No. BMS332



021-60750610



gfyayao@gf.com.cn

相关研究：

中设集团(603018.SH):业绩维持高增，省内省外协同发展	2019-04-30
中设集团(603018.SH):业绩高增符合预期，员工持股激发活力	2019-03-06
中设集团三季报点评:业绩增速符合预期，全产业链布局加快推进	2018-10-28

联系人：

尉凯旋 021-60750610



yukaixuan@gf.com.cn

目录索引

交通设计咨询行业领先，全产业链发展促成长.....	6
股权结构相对分散，实施员工持股激励提高积极性.....	6
拥有工程设计最高资质和健全的服务体系，推动公司全产业链发展.....	7
推进省内外业务双向布局，属地化拓展模式见成效。.....	9
“产业化+平台化+国际化”发展战略，新兴产业成为未来业务增长突破口.....	11
ROE 提升，现金流优异，未来发展动能充足.....	13
业绩稳健持续高增，订单充足保障发展.....	13
ROE 持续提升，费用率逐年下降，经营性现金流优异.....	15
应收账款结构逐步优化，未完工存货提供业绩储备.....	16
子公司经营情况良好，研发力度加强，人均产值提升.....	17
行业持续回暖，企业合并加速，龙头企业有望受益于基建投资增速提升.....	19
经营状况保持稳定增长，利润率有所下滑.....	19
政策驱动与企业内生变革并存，促使企业合并加速行业整合.....	22
行业费用率、业务拓展、国际化布局等方面与发达国家均有差距.....	24
专项债新规推动基建投资增速提升，基建发力设计先行.....	25
各项指标均处行业领先，业务多元化、全国化布局为趋势.....	27
综合能力位于业内前沿，与苏交科有可比之处.....	27
国内国外龙头企业对比，业务拓展空间巨大.....	28
跨界资源整合，智慧交通、水环境、民航业务成为创新发展切入点.....	35
估值及盈利预测.....	38
估值方法一（绝对估值-FCFF 模型）.....	38
估值方法二（相对估值）.....	41
风险提示.....	42

图表索引

图 1: 中设集团历史沿革.....	6
图 2: 中设集团股权结构图 (截止 2019 年 3 月 31 日)	7
图 3: 中设集团提供全产业链一体化服务.....	8
图 4: 2018 年中设集团分业务占比情况.....	8
图 5: 历年分业务营收占比变化.....	8
图 6: 中设集团全国子公司、区域中心及分支机构布局.....	10
图 7: 省内外收入占比情况.....	11
图 8: 省内外收入增长率变化.....	11
图 9: 中设集团 5 大专业院所及 2 大事业部.....	12
图 10: 历年营业总收入及增长率变化.....	14
图 11: 历年归母净利润及增长率变化.....	14
图 12: 勘察设计类主营业务收入及增速.....	14
图 13: 历年新签订单额及增速.....	14
图 14: 历年订单收入比变化.....	14
图 15: 历年毛利率及净利率变化.....	15
图 16: 历年三项费用率变化.....	15
图 17: 历年净资产收益率 (摊薄)	15
图 18: 历年经营性现金流情况变化.....	16
图 19: 历年资产负债率变化.....	16
图 20: 历年存货/总资产比例.....	16
图 21: 历年应收账款/总资产比例.....	16
图 22: 公司历年应收账款结构.....	17
图 23: 2016-2018 年主要子公司营业收入 (单位: 万元)	17
图 24: 2016-2018 年主要子公司净利润 (单位: 万元)	17
图 25: 主要子公司上市以来营业收入及净利润复合年均增长率.....	18
图 26: 历年研发投入及人数情况.....	18
图 27: 历年工程师人数变化 (单位: 个)	18
图 28: 近三年设计勘察行业企业收入连续提升.....	19
图 29: 行业利润连年保持高增.....	20
图 30: 行业净利率、毛利率趋势.....	20
图 31: 工程勘察设计企业个数及增速.....	20
图 32: 工程勘察设计行业从业人员及增速.....	20
图 33: 设计企业 60 强市占率不断提升.....	21
图 34: 中国内地企业入选 ENR 全球工程设计公司收入占比在提升.....	21
图 35: 四大业务收入及占比.....	24
图 36: 勘察与设计收入比重变化.....	24
图 37: 工程勘察设计行业平均设计费用率情况.....	24
图 38: 部分国家工程设计阶段平均费用率.....	24
图 39: 地方政府债券单月发行额.....	26

图 40: 地方政府专项债券发行额	26
图 41: 2019 年 1-5 月地方专项债券资金用途占比	26
图 42: 2019 年 1-5 月各月地方专项债券资金用途 (亿元)	26
图 43: 国内主要勘察设计类公司营业收入及归母净利润 (2018 年)	27
图 44: 国内主要勘察设计类公司营业收入及归母净利润增速 (2018 年)	27
图 45: 国内主要勘察设计类公司 ROE (2018 年)	27
图 46: 国内主要勘察设计类公司经营性现金流 (2018 年)	27
图 47: 中设集团股权结构图	29
图 48: 苏交科股权结构图	29
图 49: 中设集团省内外收入占比情况	30
图 50: 苏交科省内外收入占比情况	30
图 51: 中设集团 VS 苏交科省内业务增长率	30
图 52: 中设集团 VS 苏交科省外业务增长率	30
图 53: 苏交科和中设集团收入增速	31
图 54: 苏交科和中设集团归母净利润增速	31
图 55: 中设集团与 AECOM 营业收入及增速对比	32
图 56: 中设集团与 AECOM 净利润对比	32
图 57: AECOM 与中设集团毛利率对比	32
图 58: AECOM 与中设集团净利率对比	32
图 59: AECOM 营收分业务占比	33
图 60: 历年 AECOM 业务结构变化	33
图 61: AECOM 主要并购历程	33
图 62: AECOM 营收按地域划分 (2018 年)	35
图 63: AECOM 集团 2018 年海外收入分布情况	35
图 64: 智能交通设计研究中心研究方向	35
图 65: 年旅客吞吐量>1000 万人次机场数	37
图 66: 民航机场数量变化	37
图 67: 公司 PE-band	41
表 1: 工程设计资质分类及业务说明	9
表 2: 中设集团上市以来并购情况	10
表 3: 中设集团 5 大专业院+2 大事业部及核心业务	11
表 4: 环境、智能事业部分项业务名称	13
表 5: 2018 年 ENR 全球工程设计 150 强中国内地企业情况	22
表 6: 国家大力推广总承包模式促进产业链纵向延伸	23
表 7: 国内主要工程勘察设计类上市公司概况对比	28
表 8: 中设集团并购公司列表	29
表 9: 苏交科并购公司列表	29
表 10: AECOM 并购海外公司列表	34
表 11: 公司环境、智能事业部业务类型及业绩展示	36

表 12: 公司环境、智能事业部业务类型及业绩展示	36
表 13: FCFF 自由现金流预测表 1 (单位: 亿元)	40
表 14: FCFF 自由现金流预测表 2 (单位: 亿元)	40
表 15: 设计公司估值对比	41

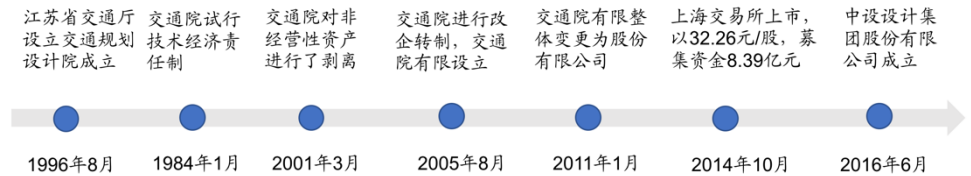
交通设计咨询行业领先，全产业链发展促成长

股权结构相对分散，实施员工持股激励提高积极性

中设集团（原江苏省交通规划设计院股份有限公司）始建于1966年，是国内一家具备全产业链、全业态综合规划、咨询、设计、建造、运营能力的国际化、多元化发展的工程咨询公司。2005年8月公司响应国家政策进行改企改制，交通有限设立，2011年1月公司完成股份制改革变更为股份有限公司，并于2014年10月在上交所上市。2016年6月中设设计集团股份有限公司成立。

公司先后荣获300多项国家、部、省级科技进步奖、优秀工程勘察设计奖和咨询成果奖以及多项国际大奖，位列2017年全国工程勘察设计企业勘察设计收入50强第14位。公司在江苏交通勘察设计市场具有龙头地位，正在开展长三角地区交通运输更高质量一体化发展规划、江苏交通强省综合立体交通网布局规划等重大规划的研究工作。

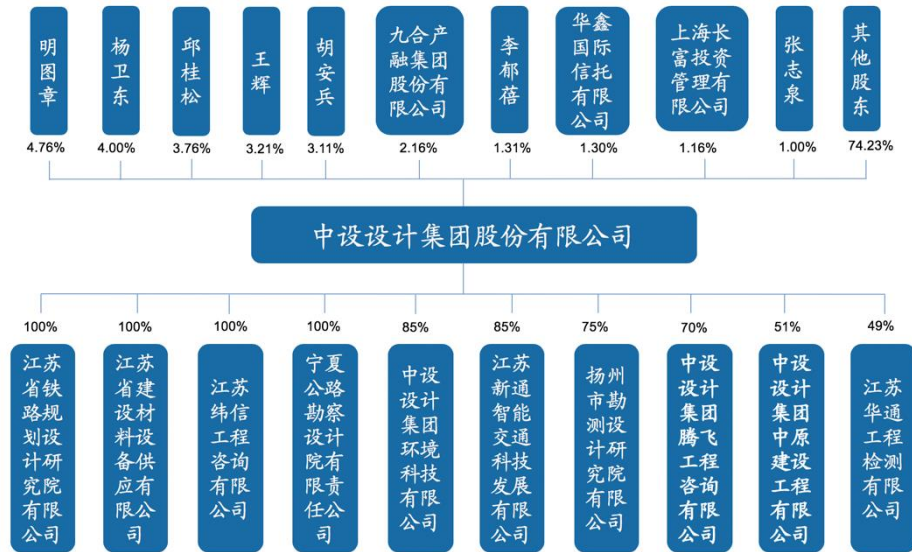
图 1：中设集团历史沿革



数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

中设集团股权结构相比同行企业较为分散，前十大股东合计持股比例为25.68%，前五大股东均为公司高管，公司分散的股权结构有利于产生权力制衡，能让决策更加民主。

图 2：中设集团股权结构图（截止 2019 年 3 月 31 日）



数据来源：公司19年一季度、广发证券发展研究中心

为了深化公司的激励体系，充分调动员工的积极性和创造性，吸引和保留优秀管理人才和核心技术（业务）骨干，提高公司员工的凝聚力和公司竞争力。公司2017年6月向公司部分董事、高级管理人员和核心技术骨干实施了股权激励计划。2018年3月27日，公司又发出第一期员工持股计划。

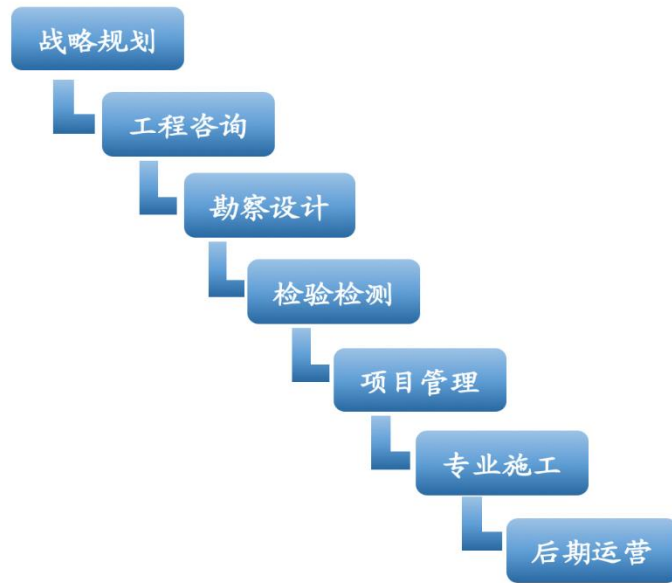
公司以人才作为发展第一驱动力，2018年公司子战略之一的人力资源“拼搏者”战略在公司内进行发布，驱动公司新时代的转型升级与战略目标的实现，力争三年内打造国内首家“百亿级”设计集团。

拥有工程设计最高资质和健全的服务体系，推动公司全产业链发展

承接EPC、PPP业务完善产业链结构，勘察设计业务为业绩增速做保障。公司位列2017年全国工程勘察设计企业勘察收入50强第14位。2018年公司主营业务勘察设计、EPC、规划研究、试验检测和工程管理的收入占比分别为61.97%/15.69%/10.11%/7.02%/3.39%。毛利占比分别为74.25%/1.53%/13.91%/6.19%/2.43%。

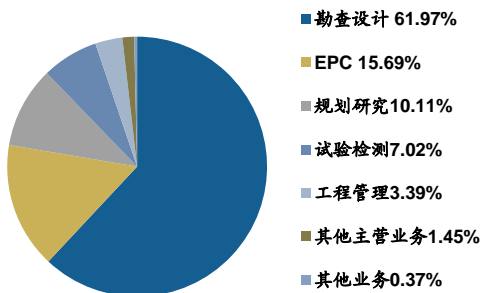
公司由原单一的工程项目管理、项目代建积极向工程总承包业务发展，通过EPC、PPP项目的承接，进一步拓展公司的业务链长度。目前公司业务主要包括公路、桥梁、水运、航空、市政、铁路与城市轨道交通、水利、建筑、环境和智能工程等领域，可提供从战略规划、工程咨询、勘察设计到科研开发、检验检测、项目管理、建设施工、后期运营的全生命周期的一体化解决方案。

图 3: 中设集团提供全产业链一体化服务



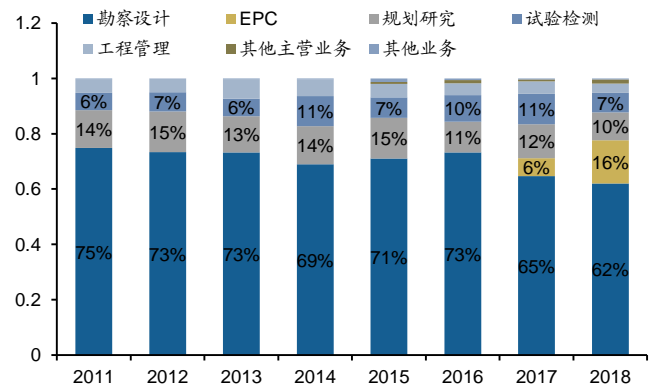
数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图 4: 2018年中设集分业务占比情况



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图 5: 历年分业务营收占比变化



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

公司拥有工程设计综合甲级资质，是我国工程设计行业资质等级最高、涵盖业务领域最广、条件要求最严的资质。可在住建部划分的全部21个行业及8个专项范围内开展工程设计咨询业务。同时公司还拥有规划研究、检验检测、工程管理等多业务领域的专业甲级资质，为公司的项目竞标提供实力保证。

表 1: 工程设计资质分类及业务说明

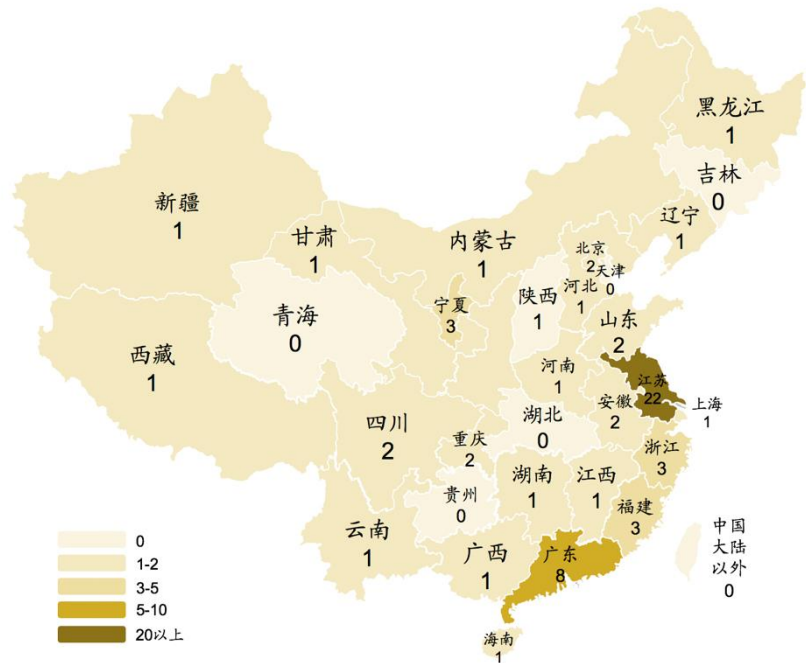
业务类型	资质	覆盖领域
勘察设计	工程设计综合甲级	公路、市政、桥梁、轨道交通、建筑、景观、智能交通
	工程勘察综合甲级	
	测绘甲级	
规划研究	工程咨询专业甲级	公路、港口河海工程、建筑、市政公用工程
	城乡规划编制甲级	城镇体系、城市、镇、乡和村庄规划
	建设环境影响评价甲级	噪声分析治理、污水处理、生态修复、水土保持编制
试验检测	工程检验检测（公路工程专业综合甲级、公路、桥梁、隧道专项、水运材料甲级、水运结构甲级）	公路、桥梁隧道、水运
工程管理	工程招标代理机构甲级	公路、机电、港口河海
	工程项目管理甲级	公路、水运、市政和建筑
	工程监理甲级	公路、机电

数据来源：公司年报、公司官网、广发证券发展研究中心

推进省内外业务双向布局，属地化拓展模式见成效。

自2009年以来，公司以兼并购、与专业团队合作设立公司等多种方式，扩大公司的人才队伍。公司2018年在全国4大经营片区设立区域中心（西南片区中心、山东省区域中心、东南区域中心、西北区域中心），2018年公司收购了Marshall Strabala(马溯)团队，北京泰诺安公路建设有限公司，目前公司在全国各省市共拥有22家子公司及22家分支机构。合资公司作为公司属地化子公司，成为地方生产经营队伍，实现公司的属地化发展战略布局。同时可以减少公司人力资源成本，与当地业主无缝对接。我们认为公司未来会继续拓展省外业务，逐步实现各业务的属地化管理，提高公司的市占率。

图 6: 中设集团全国子公司、区域中心及分支机构布局



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

表 2: 中设集团上市以来并购情况

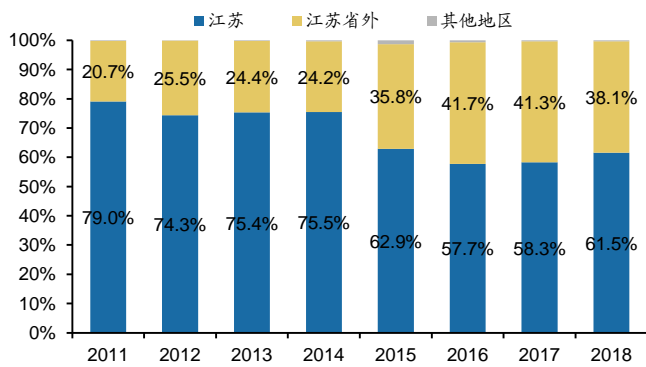
公司名称	年份	标的	股权占比	主营业务
并购	2015	宁夏公路院	67%	交通工程规划与勘察设计
	2016	扬州勘测设计院	75%	水利水运、交通市政、建筑装饰工程勘察设计
	2017	中设浙江	51%	勘察设计
	2018	北京泰诺安	95%	公路与铁路
	2018	Marshall Strabala(马溯)团队	-	建筑设计
	2018	中设腾飞	70%	交通工程规划设计
	2018	中设中原	51%	交通工程规划设计
	2018	中设环境	85%	环保科技、环保咨询、水污染治理、环境保护监测、污水处理、土壤污染治理等
	2018	中路未来	30%	工程技术研究与试验发展
设立子公司	2018	中媒建工	49%	地下空间及城市综合管廊工程、市政道路工程、绿化与污水处理工程
	2018	镇江中设	49%	公路、桥梁、工业与民用建筑
	2018	江苏狄诺尼	51%	计算机系统集成、网络及硬件领域的技术开发
	2018	临沂中设	51%	工程设计
	2017	中德设计	75%	建筑工程设计、勘察、监理
	2017	中设民航	51%	工程勘察、工程设计、工程和技术研究和试验发展

2017	南方海绵	51%	工程和技术研究和试验发展、水利管理业；生态保护和环境治理业质检技术；环境保护监测；生态监测
2017	内蒙中设	51%	测绘服务、地址勘查
2016	中设投资	100%	投资管理、咨询

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

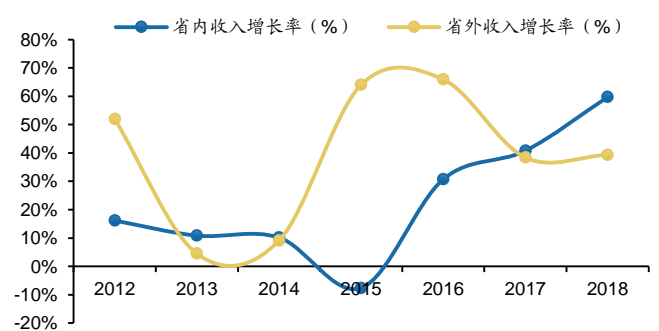
公司属地化经营模式见成效，省内外业务同时保持较高增速。2018年省内、省外营收增长率分别为59.7%/39.4%，较17年分别提升18.9/1.0 pct。公司省外业务营收占比近年来也有大幅提升，2018年省外业务收入占比为38.1%，较14年提升13.9pct。

图 7：省内外收入占比情况



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图 8：省内外收入增长率变化



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

“产业化+平台化+国际化”发展战略，新兴产业成为未来业务增长突破口

公司在业务布局上建立了5大专业院和2大事业部，提升了公司整合资源的能力。促进传统勘察设计和新兴专业的技术发展。公司目前形成了以综合规划研究院、交通设计研究院、水运设计研究院、城建规划设计研究院、铁道规划设计研究院、环境与智能事业部、工程管理与检测事业部等七大业务板块为引领的全行业、多领域融合发展的战略格局。

表 3：中设集团 5 大专业院+2 大事业部及核心业务

业务领域	研究院/事业部名称	核心业务
战略、规划	综合规划研究院	城市规划、特色小镇、客货运输规划、枢纽场站规划、项目可行性研究
公路、桥梁、隧道	交通设计研究院	平原微丘区高速公路规划设计、高速公路工程地基处理设计、高速公路路基防护与排水综合设计、公路勘测设计软件集成应用系统、大跨径桥梁设计关键技术

水运、水利、海洋	水运设计研究院	水运规划研究、水运预工可与专题研究、水运工程设计、数模与物模研究、水运试验检测
市政、建筑、景观	城建规划设计研究院	城市生态道路设计、城市快速公交系统（BRT）设计、交通建筑设计、工业及民用建筑设计、室内装饰设计
轨道、铁道	铁道规划设计研究院	城市轨道交通规划设计、地下空间及人防工程设计、综合交通枢纽工程设计、自动旅客捷运系统（APM）规划及设计、轨道交通运营期的结构安全及运维保障
环境、智能	环境与智能事业部	适用于城市雨水净化的过滤池及净化系统、储蓄城市雨水的微型水库、节能高效声屏障、环境专项规划、规划环境影响评价
现场服务	项目建设管理	项目建设管理、道路工程试验检测、隧道（地下空间）监测和测量、港航工程试验检测与咨询、工程安全咨询

数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

图 9：中设集团 5 大专业院所及 2 大事业部



数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

公司是行业内发展新兴产业的先行企业，业务拓展广泛。公司近两年大力拓展智慧高速、智慧城市、枢纽建筑、新型轨道、水环境治理、民用航空等新兴专业，在全国范围内共合资设立了6家新兴专业子公司。公司2018年中标了首条普通国省干线-无锡342省道智慧公路设计（智慧高速）、山东郓城有轨电车勘察设计总承包项目（新型轨道）、宿迁市综合客运枢纽工程（枢纽建筑）、泰安山水林田湖草明堂河梳洗河芝田河生态修复工程（水环境）。公司未来有望继续提升中设智库品牌（中设产业园区、中设环境、中设智能、中设商业）的推广力，在新兴专业领域形成业绩突破口。

表 4: 环境、智能事业部分项业务名称

成立时间	公司名称	所在地	持股比例	主营业务
2018/10	中煤建工中设地下空间科技有限公司	雄安新区、京津冀	49%	地下空间勘察设计规划
2018/04	中设设计集团环境科技有限公司	泰州	85%	环保科技、环保咨询、水污染治理、环境保护监测、污水处理、土壤污染治理等
2018/01	江苏狄诺尼信息技术有限责任公司	南京	51%	计算机系统集成; 网络及软硬件领域的技术开发、技术转让、技术咨询及技术服务
2017/01	中设设计集团民航设计研究院有限公司	北京	51%	工程勘察、工程设计、工程和技术研究和试验发展
2017/09	南方海绵城市工程技术(佛山)有限公司	佛山	51%	工程和技术研究和试验发展、水利管理业; 生态保护和环境治理业质检技术; 环境保护监测; 生态监测
2006/06	江苏省新通智能交通科技发展有限公司	南京	85%	交通智能化产品、建筑智能化产品、计算机软硬件技术研究、技术开发、销售、技术咨询、技术服务

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

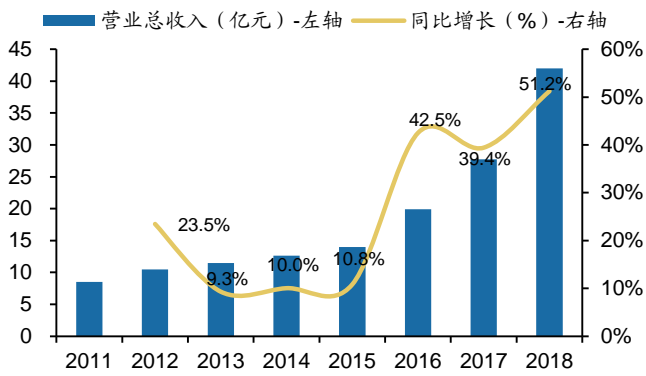
ROE 提升, 现金流优异, 未来发展动能充足

业绩稳健持续高增, 订单充足保障发展

公司成长动力足, 业绩增速连续3年保持在30%以上。2018年公司实现营业收入41.98亿元, 同比增长51.2%, 实现归母净利润3.96亿元, 同比增长33.5%。公司通过EPC、PPP项目的承接, 进一步拓展公司的业务链长度, 公司2018年工程承包收入占比为15%, 较17年提升8%。

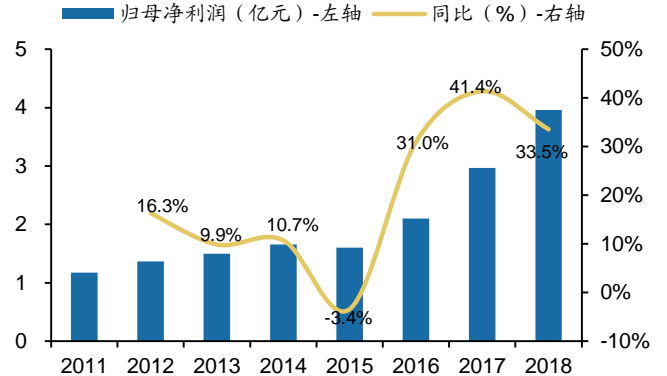
分业务来看, 2018年公司各类业务保持高增长。公司勘察设计类业务包括勘查设计、规划研究和试验检测。公司2018年完成勘察设计类主营业务收入33.21亿元, 同比增长36.09%, 勘察设计业务类新承接业务额57.05亿元, 同比增长21.32%。2018年公司基于设计和项目管理的EPC业务取得高速增长, 较2017年增长了400%。

图 10: 历年营业总收入及增长率变化



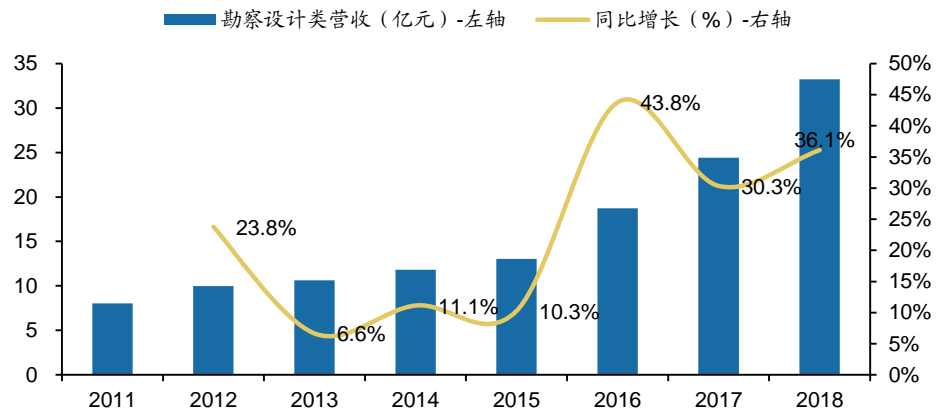
数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图 11: 历年归母净利润及增长率变化



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

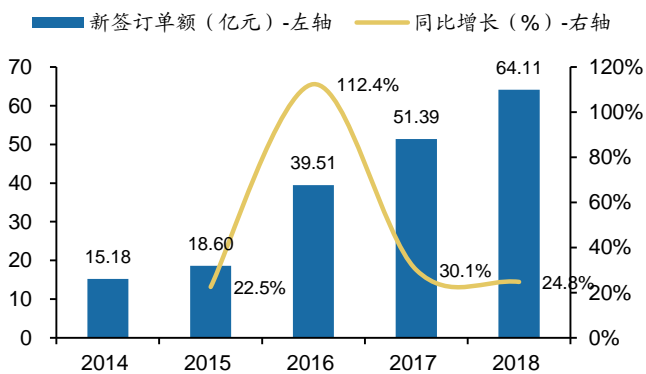
图 12: 勘察设计类主营业务收入及增速



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

公司新签订单额自上市以来保持较高增速, 2018年公司新签订单额为64.11亿元, 同比增长24.8%。订单收入比在2016年达到最高点为1.98, 随后订单转化为营收致订单收入比下滑, 但依然保持较高水平。

图 13: 历年新签订单额及增速



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图 14: 历年订单收入比变化



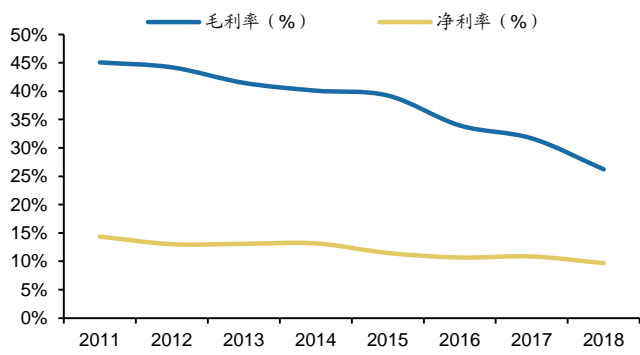
数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

ROE 持续提升，费用率逐年下降，经营性现金流优异

公司盈利能力良好，2018年净资产收益率达到16%，连续三年持续增长。公司的毛利率和净利率分别为26.2%/9.7%，较去年分别下降了5.5%/1.2%。由于工程总承包收入的增加较大，相对工程设计咨询、工程监理及项目管理毛利率较低，影响了整个主营业务毛利率，使得公司的毛利率近年呈下降趋势。

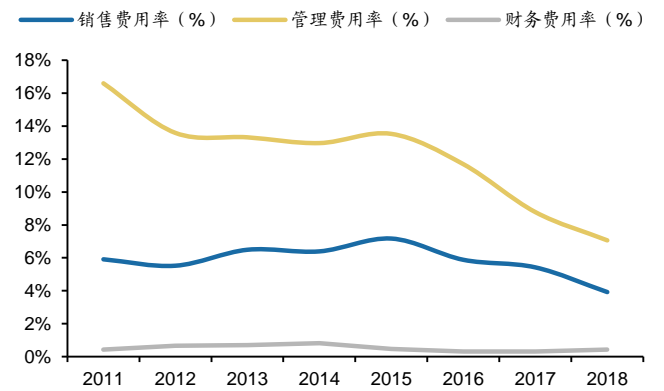
公司拓展的同时有效的控制了费用率的提高。公司2018年期间费用率为11.4%，同比下降3.1%。其中销售费用率和管理费用率均有所降下，销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为3.9%/7.1%/0.4%，同比分别变动-1.5%/-1.7%/+0.1%。财务费用增加主要系借款利息支出增加所致。

图 15: 历年毛利率及净利率变化



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

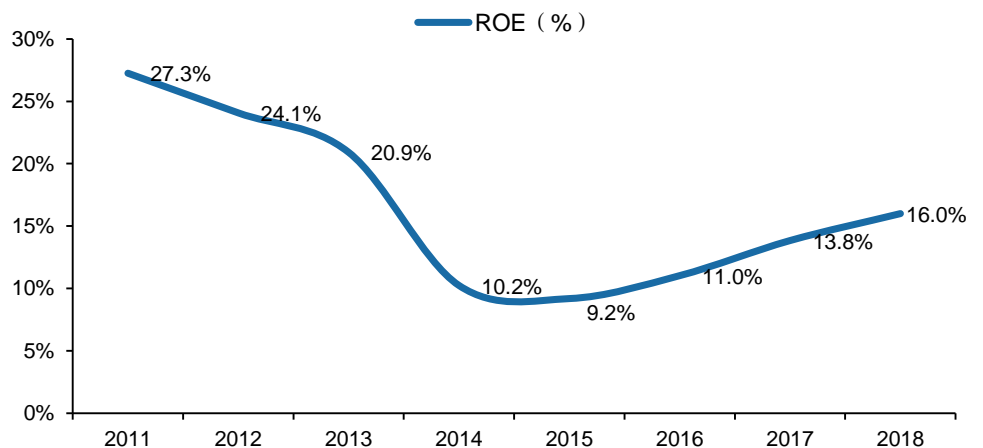
图 16: 历年三项费用率变化



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

注释：2018年管理费用包含研发费用

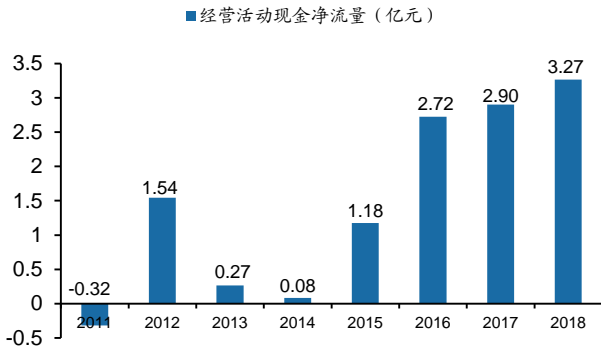
图 17: 历年净资产收益率 (摊薄)



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

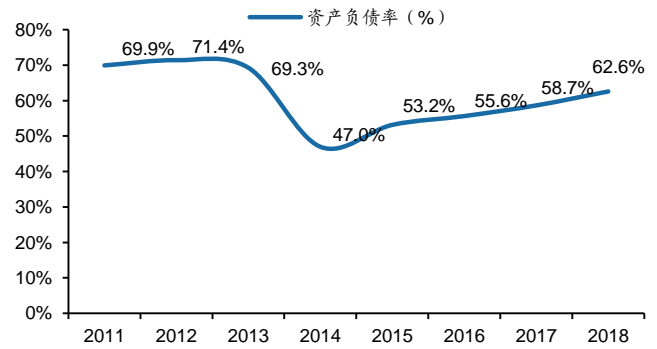
公司扩大业务规模伸长业务链的同时，业务回款情况良好，经营性现金流量净额逐年保持增长的趋势。公司2018年经营性现金流量净额3.27亿元，同比净流入增加0.37亿元。公司2018年资产负债率为62.6%，较2017年上升了3.9pct，保持在合理水平。

图 18: 历年经营性现金流情况变化



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图 19: 历年资产负债率变化

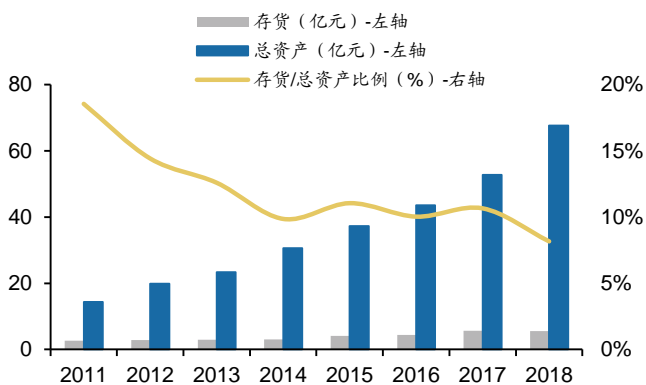


数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

应收账款结构逐步优化，未完工存货提供业绩储备

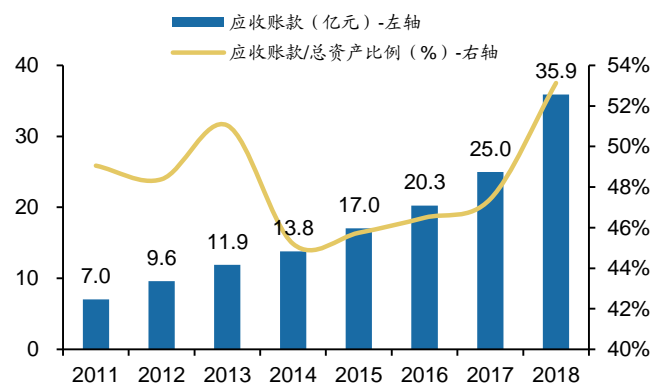
公司应收账款占总资产比例不断提升，2018年达到53.1%。但从应收账款结构来看，公司的应收账款结构在逐渐优化，短期应收账款（一年以内到期）占比逐年攀升，由2015年的38.5%提升到2018年的57.1%。另一方面，公司存货占总资产比例一直以来保持在较高水平，公司2018年的存货/总资产比例为8.16%，高于行业内主要工程设计公司存货/总资产比例的平均水平6.8%，存货主要是受未完工项目成本的影响，未确认收入的存货为公司未来的增长提供了额外储备。

图 20: 历年存货/总资产比例



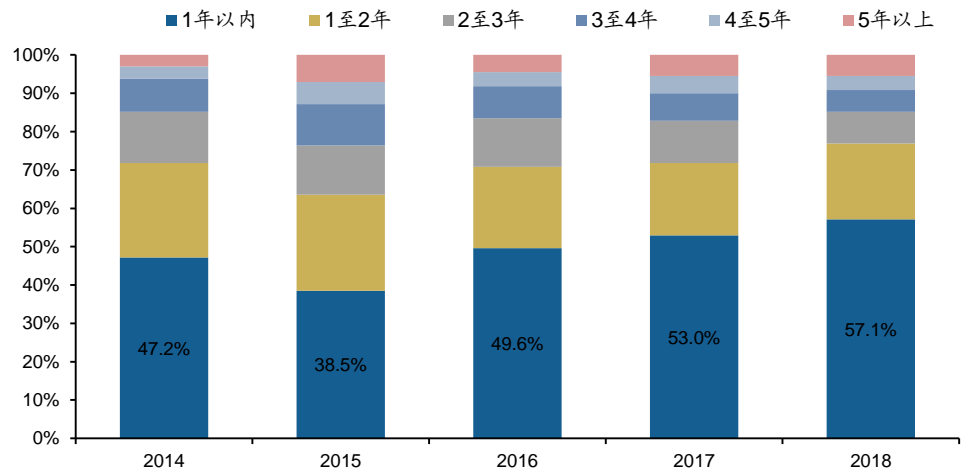
数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图 21: 历年应收账款/总资产比例



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图 22: 公司历年应收账款结构

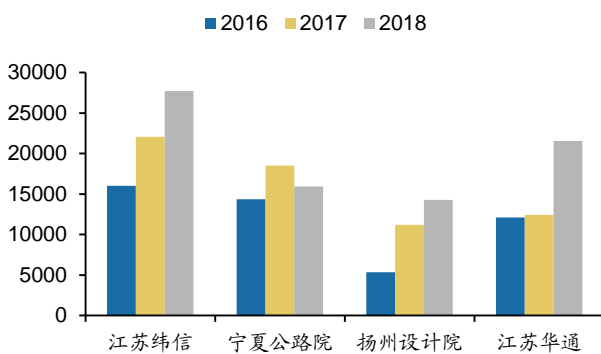


数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

子公司经营情况良好, 研发力度加强, 人均产值提升

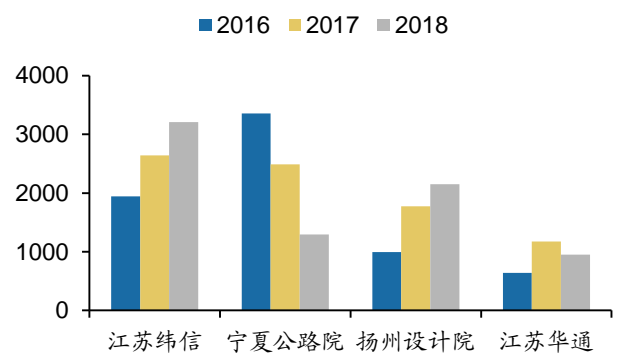
子公司方面, 四家子公司江苏纬信/宁夏公路院/扬州设计院/江苏华通2018年营业收入增速分别为25.6%/-13.8%/27.5%/73.5%, 利润方面, 除宁夏设计院近两年利润有所减少外, 其他子公司利润整体呈现上升趋势。随着公司实力及中设品牌影响力的逐步提升, 我们预计未来子公司还会有较大的成长空间。

图 23: 2016-2018年主要子公司营业收入(单位: 万元)



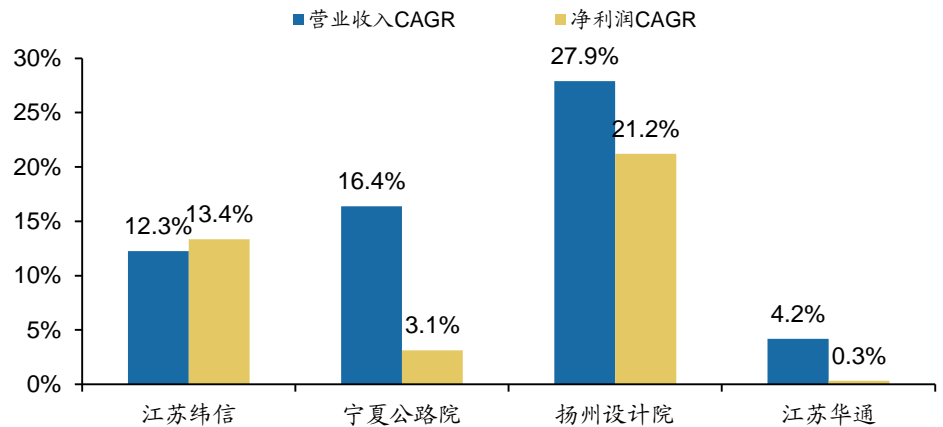
数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图 24: 2016-2018年主要子公司净利润(单位: 万元)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

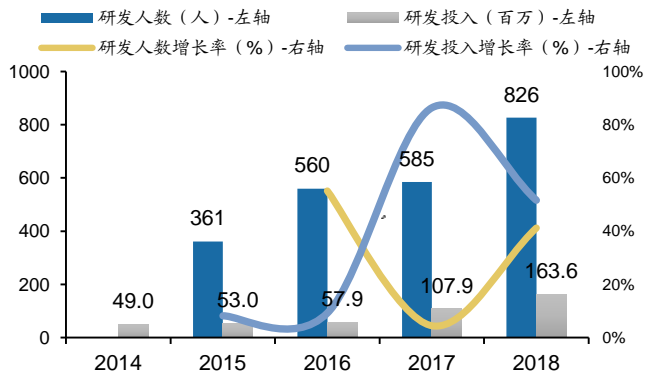
图 25: 主要子公司上市以来营业收入及净利润复合年均增长率



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

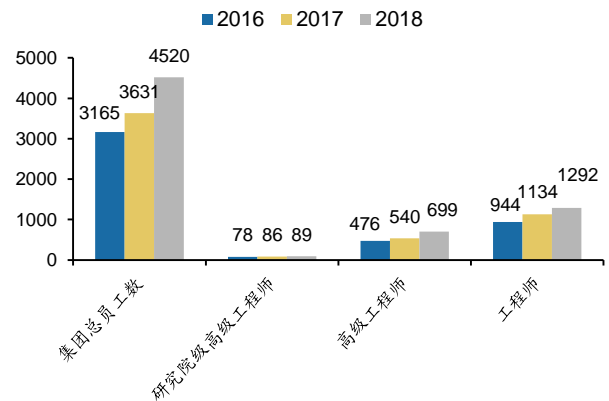
公司的研发投入和研发人数近两年保持较高增长,公司2018年的研发投入为1.6亿元,同比增长51.6%,公司2018年研发人数为826人,同比增长41.2%。公司在工程师人才招收方面扩张速度迅猛,公司2018年总员工数为4520人,研究院级高级工程师为89人,高级工程师为699人,工程师为1292人。公司19年人均产值人员约为93万元,如果只考虑公司生产人员(3056人),则人均产值约为137万元。公司近两年收入增速明显快于员工人数增速,人均产值持续提升。

图 26: 历年研发投入及人数情况



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图 27: 历年工程师人数变化 (单位: 个)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

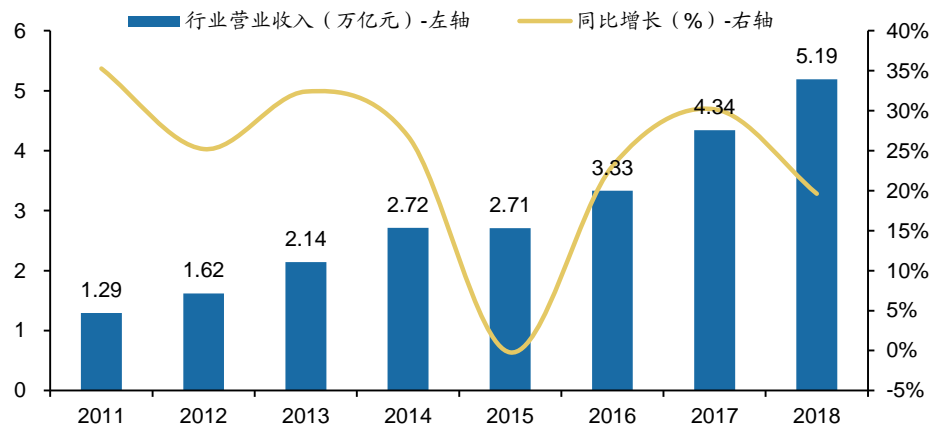
行业持续回暖，企业合并加速，龙头企业有望受益于基建投资增速提升

经营状况保持稳定增长，利润率有所下滑

营业收入快速增长，地区及行业发展呈现差异性。2018年，在国家基础设施投资增速回落、严控地方政府债务和PPP项目的严峻形势下，工程勘察设计行业保持稳定发展。根据住建部《2018年全国工程勘察设计统计公报》，2018年我国工程勘察设计企业共实现营业收入5.19万亿元，同比增长19.6%，继2015年触底回升后继续保持高速增长态势，总体呈回暖趋势。其中，工程勘察收入914.8亿元，同比增长9.3%；工程设计收入4609.2亿元，同比增长14.9%；工程总承包收入26046.1亿元，同比增长25.2%；其他工程咨询业务收入657.3亿元，同比增长19.0%。即便不考虑工程总承包业务，勘察设计收入仍然保持稳健增长。

根据工程勘察设计行业年度发展研究报告（2018），按细分领域来看建筑设计领域为设计收入主要来源，而交通设计领域设计收入增速接近100%，公司作为交通工程咨询龙头将持续受益。

图 28：近三年设计勘察行业企业收入连续提升

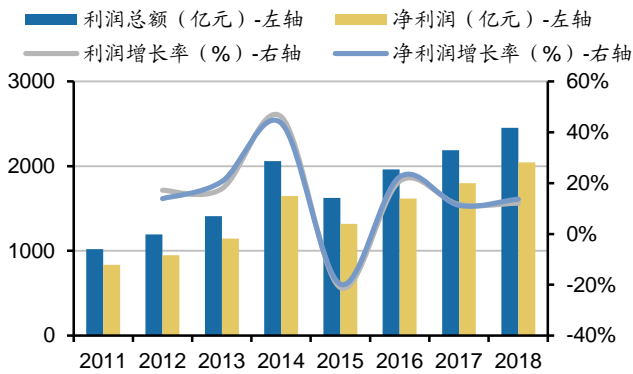


数据来源：住建部、广发证券发展研究中心

2018年工程勘察设计企业全年利润总额2453.8亿元，同比增加12.1%；企业净利润2045.4亿元，同比增长13.7%。总利润和净利润增速整体走势相近，均在2015年触底后回升，2018年则保持相对平稳增长。

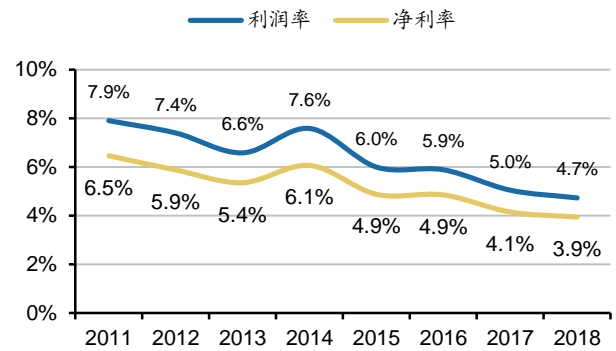
整体经营状况维持稳定，但利润率有所下滑。行业的利润率和净利率总体呈下降趋势，2018年利润率和净利率分别为4.7%和3.9%，较2011年分别下降了3.2%和2.5%，系行业竞争程度上升，且行业整体向EPC、PPP业务拓展，从而拉低了整体利润率。

图 29: 行业利润连年保持高增



数据来源: 住建部、广发证券发展研究中心

图 30: 行业净利率、毛利率趋势

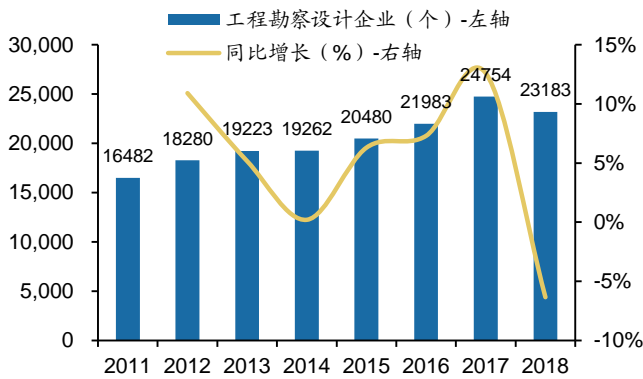


数据来源: 住建部、广发证券发展研究中心

行业资源整合速度提升, 企业数量首次出现负增速。2018年工程勘察设计企业个数为23183个, 较17年同比下降6.3%, 工程勘察设计行业从业人员447.3万人, 较去年同比增长4.4%。2018年企业个数减少表明行业步入了资源整合阶段, 兼并重组不断加剧, 未来兼并重组也将成为行业变革升级的主要途径, 行业集中度有望提升。

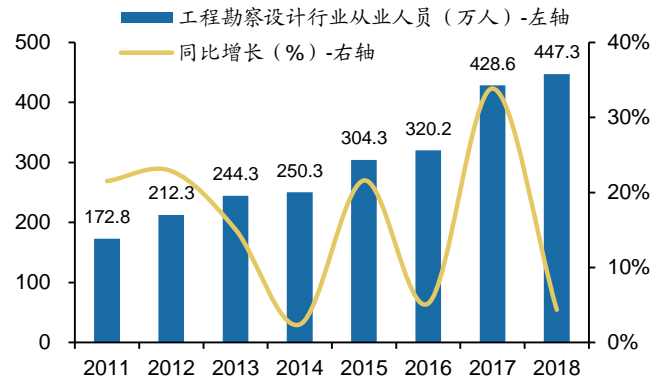
我国工程勘察设计从业人员在不断壮大, 行业技术人员对行业的发展至关重要。2018年我国勘察设计行业专业技术人员188.2万人, 同比增长4.0%。其中, 具有高级职称人员40万人, 占从业人员总数的9%, 目前高级技术人员较少, 但行业需求较大, 专业技术人员数量有待进一步提升。

图 31: 工程勘察设计企业个数及增速



数据来源: 住建部、广发证券发展研究中心

图 32: 工程勘察设计行业从业人员及增速

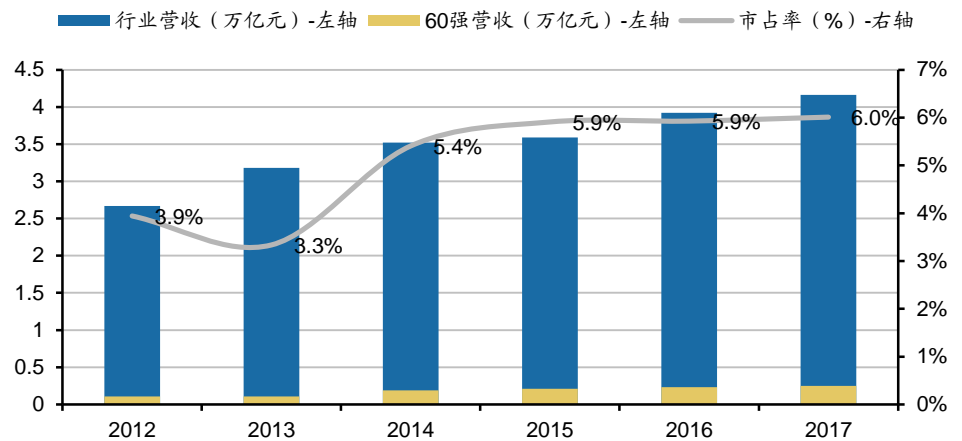


数据来源: 住建部、广发证券发展研究中心

行业集中度低且企业数量逐年增长, 行业竞争日趋激烈

从龙头市占率来看, 根据ENR建筑时报评选的“中国工程设计企业60强”数据, 我们发现自2012年以来, 60强企业营收占比在3%-6%区间波动, 2013年市占率仅为3.3%, 2017年回升至6.0%。目前勘察设计行业集中度较低, 龙头市占率不高, 且行业内设计企业数量众多, 行业竞争激烈。

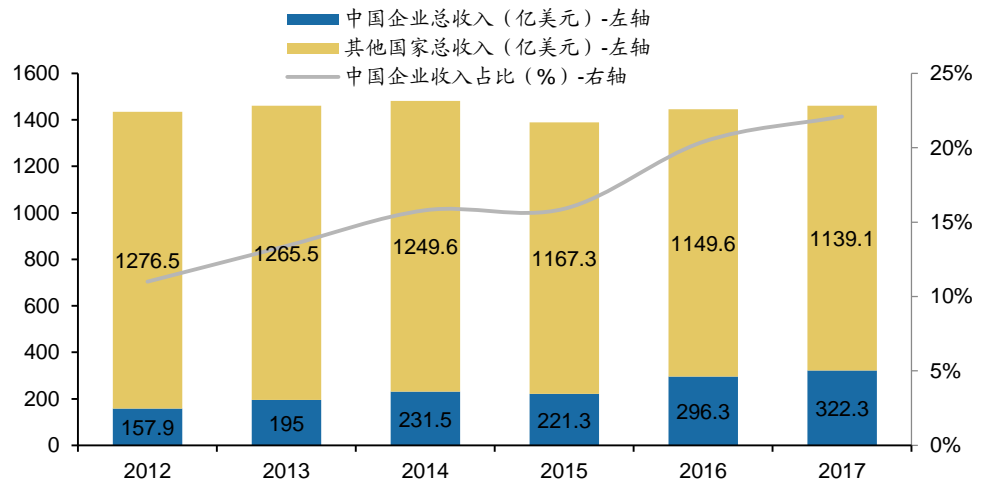
图 33: 设计企业60强市占率不断提升



数据来源: ENR建筑时报、广发证券发展研究中心

2018年中国内地入选ENR全球工程设计公司150强的企业收入规模及营业收入占比近6年来逐渐增加,整体呈现出稳定增长态势。2017年总收入规模达到322.3亿美元,收入占比为22.1%,达到历史新高。2017年营业收入规模和营业收入比重较2012年均实现翻倍。

图 34: 中国内地企业入选ENR全球工程设计公司收入占比在提升



数据来源: ENR建筑时报、广发证券发展研究中心

2018年入选全球工程设计公司150强的中国内地企业有20家,比2017年减少1家。其中,进入前十强的中国有3家,分别是中国电力建设集团(排名2)、中国能源股份有限公司(排名4)、中国交通建设集团有限公司(排名5)。在收入增长的企业中,增幅最大的是苏交科集团股份有限公司,增幅达到84%。

表 5: 2018 年 ENR 全球工程设计 150 强中国内地企业情况

2018 排名	2017 排名	公司名称	2017 年收入 (百万美元)	总体营收增长率
2	2	中国电力建设集团有限公司	8266.1	13.2%
4	4	中国能源股份有限公司	6681.6	7.9%
5	6	中国交通建设集团股份有限公司	4113.7	-1.3%
12	14	中国铁路建设总公司	2638	1.7%
16	25	中国中铁集团股份有限公司	2100.6	18.8%
31	37	中国建筑工程有限公司	1209.8	9.6%
42	75	苏交科集团股份有限公司	823.4	84.0%
46	47	中国石化工程有限公司	764.2	4.0%
56	65	中国机械工业总公司	676.1	14.4%
57	56	中国铁路设计总公司	673	1.6%
59	76	中国石油工程公司	662.3	50.2%
63	70	华东建筑集团股份有限公司	605.2	19.3%
66	59	中国冶金集团公司	584.1	-8.4%
70	79	同济建筑设计有限公司	489.7	14.7%
72	91	北京城建集团有限责任公司	479.3	35.8%
84	N/A	长江勘测规划设计研究院	393.1	N/A
95	108	悉地国际	317.6	20.3%
99	121	中国铝业国际工程总公司	286.4	24.0%
116	103	中国成达工程有限公司	256	-9.2%
137	98	上海城建(集团)总公司	207.8	-32.0%

数据来源: ENR 建筑时报、广发证券发展研究中心

政策驱动与企业内生变革并存, 促使企业合并加速行业整合

➤ 积极拓展EPC、PPP业务, 产业链上下游深度融合

自2003年开始, 国家陆续出台政策推广总承包模式, 并引导装配式建筑原则上使用总承包模式。2016年住建部发布《关于进一步推进工程总承包发展的若干意见》, 《意见》强调大力推进工程总承包, 提升项目可行性和初步设计深度, 实现设计、采购、施工等各阶段工作的深度融合, 提高工程建设水平。

随着总承包模式的推广, 勘察设计企业不再局限于传统单一的设计业务, 转而提供纵深综合性全过程的服务; 设计公司不再局限于传统单一的设计业务, 还可将业务延伸至产业链下游, 促进企业做优做强。同时PPP模式的快速推进, 也为勘察设计行业商业模式和业务承接拓宽了空间。

表 6: 国家大力推广总承包模式促进产业链纵向延伸

日期	政策名称	政策概要	发文部委
2003.2	《关于培育发展工程总承包和工程项目管理企业的指导意见》	首次在政策层面推广总承包模式。	住建部
2011.12	《标准设计施工总承包招标文件》	明确总承包流程与实施细则。	住建部
2014.7	《关于推进建筑业发展和改革的若干意见》	加大工程总承包推行力度。倡导工程建设项目采用工程总承包模式，鼓励有实力的工程设计和施工企业开展工程总承包业务。	住建部
2016.5	《关于进一步推进工程总承包发展的若干意见》	大力推进工程总承包、完善工程总承包管理制度、提升企业工程总承包能力和水平、加强推进工程总承包发展的组织和实施。	住建部
2016.8	《住房城乡建设事业“十三五”规划纲要》	引导有能力的企业开展覆盖工程全生命周期的一体化项目管理咨询服务，培育一批具有国际水平的全过程工程咨询企业。	住建部
2016.11	住建部全国装配式建筑工作现场会	推动总承包在装配式建筑领域的实施	-
2017.2	《关于促进建筑业持续健康发展的意见》	完善工程建设组织模式，加快推行工程总承包，培育全过程工程咨询。	国务院
2017.5	《工程勘察设计行业发展“十三五”规划》	装配式建筑原则上应采用工程总承包模式。政府投资工程应完善建设管理模式，带头推行工程总承包。鼓励企业采取联合经营、并购重组等方式发展全过程工程咨询，培育一批具有国际水平的全过程工程咨询企业。	住建部

数据来源：国务院、住建部、广发证券发展研究中心

近年来，PPP模式的推广也在助力勘察设计业务向总承包模式转型。国家相继发布了《关于切实做好传统基础设施领域政府和社会资本合作有关工作的通知》、《关于开展重大市政工程领域政府和社会资本合作（PPP）创新工作的通知》等，采用PPP合作模式的基础设施建设和市政工程项目增长迅速，PPP模式为总承包模式的推广提供新的融资模式，与总承包模式相得益彰。目前，越来越多的上游设计类企业延伸产业链参与下游工程总承包，加速设计企业业务向全产业链延伸，进而扩大业务规模。

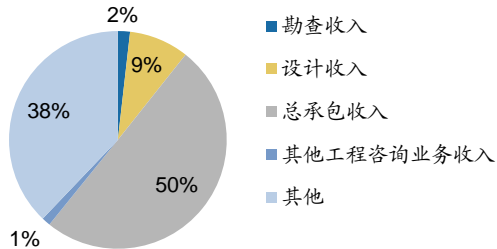
➤ **随着总承包模式的推广和PPP模式的快速推进，设计行业发展趋势使工程总承包的收入比重提升**

2018年工程勘察设计行业营业收入分布中工程总承包收入占比为50%，较16年提升了15.6pct。工程总承包业务主要在专项设计、建筑设计与工业设计中开展，华东地区工程总承包业务开展规模位居首位。另一方面，传统勘察设计业务比重持续下滑，2018年勘察和设计的收入占比分别为1.8%/8.9%，与2011年相比分别下降了11.2%/3.1pct。

订单方面： 2018年工程勘察新签合同额合计1290.7亿元，与上年相比增加了12.2%。工程设计新签合同额合计6616.4亿元，与上年相比增加20%；工程总承包新签合同

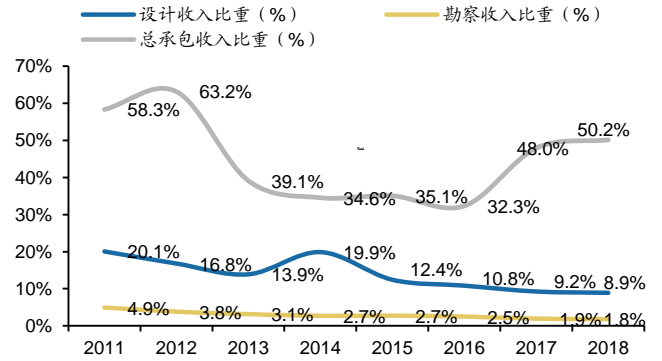
额合计41585.9亿元，与上年相比增加21.4%。工程总承包模式成为了勘察设计行业的业务主要增长点。

图 35: 四大业务收入及占比



数据来源: 住建部、广发证券发展研究中心

图 36: 勘察与设计收入比重变化



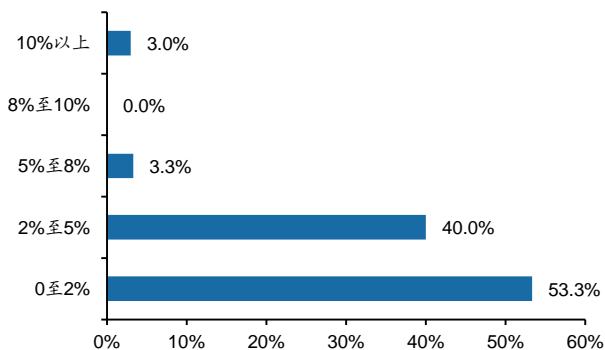
数据来源: 住建部、广发证券发展研究中心

行业费用率、业务拓展、国际化布局等方面与发达国家均有差距

我国工程勘察设计行业平均费用率低，提升空间较大

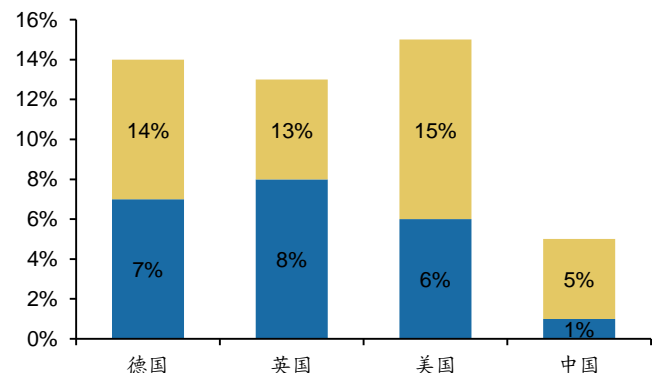
我国工程勘察设计行业与发达国家相比发展时间较晚，且国内设计单位提供的主要是面向施工企业的、附加值较低的工作，收费水平普遍偏低。发达国家工程咨询费率均远高于国内平均收费水平，如德国为 7.5%-14%；英国为 8.85%-13.25%；美国为 6%-15%。我国工程勘察设计企业的费用率普遍低于 5%。我们认为由于总承包项目以性价比最高为目的，设计单位较难拓展利润空间，随着国际声誉的提升，我国工程勘察设计企业有望获得在海外市场上独立发展的可持续性。

图 37: 工程勘察设计行业平均设计费用率情况



数据来源: 中国产业信息网、广发证券发展研究中心

图 38: 部分国家工程设计阶段平均费用率



数据来源: 中国产业信息网、广发证券发展研究中心

➤ 发达国家工程设计行业资源整合较早，行业龙头市占率高。

发达国家工程设计企业业务涵盖广泛，从设计咨询到施工服务再到后期管理与支持，为企业及政府部门提供一站式服务体系。以美国为例，一方面美国建筑设计起源较早，经过不断的洗礼，发展较为成熟，设计水平在全球居于领先地位，另一方面，美国建筑设计企业注重对全球新兴市场的开拓，以此来扩大业务市场和范围。根据 Building Design 发布的数据显示，美国目前约有 10000 家的建筑设计事务所，从国际市场获得的收入占总收入的 30% 以上，其中，在欧洲、亚洲、澳大利亚的收入占海外国际市场的 35% 和 25% 以上。

对比国内：国内覆盖全产业链的勘察设计企业为数不多，行业正在向能为业主提供战略规划、工程咨询、勘察设计到科研开发、检验检测、项目管理、建设施工、后期运营的全周期的一体化服务方向发展。而这一过程所需资金量大，完成期较长，全领域一体化服务进程仍大幅落后于国际巨头。

此外，由于区域保护壁垒，我国工程设计类公司目前大多仍以国内业务为主，近年以苏文科和中设集团为首的大型公司不断兼收合并，推进属地化建设，省外市占率得到迅速提高。我国工程设计类公司海外市场布局远远落后于发达国家的工程设计企业，随着“一带一路”政策的不断推进，我国工程设计类公司海外业务未来依旧可期。

在行业竞争越来越激烈的背景下，跳出传统设计服务的边界与思维模式打造集成化服务日益成为设计公司发展的重要路径。行业未来竞争很大程度体现在全产业链的竞争上，包括工程建设全生命周期提供服务的能力（前期咨询、规划、投融资、策划、项目管理咨询，以及工程总承包和后期的运营维护等）和凭借专业优势发展与其他企业有效协同和协作的能力。近年来，设计公司为了实现从单一的勘察设计业务向项目全生命周期服务转型，纷纷走上了并购重组之路，兼并收购成为设计类上市公司在较短时间内拓展业务边界，扩大业务规模的重要方式。

专项债新规推动基建投资增速提升，基建发力设计先行

19年6月中办、国办印发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》。对于符合中央重大决策部署、具有较大示范带动效应的重大项目（主要是国家重点支持的铁路、高速公路、供电、供气项目），允许将部分专项债券作为一定比例的项目资本金，但不得超越项目收益实际水平过度融资。

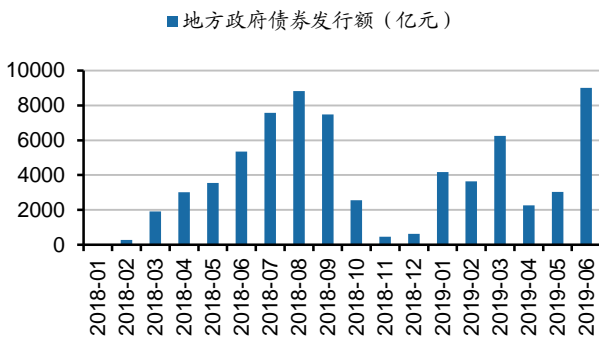
1) 政策明确了专项债可以用于部分重大项目资本金，有利于地方政府适度降低项目资本金出资比例。未来铁路、高速公路等重大项目融资模式有可能转化为专项债+银行贷款模式。两会政府工作报告将2019年新增专项债额度设为2.15万亿元，而根据 Wind 统计数据，1-5月新增地方专项债8726.26亿元，除去1-5月已发行新增地方专项债，还剩约1.28万亿元新增专项债尚未发行。铁路、公路项目资本金比例一般在20%左右，而专项债用于交通基础设施建设的比例一般在20%以上，我们预计19年下半年基建投资增速将出现回暖。

2) 政策鼓励保险机构为符合标准的中长期专项债券项目提供融资支持。允许项目单位发行公司信用类债券，支持符合标准的专项债券项目，利好项目公司融资。

3) 政策进一步明确了多渠道筹措项目资本金, 鼓励地方政府通过统筹预算收入、上级转移支付、结转结余资金, 以及按规定动用预算稳定调节基金等渠道筹集重大项目资本金。允许各地使用财政建设补助资金、中央预算内投资作为重大项目资本金, 鼓励将发行地方政府债券后腾出的财力用于重大项目资本金。

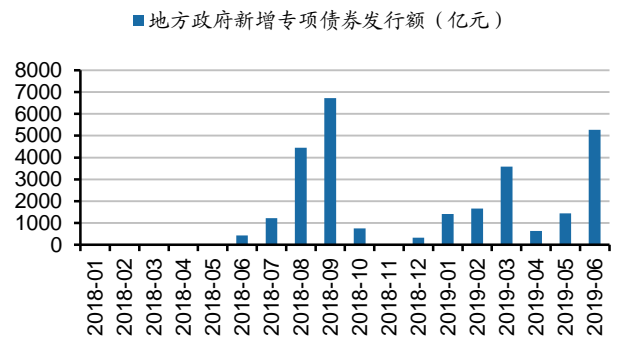
根据Wind统计数据, 1-5月用于高速公路、铁路、供水供电项目的专项债约占发行总量的8.6%, 目前距2.15万亿元地方专项债额度还有1.28万亿元, 若则6-12月仍按照以上比例发行, 则还有1100亿元专项债用于以上项目, 而一般专项债用于交通基础设施建设的比例一般在20%以上, 若发行的全部专项债都可以用于补充项目资本金, 则带来的项目资金增量约为4400亿元(1100×5-1100), 2018年基建投资(含电力)总量约为17.6万亿元, 则带来的基建资金增量为2.5个百分点。而基建发力, 设计先行, 公司作为基建设计龙头企业有望持续受益。

图 39: 地方政府债券单月发行额



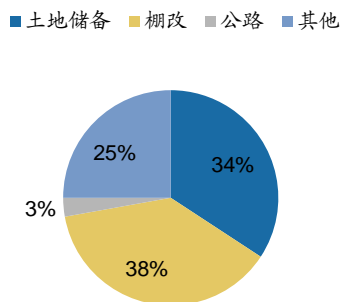
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 40: 地方政府专项债券发行额



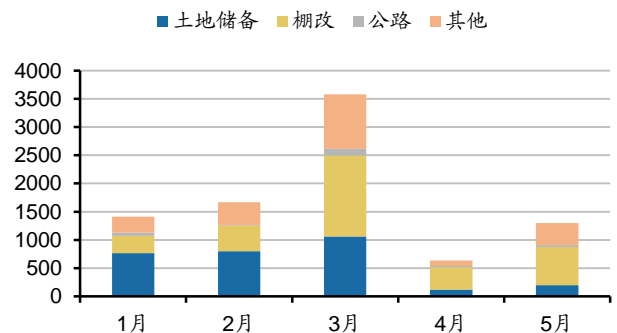
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 41: 2019年1-5月地方专项债券资金用途占比



数据来源: 财政部、广发证券发展研究中心

图 42: 2019年1-5月各月地方专项债券资金用途 (亿元)



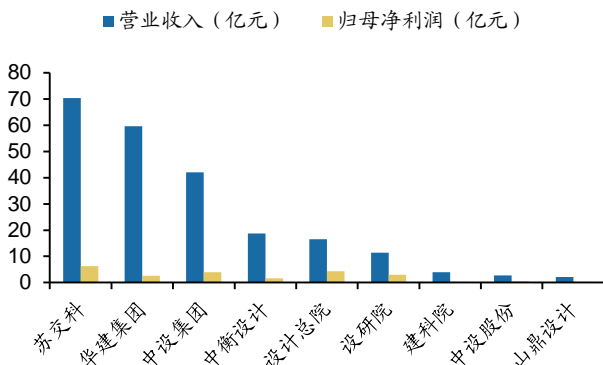
数据来源: 中国人民银行、广发证券发展研究中心

各项指标均处行业领先，业务多元化、全国化布局为趋势

综合能力位于业内前沿，与苏交科有可比之处

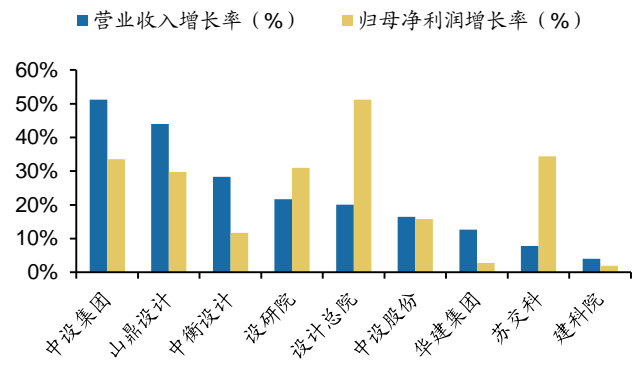
通过对比我国主要勘察设计类公司，我们发现中设集团的盈利能力和成长能力均处在行业内的前端。公司的营业收入及增长率、归母净利润及增长率、ROE均排在行业前三，公司传统业务转型和新兴产业布局也均走在行业前沿。

图 43: 国内主要勘察设计类公司营业收入及归母净利润 (2018年)



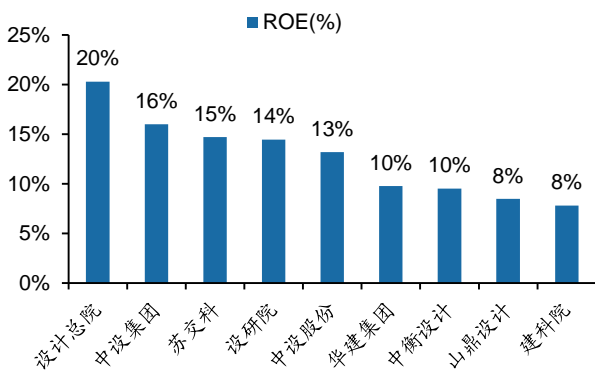
数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图 44: 国内主要勘察设计类公司营业收入及归母净利润增速 (2018年)



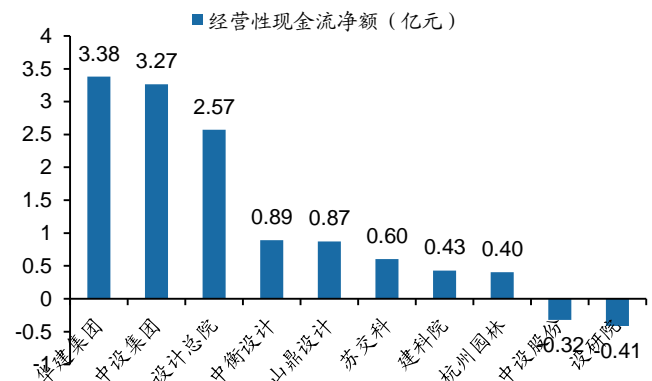
数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图 45: 国内主要勘察设计类公司ROE (2018年)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图 46: 国内主要勘察设计类公司经营性现金流 (2018年)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

我们选择国内部分工程勘察设计类上市公司做对比发现，中设集团和苏交科在资质实力、业务模式、产业布局均有相似之处。

资质: 目前，获得住建部颁发的工程设计综合甲级资质的企业有60余家，绝大部分为大型央企的附属研究设计院。相比于其他设计类企业，苏交科和中设集团同时拥

有全行业最高资质，包括工程设计综合甲级资质、工程勘察综合甲级和城乡规划编制甲级。两家公司综合资质较全，在跨行业拓展业务具有先发优势。

省内外布局：目前我国大部分工程勘察设计类企业都是以本地化经营模式为主，省外收入占比不大，同时海外业务拓展存在巨大空间。中设集团和苏交科的省外业务布局处于领先态势，苏交科2018年省外收入占比为48.3.1%，中设集团为38.1%。

股权激励：中设集团和苏交科目前均已实施股权激励及员工持股计划，企业发展模式较其他同行企业成熟。

表 7：国内主要工程勘察设计类上市公司概况对比

	主要资质	获奖情况	业务覆盖范围	改制情况	股权激励	综合评价
苏交科	工程设计综合甲级、工程勘察综合甲级、城乡规划编制甲级	累计获得省部级及以上奖项 248 项	业务覆盖全国并延伸至海外；2018 年省外业务收入占 48.3%，海外业务占 29.7%	2002 年由事业单位改制为民营企业	2013 年起已实施股票期权激励计划和第一、第二期员工持股计划，激励覆盖范围广，形式丰富	企业资质和技术实力强劲，省外扩张进展顺利，企业发展内生动力充足。
中设集团	工程设计综合甲级、工程勘察综合甲级、城乡规划编制甲级	累计获得省部级及以上奖项 330 项	业务覆盖全国但尚未延伸至海外；2018 年省外业务收入占比为 38.1%	2005 年由事业单位改制为民营企业	2017 年实施了第一期限限制性股票激励计划，2018 年第一期员工持股计划	企业资质和技术实力强劲，省外扩张进展顺利，企业发展内生动力充足。
勘设股份	工程设计 5 项专业甲级、工程勘察综合甲级、公路工程综合甲级资质（贵州）	累计获得省部级及以上奖项 198 项	仍以省内业务为主，2018 年省外收入占比为 15.6%，省内 84.1%。	2010 年由全民所有制企业改制为全民民营企业	2018 年实施了第一期限限制性股票激励计划	企业资质和技术实力及内生动力较强，但省外拓展仍处初期阶段
设计总院	工程勘察综合类甲级、公路工程三级总承包施工（安徽）	累计获得省部级及以上奖项 175 项	仍以省内业务为主，2018 年省外收入占比为 20.8%	2011 年由全民所有制企业改制为国有全资企业	尚未实施员工股权激励	企业资质和技术实力较强，但省外拓展仍处初期阶段
设研院	工程勘察综合类甲级（河南）	累计获得省部级及以上奖项 41 项	仍以省内业务为主，2018 年省外收入占比为 12.6%，海外业务占比 1.38	2007 年由事业单位改制为国有参股企业	尚未实施员工股权激励	企业资质和技术实力较强，但省外拓展仍处初期阶段

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

国内国外龙头企业对比，业务拓展空间巨大

➤ 苏交科和中设集团同为国内龙头勘察设计企业，在发展路径上却不尽相同。

发展历程对比：苏交科在发展进程上相较中设集团更早，虽中设集团成立时间较早，后期苏交科在2002年进行转企改制，于2012年上市，中设集团在2005年完成改制，于2014年10月上市。

股权结构对比: 苏交科高管及员工持股计划持股累计达47.11%，股权结构相对集中，有利于提高公司重大经营决策效率。而中设集团的股权结构较为分散，分散的股权结构一方面能让公司的决策更加民主，另一方面可以避免恶意收购行为，股权分散的结构也与公司相对谨慎的经营策略有关。

图 47: 中设集团股权结构图

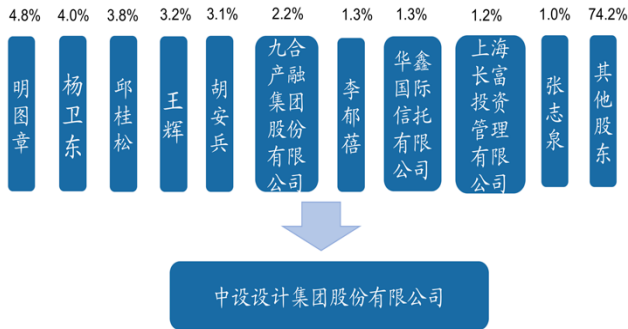
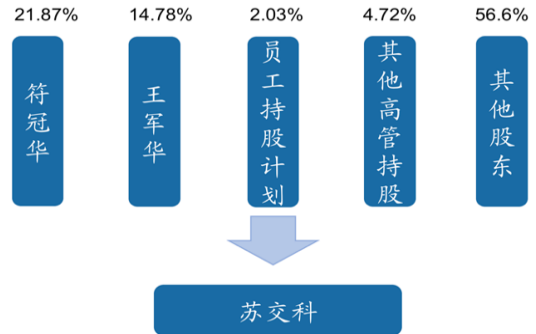


图 48: 苏交科股权结构图



数据来源：公司19年一季报、广发证券发展研究中心

数据来源：公司19年一季报、广发证券发展研究中心

业务拓展对比: 苏交科主要以并购拓展经营范围和业务布局，而中设集团主要以收购团队及合资设立子公司来进行属地化经营模式。苏交科改制和上市时间均领先于中设集团，上市以来完成并购15起，并购标的主要为全国各省市工程设计类公司，还包括西班牙设计咨询服务商 EPTISA。中设集团上市以来完成并购4起，设立了4个区域化中心（西南、山东省、东南、西北），目前拥有22家分公司。

表 8: 中设集团并购公司列表

公司名称	时间	标的名称	股权占比	主营业务
中设集团	2015	宁夏公路院	67%	交通工程规划与勘察设计
	2016	扬州勘测设计院	75%	水利水运、交通市政、建筑装饰工程勘察设计
	2017	中设浙江	51%	勘察设计
	2018	北京泰诺安	95%	公路与铁路

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

表 9: 苏交科并购公司列表

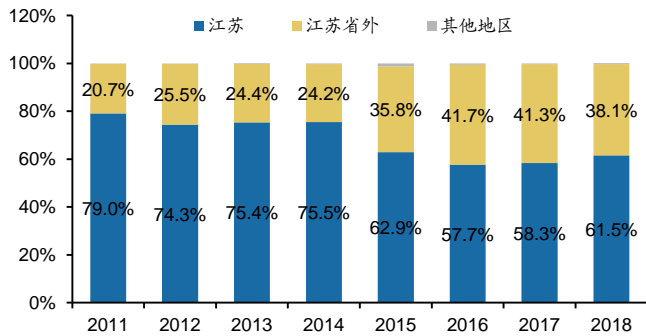
公司名称	时间	标的名称	股权占比	主营业务
苏交科	2009	常熟交通规划设计院	76%	公路工程设计
	2009	江苏建工院	75%	建筑工程设计
	2010	剑平瑞华	60%	环保工程施工及设备技术开发转让
	2012	杭州华龙	70%	公路工程勘察设计、咨询，市政工程咨询
	2013	甘肃科地	70%	工程勘察设计
	2013	江苏三联安全	100%	安全评价；环境监测
	2014	淮交院	100%	公路、市政、园林等多个领域设计咨询与工程总承包
	2014	厦门市政院	84%	道路，水电燃热，建筑等多个领域市政设计咨询业务

2015	英诺伟霆	60%	工业废水处理技术研发
2015	中铁瑞威	85%	技术咨询, 工程勘察设计, 专业工程承包等
2015	南京博来城市规划设计院	51%	城市规划研究; 环境景观、园林设计咨询
2016	EPTISA	98%	水利、市政、建筑工程的设计与咨询; 工程服务
2016	中山水利	70%	水利、市政和建筑设计咨询
2017	石家庄市政府	100%	市政工程设计、咨询、勘测、总承包和项目管理
2018	江苏益铭	36%	环境、土壤、水质、生活垃圾、提供职业卫生、环境保护检测的技术咨询、技术服务

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

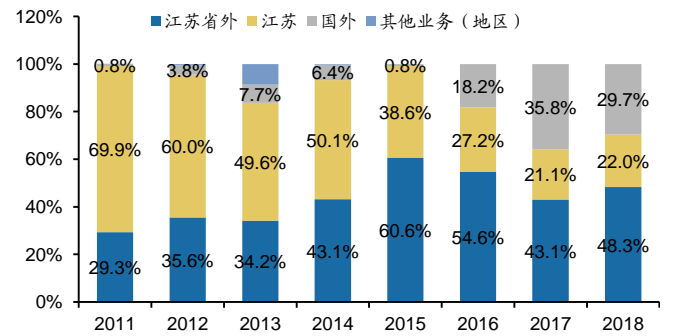
苏交科的并购促使公司迅速扩张, 省外及海外业务同步发展。2018年苏交科海外业务占比达到29.7%。中设集团主要以国内业务为主, 公司2018年省内省外营收增长率均较17年分别提升18.9/1.0pct, 苏交科省内省外营收增长率较17年分别下降8.3/1.8pct。未来中设集团属地化经营模式布局成熟后, 省外业务增长有望进一步提升。

图 49: 中设集团省内外收入占比情况



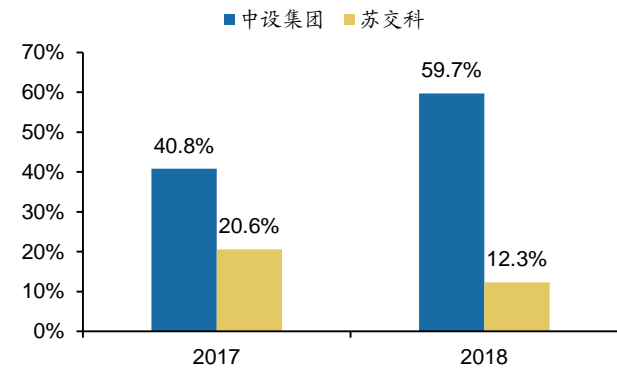
数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图 50: 苏交科省内外收入占比情况



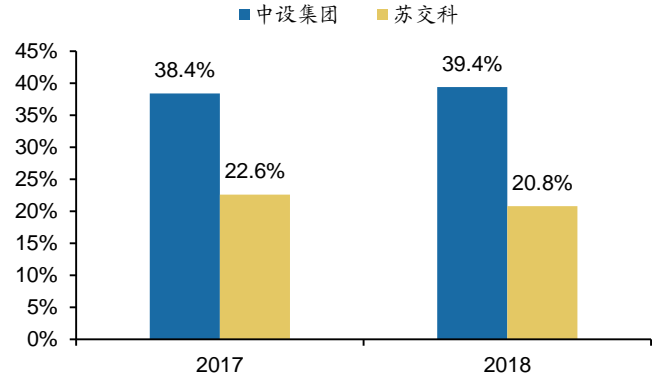
数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图 51: 中设集团VS苏交科省内业务营收增长率



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图 52: 中设集团VS苏交科省外业务营收增长率

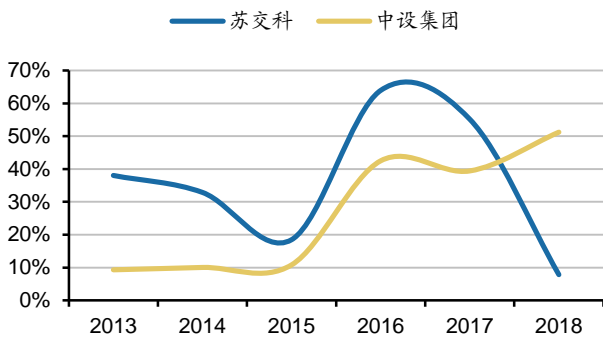


数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

经营情况对比：细看苏交科和中设集团的财务情况，我们发现苏交科营业收入增长率在2016年出现峰值后持续下滑，2018年苏交科剔除美国公司 TestAmerica 影响因素外，营业收入同比增长15.6%。中设集团营业收入逐年呈上涨趋势，2018年公司营业收入增长了51.23%。苏交科2018年归母净利润增速为34.37%，较去年增加12.05pct，主要原因是公司处置TestAmerica获得的投资收益。

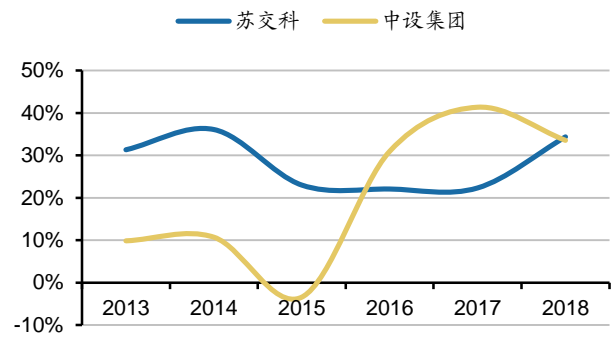
中设集团经营策略更谨慎，业务布局更精细化。目前苏交科共拥有参股或控股公司93家，约为中设集团的4.2倍。公司资质齐全，省内外业务布局推进顺利，未来有望继续保持业绩高增长。

图 53: 苏交科和中设集团收入增速



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图 54: 苏交科和中设集团归母净利润增速



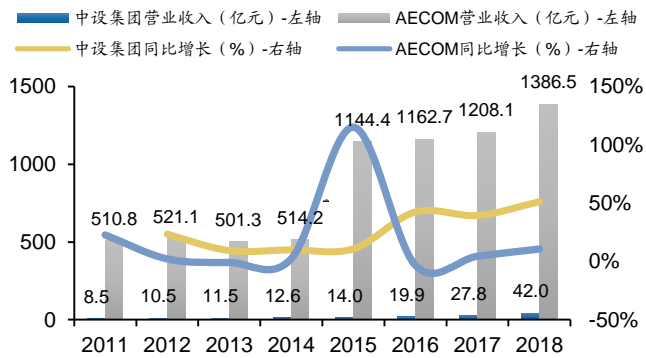
数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

- **中设集团与美国工程设计巨头AECOM在业务拓展、海外布局等方面还存在明显差距。**

AECOM是一家全球领先的工程设计公司，服务于全球政府、企业和组织。根据《工程新闻记录》(ENR) 2018年设计调查，AECOM是全球第二大综合建筑和工程设计公司，还被ENR评为许多设计终端市场的领先公司，包括交通和一般建筑。我们从经营情况、业务结构、发展路径、海外布局等方面把AECOM和中设集团进行比较。

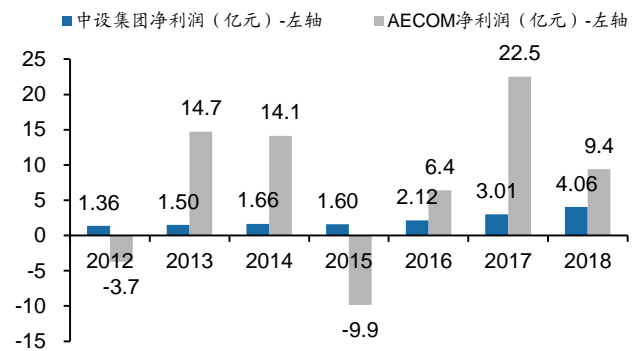
经营情况对比：2018年AECOM营业收入1386.5亿元，约为中设集团营业收入的33倍。AECOM规模较大，存在边际效应降低因素，所以收入增速较中设集团低。AECOM的毛利率和净利率一直以来处于较低水平，其2018年的毛利率/净利润仅为3.23%/0.98%，分别低于中设集团22.99%/8.69pct，原因可能是由于美国劳动力成本较高和中美会计准则差异所致。

图 55: 中设集团与AECOM营业收入及增速对比



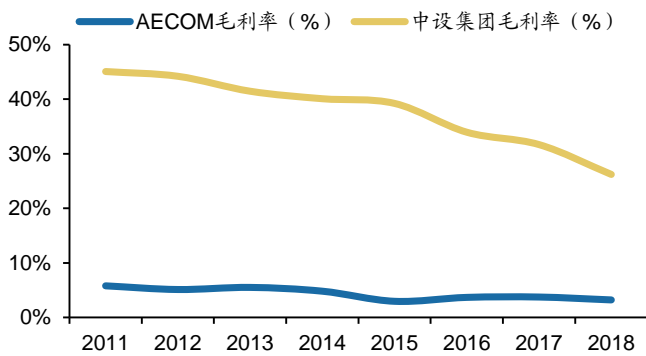
数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图 56: 中设集团与AECOM净利润对比



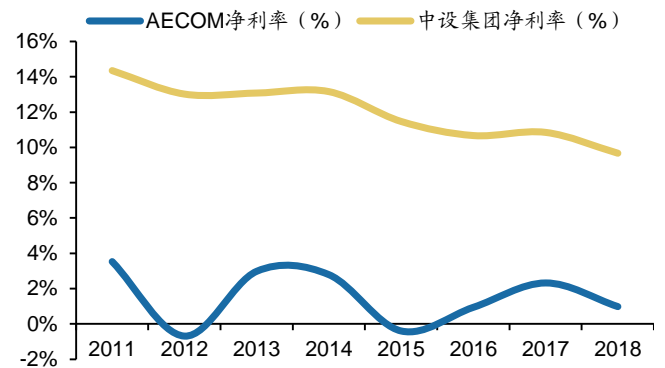
数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图 57: AECOM与中设集团毛利率对比



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

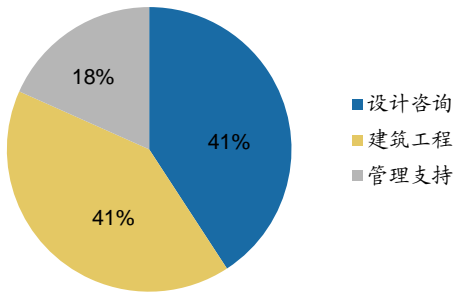
图 58: AECOM与中设集团净利率对比



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

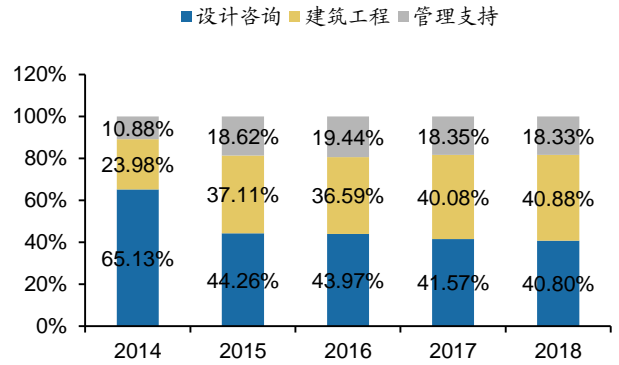
业务占比情况对比: AECOM早年由设计咨询业务为主, 到后来产业链的延伸扩张其建筑工程业务, 主要由于AECOM2014年与美国西部领先的工程, 建筑和技术服务供应商URS合并, 建筑工程业务营收占比迅速增加。目前AECOM的设计咨询和建筑工程的营收占比相同均为41%。中设集团2018年工程承包收入占比为15%, 较17年提升8%。随着建筑设计行业的内生变革, 未来公司工程承包的收入占比可能会进一步提升, 以此来扩大公司整体运营规模。

图 59: AECOM 营收分业务占比 (2018)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图 60: 历年 AECOM 业务结构变化



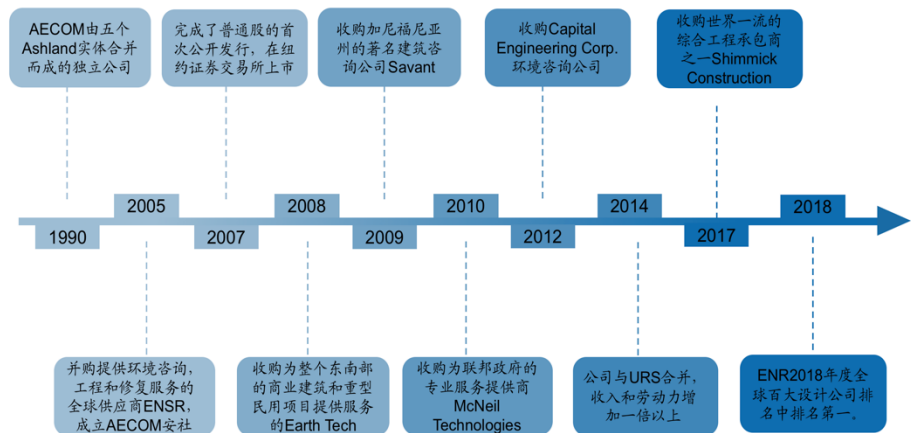
数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

➤ **AECOM 规模大, 利润高, 与其战略性并购、能提供全领域一体化服务密不可分。**

对于设计咨询企业来说, 多元化布局能为客户提供从设计咨询到施工服务再到后期管理的一站式服务, 从而提高其服务增加值, 帮助企业获得更大的盈利空间。AECOM 发展成熟, 能提供规划、咨询、建筑设计和工程设计、项目方案和施工管理的全产业链服务, 包括公路、机场、桥梁、公共交通系统、政府和商业建筑、污水处理设施等多个领域。

AECOM 的业绩增长很大部分收益于公司战略性的并购。公司 2014 年收购了 URS, 一家为全球公共机构和私营企业提供服务、建筑和技术服务的领先供应商; 同年公司收购了 Hunt, 一家行业领先的商业建筑公司。随后在 2017 年收购了美国西部主要的大型民用建筑公司 Shimmick。AECOM 自 2000 年至今的 30 多次并购, 业务涵盖领域也随之不断拓宽, 公司技术实力与经营能力均得到迅速发展与提高, 跨国并购也有助于公司国际化布局的完善。中设集团并购数量还远不及 AECOM, 公司目前正积极向成熟的项目全生命周期的构建方向发展, 不断拓宽公司业务范围。

图 61: AECOM 主要并购历程



数据来源: ENR 建筑时报、广发证券发展研究中心

➤ 国际工程设计企业全球化布局成熟，核心技术员工支撑公司的业务拓展。

AECOM从2007年开始陆续收购海外优质企业，主要地区为加拿大、欧洲、亚太地区，业务领域覆盖了环境、工程咨询、国际工程、废水、市政工程、专业咨询、项目管理等，跨国并购有助于公司提高抢占国际市场。

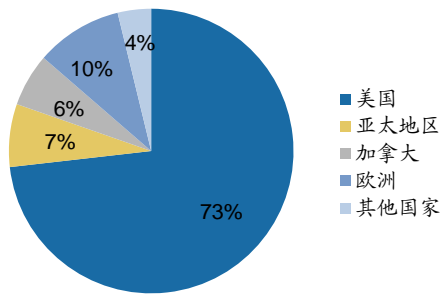
表 10: AECOM 并购海外公司列表

收购标的	收购时间	标的描述	区域
ACE International Consultants	2014.8.13	提供技术援助、项目管理和咨询咨询服务。	西班牙
Capital Engineering Corp.	2012.1.6	环境和工程咨询公司。	中国台湾
Spectral Services Consultants Pvt. Ltd.	2011.6.15	为国家提供机械，电气和专业咨询服务。	印度
RSW	2010.9.24	咨询工程师。	加拿大
Davis Langdon	2010.8.5	提供成本和项目管理以及专业咨询服务。	英国
Inocsa Ingeniería S.L.	2010.6.15	专业的技术服务公司。	西班牙
Tecsult, Inc	2008.3.3	国际工程公司。	加拿大
Gartner Lee Limited	2007.12.4	环境科学咨询公司。	加拿大
KMK Consultants Ltd	2007.8.23	专门从事水，废水和市政工程	加拿大
HLA-Envirosciences Pty Ltd	2007.6.4	环境健康与安全咨询和工程公司。	英国

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

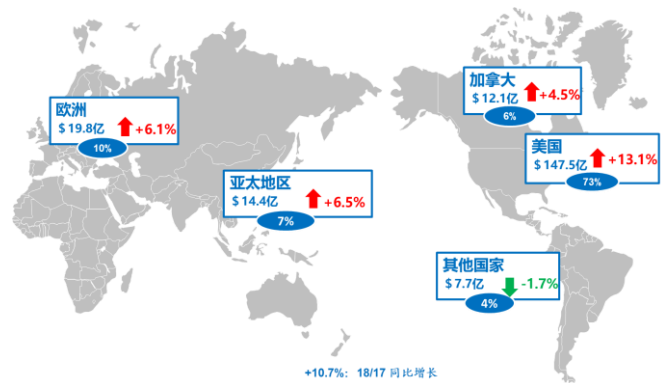
AECOM目前业务范围覆盖全球7大洲，总计150多个国家。2018年AECOM海外营收占比为27%，主要业主国为欧洲、亚太地区和加拿大。目前中设集团的海外项目业务非常少，2018年公司海外营收占比仅为0.37%。公司的海外布局进展较国际工程设计巨头存在巨大差距。根据年报中公司发展战略，公司计划未来通过设立海外办事处，整合国外设计团队等多种途径，来扩大公司国际业务布局范围。同时政府对“一带一路”沿线基础设施领域建设的推进也有益于公司承接更多的海外业务。

图 62: AECOM 营收按地域划分 (2018年)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图 63: AECOM 集团2018年海外收入分布情况



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

跨界资源整合，智慧交通、水环境、民航业务成为创新发展切入点

➤ 智慧交通市场效益良好，未来行业有望保持高增速

2016年7月，发改委和交通部联合发布了《推进“互联网+”便捷交通促进智能交通发展的实施方案》，2017年1月交通部印发的《智慧交通让出行更便捷行动方案（2017—2020年）》，推动企业为主体的智慧交通出行信息服务体系建设，促进“互联网+”便捷交通发展。此外，2017年7月国务院印发的《新一代人工智能发展规划》也涉及“智能交通”。

公司近年积极发展智慧交通等新兴产业，其智能交通设计研究中心覆盖了综合交通智能化规划设计、公路交通信息化规划设计、水路交通信息化规划设计、城市交通组织与智能化系统设计和中设e停车等多领域研究。公司打造的“中设e停车系列产品”，获得2017年第三批江苏省高新技术认定产品，并承接了城市级智慧停车项目宿迁智慧停车系统项目。智能交通作为一个新经济增长点的战略新兴产业，结合未来市场需求分析以及相关政策规划，未来公司有望通过行业高速增长来获得效益。

图 64: 智能交通设计研究中心研究方向



数据来源: 公司官网、广发证券发展研究中心

表 11: 公司环境、智能事业部业务类型及业绩展示

发布时间	政策名称	政策解读
2016 年 7 月	《推进“互联网+”边界交通促进智能交通发展的实施方案》	充分认识推进“互联网+”便捷交通、促进智能交通发展的重要意义，全面推进交通与互联网更加广泛、更深层次的融合，为我国交通发展现代化提供有力支撑。
2017 年 1 月	《推进智慧交通发展行动计划 2017-2020 年》	明确近期智慧交通发展的工作思路、主要目标和重点任务，有效提升交通运输数字化、网络化、智能化水平
2017 年 2 月	《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》	推动中国形成一个庞大的现代交通运输产业，而现代综合交通运输体系，重点就是打造智慧交通
2017 年 7 月	《新一代人工智能发展规划》	规划提出，研究建立营运车辆自动驾驶与车路协同的技术体系。研发复杂场景下的多维交通信息综合大数据应用平台，实现智能化交通疏导和综合运行协调指挥，建成覆盖地面、低空和海上的智能交通监控、管理和服务体系。
2017 年 9 月	《智慧交通让出行更便捷行动方案》	加快城市交通出行智能化发展，建设完善城市公交智能化应用系统，到 2020 年，国家公交都市创建城市全面建成城市公共交通智能系统。

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

➤ 通过环境、智能事业部提升环境保护业务领域的核心竞争力

近两年国家对环境保护工作做了大力的推动，2016年12月，全国人大常委会更通过了《中华人民共和国环境保护税法》，从法律层面对相关企业进行法律约束以实现对环境保护工作的推动。2017年4月环保部发布了《国家环境保护标准“十三五”发展规划》，进一步完善环境保护标准体系。

公司紧跟政策导向，设立了环境、智能事业部，业务类型覆盖环境专业规划、水环境综合整治、智能交通等新兴专业。2018年在南京成立了中设环境科技有限公司，2017年在佛山设立了南方海绵城市工程技术有限公司，主要经营业务包括环保咨询、水污染治理、环保工程施工、环境保护监测、污水处理及其再生利用、土壤污染治理等业务。公司未来将积极整合已有的技术和经验，结合自身作为工程咨询龙头企业的渠道优势，增强公司在环境保护业务领域的核心竞争力。

表 12: 公司环境、智能事业部业务类型及业绩展示

业务类型	历史业绩
规划环境影响评价	宿迁港总体规划环境影响评价
环境专项规划	丹阳市环境卫生专业规划
建设项目环境影响评价及竣工环保验收	海安至启东高速公路工程环境影响评价
建设项目水土保持方案编制	浦仪公路西段（104国道浦泗立交至南京二桥段）工程水土保持方案
水环境综合整治方案编制	黄岩区消除劣 V 类水质断面整治方案
声环境保护设计	南京市交通噪声/振动防治策略研究
环境修复	广西南化公司搬迁地块土壤修复工程设计施工总承包项目

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

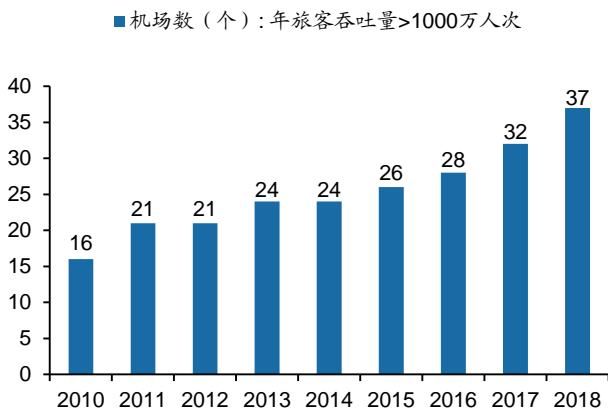
智能交通重大科技项目研究	国家科技支撑计划——高速公路网运行状态智能监测与安全服务保障关键技术研发及系统集成
公路机电工程与信息化设计	江苏省公路水路交通安全畅通和应急处置系统设计
水运机电工程与信息化设计	国家物联网应用示范（船联网）项目：江苏省项目长三角内河航道网及京杭运河水系智能航运信息服务工程设计
城市智能交通工程设计	市级智慧交通运输顶层规划设计
智能交通产品研发与产业化推广	沪宁高速公路服务区智慧停车管理系统研发与集成
智慧城市总体规划及设计	唐山曹妃甸国家级工业区“智慧城市”项目
城市综合交通运行指挥中心（TOCC）	盐城市综合交通运行指挥中心
智慧港口信息化建设	江苏省港口安全监管与应急管理系统
智能水运产品	高港船闸闸口抓拍项目

数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

➤ 国内通用航空机场建设将为民航设计业务带来巨大市场空间。

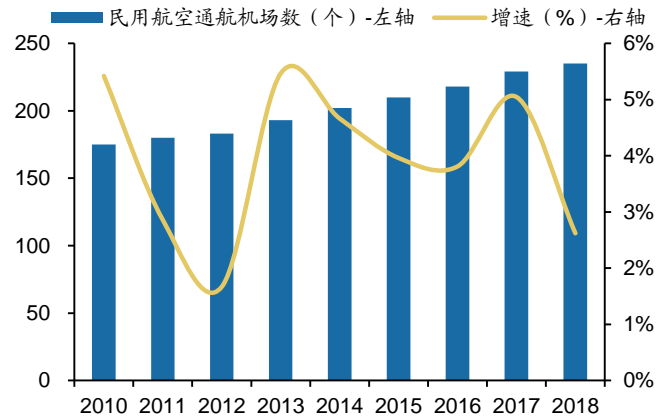
国家多个重要战略机遇为公司发展带来了诸多利好，公司2018年业务拓展到民航设计领域，成立了中设民航。国内通用航空刚刚起步，与通航发达国家相比仍处于较低水平。根据民航局2018年政府信息公开工作报告，中国2013年通航机场数量约400个，仅为美国的2%，巴西的16%，加拿大的23%。2017年，由中国民航局、国家发改委和交通运输部联合发布的《中国民用航空发展第十三个五年规划》提出，到2020年，我国民用运输机场数量将发展到260个以上，基本建成布局合理、功能完善、安全高效的机场网络。随着通航政策的陆续出台，国内通用航空产业有望在十三五期间快速发展，民航设计产业作为通航机场重要的基础设计建设前端业务将充分受益。

图 65：年旅客吞吐量>1000万人次机场数



数据来源：中国民航局、广发证券发展研究中心

图 66：民航机场数量变化



数据来源：中国民航局、广发证券发展研究中心

估值及盈利预测

估值方法一（绝对估值-FCFF 模型）

基于公司较高的财务杠杆比率，我们采用FCFF估值法对公司的股权价值进行估值。

➤ 所用公式：

公司自有现金流量（FCFF）=（1-税率）*EBIT+折旧-资本性支出（CAPX）-净营运资金的变化（NWC）

EBIT=净利润+所得税+利息费用

公司自有现金流量（FCFF）=（1-税率）*（净利润+所得税+利息费用）+折旧-资本性支出（CAPX）-净营运资金的变化（NWC）

$$WACC = K_e * \frac{E}{E + D} + K_d * \frac{D}{E + D} * (1 - T_c)$$

K_e ：股权资本成本

K_d ：债务资本成本

E ：公司股本的市场价值

D ：公司债务的市场价值

T_c ：当期税率

$$K_e = r_f + \text{Beta} * \text{MRP} + r_c$$

r_c ：企业特定风险调整系数

MRP：市场风险溢价

Beta：权益的系统分析系数

r_f ：无风险回报率

市场风险溢价=成熟股票市场的基本补偿额+国家风险补偿额

$$K_d = (1 - T_c) * \left(\text{短期贷款利率} * \frac{\text{短期债务}}{\text{付息债务}} + \text{长期贷款利率} * \frac{\text{长期债务}}{\text{付息债务}} \right)$$

$$\text{企业整体价值} = \sum \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + [FCFF_{n+1}/(WACC - g_n)] / (1 + WACC)^n$$

股权权益价值=企业整体价值-付息债务价值

➤ 对于FCFF的计算，我们作出假设：

- 1) 我们预计公司2019-2021年的营收增长率分别为30.2%/27.0%/23.1%。
- 2) 用近两年10年期国债到期收益率均值作为无风险回报率 r_f ，为3.55%
- 3) Beta为中设集团100周数据的测算值0.75
- 4) 债务利率6%

5) 市场风险溢价用成熟市场的风险溢价进行调整确定, 成熟股票市场的基本补偿额取2009-2019年美国股票与国债的算术平均收益差5.88%, 国家风险补偿额取1.05%, 本次市场风险溢价为6.93%

6) 企业特定风险调整系数是根据待估企业的特殊经营环境、企业规模、经营管理、抗风险能力、特殊因素所形成的优劣势等方面的差异进行的调整系数。我们给中设集团的风险调整系数为1.3%

7) 稳定增长率 g_n 为1%

8) 预测期税率假设为14%

通过前面计算我们得出中设集团的WACC约为7.41%。

➤ 随着未来市场以及运营结构发生变化, 公司可能会承接更多EPC、PPP项目来扩大市场份额, 在项目选择上会控制风险, 把控EPC的数量和体量。所以预计公司未来现金流情况会保持平稳增长的态势, 公司在 n 年后达到稳定增长状态, 稳定增长率为 g_n 。我们分别对公司的折旧摊销、净营运资金的变化、资本性支出、税率等作出预测来测算公司未来的现金流。我们对各项指标未来增速作出解释:

1) 净利润: 对公司未来净利润状况的判断更多的是依靠公司目前的新签订单以及在手订单情况, 同时, 公司的资质及实力较强, 支撑公司中长期的发展。但是长期来看, 随着公司体量的增加增速会有所放缓。

2) 折旧摊销与利息费用: 假设未来增长率逐渐下滑, 直到2030年后保持稳定增速。

3) 净营运资金的变化: 公司的应收账款周转率和存货周转率近几年一直呈上升态势, 未来随着公司管理水平的提升, 净运营资金预测会有由高到平缓的一个正增速的变化。

4) 资本性支出: 公司处于扩张规模的成长性阶段, 会购置更多的固定资产至饱和期, 基于往年的增速, 预测资本性支出在未来几年会有较为平缓下降的增速。

5) 税率: 假设所得税率为14% (与2018年数据基本一致)。

- 我们预测了2030年及之后的平稳增长期的现金流，通过自由现金流的折现，算出企业整体价值为93.96亿元，扣除付息债务市值，最后得出中设集团的股权权益价值为91.07亿元，明显高于公司目前的市值。截止2019年7月17日，公司总股本为4.64亿股，因此中设集团的每股价值为19.63元/股。

表 13: FCFF 自由现金流预测表 1 (单位: 亿元)

项目	历史数据			预测期		
	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
归母净利润	210	297	396	507	635	762
增长率 (%)	31.0%	41.4%	33.5%	28.1%	25.1%	20.1%
净利润	212	301	406	520	651	781
增长率 (%)	32.5%	42.0%	34.9%	28.0%	25.2%	20.0%
利息费用	6	8	18	25	31	43
增长率 (%)	-3.6%	35.6%	116.9%	39.1%	21.5%	40.8%
EBIT	253	358	490	630	787	951
增长率 (%)	34.3%	41.8%	36.8%	28.4%	25.0%	20.9%
折旧摊销	40	51	63	78	98	117
增长率 (%)	31.0%	27.6%	22.7%	25.0%	25.0%	20.0%
净营运资金的变化	91	190	57	143	215	280
增长率 (%)	-	110.4%	-69.9%	150.0%	50.0%	30.0%
资本性支出	58	69	72	94	117	147
增长率 (%)	-	19.1%	4.4%	30.0%	25.0%	25.0%
税率	15.9%	15.1%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%
FCFF (自由现金流)	2.72	2.90	3.27	3.82	4.42	5.09

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

表 14: FCFF 自由现金流预测表 2 (单位: 亿元)

项目	预测期								
	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
归母净利润	876	964	1061	1145	1214	1263	1288	1314	1327
增长率 (%)	15.0%	10.0%	10.0%	8.0%	6.0%	4.0%	2.0%	2.0%	1.0%
净利润	899	989	1088	1175	1245	1295	1321	1347	1361
增长率 (%)	15.1%	10.0%	10.0%	8.0%	6.0%	4.0%	2.0%	2.0%	1.0%
利息费用	50	55	60	65	69	72	73	75	76
增长率 (%)	15.0%	10.0%	10.0%	8.0%	6.0%	4.0%	2.0%	2.0%	1.0%
EBIT	1095	1205	1325	1431	1517	1578	1609	1642	1658
增长率 (%)	15.1%	10.0%	10.0%	8.0%	6.0%	4.0%	2.0%	2.0%	1.0%
折旧摊销	141	169	194	224	246	270	284	298	304
增长率 (%)	20.0%	20.0%	15.0%	15.0%	10.0%	10.0%	5.0%	5.0%	2.0%
净营运资金的变化	336	386	444	488	527	554	582	611	623
增长率 (%)	20.0%	15.0%	15.0%	10.0%	8.0%	5.0%	5.0%	5.0%	2.0%
资本性支出	176	202	222	245	264	278	291	306	312

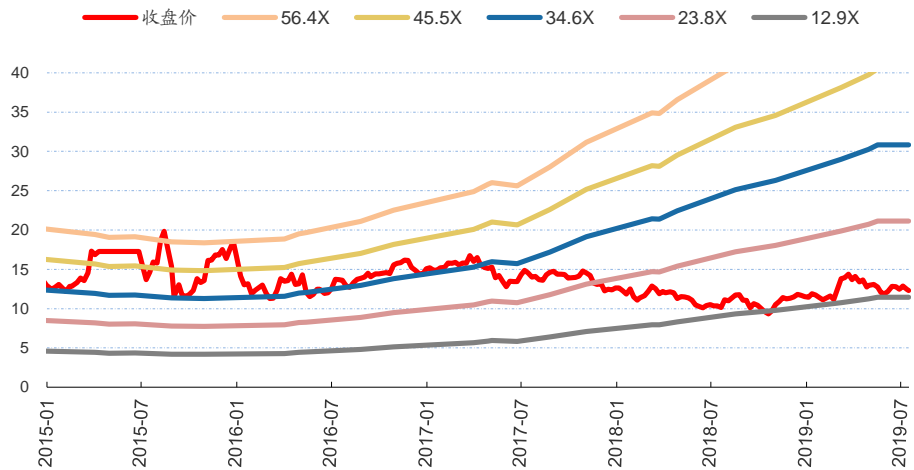
增长率 (%)	20.0%	15.0%	10.0%	10.0%	8.0%	5.0%	5.0%	5.0%	2.0%
税率	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%	14%	14%	14%	14%	14%
FCFF (自由现金流)	5.71	6.17	6.68	7.21	7.59	7.96	7.95	7.93	7.95

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

估值方法二（相对估值）

公司订单、业绩维持高增，之前积累的在手订单以及未完工项目储备充足，支撑未来收入增长，逐渐转化为业绩。且公司自身在技术实力、现金流管理方面具明显优势，同时作为基建前端设计公司龙头有望持续受益于“基建补短板”政策和长三角一体化，新签订单有望实现新的突破，收入/业绩增速均保持较高速增长。预计公司19-21年分别实现归母净利润5.07/6.35/7.62亿元。按照最新的收盘价，公司2019年PE约为11.3倍，从公司的历史估值可以看出，公司的估值水平是逐年下降的，主要是受基建投资增速预期的影响，在18年下半年基建“补短板”之后估值出现修复。与设计行业其他公司相比，公司目前估值水平处于中位，与行业龙头苏交科估值水平相近，但是公司自身的增长并未放缓，近几年公司业绩增速均在30%以上，PEG远低于1倍，公司目前的估值被相对低估。我们预计公司未来3年复合增速约为24%，给予公司19年15倍PE估值，对应合理价值约为16元/股，维持“买入”评级

图 67：公司PE-band（倍）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

表 15：设计公司估值对比

证券代码	证券简称	一致预期 EPS			PE			PB (LF)
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	
603018.SH	中设集团	1.09	1.37	1.64	11.27	9.02	7.51	2.38
300284.SZ	苏交科	0.80	0.96	1.15	11.49	9.56	7.97	2.11
300732.SZ	设研院	2.10	2.63	3.16	8.94	7.16	5.96	1.72
603357.SH	设计总院	1.19	1.43	1.71	10.54	8.75	7.35	2.67

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

603017.SH	中衡设计	0.82	1.01	1.17	15.54	12.54	10.81	2.04
300668.SZ	杰恩设计	1.01	1.30	1.77	18.18	14.13	10.32	4.49
300746.SZ	汉嘉设计	0.40	0.44	0.48	40.98	37.01	34.08	3.78
300675.SZ	建科院	0.29	0.35	0.41	55.79	45.95	39.05	5.71

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

注释：苏文科、中设集团 EPS 为我们预测 EPS，而其他设计公司 EPS 为 Wind 一致预期 EPS。

风险提示

固定资产投资不及预期，项目进展不及预期，汇率波动风险，商誉减值风险，投资并购整合风险，回款风险等。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	4342	5540	7192	9207	11736	经营活动现金流	290	327	478	499	920
货币资金	897	1084	1567	2070	3032	净利润	301	406	520	650	781
应收及预付	2605	3740	4682	5949	7303	折旧摊销	51	63	41	39	37
存货	564	562	711	913	1112	营运资金变动	-157	-272	-365	-367	-200
其他流动资产	276	155	232	274	289	其它	95	130	282	177	302
非流动资产	928	1219	1012	953	902	投资活动现金流	-130	-161	-33	18	28
长期股权投资	85	93	206	206	206	资本支出	-69	-72	-12	-12	-12
固定资产	381	417	270	213	164	投资变动	-76	-119	-110	0	0
在建工程	32	0	0	0	0	其他	15	30	89	30	40
无形资产	50	56	54	53	52	筹资活动现金流	-6	21	39	-15	14
其他长期资产	379	652	481	481	481	银行借款	8	116	-34	0	30
资产总计	5269	6759	8204	10160	12638	股权融资	62	18	151	0	0
流动负债	3077	4218	5067	6372	8070	其他	-76	-112	-77	-15	-16
短期借款	218	334	300	300	330	现金净增加额	155	187	484	503	962
应付及预收	1817	2620	3172	3915	5111	期初现金余额	738	893	1084	1567	2070
其他流动负债	1041	1264	1594	2158	2628	期末现金余额	893	1080	1567	2070	3032
非流动负债	13	12	0	0	0						
长期借款	0	0	0	0	0						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	13	12	0	0	0						
负债合计	3091	4230	5067	6372	8070						
股本	212	314	464	464	464						
资本公积	898	815	815	815	815						
留存收益	1094	1402	1909	2544	3306						
归属母公司股东权益	2143	2475	3072	3707	4469						
少数股东权益	36	53	65	81	99						
负债和股东权益	5269	6759	8204	10160	12638						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2776	4198	5465	6942	8543
营业成本	1897	3097	3995	5130	6242
营业税金及附加	23	29	38	49	60
销售费用	151	165	235	298	367
管理费用	218	250	339	435	538
研发费用	26	47	63	83	103
财务费用	8	18	24	28	39
资产减值损失	129	173	199	192	327
公允价值变动收益	0	0	-2	0	0
投资净收益	22	33	35	30	40
营业利润	355	472	604	756	908
营业外收支	0	0	0	0	0
利润总额	355	472	604	756	908
所得税	54	66	85	106	127
净利润	301	406	520	650	781
少数股东损益	5	10	12	15	19
归属母公司净利润	297	396	507	635	762
EBITDA	513	674	836	985	1270
EPS (元)	1.40	1.26	1.09	1.37	1.64

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力(%)					
营业收入增长	39.4	51.2	30.2	27.0	23.1
营业利润增长	42.3	33.0	28.0	25.1	20.1
归母净利润增长	41.4	33.5	28.1	25.1	20.1
获利能力					
毛利率	31.7	26.2	26.9	26.1	26.9
净利率	10.8	9.7	9.5	9.4	9.1
ROE	13.8	16.0	16.5	17.1	17.1
ROIC	28.1	36.7	44.9	48.7	69.8
偿债能力(%)					
资产负债率	58.7	62.6	61.8	62.7	63.9
净负债比率	4.1	4.9	3.7	3.0	2.6
流动比率	141.1	131.3	142.0	144.5	145.4
速动比率	119.9	114.7	124.2	126.3	128.2
营运能力					
总资产周转率	0.58	0.70	0.73	0.76	0.75
应收账款周转率	1.22	1.37	1.22	1.22	1.22
存货周转率	3.79	5.50	5.62	5.62	5.62
每股指标(元)					
每股收益	1.40	1.26	1.09	1.37	1.64
每股经营现金流	1.37	1.04	1.03	1.08	1.98
每股净资产	10.13	7.89	6.62	7.98	9.62
估值比率					
P/E	20.39	13.80	11.27	9.02	7.51
P/B	2.82	2.21	1.86	1.54	1.28
EV/EBITDA	10.47	7.00	5.33	4.01	2.38

广发建筑工程行业研究小组

姚 遥：首席分析师，美国普林斯顿大学工学博士，2015 年进入广发证券发展研究中心。

尉 凯 旋：研究助理，复旦大学金融硕士，2018 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大 厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪 大道 8 号国金中心一 期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券在过去12个月内与勘设股份(603458)公司有投资银行业务关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。