

中设集团 (603018.SH)

业绩稳健增长, EPC 业务减量提质

核心观点:

● 业绩稳健增长, EPC 业务收缩致收入增速下滑

公司 19Q1-3 实现营业收入 27.45 亿元, 同比增长 4.07%; 归母净利润 2.92 亿元, 同比增长 20.49%; 扣非净利润 2.60 亿元, 同比增长 16.29%。分季度看, 公司 Q3 实现营业收入 8.30 亿元, 同比下滑 11.23%; 归母净利润 0.85 亿元, 同比增长 13.33%; 扣非净利润 0.79 亿元, 同比增长 16.18%。公司三季度收入明显下滑而业绩保持稳健增长, 预计主要为 EPC 业务规模收缩所致。公司 19 年新签订单增速较 18 年增速有所放缓, 预计主要受 18 年高基数以及江苏新增大型勘察设计项目减少影响。而根据公司年报, 公司计划 19 年新签订单同比增长 15%-35%, 收入同比增长 20%-40%, 归母净利润同比增长 15%-35%, 整体继续保持增长态势。

● 业务结构优化提升盈利能力, Q3 经营性现金流有所改善

公司 19Q1-3 毛利率/净利率分别为 31.92%/10.90%, 较 18 年同期提升 1.77/1.53pct, 公司盈利能力有所提升, 预计主要因公司低毛利率的 EPC 业务占比减小以及承接的 EPC 项目质量提升所致。现金流方面, 公司 19Q1-3 经营性现金流净额为 -3.53 亿元, 同比增加净流出 0.63 亿元, 其中 Q3 经营性现金流净额 +1.07 亿元, 同比增加净流入 1.04 亿元。目前公司已经减缓了 EPC 项目的承接, 叠加融资环境改善, 公司结转有望加速, 后期现金流有望继续好转。

● 基建前端设计公司有望受益于逆周期调节, 智慧交通助开拓新市场

9 月初国常会允许提前下达 2020 年专项债部分新增额度, 确保明年初即可使用见效。此外, 10 月 14 日, 李克强总理在陕西经济形势座谈会上再次强调稳增长, 要求用好宏观政策逆周期调节工具, 扩大有效投资; 9 月底国务院金融委、货币政策委员会会议均强调加码逆周期调节、降低实际利率水平, 预计四季度政策导向全面转向稳增长目标, 逆周期调节力度有望加大, 基建产业链前端设计公司有望率先受益。而《交通强国纲要》提到智慧交通, 未来或将成为行业发展新方向, 公司正不断强化 BIM 等能力中心建设, 智慧交通的推广有助于为公司打开市场空间。

● 盈利预测及投资评级

公司在技术实力、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。此外, 19 年 3 月公司实施第一期员工持股计划, 设立规模不超过 3100 万元, 有助于激发员工活力。预计公司 19-21 年分别实现归母净利润 4.84/5.81/6.96 亿元。维持公司 16.00 元/股合理价值的判断和“买入”评级不变, 对应公司 19 年 15.4 倍 PE 估值。

● **风险提示:** 项目投资不及预期、订单转化速度下降超预期、新签订单增速下滑超预期、应收账款坏账率升高、人力成本上升风险等。

盈利预测:

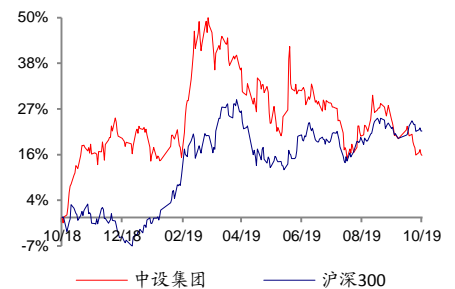
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,776	4,198	4,421	5,399	6,492
增长率(%)	39.4	51.2	5.3	22.1	20.3
EBITDA(百万元)	513	674	734	872	1,109
净利润(百万元)	297	396	484	581	696
增长率(%)	41.4	33.5	22.0	20.1	19.9
EPS(元/股)	1.40	1.26	1.04	1.25	1.50
市盈率(P/E)	20.39	13.80	10.83	9.02	7.52
市净率(P/B)	2.82	2.21	1.72	1.44	1.21
EV/EBITDA	10.47	7.00	5.26	3.86	2.29

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

公司评级	买入
当前价格	11.28 元
合理价值	16.00 元
前次评级	买入
报告日期	2019-10-26

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:

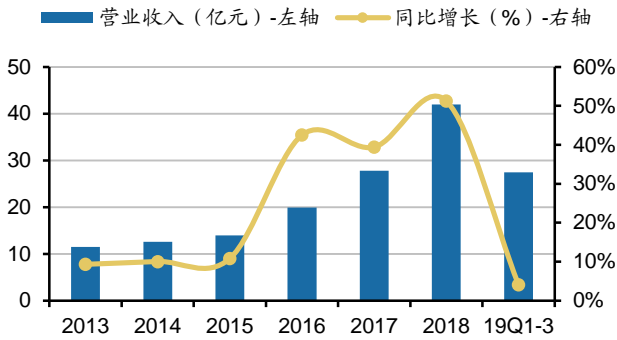
中设集团(603018.SH):盈利	2019-08-13
水平提升, 回购彰显信心	
中设集团(603018.SH):低估	2019-07-18
值高成长的民企设计龙头	
中设集团(603018.SH):业绩	2019-04-30
维持高增, 省内省外协同发展	

联系人:

尉凯旋 021-60750610

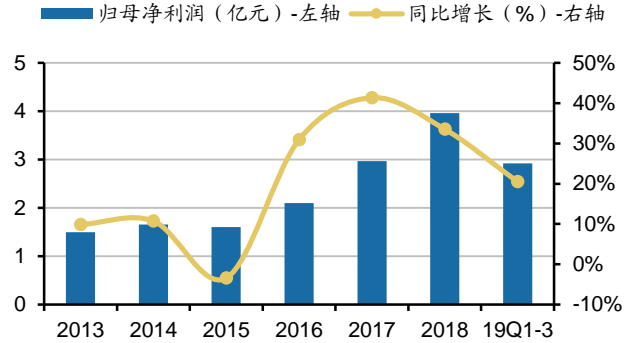
yukaixuan@gf.com.cn

图 1: 公司历年营业收入及同比增速



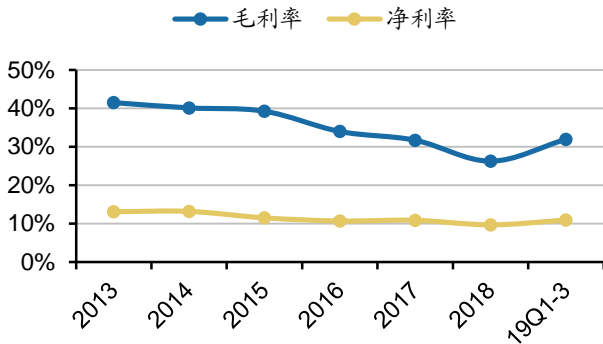
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图 2: 公司历年归母净利润及同比增速



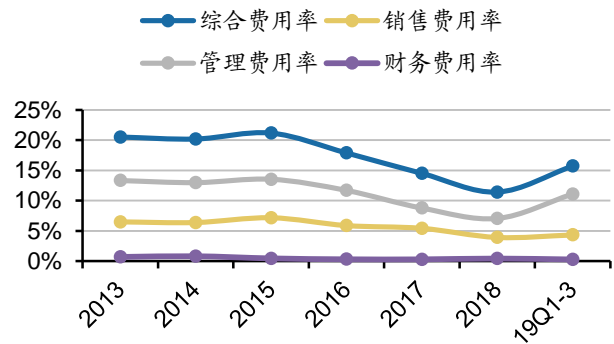
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图 3: 公司历年毛利率及净利率



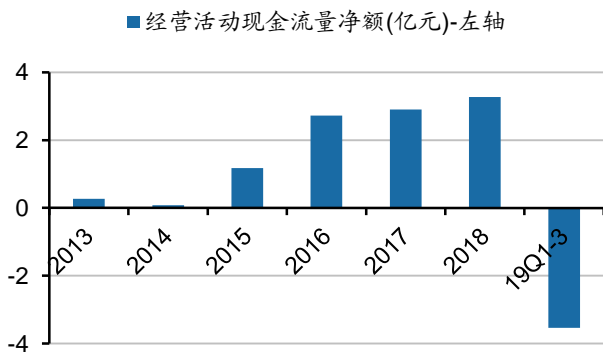
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图 4: 公司历年费用率



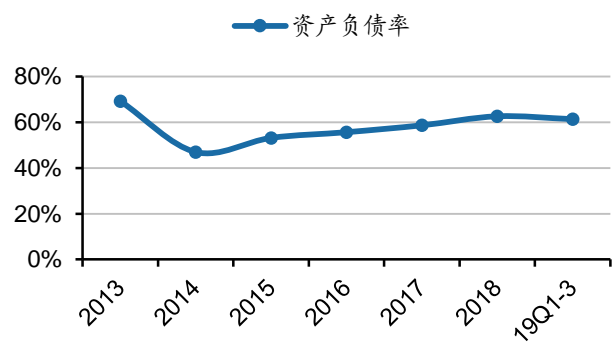
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图 5: 公司历年经营性现金流净额



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图 6: 公司历年资产负债率



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	4342	5540	6216	7698	9613
货币资金	897	1084	1676	2168	3027
应收及预付	2605	3740	3785	4622	5544
存货	564	562	567	693	821
其他流动资产	276	155	188	214	221
非流动资产	928	1219	1012	953	902
长期股权投资	85	93	206	206	206
固定资产	381	417	270	213	164
在建工程	32	0	0	0	0
无形资产	50	56	54	53	52
其他长期资产	379	652	481	481	481
资产总计	5269	6759	7227	8651	10515
流动负债	3077	4218	4114	4943	6094
短期借款	218	334	300	300	330
应付及预收	1817	2620	2543	3002	3818
其他流动负债	1041	1264	1272	1641	1946
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	4114	4943	6094
股本	212	314	464	464	464
资本公积	898	815	815	815	815
留存收益	1094	1402	1885	2466	3162
归属母公司股东权	2143	2475	3048	3629	4325
少数股东权益	36	53	65	79	96
负债和股东权益	5269	6759	7227	8651	10515

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2776	4198	4421	5399	6492
营业成本	1897	3097	3182	3892	4608
营业税金及附加	23	29	31	38	45
销售费用	151	165	190	232	279
管理费用	218	250	274	339	409
研发费用	26	47	51	65	78
财务费用	8	18	24	27	38
资产减值损失	129	173	126	145	245
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	576	691	829
营业外收支	0	0	0	0	0
利润总额	355	472	576	692	830
所得税	54	66	81	97	116
净利润	301	406	495	595	713
少数股东损益	5	10	12	14	17
归属母公司净利润	297	396	484	581	696
EBITDA	513	674	734	872	1109
EPS (元)	1.40	1.26	1.04	1.25	1.50

现金流量表

单位: 百万元

至12月31日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	290	327	587	489	817
净利润	301	406	495	595	713
折旧摊销	51	63	41	39	37
营运资金变动	-157	-272	-159	-275	-153
其它	95	130	209	130	220
投资活动现金流	-130	-161	-33	18	28
资本支出	-69	-72	-12	-12	-12
投资变动	-76	-119	-110	0	0
其他	15	30	89	30	40
筹资活动现金流	-6	21	39	-15	14
银行借款	8	116	-34	0	30
股权融资	62	18	151	0	0
其他	-76	-112	-77	-15	-16
现金净增加额	155	187	593	492	859
期初现金余额	738	893	1084	1676	2168
期末现金余额	893	1080	1676	2168	3027

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	5.3	22.1	20.3
营业利润增长	42.3	33.0	22.0	20.1	19.9
归母净利润增长	41.4	33.5	22.0	20.1	19.9
获利能力(%)					
毛利率	31.7	26.2	28.0	27.9	29.0
净利率	10.8	9.7	11.2	11.0	11.0
ROE	13.8	16.0	15.9	16.0	16.1
ROIC	28.1	36.7	42.8	48.0	66.9
偿债能力(%)					
资产负债率	58.7	62.6	56.9	57.1	58.0
净负债比率	4.1	4.9	4.2	3.5	3.1
流动比率	141.1	131.3	151.1	155.7	157.7
速动比率	119.9	114.7	133.6	138.0	140.9
营运能力					
总资产周转率	0.58	0.70	0.63	0.68	0.68
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	1.04	1.25	1.50
每股经营现金流	1.37	1.04	1.26	1.05	1.76
每股净资产	10.13	7.89	6.56	7.81	9.31
估值比率					
P/E	20.39	13.80	10.83	9.02	7.52
P/B	2.82	2.21	1.72	1.44	1.21
EV/EBITDA	10.47	7.00	5.26	3.86	2.29

广发建筑工程行业研究小组

姚 遥：首席分析师，美国普林斯顿大学土木工程博士，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 年进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（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

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。