

### 中信证券研究部



**罗鼎**  
首席建筑&水泥分  
析师  
S1010516030001



**杨畅**  
建筑&水泥分析师  
S1010520050002

### 核心观点

**我国交通基建投资整体有望稳增，长三角料持续受益交通强国建设。**公司作为国内资质最高的设计企业，具备优秀管理能力，料将依托内生与外延，有效拓展管理半径，业绩料将保持较快增长。我们预测公司 2020-2022 年净利润为 6.4/7.5/8.9 亿元，对应 EPS 预测为 1.14/1.35/1.60 元，公司现价对应 PE 分别为 10.0/8.5/7.1x。基于 PE 估值法，参考可比公司估值，我们给予公司 2020 年 15 倍 PE，对应目标价为 17.12 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

**■ 资质最优的交通工程咨询设计公司。**中设集团前身为江苏省交通规划设计院。在工程设计领域，公司拥有最高的综合甲级资质，可承担住建部划定的全部 21 个行业和 8 个专项范围内的工程设计业务。在勘察领域，公司拥有工程勘察综合甲级资质。上市公司中获得勘察、设计双综合甲级资质的仅两家，彰显公司实力。公司主业立足江苏省内（2019 年省内收入占比 64%），布局全国，近 5 年净利润增速均保持在 30%以上。

**■ 交通基建投资：整体稳增，长三角料持续受益交通强国建设。**2019 年，我国公路建设固定资产投资 2.19 万亿元，随着 2H20 逆周期调节保持力度，全年基建投资增速料回升至双位数区间。受益江苏、浙江入选交通强国试点，且自身经济实力较强，长三角基建需求领先全国，其中江苏省 2019 年公路建设投资 733 亿元，同比+17.8%。中期看，预计江苏省交通基建投资将稳步增长，到 2022 年将突破 1 万亿元。长期看，作为交通强国试点，为完成《交通强国建设纲要》提出的到 2035 年基本建成交通强国目标，江苏省在交通建设的投入预计将持续领先于全国。

**■ 设计行业：看好设计费占比增加及龙头市占率提升。**设计行业位于基建产业链最前端，料将率先受益基建投资回升。此外，考虑我国设计费占总投资比重仅为 3%，对标欧美 7%-15%以及中国台湾的 4.5-9%存在上升空间。同时，行业目前集中度较低，CR10 仅为 12%。龙头企业有望通过收购团队等外延并购方式，打破条块、资质与地域壁垒，有效提升市占率。

**■ 报表质量优秀，外延与内生并举，高业绩弹性有望延续。**公司管理能力优秀，近 5 年平均费用率仅 15.9%，低于行业平均 2.2pcts；营运能力不断加强，总资产周转率 0.63，超出行业平均 28%；人才优势显著，人均创收 89 万元，超出行业平均 31.2%。依托资质优势，中设集团在江苏省内市占率长期保持第一，2019 年市占率约 43%。在交通规划、特大桥梁设计、高速与过江通道等领域优势显著。同时，公司积极通过在外省设立分公司叠加并购当地设计院，实现全国布局。属地化经营配合管理体系不断完善，料将有效提升省外业务毛利率水平，公司整体毛利率有望回升，低费用率下料将支撑业绩保持较快增长。

**■ 风险因素：**交通基建投资不及预期，省外业务拓展不及预期，疫情出现反复等。

**■ 投资建议：**我国交通基建投资整体有望稳增，长三角料持续受益于交通强国建设。公司作为国内资质最高的设计企业，具备优秀管理能力，料将依托内生与外延，有效拓展管理半径，业绩料将保持较快增长。我们预计公司 2020-2022 年净利润为 6.4/7.5/8.9 亿元，对应 EPS 预测为 1.14/1.35/1.60 元，公司现价对应 PE 为 10.0/8.5/7.1x。基于 PE 估值法，参考可比公司估值，我们给予公司 2020 年 15 倍 PE，对应目标价为 17.12 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

|             |               |
|-------------|---------------|
| <b>中设集团</b> | <b>603018</b> |
| <b>评级</b>   | <b>买入（首次）</b> |
| 当前价         | 11.44 元       |
| 目标价         | 17.12 元       |
| 总股本         | 557 百万股       |
| 流通股本        | 557 百万股       |
| 52 周最高/最低价  | 15.06/9.03 元  |
| 近 1 月绝对涨幅   | 0.62%         |
| 近 6 月绝对涨幅   | 31.10%        |
| 近 12 月绝对涨幅  | 7.24%         |

| 项目/年度           | 2018  | 2019  | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)       | 4,198 | 4,688 | 5,495 | 6,515 | 7,773 |
| 营业收入增长率         | 51.2% | 11.7% | 17.2% | 18.6% | 19.3% |
| 净利润(百万元)        | 396   | 518   | 636   | 752   | 894   |
| 净利润增长率          | 33.5% | 30.7% | 22.8% | 18.3% | 18.8% |
| 每股收益 EPS(基本)(元) | 1.28  | 1.16  | 1.14  | 1.35  | 1.60  |
| 毛利率%            | 26.2% | 31.2% | 31.4% | 31.0% | 30.5% |
| 净资产收益率 ROE%     | 16.0% | 18.1% | 18.8% | 18.8% | 18.9% |
| 每股净资产（元）        | 5.33  | 6.18  | 7.30  | 8.61  | 10.18 |
| PE              | 8.9   | 9.9   | 10.0  | 8.5   | 7.1   |
| PB              | 2.1   | 1.9   | 1.6   | 1.3   | 1.1   |

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 7 月 29 日收盘价

## 目录

|                               |           |
|-------------------------------|-----------|
| <b>业绩高弹性的全资交通设计企业</b>         | <b>1</b>  |
| 交通领域资质最全的民营设计咨询公司             | 1         |
| 省交院改制而来，底蕴深厚                  | 1         |
| 立足江苏省内，近 5 年净利润增速 30%以上       | 3         |
| <b>基建需求带动行业增长，集中度提升优化行业格局</b> | <b>4</b>  |
| 交通基建需求大，带动行业空间提升              | 4         |
| 苏浙入选基建强国试点，长三角需求稳增            | 6         |
| 产业链最前端，低费用率潜藏提价空间             | 9         |
| 商业模式最优，设计行业财务表现好于下游           | 11        |
| 竞争格局分散，并购助推行业集中度上升            | 13        |
| <b>区域龙头展开全国布局，资质与人才优势显著</b>   | <b>15</b> |
| 资质壁垒构筑公司经营护城河                 | 15        |
| 省内领先地位稳固，保障业绩增长               | 16        |
| 外延并购+新设子公司展开全国布局              | 17        |
| 人才优势显著，人均创利领先行业               | 19        |
| <b>财务指标优秀，毛利率回升助推盈利加速提升</b>   | <b>20</b> |
| 业绩高速增长，净利率提升可期                | 20        |
| 营运能力强，现金流优质，净负债大幅优于行业         | 22        |
| <b>风险因素</b>                   | <b>24</b> |
| <b>盈利预测及核心假设</b>              | <b>25</b> |
| 核心假设                          | 25        |
| 盈利预测                          | 25        |
| <b>估值及投资评级</b>                | <b>26</b> |

## 插图目录

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 图 1：公司发展历程 .....                   | 1  |
| 图 2：公司股权结构分散（截至 2019 年末） .....     | 2  |
| 图 3：公司组织架构 .....                   | 2  |
| 图 4：公司各项业务收入 .....                 | 3  |
| 图 5：公司各项业务毛利 .....                 | 3  |
| 图 6：公司营业收入与利润高速增长 .....            | 4  |
| 图 7：公司在江苏省内外营收占比 .....             | 4  |
| 图 8：公司在江苏省内外毛利占比 .....             | 4  |
| 图 9：我国基础设施建设固定资产投资总额及同比增速 .....    | 5  |
| 图 10：十二五、十三五期间全国交通固定资产投资额 .....    | 5  |
| 图 11：全国公路水路固定资产投资额及同比增速 .....      | 6  |
| 图 12：三大核心城市群 GDP 总量（2019 年） .....  | 6  |
| 图 13：三大核心城市群常住人口（2018 年） .....     | 6  |
| 图 14：长三角公路水路投资同比增速 .....           | 7  |
| 图 15：江苏省公路水路固定资产投资额 .....          | 8  |
| 图 16：基础设施建设工程产业链 .....             | 9  |
| 图 17：勘察设计营收占基建固投比例 .....           | 9  |
| 图 18：各国工程设计阶段费用率比较 .....           | 10 |
| 图 19：勘察设计企业毛利率较高 .....             | 12 |
| 图 20：勘察设计企业净利率较高 .....             | 12 |
| 图 21：流动资产占总资产比例 .....              | 12 |
| 图 22：流动负债占总负债比例 .....              | 12 |
| 图 23：勘察设计企业资产负债率最低 .....           | 12 |
| 图 24：勘察设计企业 ROE 最高 .....           | 12 |
| 图 25：我国勘察设计行业集中度较低 .....           | 13 |
| 图 26：主要设计上市公司并购交易总价值持续增长 .....     | 14 |
| 图 27：A 股所有设计相关并购交易笔数持续上升 .....     | 14 |
| 图 28：我国勘设企业数量及平均营收 .....           | 15 |
| 图 29：江苏省 2019 年交通领域勘察设计市占率测算 ..... | 16 |
| 图 30：公司参与设计苏通长江公路大桥 .....          | 17 |
| 图 31：公司参与设计江苏沿江（宁常）高速公路 .....      | 17 |
| 图 32：中设集团省内业务收入及毛利率 .....          | 17 |
| 图 33：中设集团订单增长稳定 .....              | 17 |
| 图 34：宁夏公路院被并购后业绩 .....             | 18 |
| 图 35：扬州院被并购后业绩 .....               | 18 |
| 图 36：公司省外业务营收与毛利率 .....            | 19 |
| 图 37：中设集团员工结构（2019） .....          | 19 |
| 图 38：苏交科员工结构（2019） .....           | 19 |
| 图 39：中设集团人均创收领先于行业 .....           | 20 |
| 图 40：中设集团人均创利领先于行业 .....           | 20 |
| 图 41：主要勘察设计公司营收增速 .....            | 20 |
| 图 42：主要勘察设计公司利润增速 .....            | 20 |

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| 图 43：公司内生的营收与利润增长明显 .....       | 21 |
| 图 44：公司内生增长与整体增长趋势一致 .....      | 21 |
| 图 45：主要勘察设计公司毛利率 .....          | 21 |
| 图 46：主要勘察设计公司净利率 .....          | 21 |
| 图 47：公司其他成本增长放缓 .....           | 22 |
| 图 48：公司服务采购成本占比增长明显 .....       | 22 |
| 图 49：公司综合费用率低于行业平均 .....        | 22 |
| 图 50：公司管理费用率低于行业平均 .....        | 22 |
| 图 51：公司总资产周转率高于行业平均 .....       | 23 |
| 图 52：公司应收账款周转率高于行业平均 .....      | 23 |
| 图 53：公司应收账款及票据/营业收入低于行业平均 ..... | 23 |
| 图 54：主要勘察设计公司收现比 .....          | 23 |
| 图 55：主要勘察设计公司经营性现金流/净利润 .....   | 23 |
| 图 56：公司净负债率低于行业平均 .....         | 24 |
| 图 57：公司 ROE 高于行业平均 .....        | 24 |
| 图 58：当前公司估值处于历史低位 .....         | 26 |

## 表格目录

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 表 1：公司各事业部业务范围 .....               | 3  |
| 表 2：江苏、浙江交通强国方案高速铁路、高速公路里程规划 ..... | 7  |
| 表 3：江苏省 2020 年交通重点建设项目 .....       | 8  |
| 表 4：勘察设计公司收费相关政策 .....             | 10 |
| 表 5：设计企业回款节奏优于施工企业 .....           | 11 |
| 表 6：我国勘察设计公司竞争格局 .....             | 13 |
| 表 7：近年来主要上市设计企业并购事件梳理 .....        | 14 |
| 表 8：中设集团所获部分高等级资质 .....            | 15 |
| 表 9：中设集团近年并购事件 .....               | 17 |
| 表 10：公司近年新设子公司 .....               | 18 |
| 表 11：中设集团盈利预测 .....                | 25 |
| 表 12：可比公司估值 .....                  | 27 |
| 表 13：中设集团盈利预测及估值 .....             | 27 |

## ■ 业绩高弹性的全资质交通设计企业

### 交通领域资质最全的民营设计咨询公司

中设设计集团股份有限公司（603018.SH，下称“公司”或“中设集团”），是一家全国性的工程咨询公司和高新技术企业，主营业务包括勘察设计、规划研究、试验检测、工程管理等工程咨询服务。公司核心业务是交通领域建设工程勘察设计业务，能为公路、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工程提供从战略规划、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、后期运营的全寿命周期的一体化解决方案。

**公司是交通设计领域业务领先、资质最优的咨询设计公司。**根据住建部数据，公司 2018 年全国工程勘察设计企业勘察设计收入 50 强第 8 位。在工程设计领域，公司拥有最高的综合甲级资质，可以承担住建部划定的全部 21 个行业和 8 个专项范围内的工程设计业务，不受行业资质及规模的限制。在勘察领域，公司拥有工程勘察综合甲级资质，可以承担除海洋工程勘察外的各类工程项目的岩土工程勘察、水文地质勘察、工程测量业务，规模不受限制。纵观已上市的设计咨询公司，获得勘察设计双综合甲级资质的仅两家。此外，在规划研究领域，公司还具有最高等级的城乡规划编制甲级资质。

### 省交通院改制而来，底蕴深厚

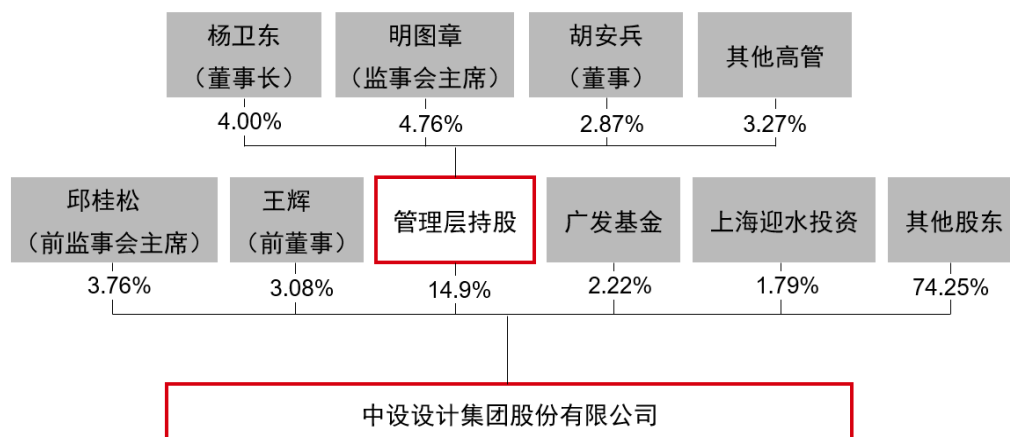
公司前身为江苏省交通规划设计院（下称“交通院”），是由江苏省交通厅于 1966 年 8 月设立的事业单位。本世纪伊始，为解决当时国内大多数勘察设计单位存在的机制不活等问题，勘察设计单位开始改制，由事业单位性质改为科技型企业。交通院于 2005 年改制为交通院有限。由于改制时的股权方案设置，交通院有限成立时股权已十分分散，具有资格的共 219 名出资人均认购公司股份，其中最大的股东当时持股比例 6.58%。此后，股权分散的特征也保留了下来。2014 年，公司在上交所上市，2016 年更名为中设设计集团股份有限公司。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 2：公司股权结构分散（截至 2019 年末）



资料来源：Wind，中信证券研究部

公司实行“总部—专业院（事业部）—所（研发中心）”三级管理架构，目前下设七个事业部。此外，在业务区域上划分为“东南”“西南”“西北”“华北”四大片区。通过整合片区办事处和各专业院（事业部）以及地方分院资源，力图凝聚经营资源和优势，实现共建、共享、一体化的生产格局。

图 3：公司组织架构



资料来源：公司官网

表 1：公司各事业部业务范围

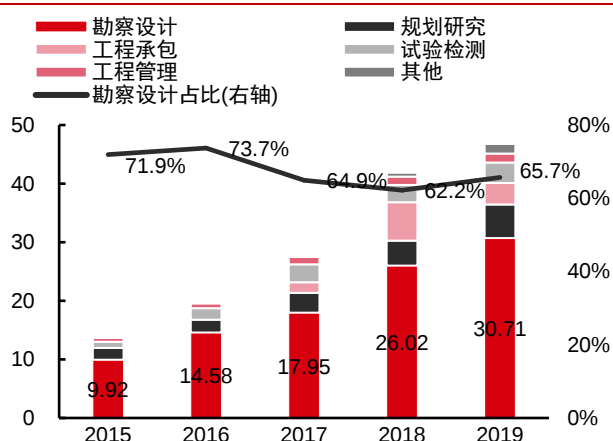
| 事业部        | 业务经营范围                                                                                                                                                                              |
|------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 综合规划研究院    | 战略政策研究、综合交通规划、城市交通规划、特色交通规划（旅游）、专项交通规划（公路、铁路、水运、航空）、城市规划、特色小镇、客货运输规划、枢纽场站规划、项目可行性研究等。                                                                                               |
| 交通事业部      | 1.前期规划研究、预工可等<br>2.设计：高速公路等各类公路；市政工程；大型枢纽、互通工程；大型桥梁工程；特殊结构工程；隧道工程；管廊工程；交通工程及附属设施<br>3.咨询、评估等<br>4.道桥新技术中心                                                                           |
| 水运设计研究院    | 水运规划研究、水运预工可与专题、水运勘察设计、数模物模研究、水运科技研发、工程管理与项目总承包                                                                                                                                     |
| 城建规划设计研究院  | 城市交通规划、城市快速路、城市立交、城市桥梁、城市隧道、城市生态道路、城市公交、城市给排水为核心，以海绵城市、综合管廊、城市水环境改善、生态修复、建筑设计、景观设计、城市双修、城市区域综合开发和运营、城市 PPP 项目策划与咨询、城市 EPC 项目策划与管理、建筑信息模型（BIM）                                       |
| 铁道规划设计研究院  | 高铁和城际铁路工程设计、城市轨道交通工程设计、综合交通和换乘枢纽工程设计、地下空间和人防工程设计                                                                                                                                    |
| 智慧产业事业部    | 建设智慧港口，运用云计算、大数据、物联网等技术，通过监测、整合、分析、智能响应，实现各职能部门的各种资源的高度整合，为行政管理部门尽责履职提供规范，为企业业务办理提供标准，提高政府的业务办理和管理效率。                                                                               |
| 环保产业事业部    | 规划环境影响评价、环境专项规划、建设项目环境影响评价及竣工环保验收、建设项目水土保持方案编制、水环境综合整治方案编制、声环境保护设计、环境修复                                                                                                             |
| 工程管理与检测事业部 | 项目建设管理（代建），尤其是交叉施工干扰大、管网密集、征拆难度大、交通管制复杂、施工工期紧的城市快速路；多种气候特点、多种地形地貌下的高等级公路建设管理，热带海洋气候（多雨腐蚀性强）、高海拔冻土、山区公路、冲积平原软基处理的高等级公路；多种结构形式和多种工法施工的大跨径的钢结构桥梁、将景观、人文、名胜、风俗、特色种植（养殖）等融入公路的旅游公路等代建项目。 |

资料来源：公司官网，中信证券研究部

## 立足江苏省内，近 5 年净利润增速 30%以上

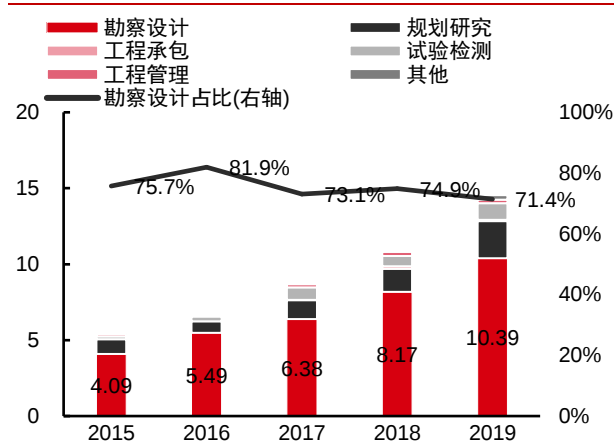
公司主营业务分为勘察设计、规划研究、工程承包、试验检测、工程管理及其他，其中勘察设计占比最大且保持稳定。2019 年公司实现总营收 46.88 亿元，其中勘察设计业务贡献 30.71 亿元，占比 65.7%；实现总毛利 14.63 亿元，其中勘察设计业务贡献 10.39 亿元，占比 71.4%。

图 4：公司各项业务收入（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 5：公司各项业务毛利（亿元）



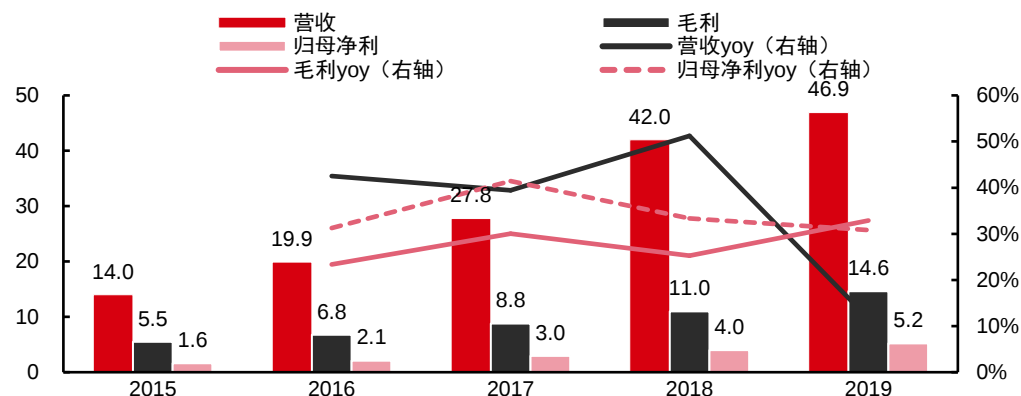
资料来源：Wind，中信证券研究部

在维持主营业务结构稳定的同时，公司总体营收的增速处于高位，且毛利、归母净利润的增速与营收增速同步，盈利能力稳定增长。公司近 5 年归母净利润增速始终在 30%以上，

除 2019 年外对应 40%以上的营收增速(2019 年营收增速下降主要因公司对工程承包项目做出调整,且 2018 年高基数。2019 年利润增速未受影响主要因工程承包项目发展初期利润率较低)。

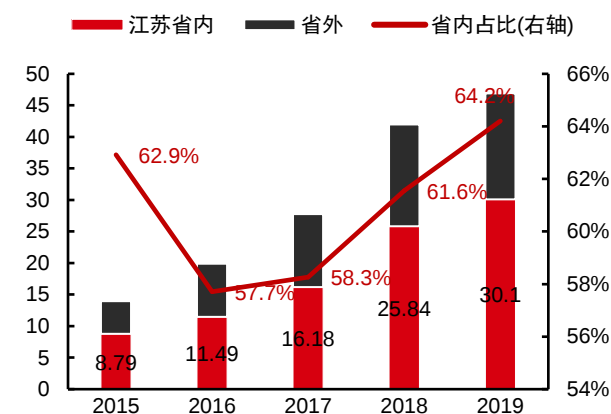
**江苏省内业务贡献约 7 成毛利。**从区域来看公司作为江苏省内交通设计龙头,省内业务比例自 2016 年以来快速提升,未来有望持续受益江苏省作为交通大省乃至强省的优势与机遇。

图 6: 公司营业收入与利润高速增长 (亿元)



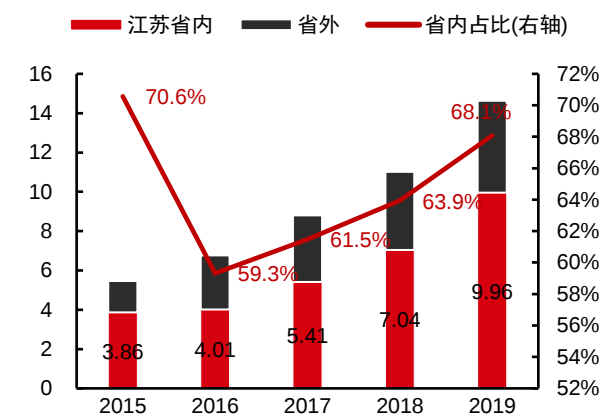
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 7: 公司在江苏省内外营收占比 (亿元)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 8: 公司在江苏省内外毛利占比 (亿元)



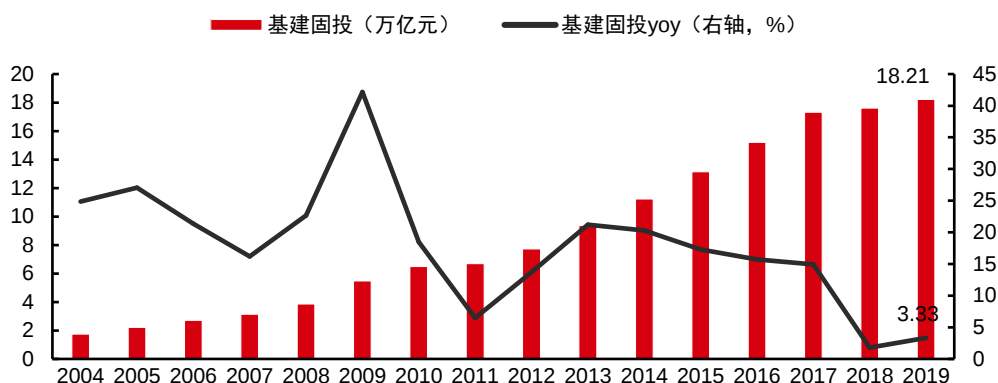
资料来源: Wind, 中信证券研究部

## ■ 基建需求带动行业增长, 集中度提升优化行业格局

### 交通基建需求大, 带动行业空间提升

从需求端看, 勘察设计行业受下游基建影响大, 而我国交通基建空间广阔, 且在需要基建托底经济的大背景下, 基建需求的增长将进一步带动行业需求。

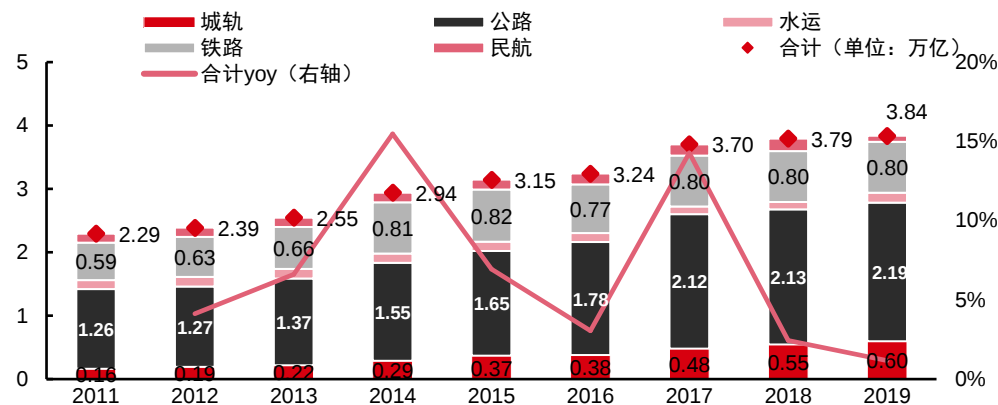
图 9：我国基础设施建设固定资产投资总额及同比增速



资料来源：Wind，中信证券研究部

从交通基建看，2019 年我国交通基建固定资产总投资达 3.84 万亿元，其中公路总投资 2.19 万亿元，铁路 8029 亿元，城轨 5959 亿元，水路 1557 亿元，城轨 950 亿元。

图 10：十二五、十三五期间全国交通固定资产投资额（单位：万亿元）

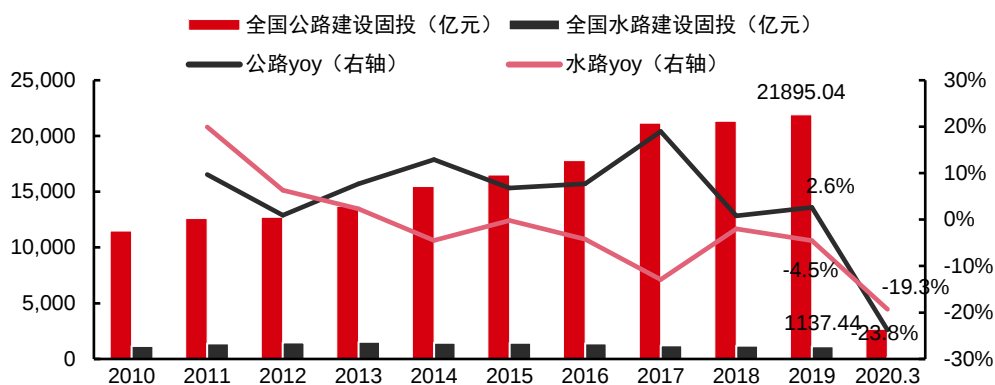


资料来源：交通运输部，国家铁路局，轨道交通协会，民航协会，中信证券研究部

由于铁路行业的勘察设计院较为集中，大部分业务均由隶属于中国中铁和中国铁建的设计院独占（如中国铁建旗下的铁一院、铁四院、铁五院、上铁院和中国铁建电化院，和中国中铁旗下的铁二院、中铁咨询、大桥院、隧道院、中铁工电化院，基本占据了铁路项目 90% 以上的勘设业务），因此我们主要关注公路水路的市場空间。

2019 年我国公路建设固定资产投资 2.19 万亿元，水路建设 1137 亿元，2020 年前三个月受疫情影响同比增速较往年有较大幅度下滑。但随着逆周期调节加码，全年投资资料将稳步回升。

图 11：全国公路水路固定资产投资额及同比增速

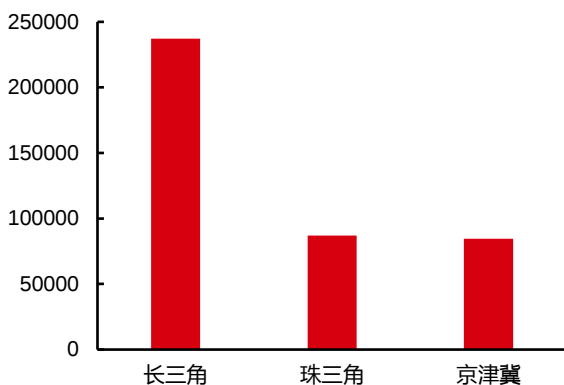


资料来源：Wind，中信证券研究部（注：水路=内河建设+沿海建设，不含其它建设）

## 苏浙入选基建强国试点，长三角需求稳增

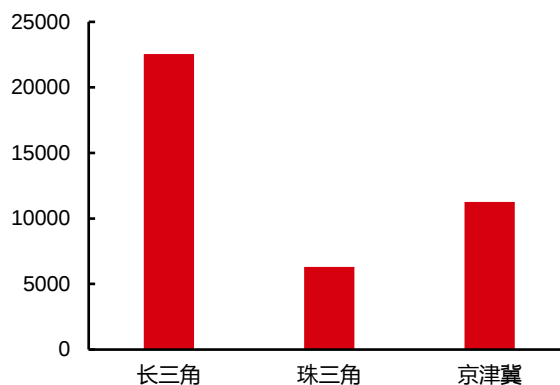
长三角作为国内三大核心城市群之一，人口持续流入，财政实力雄厚，无论是基建端还是地产端，中长期的需求均较为稳健。1) 从经济总量上看，长三角 GDP 总量在三大核心城市群中居首位；2) 从人口和土地上看，长三角的人口和土地规模亦高于珠三角及京津冀，且人口亦持续流入，带来持续的住房及交通基建需求；3) 长三角地方政府整体财政实力较强，有能力进行持续的基础设施建设。

图 12：三大核心城市群 GDP 总量（亿元，2019 年）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 13：三大核心城市群常住人口（万人，2018 年）



资料来源：Wind，中信证券研究部

江苏、浙江交通强国方案陆续出台，打造交通强省目标下交通基础设施建设仍大有可为。2019 年 9 月 14 日，中共中央国务院印发《交通强国建设纲要》，随后在 2019 年 10 月，江苏、浙江均入选交通强国建设全国第一批 13 个试点单位。2020 年江苏和浙江先后出台了交通强国方案，整体目标是在 2035 年基本建成交通强省，构建高质量的高速铁路、公路网，并提出了 2035 年高速铁路、高速公路的里程目标；同时在城际铁路、城市轨道交通方面均有规划。

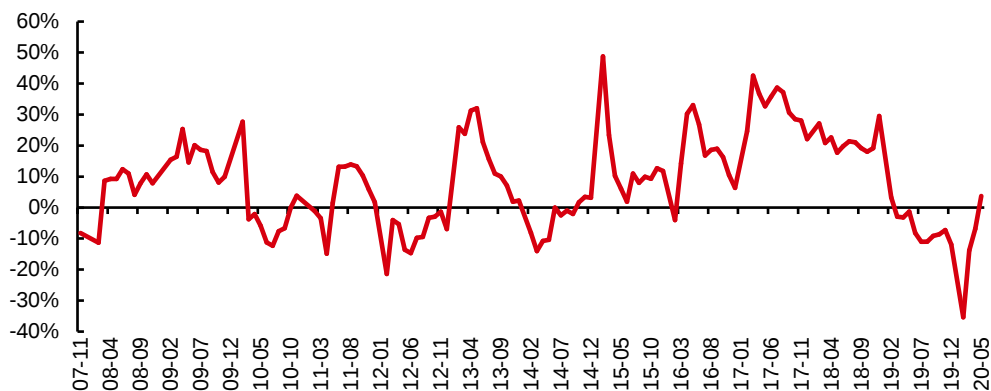
表 2：江苏、浙江交通强国方案高速铁路、高速公路里程规划

|                 | 江苏   | 浙江   |
|-----------------|------|------|
| <b>高速铁路（公里）</b> |      |      |
| 2019            | 1561 | 1470 |
| 2035E           | 5000 | 4100 |
| <b>高速公路（公里）</b> |      |      |
| 2019            | 4874 | 4421 |
| 2035E           | 6600 | 7600 |

资料来源：江苏省交通运输厅，浙江省交通运输厅，中信证券研究部

受益于积压需求释放以及重大基建工程落地推进，长三角基建投资增速较快恢复，预计 2020 年全年实现较好增长。5M20 长三角公路水路投资同比+3.7%增速回正，并较 4M20 增速提升 10.6pcts，其中单月看，5 月单月长三角公路水路投资同比+32%。我们认为，1Q20 因疫情积压的需求仍将在下半年陆续释放，同时重大基建项目开工的效应亦将在下半年继续体现，我们预计 2020 年长三角基建将实现较好增长，并在 2021 年维持较高的强度。

图 14：长三角公路水路投资同比增速

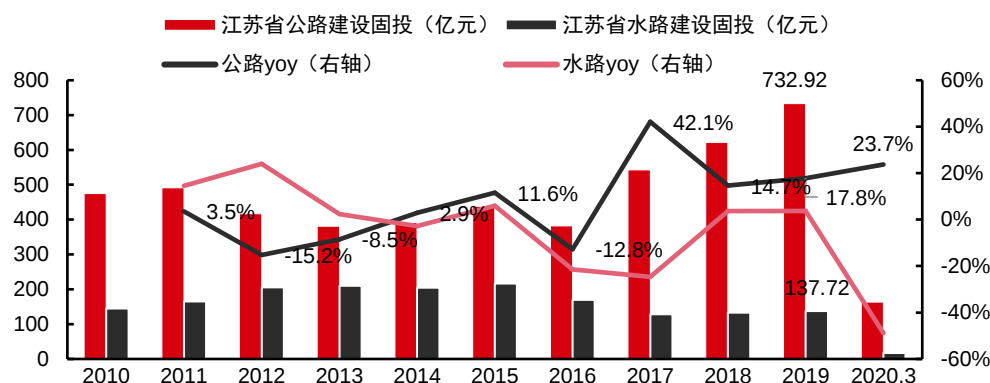


资料来源：Wind，中信证券研究部

其中，江苏省作为交通大省，交通建设投资增速明显高于全国。2019 年公路建设投资额 733 亿元，同比增长 17.8%，水路建设 138 亿元，同比增长 3.7%。

值得一提的是，2020 年一季度江苏省公路建设投资额增长 23.7%，受益于 2020 年作为江苏省交通强国试点的启动年，在未来交通投资规划上大迈步。江苏 2020 年交通基础设施投资计划显著增长，2020 年 1 月，江苏省交通工作会议明确全年交通投资约 1576 亿元，保持约 15%的增速。2020 年 2 月，江苏省发改委公布《江苏省 2020 年重大项目投资计划》，共安排省重大项目 240 个，年度计划投资 5410 亿元，比上年增加 80 亿元，其中安排生态环保项目、民生项目和基础设施项目投资额分别为 301 亿元、958 亿元和 2212 亿元，重大交通设施类安排了 30 个实施项目和 8 个储备项目。

图 15：江苏省公路水路固定资产投资额



资料来源：Wind，中信证券研究部（注：水路=内河建设+沿海建设，不含其它建设）

表 3：江苏省 2020 年交通重点建设项目

| 类别   | 项目                | 类别   | 项目              |
|------|-------------------|------|-----------------|
| 公路   | 省际高速公路            | 铁路   | 沪通铁路一期          |
|      | 宜兴至长兴高速公路江苏段      |      | 连淮扬镇铁路          |
|      | 漂阳至宁德公路江苏段        |      | 连徐高铁            |
|      | 高淳至宣城高速公路江苏段      |      | 盐通铁路（含通张段）      |
|      | 京沪高速公路新沂至淮安段改扩建工程 |      | 南沿江铁路           |
|      | 京沪高速公路淮安至江都段改扩建工程 |      | 沪苏湖铁路           |
|      | 沪陕高速公路平潮至广陵段改扩建工程 |      | 沪通铁路二期          |
|      | 省内高速公路            |      | 宁淮铁路            |
|      | 漂阳至高淳高速公路         |      | 北沿江高铁           |
|      | 常州至宜兴高速公路一期工程     |      | 通苏嘉甬铁路          |
|      | 苏锡常南部高速公路常州至无锡段   |      | 专用（支）线铁路及货运站改造☆ |
|      | 连云港至宿迁高速公路沭阳至宿豫段  | 机场   | 机场扩建工程          |
|      | 五峰山过江通道南北公路接线工程   |      | 南京都市圈轨道交通工程     |
|      | 常泰长江大桥            |      | 苏州轨道交通工程        |
|      | 江阴第二过江通道          |      | 无锡轨道交通工程        |
| 港口航道 | 南京长江过江通道          | 轨道交通 | 徐州轨道交通工程        |
|      | 国省干线公路            |      | 南通轨道交通工程        |
|      | 连云港扩容提升工程         |      | 常州轨道交通工程        |
|      | 苏州港太仓港区四期工程       |      |                 |
|      | 南通港扩容提升工程         |      |                 |
|      | 盐城港扩容提升工程         |      |                 |
|      | 干线航道改扩建           |      |                 |

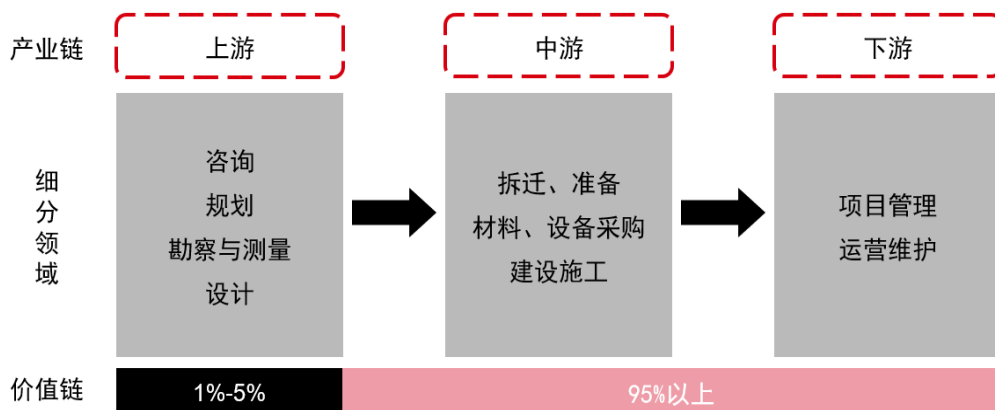
资料来源：江苏省发改委，中信证券研究部

**中长期看，江苏省交通基建将稳步提速。**2019 年江苏省政府出台《关于加快推进全省现代综合交通运输体系建设的意见》，提出 2018 年到 2022 年全省交通基础设施投资总规模将力争突破 1 万亿元。长期看，作为交通强国试点，为完成《交通强国建设纲要》提出的到 2035 年基本建成交通强国；到本世纪中叶全面建成人民满意、保障有力、世界前列的交通强国的计划，江苏省在交通建设的投入将持续领先于全国。

## 产业链最前端，低费用率潜藏提价空间

在整个建筑工程产业链上，勘察设计位于产业链最前端（再往上为各类办公材料、其他劳务服务采购和辅助性设计企业等，不存在紧密依存关系），是基建周期中最为敏感、最先受益的板块。

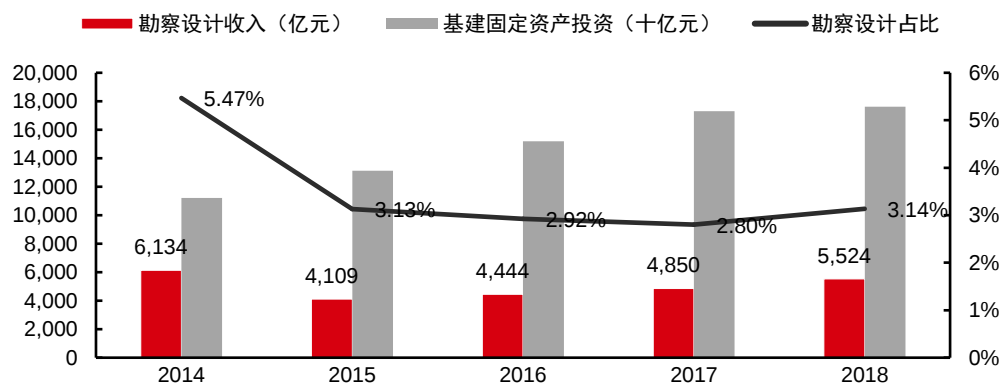
图 16：基础设施建设工程产业链



资料来源：《工程勘察设计行业年度发展研究报告（2018）》（中国勘察设计协会），中信证券研究部

从价值链看，一个显著特点是目前我国勘察设计行业收费占比较低，根据《工程勘察设计行业年度发展研究报告（2018）》，我国设计企业在勘察设计阶段（按照项目总投资）收取的费用率仅 1%-5%，平均水平约 2%。若以住建部统计的勘察设计企业数据，勘察设计业务营收占基建固投的比例约 3.14%。

图 17：勘察设计营收占基建固投比例



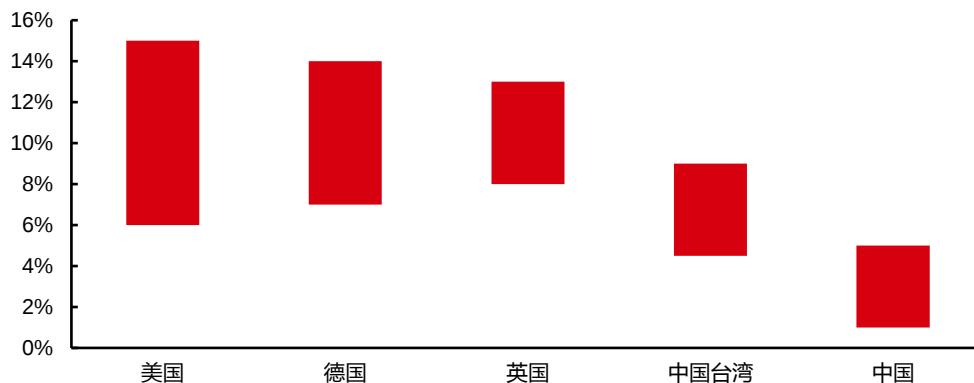
资料来源：住建部，Wind，中信证券研究部

对于勘察设计行业目前费用率占比低的特征，我们认为这蕴含着行业未来提价空间和趋势。

首先，设计费占总投资额仅 3%，但其对基建工程的影响程度远超其收费比重，根据《招标采购专业实务》，规划设计对工程总投资的影响程度可达 75%。因此，从行业整体来看，这意味着这是一个需求弹性较小的行业，其提价不会引起下游需求的剧烈反弹，存

在提价可能。其次，从上升空间看，我国设计阶段费用率距离欧美等国 7%-15% 不等的费用率还有很大距离，即便是对比中国台湾 4.5%~9% 的区间，也存在较大的提价空间。

图 18：各国工程设计阶段费用率比较



资料来源：《建筑师职能体系与建造实践》（姜涌），中信证券研究部

此外，以往限制行业提价的政策因素已被打破，未来行业效益上升趋势显著。我国目前的勘察设计收费体系始于 1984 年的《工程设计收费标准》，即“按照统一的工程概算百分比收费”，后续的规定始终围绕着一一定的政策指导定价标准，很大程度上限制了行业费用率的提升。直到 2014 年开始放开除政府投资项目的设计咨询收费，2015 年全面放开建设项目的收费，行业定价才逐步转向市场化。

表 4：勘察设计行业收费相关政策

| 年份   | 政策法规                             | 主要内容                                                                                                         |
|------|----------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1984 | 《工程设计收费标准》                       | 确定民用建筑和市政工程的设计收费按照统一的工程概算百分比收费                                                                               |
| 1991 | 《关于改进和调整部分民用建筑和市政工程设计收费办法和标准的通知》 | 加入了部分调整系数，总价比率可根据建设投资规模上下浮动；<br><b>基本的标准约为总概算造价的 1.5%</b>                                                    |
| 1992 | 《关于发布工程勘察和工程设计收费标准的通知》           | 提出了民用建筑分级标准、收费定额及调整系数等。                                                                                      |
| 2002 | 《工程勘察设计收费管理规定》                   | 对各类建筑和各类工程的收费加权系数进行了详细的规定，基本覆盖了所有勘察设计项目， <b>收费比率提升到 3% 左右。</b>                                               |
| 2014 | 《关于放开部分建设项目服务收费标准有关问题的通知》        | <b>放开除政府投资项目及政府委托服务以外的建设项目前期工作咨询、工程勘察设计、招标代理、工程监理等 4 项服务收费标准</b> ，但政府投资项目以及政府委托的上述服务收费继续实行政府指导价管理，执行规定的收费标准。 |
| 2015 | 《关于进一步放开建设项目专业服务价格的通知》           | 全面放开建设项目前期工作咨询费、工程勘察设计费、招标代理费、工程监理费、环境影响咨询费等实行政府指导价管理的建设项目专业服务价格，实行市场调节价。 <b>我国的工程勘察设计收费开始实行完全的市场调节价制度。</b>  |

资料来源：国务院网站，中信证券研究部

尽管市场化需要一个较长的过程，但是提价的趋势已经初见端倪。考虑到我国基建大多是基于国有大型企业和以政府投资为主的市政、基础设施等项目，这些主体在政府指导定价取消后仍会习惯性地沿用以往的标准，市场化定价需要一定时间。因此我们看到，从 2015 年至今，以勘察设计营收占基建固投比例来看，2016-2017 年其比例仍较为稳定，**但是 2018 年已经出现上升趋势。**我们认为，随着各参与主体对市场化的进一步推进（如 2018 年深圳福田区推出《福田区政府投资项目工程设计优选优价优效管理办法（试行）》首推“市场调节价+政府参考价”的设计收费制度，可测算的基础服务计费参考是 2009 年

国际计费标准的 45%，是 2002 年计费标准的 1.56 倍），我国设计咨询行业收费将向国际水平靠拢，行业提价的趋势将逐步清晰。

## 商业模式最优，设计行业财务表现好于下游

不同于下游施工企业前期高投入、现金流差的商业模式，勘察设计行业具有轻资产、高毛利的特征，产业链上商业模式最优。从回款节奏上，设计类企业在施工图批准后便能收到 70% 的回款，而施工企业则要待施工结束后才能拿到相应水平的回款，前者明显优于后者。

表 5：设计企业回款节奏优于施工企业

| 设计 | 项目流程 | 合同签订   | 初步设计批准 | 施工图批准 | 工程交工验收 | 竣工后  |
|----|------|--------|--------|-------|--------|------|
|    | 付款节奏 | 5%-10% | 30%    | 70%   | 90%    | 100% |

| 施工 | 项目流程 | 合同签订 | 施工     | 竣工验收    | 审计结算   | 质保期到期 |
|----|------|------|--------|---------|--------|-------|
|    | 付款节奏 | 10%  | 50-70% | 70%-80% | 80-95% | 100%  |

资料来源：中设集团招股说明书，中信证券研究部

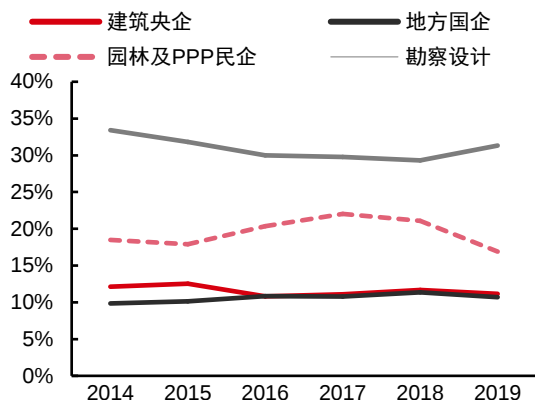
以下选取典型建筑央企、地方国企、园林及 PPP 民企、勘察设计各类型基建企业进行综合对比。

从毛利率和净利率看，勘察设计企业明显高于建筑央企、地方国企和园林及 PPP 民企，盈利能力在产业链中最强。勘察设计企业近 5 年毛利率约为 30%，高于园林及 PPP 民企 20%、建筑央企和地方国企 10% 左右的毛利率区间。勘察设计企业净利率在 7%-10% 的区间，高于传统建筑央企 2%-3% 的净利率区间。

从流动资产和流动负债占总资产和总负债的比例来看，勘察设计企业为产业链最高，体现了其商业模式的灵活性和强流动性。近年勘察设计企业的流动资产/总资产在 70% 以上，流动负责占总负债的 90% 以上，且大多数均为无息负债，显著优于传统建筑企业。

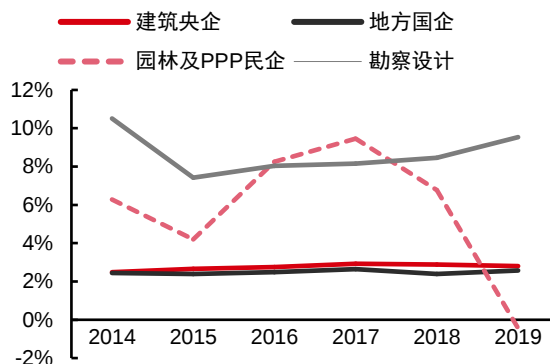
从资产负债水平看，勘察设计企业负债率为产业链最低，同时其 ROE 为产业链最高，更凸显其优质的盈利和资产周转。近年勘察设计企业的资产负债率基本稳定在 50%-60% 的区间，低于传统建筑企业，但凭借其高盈利和高周转，其仍能够实现 12%-15% 的 ROE，高于建筑央企 7%-8% 的区间。

图 19：勘察设计企业毛利率较高



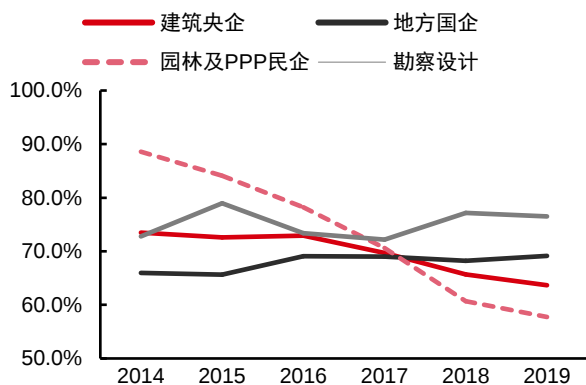
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 20：勘察设计企业净利率较高



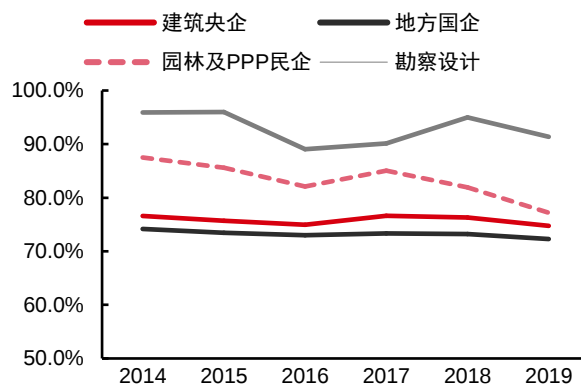
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 21：流动资产占总资产比例



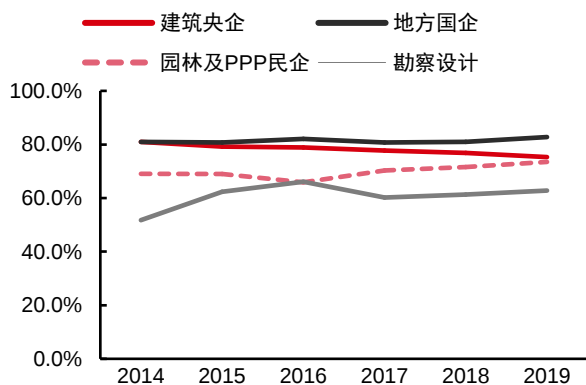
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 22：流动负债占总负债比例



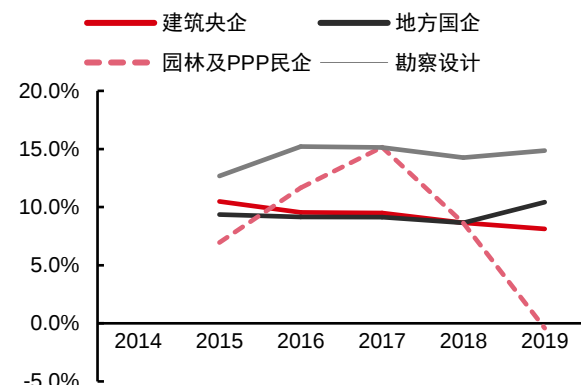
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 23：勘察设计企业资产负债率最低



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 24：勘察设计企业 ROE 最高



资料来源：Wind，中信证券研究部

## 竞争格局分散，并购助推行业集中度上升

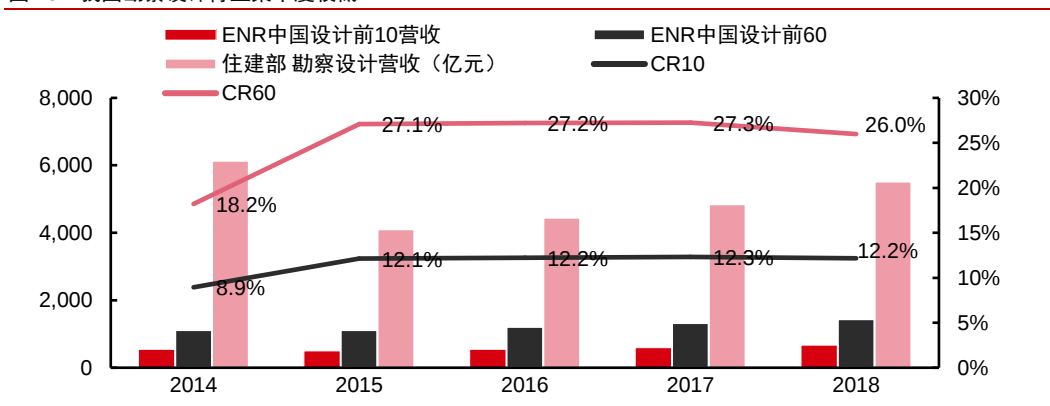
我国勘察设计行业竞争格局整体呈现层次明显、集中度低的特征。目前，国内勘察设计行业主要存在部级院、省级院和市级院三类公司，其中部级院由原部属单位演变而来，具有较强的专业技术水平和丰富的业务经验，具备全国业务开展能力；省级院主要是各地省级交通规划设计院或者市政设计院，主要为地方交通工程服务；市级院一般规模比较小，从业范围较窄，主要针对行政区域类的交通工程项目。从行业集中度看，我们以 ENR 中国每年公布的设计企业前 10/60 强营收与住建部统计的勘察设计企业的勘察与设计业务收入的比值测度行业集中度，2018 年 CR10 仅 12% 左右，CR60 则为 26%，行业极为分散。

表 6：我国勘察设计行业竞争格局

| 类别  | 特征                                         | 代表企业                                            |
|-----|--------------------------------------------|-------------------------------------------------|
| 部级院 | 央企及所属工程咨询企业；<br>行业资源丰富；<br>项目经验足，业务范围覆盖全国； | 中交第一公路院、中交第二公路院、中国电建集团华东勘测设计研究院、中铁二院工程集团有限责任公司等 |
| 省级院 | 具有地缘优势；<br>同质性较强；<br>部分地方院已逐步向省外拓展；        | 苏交科、中设集团、勤设股份、设计总院、湖南交勘院、陕西交勘院等                 |
| 市级院 | 规模较小；<br>资质等级低；<br>主要服务当地市场；               | 建科院、建研院、其他市级研究院等                                |

资料来源：行业调研，中信证券研究部

图 25：我国勘察设计行业集中度较低



资料来源：住建部，ENR，中信证券研究部

行业分散的主要原因是人为制造的壁垒繁多，主要可归纳为条块壁垒、资质壁垒和地域壁垒。条块壁垒是历史遗留问题，在计划经济体制下独特的“条块结合”的管理模式，设计咨询行业管理的有关部门及地方政府对口职能部门各自为政，形成多头管理、人为割裂的局面。资质壁垒，即从事勘察、设计、咨询的企业在开展业务时，必须具有相应的资质才具备承接资格，且只能承接该资质等级许可范围内的业务，而市场上大部分设计企业资质等级较低，缺乏大举向外扩张的基础。地域壁垒则是由于各地的地方保护主义，我国的工程咨询企业多由省事业单位改制而来，与政府关系密切，拥有深厚的客户基础和良好的声誉，异地工程咨询公司市场很难打入。

因此，在诸多人为的壁垒之下，并购往往是有实力的设计咨询企业向外扩张的主要手

段，并助推行业集中度提升。近年来设计行业不断增长的并购也的确印证了这一点，我们观察到主要设计公司并购进程加快，并购需求的增长带动并购标的估值持续上升。

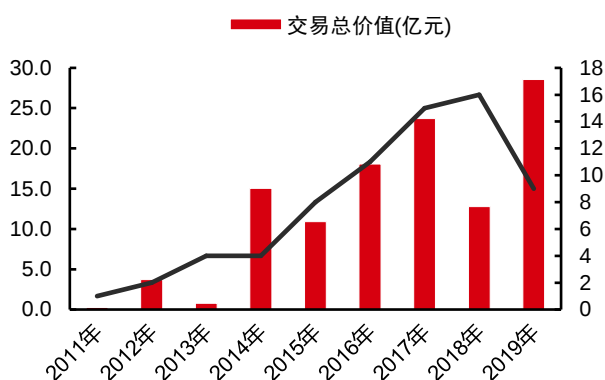
表 7：近年来主要上市设计企业并购事件

| 收购时间    | 收购方  | 收购标的                      | 收购对价（亿元） | 并购当年业绩承诺 | PE(以业绩承诺计算) |
|---------|------|---------------------------|----------|----------|-------------|
| 2014.7  | 苏交科  | 淮交院公司 100%股权              | 1.90     | 2,731.00 | 6.95        |
| 2015.4  | 中设集团 | 宁夏公路勘察设计院有限责任公司 99.86%股权  | 3.07     |          |             |
| 2015.8  | 苏交科  | 中铁瑞威 85%股权                | 0.66     | 1,000.00 | 7.80        |
| 2016.6  | 中设集团 | 扬州市勘测设计研究院有限公司 75%股权      | 1.11     | 1,548.00 | 9.56        |
| 2016.12 | 苏交科  | 中山市水利水电勘测设计咨询有限公司 70%股权   | 1.41     | 2,323.00 | 8.67        |
| 2017.8  | 苏交科  | 石家庄市政设计研究院有限责任公司 100%股权   | 0.88     | 1,000.00 | 8.76        |
| 2018.1  | 柯利达  | 广东赛翼智能科技有限公司 70%股权        | 2.59     | 3,500.00 | 10.57       |
| 2018.11 | 苏交科  | 江苏益铭检测科技有限公司 36%股权        | 0.72     | 1,667.00 | 12.00       |
| 2018.12 | 汉嘉设计 | 杭州市城乡建设设计院股份有限公司 85.68%股权 | 5.83     | 3,890.00 | 14.99       |
| 2018.12 | 中衡设计 | 宁夏建筑设计研究院有限公司 51%股权       | 3.39     | 2,200.00 | 15.41       |

资料来源：各公司公告，中信证券研究部

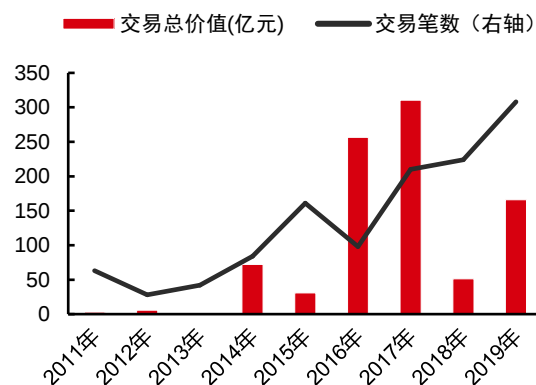
若将视野放宽到整个 A 股所有与设计行业相关的并购，交易笔数增长的趋势更加显著。

图 26：主要设计上市公司并购交易总价值持续增长



资料来源：Wind，中信证券研究部

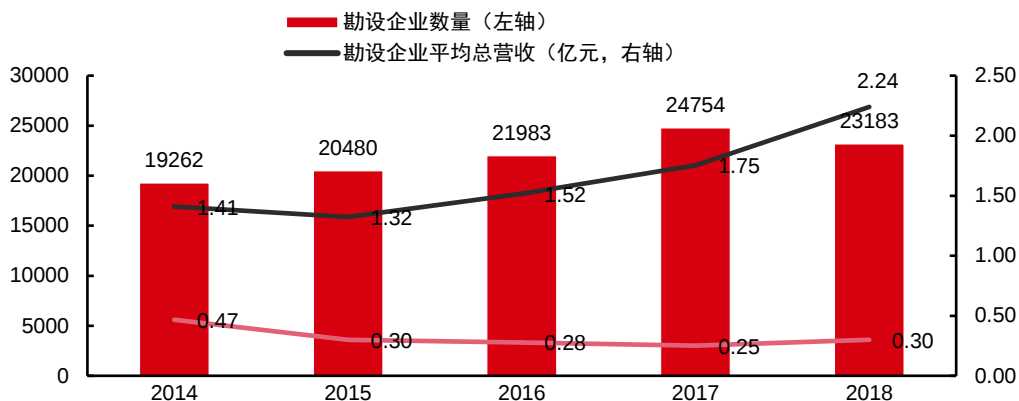
图 27：A 股所有设计相关并购交易笔数持续上升



资料来源：Wind，中信证券研究部

与并购增长趋势对应的，是行业集中度提升和单个企业平均营收的增长。勘察设计企业数量开始缩减，由 2017 年的 24754 个降至 2018 年的 23183 个。同时，单个企业的营收也有明显增长，行业内企业的平均总营收从 2017 年的 1.75 亿元增至 2018 年的 2.24 亿元，勘察与设计两项业务的营收 2018 年开始也趋升，平均从 2500 万元增至 3000 万元，增幅明显。

图 28：我国勘设企业数量及平均营收



资料来源：住建部，中信证券研究部

我们认为，并购助推行业集中度提升将是未来行业的主要趋势，优质企业将获取更大的议价权。叠加前述定价市场化进程的加速，行业龙头将持续收益，长期提价趋势明朗。

## ■ 区域龙头展开全国布局，资质与人才优势显著

### 资质壁垒构筑公司经营护城河

如前所述，公司在民营设计咨询公司中资质最全，在勘察、设计、规划研究、检测等领域拥有多项甲级乃至综合甲级的最优资质。资质作为行业经营的硬性壁垒，拥有高等级资质的公司自然拥有更强的竞争力。

以工程设计综合甲级资质为例，拥有该资质的设计咨询企业可以承担电力、化工石化医药、核工业、铁道、公路、民航、市政、建筑等全部 21 个行业建设工程项目的设计业务，以及工程总承包业务、项目管理业务。目前全国仅有 78 家（占全国设计咨询企业数量 0.3%）设计咨询公司获得该项资质。而在交通领域，工程设计综合甲级资质大部分分布在中国中铁、中国铁建、中国交建下属的设计院，上市公司中仅中设集团、苏交科、城建发展、东华科技四家拥有此项资质。

表 8：中设集团所获部分高等级资质

| 业务类别 | 资质         | 覆盖领域                                                                                                         |
|------|------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 勘察   | 工程勘察综合甲级   | 可以承担除海洋工程勘察外的各类工程项目的岩土工程勘察、水文地质勘察、工程测量业务，规模不受限制。                                                             |
| 设计   | 工程设计综合甲级   | 可在公路、市政、桥梁、轨道交通、建筑、景观、智能交通等住建部划分的全部 21 个行业及 8 个专项范围内开展工程设计咨询业务，且规模不受限制。                                      |
| 规划研究 | 工程咨询综合甲级   | 可以承接公路、港口河海工程，市政公用工程，城市轨道交通工程，建筑工程，铁路工程，水文地质、工程测量、岩土工程，水利工程等专业的规划咨询，编制项目建议书、项目可行性研究报告、项目申请报告、资金申请报告，评估咨询等业务。 |
|      | 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                                                                                      |
| 检测   | 公路工程综合甲级   | 可在相应领域进行试验检测业务                                                                                               |

| 业务类别 | 资质           | 覆盖领域                              |
|------|--------------|-----------------------------------|
|      | 公路工程桥梁隧道工程专项 |                                   |
|      | 水运工程材料甲级     |                                   |
|      | 水运工程结构甲级资质   |                                   |
|      | 工程招标代理机构甲级   | 可以承担各类工程的招标代理业务                   |
| 其他   | 测绘甲级         | 可在公路、市政、桥梁、轨道交通、建筑、景观、智能交通等开展测绘业务 |

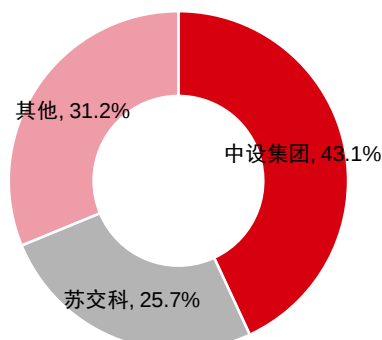
资料来源：公司公告，住建部，中信证券研究部

高等级资质的稀缺性构建起了公司的经营壁垒，而资质审批的严格性巩固了这一壁垒。仍以工程设计综合甲级资质为例，其审批主要归住建部管理，审批程序严格。从审批结果来看，2007 年约有 50 家企业获得该项资质，至今仍然仅有 78 家，增长极慢。

### 省内领先地位稳固，保障业绩增长

公司是江苏省内勘察设计企业龙头，市占率长期省内第一，在项目资源和客户方面拥有较强的优势。2019 年江苏省交通固定资产投资 1397 亿元，按勘察设计费率 5% 的水平测算，全省 2019 年交通勘察设计相关收入约为 70 亿元。中设集团 2019 年江苏省内收入 30.1 亿元，市占率 43%；省内另一龙头苏交科 2019 年省内收入 18 亿元，市占率 26%。

图 29：江苏省 2019 年交通领域勘察设计市占率测算



资料来源：Wind，中信证券研究部

公司在省内的经营具有先天优势。公司前身江苏省交通规划设计院隶属于江苏省交通厅，不仅参与了众多省内的各类交通项目规划，承担了江苏省内大部分高速公路、过江通道、桥梁、隧道的设计工作，专业技术力量雄厚。在省内规划研究方面，公司先后承担了交通运输大部门行政管理职能配置研究、江苏交通运输现代化规划研究、江苏省高速公路网规划、江苏省轨道交通十二五及中长期发展规划、内河航道调查和运输需求分析技术研究、江苏省机场综合运输体系研究等省内重大项目。在特大型桥梁设计方面，公司参与多项世界级项目，包括苏通长江公路大桥（世界上第一座主跨超过千米的斜拉桥），润扬长江公路大桥（公路建桥史上工程规模最大，技术最复杂的组合型特大桥梁工程），泰州长江公路大桥（世界上首次建造千米级跨度的三塔悬索桥）等。在高速公路和过江通道方面，参与设计宁常高速公路、沪宁高速公路、宁杭高速公路、苏锡常南部高速公路常州至无锡段太湖隧道、苏州中环快速路北线二期工程阳澄西湖隧道、和燕路过江通道。

公司在省内的优势源源不断地转化为营收和订单的稳定增长，毛利率也维持高位。2019 年公司省内业务增长 17%，省内毛利率 33.1%。公司总体订单增长维持在 25%的水平，有效保障未来业绩。

图 30：公司参与设计苏通长江公路大桥



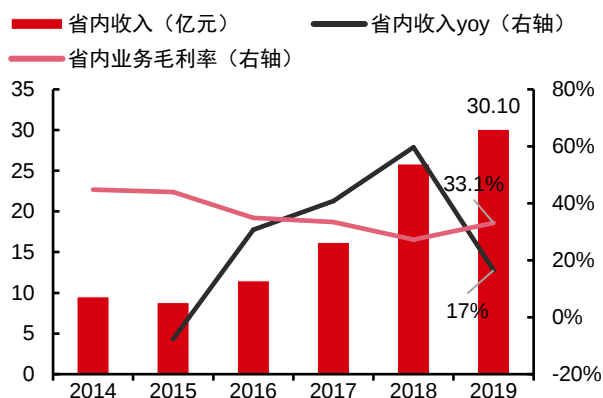
资料来源：公司官网

图 31：公司参与设计江苏沿江（宁常）高速公路



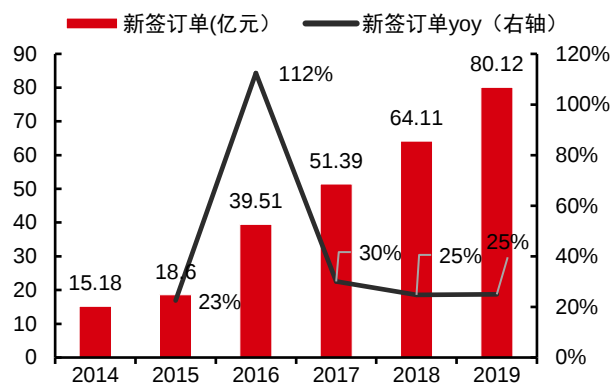
资料来源：公司官网

图 32：中设集团省内业务收入及毛利率



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 33：中设集团订单增长稳定



资料来源：Wind，中信证券研究部

## 外延并购+新设子公司展开全国布局

为突破区域壁垒，公司积极通过并购进行全国布局，上市以来，先后成功并购宁夏公路院、扬州设计院、郡凯工程。公司充分发挥其资质、技术、经验优势，与被并购标的形成良好的协同效应，标的公司被收购后业绩与利润均能实现稳定增长。

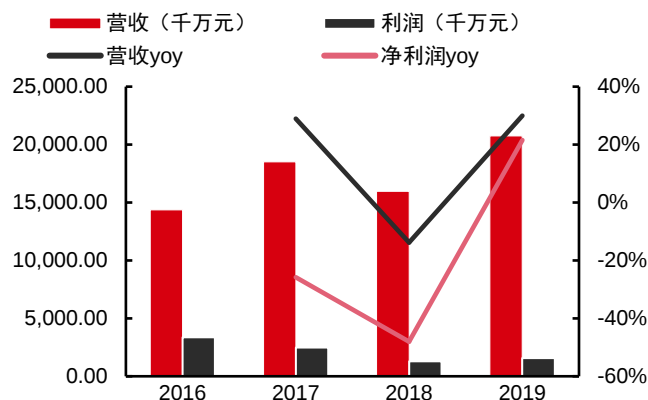
表 9：中设集团近年并购事件

| 首次披露日      | 交易标的               | 标的方所属行业 | 交易总价值(万元) | 最新进度   |
|------------|--------------------|---------|-----------|--------|
| 2015/3/3   | 宁夏公路勘察设计院 99.86%股权 | 调查和咨询服务 | 30,745.83 | 完成     |
| 2016/6/1   | 扬州设计院 75%股权        | 调查和咨询服务 | 11,131.96 | 完成     |
| 2017/7/19  | 郡凯工程 51%股权         | 调查和咨询服务 | 1,041.00  | 完成     |
| 2018/4/18  | 中梁工程 51%股权         | 建筑与工程   | 1,530.00  | 董事会预案  |
| 2018/10/27 | 北京泰诺安 95%股权        | 公路与铁路   | 3,000.00  | 达成转让意向 |

| 首次披露日      | 交易标的                              | 标的方所属行业 | 交易总价值(万元) | 最新进度  |
|------------|-----------------------------------|---------|-----------|-------|
| 2018/10/27 | Strabala+architects LLC 不超过51%的股权 | 调查和咨询服务 | 5,600.00  | 董事会预案 |

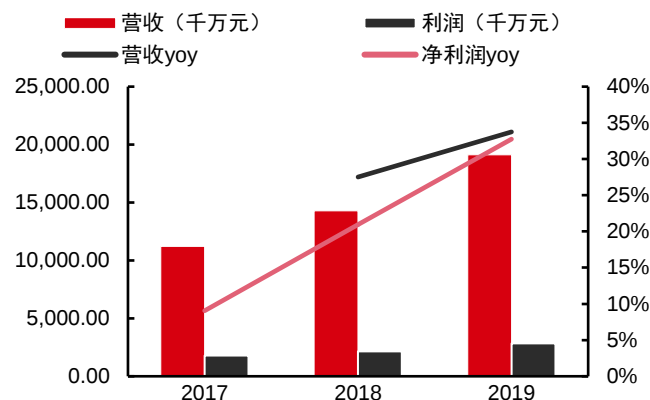
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 34：宁夏公路勘察设计院被并购后业绩



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 35：扬州设计院被并购后业绩



资料来源：公司公告，中信证券研究部

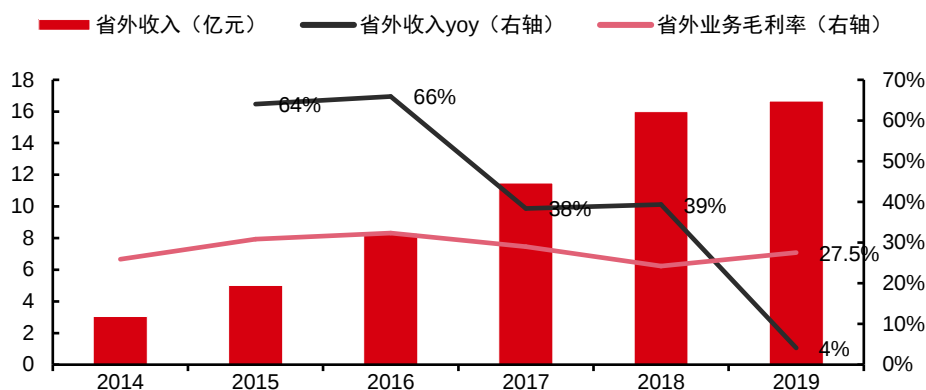
另一方面，公司也大幅通过设立子公司深化全国布局，配合实施的属地化策略，设立区域中心并实现本地化运营，在全国范围内扩大经营范围。从结果来看，公司省外布局稳步推进，毛利率逐步向省内业务靠拢。

表 10：公司近年新设子公司

| 年份   | 子公司名称  | 持股比例 | 主营业务                                              |
|------|--------|------|---------------------------------------------------|
| 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                            |
| 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                                       |
| 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                                              |
| 2019 | 南京地铁咨询 | 51%  | 城市轨道交通管理咨询及服务                                     |
| 2019 | 中设安全   | 70%  | 消防设备设计、制造、销售、安装、调试；救护器材、消防器材、体育器材制造（限分支机构）、销售和维护； |
| 2019 | 西藏中设   | 100% | 交通工程规划设计、工程勘察设计、规划管理等                             |
| 2019 | 中设商业   | 100% | 商业科技研发、商业经营管理、高速公路服务区经营管理等                        |
| 2019 | 中设恒通   | 95%  | 施工总承包                                             |

资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 36：公司省外业务营收与毛利率



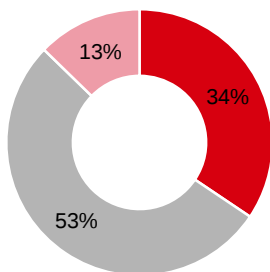
资料来源：Wind，中信证券研究部

## 人才优势显著，人均创利领先行业

工程咨询设计作为智力密集型行业，人才优势是企业的核心竞争力之一，经过多年发展，公司已拥有一支素质高、能力强的人才队伍，并已在经营成果当中显现了出来。从员工结构看，即便是对比同为优质设计企业的苏交科，中设集团的人才优势也较为显著，截至 2019 年，其员工结构中研究生及以上学历的员工占比 34%，是苏交科的两倍。

图 37：中设集团员工结构（2019）

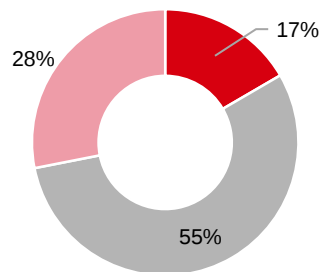
■ 研究生及以上 ■ 本科 ■ 大专及以下



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 38：苏交科员工结构（2019）

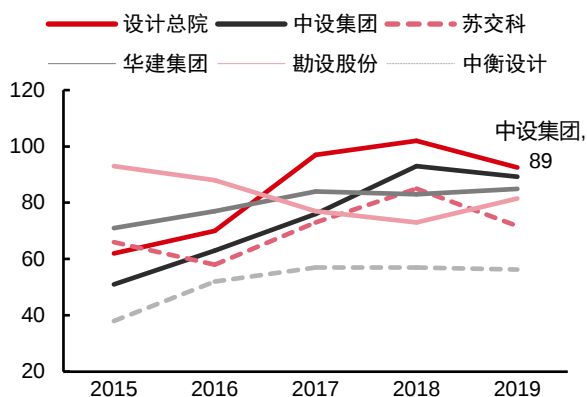
■ 研究生及以上 ■ 本科 ■ 大专及以下



资料来源：苏交科公告，中信证券研究部

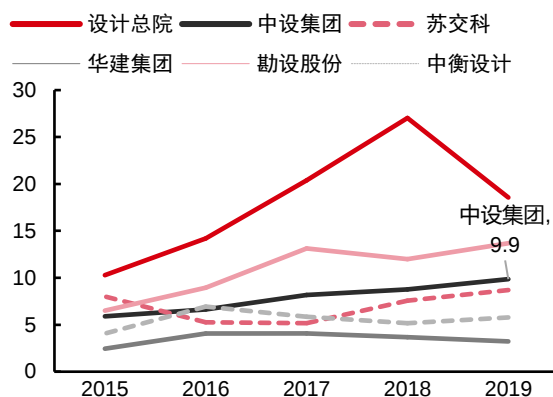
与此同时，公司人才优势转化而成的经营成果也十分显著。从人均创收和人均创利两项指标来看，中设集团均明显领先于同行业公司，2019 年其人均创收 89 万元，超出行业平均 31.2%，人均创利也达到 9.9 万元，领先同行。

图 39：中设集团人均创收领先于行业（单位：万元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 40：中设集团人均创利领先于行业（单位：万元）



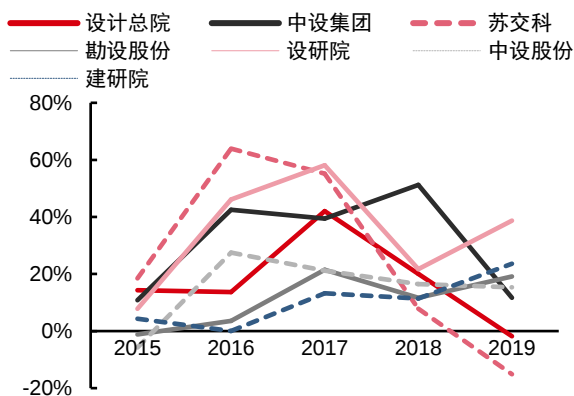
资料来源：Wind，中信证券研究部

## ■ 财务指标优秀，毛利率回升助推盈利加速提升

### 业绩高速增长，净利率提升可期

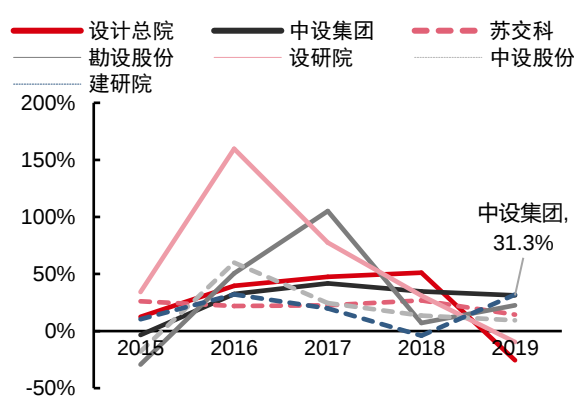
首先，公司外延与内生并举，营收与利润的增速均领先于同行。公司近 5 年营收 CAGR 30%，高于行业平均 12 pct，近 5 年净利润 CAGR 26.3%，高于行业平均 1.6 pct。若将近年并购的宁夏勘察设计院和扬州设计院剔除，公司的营收与净利润并未发生大幅波动，内生增长与整体增长的趋势一致，表明了公司业绩增长的稳定性和可持续性。此外，这也与近年来公司对外业务的拓展更加倾向于通过在各区域设立子公司进行，而较少采用并购的方式进行有关。

图 41：主要勘察设计公司营收增速



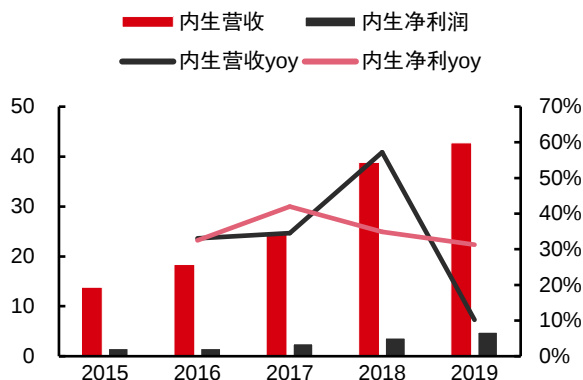
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 42：主要勘察设计公司利润增速



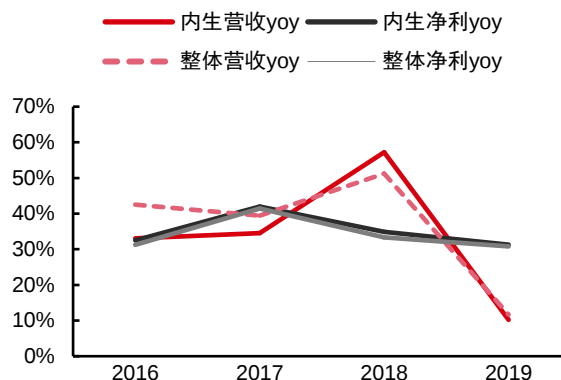
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 43：公司内生<sup>1</sup>的营收与利润增长明显



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 44：公司内生增长与整体增长趋势一致

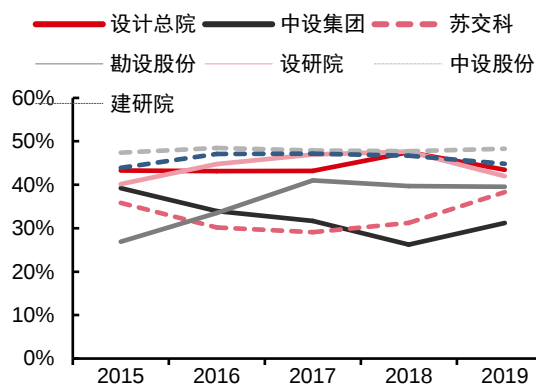


资料来源：Wind，中信证券研究部

其次，从盈利能力看，公司净利率阶段性地低于行业平均水平，主要与公司目前仍处于省外拓展的前期，省外业务成本较高拖累毛利率所致。省外业务成本较高体现在两点，一是其他成本中的“差旅现场费用”较高，主要因公司前期省外业务量较少公司更多采用总部人员外派的模式执行项目所致，随着公司属地化经营的进一步实施，外派的占比将逐渐降低；二是在用于购买设计业务前期所需要的项目所在地特定资料，如卫星图片、防洪评价、工程场地安全性评价、地形图测绘、地下管线探测等的“服务采购成本”较高，随着公司在各区域逐渐扎根，此类知识又具有积累效应，服务采购的成本也将逐步降低。因此我们看到，近年来公司的“其他成本”增长不断放缓，而 2019 年服务采购成本在营业成本中的占比也明显下降，毛利率开始回升。随着省外市场的稳固，省外属地化经营的比例逐渐提高，预计公司毛利率将进一步回升，可参考率先进行省外拓展的苏文科，其毛利率也经历了先下降后逐步回升的阶段。

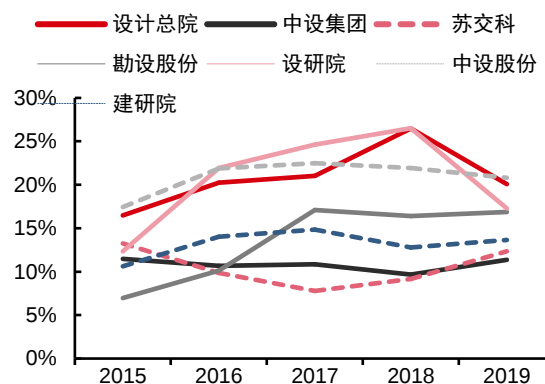
此外，公司毛利率 2018 年下滑较大还与拓展 EPC 业务力度较大有关，但 2019 年也已进行了调整，EPC 业务营收增速放缓，预计对公司毛利率的影响将逐步降低。

图 45：主要勘察设计公司毛利率



资料来源：Wind，中信证券研究部

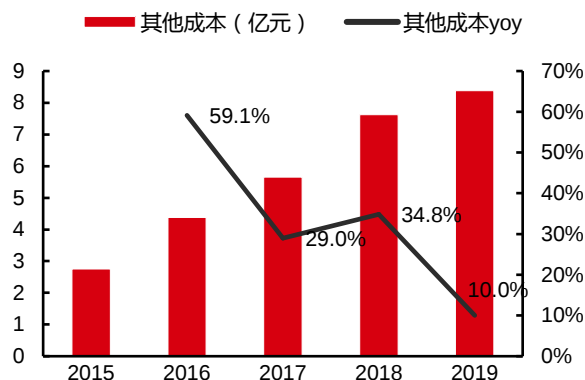
图 46：主要勘察设计公司净利率



资料来源：Wind，中信证券研究部

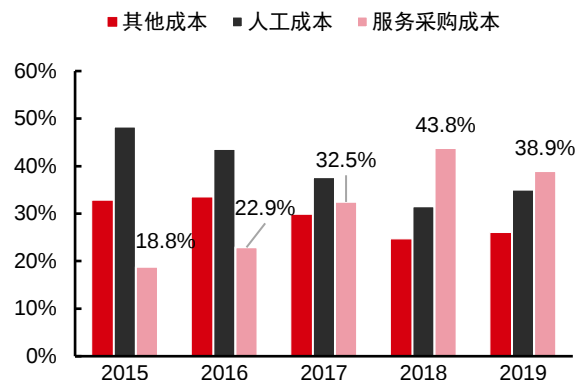
<sup>1</sup>即剥离宁夏勘察设计院和扬州设计院之后的营收与利润

图 47：公司其他成本增长放缓



资料来源：公司公告，中信证券研究部

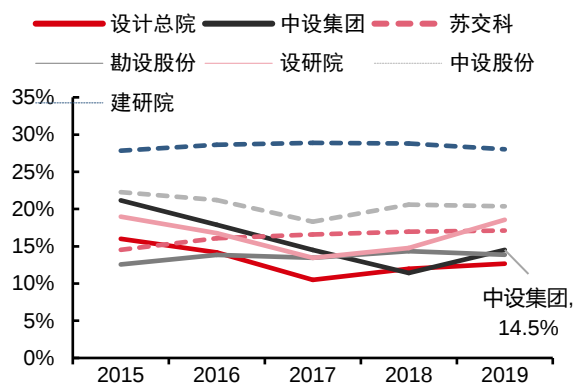
图 48：公司服务采购成本占比增长明显



资料来源：公司公告，中信证券研究部

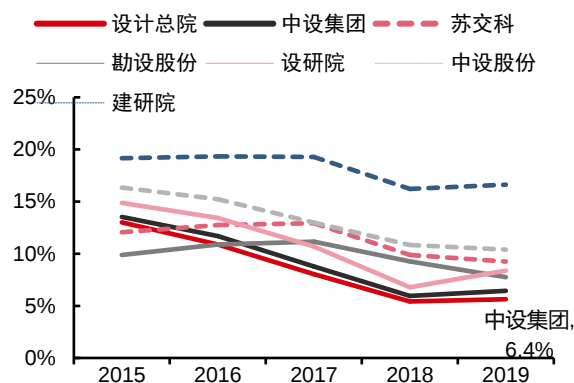
同时，公司的内控能力优秀，较低的费用率将使得毛利率的回升有效地传导至实际盈利的提升。公司综合费用率及管理费用率均大幅低于行业，近5年其综合费用率为15.9%，低于行业平均2.2 pcts；其中公司近5年管理费用率仅9.3%，低于行业平均3.1 pcts。

图 49：公司综合费用率低于行业平均



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 50：公司管理费用率低于行业平均

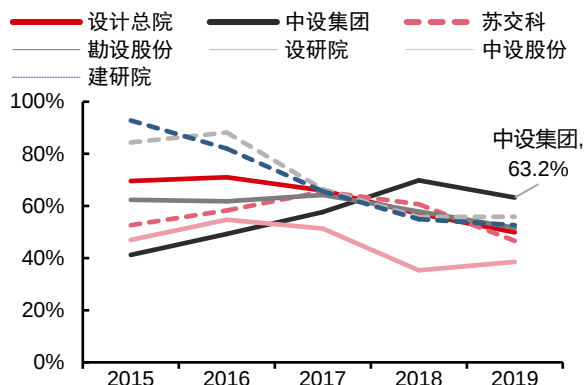


资料来源：Wind，中信证券研究部

## 营运能力强，现金流优质，净负债大幅优于行业

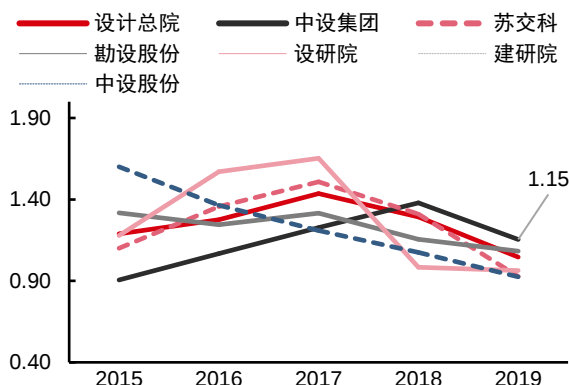
从营运能力看，公司总资产周转率及应收账款周转率均处于行业领先水平。2019年公司总资产周转率0.63，应收账款周转率1.15，均远高于行业平均。此外，公司的应收账款占营业收入的比例较为健康，其应收账款及票据/营业收入2019年为96.8%，低于行业平均5.9 pcts。

图 51：公司总资产周转率高于行业平均



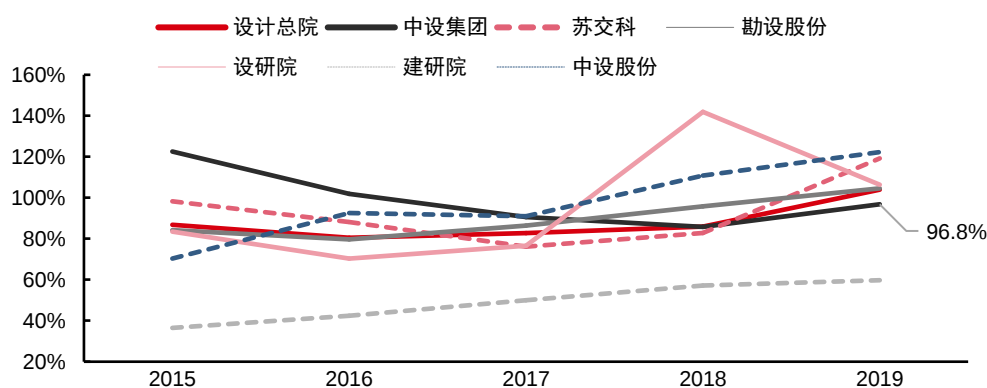
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 52：公司应收账款周转率高于行业平均



资料来源：Wind，中信证券研究部

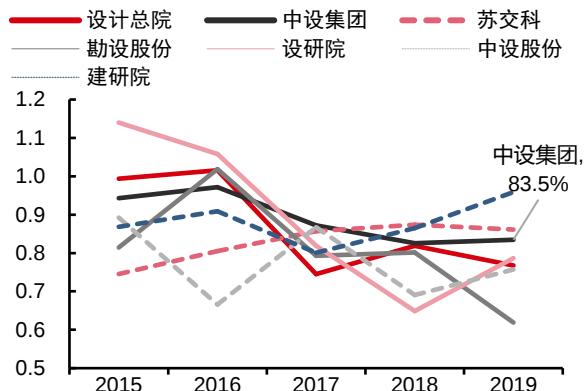
图 53：公司应收账款及票据/营业收入低于行业平均



资料来源：Wind，中信证券研究部

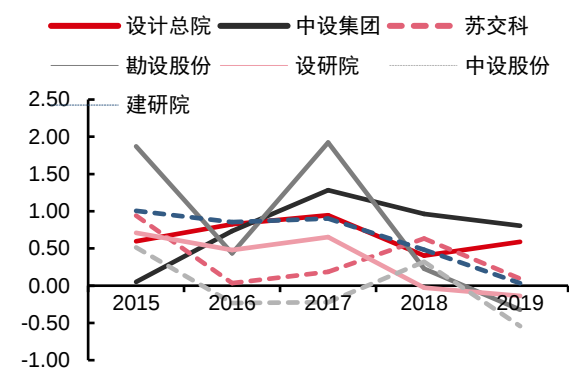
良好的应收账款也为公司带来了更为优质的现金流。公司现金流健康，经营性现金流持续净流入，且领先于整个行业。公司近 5 年收现比平均为 0.89，高于行业平均 0.84；近 5 年经营性现金流/净利润为 0.77，超出行业平均 62.4%。

图 54：主要勘察设计公司收现比



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 55：主要勘察设计公司经营性现金流/净利润



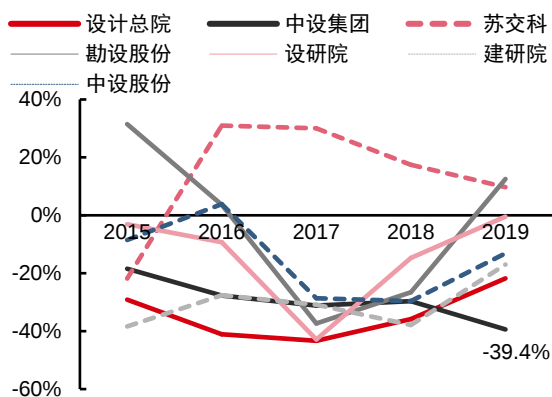
资料来源：Wind，中信证券研究部

优质的现金流使得公司的资金压力较小，负债情况健康。公司近 5 年净负债率-29.3%，

低于行业平均 15.3 pct。

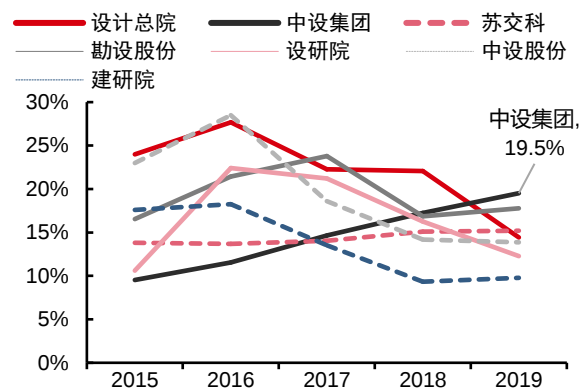
结合公司优于行业的资产周转能力、健康的负债（低净负债率意味着负债中大部分为无息负债），公司的 ROE 已经到达了优于行业的水平。随着前述公司省外经营逐步成熟毛利率提升并带动净利率回升，公司的盈利进一步好转，ROE 有望进一步提升。

图 56：公司净负债率低于行业平均



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 57：公司 ROE 高于行业平均



资料来源：Wind，中信证券研究部

## ■ 风险因素

### (1) 基建投资不及预期

基建投资尤其是交通基建投资对交通产业链上的企业影响重大，若重大项目的落地情况不及预期可能对公司造成不良影响。尽管今年以来全国基建投资增速有了明显的回升，但未来依然存在一定不确定性。

### (2) EPC 业务亏损风险

公司近年来拓展 EPC 业务，但相关的经验较少，与传统的建筑施工企业相比在管理能力等方面存在一定的差距。这也是公司 EPC 业务的毛利率低于行业平均水平的原因，若公司对 EPC 项目的管理仍无法达到预期，存在发生亏损的风险。

### (3) 省外拓展不及预期

公司目前处于省外拓展前期，因人员外派及服务采购较多致毛利率较低，预期属地化经营成熟后毛利率将稳步回升。但省外拓展尚存不确定性，若经营出现问题，毛利率回升可能不及预期。

## ■ 盈利预测及核心假设

### 核心假设

- 1) 收入增速上看，考虑基建的持续复苏，我们预计公司 2020-2022 年勘察设计业务收入增速分别为+20%/+19%/+19%，预计 2020-2022 年规划研究业务收入增速分别为+26%/+22%/+20%；预计 2020-2022 年试验检测业务收入增速分别为+40%/+20%/+30%；预计 2020-2022 年工程管理业务收入增速分别为+40%/+20%/+20%；工程承包业务料保持稳健，预计 2020-2022 年工程承包业务收入增速均为+5%。
- 2) 毛利率上看，我们预计公司 2020-2022 年勘察设计业务毛利率分别为 34.0%/33.5%/32.8%；预计公司 2020-2022 年规划研究与业务毛利率分别为 41.0%/38.0%/36.0%；预计公司 2020-2022 年工程承包业务毛利率分别为 2.0%/2.3%/2.3%；预计公司 2020-2022 年试验检测业务毛利率分别为 27.1%/27.1%/28.5%；预计公司 2020-2022 年工程管理业务毛利率分别为 16.8%/16.8%/16.1%。

### 盈利预测

表 11：中设集团盈利预测

|            | 2017  | 2018   | 2019   | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------|-------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 营业总收入（百万元） | 2,776 | 4,198  | 4,688  | 5,495 | 6,515 | 7,773 |
| 勘察设计       | 1,795 | 2,602  | 3,071  | 3,685 | 4,385 | 5,218 |
| 规划研究       | 340   | 424    | 576    | 726   | 886   | 1,063 |
| 工程承包       | 180   | 659    | 363    | 381   | 401   | 421   |
| 试验检测       | 305   | 295    | 351    | 491   | 590   | 766   |
| 工程管理       | 126   | 142    | 151    | 211   | 254   | 305   |
| 营业总收入增速    | 39.4% | 51.2%  | 11.7%  | 17.2% | 18.6% | 19.3% |
| 勘察设计       | 23.1% | 45.0%  | 18.0%  | 20.0% | 19.0% | 19.0% |
| 规划研究       | 53.3% | 24.7%  | 35.8%  | 26.0% | 22.0% | 20.0% |
| 工程承包       |       | 265.4% | -44.9% | 5.0%  | 5.0%  | 5.0%  |
| 试验检测       | 58.8% | -3.3%  | 19.0%  | 40.0% | 20.0% | 30.0% |
| 工程管理       | 48.3% | 13.1%  | 6.1%   | 40.0% | 20.0% | 20.0% |
| 营业成本(百万元)  | 1,897 | 3,097  | 3,225  | 3,768 | 4,497 | 5,402 |
| 勘察设计       | 1,157 | 1,784  | 2,032  | 2,432 | 2,916 | 3,507 |
| 规划研究       | 215   | 271    | 331    | 428   | 549   | 680   |
| 工程承包       | 179   | 642    | 354    | 374   | 391   | 411   |
| 试验检测       | 222   | 227    | 242    | 358   | 430   | 548   |
| 工程管理       | 105   | 116    | 129    | 176   | 211   | 256   |
| 毛利（百万元）    | 879   | 1,101  | 1,463  | 1,727 | 2,017 | 2,371 |
| 勘察设计       | 638   | 818    | 1,039  | 1,253 | 1,469 | 1,712 |

|        | 2017  | 2018  | 2019  | 2020E | 2021E | 2022E |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 规划研究   | 125   | 153   | 245   | 298   | 337   | 383   |
| 工程承包   | 2     | 17    | 9     | 7     | 9     | 10    |
| 试验检测   | 83    | 68    | 109   | 133   | 160   | 218   |
| 工程管理   | 21    | 27    | 22    | 36    | 43    | 49    |
| 毛利率(%) | 31.7% | 26.2% | 31.2% | 31.4% | 31.0% | 30.5% |
| 勘察设计   | 35.5% | 31.4% | 33.8% | 34.0% | 33.5% | 32.8% |
| 规划研究   | 36.8% | 36.1% | 42.5% | 41.0% | 38.0% | 36.0% |
| 工程承包   | 0.8%  | 2.6%  | 2.5%  | 2.0%  | 2.3%  | 2.3%  |
| 试验检测   | 27.2% | 23.1% | 31.1% | 27.1% | 27.1% | 28.5% |
| 工程管理   | 16.9% | 18.8% | 14.7% | 16.8% | 16.8% | 16.1% |

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

基于以上假设，经模型测算得出公司 2020-2022 年营业收入为 55.0/65.1/77.7 亿元，归母净利润 6.4/7.5/8.9 亿元，对应 EPS 预测分别为 1.14/1.35/1.60 元。

## ■ 估值及投资评级

**当前估值处于历史低位。**从纵向对比的角度看，公司目前 PE（TTM）约为 13x，处于历史估值的 7.6%分位，大幅低于历史均值水平。

图 58：当前公司估值处于历史低位



资料来源：Wind，中信证券研究部

公司核心业务为交通、市政等多领域的勘察设计、规划研究等综合性工程咨询服务。我们采取市盈率估值法对公司进行横向对比和估值，选取部分上市设计企业进行比较。参考可比公司估值，我们给予公司 2020 年 15 倍 PE，对应目标价为 17.12 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 12：可比公司估值

| 代码         | 证券简称 | 市盈率 PE（倍）   |      |      |
|------------|------|-------------|------|------|
|            |      | TTM         | 20E  | 21E  |
| 300284.SZ  | 苏文科  | 11.6        | 8.9  | 7.6  |
| 603357.SH  | 设计总院 | 15.6        | 12.1 | 9.8  |
| 603458.SH  | 勘设股份 | 8.9         | 7.3  | 6.1  |
| 002949.SZ  | 华阳国际 | 52.8        | 32.3 | 24.8 |
| 603017.SH  | 中衡设计 | 15.2        | 13.3 | 11.1 |
| 300746.SZ  | 汉嘉设计 | 30.3        | 22.0 | 16.4 |
| 603183.SH  | 建研院  | 29.4        | 20.3 | 18.5 |
| <b>平均值</b> |      | <b>23.1</b> | 23.4 | 16.6 |
| 603018.SH  | 中设集团 | 12.7        | 10   | 8.5  |

资料来源：Wind，中信证券研究部注：股价为 2020 年 7 月 29 日收盘价，除中设集团外均为 Wind 一致预测

表 13：中设集团盈利预测及估值

| 项目/年度           | 2018  | 2019  | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)       | 4,198 | 4,688 | 5,495 | 6,515 | 7,773 |
| 营业收入增长率 YoY     | 51.2% | 11.7% | 17.2% | 18.6% | 19.3% |
| 净利润(百万元)        | 396   | 518   | 636   | 752   | 894   |
| 净利润增长率 YoY      | 33.5% | 30.7% | 22.8% | 18.3% | 18.8% |
| 每股收益 EPS(基本)(元) | 1.28  | 1.16  | 1.14  | 1.35  | 1.60  |
| 毛利率             | 26.2% | 31.2% | 31.4% | 31.0% | 30.5% |
| 净资产收益率 ROE      | 16.0% | 18.1% | 18.8% | 18.8% | 18.9% |
| 每股净资产（元）        | 5.33  | 6.18  | 7.30  | 8.61  | 10.18 |
| PE              | 8.9   | 9.9   | 10.0  | 8.5   | 7.1   |
| PB              | 2.1   | 1.9   | 1.6   | 1.3   | 1.1   |

资料来源：Wind，中信证券研究部预测注：股价为 2020 年 7 月 29 日收盘价

**利润表（百万元）**

| 指标名称         | 2018   | 2019   | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入         | 4,198  | 4,688  | 5,495  | 6,515  | 7,773  |
| 营业成本         | 3,097  | 3,225  | 3,768  | 4,497  | 5,402  |
| 毛利率          | 26.22% | 31.21% | 31.43% | 30.97% | 30.50% |
| 营业税金及附加      | 29     | 36     | 44     | 52     | 62     |
| 销售费用         | 165    | 175    | 203    | 235    | 280    |
| 营业费用率        | 3.92%  | 3.74%  | 3.70%  | 3.60%  | 3.60%  |
| 管理费用         | 250    | 302    | 357    | 423    | 497    |
| 管理费用率        | 5.95%  | 6.44%  | 6.50%  | 6.50%  | 6.40%  |
| 财务费用         | 18     | 12     | 29     | 21     | 16     |
| 财务费用率        | 0.43%  | 0.25%  | 0.53%  | 0.33%  | 0.20%  |
| 投资收益         | 33     | 32     | 30     | 30     | 30     |
| 营业利润         | 472    | 617    | 756    | 889    | 1,057  |
| 营业利润率        | 11.24% | 13.16% | 13.77% | 13.64% | 13.59% |
| 营业外收入        | 0      | 0      | 0      | 5      | 5      |
| 营业外支出        | 0      | 1      | 1      | 1      | 2      |
| 利润总额         | 472    | 616    | 756    | 893    | 1,060  |
| 所得税          | 66     | 83     | 101    | 119    | 140    |
| 所得税率         | 13.97% | 13.49% | 13.40% | 13.30% | 13.20% |
| 少数股东损益       | 10     | 15     | 18     | 22     | 26     |
| 归属于母公司股东的净利润 | 396    | 518    | 636    | 752    | 894    |
| 净利率          | 9.44%  | 11.05% | 11.58% | 11.55% | 11.50% |

**资产负债表（百万元）**

| 指标名称          | 2018  | 2019  | 2020E | 2021E  | 2022E  |
|---------------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 货币资金          | 1,084 | 1,486 | 1,645 | 1,899  | 2,352  |
| 存货            | 562   | 634   | 706   | 842    | 1,012  |
| 应收账款          | 3,601 | 4,539 | 5,340 | 6,331  | 7,532  |
| 其他流动资产        | 293   | 328   | 378   | 448    | 535    |
| 流动资产          | 5,540 | 6,988 | 8,069 | 9,520  | 11,431 |
| 固定资产          | 417   | 389   | 396   | 404    | 396    |
| 长期股权投资        | 93    | 118   | 118   | 118    | 118    |
| 无形资产          | 56    | 49    | 49    | 49     | 49     |
| 其他长期资产        | 652   | 530   | 584   | 656    | 753    |
| 非流动资产         | 1,219 | 1,087 | 1,148 | 1,228  | 1,316  |
| 资产总计          | 6,759 | 8,074 | 9,217 | 10,749 | 12,747 |
| 短期借款          | 334   | 331   | 250   | 199    | 335    |
| 应付账款          | 1,647 | 2,181 | 2,449 | 2,878  | 3,403  |
| 其他流动负债        | 2,237 | 2,619 | 3,036 | 3,555  | 4,139  |
| 流动负债          | 4,218 | 5,131 | 5,735 | 6,633  | 7,877  |
| 长期借款          | 0     | 0     | 0     | 0      | 0      |
| 其他长期负债        | 12    | 12    | 12    | 12     | 12     |
| 非流动性负债        | 12    | 12    | 12    | 12     | 12     |
| 负债合计          | 4,230 | 5,143 | 5,747 | 6,644  | 7,888  |
| 股本            | 314   | 464   | 557   | 557    | 557    |
| 资本公积          | 815   | 668   | 575   | 575    | 575    |
| 归属于母公司所有者权益合计 | 2,475 | 2,868 | 3,388 | 4,000  | 4,729  |
| 少数股东权益        | 53    | 64    | 82    | 104    | 130    |
| 股东权益合计        | 2,528 | 2,932 | 3,470 | 4,104  | 4,858  |
| 负债股东权益总计      | 6,759 | 8,074 | 9,217 | 10,749 | 12,747 |

**现金流量表（百万元）**

| 指标名称         | 2018   | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|--------------|--------|------|-------|-------|-------|
| 税前利润         | 472    | 616  | 756   | 893   | 1,060 |
| 所得税支出        | -66    | -83  | -101  | -119  | -140  |
| 折旧和摊销        | 63     | 69   | 53    | 62    | 69    |
| 营运资金的变化      | -283   | -357 | -410  | -447  | -538  |
| 其他经营现金流      | 142    | 159  | 172   | 190   | 174   |
| 经营现金流合计      | 327    | 404  | 469   | 578   | 625   |
| 资本支出         | -72    | -36  | -60   | -70   | -60   |
| 投资收益         | 33     | 32   | 30    | 30    | 30    |
| 其他投资现金流      | -122   | 138  | -54   | -72   | -96   |
| 投资现金流合计      | -161   | 134  | -84   | -112  | -126  |
| 发行股票         | 18     | 44   | 0     | 0     | 0     |
| 负债变化         | 1,432  | 735  | -81   | -51   | 136   |
| 股息支出         | -119   | -116 | -116  | -140  | -166  |
| 其他融资现金流      | -1,310 | -799 | -29   | -21   | -16   |
| 融资现金流合计      | 21     | -136 | -226  | -212  | -45   |
| 现金及现金等价物净增加额 | 187    | 402  | 159   | 254   | 453   |

**主要财务指标**

| 指标名称          | 2018   | 2019   | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入增长率       | 51.23% | 11.67% | 17.21% | 18.55% | 19.31% |
| 营业利润增长率       | 32.96% | 30.73% | 22.59% | 17.49% | 18.88% |
| 净利润增长率        | 33.54% | 30.74% | 22.81% | 18.29% | 18.80% |
| 毛利率           | 26.22% | 31.21% | 31.43% | 30.97% | 30.50% |
| EBITDA Margin | 13.13% | 14.80% | 14.91% | 14.65% | 14.38% |
| 净利率           | 9.44%  | 11.05% | 11.58% | 11.55% | 11.50% |
| 净资产收益率        | 16.00% | 18.06% | 18.78% | 18.81% | 18.91% |
| 总资产收益率        | 5.86%  | 6.41%  | 6.90%  | 7.00%  | 7.01%  |
| 资产负债率         | 62.59% | 63.69% | 62.35% | 61.82% | 61.89% |
| 所得税率          | 13.97% | 13.49% | 13.40% | 13.30% | 13.20% |
| 股利支付率         | 30.10% | 22.41% | 22.00% | 22.00% | 22.00% |

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

| 投资建议的评级标准                                                                                                                                                                                                                                                      |      | 评级   | 说明                            |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|------|-------------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。 | 股票评级 | 买入   | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上       |
|                                                                                                                                                                                                                                                                |      | 增持   | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间  |
|                                                                                                                                                                                                                                                                |      | 持有   | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间  |
|                                                                                                                                                                                                                                                                |      | 卖出   | 相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上       |
|                                                                                                                                                                                                                                                                | 行业评级 | 强于大市 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上       |
|                                                                                                                                                                                                                                                                |      | 中性   | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间 |
|                                                                                                                                                                                                                                                                |      | 弱于大市 | 相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上       |

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**欧盟与英国：**本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

**澳大利亚：**CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

**未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。**

**中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。**