

## 业绩稳健增长，订单饱满成长可期



## 核心观点

- **Q3 业绩稳健增长，订单充沛奠定未来基础。**报告期实现营业收入 30.51 亿，YOY+11.15%；归母净利润 3.29 亿，YOY+12.89%；扣非净利润 3.13 亿，YOY+20.13%，扣非增长较快主要由于非经常性的政府补助和理财收益同比减少 0.15 亿。Q3 单季营收/净利润 10.35/1.04 亿，YOY+24.65%/21.81%，继续保持稳健增长。H1 新签订单 50.4 亿，YOY+26%，公司公告预计全年订单增长 15%-35%，在手订单饱满未来业绩有保障。
- **盈利能力稳步提升，现金流继续改善。**Q1-Q3 毛利率 33.55%，同比提升 1.63pct，我们认为主要由于 1) 减少设计外包、提升项目管理效率；2) EPC 经验丰富后毛利率有所提升。期间费用率 16.08%，同比提升 0.38pct，其中销售费用率同比提升 0.77pct 至 5.10%，主要由于拓展片区市场增加经营投入，财务费用率同比下降 0.31pct 至 -0.03%，主要由于大额存单利息收入增加。由于上半年疫情影响部分合同执行，信用减值损失较去年同期增加 32% 至 1.54 亿元。综合影响下，净利率同比提升 0.04pct 至 10.94%。实现经营性净现金流 -3.48 亿，同比少流出 0.05 亿，Q3 单季度经营性净现金流 0.74 亿，环比实现转正，由于 Q4 为传统的回款高峰，全年现金流有望实现回正。
- **积极推进装配式业务，设计主业有望受益十四五新周期。**报告期内公司加快建设基建装配式构件工厂，未来投产后有望助力公司提升订单导入和获取能力。21 年开始进入十四五交通规划新周期，一方面公司承接了河北、广东等地区的十四五交通规划编制工作，通过主导多省市的交通规划，后续基建类订单获取有较大优势，另一方面公司专业上覆盖公铁水空各领域，具备规划-设计-建造-运维的全产业链能力，十四五期间成长空间有望逐步打开。

## 财务预测与投资建议

- 预计 20-22 年 EPS 为 1.14/1.52/1.91 元，CAGR+27.18%。作为设计咨询行业龙头，技术优势领先，市占率提升空间较大，参考可比公司平均估值给与公司 20 年 15X PE，对应目标价 17.10 元，维持“买入”评级。

## 风险提示

- 应收账款坏账；基建投资、新业务开拓、新签订单及订单转化不及预期

## 公司主要财务信息

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,198	4,688	5,744	7,786	9,507
同比增长(%)	51.2%	11.7%	22.5%	35.5%	22.1%
营业利润(百万元)	472	617	762	1,014	1,275
同比增长(%)	33.0%	30.7%	23.4%	33.1%	25.8%
归属母公司净利润(百万元)	396	518	637	847	1,065
同比增长(%)	33.5%	30.7%	22.9%	33.1%	25.8%
每股收益(元)	0.71	0.93	1.14	1.52	1.91
毛利率(%)	26.2%	31.2%	30.7%	30.4%	30.3%
净利率(%)	9.4%	11.0%	11.1%	10.9%	11.2%
净资产收益率(%)	17.2%	19.4%	20.8%	24.4%	27.0%
市盈率	16.6	12.7	10.3	7.7	6.2
市净率	2.7	2.3	2.0	1.8	1.6

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

## 投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2020年10月30日)	11.8元
目标价格	17.10元
52周最高价/最低价	15.47/9.03元
总股本/流通A股(万股)	55,718/55,718
A股市值(百万元)	6,575
国家/地区	中国
行业	建筑工程
报告发布日期	2020年10月31日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-0.59	-3.67	-0.84	9.16
相对表现	-0.10	-6.02	-1.68	-11.50
沪深300	-0.49	2.35	0.84	20.66



资料来源：WIND、东方证券研究所

## 证券分析师

黄骥

021-63325888\*6074

huangji@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860520030001

## 证券分析师

江剑

021-63325888\*7275

jiangjian@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860520090001

## 联系人

聂磊

021-63325888\*7504

nielei@orientsec.com.cn

## 相关报告

新签订单重回快车道，全产业链能力突出： 2020-08-22

内生外延助成长，ROE 不断抬升： 2020-05-19

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

## 投资建议

公司是设计咨询行业龙头，拥有综合甲级的行业最高资质，技术优势领先，未来有望继续在全国扩张。近几年公司的 ROE 以及员工效率显著提升，长期来看公司市占率提升空间较大。由于公司工程施工业务大多需要垫资，产生的应收账款和存货会占用部分营运资金，报表的现金流不能完全反映出公司的真实盈利水平，采用绝对估值法进行估值会与实际情况产生一定的偏差，因此我们采用相对估值法对公司进行估值。

**参考可比公司平均估值给与公司 20 年 15X PE，对应目标价 17.10 元。**我们选择其他主营工程设计咨询的 A 股公司作为可比公司，2020 年可比公司调整后平均 PE 估值为 15X。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.14/1.52/1.91 元/股，目前股价对应 PE 分别为 10.3/7.7/6.2X。参考可比公司平均估值给予公司 2020 年 15X PE，对应目标价为 17.10 元，维持“买入”评级。

表 1: A 股可比公司估值

公司名称	代码	最新价格 (元)	每股收益 (元)				市盈率			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
苏交科	300284	8.39	0.74	0.79	0.93	1.14	11.26	10.66	9.04	7.35
设计总院	603357	10.10	0.71	0.83	0.92	1.01	14.14	12.17	10.98	10.00
中设股份	002883	14.53	0.50	0.61	0.72	0.72	29.01	23.67	20.16	20.16
华建集团	600629	8.46	0.51	0.65	0.75	0.75	16.58	13.02	11.28	11.28
华阳国际	002949	26.91	0.69	0.90	1.19	1.54	38.74	29.87	22.63	17.52
勘设股份	603458	15.18	1.78	2.08	2.42	2.75	8.52	7.30	6.27	5.52
调整后平均							17.75	14.88	12.87	11.54

资料来源：朝阳永续，东方证券研究所

注：可比公司盈利预测均为朝阳永续一致预期，最新价格为 2020 年 10 月 26 日收盘价；调整后平均为去掉最大值和最小值后的平均值

## 风险提示

**应收账款坏账风险。**建筑行业是典型的资金驱动型行业，垫资施工的经营模式使得建筑企业的应收账款和长期应收款占用资金比例较大。随着公司工程承包业务规模逐年增长，未来应收款项可能继续保持增长，相应的坏账损失风险增加。

**基建投资不及预期。**基建投资是影响建筑业需求的重要因素，直接关系着产业链上所有企业的发展。今年上半年基建投资受到疫情影响大幅下滑，下半年虽然赶工需求会起来，但地方政府的资金落地情况仍有待观察，如果资金无法到位大型基建项目的进度有可能被推迟，从而造成基建投资不及预期。

**新业务开拓不及预期。**近几年公司整合资源拓展智慧城市、环保、水务等新兴业务，目前来看效果不错。虽然这些业务成长性较好，但未来随着众多竞争者的加入，公司有可能将面对价格竞争、技术更新等挑战。

**新签订单及订单转化不及预期。**盈利预测中的收入受新签订单增速和订单转化率的影响较大，我们综合历史以及行业整体发展情况对两项指标进行预测，但如果宏观环境、公司经营目标等发生较大变化，可能会造成实际的订单增速及转化率不及预期。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,084	1,486	2,103	2,258	2,662	营业收入	4,198	4,688	5,744	7,786	9,507
应收票据及应收账款	3,601	4,539	4,894	6,244	7,625	营业成本	3,097	3,225	3,982	5,423	6,626
预付账款	138	163	192	261	318	营业税金及附加	29	36	43	58	71
存货	562	634	796	1,085	1,325	营业费用	165	175	218	296	361
其他	155	165	216	289	351	管理费用及研发费用	296	493	600	815	978
<b>流动资产合计</b>	<b>5,540</b>	<b>6,988</b>	<b>8,201</b>	<b>10,137</b>	<b>12,282</b>	财务费用	18	12	3	3	19
长期股权投资	93	118	125	150	175	资产、信用减值损失	173	207	199	200	199
固定资产	417	389	361	333	305	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	0	0	5	10	15	投资净收益	33	32	30	10	10
无形资产	56	49	45	40	36	其他	18	45	33	13	13
其他	652	530	230	218	206	<b>营业利润</b>	<b>472</b>	<b>617</b>	<b>762</b>	<b>1,014</b>	<b>1,275</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,219</b>	<b>1,087</b>	<b>766</b>	<b>752</b>	<b>737</b>	营业外收入	0	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>6,759</b>	<b>8,074</b>	<b>8,968</b>	<b>10,888</b>	<b>13,019</b>	营业外支出	0	1	1	1	1
短期借款	334	331	330	459	924	<b>利润总额</b>	<b>472</b>	<b>616</b>	<b>760</b>	<b>1,012</b>	<b>1,274</b>
应付票据及应付账款	1,647	2,181	2,330	3,172	3,876	所得税	66	83	105	140	176
其他	2,237	2,619	2,963	3,453	3,866	<b>净利润</b>	<b>406</b>	<b>533</b>	<b>655</b>	<b>873</b>	<b>1,098</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>4,218</b>	<b>5,131</b>	<b>5,623</b>	<b>7,084</b>	<b>8,667</b>	少数股东损益	10	15	19	25	33
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>396</b>	<b>518</b>	<b>637</b>	<b>847</b>	<b>1,065</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.71	0.93	1.14	1.52	1.91
其他	12	12	0	0	0						
<b>非流动负债合计</b>	<b>12</b>	<b>12</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>4,230</b>	<b>5,143</b>	<b>5,623</b>	<b>7,084</b>	<b>8,667</b>		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	53	64	83	108	141	成长能力					
股本	314	464	557	557	557	营业收入	51.2%	11.7%	22.5%	35.5%	22.1%
资本公积	760	603	668	668	668	营业利润	33.0%	30.7%	23.4%	33.1%	25.8%
留存收益	1,402	1,800	2,038	2,471	2,986	归属于母公司净利润	33.5%	30.7%	22.9%	33.1%	25.8%
其他	0	0	0	0	0	获利能力					
<b>股东权益合计</b>	<b>2,528</b>	<b>2,932</b>	<b>3,345</b>	<b>3,804</b>	<b>4,352</b>	毛利率	26.2%	31.2%	30.7%	30.4%	30.3%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6,759</b>	<b>8,074</b>	<b>8,968</b>	<b>10,888</b>	<b>13,019</b>	净利率	9.4%	11.0%	11.1%	10.9%	11.2%
						ROE	17.2%	19.4%	20.8%	24.4%	27.0%
						ROIC	16.0%	17.8%	19.0%	22.1%	23.4%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	资产负债率	62.6%	63.7%	62.7%	65.1%	66.6%
净利润	406	533	655	873	1,098	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	51	58	49	50	50	流动比率	1.31	1.36	1.46	1.43	1.42
财务费用	18	12	3	3	19	速动比率	1.18	1.23	1.31	1.27	1.26
投资损失	(33)	(32)	(30)	(10)	(10)	营运能力					
营运资金变动	(30)	(156)	73	(458)	(633)	应收账款周转率	1.3	1.1	1.2	1.3	1.3
其它	(85)	(10)	99	11	9	存货周转率	5.4	5.2	5.4	5.6	5.3
<b>经营活动现金流</b>	<b>327</b>	<b>404</b>	<b>849</b>	<b>468</b>	<b>534</b>	总资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.8	0.8
资本支出	(55)	1	(10)	(10)	(10)	每股指标(元)					
长期投资	(247)	319	(7)	(25)	(25)	每股收益	0.71	0.93	1.14	1.52	1.91
其他	142	(186)	30	10	10	每股经营现金流	1.04	0.87	1.52	0.84	0.96
<b>投资活动现金流</b>	<b>(161)</b>	<b>134</b>	<b>13</b>	<b>(25)</b>	<b>(25)</b>	每股净资产	4.44	5.15	5.85	6.63	7.56
债权融资	0	(0)	(0)	0	0	估值比率					
股权融资	25	(6)	158	0	0	市盈率	16.6	12.7	10.3	7.7	6.2
其他	(4)	(130)	(403)	(288)	(104)	市净率	2.7	2.3	2.0	1.8	1.6
<b>筹资活动现金流</b>	<b>21</b>	<b>(136)</b>	<b>(246)</b>	<b>(288)</b>	<b>(104)</b>	EV/EBITDA	9.6	7.6	6.4	4.9	3.9
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	10.6	8.3	6.8	5.1	4.0
<b>现金净增加额</b>	<b>187</b>	<b>402</b>	<b>617</b>	<b>155</b>	<b>404</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

