

投资评级 **优于大市** 维持

## Q3 营收规模同比下滑，归母净利润保持稳定增长

### 股票数据

10月25日收盘价(元)	11.28
52周股价波动(元)	11.12-22.43
总股本/流通A股(百万股)	464/460
总市值/流通市值(百万元)	5238/5189

### 相关研究

《业绩保持稳定增长，不断完善激励机制》  
2019.08.30

《归母净利润持续高增，长三角一体化率先受益者》2019.03.06

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-5.1	-3.5	-9.0
相对涨幅(%)	-5.8	-5.5	-10.1

资料来源：海通证券研究所

分析师:杜市伟

Tel:(0755)82945368

Email:dsw11227@htsec.com

证书:S0850516080010

分析师:李富华

Tel:(021)23154134

Email:lfh12225@htsec.com

证书:S0850518050001

分析师:张欣劼

Email:zxj12156@htsec.com

证书:S0850518020001

### 投资要点:

- **事件:** 公司 2019 前三季度营收为 27.45 亿元，同增 4.07%，归母净利润为 2.92 亿元，同增 20.49%，扣非后归母净利润为 2.60 亿元，同增 16.29%。
- **Q3 营收规模下降，或由高基数及行业景气度下降共同导致。** 三季度公司营收增速放缓，单季度看，Q1、Q2、Q3 营收分别同增 34.83%、0.86%和-11.22%，Q3 营收规模出现下降，我们认为一方面受 18Q3 高基数影响；另一方面交通基建勘察设计行业景气度有所下降，也是重要原因。
- **毛利率拉动净利率提升，经营现金流出增加。** 2019Q1-3 公司归母净利润同增 20.49%，Q1、Q2、Q3 归母净利润分别同增 29.07%、20.02%和 14.36%，Q3 增速有所下滑。与营收相比，归母净利润增长明显更快，我们认为毛利率明显提高是主要原因。与去年同期相比，2019 年 Q3 公司毛利率提升 1.77 个 pct 至 31.92%。期间费用率方面，销售费用率下降 0.16 个 pct 至 4.33%，管理费用率（含研发费用）提升 0.64 个 pct 至 11.09%，其中研发费用大幅增长 30.31%，主要因为公司加大 BIM 技术应用、干线公路、桥梁关键技术和综合交通等领域研发投入，财务费用率下降 0.19 个 pct 至 0.28%，期间费用率提升 0.29 个 pct 至 15.70%，而净利率提升 1.53 个 pct 至 10.90%。**现金流方面**，经营性现金流净额为-3.53 亿元，较 18 年同期净流出增加 0.63 亿元，其中付现比提升 4.90 个 pct 至 68.22%。**负债率方面**，19Q3 公司负债率为 61.36%，较 18 年同期下降了 0.67 个 pct。
- **未来交通投资空间大，公司将明显受益。** 江苏省《关于加快推进全省现代综合交通运输体系建设的意见》中指出，2018—2022 年江苏省铁路、公路、水运、航空、管道、城市轨道交通和城市快速路建设投资总规模力争突破一万亿元。此外，9 月公布的《交通建设强国纲要》，明确了未来全国交通建设的方向和目标，我们认为未来公司将明显受益江苏省以及全国交通建设。公司在业务加快拓展的基础上，也逐步完善员工激励制度，在 2017 年实施了限制性股票激励之后，2019 年 8 月 13 日，公司公告股权回购用于员工激励方案，总金额在 3000-6000 万元，回购价格不高于 14 元/股，截至 2019 年 9 月 30 日，公司已回购 250.71 万股，占总股本的 0.5398%，回购金额为 2968.08 万元，我们认为更完善的激励机制将有利于公司的长远发展。
- **盈利预测与评级。** 我们预计公司 19-20 年 EPS 分别为 1.06 元和 1.31 元，考虑到新签订单较快增长，叠加员工持股激励，项目有望持续落地，此外，将受益长三角一体化，给予 19 年 14-15 倍市盈率，合理价值区间 14.84-15.90 元，维持“优于大市”评级。
- **风险提示。** 政策风险，回款风险，经济下滑风险。

### 主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2776	4198	5452	6863	8536
(+/-)YoY(%)	39.4%	51.2%	29.9%	25.9%	24.4%
净利润(百万元)	297	396	492	610	741
(+/-)YoY(%)	41.4%	33.5%	24.2%	23.9%	21.5%
全面摊薄 EPS(元)	0.64	0.85	1.06	1.31	1.60
毛利率(%)	31.7%	26.2%	25.0%	24.5%	24.3%
净资产收益率(%)	13.8%	16.0%	16.4%	17.6%	18.4%

资料来源：公司年报（2017-2018），海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

表 1 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PS (倍)	PB (倍)
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2019E	2019E
603017.SH	中衡设计	30.87	0.60	0.82	1.01	18.70	13.74	11.09	1.28	-
603458.SH	勘设股份	34.07	2.80	2.26	2.66	6.65	8.23	7.02	1.18	1.32
300284.SZ	苏文科	82.86	0.64	0.80	1.00	13.33	10.66	8.53	0.94	1.64
	均值		1.35	1.29	1.56	12.89	10.88	8.88	1.13	1.48

注：收盘价为 2019 年 10 月 25 日价格，EPS 为 wind 一致预期  
资料来源：Wind，海通证券研究所

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>4198</b>	<b>5452</b>	<b>6863</b>	<b>8536</b>
每股收益	0.85	1.06	1.31	1.60	营业成本	3097	4090	5183	6464
每股净资产	5.33	6.46	7.46	8.69	毛利率%	26.2%	25.0%	24.5%	24.3%
每股经营现金流	0.70	0.33	0.60	0.87	营业税金及附加	29	37	47	59
每股股利	0.00	0.26	0.31	0.37	营业税金率%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	165	214	269	335
P/E	20.42	10.65	8.59	7.07	营业费用率%	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%
P/B	3.27	1.75	1.51	1.30	管理费用	250	313	394	491
P/S	0.84	0.96	0.76	0.61	管理费用率%	5.9%	5.7%	5.7%	5.7%
EV/EBITDA	7.00	5.48	4.43	3.46	EBIT	611	737	893	1094
股息率%	<b>0.0%</b>	<b>2.3%</b>	<b>2.7%</b>	<b>3.3%</b>	财务费用	18	6	5	4
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	0.4%	0.1%	0.1%	0.0%
毛利率	26.2%	25.0%	24.5%	24.3%	资产减值损失	173	186	208	255
净利润率	9.4%	9.0%	8.9%	8.7%	投资收益	33	22	26	27
净资产收益率	16.0%	16.4%	17.6%	18.4%	<b>营业利润</b>	<b>472</b>	<b>586</b>	<b>726</b>	<b>882</b>
资产回报率	5.9%	6.3%	6.4%	6.5%	营业外收支	0	0	0	0
投资回报率	36.7%	35.1%	35.4%	37.0%	<b>利润总额</b>	<b>472</b>	<b>586</b>	<b>726</b>	<b>882</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	674	790	951	1155
营业收入增长率	51.2%	29.9%	25.9%	24.4%	所得税	66	82	101	123
EBIT 增长率	32.4%	20.5%	21.2%	22.5%	有效所得税率%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%
净利润增长率	33.5%	24.2%	23.9%	21.5%	少数股东损益	10	12	15	18
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>396</b>	<b>492</b>	<b>610</b>	<b>741</b>
资产负债率	62.6%	61.0%	62.8%	63.6%					
流动比率	1.3	1.4	1.4	1.4	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
速动比率	1.1	1.2	1.2	1.2	货币资金	1084	1199	1372	1536
现金比率	0.3	0.3	0.2	0.2	应收账款及应收票据	3601	4332	5546	6899
<b>经营效率指标</b>					存货	562	740	937	1169
应收账款周转天数	265.9	290.0	295.0	295.0	其它流动资产	293	398	498	615
存货周转天数	66.3	66.0	66.0	66.0	流动资产合计	5540	6669	8354	10219
总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.8	长期股权投资	93	93	93	93
固定资产周转率	10.5	13.4	17.8	23.7	固定资产	417	397	373	348
					在建工程	0	0	0	0
					无形资产	56	51	45	40
					非流动资产合计	1219	1193	1163	1133
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>资产总计</b>	<b>6759</b>	<b>7862</b>	<b>9518</b>	<b>11352</b>
净利润	396	492	610	741	短期借款	334	287	344	297
少数股东损益	10	12	15	18	应付票据及应付账款	1647	1569	1917	2302
非现金支出	235	239	265	316	预收账款	972	1263	1589	1977
非经营收益	-42	-4	-8	-8	其它流动负债	1264	1667	2110	2631
营运资金变动	-272	-585	-602	-662	流动负债合计	4218	4785	5960	7207
<b>经营活动现金流</b>	<b>327</b>	<b>154</b>	<b>281</b>	<b>405</b>	长期借款	0	0	0	0
资产	-72	-27	-29	-31	其它长期负债	12	12	12	12
投资	-119	0	0	0	非流动负债合计	12	12	12	12
其他	30	22	26	27	<b>负债总计</b>	<b>4230</b>	<b>4798</b>	<b>5973</b>	<b>7219</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-161</b>	<b>-5</b>	<b>-3</b>	<b>-4</b>	实收资本	314	464	464	464
债权募资	116	-47	56	-47	普通股股东权益	2475	2999	3465	4035
股权募资	18	151	0	0	少数股东权益	53	65	80	98
其他	-112	-137	-161	-190	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>6759</b>	<b>7862</b>	<b>9518</b>	<b>11352</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>21</b>	<b>-33</b>	<b>-105</b>	<b>-237</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>187</b>	<b>116</b>	<b>173</b>	<b>164</b>					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 25 日

资料来源: 公司年报 (2018), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

杜市伟 建筑工程行业  
李富华 建筑工程行业  
张欣劼 建筑工程行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息,本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解,清晰准确地反映了作者的研究观点,结论不受任何第三方的授意或影响,特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 中国巨石,西部水泥,鲁阳节能,中设集团,中材国际,中国建筑,三棵树,龙元建设,华新水泥,隧道股份,祁连山,冀东水泥,伟星新材,岭南股份,中国中铁,科顺股份,海螺水泥,东方雨虹,中材科技,文科园林,再升科技,中钢国际,北新建材,凯伦股份,信义玻璃,中国交建,金螳螂,华润水泥控股,中国化学,苏交科

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现作为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“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客户。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通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。