

2019.06.12

专项债配套落地利好基建提速，基建设计先受益

——基建设计行业深度报告

	韩其成 (分析师)	陈笑 (分析师)
	021-38676162	021-38677906
	hanqicheng8@gtjas.com	chenxia015813@gtjas.com
证书编号	S0880516030004	S0880518020002

本报告导读：

专项债配套落地叠加长三角/雄安等催化密集，我们看好5月起基建提速，基建设计先受益，且低涨幅低估值与高成长性不匹配，推荐苏交科/中设集团/设研院/设计总院。
摘要：

逻辑一：宏观上专项债配套落地+中观上迎长三角一体化等密集催化，看好5月起基建增速反弹。1)宏观角度1：中央发文允许将专项债作为符合条件的重大项目资本金且积极鼓励金融机构提供配套融资，将缓解基建项目资本金压力、利于放大地方财政的撬动效应、利好基建推进提速；2)宏观角度2：5月总理重提六个稳表明建筑行业稳经济稳就业重要性不变；3)中观角度：近期长三角一体化/雄安等催化较密集，且多地发布新一轮重大建设项目清单；4)考虑宏观/中观重要变化，并结合2018年5月后基建增速低基数等，我们看好5月后基建提速超预期，基建设计先行受益。

逻辑二：基建设计公司并未触及发展的“天花板”。1)立足国内：①产业角度：基建细分如公铁轨等仍将保持较快增速，如前4月国内公路投资增速3.7%(高速13.2%)领先交通增速2.4%②区域角度：经济强的地区如长三角/粤港澳等有财政基础支撑基建且自身需求较高；如前4月江苏公路投资增速4.2%(+10.1pct)/广东35.3%(+10pct)环比明显提速，河南36.6%(-1pct)亦居前列；2)对标海外，ACM/WSP等海外设计龙头通过横向及纵向扩张做加法进一步打开发展空间，纵向如ACM从设计切入管理及承包，横向如WSP通过外延并购加强澳新的水务业务等；当前ACM的总市值/总收入分别为苏交科的4/19.9倍，国内基建设计公司发展前景仍广阔。

逻辑三：基建设计公司低估值与高成长性不相符。1)涨幅低：年初至6月6日端午前收盘基建设计板块涨幅-2.1%，远低于沪深300(+15.1%)；2)估值低：①基建设计板块2019/20年预测PE(wind一致预期)为10.2/8.3倍，预测净利增速27.5/23.9%；而沪深300为10.3/9.2倍及14.2/11.5%；且苏交科2019年预测PE仅10.2倍/设研院9.3倍/设计总院10.6倍/中设集团10.9倍均已低于或接近2018年最低PE；②AECOM的PE(TTM)为19.2倍/WSP为30.3倍/FLUOR为22.4倍/JACOBS为37倍均高于国内；3)仓位低：Q1基金持仓基建设计公司均明显降低。

基于创收及创净/经营地域的财政实力与负债水平等对比，推荐苏交科(首推)/中设集团/设研院/设计总院。1)历史规律显示经济下行、基建行情上行、基建设计先行受益；如2014年江苏公路投资增速(累计)从-65%反弹至3%，苏交科最高涨71%；再如2016H1从-17%到56%，苏交科最高涨93%/中设集团40%；2)从综合竞争优势角度：苏交科/中设集团拥有工程综甲资质实力最强；从人均创收角度：中设集团/设计总院最高且提升最快，从人均创净角度：设计总院/设研院最高且提升最快；从经营地域角度，苏交科/中设集团最直接受益江苏财政强负债低及长三角一体化；3)推荐苏交科(首推)/中设集团/设研院/设计总院，受益城建设计/勘设股份等。

风险提示：货币信用持续紧缩，基建投资增速下滑等

评级： 增持

上次评级： 增持

细分行业评级

土木工程建筑业	增持
装修装饰业	增持
其他建筑业	增持

相关报告

建筑工程业：《倒数第一且唯一下跌，动因解构与反转预判》

2019.06.09

建筑工程业：《雄安建设提速，基建央企/设计最受益》

2019.06.02

建筑工程业：《基建反弹设计先行受益，低涨幅低估值高业绩增长》

2019.05.27

建筑工程业：《建筑涨幅低/估值低/仓位低，看多Q2建筑超额收益》

2019.05.26

建筑工程业：《政治局审议长三角一体化纲要，看多Q2建筑板块超额收益》

2019.05.19

目录

1. 逻辑一：宏观上专项债配套落地+中观上迎长三角一体化等密集催化，看好5月起基建增速反弹.....	3
1.1. 宏观：专项债配套落地叠加重提“六个稳”表明逆周期调节必要性仍存.....	3
1.2. 中观：长三角一体化/雄安等近期基建催化众多.....	3
2. 逻辑二：基建设计公司并未触及发展的“天花板”.....	6
2.1. 立足国内，从产业看公路等基建细分、从区域看经济发达地区仍存在较强的建设需求.....	6
2.2. 对标海外，基建设计公司将通过横向及纵向做加法进一步打开发展空间.....	8
3. 逻辑三：基建设计公司低估值与高成长性不相符.....	10
3.1. 年初以来基建设计公司低涨幅低估值.....	10
3.2. 基建设计公司估值低于AECOM等海外设计龙头.....	11
4. 选股：推荐苏交科/中设集团/设研院/设计总院.....	12
4.1. 历史规律显示经济下行、基建上行、基建设计先行受益.....	12
4.2. 基于创收及创净/经营地域的财政实力与负债水平等对比，推荐苏交科/中设集团/设研院/设计总院.....	13
5. 风险提示.....	18

1. 逻辑一：宏观上专项债配套落地+中观上迎长三角

一体化等密集催化，看好5月起基建增速反弹

1.1. 宏观：专项债配套落地叠加重提“六个稳”表明逆周期调节必要性仍存

允许专项债作为资本金将利好基建建设推进。1)日前国家印发《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》：允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金，积极鼓励金融机构提供配套融资支持；2)目前环境下资金面宽松程度及节奏将决定基建投资走势，其中地方政府财政资金撬动效应是重要影响因素；3)中央发文允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金且积极鼓励金融机构提供配套融资，放松之前债务性资金不得作为项目资本金的要求，意味着符合条件的重点项目可组合采取专项债+市场化融资方式融资，利于放大地方财政的撬动效应、加快重点基建项目推进速度。

5月重提“六个稳”表明建筑行业稳经济、稳就业重要性不变。1)自2018年7月政治局会议首提“六个稳”以来，连续三个季度提及(10月/12月政治局会议及12月经济工作会议)；2)2019年4月政治局会议未提“六个稳”，或与一季度经济“总体平稳、好于预期”有关，但在对经济的表述上并未转向；3)5月10日总理在企业减税降费专题座谈会上重提“六个稳”，并强调“高度关注带动就业较多的建筑业等行业税负情况、确保有所降低”；4)考虑到5月10日美国加征关税当日重提“六个稳”，我们认为经济下行压力仍然存在，为对冲出口贸易下滑等不利影响宏观财政政策或将进一步扩张，建筑行业稳经济、稳就业重要性不变。

表 1: 关于“六个稳”历次表述：2018年7月中央政治局会议首提

时间	重要会议对“六个稳”的表述
2018年7月31日	中央政治局会议首提“六个稳”，即“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”。“六个稳”成为下半年考量经济走势的重要标杆，稳定就业放在更加突出的位置。
2018年10月31日	中央政治局会议再次强调“六个稳”。
2018年12月13日	中央政治局会议重提“保持经济运行在合理区间”，且“六个稳”紧随其后，稳就业依然居首。
2018年12月19-21日	中央经济工作会议提进一步“六个稳”。
2019年3月	政府工作报告提进一步“六个稳”。
2019年5月10日	总理在企业减税降费专题座谈会上提出“当前经济运行总体平稳，积极因素在增加，但国际环境不确定因素也在增加，国内经济存在下行压力”，并重提“六个稳”；此外强调“高度关注带动就业较多的建筑业等行业税负情况、确保有所降低”。

数据来源：新浪财经，新华财经，一财网等，国泰君安证券研究

1.2. 中观：长三角一体化/雄安等近期基建催化众多

长三角一体化规划即将落地，将推动长三角地区基建建设。1)5月13日《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》获政治局审议，后续即将出台；2)5月22日第一届长三角一体化发展高层论坛在安徽芜湖举行，会议达成长三角一体化ETF项目等10项合作事项；同日长三角地区主要领导座谈会亦召开；3)我们认为，受益政策推动长三角一体化将提速，基建领域作为基础有望最先受益，且长三角作为重点区域亦将对全国整体基建建设产生良好的示范作用。

表 2: 长三角一体化政策出台密集、支持力度强

时间	具体政策
2016 年 8 月	《长江三角洲城市群发展规划》出台明确即将要打造的世界级城市群是 3 省 1 市 26 城。
2018 年 7 月	《长三角地区一体化发展三年行动计划（2018-2020 年）》正式下发；计划明确，到 2020 年，长三角地区要基本形成世界级城市群框架。
2018 年 11 月	总书记在进博会上宣布了支持长江三角洲区域一体化发展的国家战略，将长三角一体化作为带动长江带发展的龙头，与一带一路建设、京津冀、长江三角、粤港澳等区域经济建设相互配合，完善中国改革开放空间布局。上海、江苏、浙江、安徽三省一市在沪签署《长三角地区市场体系一体化建设合作备忘录》。
2019 年 1 月	上海国资委发布称，近日长三角协同优势产业基金正式成立，基金首轮封闭规模超过 70 亿元，预计可撬动 500 亿以上的资本。
2019 年 5 月	5 月 13 日《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》获政治局审议。
2019 年 5 月	5 月 22 日第一届长三角一体化发展高层论坛在安徽芜湖举行，会议达成长三角一体化 ETF 项目等 10 项合作事项；同日长三角地区主要领导座谈会亦召开。

数据来源：新浪财经，新华财经，一财网，政府官网等，国泰君安证券研究

雄安两项重磅规划公示，即将进入快速建设期。1)6 月 1 日《河北雄安新区启动区控制性详细规划》、《河北雄安新区起步区控制性规划》开始公示，规划提出基础设施/绿色交通/智能城市等要求、并提出 2022 年启动区基本建设完成/起步区实现城市雏形；2)启动区为率先建设区域，规划 38km²城市建设用地 26 km²；提出“构建秀林/绿谷/淀湾为骨架的生态空间结构”、“人均城市公园面积 > 20m²城市绿化覆盖率 > 50%”、“规划轨交廊道约 25km”、“综合管廊建设规模约 85km”等；3)起步区为雄安主城区和全面贯彻新发展理念的创新发展重点示范区，规划 198 km²城市建设用地 100 km²；提出“300 米进公园/1km 进林带/3km 进森林/城市干路林荫化率 100%”、“三横六纵的干线综合管廊系统”等。

近期多地发布新一轮重大建设项目清单。1)5 月 20 日湖南发布 2019 年重点建设项目，其中基础设施领域约 8935 亿元；2)此前浙江披露 2019 年拟安排省重点交通建设项目约 1.13 万亿；江苏提出 2018-22 年铁路/公路/水运/航空/管道/城轨和城市快速路建设投资总规模力争突破一万亿；3)多地基建建设力度不减，而并非此前所认为的基建建设已快触及“天花板”，结合此前我们在系列报告中对公路、铁路、市政等的建设空间预测，我们判断接下来较多省市仍会有新一轮基建规划出台。

表 3: 近期多地发布新一轮重大建设项目清单

省份	建设力度
湖南	湖南基础设施等关键区域补短板重点项目 148 个，总投资 1.68 万亿元；省级重点项目 196 个，总投资约 9759 亿元。超过五成投资投向了黔张常铁路、常益长铁路、平益高速公路、长沙机场东扩二期、长株潭“三千两轨”等 83 个基础设施项目，总投资 8935 亿元。
浙江	浙江 2019 年拟安排省重点建设项目 810 个，总投资约 2.6 万亿元，年度计划投资 3900 亿元。其中新增项目 237 个，总投资 6665 亿元，年度计划投资 1044 亿元。安排杭温铁路、杭绍台铁路等交通建设工程包项目 237 个，总投资约 1.1 万亿元，年度计划投资 1772 亿元。
江苏	江苏计划在 2018 年至 2022 年，在铁路、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 1 万亿元，用以推动全省现代综合交通运输体系建设。
青海	青海安排重点项目共 190 项，主要涉及水利、交通、能源、信息、城镇基础设施、产业优化升级、生态建设及民生改善等 8 个方面，项目总投资 6481 亿元，年度计划完成投资约 1151 亿元。综合交通从基础设施项目 42 项，年度计

划完成投资约 322 亿元，包括格库铁路、西成铁路等；能源基础设施项目 24 项，年度计划完成投资约 314 亿元；信息基础设施项目 7 项，年度计划完成投资 36.4 亿元；城镇基础设施项目 17 项，年度计划完成投资 86.5 亿元。

海南

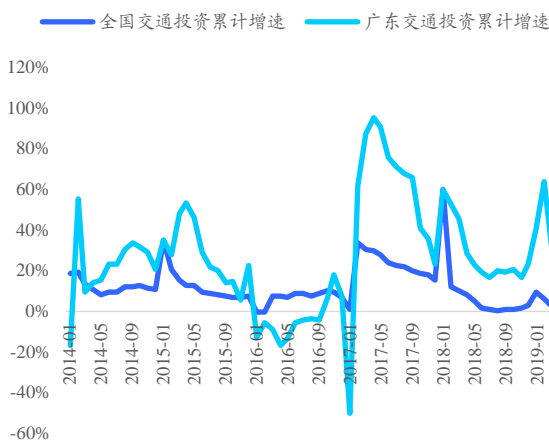
5 月 18 日举行海南自由贸易试验区建设项目（第四批）集中开工和签约活动，共计开工项目 80 个、总投资 256 亿元。基础设施项目 32 个，总投资 29 亿元。

数据来源：新浪财经，新华财经，一财网等，国泰君安证券研究

此外，叠加粤港澳大湾区建设持续坚实推进，以及中部崛起等，近期基建催化较为密集：

- 粤港澳大湾区：2 月 18 日《粤港澳大湾区发展规划纲要》正式出台，要求加快基础设施互联互通，构建现代化的综合交通运输体系，建设粤港澳大湾区世界级机场群；近期广东基建建设有明显提速，前 4 月交通投资增速 35.6%(2018 年全年为 20.3%)；
- 中部崛起：5 月 20-22 日总书记召开中部地区崛起工作座谈会，强调“贯彻新发展理念推动高质量发展，奋力开创中部地区崛起新局面”；我们判断利好交通基建坚实推进；
- 西部大开发：2019 年为西部大开发 20 周年，考虑到加快基础设施建设，完善基础设施网络仍是重点内容，我们预计利好西部地区重大交通基建项目尤其补短板项目坚实推进。

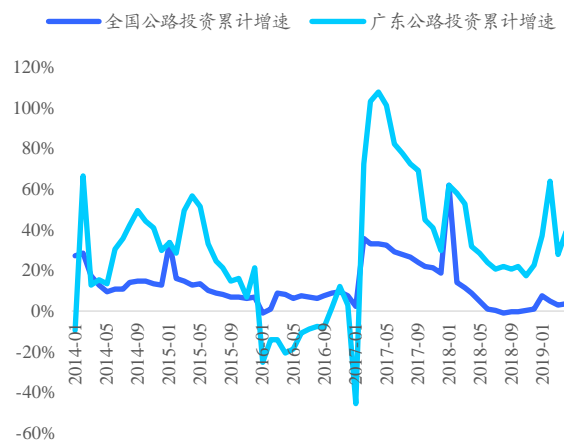
图 1：2019 年广东交通投资明显领先全国水平



数据来源：wind，国泰君安证券研究

备注：图中已剔除部分极值

图 2：2019 年广东公路投资明显领先全国水平



数据来源：wind，国泰君安证券研究

综上所述，考虑到当前两点重要变化、叠加 2018 年基建基数角度，我们判断 5 月起基建提速将超预期：

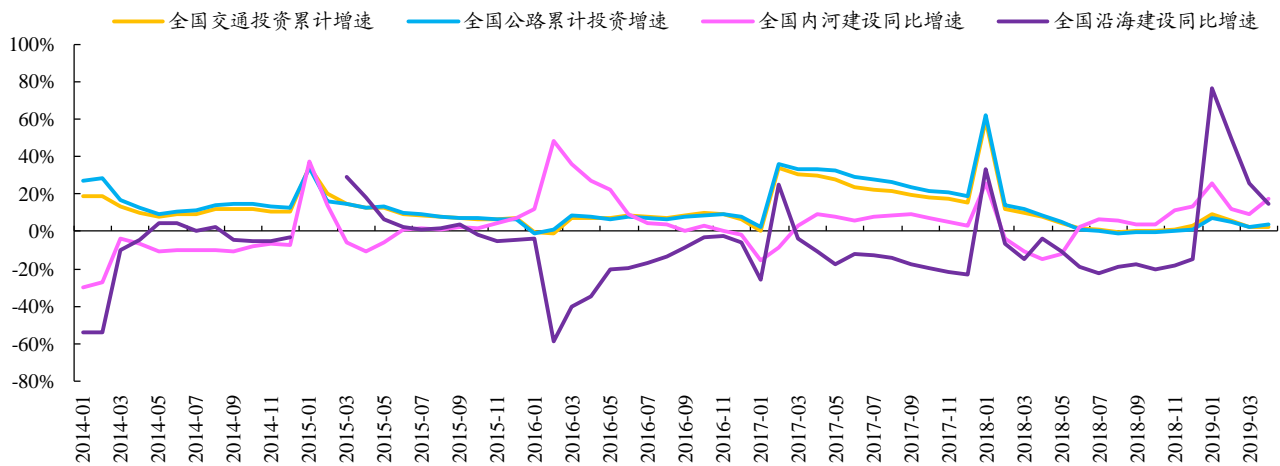
- 宏观：5 月 10 日总理在企业减税降费专题座谈会上重提“六个稳”，并强调“高度关注带动就业较多的建筑业等行业税负情况、确保有所降低”；我们认为建筑行业稳经济、稳就业重要作用不变；
- 中观：近期多地发布新一轮重大建设项目清单且长三角一体化等重要区域催化较多；
- 此外，考虑到基于 2018Q4 设计订单高增预示新启动项目增多、2019 年专项债提速利于 Q2-Q4 项目建设提速、2018 年 5 月基建投资低基数(2018 年 4-8 月单月增速 11.3/2.3/2.1/-1.8/-4.3%)等，我们看好 5 月起基建提速将超预期。

2. 逻辑二：基建设计公司并未触及发展的“天花板”

2.1. 立足国内，从产业看公路等基建细分、从区域看经济发达地区仍存在较强的建设需求

基建增速应从产业角度进行理解。1)基建细分领域如公路、铁路、轨交等仍保持较快增速，如前4月全国公路投资增速3.7%、高速公路投资增速13.2%，均领先全国交通投资增速2.4%；内河建设投资增速17.4%增速更快；2)公路设计尤其是高速公路设计是已上市的基建设计公司业务深耕区域，如设研院在河南省占有高速公路设计约90%的市场份额，苏交科加中设集团在江苏省内亦处于绝对优势地位；此外，部分公司在水利设计、轨交设计等领域亦有较强优势；3)因此，我们认为，基建设计公司仍将受益于公路等基建细分领域的较强增长。

图 3: 全国公路投资增速基本保持领先全国交通投资增速



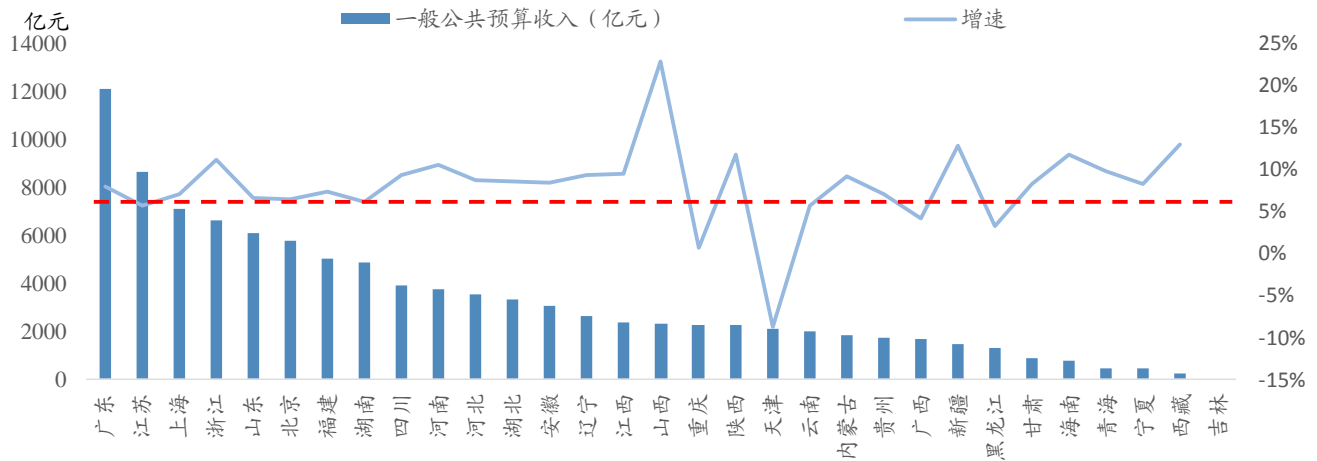
数据来源: wind, 国泰君安证券研究

备注: 图中已剔除部分极值。

基建增速应从区域角度进行理解之一：经济实力较强的地区有财政基础支撑基建建设且自身需求较高：

- **从一般公共预算收入角度看：**从 2018 年数据看，广东、江苏、上海、浙江、山东一般公共预算收入规模位居前 5；从增速看，浙江 11.1%、河南 10.5% 等省均超过全国增速 6.2%；
- **从债务率角度看：**从 2017 年数据看：债务余额/GDP，广东 10.1%、江苏 14%、浙江 17.8% 等省均显著低于全国 36.2% 的水平(按预算法，分子包括中央财政国债、地方财政的债券和存量政府债务)；债务率(债务余额/财政收入)，广东 80%、江苏 147% 第 6、浙江 157% 等省均低于全国 174% 的水平；3)综上所述，经济实力较强的地区尤其是粤港澳、长三角等地债务水平较低、风险可控；
- 此外，考虑到粤港澳、长三角等地区人口稠密，且对标东京湾、加州湾等国外大湾区，这些地区的基建管网加密存在天然需求；中西部部分省市亦存在较强的补短板需求。

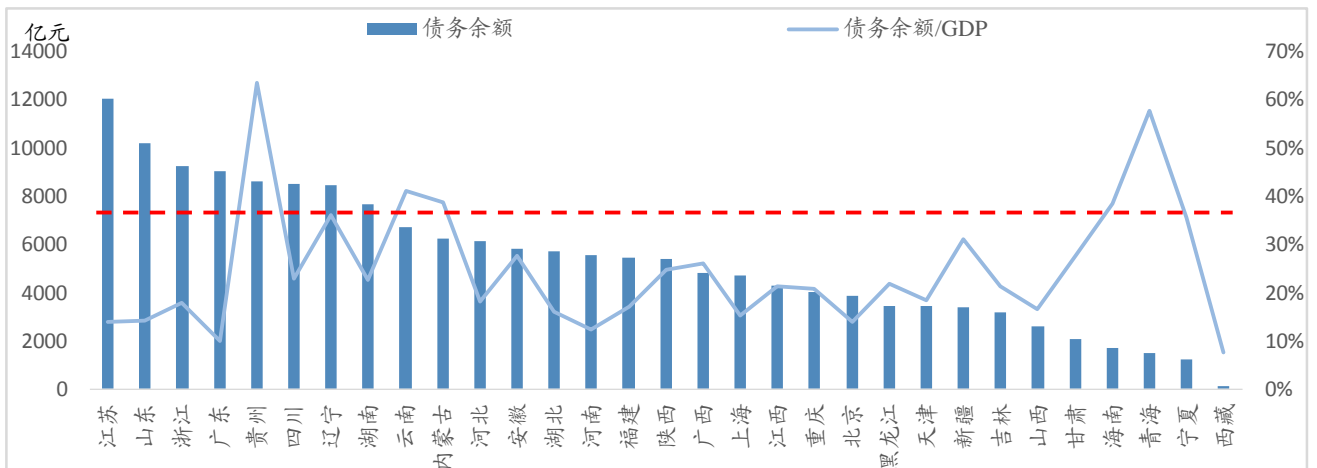
图 4: 2018 年长三角地区一般公共预算收入排名靠前



数据来源: wind, 财政部, 国泰君安证券研究

备注: 1)仅统计大陆地区; 2)数据取 2018 年; 3)红色虚线为全国增速 6.2%; 4)吉林数据暂未出。

图 5: 长三角地区债务余额/GDP 相对较低



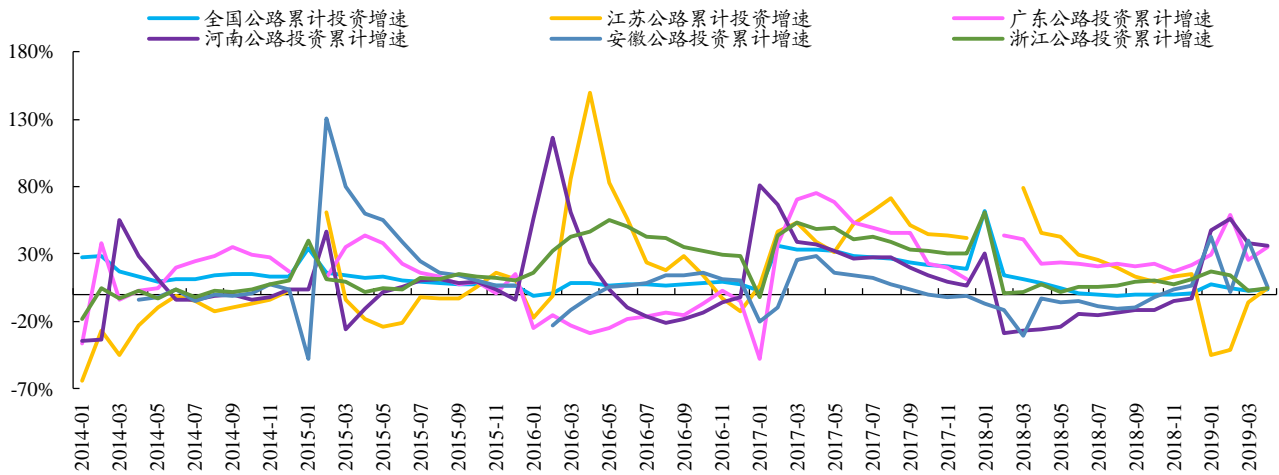
数据来源: wind, 财政部, 国泰君安证券研究

备注: 1)仅统计大陆地区; 2)数据取 2017 年。

基建增速应从区域角度进行理解之二：以公路增速举例，前 4 月河南、广东等省位居前列亦印证前文观点：

- 以公路投资增速为例，2019 年前 4 月江苏为 4.2%(+10.1pct)、广东为 35.3%(+10pct)环比均有较明显提速，且领先全国增速为 3.7%(+1pct)；河南为 36.6%(-1pct)，增速亦居前列；
- 经济较发达且公路建设需求较高的省份公路投资增速近几年大部分时间均领先全国水平；
- 考虑到粤港澳大湾区规划已落地、长三角一体化规划将出台，我们认为未来这两个地区的基建建设有望提速，业务布局粤港澳、长三角等地的基建设计公司保障性较强；中西部部分地区亦有较强的补短板需求，利好部分业务在中西部拓展或根植中西部的基建设计公司。

图 6: 河南、广东等省公路投资增速基本保持领先全国交通投资增速

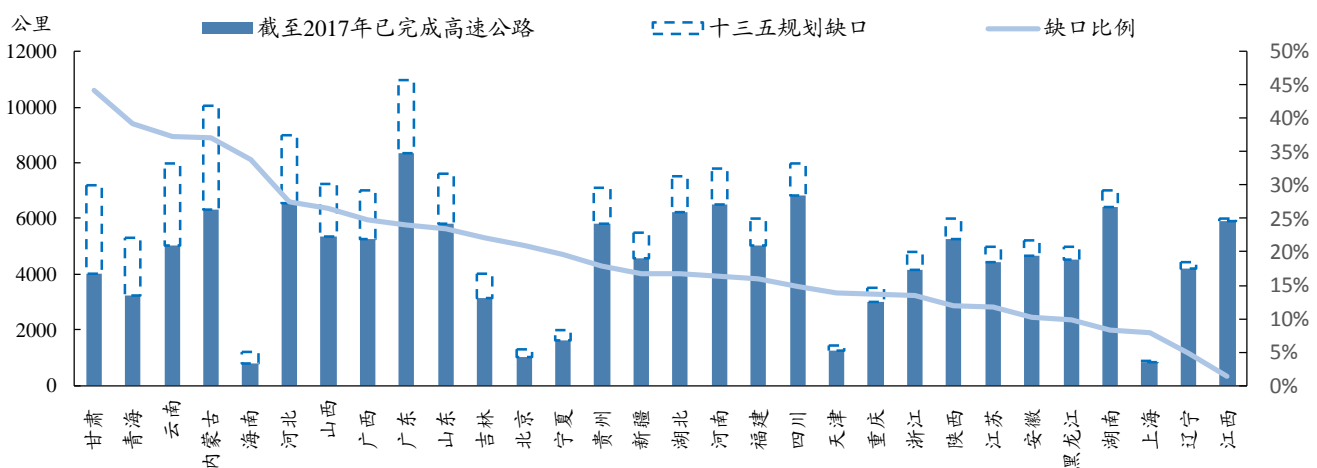


数据来源: wind, 国泰君安证券研究

备注: 图中已剔除部分极值; 如江苏省 2018 年 1 月公路投资增速 565%, 前 2 月增速 283%。

基建增速应从区域角度进行理解之三: 从各省十三五高速公路规划完成情况(里程口径)看: 甘肃、青海等部分中西部省份剩余缺口仍较高, 未来两年赶规划压力较大。从目前各省剩余缺口看, 甘肃 44.2%、青海 39.2%、云南 37.2%、内蒙古 37.1% 均超过 35%, 缺口率较高的前五位中有四位都位于中西部; 从剩余里程规模看, 内蒙古 3730 公里、甘肃 3184 公里、云南 2978 公里、广东 2653 公里、河北 2469 公里较高。我们认为未来两年这些省份赶规划的压力较大但动力也较足, 属于补短板的先头地区, 整体增速仍将维持较快水平。

图 7: 部分省市十三五高速公路规划完成情况: 较多中西部省份缺口率仍较高



数据来源: wind, 政府官网, 政府官网, 新浪财经, 新华财经, 一财网等, 国泰君安证券研究

备注: 已完成高速公路里程为 2017 年数据(2018 年数据目前未披露)。

2.2. 对标海外, 基建设计公司将通过横向及纵向做加法进一步打开发展空间

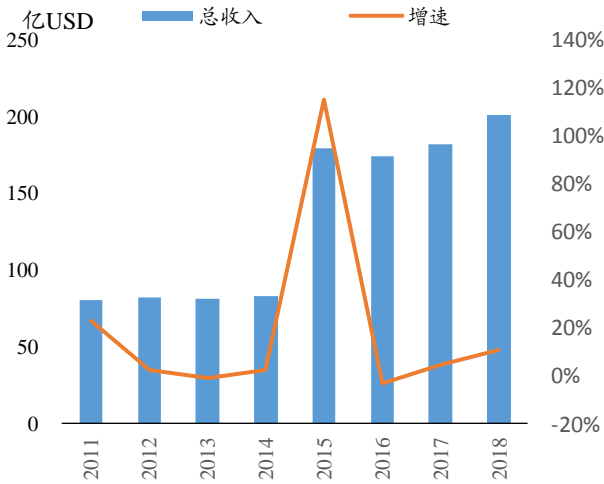
对标 AECOM、WSP 等海外设计龙头, 通过横向及纵向扩张做加法进一步打开发展空间:

- 从纵向来看: 主要指产业链上下游延伸, 如从上游设计切入下游施工及管理, 比较典型的如美国的 AECOM 通过一系列收购使得施工服

务与管理服务占营收比重超过半壁江山;

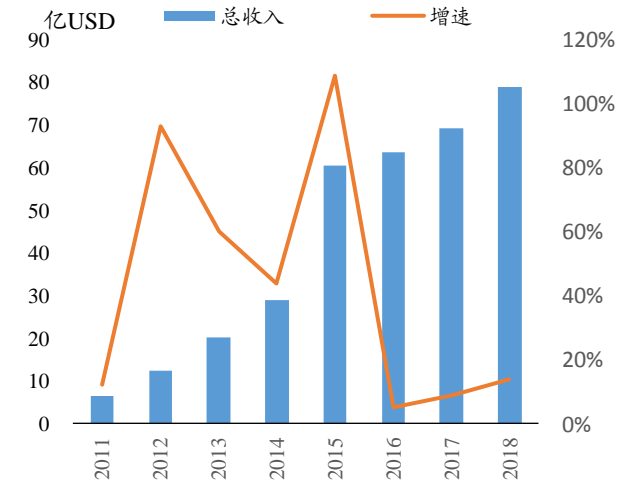
● 从横向来看: 主要指与主业相近并购扩张或跨区域扩张, 大多数海外设计龙头公司均有横向扩张, 如 AECOM 通过收购 HSMM、KMK Consultants 等切入环境设计及工程领域、加拿大的 WSP 通过收购 OPUS 加强在澳新两国的水务及资产管理业务、荷兰的 Arcadis 通过收购 RTKL(建筑设计知名公司)从而进入美英及亚洲的建筑设计市场。

图 8: 2018 年 AECOM 总收入高达 202 亿美元



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 9: 2018 年 WSP 总收入高达 79 亿加元



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

表 4: 海外主要基建设计领域的龙头公司: AECOM、WSP 等均成功实现了多元化及全球化

公司名称	公司简介
AECOM	AECOM 是一家为全球商业和政府客户提供专业技术和管理服务的公司, 提供规划、咨询、建筑设计和工程设计、一系列项目的方案和施工管理服务, 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、输电和配电。
ARCADIS	ARCADIS 的总部位于荷兰的阿姆斯特丹, 主营业务涉及基础设施、水资源、环境、建筑等领域, 主要为客户提供设计、咨询、工程项目管理等服务, 业务遍布全球多个国家和地区。
FLUOR	FLUOR 是世界最大的主要从事咨询、工程、建筑等其他多种服务的公有公司之一, 同时也经营其他多种相关业务, 在全球范围内为各个领域的客户服务, 服务范围包括石油、天然气业、化工、石化业、贸易、政府服务、生物科学、制造业、微电子业、采矿业、能源业、通信及交通业。
Stantec Inc	Stantec 为公共和私营部门的客户提供基础设施和设备的专业咨询服务。该公司的服务包括规划、工程、建筑、室内设计、工程管理、环境科学等的基础设施和配套设施项目。
WORLEYPARSONS	WorleyParsons 的主要业务包括提供工程设计和项目交付服务, 工程业务范围涉及工业基础设施建设、矿产、交通、环境、水处理、能源、化工、电力及冶金等多个领域。
WSP GLOBAL	WSP 是世界上最大的全球化工程专业服务商之一, 拥有超过 4.8 万名员工, 业务分布美洲、亚太、欧洲、中东、印度和非洲, 业务种类涵盖设计、工程咨询、环境咨询规划等。
JACOBS	JACOBS 是一家世界知名的国际工程公司, 为全世界的私人 and 公共部门提供能源、环境、基础设施建设、航空国防、化学制药等多领域的咨询、设计、项目管理、设备安装等综合服务。
Tetra Tech, Inc	Tetra Tech 是一家涵盖工程和咨询服务、技术支持服务、工程与建筑服务和整治和建设管理在内的综合性建筑公司。

数据来源: 公司官网, wind 等, 国泰君安证券研究

AECOM、WSP 等海外设计龙头公司无论是市值与收入规模, 还是员工人数都远超国内基建设计公司。1) 如 AECOM, 总市值 341 亿元为苏交科的 4 倍, 总收入 1391 亿元为苏交科的 19.9 倍, 净利润 9.4 亿元为苏

交科的 1.5 倍，员工人数 87000 人为苏交科的 10.6 倍；2)此外，WSP 与澳大利亚的 WORLEYPARSONS 的总市值与总收入亦明显超过苏交科、中设集团等国内基建设计公司许多倍。

表 5: AECOM、WSP 等公司无论是市值规模还是员工人数都远远超过国内基建设计公司

公司	国家	总市值(亿元 CNY)	总收入(亿元 CNY)	净利润(亿元 CNY)	员工人数(人)
AECOM	美国	341	1391	9.4	87000
FLUOR	美国	278	1323	15.5	53349
WORLEYPARSONS	澳大利亚	335	230	3.0	-
WSP	加拿大	379	403	12.7	48000
JACOBS	美国	709	1035	11.3	74400
苏交科	中国	86	70	6.4	8239
中设集团	中国	55	42	4.1	4520

数据来源: wind 等, 国泰君安证券研究

备注: 总市值取 2019 年 5 月 28 日收盘价 (东八区); 美元、澳元、加元汇率取 2019 年 5 月 28 日; 各公司总收入、净利润来自 2018 年年报; 员工数根据最新披露。

综上所述, 我们认为国内基建设计公司并未触及发展的“天花板”:

- 一方面, 如 2.1 所述, 从产业角度看公路等基建细分、从区域角度看经济发达地区仍存在较强的建设需求, 业务深耕长三角/粤港澳等地区的基建设计公司仍有较强的成长潜力;
- 另一方面, 对标海外设计龙头: 1)产业链延伸如设计施工一体化、智慧交通, 跨界发展如第三方检测、环境等领域存在较高的发展空间; 2)跨地域如一带一路沿线存在广阔的市场空间; 因此, 国内基建设计公司仍处于成长阶段;
- 综上所述, 从海外基建设计公司龙头的发展历程看, 当地的基建建设需求逐渐饱和并非意味着设计公司的发展触及天花板, 通过横向及纵向扩张做加法, 很多公司切入环境等新领域或进军其他海外业务, 从而进一步打开了发展空间。

3. 逻辑三: 基建设计公司低估值与高成长性不相符

3.1. 年初以来基建设计公司低涨幅低估值

基建设计公司涨幅低/估值低与高业绩增长不匹配, 且仓位均有明显降低。

- 涨幅低: 2019 年年初至 6 月 6 日端午前收盘基建设计板块涨幅-2.1%, 远低于沪深 300(+15.1%), 其中设研院-18.8%、设计总院-11.6%、苏交科 1.9%、中设集团 5.6%涨幅均远低于沪深 300;
- 估值低: 基建设计板块 2019/20 年预测 PE(wind 一致预期)为 10.2/8.3 倍, 预测净利增速 27.5/23.9%, 低估值与高增长不相匹配; 而沪深 300 为 10.3/9.2 倍及 14.2/11.5%; 且苏交科 2019 年预测 PE 仅 10.2 倍(2013-17 年平均 PE 为 27 倍), 设研院 9.3 倍/设计总院 10.6 倍/中设集团 10.9 倍均已低于或接近 2018 年最低 PE;
- Q1 基金持仓基建设计公司均明显降低, 如苏交科 7.1%(-13.7pct)、设计总院 3.8%(-13.3pct)、中设集团 1.4%(-8.5pct)、设研院 1.3%(-6.4pct)。

表 6: 2019 年年初至今基建设计公司涨幅低、估值低与高成长性不相匹配

公司/板块	涨幅	2019 预测 PE	2020 预测 PE	2018 最低 PE	2019 预测业绩增速	2020 预测业绩增速
-------	----	------------	------------	------------	-------------	-------------

苏文科	1.89%	10.2	7.9	9.9	32%	30%
中设集团	5.59%	10.9	8.5	10.9	31%	29%
设研院	-18.83%	9.3	7.5	13.4	32%	25%
设计总院	-11.57%	10.6	9.0	-	20%	18%
勘设股份	8.43%	8.9	7.2	-	31%	24%
中设股份	9.09%	-	-	-	-	-
基建设计	-2.08%	10.2	8.3	-	28%	24%
沪深 300	15.09%	10.3	9.2	-	14%	11%

数据来源: wind 等, 国泰君安证券研究

备注: 苏文科、中设集团、设研院、设计总院 2019-20 年预测 PE 及预测业绩增速为国君建筑团队预测, 其余为 wind 一致预期; 涨幅等数据取自 2019 年 6 月 6 日。

表 7: 部分基建设计公司的基金持股比例在 2017-2019Q1 的季度序列对比: 2019Q1 环比下降

公司	2017				2018				2019	2019Q1
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	持股比例变化
苏文科	2.75	15.66	3.63	5.95	3.39	4.45	2.63	20.75	7.10	-13.65
中设集团	5.92	10.57	-	4.37	-	2.5	0.68	9.86	1.4	-8.46
设研院							0.01	7.72	1.28	-6.44
设计总院					0.05	0.03	0.78	17.05	3.77	-13.28
勘设股份			5.35	0.19	-	0.05	-	6.17	-	-6.17
中设股份							0.99	-	-	-0.99

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

备注: 1)统计口径为 wind 基金持股(由于季报不公布全部持仓, 故季报统计系不完全统计。其中中报及年报的基金持股数为所有基金对其持仓数, 而季报数据为前十大基金对该股的持仓数量)。

3.2. 基建设计公司估值低于 AECOM 等海外设计龙头

国内基建设计公司目前估值明显低于 AECOM 等海外设计龙头。1)从 PE 估值水平看, 目前 AECOM 的 PE(TTM)为 19.2 倍、WSP 为 30.3 倍、FLUOR 为 22.4 倍、JACOBS 为 37 倍, 而国内的苏文科、中设集团、设研院均低于 15 倍; 从 PE(LYR)看, 国内基建设计公司也远低于海外; 2)从 PCF 指标看, AECOM 的 PCF(现金净流量 LYR)为 62.4 倍、WSP 为 99.7 倍亦高于国内(部分设计公司因为有大量的承包类业务自由现金流或较差); 3)从 WSP 历史时间序列的 PE 估值看, 自 2014 年上市至 2018 年平均 PE 为 31.5 倍、最低亦有 18.2 倍; AECOM 自 2013-18 年平均 PE 为 25.1 倍, 最低亦有 15.1 倍(刨除负值)。

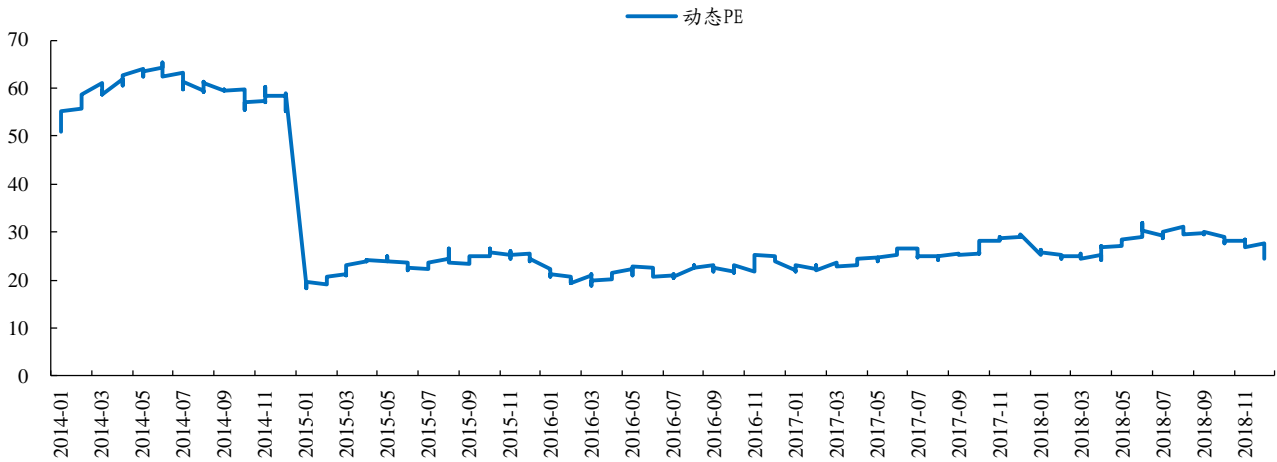
表 8: AECOM、JACOBS 等公司的 PE 估值超过国内基建设计公司

公司	PE(TTM)	PE(LYR)	2019 预测 PE	2020 预测 PE	PCF(现金净流量 LYR)	PCF(经营现金流 LYR)
AECOM	19.2	38.6	17.0	12.7	62.4	6.8
WSP	30.3	30.3	-	-	99.7	11.2
FLUOR	22.4	18.3	10.7	8.4	-104.6	25.4
JACOBS	37.0	66.7	26.3	17.9	564.7	22.5
苏文科	13.7	14.3	10.2	7.9	6.9	139.2
中设集团	12.2	12.3	10.9	8.5	30.3	17.3
设研院	12.7	12.8	9.3	7.5	-28.7	-89.4
设计总院	19.2	38.6	10.6	9.0	-159.5	21.8

数据来源: wind 等, 国泰君安证券研究

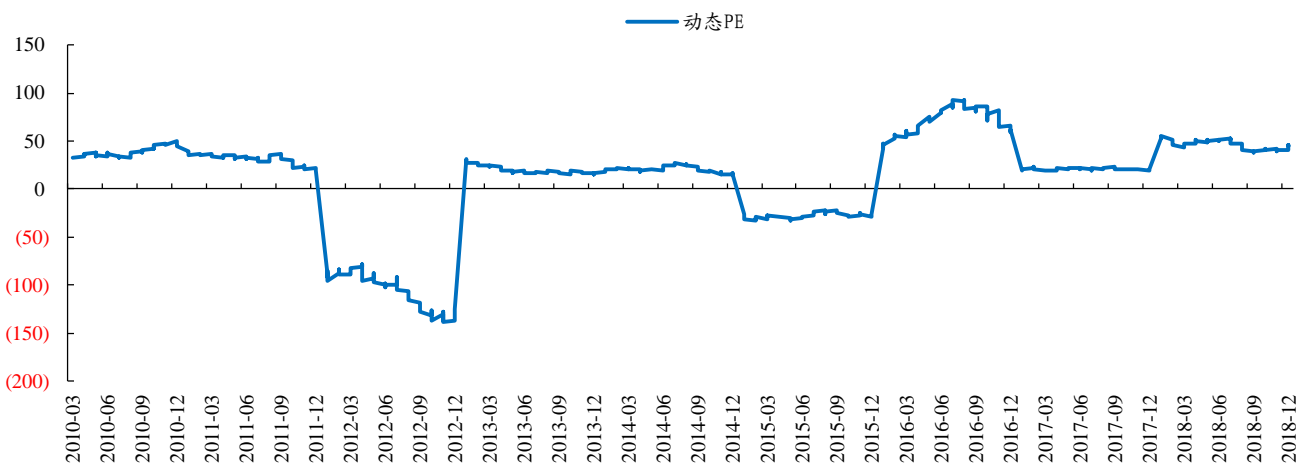
备注：苏交科、中设集团、设研院、设计总院 2019-20 年预测 PE 及预测业绩增速为国君建筑团队预测，其余为 wind 一致预期；其他数据取自 2019 年 6 月 6 日。

图 10: WSP 在 2015-18 年动态 PE 基本保持在 20 倍以上



数据来源：wind，国泰君安证券研究

图 11: AECOM 在 2013-18 年平均 PE 为 25 倍



数据来源：wind，国泰君安证券研究

4. 选股：推荐苏交科/中设集团/设研院/设计总院

4.1. 历史规律显示经济下行、基建上行、基建设计先行受益

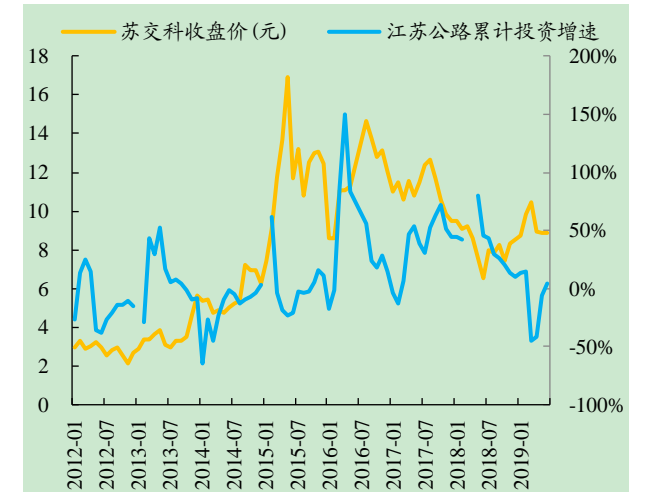
货币信用及基建政策是决定基建设计公司收入的两大核心变量。1)货币信用周期是宏观上的核心变量：货币信用紧缩制约收入增长，宽松则助推收入扩张，货币政策转向叠加社融等宏观指标边际变化是收入增长迎来拐点的标志；2)基建政策(对于基建设计公司主要是公路政策等)是中观上的重要边际催化，政策收紧制约收入增长，好转则助推收入扩张；3)关于详细论述请参照国泰君安建筑团队的《基建反弹设计先行，高成长低估低预期》即第一篇基建设计行业深度报告。

历史规律验证宏观经济下行压力期，基建行情上行，基建设计先行受益。

1)历史规律显示宏观经济下行压力期，货币财政政策延续积极，基建行情向上具有超额收益，基建设计先行受益；2)以江苏公路投资对苏交科

及中设集团的影响为例：2014年江苏公路投资增速(累计)从-65%反弹至3%，苏文科最高涨71%；再如2016H1从-17%反弹至56%，苏文科最高涨93%、中设集团最高涨40%；3)考虑到外部环境不确定性增加，当前稳增长仍是政策核心，基建托底重要性不变；我们判断5-10月基建增速将超预期，基建设计先行受益。

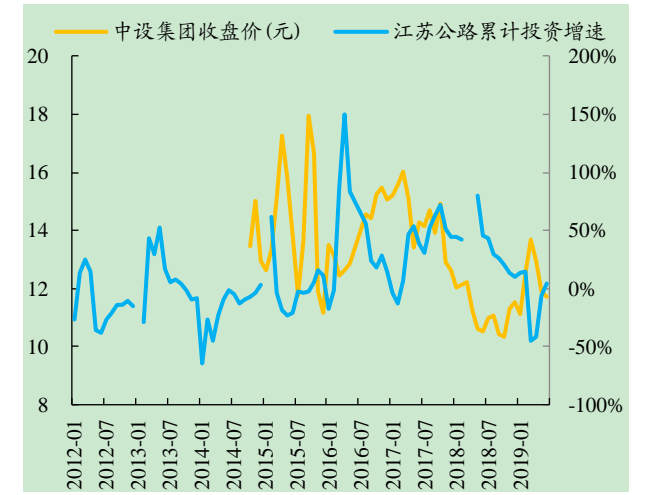
图 12: 苏文科股价与江苏公路投资关联性较高



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

备注: 图中已剔除部分极值; 如江苏省 2018 年 1 月公路投资增速 565%, 前 2 月增速 283%。

图 13: 中设集团股价与江苏公路投资关联性较高



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

4.2. 基于创收及创净/经营地域的财政实力与负债水平等对比, 推荐苏文科/中设集团/设研院/设计总院

(一) 综合竞争优势角度: 苏文科/中设集团拥有工程设计综甲资质实力最强

苏文科/中设集团拥有工程设计综甲资质实力最强。

- 基建设计上市公司中仅苏文科与中设集团具有工程设计综甲资质, 可承接国内工程设计全部 21 个行业及 7 个专项的所有工程设计业务, 并可承揽施工总承包一级资质证书许可范围内的工程总承包业务(据全国建筑市场监管公共服务平台, 截止 2017 年 7 月国内仅 75 家);
- 苏文科、中设集团、设研院、设计总院具有覆盖整条产业链(规划咨询、勘察设计、试验检测、监理承包)的甲级资质, 将充分受益 EPC 总承包模式的大趋势。

表 9: 主要基建设计公司在手资质对比: 苏文科/中设集团拥有综甲资质

类别	内容
规划咨询	多项涵盖公路、港口河海工程、建筑、市政公用工程等多个专业方向的工程咨询级资格证书和城乡规划资质
设计总院	工程勘察综合类甲级资质、公路行业甲级及水运行业(港口工程)专业甲级资质、市政行业(排水工程、道路工程、桥梁工程、城市隧道工程、轨道交通工程)专业甲级、建筑行业(建筑工程)甲级资质
	试验检测 公路工程、桥梁隧道工程、水运材料和结构等多项综合、专项甲级资质
	监理承包 拥有公路、水运工程及特殊独立大桥、隧道工程监理甲级资质
勘设股份	工程勘察综合甲级资质、公路行业工程设计甲级资质、建筑行业(建筑工程)工程设计专业甲级资质、市政行业(道路工程、桥梁工程、城市隧道工程)工程设计专业甲级资质等多项甲级资质

	试验检测	公路工程试验检测综合甲级证书，覆盖 600 多个检测项目或参数。
	其他	拥有工程监理、项目管理、规划研究、预工可研究、节能评估、地质灾害评估、勘察设计、施工、防治工程、城乡规划、工可咨询、工程测绘等相关资质。
	规划咨询	城乡规划甲级资质、建设项目环境影响评价甲级资质、工程咨询专业甲级资质
	勘察设计	工程设计综合资质甲级、工程勘察综合类甲级资质
苏交科	试验检测	公路工程综合、公路工程桥隧工程和交通工程专项、水运工程材料和水运工程结构甲级试验检测资质等众多领域的最高等级资质
	监理承包	公路工程和市政公用工程总承包一级资质、公路工程和市政公用工程监理甲级资质
	勘察设计	工程设计综合甲级资质、工程勘察综合甲级资质
中设集团	规划咨询	城乡规划编制甲级资质
	试验检测	公路水运工程试验检测等级，包括公路工程综合甲级、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
设研院	规划咨询	工程咨询（公路、建筑、市政公用工程（市政交通））甲级
	勘察设计	公路行业设计甲级、市政行业（道路工程、桥梁工程、城市隧道工程、轨道交通工程、排水工程）设计甲级、建筑行业（建筑工程）设计甲级、 工程勘察综合类甲级 、工程测绘（地理信息系统工程、工程测量、不动产测绘）甲级
	试验检测	工程试验检测甲级（可开展各类常规及特殊试验检测项目 988 项）
	监理承包	工程监理（公路工程、房屋建筑工程、市政公用工程）甲级
中设股份	勘察设计	公路行业（公路、交通工程、特大桥、特长隧）专业甲级资质、工程勘察（岩土工程、工程测量、水文地质）专业甲级资质、建筑行业（建筑工程）甲级资质

数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

（二）人均创收角度：2018 年设计总院、中设集团人均创收较高，设研院、勘设股份创收弹性较高

员工数量增长是基建设计公司营收增长的重要推手，2014-18 年苏交科、设研院员工人数增速 CAGR 超 20%。

- 员工人数增速直接反映基建设计公司的人员扩张意愿，人员扩张意愿主要受订单增长、业务扩张等影响，亦反映行业景气度变化；
- 2018 年设研院+46.5%、中设集团+24.5%、勘设股份+17.3%增速居前，显示人员扩张较快、后期收入高增长预期较强；从 2014-18 年员工人数增长 CAGR 情况看，苏交科+24%、设研院+23.1%、中设集团 18.1%、勘设股份+17%均超过 15%；
- 备注：1)员工增速不能直接推导营收增速，因还需考虑人均创收等情况；2)从员工人数增速传导至营收增速层面具有一定时滞；3)员工人数增速应对外延并购等情况予以区别分析。

表 10：苏交科、中设集团员工人数较多，2014-18 年苏交科、设研院员工增速 CAGR 超 20%

公司	2013~2017 年员工人数						2013~2017 年员工增速				
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2014	2015	2016	2017	2018
苏交科	2,517	3,487	3,877	7,209	8,976	8239	38.5%	11.2%	85.9%	24.5%	-8.2%
中设集团	1,754	2,323	2,717	3,165	3,631	4520	32.4%	17.0%	16.5%	14.7%	24.5%
勘设股份	1,311	1,572	1,639	1,795	2,509	2943	19.9%	4.3%	9.5%	39.8%	17.3%
设研院	-	812	888	1,148	1,274	1867	-	9.4%	29.3%	11.0%	46.5%
设计总院	1,207	1,211	1,363	1,379	1,417	1616	0.3%	12.6%	1.2%	2.8%	14.0%
中设股份	409	449	509	558	617	676	9.8%	13.4%	9.6%	10.6%	9.6%

数据来源：wind，国泰君安证券研究

备注：部分公司年报更新员工总数

从人均创收角度看，2018 年设计总院、中设集团较高；2014-18 年中设集团、设计总院人均创收 CAGR 最快。

- 构建人均创收=当年营收/当年年末员工人数，2018 年人均创收设计总院约 102 万元/人最高，中设集团 93 万元/人、苏交科 85 万元/人位居二三，这三家公司人员产值及效率相对较高、后续收入保障相对较好；值得注意的是部分公司因外延并购导致等原因人均创收同比减少；
- 从 2014-18 年人均创收增速 CAGR 情况看，中设集团+14.4%、设计总院+13.5%最快，说明在设计师产值方面保持了良好的提升趋势，苏交科+8.3%、设研院+7.2%位居其后；
- 构建平滑人均创收= $\sum_{t=1}^{t-1} (Q_t \text{ 营收}/Q_t \text{ 员工数})$ 以平滑季度员工人数变动的的影响，2019 年创收弹性=(2018 年底员工数×增长系数×平滑人均创收-2018 营收)/2018 营收；创收弹性越高证明营收增速超预期概率越高，2019 年设研院 38.6%、勘设股份 22.6%等超预期概率较高。

表 11: 2018 年设计总院、中设集团人均创收较高，2014-18 年中设集团、设计总院人均创收提升最快

公司	人均创收 (万元)						平滑人均创收 (万元)						2019 年 创收弹性
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2013	2014	2015	2016	2017	2018	
设研院	-	46.24	45.58	51.52	73.41	60.97	-	-	-	-	75.86	76.82	38.6%
勘设股份	98.85	98.57	93.44	88.36	76.80	73.11	-	-	-	-	97.30	81.51	22.6%
设计总院	64.98	61.45	62.41	70.13	96.94	102.03	-	-	-	70.73	98.53	112.24	21%
中设集团	65.33	54.28	51.43	62.91	76.46	92.89	-	65.61	56.75	68.91	81.08	101.87	20.6%
中设股份	30.34	35.50	29.52	34.34	37.63	40.00	-	-	-	-	40.48	42.79	17.7%
苏交科	64.66	62.02	66.10	58.28	72.63	85.33	69.45	76.32	70.37	82.95	83.71	80.64	4%

数据来源：wind，国泰君安证券研究

备注：部分公司不披露季度员工人数情况，因此仅做参考；创收弹性增长系数取 10%，未考虑 2019 年产值变化，苏交科因出售 TA 导致员工人数同比减少等因素，因此预计对 2019 年营收增速有一定的影响。

(三)人均创净角度: 2018 年设计总院、设研院人均创净较高，设研院、设计总院创净弹性较高

从人均创净角度看，2018 年设计总院、设研院最高；2014-18 年设研院、设计总院人均创净 CAGR 最快。

- 构建人均创净=当年净利/当年年末员工人数，2018 年人均创净设计总院约 27 万元/人最高，其次为设研院 16 万元/人、勘设股份 12 万元/人；人均创净与人均创收之间具有一定的关联性，一般更关注后者(相对更能体现人均产值)，人均创净结合了费用管控等因素可作为辅助参考；
- 从 2014-18 年人均创净 CAGR 情况看，设研院+37%、设计总院+27.2%最快，其次为中设股份+6.6%、勘设股份+5.7%；
- 构建平滑人均创净= $\sum_{t=1}^{t-1} (Q_t \text{ 净利}/Q_t \text{ 员工数})$ 以平滑季度员工人数变动的的影响，2019 年创净弹性=(2018 年底员工数×增长系数×平滑人均创净-2018 净利)/2018 净利；创净弹性越高证明净利增速超预期概率越高，2019 年设研院、设计总院、勘设股份等超预期概率较高。

表 12: 2018 年设计总院、设研院人均创净较高，2014-18 年设研院、设计总院人均创净提升最快

公司	人均创净 (万元)						平滑人均创净 (万元)						2019 年
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2013	2014	2015	2016	2017	2018	

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2014	2015	2016	2017	2018	创净弹性
设计总院	20.23	10.29	10.28	14.20	20.38	27.03	-	-	14.33	20.72	30.06	22.3%
设研院	-	4.58	5.62	11.30	18.07	16.16	-	-	-	18.62	20.52	39.7%
勤设股份	12.24	9.59	6.51	8.95	13.13	11.99	-	-	-	17.17	13.28	21.8%
中设股份	4.40	7.10	5.15	7.51	8.46	8.41	-	-	-	8.54	8.97	17.4%
中设集团	8.55	7.14	5.90	6.71	8.30	8.76	-	6.49	7.28	8.68	9.61	20.6%
苏交科	7.63	7.72	8.76	5.74	5.65	7.56	9.01	8.59	8.14	6	7.2	4.7%

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

备注: 部分公司不披露季度员工人数情况, 因此仅做参考; 创净弹性增长系数取 10%, 未考虑 2019 年产值变化。

(四) 经营地域的财政实力及债务水平角度: 苏交科、中设集团受益江苏省财政实力强及债务水平低

从各基建设计公司所在省的 GDP 及财务状况看: 苏交科、中设集团、中设股份所在的江苏省一般公共预算收入金额较高、债务水平相对较低。通过对 6 家基建设计上市公司所在省份的一般公共预算收入、负债率等指标进行梳理, 江苏省交通固投增速较高、GDP 增量与一般公共预算收入金额均较高、债务水平较低, 且江苏省内基建/市政管网加密及改扩建等仍有较高空间, 因此苏交科、中设集团将充分受益;

表 13: 苏交科、中设集团、中设股份所在的江苏省一般公共预算收入金额较高、债务水平相对较低

公司	省份	GDP		交通固投		一般公共预算收入		债务余额/GDP	债务率
		金额(万亿)	增速(%)	金额(亿元)	增速(%)	金额(亿元)	增速(%)		
苏交科									
中设集团	江苏	9.2	6.7%	756	12.4%	8630	5.6%	14%	147%
中设股份									
设研院	河南	4.8	7.6%	486	-5%	3764	10.5%	12.5%	163%
设计总院	安徽	3	8%	931	11.4%	3049	8.4%	27.7%	208%
勤设股份	贵州	1.48	9.1%	1700	3%	1727	7%	63.6%	533%

数据来源: wind, 各省份财政厅、交通运输厅, 国泰君安证券研究

备注: 债务余额/GDP 及债务率口径均为 2017 年; 其余数据为 2018 年; 债务率=债务余额/财政收入。

(五) 经营地域十三五剩余规划角度: 拓展中西部优势及潜力较高的勤设股份、设研院等将受益

- 我们在第二章也论述过甘肃、青海、云南、内蒙古等地十三五高速公路剩余缺口率较高, 未来两年赶规划压力较大; 且广东、河北等地剩余里程规模也较高, 未来仍将保持较快增速;
- 勤设股份深耕贵州, 对复杂崎岖地形尤其是喀斯特地貌等的高速公里设计具有较强实力, 且贵州毗邻云南将受益; 设研院、设计总院位于中部且在复杂地形上亦有较强实力; 苏交科、中设集团省外业务占比高、省外市场拓展早, 且通过设立分支机构及外延并购等方式在中西部亦有较强的竞争力。

综上所述, 我们看好后续基建增速将超此前预期, 基建设计先行受益, 推荐苏交科(首推)/中设集团/设研院/设计总院。1) 苏交科(首推): 受益长三角一体化、事业伙伴激发动力、积极拓展智能交通及环保; 2) 中设集团: 受益长三角一体化, 拓展高端设计, 2016-18 年业绩增速均 > 30%;

3)设研院：深耕河南受益高速及市政建设热潮，并购省煤炭院增强地下空间实力；4)设计总院：区位优势好+布局省外空间大+拓展市政等弹性高；5)受益：城建设计/勘设股份等。

表 14：部分重点建筑公司盈利预测表

证券简称	收盘价 (0606)	上周 涨幅	EPS			净利增速			PE			PB	市值 (亿元)	评级
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E			
设研院	19.3	-6.17	1.57	2.07	2.57	31	32	25	12.3	9.3	7.5	1.8	37	增持
苏交科	8.7	-2.25	0.64	0.85	1.1	34	32	30	13.6	10.2	7.9	2.0	85	增持
设计总院	12.33	-4.12	0.96	1.16	1.37	51	20	18	12.8	10.6	9.0	2.6	56	增持
中设集团	12.19	2.44	0.85	1.12	1.44	34	31	29	14.3	10.9	8.5	2.4	57	增持

数据来源：公司公告，wind，国泰君安证券研究

苏交科主要逻辑：公司综合实力雄厚，积极拓展省外+多元业务布局。1) 公司为国内唯一一家跻身 2018 年 ENR 全球和国际工程设计公司双 50 强的民企，综合实力雄厚；2) 公司通过外延并购及设立省外分支等形式积极拓展省外市场，将受益中西部基建补短板；3) 公司积极推进智慧城市/智能交通，作为协办方将襄助 2022 年苏州智能交通大会先发优势强；且积极推进民航/环保等。

公司深耕江苏将受益长三角一体化，低估值低涨幅与高业绩增速不匹配。

1) 从产业角度看：高速公路等基建细分领域仍有较快增速；从区域角度看：财政较强/基建需求较高的地区增速仍较快，如江苏前 4 月公路投资增速 4.2%(环比+10.1pct)明显提速且好于全国均值(3.7%)；2) 公司深耕江苏竞争优势强，将充分受益长三角一体化推进；3) 估值低：2019/20 年预测 PE 仅 10.2/7.9 倍(2013-17 年业绩 CAGR 为 27%/平均 PE 为 27 倍)，当前估值已接近 2018 年最低 9.9 倍(次低为 2013 年 14 倍)；涨幅低：2019 年至今涨幅仅 1.5% 低于沪深 300(19.9%)；仓位低：Q1 基金持仓 7.1%(-13.7pct)；4) EP 作为海外业务平台受益一带一路推进；5) 2019 年或实施第二期事业伙伴(参与人数 ≤ 96 人/规模上限 6000 万元)将进一步激发整体动力。

表 15：苏交科历史估值表

百万元	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
净利润	95	132	141	186	253	311	379	464	623	823	1,069
增速	17%	39%	7%	31%	36%	23%	22%	22%	34%	32%	30%
EPS	0.10	0.14	0.15	0.19	0.26	0.32	0.39	0.48	0.64	0.85	1.10
动态 PE										10.2	7.9
平均 PE			21	19	22	38	31	24	13	11	
最高 PE			25	28	29	63	39	27	15	13	
最低 PE			15	14	18	20	22	19	10	10	

数据来源：wind，国泰君安证券研究

备注：动态 PE 取 2019 年 6 月 6 日

中设集团主要逻辑：

基建反弹利好公司，员工持股激发动力。1) 近期专项债配套落地/长三角一体化等政策支持力度强，叠加融资好转将推动基建增速延续上行趋势，

基建设计先行受益，且公司深耕江苏区位优势佳将受益长三角一体化；
 2)拟员工持股将激发动力：17.41元/不超过140人(董监高12人)/不超过
 3100万元(员工自筹资金：公司计提奖励基金为3:1)/锁定12月；3)4月
 25日江苏省政府新闻发布会提出2018-22年铁路/公路/水运/航空/管道/
 城轨和城市快速路建设投资总规模力争突破一万亿(2018年公铁水空交
 通投资约1197亿)，我们认为将进一步推动省内交通基建，公司将充分
 受益；4)坚实推进高端设计/智慧建造全产业链等。

表 16: 中设集团历史估值表

百万元	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
净利润		117	136	150	166	160	210	297	396	518	670
增速		-	16%	10%	11%	-3%	31%	41%	33%	31%	29%
EPS		0.25	0.29	0.32	0.36	0.35	0.45	0.64	0.85	1.12	1.44
动态 PE										10.9	8.5
平均 PE					42	45	31	23	13	11	
最高 PE					47	59	38	27	15	13	
最低 PE					37	34	25	20	11	10	

数据来源：wind，国泰君安证券研究

备注：动态 PE 取 2019 年 6 月 6 日

5. 风险提示

货币信用持续紧缩。货币信用环境只紧不松将影响基建订单的落地推进，从而对基建设计公司的订单承接、收入确认、业绩释放带来较大压力。

基建投资增速下滑。基建增速下滑将影响基建设计公司相关业务开展，此外基建补短板推进力度不及预期也将对基建设计公司业务产生影响。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		