

中设集团（603018）深度研究报告

**“拼搏者”机制构筑竞争壁垒，逆周期托底助力高增长持续**

**强推（维持）**

目标价区间：15.18-17.94元

当前价：12.18元

- ❖ **内生外延并举,多项业务高速增长: (1) 业务区域连年扩张, 18 年省外营收达 16 亿, 占总营收 38.10%:** 2015 年, 公司并购宁夏公路院, 并在之后三年不断加大省外分支机构建设力度, 2015-2018 年, 公司省外营收由 5 亿元增至 16 亿元; **(2) 设计业务多环节高增长, 三年 CAGR 均在 27% 以上:** 公司勘察设计、规划研究、试验检测、工程管理三年 (15-18 年) CAGR 各为 37.90%、27.06%、41.86%、27.85%, EPC 业务自 2017 年开始发力, 2018 年单项业务收入增 265.45% 至 6.59 亿元。目前, 勘察设计/EPC/规划研究/试验检测占比约为 62%/16%/10%/7%; **(3) EPC 模式有望拓展公司收入极值:** 设计企业人才密集, 营收与人员数量高度正相关, 但由于经营管理能力有限, 公司规模不可能无限扩张, 加入 EPC 模式后, 设计公司有望加速实现百亿营收。
- ❖ **立足创新和资本驱动, 长效激励助力持续发展:** 公司资质雄厚, 技术实力强劲, 在勘察设计、规划研究、试验检测等多个领域均拥有最高等级资质。我们认为强大的技术实力主要源于: **(1) 以内生创造为增长动力, 重视自主研发;** **(2) 以技术经营为主进行扩张, 近两年研发支出增长率均超 50%;** **(3) 设计行业以人为本, 高素质人才数量增长积蓄发展动能。** 另外, 2019 年公司推出第一期员工持股计划及“拼搏者”人才新机制, 长效激励计划为持续发展再添动力。
- ❖ **外延并购+高端规划, 打造多领域、高技术设计龙头:** 2016 年 6 月, 公司以 1.11 亿元收购扬州勘测设计研究院 75% 股权, 进一步拓展省内外水利市场; 2018 年 10 月, 收购美国 Strabala+architects LLC 的 51% 股权, 进军国内高端建筑设计市场, 推进集团向多领域、精致化、国际化方向发展; 公司准确把握国内交通发展脉络, 大力发展中设智库, 2018 年在智慧高速、新兴轨道、枢纽建设、水环境和民用航空等多个领域均取得重要进展。
- ❖ **低集中度+基建复苏, 双逻辑看好龙头业绩增长: 1) 设计行业 CR60% 不足 35%, 龙头企业有望抢占市场份额。** 2016-2018 年全行业设计收入分别增长 7.29%、11.15%、14.86%, 绝大部分龙头企业营收增长表现均优于行业整体, 预计集中度将在未来有所提高; **2) 基建利好政策陆续出台, 逆周期调节力度加大,** 9 月初国常会召开, 明确指出将按规定提前下达明年部分专项债额度, 同时强调提前不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。根据我们统计, 今年 1-8 月共发行专项债 20056.14 亿元, 近 70% 用于土储及棚改。我们判断, 新规出台后, 提前下达的专项债将大部分流向基建领域; **3) 交通板块增速亮眼, 铁路及道路投资同比各增 11.0%、7.7%。**
- ❖ **盈利预测及估值:** 内生外延并举, 技术实力强劲, 业务布局全行业多领域。基建稳增长愈加明确, 产业链上游的设计龙头有望提前受益。我们维持预计 2019-2021 年 EPS 为 1.10/1.38/1.67 元, 对应 PE 为 11x/9x/7x, 从设计行业整体上市公司来看, 对应 2019 年平均估值 11.1 倍左右, 2020 年 9.2 倍左右, 我们认为随着基建的预期起来, 作为基建链上的弹性板块可以给予对应 2020 年 11-13 倍的目标估值, 对应股价为 15.18-17.94 元/股, 维持“强推”评级。
- ❖ **风险提示: 基建投资不达预期, 专项债政策不达预期, EPC 拓展不达预期。**

主要财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	4,198	5,305	6,520	7,706
同比增速(%)	51.2%	26.3%	22.9%	18.2%
归母净利润(百万)	396	510	641	774
同比增速(%)	33.5%	28.7%	25.6%	20.8%
每股盈利(元)	1.26	1.10	1.38	1.67
市盈率(倍)	10	11	9	7
市净率(倍)	2	2	2	1

资料来源: 公司公告, 华创证券预测

注: 股价为 2019 年 9 月 18 日收盘价

华创证券研究所

证券分析师: 王彬鹏

邮箱: wangbinpeng@hcyjs.com

执业编号: S0360519060002

证券分析师: 师克克

电话: 021-20572533

邮箱: shikeke@hcyjs.com

执业编号: S0360518060007

公司基本数据

总股本(万股)	46,442
已上市流通股(万股)	45,998
总市值(亿元)	57.03
流通市值(亿元)	56.48
资产负债率(%)	61.0
每股净资产(元)	5.5
12 个月内最高/最低价	14.91/9.08

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

《中设集团（603018）2019 年中报点评: 业绩稳健盈利提升, 股份回购彰显未来信心》

2019-08-14

# 目录

一、53 年历史造就江苏工程设计领先者.....	5
（一）历史悠久的交通设计龙头.....	5
（二）省内省外双轮驱动，EPC 模式获大力发展.....	6
1、省内外齐头并进，营收增速表现亮眼.....	6
2、多项业务同步增长，全过程咨询领先者正在形成.....	7
3、总承包模式兴起，打开公司成长空间.....	7
二、立足创新驱动，打造技术型设计龙头.....	8
（一）立足创新和资本驱动，技术实力助公司持续发展.....	8
（二）外延并购+高端规划，打造多领域、高技术设计龙头.....	10
1、收购扬州设计院，拓展水利业务.....	10
2、收购美国 Strabala+architects LLC，进军高端建筑设计市场.....	11
3、积极打造中设智库，新兴领域多获进展.....	11
（三）激励制度逐步完善，拼博者文化助力成长.....	11
1、员工持股+“拼博者”战略，激励方案再添成长动力.....	11
2、高素质人才占比行业领先，人均创收增势迅猛.....	12
三、低集中度+基建复苏，双逻辑看好龙头业绩增长.....	12
（一）行业集中度有待提升，EPC 模式大势所趋.....	12
（二）基建复苏信号明确，交通板块将成主推动力.....	13
（三）长三角地区交通发展引领全国.....	16
1、2019 年长三角计划交通投资额有望超 6000 亿，占全国近四分之一.....	16
2、智慧交通布局全国领先.....	16
（四）公司：市场份额逐年扩大，业绩表现值得期待.....	17
四、毛利率有望提升，低费率释放利润空间.....	18
（一）毛利水平受 EPC 拖累，未来有望提升.....	18
（二）期间费率管控得当，资产负债率持续提升.....	19
1、费用端持续改善，释放公司利润空间.....	19
2、规模扩张致现金流承压、负债率提升.....	20
五、盈利预测及估值.....	21
六、风险提示.....	22

# 图表目录

图表 1	发展历史.....	5
图表 2	七大业务板块.....	5
图表 3	2014-2018 年收入拆分（按区域）.....	6
图表 4	2014-2018 年收入结构（%，按区域）.....	6
图表 5	2015-2018 年公司全国化布局.....	6
图表 6	2014-2017 年新承接业务额（按区域）.....	7
图表 7	2014-2017 年分地区业务额占比（%）.....	7
图表 8	2015-2018 年营收及分部营收增长率.....	7
图表 9	EPC 模式与传统施工模式.....	8
图表 10	2014-2018 年公司分部收入（亿元）.....	8
图表 11	2017-2018 年设计企业工程承包收入（亿元）.....	8
图表 12	公司所获相关资质.....	9
图表 13	代表性项目及成就.....	9
图表 14	主要设计企业获专利情况（截至 2017 年底）.....	10
图表 15	2014-2018 年研发投入及其增长率.....	10
图表 16	主要设计企业 2018 年研发投入及占营收比例.....	10
图表 17	2014-2018 年员工数量及结构变化（按学历）.....	10
图表 18	2016-2018 年公司及扬州设计院净利润.....	10
图表 19	2018 年中设智库多领域进展.....	11
图表 20	公司激励政策.....	11
图表 21	2018 年主要设计企业员工学历分布.....	12
图表 22	2012-2018 年主要设计企业人均创收.....	12
图表 23	2014-2017 年我国工程勘察设计行业集中度.....	13
图表 24	全行业工程设计收入及龙头企业营收增长率.....	13
图表 25	2014-2018 年全国工程勘察设计收入结构.....	13
图表 26	2014-2018 年全国工程勘察设计行业企业分布.....	13
图表 27	2018 年 7 月至今基建相关政策.....	14
图表 28	2019 年新增专项债及用于基建比例估算.....	14
图表 29	2017.2-2019.8 全国固定资产投资、铁路固投、道路固投累计同比.....	15
图表 30	2016-2018 年交通投资及“十三五”交通规划完成情况.....	15
图表 31	2019 年全国各省交通基建计划投资额.....	16
图表 32	2017 年全国各省智能交通项目数.....	17

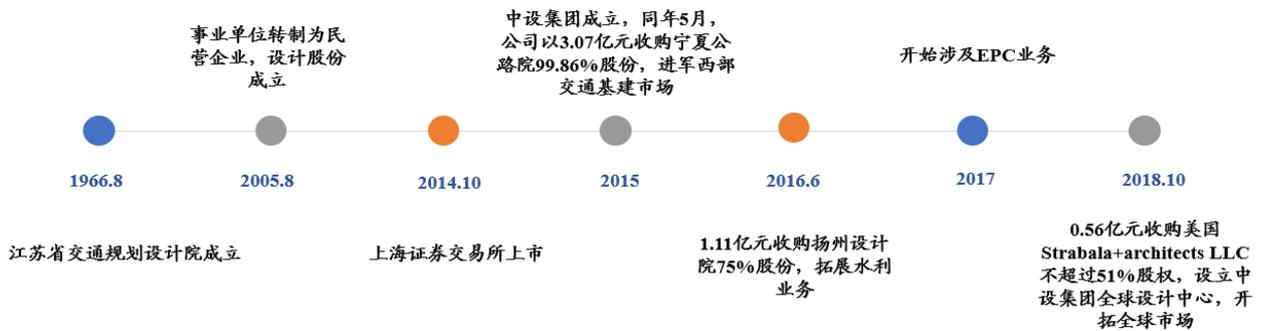
图表 33	2014-2018 年全国及江苏勘察设计市场规模.....	17
图表 34	2014-2018 年公司国内/省内市占率.....	17
图表 35	2014-2019H1 综合毛利率及分区域毛利.....	18
图表 36	2014-2018 年各项业务毛利率.....	18
图表 37	2014-2018 年公司毛利率及 EPC 影响.....	18
图表 38	2015-2018 年各项业务成本增长率（不含 EPC）.....	18
图表 39	2014-2018 年服务采购及人工成本增长情况.....	19
图表 40	2014-2018 年员工数量变化.....	19
图表 41	2018 年设计企业总承包业务毛利率.....	19
图表 42	2014-2018 年公司营收、利润及期间费用情况.....	20
图表 43	2014-2018 年公司三大费用率.....	20
图表 44	2014-2018 年主要设计企业管理费用率.....	20
图表 45	2014-2019H1 公司经营性现金流净额.....	21
图表 46	2014-2018 年主要设计企业资产负债率.....	21
图表 47	2014-2018 年流动负债结构.....	21
图表 48	中设集团收入拆分及分部预测.....	22
图表 49	主要设计企业估值比较.....	22

## 一、53 年历史造就江苏工程设计领先者

### （一）历史悠久的交通设计龙头

1966 年 8 月，江苏省交通规划设计院成立，距今已有五十多年历史。2014 年，转制后的设计股份在上交所整体上市，隔年成立中设集团。2015 年 5 月，公司 3.07 亿元收购宁夏公路勘察设计院 99.86% 股份，进军西部交通基建市场；次年，1.11 亿元收购扬州勘测设计院，拓展水利业务资质。另外，公司业务范围也在不断扩张。2017 年起，中设集团开始由市政设计、规划向工程总承包业务发展，从而延长公司业务链长度，**预计 EPC 业务将成公司未来主要发展模式。**

图表 1 发展历史



资料来源：公司官网、公司公告、华创证券

**业务布局全行业多领域：**历经 53 年的发展，中设集团形成了以综合规划研究院、交通设计研究院、水运设计研究院、城建规划设计研究院、铁道规划设计研究院、环境与智能事业部、工程管理与检测事业部等七大业务板块为引领的全行业、多领域融合发展的战略格局，**同时在工程设计、工程勘察、规划研究、试验检测等领域均拥有最高等级资质**，能够提供从规划咨询、勘察设计到研发、检测、项目管理及施工、后期运营的一体化解决方案。中设集团曾先后荣获 300 多项国家及国际大奖，并在 2017 年“全国勘察设计企业勘察设计收入 50 强”中位列第 14 名，较 2014 年上升 34 位，公司省内龙头地位显著。

图表 2 七大业务板块



资料来源：公司年报、华创证券

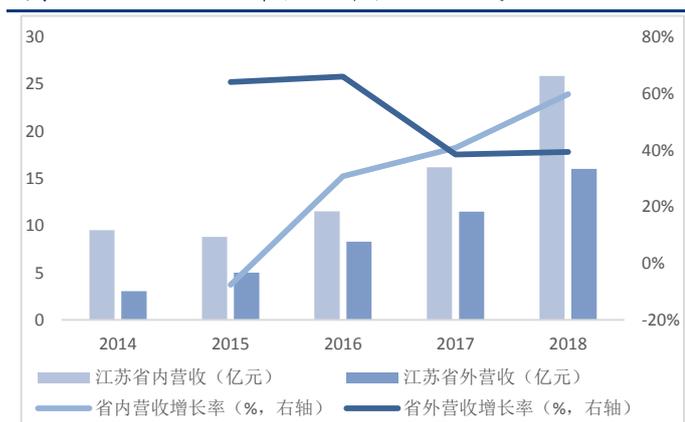
## （二）省内省外双轮驱动，EPC 模式获大力发展

公司内生外延并举,多项业务高速增长。(1)业务区域连年扩张,18年省外营收达16亿,占总营收38.10%:2015年,公司并购宁夏公路院,并在之后三年不断加大省外分支机构建设力度,战略布局全国化。2015-2018年,公司省外营收由5亿元增至16亿元,年均增长率为47.3%;(2)设计业务多环节高增长,三年CAGR均在27%以上:2015-2018年,公司勘察设计、规划研究、试验检测、工程管理三年CAGR各为37.90%、27.06%、41.86%、27.85%,EPC业务自2017年开始发力,2018年单项业务收入增265.45%至6.59亿元。目前,公司勘察设计/EPC/规划研究/试验检测占比约为62%/16%/10%/7%;(3)EPC模式有望帮助公司拓展收入极值:设计企业人才密集,营收与人员数量高度正相关,但由于经营管理能力有限,公司规模不可能无限扩张,加入EPC模式后,设计公司有望快速实现百亿营收,拓展收入极值。

### 1、省内外齐头并进,营收增速表现亮眼

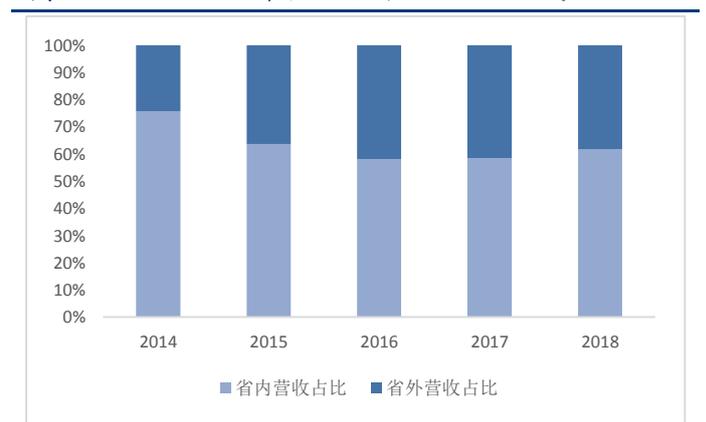
省内外业务高速增长,近三年占比持稳。上市至今,中设集团省内省外营收均保持高速增长,除2015年江苏省交运仓储邮政固投增速大幅下滑至12.11%(2014年为28.70%),致当年省内营收减少7.63%外,2016-2018年公司分区域营收增速均在30%以上,其中,2015/2016年省外营收增幅连续两年超60%。目前公司省内外业务齐头并进,分区域收入结构持稳,近三年省内外营收之比均在6:4左右。

图表3 2014-2018年收入拆分(按区域)



资料来源:wind、华创证券

图表4 2014-2018年收入结构(%，按区域)



资料来源:wind、华创证券

### 公司省外业务高速增长分析:

(1)收购宁夏公路院,开拓西部交通市场:2015年,公司3.07亿元收购宁夏公路院,进军西部交通基建市场。我国西部地区交通条件相对落后,其交通建设投资远高于中东部地区(2014年西部交通固投为6518亿元,是东/中部的2/3倍),同时,随着“一带一路”项目的不断落地,西部地区交通设计市场空间广阔。宁夏公路院隶属宁夏交通厅,是宁夏唯一一家具有公路行业甲级资质(特大桥梁、公路)的设计院,省内影响力较大。2016年,宁夏公路院完成新承接合同额2.24亿元,较2015年增长了一倍。

(2)战略布局全国化:2015年,公司开始加大省外分支机构建设力度,新承接省外业务额连续三年高速增长,2015-2017年,各为6.76亿/14.90亿/24.31亿元,占总业务额36.34%/37.71%/47.30%。公司坚持以“立足江苏、走向全国”为发展策略,以“中国领先的工程设计咨询公司”为目标,战略布局全国化。

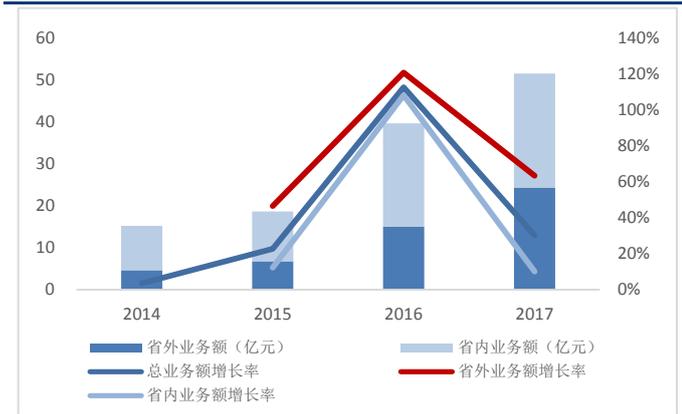
图表5 2015-2018年公司全国化布局

时间	全国化布局行动
2015	在长沙、南宁、石家庄等地建立分支机构

时间	全国化布局行动
2017	(1) 将全国原有五大片区调整为四大片区，设置专职区域副总裁，加强区域经营工作力度； (2) 对各大片区的经营网络填补和加强，增补省外工作人员至 818 人，较 2016 年增加 10%； (3) 建设和发展山东、安徽、西藏等重要省份办事处，在全国区域新设控股子公司 5 个，参股子公司 4 个，分公司 4 个。
2018	成立西南片区中心（成都）、山东省区域中心（济南）、东南区域中心（广州）、西北区域中心（西安）等省级区域中心。

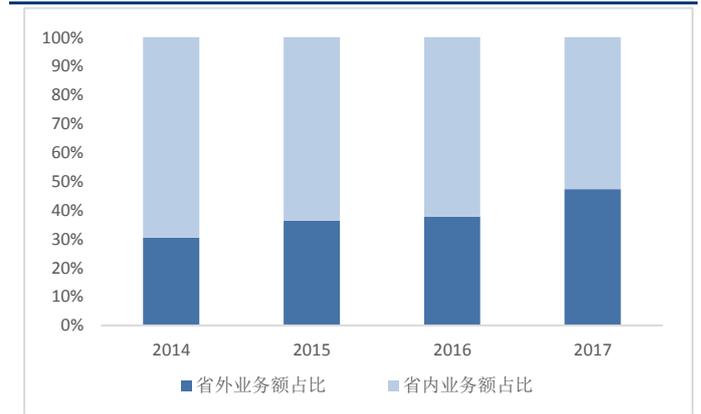
资料来源：公司年报，华创证券

图表 6 2014-2017 年新承接业务额（按区域）



资料来源：公司年报，华创证券

图表 7 2014-2017 年分地区业务额占比 (%)



资料来源：公司年报，华创证券

## 2、多项业务同步增长，全过程咨询领先者正在形成

全过程设计业务同步增长，三年 CAGR 均在 27% 以上。公司上市以来，多项业务均保持高速增长，勘察设计、规划研究、试验检测、工程管理三年 CAGR 各为 37.90%、27.06%、41.86%、27.85%，各环节均在快速成长中。从占比来看，由于公司近年来大力发展工程总承包，除 EPC 外，各项主营业务占比均有所降低，2018 年，公司勘察/设计/EPC/规划研究/试验检测各占 62%/16%/10%/7%。

图表 8 2015-2018 年营收及分部营收增长率

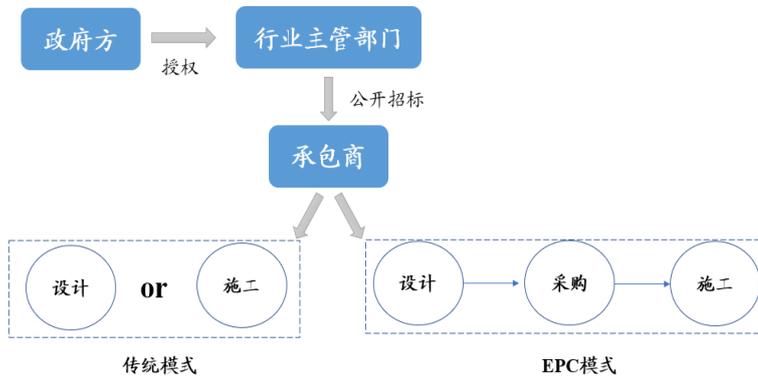
	2015	2016	2017	2018	三年 CAGR
营业收入	10.82%	42.50%	39.43%	51.23%	44.30%
勘察/设计	14.11%	46.99%	23.08%	44.96%	37.90%
EPC				265.45%	
规划研究	18.91%	7.30%	53.33%	24.68%	27.06%
试验检测	-24.87%	85.96%	58.82%	-3.34%	41.86%
工程管理	-9.80%	24.67%	48.29%	13.03%	27.85%

资料来源：wind，华创证券

## 3、总承包模式兴起，打开公司成长空间

2017 年 2 月 21 日，国务院办公厅印发《关于促进建筑业持续健康发展的意见》，明确提出“完善工程建设组织模式，加快推行工程总承包，培育全过程工程咨询”，工程总承包模式开始兴起。公司发挥自身技术优势，积极响应国家号召，开始转变业务模式，由原单一的工程项目管理和项目代建转型至工程总承包，不断加大 EPC、PPP 领域的投入程度，从而延长公司业务链长度。

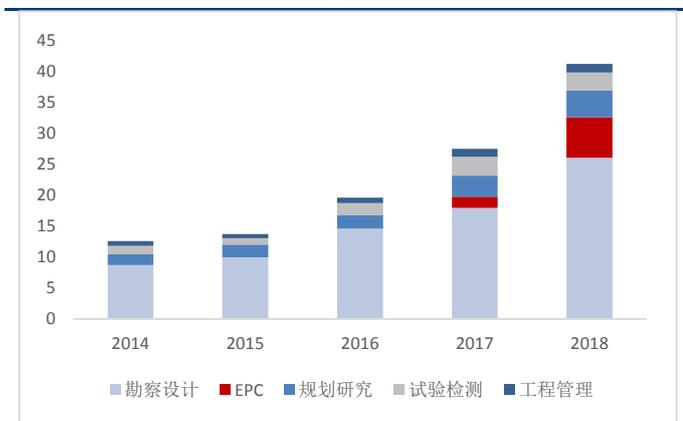
图表 9 EPC 模式与传统施工模式



资料来源：华创证券整理

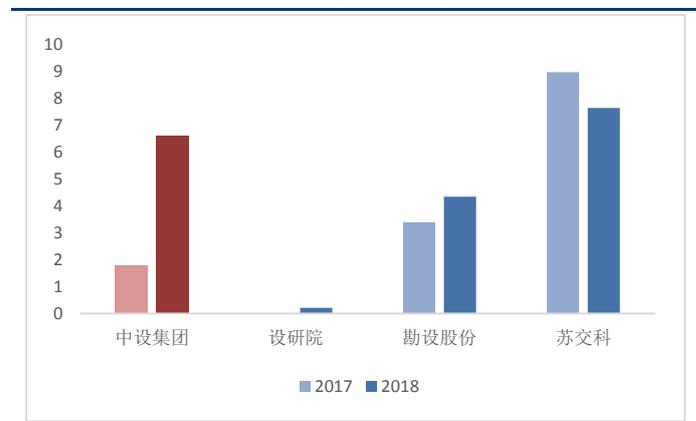
**EPC 模式帮助公司拓展收入极值。**2017-2018 年，公司通过 EPC 模式实现的营收各为 1.80/6.59 亿元，占总营收 6.49%/15.69%。2018 年公司 EPC 营收增幅高达 265.45%，其总承包模式发展力度在同类设计公司中遥遥领先。根据我们之前的《设计行业专题报告之一：设计师是立身之本，公司治理决定腾飞高度》，设计行业以人为本，人员结构决定人均薪酬，人均薪酬决定人均创收。受经营管理能力限制，公司人员不可能无限扩张，单一的工程咨询业务（人才密集型）将导致设计公司收入存在天花板，但加入总承包模式后，公司可通过承担工程设计咨询、采购、施工、经营管理等全过程业务，减少中间环节，控制成本和费用，发挥范围经济效应，从而打开成长空间，拓展收入极值，帮助公司加快实现百亿营收。

图表 10 2014-2018 年公司分部收入（亿元）



资料来源：wind、华创证券

图表 11 2017-2018 年设计企业工程承包收入（亿元）



资料来源：wind、华创证券

## 二、立足创新驱动，打造技术型设计龙头

### （一）立足创新和资本驱动，技术实力助公司持续发展

**公司资质雄厚，技术实力强劲，承接复杂项目能力强。**中设集团在勘察设计、规划研究、试验检测等多个领域均拥有最高等级资质，可不受规模限制地承接各类工程设计咨询业务及勘察业务（除海洋工程勘察外）。成立至今，公司已承接江阴长江公路大桥、常泰过江通道、龙潭过江通道等多项难度系数较高的代表性项目，并创造了一系列世界之最，公司技术实力强劲，在江苏交通勘察设计市场处于领先地位。2018 年 11 月 5 日，国家主席习近平指出“将支持长江三角洲区域一体化发展并上升为国家战略”，公司作为省内交通设计企业翘楚，有望再迎发展机遇。

**图表 12 公司所获相关资质**

领域	相关资质	可承接工作
勘察设计	工程设计综合甲级资质	住建部划分的 21 个行业及 8 个专项的工程设计咨询业务，规模不受限制
	工程勘察甲级资质	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
规划研究	城乡规划编制甲级资质	各种城市规划编制任务
试验检测	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	公路、水运工程各类试验检测业务

资料来源：公司年报、华创证券

**图表 13 代表性项目及成就**

承接时间	项目名称	项目成就
20 世纪 90 年代	江阴长江公路大桥	我国第一座跨径超过千米的特大型悬索桥，在当时已建桥梁中居中国第一、世界第四
20 世纪 90 年代	苏通长江公路大桥	四项世界之最：跨径最大斜拉桥（1088 米），基础最深（120 米）、桥塔最高（300.4 米）、拉索最长（577 米）；
2014	溧马高速公路荷叶山绿色服务区	全国首个高速公路节能减排示范工程，江苏省内第一个低碳、节能、环保的高速公路服务区，全省首个绿色三星设计标准的客运枢纽；
2016	苏锡常南部高速太湖隧道	国内最长、最宽的水下隧道，其长、宽超过港珠澳大桥海底隧道
2018	常泰过江通道、龙潭过江通道	建成后将创造三项世界第一：世界上首座“一桥三用”的过江通道（城际铁路+高速公路+城际快速路），世界上最大跨度的公铁两用斜拉桥，辅桥是世界上最大跨度的公铁两用钢拱桥；

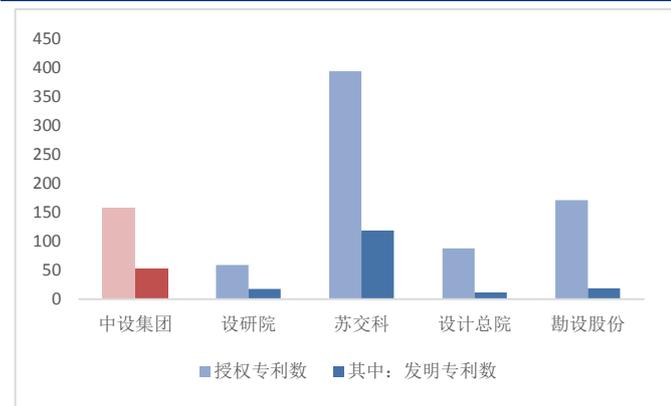
资料来源：公司年报、百度百科、华创证券

我们认为，公司强大的技术实力主要源于以下三点：

**（1）以内生创造为增长动力，重视自主发明：**公司自上市以来坚持以自主创新带动业务拓展，2014-2017 年，每年新增知识产权各为 39/44/34/31 项，截至 2017 年底，公司累计获得授权专利 158 项，其中发明专利 53 项，整体质量较高。横向对比：同类企业中，苏交科科研实力遥遥领先，拥有授权专利/发明专利各 394/119 项，勘设股份其次，与公司同列第二梯队，但发明专利占比较低；设计总院及设研院位列第三梯队，授权专利数均在 50-100 之间。

**（2）以技术经营为主进行扩张，近两年研发支出增长率均超 50%：**2017 年开始，公司全面启动 BIM 中心，同时打造智能和环保两大创新中心，建成一批创新研究型实验室，为公司发展关键技术，促进可持续发展提供有力支撑。2017-2018 年，公司研发支出各增长 86.36%/51.61%至 1.08/1.64 亿元，约占公司营收 3.9%，在可比企业中仅低于设研院的 5.27%，高于苏交科、设计总院及设研院；

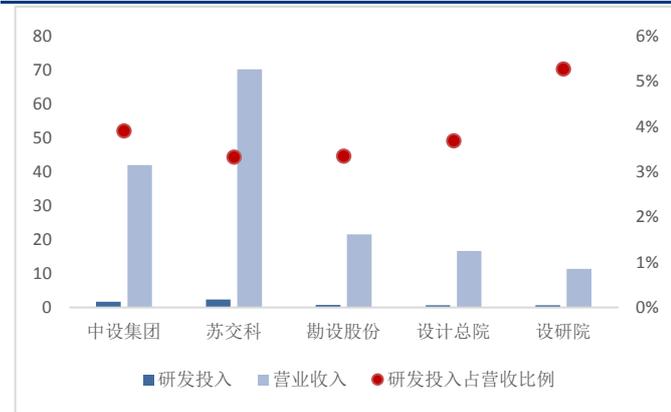
**（3）设计行业以人为本，高素质人才数量增长为企业积蓄发展动能：**人才是设计公司的立身之本，公司员工的学历分布在一定程度上可反映公司的设计实力。截至 2018 年，公司本科及以上学历员工占总员工数 85.8%，且近四年增幅均在 17%以上，远高于专科及以下的员工增速。

**图表 14 主要设计企业获专利情况（截至 2017 年底）**


资料来源：公司年报，华创证券

**图表 15 2014-2018 年研发投入及其增长率**


资料来源：公司年报，华创证券

**图表 16 主要设计企业 2018 年研发投入及占营收比例**


资料来源：公司年报，华创证券

**图表 17 2014-2018 年员工数量及结构变化（按学历）**


资料来源：公司年报，华创证券

## （二）外延并购+高端规划，打造多领域、高技术设计龙头

### 1、收购扬州设计院，拓展水利业务

2016 年 6 月，公司以 1.11 亿元收购扬州勘测设计研究院 75% 股权，后者拥有水利设计乙级资质，在扬州、泰州的水利市场具有一定竞争力，公司凭借此次并购有效提升了跨行业业务承接能力，同时进一步拓展省内外水利市场。另外，扬州设计院做出业绩承诺，2016-2018 年累计净利润不低于 5123 万元，截至 2018 年底，三年实现净利润已达 5553 亿元，业绩完成率为 108.39%，为公司业绩增长提供了重要支撑。

**图表 18 2016-2018 年公司及扬州设计院净利润**

单位：亿元	2016	2017	2018
公司净利润	2.12	3.01	4.06
扬州设计院实际净利润	0.16	0.18	0.21
扬州设计院承诺净利润	0.15	0.17	0.19
业绩完成率	105.23%	104.35%	114.68%

资料来源：公司年报，华创证券

## 2、收购美国 Strabala+architects LLC，进军高端建筑设计市场

2018年10月，公司收购美国 Strabala+architects LLC 的 51% 股权，同时设立中设全球设计中心。马溯咨询公司是 Strabala+architects LLC 在中国的唯一经营实体，该团队拥有 Marshall Strabala、Edward Jiang、林豪三位顶级建筑设计师，曾参与或主持设计迪拜哈利法塔、上海中心大厦、南京绿地金融中心紫峰大厦、太湖博物馆等多项地标性建筑，公司将通过此次与全球高端设计团队的合作进军国内高端建筑设计市场，推进集团向多领域、精致化、国际化方向发展。

## 3、积极打造中设智库，新兴领域多获进展

公司准确把握我国交通行业发展脉络，大力发展中设智库，并取得多项成就。城市建设方面，公司承担了扬州市振兴战略实施规划（首个地市级乡村振兴战略规划）、海安上湖创新区综合交通规划（首个新区级城市综合交通规划）等多个重要项目，为江苏交通发展提供大力支持；新兴行业方面，公司充分发挥技术优势，承接多项高技术项目，同时成立中设民航，在智慧高速、新兴轨道、枢纽建设、水环境和民用航空等多个领域均取得重要进展。

图表 19 2018 年中设智库多领域进展

新兴领域	2018 年新获进展
智慧高速	承担全国首个面向普通公路的综合性智慧公路示范项目—无锡 342 省道智慧公路设计和五峰山未来高速研究工作，多维度打造领先实用、可落地推广的全数字化智慧公路方案
新兴轨道	承接集团首个现代有轨电车设计项目—山东郓城有轨电车勘察设计总承包项目
枢纽建筑	将 BIM 技术应用于综合客运枢纽项目，实现 BIM+GIS+VR+3D 的高度融合
水环境	承担①国家级示范项目—泰安山水林田湖草明堂河梳洗河芝田河生态修复工程、②江苏省第一个流域治理的 PPP 项目—淮安市淮安区黑臭水体综合整治 PPP 项目等重点工程
民用航空	中设民航成立，全年新承接业务额超 6000 万元，完成年度指标的 3 倍

资料来源：公司年报、华创证券

### （三）激励制度逐步完善，拼搏者文化助力成长

#### 1、员工持股+“拼搏者”战略，激励方案再添成长动力

公司在 2019 年推出两大人才激励政策——第一期员工持股计划及“拼搏者”人才新机制，激励制度不断完善中。

- 第一期员工持股计划：**以持有人自筹资金和公司按 3:1 计提的奖励基金为资金来源，规模不超 3100 万元，锁定期为 12 个月。2019 年 4 月 26 日，公司已将 172.36 万股票以 17.41 元/股的价格过户至持股计划，占总股本 0.55%。
- “拼搏者”战略：**集团工作满 6 个月，业绩考核为良好及以上的员工可申请“拼搏者”，成为拼搏者后将有机会参与中长期激励，并参选公司管理者及集团荣誉奖项。

图表 20 公司激励政策

激励政策	政策明细					
	开始时间	规模上限	参与人数	资金来源	锁定期	实施情况
员工持股计划（第一期）	2019.4	3100 万元	不超过 140 人	持有人自筹资金和公司按 3:1 计提的奖励基金	12 个月	实施中：2019 年 4 月 26 日，公司将 172.36 万公司股票过户至第一期员工持股计划，过户价格为 17.41 元/股，占总股本 0.55%。
拼搏者人才	拼搏者申请资格					

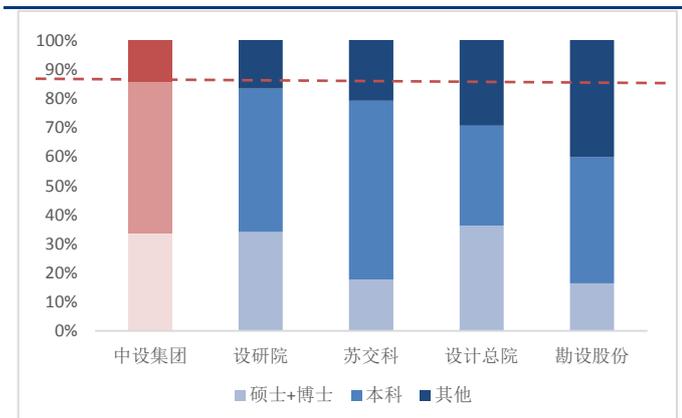
激励政策	政策明细
新机制	(1) 集团工作满六个月；(2) 年度业绩考核为良好及以上；(3) 认同集团使命、愿景、价值观及拼搏者文化理念，遵循拼搏者行为标准
	<b>拼搏者激励</b>
	(1) 物质激励：在即期工资、奖金的基础上，集团与拼搏者共担、共创、共享，优秀拼搏者有机会参与中长期激励； (2) 发展激励：集团在事业发展上向拼搏者倾斜机会与资源，只有拼搏者才能参选管理者，管理者必须是拼搏者； (3) 荣誉激励：只有拼搏者才有资格参选集团荣誉奖项。
	<b>拼搏者退出</b>
	(1) 无法正常履职时；(2) 以各种形式离开集团时；(3) 业绩考核 85 分以下时；(4) 价值观评价结果为 60 分以下时；(5) 触犯集团红线行为时。

资料来源：公司公告、公司官网、华创证券

## 2、高素质人才占比行业领先，人均创收增势迅猛

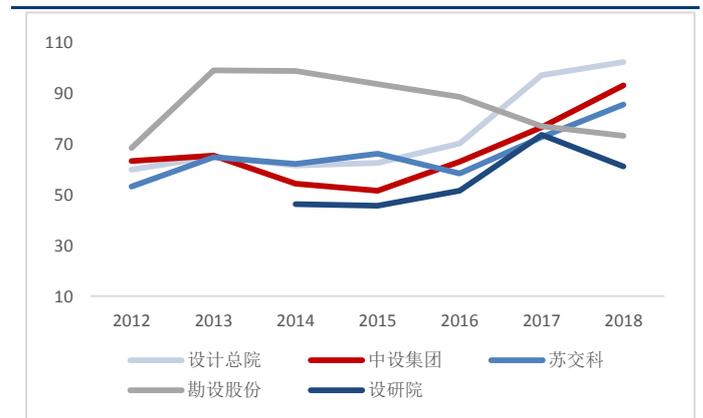
完善的激励制度帮助公司吸纳了大批高素质人才，从而带动人均创收增长。我们统计了 2018 年主要设计企业的员工学历分布情况，发现中设集团本科及以上学历的员工占比高达 **85.8%**，位列**第一**。对于以人为本的设计行业，人才素质的提升可直接带动公司业绩增长，2016-2018 年，公司人均创收增幅连续三年超 20%，目前已近 93 万元/人，仅低于设计总院，在同类企业中排名第二。

图表 21 2018 年主要设计企业员工学历分布



资料来源：公司年报、华创证券

图表 22 2012-2018 年主要设计企业人均创收



资料来源：公司年报、华创证券

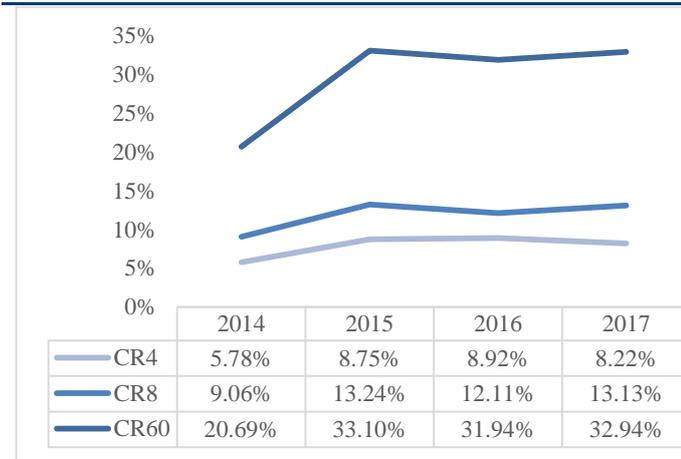
## 三、低集中度+基建复苏，双逻辑看好龙头业绩增长

### (一) 行业集中度有待提升，EPC 模式大势所趋

设计行业 CR60 不足 35%，龙头企业有望抢占市场份额。整体来看，我国勘察设计行业的集中度仍处在一个较低的水平，尽管 2015 年存在小幅增长，但之后的两年均未出现过明显提升，集中程度趋于稳定。2017 年，CR4 企业的市占率仅有 8.22%，CR60 市占率也不超过 33%，行业集中度依然存在提升空间。

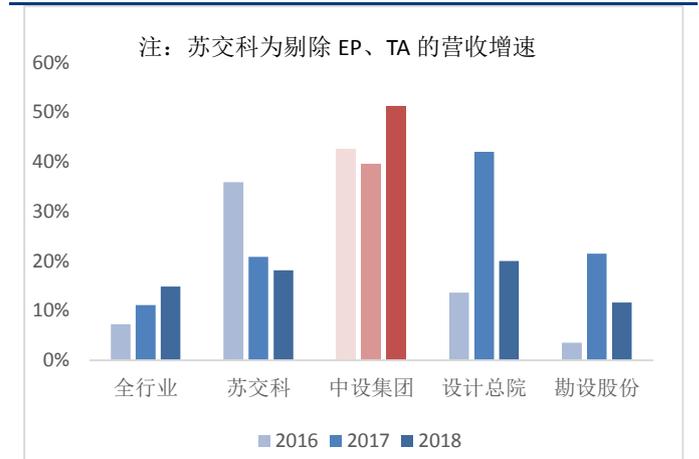
从增速来看，2016-2018 年全行业设计收入分别增长 7.29%、11.15%、14.86%，绝大部分龙头企业营收增长表现均优于行业整体。其中，中设集团 2018 年增速表现尤为突出，同比提升 11.81 个百分点至 51.23%（主要系 EPC 业务大幅增长）。随着近年来主要企业不断通过并购进行外延扩张，以及国家对总承包模式的大力推广，预计行业集中度将在未来有所提高，龙头企业有望抢占先机。

图表 23 2014-2017 年我国工程勘察设计行业集中度



资料来源：住建部、国家统计局、华创证券

图表 24 全行业工程设计收入及龙头企业营收增长率

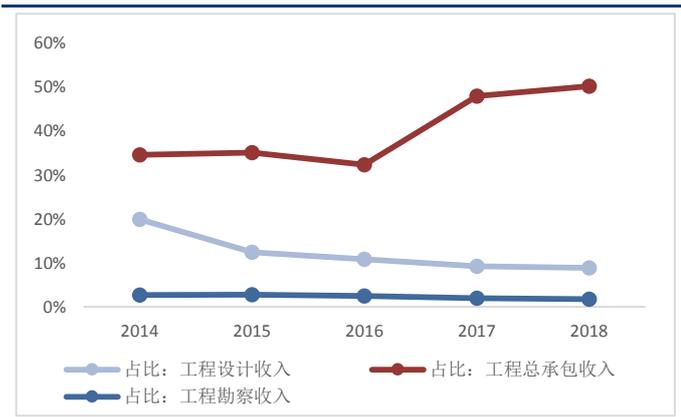


资料来源：住建部、Wind、华创证券

**EPC 模式大势所趋，设计企业优势显著。**根据住建部发布的历年《全国工程勘察设计统计公报》，2014-2018 年，工程总承包收入在全行业营收中的占比不断增加，2018 年已超 50%，考虑到国家对 EPC 模式的大力支持，以及一带一路项目不断落地，预计未来该占比仍会继续提升。与工程总承包收入占比持续增加不同，我国工程设计与施工一体化企业的占比不断减少，2014-2018 年，该类企业减少了 3049 家，在全行业中的占比也只有 2.2%，而工程设计企业数量却不断增长。

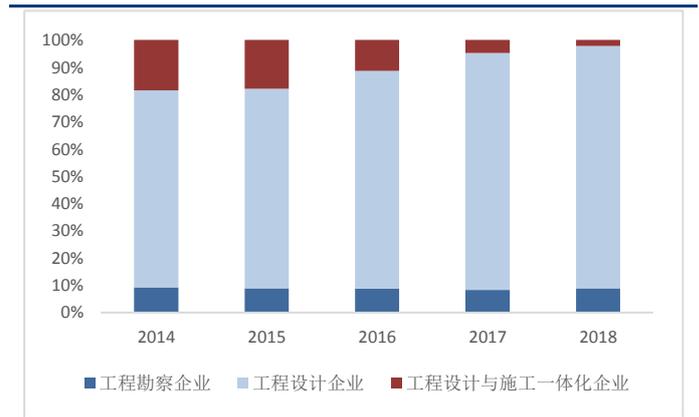
**总承包收入与企业数量的反向变化意味着，越来越多的设计企业开始做 EPC 项目，且与传统的一体化企业相比，设计企业在承接总承包项目时更具优势：**（1）身处产业链上游，具备技术优势；（2）资质齐全，可承接项目范围广；（3）便于协调和统筹整个项目，有利于减少成本、缩短工期；（4）设计企业人才密集，项目经验丰富，且高素质人才能够更快适应 EPC 的运作模式。

图表 25 2014-2018 年全国工程勘察设计收入结构



资料来源：住建部、华创证券

图表 26 2014-2018 年全国工程勘察设计行业企业分布



资料来源：住建部、华创证券

## （二）基建复苏信号明确，交通板块将成主推动力

**基建利好政策陆续出台，补短板力度增强。**2018 年 7 月底，国务院提出基建补短板，加快 1.35 万亿地方债发行和使用进度，项目融资得以改善；9-10 月，中共中央、国务院先后印发《乡村振兴战略规划（2018-2022 年）》、《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》等文件，强调支持乡村振兴、一带一路、京津冀协同发展、长江经济带发展、粤港澳大湾区建设等重大项目，基建复苏信号逐渐明确。

专项债额度提前下达，基建为主要流向。2019 年新增专项债额度 2.15 万亿元，9 月底前将全部发行完毕。9 月初国常会召开，明确指出将按规定提前下达明年部分专项债额度，确保明年初即可使用见效；另外，在用途方面，会议强调提前下达的专项债不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。根据我们统计，今年 1-8 月共发行专项债 20056.14 亿元，其中 32.19% 用于土储，35.29% 用于棚改，二者合计近 70%。我们判断，新规出台后，提前下达的专项债将大部分流向基建领域。

图表 27 2018 年 7 月至今基建相关政策

时间	部门	政策/会议要点
2018.7	国务院	引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾；加快今年 1.35 万亿元地方政府专项债券发行和使用进度，在推动在建基础设施项目上早见成效。
2018.7-8	发改委	先后审批通过了长春市第三期城市轨道交通建设规划、苏州市第三期城市轨道交通建设规划，规划总投资超 1700 亿元。
2018.8	国务院	聚焦补短板、扩内需、稳就业，在环保、交通能源、社会事业等方面，向民间资本集中推介一大批商业潜力大、投资回报机制明确的项目，积极支持民间资本控股。
2018.9	中共中央、国务院	印发《乡村振兴战略规划（2018-2022 年）》，对实施乡村振兴战略作出阶段性谋划，分别明确至 2020 年和 2022 年的目标任务，部署重大工程、重大计划，确保乡村振兴战略落实落地。
2018.10	国务院	《国务院办公厅关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》要求，支持“一带一路”建设、京津冀协同发展、长江经济带发展、粤港澳大湾区建设等重大战略，围绕打好精准脱贫、污染防治攻坚战，着力补齐铁路、公路、水运、机场、水利、能源、农业农村、生态环保、公共服务、城乡基础设施、棚户区改造等领域短板，加快推进已纳入规划的重大项目。
2018.12	发改委	发布《关于支持优质企业直接融资进一步增强企业债券服务实体经济能力的通知》支持优质企业发行企业债融资，融资政策改善利好基建补短板。
2019.3	财政部	发布《推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》，提出加大对民营企业、外资企业参与 PPP 项目的支持力度，向民营企业推介政府信用良好、项目收益稳定的优质项目，并在同等条件下对民营企业参与项目给予优先支持。
2019.6	中共中央、国务院	为加大逆周期调节力度，更好发挥地方政府专项债券的重要作用，允许将专项债作为重大项目资本金。
2019.8	国家发改委	发改委印发《西部陆海新通道总体规划》指出，加快西部陆海新通道建设，推进西部大开发形成新格局，推动区域经济高质量发展。
2019.8	国务院金融委员会第七次会议	会议指出， <b>要加大宏观经济政策的逆周期调节力度</b> ，下大力气疏通货币政策传导。金融部门继续做好支持地方政府专项债发行相关工作。充分挖掘投资需求潜力，探索建立投资项目激励机制， <b>高度重视基础设施、高新技术、传统产业改造、社会服务等领域和新增长极地区的发展。</b>
2019.9	国务院常务会议	按规定提前下达明年部分专项债额度，确保明年初即可使用见效， <b>扩大专项债使用范围，不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。</b> 明确了将专项债用作项目资本金的投向领域。以省为单位， <u>专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为 20% 左右。</u>

资料来源：国务院、发改委、财政部、华创证券

图表 28 2019 年新增专项债及用于基建比例估算

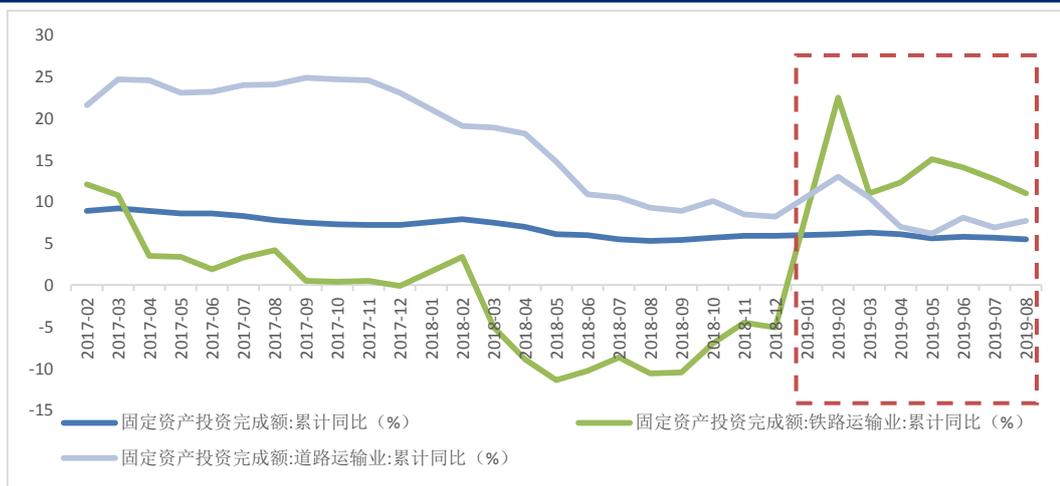
单位：亿元	当月新增专项债	土地储备	棚户区改造	收费公路	轨道交通	水资源配置	其他	用于基建的最大比例
2019 年 1 月	1411.67	767.10	304.06	55.05	31.00	26.00	228.46	24.12%
2019 年 2 月	1666.49	796.93	455.59	12.98	35.00		365.99	24.84%
2019 年 3 月	3582.00	1060.35	1435.78	116.76	85.00		884.11	30.31%

单位: 亿元	当月新增专项债	土地储备	棚户区改造	收费公路	轨道交通	水资源配置	其他	用于基建的最大比例
2019年4月	636.52	119.49	395.08	25.00			96.95	19.16%
2019年5月	1301.00	200.17	673.48	31.65			395.70	32.85%
2019年6月	5267.46	1903.16	1822.90	673.44	46.28	1.76	819.92	29.26%
2019年7月	2997.00	719.72	1066.27	320.00	27.40		863.61	40.41%
2019年8月	3194.00	888.75	924.00	99.60	198.00		1083.65	43.25%

资料来源: 财政部、wind、华创证券

交通板块有望成为基建增长的加速器。截至2019年8月末, 全国固定资产投资额累计增加5.5%, 其中交通板块增速亮眼, 铁路投资同比增11.0%, 道路投资同比增7.7%。进入2019年以来, 铁路、道路的累计投资增速始终高于全国固定资产投资, 尤其是铁路投资, 其累计增长率由负转正, 增幅较高。根据国务院印发的《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》计算, 截至2018年底, 铁路、公路的未完成率各为65.52%、36.55%, 以2016-2018的年均交通投资额计算, 未来两年至少还有6万亿的投资空间, 我们判断, 交通板块有望成为基建复苏的主推动力。

图表 29 2017.2-2019.8 全国固定资产投资、铁路固投、道路固投累计同比



资料来源: wind、华创证券

图表 30 2016-2018 年交通投资及“十三五”交通规划完成情况

2016-2018 年交通投资及“十三五”交通规划完成情况				
投资额(亿元)	2016	2017	2018	平均每年投资额
总投资额	27902.63	31151.16	32235	30429.60
铁路	8015	8010	8028	8017.67
公路	17976	21253	21335	20188
其中: 高速公路	8235	9258	9972	9155
里程(万公里)	2015	2018	2020	未完成率(截至2018年末)
铁路营业里程	12.1	13.1	15	65.52%
其中: 高铁	1.9	2.9	3	9.09%
公路通车里程	458	484.65	500	36.55%
其中: 高速公路	12.4	14.26	15	28.46%

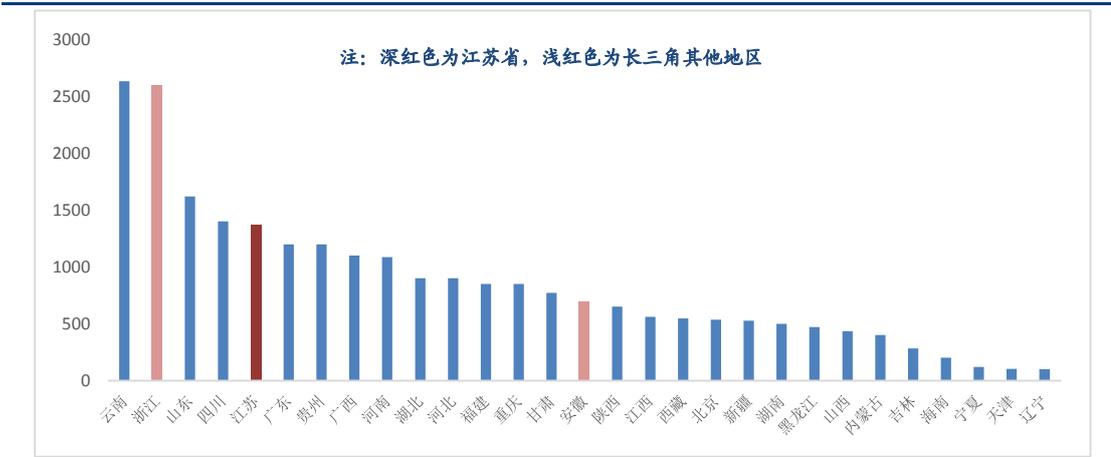
资料来源: 国家交通运输部、华创证券

### （三）长三角地区交通发展引领全国

#### 1、2019 年长三角计划交通投资额有望超 6000 亿，占全国近四分之一

2018 年 12 月 26 日，2019 年全国交通运输工作会议召开，会议指出，2019 年全国铁路、公路、水路建设投资将达 2.6 万亿。随后，各省也纷纷公开今年的交通基建投资规模目标。在已公开计划投资额的 31 个省（市）中，有 9 个地区的预计交通投资额超千亿，其中，江苏省以 1370 亿位列全国第五，同样处于长三角地区的浙江、安徽预计投资额各为 2600、700 亿元。上海地区尚未公布年度目标，但以 2018 年的规模估计（1350 亿元），今年长三角地区的交通投资额有望达 6020 亿元，约占全国的 23.18%。

图表 31 2019 年全国各省交通基建计划投资额

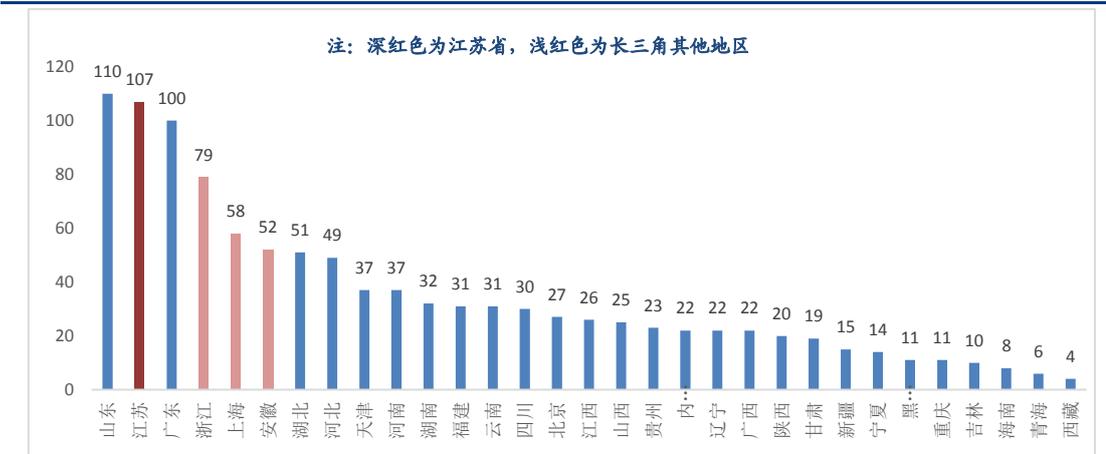


资料来源：搜狐新闻（整理自各省交通运输会议）、华创证券

#### 2、智慧交通布局全国领先

智慧交通为未来交通发展主要趋势，长三角地区已先行布局。2017 年年初，交通部印发《推进智慧交通发展行动计划(2017-2020 年)的通知》，明确指出“将多渠道筹集资金支持开展智慧交通示范试点，同时鼓励支持各地交通运输主管部门结合自身实际，组织推进试点示范工作”。中国产业信息网报告显示，2017 年，全国 31 个地区共开展了 1089 个智能交通项目，但各省之间的项目数差异较大，最少的仅有 4 个，最多可达 110 个，这意味着智能交通的发展存在着一定的区域不平衡性，短期内仍将采取重点城市示范试点的发展方式。我们将各省数据进行分组统计，发现仅有 7 省份（直辖市）的项目数在 51-110 之间，其中山东（110）、江苏（107）、广东（100）、浙江（79）、上海（58）分列 1-5 位，长三角地区合计开展智能交通项目 296 个，占全国总量的 27%。

图表 32 2017 年全国各省智能交通项目数



资料来源：中国产业信息网、华创证券

**（四）公司：市场份额逐年扩大，业绩表现值得期待**

2014-2018 年，公司在全国及省内的市占率均得到较大提升。根据我们测算，中设集团全国市占率由 0.42% 升至 0.77%，省内市占率由 4.74% 增至 13.33%，随着行业集中度的提升，公司市场份额仍有较大增长空间。

测算方法如下：

- （1）根据江苏省住建厅印发的《江苏省勘察设计行业“十三五”发展规划》，2015 年全省勘察设计企业营收为 2373.5 亿元，且计划“十三五”期间保持年均 8% 的增长，即 2016-2018 省内勘察设计市场约为 2563、2768、2990 亿元，约占全国的 7.69%、6.36%、5.76%；
- （2）根据全国 2016-2018 年设计行业的收入及江苏勘察设计市场在全国的占比，我们计算 2016-2018 年江苏省工程设计收入各为 277.62、256.04、265.46 亿元；
- （3）剔除 EPC 业务的影响，测算得到公司设计收入在全国及省内的市占率：**2016-2018 年，其国内市占率各为 0.55%、0.65%、0.77%，省内市占率各为 7.17%、10.14%、13.33%。**考虑到设计行业凭资质承接项目的特性，以及 EPC 业务对企业规模效应的高要求，预计未来市场份额将逐渐向头部企业集中，公司业绩增长可期。

图表 33 2014-2018 年全国及江苏勘察设计市场规模



资料来源：住建部、江苏省住建厅、华创证券

图表 34 2014-2018 年公司国内/省内市占率



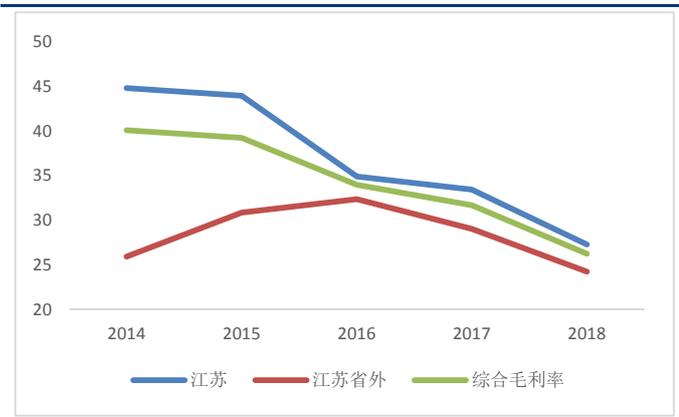
资料来源：住建部、江苏省住建厅、华创证券

#### 四、毛利率有望提升，低费率释放利润空间

##### （一）毛利水平受 EPC 拖累，未来有望提升

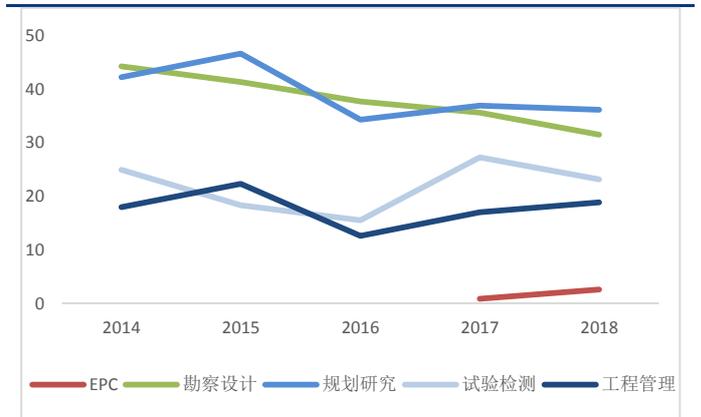
**EPC 拖累致毛利下滑，19H1 明显改善。**整体来看，公司毛利率呈下滑趋势，受总承包业务影响，2017/2018 年，综合毛利率各降 2.27/5.46 个百分点至 31.68%/26.22%。19H1 公司毛利明显改善，同比+2.53 个 pp 至 30.71%，主要系 EPC 毛利大幅提升。分区域看，江苏省内毛利率高于省外，但差距逐年减小。2014 年，省内外毛利率相差 18.88 个百分点，2018 年，二者差距缩减至 3.02 个 pp，随着公司业务布局的全国化发展，预计未来将继续趋同。分业务看，2018 年勘察设计和规划研究毛利率均在 30% 以上，试验检测和工程管理约为 20%，EPC 不足 3%，19H1 改善明显，同比提升 3.94 个 pp 至 4.76%。

图表 35 2014-2019H1 综合毛利率及分区域毛利



资料来源: wind、华创证券

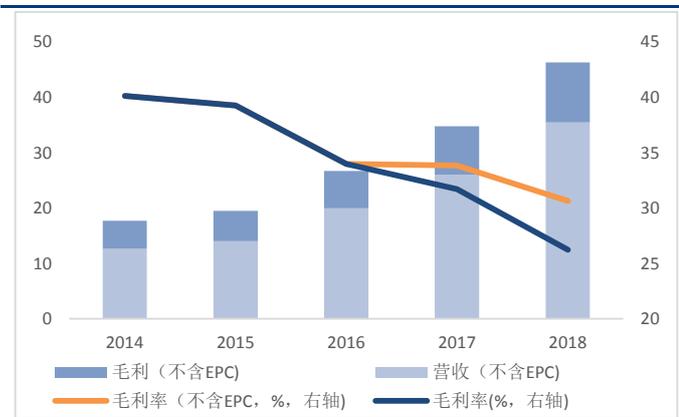
图表 36 2014-2018 年各项业务毛利率



资料来源: wind、华创证券

我们认为公司毛利下降主要是受 EPC 和人员变动影响。首先，我们将 EPC 业务剥离，发现 2017-2018 年的毛利水平确有提升，但仍存在下降趋势，故 EPC 业务不是公司毛利下降的全部因素；分部来看，勘察设计和试验检测的毛利近两年下降明显，但考虑到试验检测业务在公司营收中占比较低（2018 年为 7.02%），故我们判断勘察设计成本增加是影响整体毛利的第二大因素。经数据验证，2018 年，公司各项业务中仅勘察设计成本增幅上涨，其他均低于 2017，主要系员工数量的大幅增长及分包比例的增加。

图表 37 2014-2018 年公司毛利率及 EPC 影响



资料来源: wind、华创证券

图表 38 2015-2018 年各项业务成本增长率 (不含 EPC)



资料来源: wind、华创证券

图表 39 2014-2018 年服务采购及人工成本增长情况



资料来源：公司年报、华创证券

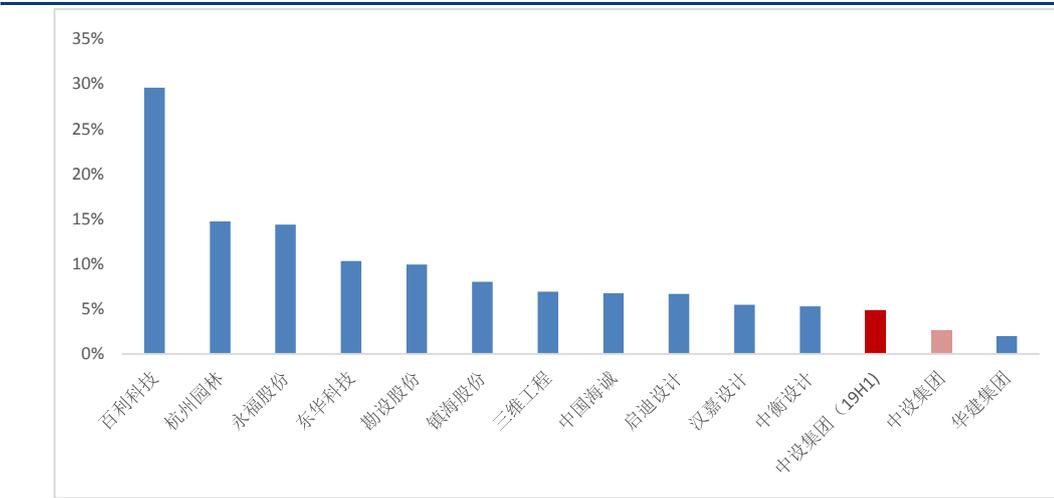
图表 40 2014-2018 年员工数量变化



资料来源：wind、华创证券

基于以上的因素分析，我们判断，公司毛利水平未来将有较大可能提升：（1）与其他设计企业相比，公司 EPC 业务毛利极低，提升空间较大；（2）人员变动仅为短暂因素，公司近年扩张速度较快，2018 年员工规模增幅高达 25%，预计未来将逐步放缓；（3）试验检测和工程管理非主要发展方向，2018 年，两项业务的营收增幅仅为 -3.34%/+13.03%，位列其他各项业务之后，占总营收的比例也呈下降趋势，预计未来高毛利业务占比增加后，公司毛利水平将随之提升。

图表 41 2018 年设计企业总承包业务毛利率



资料来源：wind、华创证券

## （二）期间费率管控得当，资产负债率持续提升

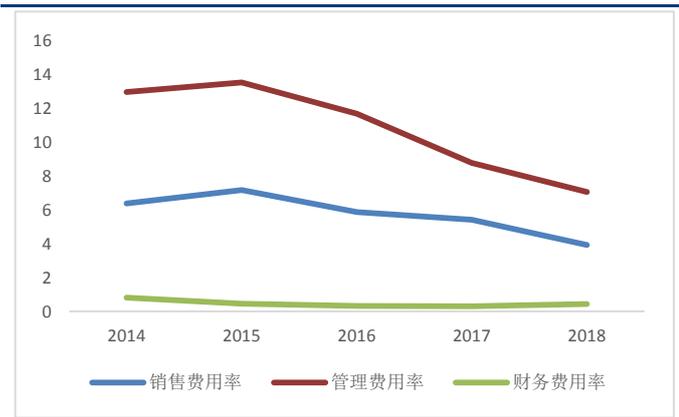
### 1、费用端持续改善，释放公司利润空间

期间费率改善明显，净利润持续增长。受行业整体下滑影响，公司营业利润和净利润在 2015 年出现了负增长。2016 年之后，公司通过内生+外延不断扩大业务范围，保持营收以 39% 以上的速度增长。同时，公司管理费用控制得当，2014-2018 年，管理费率由 12.97% 降至 7.06%，年均降低近 1.5 个百分点，在同类企业中降幅最大。管理费率的降低释放了利润空间，尽管 2016、2018 年公司存在两起并购，但却保持着“期间费率下降，净利润高速增长”的良好表现，2016-2018 年，公司期间费率各为 17.88%、14.50%、10.31%，而净利润增幅则分别达 32.5%、41.81%、34.73%。

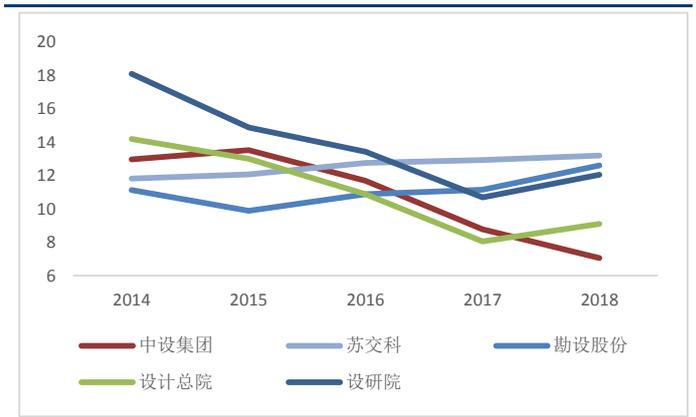
**图表 42 2014-2018 年公司营收、利润及期间费用情况**

单位: 亿元	2014	2015	2016	2017	2018
营业收入	12.61	13.97	19.91	27.76	41.99
增长率		10.82%	42.50%	39.43%	51.23%
营业利润	1.880	1.860	2.481	3.550	4.720
增长率		-1.06%	33.39%	43.09%	32.96%
净利润	1.660	1.603	2.124	3.012	4.058
增长率		-3.43%	32.50%	41.81%	34.73%
期间费用	2.544	2.956	3.561	4.026	4.327
增长率		16.19%	20.47%	13.06%	7.48%
营业利润率	14.91%	13.31%	12.46%	12.79%	11.24%
净利润率	13.17%	11.47%	10.67%	10.85%	9.67%
期间费用率	20.18%	21.16%	17.88%	14.50%	10.31%

资料来源: wind、华创证券

**图表 43 2014-2018 年公司三大费用率**


资料来源: wind、华创证券

**图表 44 2014-2018 年主要设计企业管理费用率**


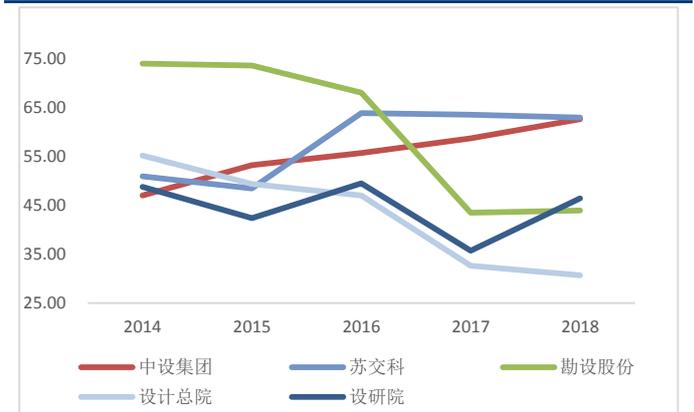
资料来源: wind、华创证券

## 2、规模扩张致现金流承压、负债率提升

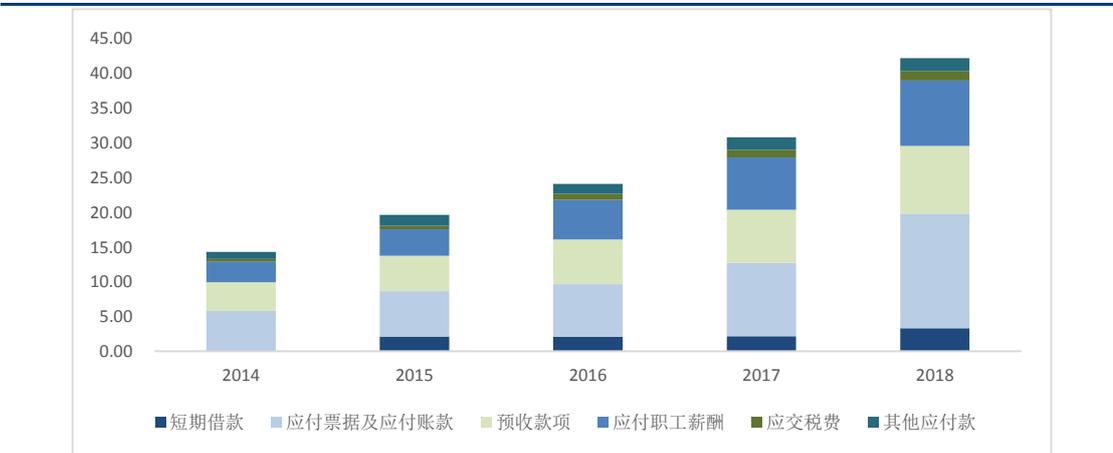
**现金流短期承压，资产负债率升至高位。**2014-2018 年，公司经营性现金流净额持续增长，整体表现良好，19H1 下降至-4.60 亿元，主要系员工大规模增长所致（同比增 920 人）。资产负债率逐年提升，2019 年增至 62.59%，在可比公司中居于高位，我们认为主要系规模扩张所致。从负债结构来看，公司流动负债占比超 99%，其中，应付票据及应付账款、预收款项、应付职工薪酬等经营性负债增长快且占比高，2019 年各占总负债 43.24%、22.48%、17.48%。

**图表 45 2014-2019H1 公司经营性现金流净额**


资料来源: wind、华创证券

**图表 46 2014-2018 年主要设计企业资产负债率**


资料来源: wind、华创证券

**图表 47 2014-2018 年流动负债结构**


资料来源: wind、华创证券

## 五、盈利预测及估值

预计 2019-2021 年营收增速各为 26.35%、22.92%、18.19%。公司主营业务分为勘察设计、EPC、规划研究、试验检测及工程管理五大部分，2018 年各项业务占比各为 61.97%、15.69%、10.11%、7.02%、3.39%。19H1 公司新承接业务额 40.03 亿元，同比+18.83%，其中勘察设计新承接业务额 33.22 亿元，同比+13.05%，受益于长三角区域一体化发展战略，预计设计业务仍将保持较高速增长；另外，公司 EPC 业务尚处起步阶段，从政策层面看，EPC 模式将得到大力推行，未来增长空间广阔；试验检测收入在 2018 年出现下滑，但占比较小对公司总营收影响不大，保守估计 2019 年将小幅缩减。我们维持预计 2019-2021 年公司 EPS 为 1.10/1.38/1.67 元，对应 PE 为 11x/9x/7x，维持“强推”评级。

根据最新的 8 月经济数据，消费、生产、投资均有不同程度的滑落，经济增长压力较大。我们判断，随着逆周期调节力度加大，专项债新政逐渐落地，基建有望迎来复苏，公司作为江苏省龙头设计企业之一，交通勘设技术领先，EPC 业务空间广阔，预计未来三年营收仍能以 20% 以上的速度保持增长，从设计行业整体上市公司来看，对应 2019 年平均估值 11.1 倍左右，2020 年 9.2 倍左右，我们认为随着基建的预期起来，作为基建链上的弹性板块可以给予对应 2020 年 11-13 倍的目标估值，对应股价为 15.18-17.94 元/股。

图表 48 中设集团收入拆分及分部预测

单位：亿元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
合计收入	27.76	41.98	53.05	65.20	77.06
增速		51.23%	26.35%	22.92%	18.19%
勘察设计	17.95	26.02	33.82	42.28	50.74
增速		44.96%	30%	25%	20%
EPC	1.80	6.59	8.57	10.96	13.16
增速		265.40%	30%	28%	20%
规划研究	3.40	4.24	5.30	6.37	7.32
增速		24.68%	25%	20%	15%
试验检测	3.05	2.95	2.80	2.66	2.53
增速		-3.33%	-5%	-5%	-5%
工程管理	1.26	1.42	1.64	1.88	2.16
增速		13.05%	15%	15%	15%
其他	0.30	0.76	0.91	1.05	1.16
增速		156.57%	20%	15%	10%

资料来源：wind、公司年报、华创证券预测

图表 49 主要设计企业估值比较

证券代码	证券简称	收盘价	EPS				PE			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
603018.SH	中设集团	12.18	1.26	1.08	1.34	1.64	13.80	11.27	9.10	7.45
可比公司估值比较										
300284.SZ	苏交科	9.18	0.77	0.78	0.96	1.16	13.47	11.70	9.56	7.90
603357.SH	设计总院	11.56	1.35	1.17	1.40	1.66	14.83	9.89	8.25	6.98
300732.SZ	设研院	18.82	2.20	2.10	2.62	3.16	14.44	8.95	7.18	5.96
603458.SH	勘设股份	19.81	2.80	2.39	2.91	3.52	10.81	8.29	6.81	5.62
600629.SH	华建集团	9.31	0.61	0.57	0.66	0.76	18.48	16.39	14.16	12.19
平均值							14.31	11.08	9.18	7.68

资料来源：wind、华创证券

## 六、风险提示

基建投资增速不达预期，专项债政策推进不达预期，EPC 业务拓展不达预期。

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,084	2,322	2,904	3,671
应收票据	10	13	16	19
应收账款	3,591	3,857	4,742	5,604
预付账款	138	169	207	244
存货	562	687	841	991
其他流动资产	155	196	241	283
流动资产合计	5,540	7,244	8,951	10,812
其他长期投资	408	408	408	408
长期股权投资	93	93	93	93
固定资产	417	388	363	340
在建工程	0	20	40	60
无形资产	56	51	45	41
其他非流动资产	245	233	225	218
非流动资产合计	1,219	1,193	1,174	1,160
<b>资产合计</b>	<b>6,759</b>	<b>8,437</b>	<b>10,125</b>	<b>11,972</b>
短期借款	334	415	466	530
应付票据	0	0	0	0
应付账款	1,647	2,014	2,467	2,904
预收款项	972	1,229	1,510	1,785
其他应付款	181	181	181	181
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
其他流动负债	1,085	1,516	1,957	2,464
流动负债合计	4,219	5,355	6,581	7,864
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	12	12	12	12
非流动负债合计	12	12	12	12
<b>负债合计</b>	<b>4,231</b>	<b>5,367</b>	<b>6,593</b>	<b>7,876</b>
归属母公司所有者权益	2,475	3,004	3,450	3,995
少数股东权益	53	66	82	101
<b>所有者权益合计</b>	<b>2,528</b>	<b>3,070</b>	<b>3,532</b>	<b>4,096</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>6,759</b>	<b>8,437</b>	<b>10,125</b>	<b>11,972</b>

**现金流量表**

单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>326</b>	<b>800</b>	<b>330</b>	<b>465</b>
现金收益	487	610	735	862
存货影响	2	-125	-154	-149
经营性应收影响	-1,307	-422	-1,066	-1,047
经营性应付影响	806	623	734	712
其他影响	339	114	82	88
<b>投资活动现金流</b>	<b>-161</b>	<b>-40</b>	<b>-40</b>	<b>-40</b>
资本支出	-73	-51	-49	-47
股权投资	30	0	0	0
其他长期资产变化	-118	11	9	7
<b>融资活动现金流</b>	<b>21</b>	<b>478</b>	<b>292</b>	<b>342</b>
借款增加	116	81	51	64
财务费用	-112	-213	-235	-284
股东融资	18	18	18	18
其他长期负债变化	-1	592	458	544

资料来源: 公司公告, 华创证券预测

**利润表**

单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>4,198</b>	<b>5,305</b>	<b>6,520</b>	<b>7,706</b>
营业成本	3,097	3,787	4,638	5,461
税金及附加	29	37	46	54
销售费用	165	217	267	324
管理费用	250	345	430	524
财务费用	18	22	19	14
资产减值损失	173	122	141	145
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	33	28	28	28
其他收益	18	18	18	18
<b>营业利润</b>	<b>472</b>	<b>608</b>	<b>764</b>	<b>923</b>
营业外收入	0	-1	-1	-1
营业外支出	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>472</b>	<b>607</b>	<b>763</b>	<b>922</b>
所得税	66	84	106	129
<b>净利润</b>	<b>406</b>	<b>523</b>	<b>657</b>	<b>793</b>
少数股东损益	10	13	16	19
<b>归属母公司净利润</b>	<b>396</b>	<b>510</b>	<b>641</b>	<b>774</b>
NOPLAT	422	542	673	805
EPS(摊薄) (元)	1.26	1.10	1.38	1.67

**主要财务比率**

	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	51.2%	26.3%	22.9%	18.2%
EBIT 增长率	34.9%	28.5%	24.3%	19.7%
归母净利润增长率	33.5%	28.7%	25.6%	20.8%
<b>获利能力</b>				
毛利率	26.2%	28.6%	28.9%	29.1%
净利率	9.7%	9.9%	10.1%	10.3%
ROE	15.7%	16.6%	18.1%	18.9%
ROIC	14.2%	14.2%	14.5%	14.4%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	62.6%	63.1%	64.0%	64.1%
债务权益比	13.7%	13.9%	13.5%	13.2%
流动比率	131.3%	135.3%	136.0%	137.5%
速动比率	118.0%	122.4%	123.2%	124.9%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转天数	261	253	237	242
应付账款周转天数	157	174	174	177
存货周转天数	65	59	59	60
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.26	1.10	1.38	1.67
每股经营现金流	0.70	1.72	0.71	1.00
每股净资产	5.33	6.47	7.43	8.60
<b>估值比率</b>				
P/E	10	11	9	7
P/B	2	2	2	1
EV/EBITDA	10	8	7	6

## 建筑建材组团队介绍

**组长、首席分析师：王彬鹏**

上海财经大学数量经济学硕士，4年建筑工程研究经验，曾就职于招商证券，2019年5月加入华创证券研究所。

**高级分析师：师克克**

武汉大学经济学硕士。2018年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjian@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的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;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未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,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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500