

中设集团（603018）/建筑装饰

低估的基建设计龙头

评级：买入（首次）

市场价格：12.24

分析师：邢立力

执业证书编号：S0740518100001

电话：021-20315138

Email: xingli@r.qlzq.com.cn

分析师：曾明

执业证书编号：S0740518070008

Email: zengming@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	557.25
流通股本(百万股)	557.18
市价(元)	12.24
市值(百万元)	6,820.71
流通市值(百万元)	6,819.93

股价与行业-市场走势对比

公司盈利预测及估值

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,198.5	4,688.4	5,577.5	6,606.9	7,847.9
增长率 yoy%	51.2%	11.7%	19.0%	18.5%	18.8%
净利润	396.2	518.0	613.1	736.6	861.8
增长率 yoy%	33.5%	30.7%	18.4%	20.1%	17.0%
每股收益(元)	0.71	0.93	1.32	1.59	1.86
每股现金流量	0.91	0.67	0.90	1.48	1.62
净资产收益率	16.00%	18.06%	17.46%	17.26%	17.92%
P/E	17.2	13.2	9.3	7.7	6.6
PEG	0.75	0.72	0.33	0.34	0.36
P/B	2.76	2.38	1.62	1.33	1.18

备注：股价为2020年8月3日收盘价

投资要点

- **优质设计类民企，综合实力突出：**公司在交通设计规划领域深耕多年，经过多年发展，已实现了从传统院所结构向集团管控型组织架构的战略转型，提供从战略规划、工程咨询、勘察设计到科研开发、检测监测、项目管理、专业施工、后期运营等全生命周期的一体化解决方案。公司传统优势突出，项目经验丰富，下属中设设计集团铁道规划设计研究院专注铁路与轨道交通业务板块，是江苏省第一个具有城市轨道交通设计甲级、咨询甲级资质的单位；中设佳通设计了全国及海外超过5800公里的高速公路和4300公里的干线公路，创建了一大批在全国有影响力的公路典型示范工程。
- **深耕江苏，受益长三角一体化：**江苏省内的业务是公司业绩的主要支撑，公司在江苏省内的收入占总收入比重超60%，新签合同占比在50%以上；依托江苏省自身的基建投资规划，可发挥自身的优势与能力，保持订单合同的稳定增长。2018年以来，长江三角洲的一体化发展的重要性逐渐体现，多项政策明确表示将大力支持长三角一体化发展，基础设施建设在长三角地区仍有较大施展空间，而勘察设计作为基础设施建设的第一步未来也将受益。
- **行业集中度提升，加速外延拓展提升市占率：**勘察设计行业企业数量众多，市场整体比较分散，但近年来行业内企业数量不断减少，集中度正在不断提升。2015-2018年间公司进行了多次外延并购，2017年开始以合资公司的方式加快属地化建设，外延并购和属地化建设促进公司市场份额不断提升。公司上市以来新签订单一直快速增长，新签订单增速明显高于行业的新签订单增速，公司近5年新签订单复合增速为34%，2019年，公司新签订单达80.1亿，同比增长25%，订单的快速积累进一步表明在行业集中度提升下公司的市场份额持续扩大。
- **再融资放松带来机遇，股份回购提振信心：**再融资政策松绑后，融资将更为灵活，公司自2019年后并无并购事项，且公司的资产负债率与同行业其他上市公司相比也处于较高水平，未来公司的资产负债率仍有下降空间。2020年3月，公司发布股份回购预案，拟回购金额不低于3000万元、不超过6000万元，截至7月31日，公司已回购股份数量为201万股，占公司目前总股本的比例为0.3607%，支付总金额为1968万元，股份回购表明了公司对未来发展前景的信心和内在价值的认可，也将进一步增强投资者信心。
- **盈利预测与投资建议：**预计公司2020-2022年收入增速分别为19.0%、18.5%、18.8%，归母净利润增速分别为18.4%、20.1%、17.0%，EPS为1.32、1.59、1.86元，对应PE分别为9.3X、7.7X、6.6X，首次覆盖给予买入评级。
- **风险提示事件：**基建投资不及预期风险，政策落地不达预期风险，外延扩张不及预期风险

内容目录

优质设计类民企，综合实力突出	- 4 -
设计领域经营多年，全行业一体化发展	- 4 -
传统优势突出，项目经验丰富	- 5 -
管理层科班出身，可提供业务支持	- 5 -
业绩稳步增长，盈利能力强	- 6 -
深耕江苏，受益长三角一体化	- 7 -
江苏省为支撑，基建发展仍有空间	- 7 -
长三角一体化加速，基建项目受益	- 9 -
外延拓展提升市占率，员工持股提振信心	- 10 -
行业集中度逐渐提升，龙头有望受益	- 10 -
外延并购+属地化发展，市占率进一步增加	- 11 -
再融资新政发布，资金压力有望缓解	- 14 -
员工持股绑定核心团队，股份回购提振信心	- 15 -
盈利预测与估值	- 16 -

图表目录

图表 1：中设集团历史沿革	- 4 -
图表 2：公司主营业务结构	- 4 -
图表 3：铁道规划类重要项目	- 5 -
图表 4：交通设计类重要项目	- 5 -
图表 5：股权结构（截止 2020Q1）	- 6 -
图表 6：管理层简介	- 6 -
图表 7：中设集团近五年营业收入	- 6 -
图表 8：中设集团近五年归母净利润	- 6 -
图表 9：中设集团近五年毛利率	- 7 -
图表 10：中设集团近五年 ROE	- 7 -
图表 11：中设集团地区收入占比	- 7 -
图表 12：中设集团地区新签合同占比	- 7 -
图表 13：江苏省公路里程数	- 8 -
图表 14：江苏省铁路运营里程数	- 8 -
图表 15：江苏省城市轨道交通里程数	- 8 -
图表 16：江苏省道路桥梁固定资产投资额	- 8 -
图表 17：江苏省 2020 年重大项目个数	- 8 -
图表 18：江苏省 2020 年重大项目金额占比	- 8 -
图表 19：长三角一体化相关文件	- 9 -

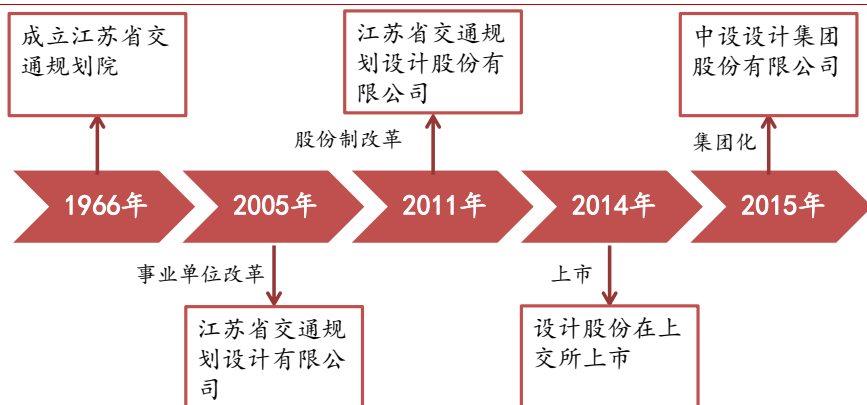
图表 20: 江苏省公路建设固定资产投资.....	- 10 -
图表 21: 江苏省市政轨道交通固定资产投资.....	- 10 -
图表 22: 勘察设计行业企业数量.....	- 10 -
图表 23: 勘察设计上市公司近三年营业收入 (亿)	- 11 -
图表 24: 勘察设计上市公司营业收入/勘察设计行业总营业收入	- 11 -
图表 25: 中设集团新签订单及增速.....	- 11 -
图表 26: 勘察设计行业新签订单及增速.....	- 11 -
图表 27: 中设集团上市以来外延并购情况	- 12 -
图表 28: 并购标的相关情况	- 12 -
图表 29: 中设集团新设子公司	- 13 -
图表 30: 中设集团综合规划研究院市场分布.....	- 13 -
图表 31: 专业院+事业部业务布局.....	- 14 -
图表 32: 中设集团市占率逐步提升	- 14 -
图表 33: 再融资新规.....	- 15 -
图表 34: 中设集团资产负债率	- 15 -
图表 35: 第一期员工持股计划	- 16 -
图表 36: 可比公司估值.....	- 17 -
图表 37: 中设集团业务结构拆分.....	- 18 -
图表 38: 盈利预测.....	- 20 -

优质设计类民企，综合实力突出

设计领域经营多年，全行业一体化发展

公司在交通规划设计领域深耕多年，前身为江苏省交通规划设计院，始建于1966年，经2005年事业单位改革以及2011年股份制改革后成为江苏省交通规划设计股份有限公司，2014年正式在上交所上市。

图表1：中设集团历史沿革



来源：公司公告，中泰证券研究所

经过多年发展，公司实现了从传统院所结构向集团管控型组织架构的战略转型，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，可提供从战略规划、工程咨询、勘察设计到科研开发、检测监测、项目管理、专业施工、后期运营等全生命周期的一体化解决方案。

图表2：公司主营业务结构



来源：公司公告，中泰证券研究所

传统优势突出，项目经验丰富

铁道规划设计项目经验丰富。铁道规划设计是公司的传统优势之一，下属中设设计集团铁道规划设计研究院专注铁路与轨道交通业务板块，是江苏省第一个具有城市轨道交通设计甲级、咨询甲级资质的单位。近十年来，铁道规划设计研究院承担了江苏省内所有开建城市轨道交通城市的地铁勘察设计任务，参与了多条以省为主投资建设的高速铁路预工可及勘察设计工作。公司在立足江苏省内市场的同时不断拓展省外及海外市场，累计承担铁路设计近 1000 公里，城市轨道交通设计 500 公里，各类地铁车站百余座。

图表 3：铁道规划类重要项目

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
苏南沿江铁路工程设计	西安地铁5号线2期工程	南京马群综合换乘中心综合开发策划及规划设计	广陵新城市民广场及地下人防工程设计
宁淮铁路工程设计	南京地铁2号线工程设计	南京马群综合换乘中心综合开发策划及规划设计	莆田市政广场地下社会停车场及广场景观工程设计
盐泰锡常宜铁路工程设计	南京地铁9号线		
南京港龙潭港区铁路专用线工程设计	宁天城际轨道交通（S8）一期工程设计		

来源：公司官网，中泰证券研究所

交通设计领域地位领先。在交通设计领域，公司拥有大量的自主知识产权的核心技术，行业地位领先。旗下中设佳通更是设计了全国及海外超过 5800 公里的高速公路和 4300 公里的干线公路，创建了一大批在全国有影响力的公路典型示范工程，多次获得国家级、省部级优秀勘察设计奖项；此外，公司还主持或参与设计了 200 多座特大型桥梁、设计隧道数量超过 200 多座，项目业绩遍布国内多个省份及海外部分地区，所承接项目包含：国内最长的水下高速公路隧道（太湖隧道）、国内海拔最高的市政山岭隧道（慈觉林隧道）、国内最长的疏港高速公路隧道（后云台山隧道）、国内首座长度超过 500 米的连拱隧道（韩山隧道）。

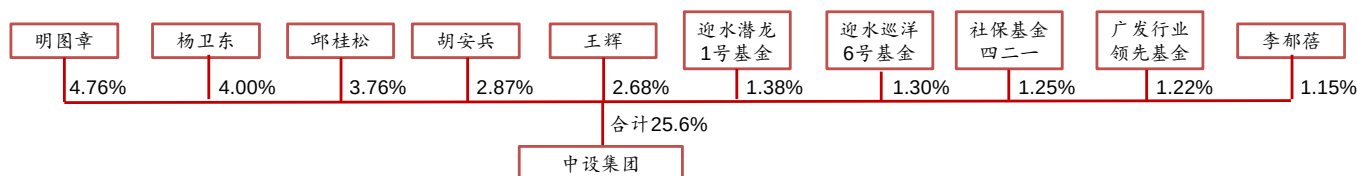
图表 4：交通设计类重要项目

高速公路工程设计	特大型桥梁工程设计	山岭隧道设计	干线和旅游公路设计	枢纽互通设计
宁常高速公路	苏通厂家公路大桥	甘肃南梁至太白高速公路黄土隧道群	扬州611省道	深中通道深圳机场枢纽
阜宁至建湖高速公路工可研究及勘察设计	润扬长江公路大桥	徐州含山隧道	拉萨市农村公路通常工程	沪宁高速公路无锡互通
连云港港东疏港高速公路勘察设计	泰州长江公路大桥	宁常高速茅山隧道	苏虞张公路快速通道工程	东港枢纽互通
太仓港疏港高速公路预工可研究及勘察设计	江阴长江公路大桥	宁淮高速老山隧道	海南省定安县南丽湖环湖旅游公路	汤庄枢纽

来源：公司官网，中泰证券研究所

管理层科班出身，可提供业务支持

公司的股权结构较为分散，无控股股东以及实际控制人，截至 2020Q1，公司前 10 大股东共持有公司 24.4% 的股权。

图表 5：股权结构（截止 2020Q1）


来源：公司公告，中泰证券研究所

管理层均为科班出身，可提供相关支持。公司的董事会于 2017 年换届，选举杨卫东担任董事长，刘鹏担任总经理。新任高管均为业内专家，行业经验丰富，新一届的管理层可为公司带来新的活力。公司管理层均为科班出身，对行业理解更深度，在相关领域具有丰富的业务经验，对公司的业务方面可提供相关支持。

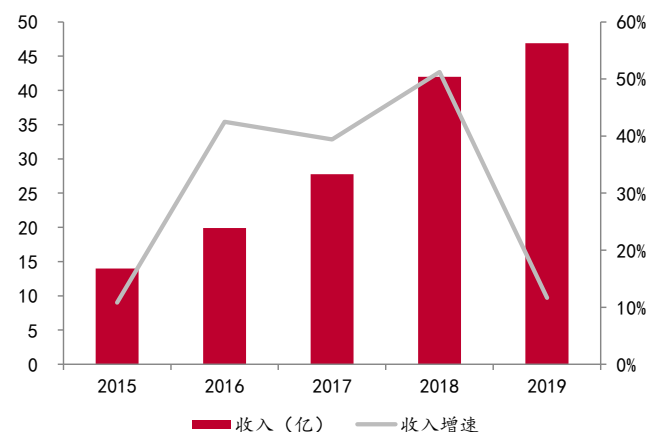
图表 6：管理层简介

姓名	职位	专业	职称
刘鹏	董事、总经理	水利水电工程建筑	研究员级高级工程师、江苏省优秀工程勘察设计师
徐一岗	董事、副总经理	交通运输工程	研究员级高级工程师、江苏省优秀工程勘察设计师
姚宇	董事、副总经理	交通工程	研究员级高级工程师
侯力纲	副总经理、财务负责人	工商管理	高级会计师、高级经济师、中国注册会计师（非执业）
范东涛	副总经理、董事会秘书	公路、城市道路及机场工程	研究员级高级工程师
翟剑峰	副总经理	环境工程	研究员级高级工程师
李剑锋	副总经理	交通运输规划与管理	研究员级高级工程师、江苏省注册咨询专家
张健康	副总经理	交通运输工程	研究员级高级工程师

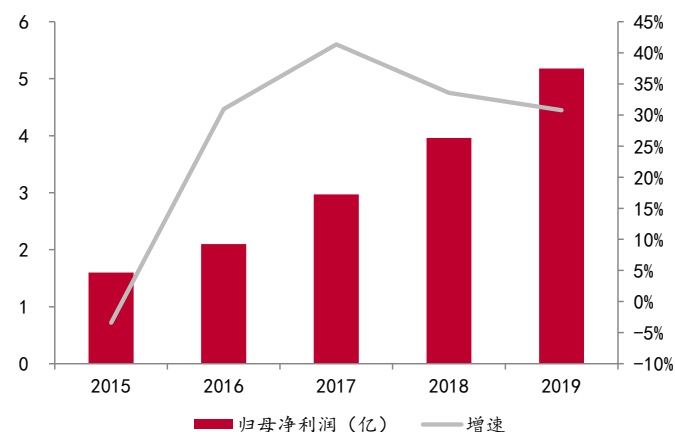
来源：公司官网，中泰证券研究所

业绩稳步增长，盈利能力强

2019 年归母净利润增速仍保持在 30%。公司 2019 年实现营业收入 46.9 亿，同比增长 11.7%，因 2018 年收入基数较大，收入增速与前几年相比有所下降；公司 2019 年归母净利润为 5.2 亿，同比增长 30.7%，扣非后净利润同比增长 29.6%，盈利能力较强。

图表 7：中设集团近五年营业收入


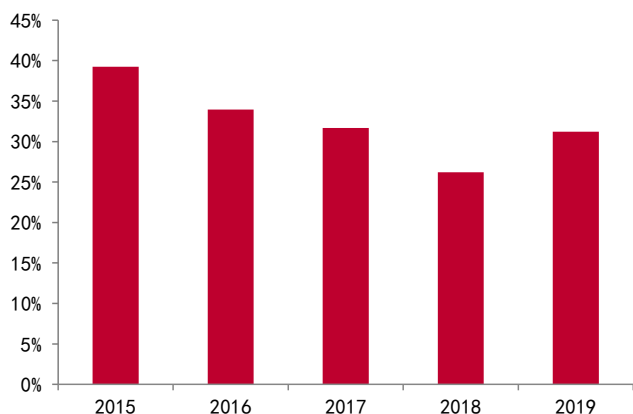
来源：wind, 中泰证券研究所

图表 8：中设集团近五年归母净利润


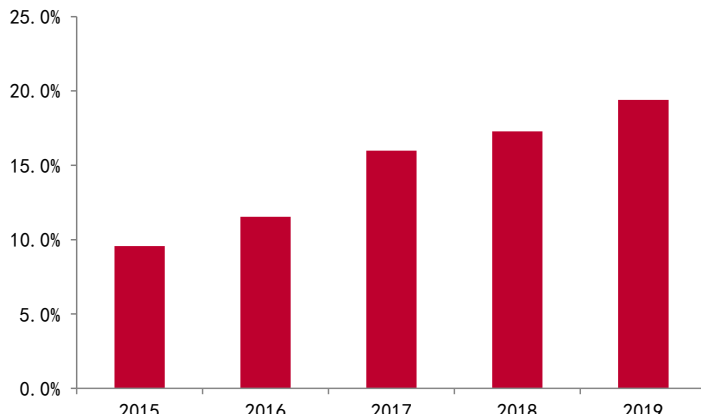
来源：wind, 中泰证券研究所

成本管控加强，2019 年毛利率提升。因 EPC 业务占比提升，公司近几年毛利率有所下滑，但是公司 2019 年毛利率回归至正常水平，毛利率为 31.2%，同比增加 5.0pct，主要因公司加强成本管控且 2019 年的分包比例下降。2019 年公司的 ROE（加权）为 19.4%，同比增加 2.1pct，

主要因公司的净利率提升 1.7pct, 且资产负债率较去年同期提升 1.1pct。

图表 9：中设集团近五年毛利率


来源: wind, 中泰证券研究所

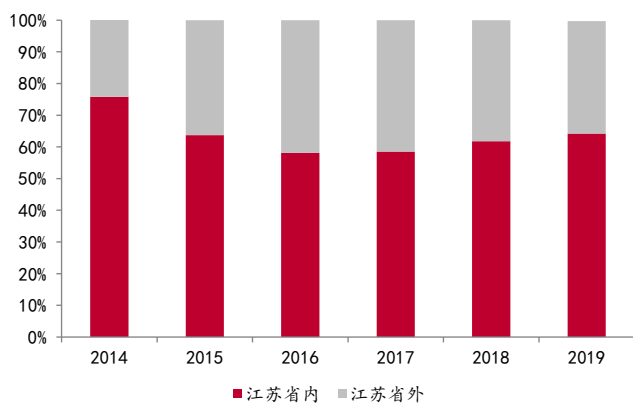
图表 10：中设集团近五年 ROE


来源: wind, 中泰证券研究所

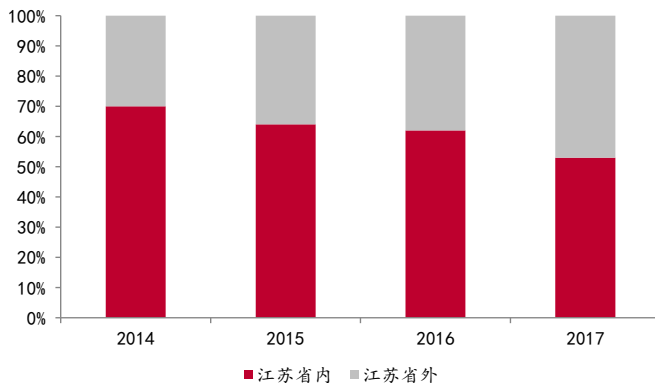
深耕江苏，受益长三角一体化

江苏省为支撑，基建发展仍有空间

省内业务是公司业绩的主要支撑。公司由地方设计院转制而来，因此业务的地域性特征比较明显，从公司的收入和订单构成可以看出：江苏省内的收入占比超 60%，新签合同占比在 50%以上，江苏省内业务是公司业绩的主要支撑。

图表 11：中设集团地区收入占比


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

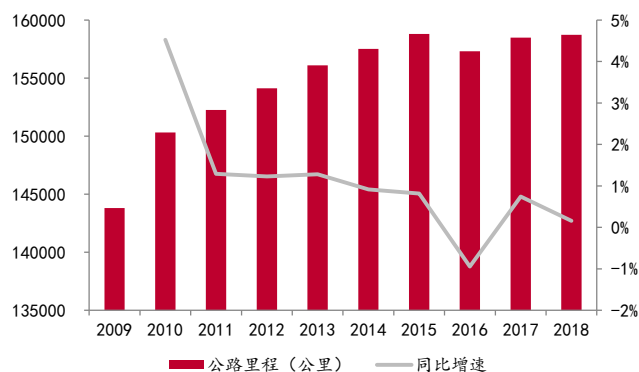
图表 12：中设集团地区新签合同占比


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

江苏省交通运输体系仍有发展空间。根据江苏省发布的《“十三五”综合交通运输体系发展规划》，2020 年，“三纵四横”高速铁路网全面形成，铁路总里程达到 4000 公里以上，规划形成南京、徐州、连云港、淮安四大路网性枢纽，以及苏州、无锡、常州、扬州、镇江、南通、盐城、泰州、宿迁、新沂等 10 个区域性枢纽，形成全国性铁路综合客运枢纽 4 个，区域性铁路综合客运枢纽 18 个，地区性铁路综合客运枢纽 38 个；建成五峰山长江大桥、沪通铁路大桥。目前江苏省的交通运输体系离十

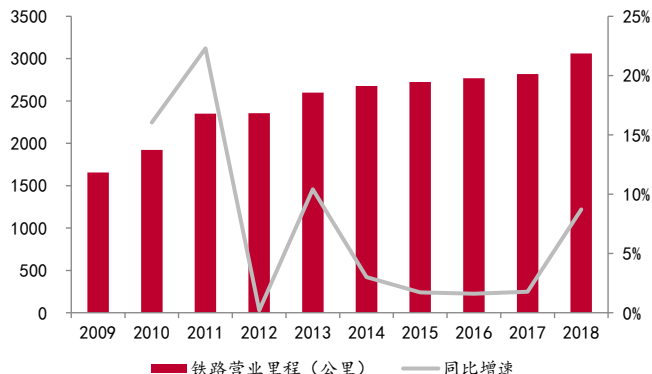
三五规划目标仍有一定距离。

图表 13: 江苏省公路里程数



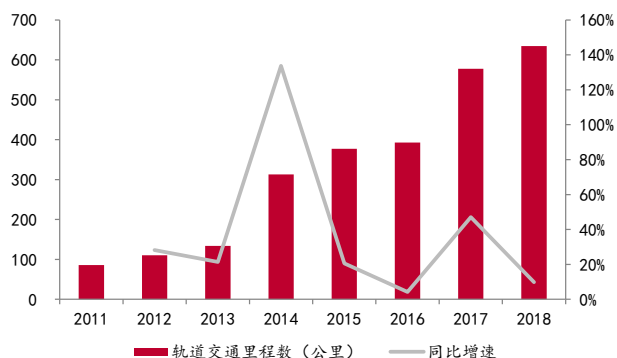
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 14: 江苏省铁路运营里程数



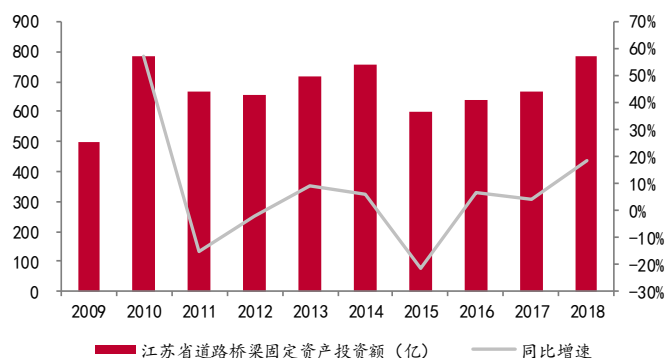
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 15: 江苏省城市轨道交通里程数



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 16: 江苏省道路桥梁固定资产投资额



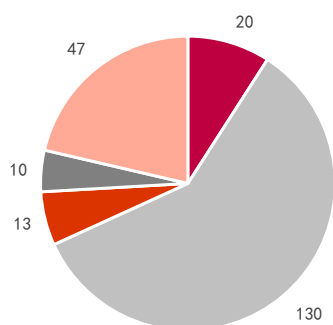
来源: wind, 中泰证券研究所

江苏省 2020 年重大项目中基础设施建设类项目仍占有较大比重。今年 2 月, 江苏省发改委发布《关于 2020 年省重大项目编制和推进情况》, 今年江苏投资计划安排省重大项目 240 个, 包括实施项目 220 个、储备项目 20 个, 其中 220 个实施项目年度计划投资 5410 亿元, 基础设施项目安排项目 47 个, 年度计划投资 2212 亿元。其中, 交通项目 30 个, 包括北沿江铁路、沪苏湖铁路、江阴第二过江通道等项目; 水利项目 5 个, 包括淮河入海水道二期等项目; 能源项目 9 个, 包括连云港田湾核电站扩建等项目; 通信项目 3 个, 包括全省无线提升工程等。基础设施类项目投资总额占比约为 40%, 基础设施项目建设仍为重要工作之一, 依托江苏省的基建投资规划和重大项目推进, 公司可发挥自身的优势与能力, 保持订单合同的稳定增长。

图表 17: 江苏省 2020 年重大项目个数

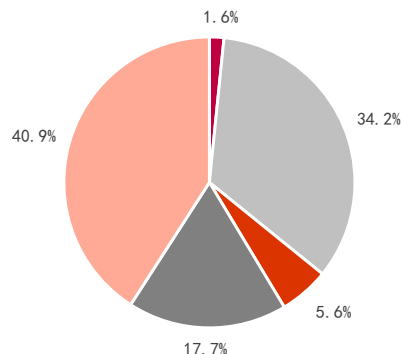
图表 18: 江苏省 2020 年重大项目金额占比

■ 创新载体项目 ■ 产业项目 ■ 生态环保项目 ■ 民生项目 ■ 基础设施项目



来源：政府官网, 中泰证券研究所

■ 创新载体项目 ■ 产业项目 ■ 生态环保项目 ■ 民生项目 ■ 基础设施项目



来源：政府官网, 中泰证券研究所

长三角一体化加速，基建项目受益

长三角一体化已经进入战略发展新时期。2018 年以来，长江三角洲一体化发展的重要性逐渐体现，政府先后发布了《关于支持和保障长三角地区更高质量一体化发展的决定》、《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》等重要政策，明确表示将大力支持长三角一体化发展，目前长三角一体化已经进入战略发展新时期。

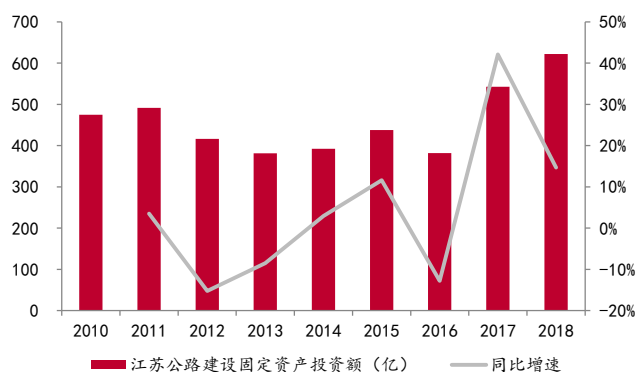
图表 19：长三角一体化相关文件

时间	发布单位/发布人	文件/会议	主要内容
2018年11月	国家领导人	《中国国际进口博览会》	将大力支持长三角一体化发展提升到国家战略
2018年11月	三省一市政府	《关于支持和保障长三角地区更高质量一体化发展的决定》	沪苏浙皖三省一市相继通过改决定，长三角一体化进入战略发展新时期
2019年10月	发改委	《关于印发长三角生态绿色一体化发展示范区总体方案的通知》	打造“多中心、组团式、网络化、集约型”的空间格局，形成“两核、两轴、三组团”的功能布局。“两核”即环淀山湖区域和虹桥区域。“两轴”即沿沪渝高速和通苏嘉高速的两条创新功能轴，“三组团”即以青浦新城、吴江城区、嘉善新城等节点为支撑的城市功能组团
2019年12月	国务院	《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》	推动长三角中心区一体化发展，带动长三角其他地区加快发展，引领长江经济带开放发展。加强长三角中心区城市间的合作联动，建立城市间重大事项重大项目共商共建机制
2020年2月	人民银行、外汇局、上海市政府、银保监会、证监会	《关于进一步加快推进上海国际金融中心建设和金融支持长三角一体化发展的意见》	探索建立一体化、市场化的长三角征信体系，强化长三角银行业金融机构在项目规划、项目评审评级、授信额度核定、还款安排、信贷管理及风险化解等方面的合作协调，探索建立长三角跨省（市）联合授信机制

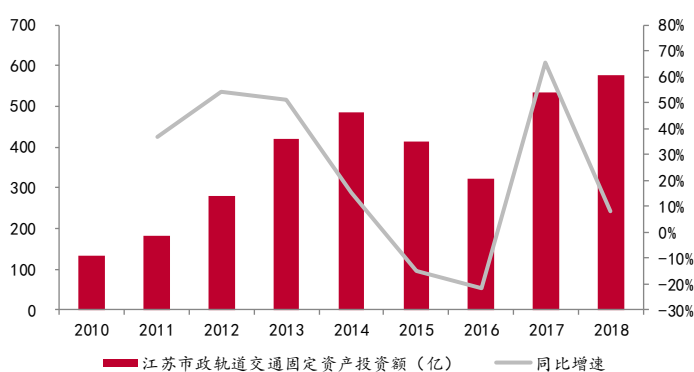
来源：政府网站, 中泰证券研究所

勘察设计将受益于长三角一体化发展。《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》中提出：1）轨道方面：加快建设集高速铁路、普速铁路、城际铁路、市域（郊）铁路、城市轨道交通于一体的现代轨道交通运输体系，构建高品质快速轨道交通网，加快推进城际铁路网建设，推动市域铁路

向周边中小城市延伸,率先在都市圈实现公交化客运服务;2)公路方面:加快省际高速公路建设,对高峰时段拥堵严重的国省道干线公路实施改扩建,形成便捷通达的公路网络,加快推进宁马、合宁、京沪等高速公路改扩建,提升主要城市之间的通行效率,滚动实施打通省际待贯通路段专项行动,取消高速公路省界收费站,提升省际公路通达水平;争取到2025年,铁路网密度达到507公里/万平方公里,高速公路密度达到5公里/百平方公里。受益于长三角一体化发展,基础设施建设在长三角地区仍有较大施展空间,而勘察设计作为基础设施建设的第一步,未来也将受益。

图表 20: 江苏省公路建设固定资产投资


来源: wind, 中泰证券研究所

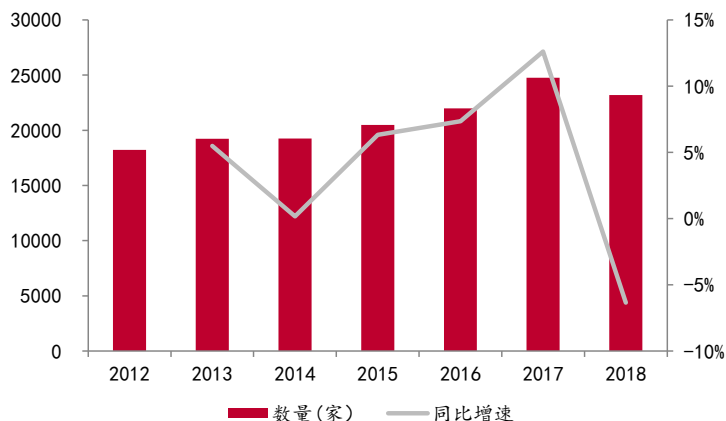
图表 21: 江苏省市政轨道交通固定资产投资


来源: wind, 中泰证券研究所

外延拓展提升市占率, 员工持股提振信心

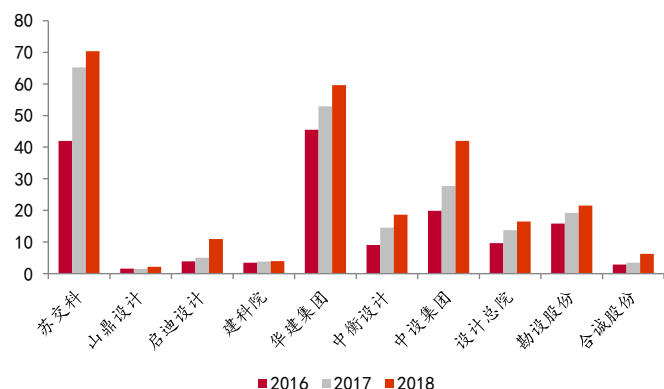
行业集中度逐渐提升, 龙头有望受益

企业数量减少, 行业集中度将提升。勘察设计行业企业数量众多, 但从勘察设计行业整体情况来看, 因行业自身的地域性特征, 勘察设计行业的集中度较低, 市场整体比较分散, 根据《全国工程勘察设计统计公报》, 2017年从事勘察设计行业的企业数量为2.47万家, 2018年从事勘察设计行业的企业数量为2.32万家, 同比减少6.3%, 在存量市场之下, 勘察设计行业目前正面临洗牌, 未来行业的集中度将持续提升。

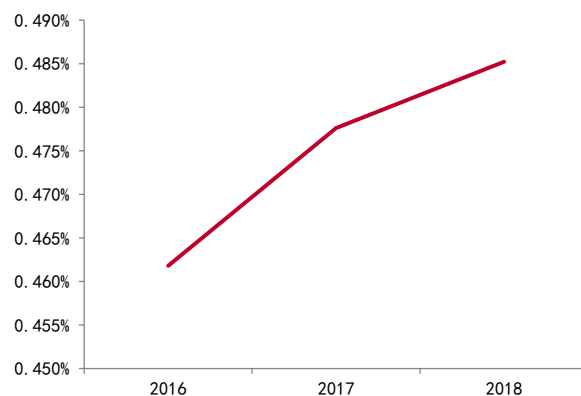
图表 22: 勘察设计行业企业数量


来源：《全国工程勘察设计统计公报》，中泰证券研究所

设计行业上市公司营业收入占全行业比重也在缓慢提升。由于上市的设计企业有限，我们选取了部分上市的勘察设计企业（10家）来进一步验证勘察设计行业的集中度提升，通过对比10家上市公司营业收入总和占行业整体的营业收入比重，可以发现勘察设计行业上市公司的营业收入总和在行业总收入中的占比由2016年的0.46%缓慢上升至2018年的0.485%。

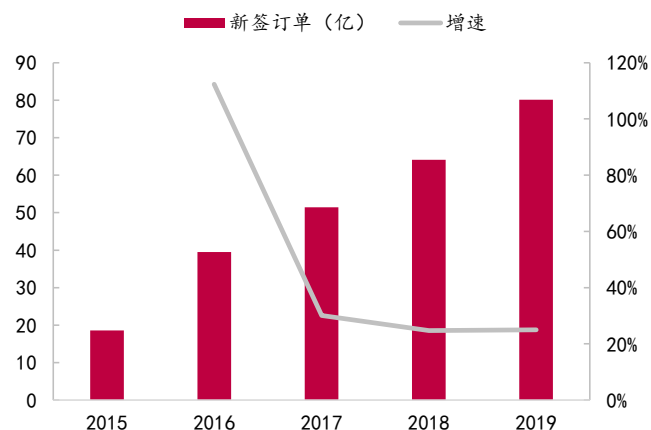
图表 23：勘察设计上市公司近三年营业收入（亿）


来源：wind, 中泰证券研究所

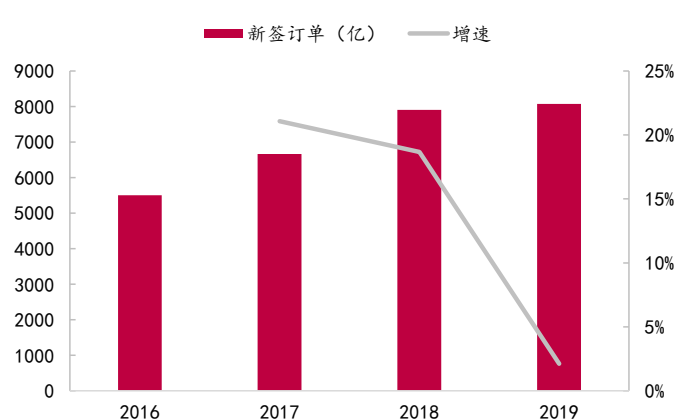
图表 24：勘察设计上市公司营业收入/勘察设计行业总营业收入


来源：《全国工程勘察设计统计公报》，中泰证券研究所

新签订单快速增长。公司上市以来新签订单一直快速增长，新签订单增速明显高于行业的新签订单增速，公司近5年新签订单复合增速为34%，2019年，公司新签订单达80.1亿，同比增长25%，订单的快速积累进一步表明在行业集中度提升下公司的市场份额持续扩大。

图表 25：中设集团新签订单及增速


来源：wind, 中泰证券研究所

图表 26：勘察设计行业新签订单及增速


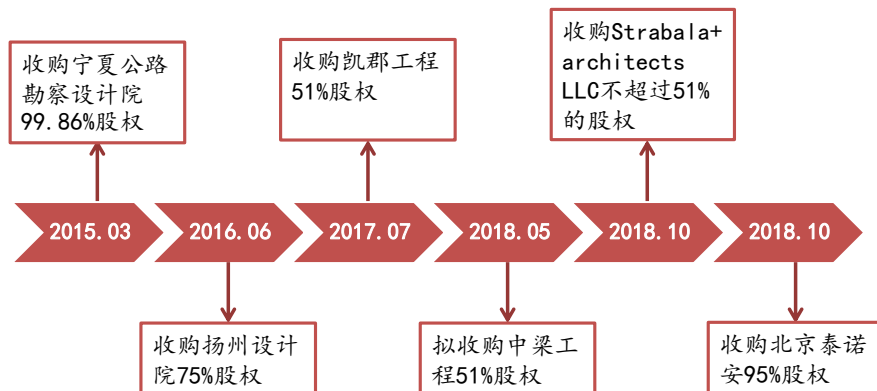
来源：《全国工程勘察设计统计公报》，中泰证券研究所

外延并购+属地化发展，市占率进一步增加

加速全国布局，业务版图快速扩张。随着工程咨询单位改企转制不断推

进，部分省级院已经改企转制，业务范围不断向全国拓展，公司也紧紧抓住了行业业务地域性特征弱化的市场机会，积极进行全国市场的总体布局。自上市以来公司为解决区域化的短板问题，曾在 2015-2018 年间进行了多次外延并购，成功收购了宁夏公路勘察设计院、扬州设计院、凯郡工程公司，实现业务版图的快速扩张。

图表 27：中设集团上市以来外延并购情况



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 28：并购标的相关情况

时间	标的	交易对价 (万元)	相关资料
2015.03	宁夏公路勘察设计院有限责任公司99.86%股权	30745.83	以公路工程勘察设计院为主业的省级公路设计院，是宁夏回族自治区唯一一家具有公路行业甲级（特大桥梁、公路）的设计院，在西北地区公路勘察设计院业务具有丰富经验
2016.05	扬州市勘测设计研究院有限公司75.00%股权	11131.96	扬州设计院拥有较强的水利勘察设计院业务能力和业绩，在扬州、泰州水利行业拥有一定的优势和稳定的市场份额
2017.07	浙江郡凯工程设计有限公司51%股权	1160	以增资方式取得控股权后将标的公司改名为中设浙江公司，将打造成中设集团“本地化”战略的一个实体机构，致力于浙江地区的市场开拓与生产
2018.10	Strabala+architects LLC 不超过51%的股权	5600	将以中设集团全球设计中心为平台，在建筑设计领域展开深入合作，共同开拓中国及全球其他区域的建筑设计市场，并以中设集团全球设计中心为起点，逐步探索在其他设计领域及全球其他市场的合作

来源：公司公告，中泰证券研究所

属地化建设进一步扩大业务。2017 年开始，公司开始以合资公司的方式加快属地化建设，进一步扩大省外业务，属地化的战略布局一方面可以有效提升外延的时间成本，另一方面也可借助本地企业的能力快速参与本地市场，目前公司在全国各省已拥有 20 多家子公司。

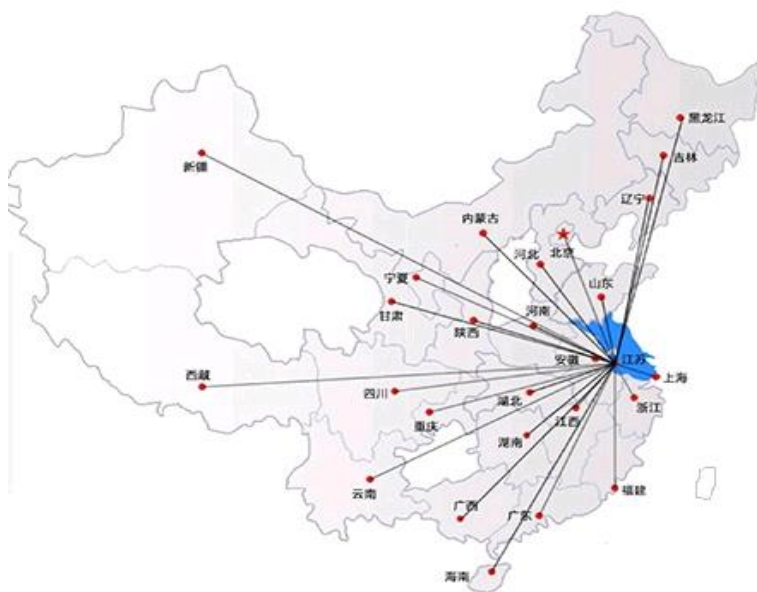
图表 29：中设集团新设子公司

成立时间	公司名称	所在地	持股比例	注册资本 (万)	主营业务
2019	地铁咨询	南京	51%	600	城市轨道交通管理咨询及服务、城市轨道交通设计等
2018	江苏狄诺尼	南京	51%	1000	计算机系统集成；网络及软硬件领域的技术开发、技术转让、技术咨询及技术服务等
2018	中设腾飞	昆明	70%	5000	交通工程规划设计、工程管理服务、工程勘察设计、规划管理等
2018	中设中原	郑州	51%	5000	交通工程规划设计、工程管理服务、工程勘察设计、规划管理等
2018	中设环境	南京	85%	5000	环保技术推广服务、环保咨询、工程设计活动等
2018	临沂中设	临沂	51%	300	建筑工程、市政工程、园林景观工程、轨道交通工程、道路工程的设计、施工等
2017	中德设计	常州	75%	160	建筑工程设计、勘察、监理；建筑工程项目管理等
2017	中设民航	北京	51%	200	工程勘察；工程设计；工程和技术研究和试验发展；工程设计等
2017	南方海绵	佛山	51%	1080	工程和技术研究和试验发展；市政道路工程建筑；其他道路、隧道和桥梁工程建筑等
2017	内蒙中设	呼和浩特	51%	600	测绘服务；地质勘查；软件和信息技术服务；环境与生态服务；工程技术服务等

来源：公司公告，中泰证券研究所

扩张效果明显，服务网络基本覆盖全国。经过几年的外延并购以及属地化建设，目前公司已建立了覆盖全国每个省份的生产经营服务网络，其中综合规划研究院市场已覆盖了江苏、北京、上海、广东、新疆、江西、福建、西藏等多个省市自治区。

图表 30：中设集团综合规划研究院市场分布



来源：公司官网，中泰证券研究所

建立5大专业院+2大事业部业务布局,经营层级下沉至市级。2018年,公司相继成立了西南片区中心(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),以区域中心的建设实现“走出去”的目标,进一步加快了集团的全国化布局,优化复合型组织架构模式,有利于凝聚经营资源和优势,快速提升经营能力和拓展区域市场。目前公司已建立了5大专业院+2大事业部的业务布局和4大经营片区的市场布局,努力打造多元化发展的平台型工程咨询集团,公司的经营层级也由省向市下沉。

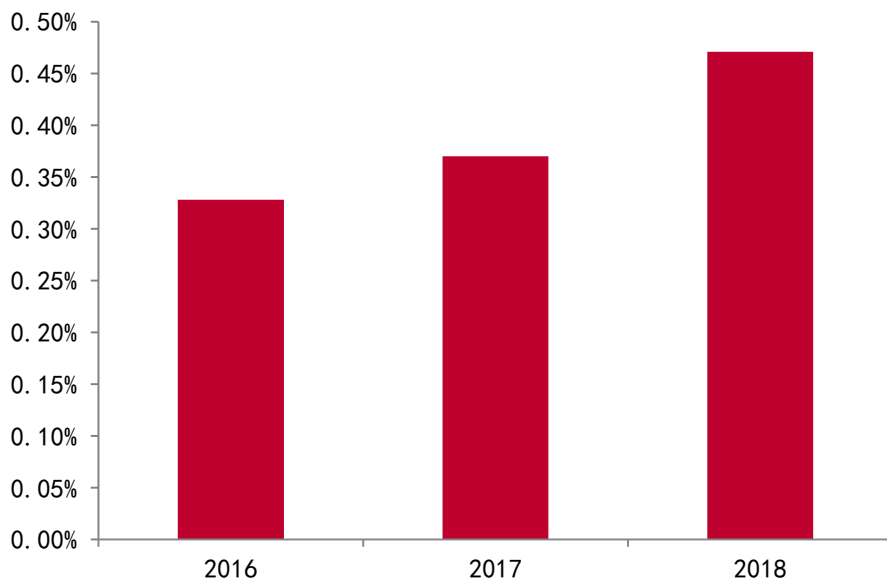
图表 31: 专业院+事业部业务布局

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
战略政策研究、综合交通、城市交通、特色交通(旅游)、专项交通、城市规划等	高等级公路的勘察设计、规划咨询、试验检测、科研开发、项目管理等	水运、水利和海洋行业规划研究、预工可、与专题、勘察设计等	城市交通、市政基础设施、城镇水务业务、建筑与景观设计等	高铁、城铁、铁路专用线、市域铁路、城轨、城市地下空间、综合交通枢纽设计规划等	环保专项规划、环境影响评价、环境监理、环境监测等	道路工程、大型桥梁工程、交通工程、水运工程、地铁隧道工程的地质勘察等工程测绘、监测监控与检测

来源: 公司官网, 中泰证券研究所

市场份额逐渐提升。通过几年的铺垫建设,公司的业务布局持续扩大,订单承接能力也不断增强,公司勘察设计业务收入在行业总收入的比重逐步提升,市场份额不断增加。

图表 32: 中设集团市占率逐步提升



来源: 中泰证券研究所 注: 市占率=公司勘察设计业务收入/勘察设计行业总收入

再融资新政发布, 资金压力有望缓解

证监会于 2 月 14 日发布上市公司再融资新规正式稿，新规主要涉及以下几方面的调整：（1）发行价格不得低于定价基准日前 20 个交易日公司股票均价的 9 折放宽至 8 折；（2）锁定期由 12、36 个月分别下降至 6、18 个月，且减持不受限制；（3）非公开发行对象数量分别从不超过 10 名和 5 名，统一调整为不超过 35 名；（4）批文有效期由 6 个月延长至 12 个月；（5）定价基准日可为董事会决议公告日、股东大会决议公告日或者发行期首日；（6）拟发行的股份数量占发行前总股本的上限放宽至 30%。

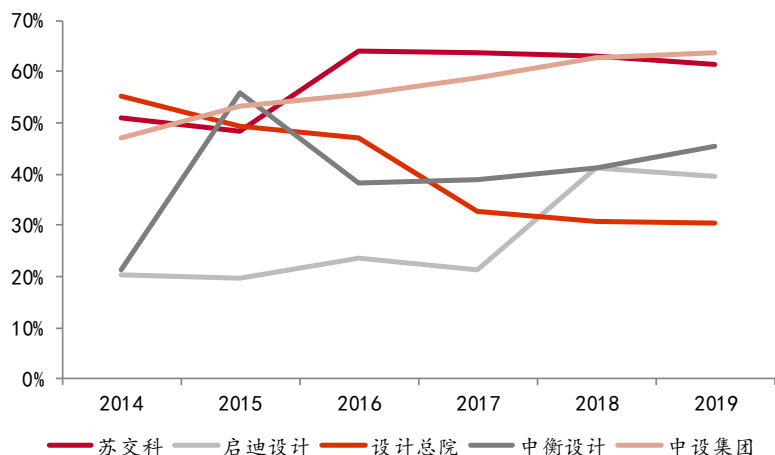
图表 33：再融资新规

调整内容	旧规	新规
发行对象	主板、中小板：不超过 10 名 创业板：不超过 5 名	主板、中小板、创业板：不超过 35 名
发行定价	不低于定价基准日前 20 日公司股票均价的 90%	不低于定价基准日前 20 日公司股票均价的 80%
锁定期	大股东、战略投资者：36 个月 其他投资者：12 个月	大股东、战略投资者：18 个月 其他投资者：6 个月
减持限制	连续 90 天内集中竞价减持不超过总股本 1%，大宗交易减持不超过总股本 2%	减持不适用相关规定
批文有效期	6 个月	12 个月
定价基准	发行期首日	董事会决议提前确定全部发行对象，董事会决议公告日、股东大会决议公告日、发行期首日
发行规模	拟发行的股份数量原则上不超过发行前总股本的 20%	拟发行的股份数量原则上不超过发行前总股本的 30%
创业板发行条件	非公开发行：连续两年盈利、前次募集资金基本使用完毕 公开发行：最近一期末资产负债率高于 35%	非公开发行：取消连续两年盈利、取消前次募集资金基本使用完毕 公开发行：取消最近一期末资产负债率高于 35%

来源：政府官网，中泰证券研究所

再融资政策松绑后，融资将更为灵活，公司自 2019 年后并无并购事项，且公司的资产负债率与同行业其他上市公司相比也处于较高水平，未来公司的资产负债率仍有下降空间。

图表 34：中设集团资产负债率



来源：wind，中泰证券研究所

员工持股绑定核心团队，股份回购提振信心

为进一步深化公司的激励体系，充分调动员工的积极性和创造性，保留优秀管理人才和核心技术业务骨干，公司于 2017 年 3 月份发布第一期员工持股计划，员工持股计划的对象涵盖公司董事、监事、高级管理人员、中层管理人员、核心技术（业务）骨干等 140 人。持股计划的设立规模不超过 3100 万元，员工持股计划的资金来源为持有人自筹资金和公司按 3:1 计提的奖励基金，员工计划持有人以其自筹资金认购本员工持股计划的规模不超过 2325 万。

图表 35：第一期员工持股计划

姓名	职务	持有份额（万元）	占比
杨卫东	董事长	62.16	2.01%
刘鹏	董事、总经理	57.12	1.84%
明图章	董事、副总经理	51.36	1.66%
胡安兵	董事、副总经理	54.96	1.77%
张志泉	董事	41.76	1.35%
凌九忠	董事、副总经理、总工程师	51.36	1.66%
侯力纲	副总经理、财务负责人	42.72	1.38%
徐一岗	副总经理	45.36	1.46%
姚宇	副总经理	55.44	1.79%
范东涛	副总经理、董事会秘书	40.56	1.31%
王仙美	监事会主席	41.76	1.35%
汤书智	职工监事	13.93	0.45%
董事、监事、高级管理人员（共12人）		558.49	18.02%
其他员工（不超过128人）		2541.51	81.98%
合计		3100	100.00%

来源：公司公告，中泰证券研究所

员工持股计划有望再次启动，激发员工活力。第一期员工持股认购价格为股票回购价格，即 17.41 元/股（复权后为 11.58 元/股）。目前，公司股价仍低于复权后员工持股价格，安全边际充足。为进一步提振信心，2020 年 3 月，公司发布股份回购预案，拟回购金额不低于 3000 万元、不超过 6000 万元，拟回购的价格不超过 15.00 元/股，截至 7 月 31 日，公司已回购股份数量为 201 万股，占公司目前总股本的比例为 0.3607%，支付总金额为 1968 万元，股份回购表明了公司对未来发展前景的信心和内在价值的认可，也将进一步增强投资者信心。回购的股份将全部用于后期实施员工持股计划。公司未来有望再次启动员工持股计划，深度绑定核心团队，激发员工活力。

盈利预测与估值

核心假设 1：2020-2022 年，受益于长三角一体化建设以及宏观小周期向上趋势，预计基建行业固定资产投资增速有望提升，勘察设计行业新增订单合同也将随之增加，我们假设 2020-2022 年公司勘察设计业务收入增速分别为 21%、19%、18%，其他业务增速均保持在稳定水平。

核心假设 2：勘察设计业务毛利率水平基本维持稳定，假设 2020-2022 年公司勘察设计业务毛利率分别为 32%、31%、30%。

预计公司 2020-2022 年收入增速分别为 19.0%、18.5%、18.8%，归母

净利润增速分别为 18.4%、20.1%、17.0%，EPS 为 1.32、1.59、1.86 元，对应 PE 分别为 9.3X、7.7X、6.6X，首次覆盖，给予买入评级。

图表 36：可比公司估值

简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
		2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
苏交科	7.91	0.74	0.86	1.02	1.24	10.69	9.20	7.75	6.38
中衡设计	11.11	0.73	0.82	0.98	1.17	15.22	13.55	11.34	9.50
设计总院	10.76	0.71	0.86	1.06	1.31	15.15	12.51	10.15	8.21
平均						13.69	11.75	9.75	8.03
中设集团	12.24	0.93	1.32	1.59	1.86	13.17	9.27	7.72	6.60

来源：wind，中泰证券研究所（除中设集团外，盈利预测来自万得一致预期，股价为 8 月 3 日收盘价）

图表 37：中设集团业务结构拆分（单位：亿）

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
勘察设计									
收入	8.69	9.92	14.58	17.95	26.02	30.71	37.01	44.04	51.96
yoy		14.2%	47.0%	23.1%	45.0%	18.0%	21%	19%	18%
成本	4.85	5.83	9.09	11.57	17.84	20.32	25.16	30.39	36.37
毛利	3.84	4.09	5.49	6.38	8.18	10.39	11.84	13.65	15.59
毛利率	44.2%	41.2%	37.7%	35.5%	31.4%	33.8%	32.0%	31.0%	30.0%
规划研究									
收入	1.74	2.07	2.22	3.40	4.24	5.76	6.80	7.82	8.99
yoy		19.0%	7.2%	53.2%	24.7%	35.8%	18%	15%	15%
成本	1.01	1.11	1.46	2.15	2.71	3.31	4.08	4.85	5.57
毛利	0.73	0.96	0.76	1.25	1.53	2.45	2.72	2.97	3.42
毛利率	42.0%	46.4%	34.2%	36.8%	36.1%	42.5%	40.0%	38.0%	38.0%
试验检测									
收入	1.38	1.03	1.92	3.05	2.95	3.51	3.86	4.25	4.67
yoy		-25.4%	86.4%	58.9%	-3.3%	19.0%	10%	10%	10%
成本	1.03	0.84	1.62	2.22	2.27	2.42	2.82	3.06	3.32
毛利	0.35	0.19	0.30	0.83	0.68	1.09	1.04	1.19	1.35
毛利率	25.4%	18.4%	15.6%	27.2%	23.1%	31.1%	27.0%	28.0%	29.0%
工程管理									
收入	0.75	0.68	0.85	1.26	1.42	1.51	1.66	1.83	2.01
yoy		-9.3%	25.0%	48.2%	12.7%	6.3%	10%	10%	10%
成本	0.62	0.53	0.74	1.05	1.16	1.29	1.41	1.55	1.71
毛利	0.13	0.15	0.11	0.21	0.26	0.22	0.25	0.27	0.30
毛利率	17.3%	22.1%	12.9%	16.7%	18.3%	14.6%	15.0%	15.0%	15.0%
EPC									
收入				1.80	6.59	3.63	3.63	3.63	3.63
yoy					266.1%	-44.9%	0%	0%	0%
成本				1.79	6.42	3.54	3.54	3.54	3.54
毛利				0.01	0.17	0.09	0.09	0.09	0.09
毛利率				0.6%	2.6%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
其他业务									
收入	0.04	0.27	0.34	0.30	0.76	1.76	2.82	4.51	7.21
yoy		575.0%	25.9%	-11.8%	153.3%	131.6%	60%	60%	60%
成本	0.04	0.19	0.24	0.20	0.57	1.37	2.11	3.38	5.41
毛利	0	0.08	0.1	0.1	0.19	0.39	0.70	1.13	1.80
毛利率	0.0%	29.6%	29.4%	33.3%	25.0%	22.2%	25.0%	25.0%	25.0%
总计									
总收入	12.60	13.97	19.91	27.76	41.98	46.88	55.77	66.06	78.47
yoy		10.9%	42.5%	39.4%	51.2%	11.7%	19.0%	18.5%	18.8%
总成本	7.55	8.50	13.15	18.98	30.97	32.25	39.12	46.76	55.92
总毛利	5.05	5.47	6.76	8.78	11.01	14.63	16.65	19.30	22.55
毛利率	40.1%	39.2%	34.0%	31.6%	26.2%	31.2%	29.8%	29.2%	28.7%

来源：公司公告，中泰证券研究所

风险提示

基建投资不及预期风险。公司所属行业与基建行业关系密切，若基建投资出现大幅下滑，公司相关业务可能会受一定影响，业绩可能出现下滑。

政策落地不达预期风险。公司所属行业与政策的推进紧密相连，若相关政策规划落地不及预期，公司新签合同规模可能会受影响。

外延拓张不及预期风险。勘察设计行业集中度较低，外延并购是企业发展的重要途径，但被并购企业承诺业绩可能不达预期，与公司的协同作用可能减弱。

图表 38：盈利预测（单位：亿）

利润表	2018	2019	2020E	2021E	2022E	财务指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	4,198.5	4,688.4	5,577.5	6,606.9	7,847.9	成长性					
减：营业成本	3,097.5	3,225.2	3,912.7	4,676.5	5,592.4	营业收入增长率	51.2%	11.7%	19.0%	18.5%	18.8%
营业税费	28.8	35.6	37.9	46.2	55.9	营业利润增长率	33.0%	30.7%	19.3%	19.3%	17.0%
销售费用	164.7	175.2	211.4	251.7	318.6	净利润增长率	33.5%	30.7%	18.4%	20.1%	17.0%
管理费用	296.3	493.2	582.9	681.8	802.8	EBITDA增长率	31.9%	65.0%	-2.4%	17.9%	17.4%
财务费用	18.3	12.0	44.6	39.6	47.1	EBIT增长率	33.1%	72.2%	-3.9%	17.6%	17.1%
资产减值损失	172.5	-21.6	80.0	68.0	42.1	NOPLAT增长率	36.7%	29.0%	23.4%	17.6%	17.1%
加：公允价值变动收益	-	-	-4.7	0.8	1.0	投资资本增长率	0.5%	11.7%	11.1%	34.8%	22.3%
投资和汇兑收益	33.1	31.6	33.0	35.0	38.0	净资产增长率	16.0%	16.0%	22.6%	21.6%	12.9%
营业利润	472.0	617.0	736.4	878.7	1,028.0	利润率					
加：营业外净收支	-0.3	-1.1	-1.4	-0.2	-0.2	毛利率	26.2%	31.2%	29.8%	29.2%	28.7%
利润总额	471.7	615.9	735.0	878.5	1,027.8	营业利润率	11.2%	13.2%	13.2%	13.3%	13.1%
减：所得税	65.9	83.1	102.9	123.0	143.9	净利润率	9.4%	11.0%	11.0%	11.1%	11.0%
净利润	396.2	518.0	613.1	736.6	861.8	EBITDA/营业收入	12.5%	18.5%	15.2%	15.1%	15.0%
资产负债表	2018	2019	2020E	2021E	2022E	EBIT/营业收入	11.2%	17.3%	14.0%	13.9%	13.7%
货币资金	1,083.6	1,486.0	1,952.1	2,642.7	3,139.2	运营效率					
交易性金融资产	-	7.0	2.3	3.1	4.1	固定资产周转天数	34	31	25	21	19
应收账款	3,741.3	4,690.0	4,667.0	6,330.5	7,117.0	流动营业资本周转天数	50	49	44	47	55
应收票据	10.5	5.7	25.4	8.7	28.4	流动资产周转天数	424	481	480	488	505
预付账款	138.5	163.0	172.8	221.7	269.7	应收账款周转天数	273	324	302	300	308
存货	561.9	634.4	1,011.7	788.8	1,404.6	存货周转天数	48	46	53	49	50
其他流动资产	4.3	1.6	49.7	18.5	23.2	总资产周转天数	516	569	555	561	573
可供出售金融资产	345.8	-	149.6	165.1	104.9	投资资本周转天数	103	98	91	95	103
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	93.2	118.1	138.1	158.1	178.1	ROE	16.0%	18.1%	17.5%	17.3%	17.9%
投资性房地产	62.6	64.5	64.5	64.5	64.5	ROA	6.0%	6.6%	6.9%	6.6%	6.5%
固定资产	417.5	389.1	382.8	398.7	427.2	ROIC	35.3%	45.3%	50.0%	52.9%	46.0%
在建工程	-	-	160.0	288.0	390.4	费用率					
无形资产	56.1	49.4	58.5	73.0	82.8	销售费用率	3.9%	3.7%	3.8%	3.8%	4.1%
其他非流动资产	243.5	465.6	300.0	299.5	298.4	管理费用率	7.1%	10.5%	10.5%	10.3%	10.2%
资产总额	6,758.6	8,074.4	9,134.6	11,461.0	13,532.7	财务费用率	0.4%	0.3%	0.8%	0.6%	0.6%
短期债务	334.0	330.9	282.6	640.4	1,006.2	三费/营业收入	11.4%	14.5%	15.0%	14.7%	14.9%
应付账款	1,828.5	2,238.8	2,161.2	3,098.2	3,445.4	偿债能力					
应付票据	-	91.0	18.4	40.2	53.3	资产负债率	62.6%	63.7%	60.7%	61.9%	63.5%
其他流动负债	2,055.4	2,470.5	3,066.0	3,188.0	3,994.2	负债权益比	167.3%	175.4%	154.2%	162.3%	174.2%
长期借款	-	-	-	112.7	86.9	流动比率	1.31	1.36	1.43	1.44	1.41
其他非流动负债	12.4	11.6	12.5	12.2	12.1	速动比率	1.18	1.24	1.24	1.32	1.25
负债总额	4,230.3	5,142.8	5,540.6	7,091.6	8,598.1	利息保障倍数	25.84	67.98	17.50	23.17	22.83
少数股东权益	53.0	64.0	83.0	101.8	123.9	分红指标					
股本	313.8	464.4	464.4	464.4	464.4	DPS(元)	0.21	0.21	0.40	0.48	0.56
留存收益	2,217.0	2,467.9	3,046.7	3,803.2	4,346.2	分红比率	30.1%	22.4%	30.0%	30.0%	30.0%
股东权益	2,528.3	2,931.6	3,594.0	4,369.4	4,934.6	股息收益率	1.7%	1.7%	3.2%	3.9%	4.5%
现金流量表	2018	2019	2020E	2021E	2022E	业绩和估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	405.8	532.8	613.1	736.6	861.8	EPS(元)	0.71	0.93	1.32	1.59	1.86
加：折旧和摊销	62.6	68.8	67.1	81.6	99.3	BVPS(元)	4.44	5.15	7.56	9.19	10.36
资产减值准备	172.5	21.6	-	-	-	PE(X)	17.2	13.2	9.3	7.7	6.6
公允价值变动损失	-	-	-4.7	0.8	1.0	PB(X)	2.8	2.4	1.6	1.3	1.2
财务费用	20.9	15.9	44.6	39.6	47.1	P/FCF	13.5	18.2	13.7	8.3	7.5
投资收益	-33.1	-31.6	-33.0	-35.0	-38.0	P/S	1.6	1.5	1.0	0.9	0.7
少数股东损益	9.7	14.8	19.0	18.9	22.1	EV/EBITDA	8.0	3.7	4.3	3.4	2.8
营运资金的变动	49.2	-229.4	159.8	-380.6	-327.3	CAGR(%)	23.0%	18.4%	28.0%	23.0%	18.4%
经营活动产生现金流	326.7	404.3	866.0	462.0	666.0	PEG	0.7	0.7	0.3	0.3	0.4
投资活动产生现金流	-160.9	134.2	-337.3	-222.1	-143.9	ROIC/WACC	3.4	4.4	4.9	5.1	4.5
融资活动产生现金流	21.2	-136.1	-62.6	450.7	-25.8	REP	1.0	0.6	0.5	0.3	0.3

来源：中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。