

投资评级 优于大市 维持

## 18年净利同增34%，多层次业务布局和完善激励机制强化未来成长潜力

### 股票数据

04月16日收盘价(元)	12.14
52周股价波动(元)	7.31-15.79
总股本/流通A股(百万股)	810/544
总市值/流通市值(百万元)	9827/6606

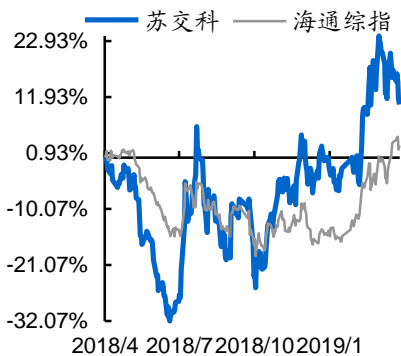
### 相关研究

《业绩超预期，环境和智慧交通或成未来新增长点》2019.02.26

《剥离TA后有望增强业绩稳定性，现金流下降》2018.10.30

《业绩稳健增长，海外、环保业务拓展正在加速》2018.08.02

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-4.5	14.7	13.5
相对涨幅(%)	-13.6	-7.6	-17.1

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:张欣劼

Tel:18515295560

Email:xj12156@htsec.com

证书:S0850518020001

分析师:李富华

Tel:(021)23154134

Email:lfh12225@htsec.com

证书:S0850518050001

### 投资要点:

- **事件:** 公司18年实现营收70.30亿元,同增7.84%;归母净利润6.23亿元(扣除事业伙伴计划专项基金3000万元后),同增34.37%;扣非后归母净利润5.22亿元,同增21.63%,点评如下:
- **出售TA是18Q4收入放缓、净利润提速的主要原因。**分季度来看,公司18Q1-Q4单季度营收增速分别为10.94%、30.27%、6.43%、-5.34%,18Q4单季度收入增速下降明显,可能是受TA剥离影响所致。若剔除TA影响因素,公司收入同增15.6%。从境内工程咨询业务看,2018年实现收入41.0亿元,较上年同期增长28.8%;业务承接额保持超过30%的稳定增长。公司Q4单季度归母净利润增速大幅提升,18Q1-Q4单季度归母净利润增速分别为25.51%、17.78%、19.66%、61.54%,18Q4归母净利润提升明显主要是处置TA股权在四季度贡献了投资收益6900.22万元。
- **毛利率、投资收益提升导致净利率明显提升,现金流有所恶化。**18年公司毛利率31.23%,同比上升2.14pct,主要是咨询业务中高毛利率的设计业务占比提升所致,另外我们认为外包占比增加也是重要原因之一。期间费用率为16.96%,同升0.38pct,其中销售费用率2.10%,同降0.19pct,管理费用率13.2%,同升0.06pct,研发费用率3.32%,同升0.22pct。财务费用率1.66%,同升0.30pct。资产减值损失为3.39亿元,同增55.03%,主要与公司应收票据和应收账款同比增长17.30%、以及账龄结构变化有关。2018年投资收益为7625.81万元,较17年的142.45万元大幅增长,主要是处置TA股权所致。综上,归母净利率8.87%,同比上升1.75pct。18年经营性现金流净额为0.61亿元,同比下降81.11%,主要是付现比增加所致(收现比87.39%,同比增加1.70pct,付现比39.15%,同比增加3.18pct)。
- **拟启动第2期事业伙伴计划(第3期员工持股计划),完善长期激励机制。**公司计划第2期事业伙伴计划设立规模上限为6000万元,资金来源为事业伙伴的自有资金和公司基于年度业绩按1:1的比例相应提取的事业伙伴计划专项基金。其中公司计划提取不超过3000万元。
- **盈利预测与估值。**公司作为基建设计龙头,激励机制完善,是业内少有的业绩保持稳定较快增长的优质标的;同时,公司正在加速布局环境监测、智慧交通等新业务。我们预计公司19-20年EPS分别为0.96元和1.2元,给与其高于可比公司平均估值的2019年14-16倍PE,对应合理价值区间13.44-15.36元,维持“优于大市”评级。
- **风险提示。**国内固定资产投资增速加速下行;海外业务不达预期风险。

### 主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	6519	7030	8849	11000	13574
(+/-)YoY(%)	55.2%	7.8%	25.9%	24.3%	23.4%
净利润(百万元)	464	623	780	974	1219
(+/-)YoY(%)	22.3%	34.4%	25.1%	24.8%	25.2%
全面摊薄EPS(元)	0.57	0.77	0.96	1.20	1.51
毛利率(%)	29.1%	31.2%	31.2%	31.8%	32.0%
净资产收益率(%)	12.5%	14.7%	15.4%	16.2%	16.8%

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

证券代码	证券简称	收盘价 (元) 2019/4/16	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (x)		
				2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
603018.SH	中设集团	20.55	64.49	1.26	1.66	2.11	13.80	12.29	9.70
603017.SH	中衡设计	14.92	40.59	0.62	0.96	1.21	16.47	15.37	12.14
						平均 PE	15.14	13.83	10.92

资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: 可比公司 18-20 年的盈利预测均为 Wind 一致预期

表 2 分项目盈利预测表

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>工程咨询业务</b>						
主营业务收入 (百万元)	2,798.44	4,998.08	5,720.87	7,437.13	9,445.16	11,806.45
增长率 (%)	—	78.60%	14.46%	30.00%	27.00%	25.00%
主营业务成本 (百万元)	1,802.48	3,435.18	3,763.19	4,945.69	6,233.80	7,792.25
主营业务利润 (百万元)	995.96	1,562.90	1,957.68	2,491.44	3,211.35	4,014.19
毛利率 (%)	35.59%	31.27%	34.22%	33.50%	34.00%	34.00%
<b>项目管理</b>						
主营业务收入 (百万元)	1,205.79	1,059.63	935.06	981.81	1,079.99	1,241.99
增长率 (%)	—	-12.12%	-11.76%	5.00%	10.00%	15.00%
主营业务成本 (百万元)	1,007.56	853.96	815.75	854.18	939.60	1,080.53
主营业务利润 (百万元)	198.23	205.67	119.31	127.64	140.40	161.46
毛利率 (%)	16.44%	19.41%	12.76%	13.00%	13.00%	13.00%
<b>其他主营业务</b>						
主营业务收入 (百万元)	171.85	442.78	348.90	401.24	441.36	485.49
增长率 (%)	—	157.65%	-21.20%	15.00%	10.00%	10.00%
主营业务成本 (百万元)	171.85	326.28	247.61	280.86	313.36	344.70
主营业务利润 (百万元)	0.00	116.50	101.29	120.37	127.99	140.79
毛利率 (%)		26.31%	29.03%	30.00%	29.00%	29.00%
<b>其他业务</b>						
其他业务收入 (百万元)	25.18	18.54	25.31	29.11	33.47	40.17
增长率 (%)	—	-26.37%	8.29%	15.00%	15.00%	20.00%
其他业务成本 (百万元)	25.18	7.49	7.87	10.19	13.39	16.07
其他业务利润 (百万元)	0.00	11.05	17.44	18.92	20.08	24.10
毛利率 (%)		59.58%	68.89%	65.00%	60.00%	60.00%
<b>营业收入合计 (百万元)</b>	<b>4,201.26</b>	<b>6,519.03</b>	<b>7,030.14</b>	<b>8,849.29</b>	<b>10,999.98</b>	<b>13,574.10</b>
综合增长率 (%)	—	55.17%	7.84%	25.88%	24.30%	23.40%
<b>营业成本合计 (百万元)</b>	<b>3,007.06</b>	<b>4,622.91</b>	<b>4,834.42</b>	<b>6,090.92</b>	<b>7,500.15</b>	<b>9,233.56</b>
综合毛利率 (%)	28.42%	29.09%	31.23%	31.17%	31.82%	31.98%

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>7030</b>	<b>8849</b>	<b>11000</b>	<b>13574</b>
每股收益	0.77	0.96	1.20	1.51	营业成本	4834	6091	7500	9234
每股净资产	5.24	6.25	7.42	8.94	毛利率%	31.2%	31.2%	31.8%	32.0%
每股经营现金流	0.07	0.46	0.38	0.39	营业税金及附加	31	39	49	61
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	148	177	242	353
P/E	15.55	12.42	9.95	7.95	营业费用率%	2.1%	2.0%	2.2%	2.6%
P/B	2.28	1.91	1.61	1.34	管理费用	695	867	1100	1385
P/S	1.38	1.09	0.88	0.71	管理费用率%	9.9%	9.8%	10.0%	10.2%
EV/EBITDA	8.21	7.21	5.75	4.75	EBIT	1089	1409	1757	2108
股息率%	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	财务费用	116	130	136	204
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	1.7%	1.5%	1.2%	1.5%
毛利率	31.2%	31.2%	31.8%	32.0%	资产减值损失	339	358	364	303
净利率	8.9%	8.8%	8.9%	9.0%	投资收益	76	10	10	10
净资产收益率	14.7%	15.4%	16.2%	16.8%	<b>营业利润</b>	<b>749</b>	<b>956</b>	<b>1190</b>	<b>1484</b>
资产回报率	5.1%	5.8%	6.1%	6.3%	营业外收支	1	-17	-18	-17
投资回报率	20.0%	22.8%	24.4%	24.7%	<b>利润总额</b>	<b>750</b>	<b>939</b>	<b>1172</b>	<b>1467</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	1276	1430	1779	2133
营业收入增长率	7.8%	25.9%	24.3%	23.4%	所得税	106	133	166	208
EBIT 增长率	23.1%	29.4%	24.7%	20.0%	有效所得税率%	14.2%	14.2%	14.2%	14.2%
净利润增长率	34.4%	25.1%	24.8%	25.2%	少数股东损益	21	26	32	40
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>623</b>	<b>780</b>	<b>974</b>	<b>1219</b>
资产负债率	62.9%	59.6%	60.1%	60.3%					
流动比率	1.3	1.4	1.4	1.5	<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	1.3	1.4	1.4	1.4	货币资金	2651	2212	2750	3394
现金比率	0.4	0.3	0.3	0.3	应收账款及应收票据	5821	7128	8981	11343
<b>经营效率指标</b>					存货	68	83	123	177
应收账款周转天数	279.9	294.0	298.0	305.0	其它流动资产	817	913	1012	1132
存货周转天数	5.3	5.0	6.0	7.0	流动资产合计	9358	10337	12866	16045
总资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.8	长期股权投资	68	76	84	92
固定资产周转率	8.6	12.3	14.3	16.7	固定资产	689	746	791	836
					在建工程	1	3	5	6
					无形资产	226	226	226	226
					非流动资产合计	2896	3018	3099	3187
<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>12254</b>	<b>13356</b>	<b>15965</b>	<b>19232</b>
净利润	623	780	974	1219	短期借款	2483	1852	2286	2811
少数股东损益	21	26	32	40	应付票据及应付账款	2101	2240	3001	3700
非现金支出	526	379	387	328	预收账款	524	710	832	1043
非经营收益	23	97	98	115	其它流动负债	1948	2490	2777	3321
营运资金变动	-1132	-907	-1184	-1385	流动负债合计	7057	7293	8896	10874
<b>经营活动现金流</b>	<b>61</b>	<b>375</b>	<b>307</b>	<b>318</b>	长期借款	372	392	422	442
资产	-208	-94	-87	-85	其它长期负债	279	279	279	279
投资	380	-63	-33	-43	非流动负债合计	651	671	701	721
其他	422	10	10	10	<b>负债总计</b>	<b>7708</b>	<b>7964</b>	<b>9598</b>	<b>11595</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>594</b>	<b>-147</b>	<b>-110</b>	<b>-118</b>	实收资本	810	810	810	810
债权募资	818	-631	434	545	普通股股东权益	4243	5063	6006	7235
股权募资	7	0	0	0	少数股东权益	303	329	361	401
其他	-254	-35	-93	-101	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>12254</b>	<b>13356</b>	<b>15965</b>	<b>19232</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>571</b>	<b>-666</b>	<b>341</b>	<b>443</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>1225</b>	<b>-439</b>	<b>538</b>	<b>644</b>					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 16 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  
张欣劼 建筑工程行业  
李富华 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, 鲁阳节能, 中设集团, 龙元建设, 中国建筑, 华新水泥, 三棵树, 隧道股份, 伟星新材, 棕榈股份, 冀东水泥, 岭南股份, 中国中铁, 祁连山, 东方雨虹, 中钢国际, 海螺水泥, 中材科技, 文科园林, 铁汉生态, 中国交建, 北新建材, 信义玻璃, 金螳螂, 华润水泥控股, 苏文科, 东易日盛, 东方园林, 塔牌集团, 旗滨集团

### 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 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。