

中设集团 (603018)

证券研究报告

2019年10月27日

营收增速放缓，EPC 缩量提质，多领域合作存机遇

公司近期公布了2019年第三季度报告，前三季度实现营业收入27.45亿元，同比增长4.07%；归母净利润2.92亿元，同比增长20.49%。点评如下：

营收增速放缓，毛利率持续提高，发展智慧交通提升设计质量

2019年前三季度，公司实现营收27.45亿元，同比增长4.07%；第三季度营收8.31亿元，同比下降11.22%，或因去年开拓外省设计业务、承接EPC项目较多，基数较高，叠加宏观经济下行所致。报告期内公司毛利率31.92%，同比提高1.77个百分点，或受益于业务结构调整和EPC业务管理能力大幅提升。公司深化城市交通、智慧交通等领域合作，相继与江西省港投集团、比亚迪、阿里巴巴旗下浩鲸科技等签订战略合作协议；无锡高架侧翻事件使得高架桥墩设计标准提高，给公司带来机遇。

研发投入加大，期间费用率小幅提高，净利润保持较快增长

2019年前三季度，公司期间费用率15.70%，同比上升0.29个百分点。其中销售费用率4.33%，同比下降0.16个百分点。管理费用率6.80%，同比下降0.23个百分点，或因人员和经费管理效率提高。研发费用率4.29%，同比上升0.86个百分点，主要系公司加大BIM技术应用、干线公路、桥梁关键技术和综合交通等领域研发投入所致。财务费用率0.28%，同比下降0.19个百分点，主要系银行借款平均余额减少所致。前三季度公司发生资产减值损失和信用减值损失合计1.19亿元，同比恶化7.13%，或因坏账损失小幅增加所致。报告期内，公司实现归母净利润2.92亿元，同比增长20.49%；第三季度公司归母净利润0.85亿元，同比增长14.36%。

经营现金流承压，资产负债率略降，人才激励多措并举

2019年前三季度，公司收现比为0.8240，同比上升5.16个百分点，或因公司加强回款所致；付现比0.6822，同比上升4.90个百分点。综合来看，公司前三季度经营活动产生的现金流净额-3.53亿，较去年同期下降0.63亿，或因公司采购支出和支付职工薪酬增加所致。公司截至三季度末资产负债率为61.36%，同比下降0.67个百分点。

为完善人才梯队、丰富人才储备，公司于上半年实施“拼搏者”人才机制，并开展第一期股权激励计划，向141名激励对象授予172.36万股公司股票。8月公司公告拟回购股份数量428.57万股，占公司总股本的0.9228%，并全部用于后期实施员工持股计划。截止9月30日，公司已回购公司股份约250.71万股，占公司总股本的0.5398%。

投资建议

作为设计龙头企业，公司市场开拓能力较强，管理精细化程度不断提高，但考虑到目前基建投资增长回暖较慢，逆周期政策有待进一步发力，公司业绩增速或将持续承压，因此我们小幅下调EPS为1.02、1.28、1.62元/股（原EPS为1.07、1.35、1.70元/股），对应PE为11、9、7倍。暂维持公司目标价为15元，维持“买入”评级。

风险提示：固定资产投资增速下滑，省外业务开拓不及预期。

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,776.26	4,198.49	4,844.91	5,837.70	7,032.56
增长率(%)	39.42	51.23	15.40	20.49	20.47
EBITDA(百万元)	399.35	573.39	614.06	775.78	976.18
净利润(百万元)	296.66	396.17	472.02	594.34	751.86
增长率(%)	41.35	33.54	19.15	25.91	26.50
EPS(元/股)	0.64	0.85	1.02	1.28	1.62
市盈率(P/E)	17.66	13.22	11.10	8.81	6.97
市净率(P/B)	2.44	2.12	1.74	1.46	1.20
市销率(P/S)	1.89	1.25	1.08	0.90	0.74
EV/EBITDA	12.78	7.31	6.56	3.99	3.04

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑装饰/基础建设
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	11.28元
目标价格	15元

基本数据

A股总股本(百万股)	464.37
流通A股股本(百万股)	459.98
A股总市值(百万元)	5,238.12
流通A股市值(百万元)	5,188.52
每股净资产(元)	5.69
资产负债率(%)	61.36
一年内最高/最低(元)	22.43/11.12

作者

唐笑 分析师
SAC执业证书编号：S1110517030004
tangx@tfzq.com

岳恒宇 分析师
SAC执业证书编号：S1110517040005
yuehengyu@tfzq.com

肖文劲 分析师
SAC执业证书编号：S1110519040001
xiaowenjin@tfzq.com

股价走势

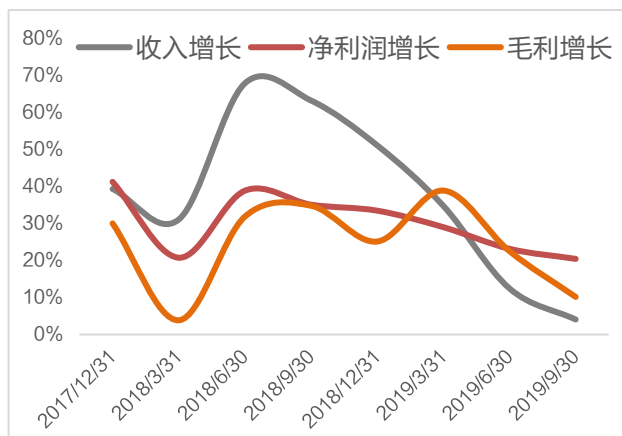


资料来源：贝格数据

相关报告

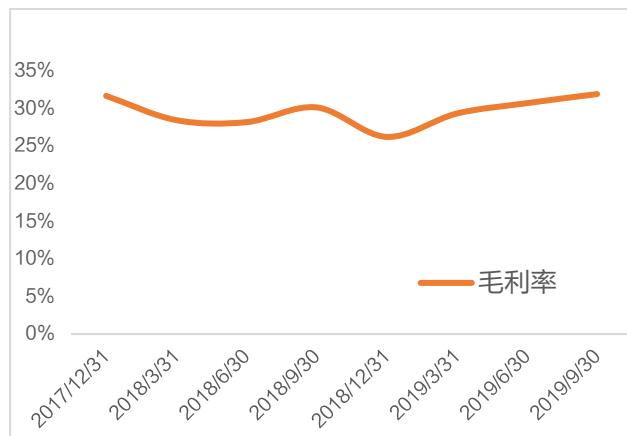
- 《中设集团-半年报点评:施工总承包业务量缩量提质更优，股份回购提振信心》 2019-08-14
- 《中设集团-季报点评:业绩持续高速增长，业务版图积极扩张》 2018-10-30
- 《中设集团-半年报点评:业绩高增超预期，估值或进一步修复》 2018-08-12

图 1：成长能力



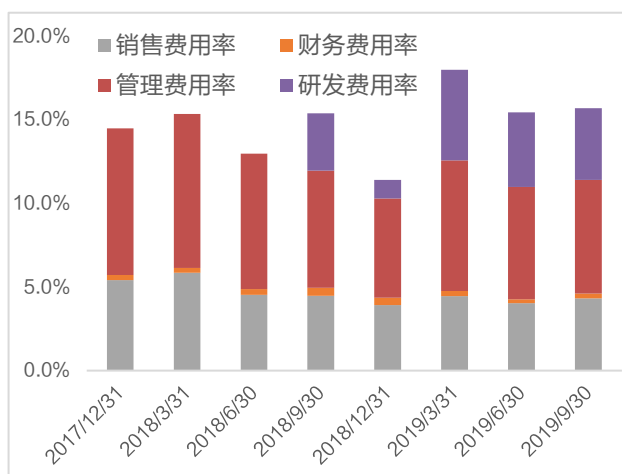
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：毛利率



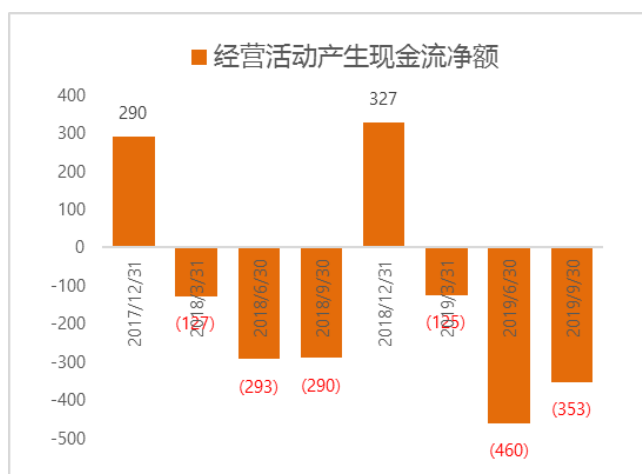
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3：期间费用率



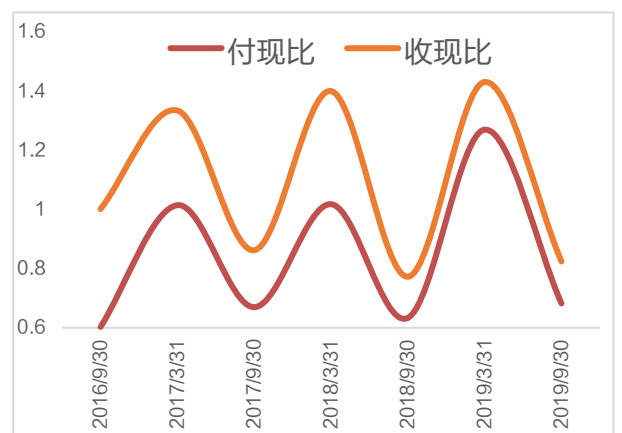
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：经营性现金流 (百万元)



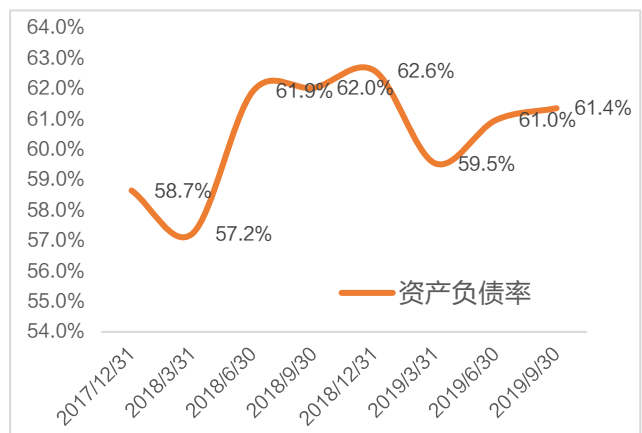
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 5：收付现比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 6：资产负债率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	897.21	1,083.60	968.98	1,907.89	2,041.93
应收票据及应收账款	2,514.87	3,601.30	4,428.89	4,491.53	6,254.71
预付账款	90.12	138.47	177.32	178.62	236.78
存货	563.77	561.91	1,384.87	949.76	1,835.00
其他	275.84	154.72	313.45	293.50	361.59
流动资产合计	4,341.80	5,540.00	7,273.50	7,821.30	10,730.00
长期股权投资	85.38	93.18	93.18	93.18	93.18
固定资产	380.83	417.48	421.24	445.08	467.97
在建工程	32.03	0.00	36.00	69.60	71.76
无形资产	50.44	56.11	48.03	39.95	31.87
其他	378.91	651.80	624.25	620.55	615.32
非流动资产合计	927.60	1,218.58	1,222.71	1,268.37	1,280.10
资产总计	5,269.41	6,758.58	8,496.20	9,089.67	12,010.10
短期借款	218.30	334.00	249.07	238.00	221.00
应付票据及应付账款	1,055.51	1,647.12	2,441.11	2,695.07	3,709.87
其他	1,803.23	2,236.73	2,727.96	2,473.71	3,629.33
流动负债合计	3,077.04	4,217.85	5,418.14	5,406.79	7,560.20
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	13.49	12.42	14.18	13.36	13.32
非流动负债合计	13.49	12.42	14.18	13.36	13.32
负债合计	3,090.53	4,230.27	5,432.32	5,420.15	7,573.52
少数股东权益	35.72	52.98	61.15	72.44	87.64
股本	211.52	313.80	464.37	464.37	464.37
资本公积	898.48	815.42	664.80	664.80	664.80
留存收益	1,992.91	2,216.97	2,538.37	3,132.71	3,884.57
其他	(959.76)	(870.86)	(664.80)	(664.80)	(664.80)
股东权益合计	2,178.87	2,528.31	3,063.89	3,669.51	4,436.57
负债和股东权益总	5,269.41	6,758.58	8,496.20	9,089.67	12,010.10

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	301.21	405.83	472.02	594.34	751.86
折旧摊销	51.03	62.60	28.32	30.64	33.03
财务费用	10.07	20.91	26.27	38.59	46.73
投资损失	(22.16)	(33.15)	(42.32)	(54.17)	(69.73)
营运资金变动	(33.16)	49.07	(533.59)	393.71	(599.06)
其它	(16.71)	(178.55)	8.16	11.29	15.20
经营活动现金流	290.29	326.71	(41.13)	1,014.39	178.03
资本支出	95.69	74.05	58.24	80.82	50.04
长期投资	11.55	7.80	0.00	0.00	0.00
其他	(237.28)	(242.73)	(75.92)	(106.64)	(30.31)
投资活动现金流	(130.04)	(160.88)	(17.68)	(25.83)	19.73
债权融资	218.30	334.00	249.07	238.00	221.00
股权融资	0.49	6.80	29.12	(38.58)	(46.73)
其他	(224.50)	(319.61)	(334.00)	(249.08)	(238.00)
筹资活动现金流	(5.71)	21.19	(55.81)	(49.66)	(63.73)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	154.54	187.02	(114.62)	938.91	134.04

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,776.26	4,198.49	4,844.91	5,837.70	7,032.56
营业成本	1,896.77	3,097.47	3,504.20	4,202.33	5,012.57
营业税金及附加	23.50	28.77	40.13	45.92	53.92
营业费用	150.60	164.65	190.00	228.94	275.80
管理费用	243.62	249.70	339.14	408.64	506.34
研发费用	25.83	46.57	77.52	93.40	112.52
财务费用	8.42	18.26	26.27	38.59	46.73
资产减值损失	129.38	172.53	150.50	167.50	198.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	22.16	33.15	42.32	54.17	69.73
其他	(79.01)	(84.63)	(84.64)	(108.35)	(139.47)
营业利润	355.01	472.00	559.47	706.55	896.41
营业外收入	0.13	0.17	6.50	6.50	6.50
营业外支出	0.40	0.47	0.45	0.55	0.49
利润总额	354.74	471.71	565.52	712.50	902.42
所得税	53.53	65.88	85.33	106.88	135.36
净利润	301.21	405.83	480.18	605.63	767.06
少数股东损益	4.56	9.66	8.16	11.29	15.20
归属于母公司净利润	296.66	396.17	472.02	594.34	751.86
每股收益(元)	0.64	0.85	1.02	1.28	1.62

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	39.42%	51.23%	15.40%	20.49%	20.47%
营业利润	43.11%	32.96%	18.53%	26.29%	26.87%
归属于母公司净利润	41.35%	33.54%	19.15%	25.91%	26.50%
获利能力					
毛利率	31.68%	26.22%	27.67%	28.01%	28.72%
净利率	10.69%	9.44%	9.74%	10.18%	10.69%
ROE	13.84%	16.00%	15.72%	16.52%	17.29%
ROIC	28.11%	35.26%	41.37%	35.28%	55.12%
偿债能力					
资产负债率	58.65%	62.59%	63.94%	59.63%	63.06%
净负债率	-31.16%	-29.65%	-23.50%	-45.51%	-41.04%
流动比率	1.41	1.31	1.34	1.45	1.42
速动比率	1.23	1.18	1.09	1.27	1.18
营运能力					
应收账款周转率	1.22	1.37	1.21	1.31	1.31
存货周转率	5.55	7.46	4.98	5.00	5.05
总资产周转率	0.58	0.70	0.64	0.66	0.67
每股指标(元)					
每股收益	0.64	0.85	1.02	1.28	1.62
每股经营现金流	0.63	0.70	-0.09	2.18	0.38
每股净资产	4.62	5.33	6.47	7.75	9.37
估值比率					
市盈率	17.66	13.22	11.10	8.81	6.97
市净率	2.44	2.12	1.74	1.46	1.20
EV/EBITDA	12.78	7.31	6.56	3.99	3.04
EV/EBIT	14.39	8.09	6.88	4.15	3.14

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com