资产减值影响业绩，无碍高增长

中设集团(603018)

投资评级：买入（维持评级）

当前价格(元):	35.
合理价格区间(元):	44.4-51.8

黄骥 研究员 执业证书编号：S0570516030001 021-28972066 huangji@htsc.com

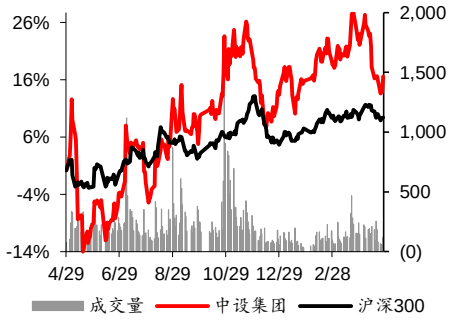
鲍荣富 研究员 执业证书编号：S0570515120002 021-28972085 baorongfu@htsc.com

方晏荷 联系人 021-28972059 fangyanhe@htsc.com

相关研究

1《中设集团(603018,买入): 订单饱满，业绩持续高增长可期》2017.03
2《中设集团(603018,买入): 订单翻倍增长，限制性股票彰显信心》2017.03
3《中设集团(603018,买入): 换届选举顺利完成，期待后续运作》2017.01

股价走势图



资料来源：Wind

资产减值损失拉低业绩增速

公司 4 月 27 日晚发布 2017 年一季报，报告期内实现营收 4.44 亿元，YoY+29.4%，实现归属上市公司股东净利润 4906 万元，YoY+18.69%。2017Q1 净利润的增速与我们预测的全年净利润增速有一定的差距，主要是因为资产减值损失快速增加。2017Q1 计提了 1491 万资产减值损失，主要为当期计提应收账款坏账准备 871.53 万元和存货跌价准备 619.54 万元所致，其中应收账款坏账准备主要是长账龄应收账款回款较少造成账龄递增而加速计提坏账准备；存货跌价准备为本期暂停项目增加而增加计提存货跌价准备。若剔除这一因素，2017Q1 净利润增速将回复到 77.6%。

盈利能力保持稳定，经营性现金流有所恶化

2017Q1 公司整体毛利率 35.93%，较 2016Q1 提高 3.7pct。我们认为与确认收入的项目差异性有关。净利率下滑 0.7pct 至 11.36%，主要因为资产减值损失占收入比重提高了 4.91pct。期间费用率下滑 0.76pct 至 18.99%，其中销售费用率、管理费用率和财务费用率分别降低了 0.46/0.09/0.21pct。经营性现金净额为-1.47 亿元，YoY-129%，主要因为业务规模扩大以及员工人数增加，造成支出均较上年同期有所增加所致。

新签订单快速增加，且具有持续性

公司 2016 年新签订单 39.51 亿元，YoY+112.37%。其中，江苏省外新签订单 14.9 亿元，YoY+119%，占 2016 年公司新签订单的 37.72%。我们判断 2017 年公司新签合同依然将呈现高增长态势。在江苏省内，铁路、高速公路、城市快速路、城轨交通的大发展都将为公司提供饱满的设计需求。在江苏省外，为实现中国领先的工程设计咨询公司的战略目标，公司加大分支机构的建设力度，取得了明显的效果。公司 2016 年收购宁夏院，在西北地区进行布局，拿单能力明显提升。

成为项目主导方，提高在单个项目中收入比重

公司作为项目的规划和设计方，一般而言，收入占项目比重为 1%-2%。在技术含量较高的 PPP/EPC 项目中，公司可作为 SPV 公司的主导方参与，不但获取设计业务，也能获得项目管理利润和经验。我们预计公司未来在项目的收入比重或将提升至 5%-8%。此外，新型城镇化给公司业务开拓带来了广阔的业务空间。例如，城市快速路、地铁、地下综合管廊、特色小镇等都可能成为公司未来新的业务领域。

外延并购依然可期，看好公司未来高增长，维持“买入”评级

参考苏交科的发展路劲，外延并购是设计类公司成长的必经之路。我们认为公司的外延有两方面可考虑，一是业务范围的延伸，二是业务区域的拓展。我们预计公司 2017-19 年 EPS 为 1.48/2.09/2.6 元。认为可给予 17 年 30-35X PE，对应合理价格区间为 44.4-51.8 元，维持“买入”评级。

风险提示：基建增速投资下滑，新业务/省外拓展低于预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	208.00
流通 A 股 (百万股)	125.87
52 周内股价区间 (元)	25.80-68.15
总市值 (百万元)	7,280
总资产 (百万元)	4,359
每股净资产 (元)	9.14

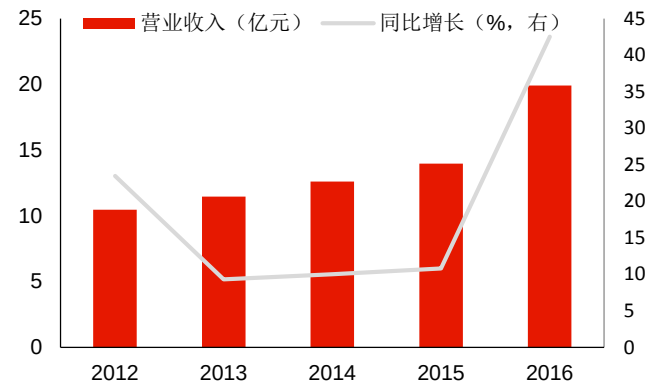
资料来源：公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	1,397	1,991	2,749	3,757	4,827
+/-%	10.82	42.51	38.08	36.65	28.49
归属母公司净利润 (百万元)	160.27	209.87	308.31	434.36	541.29
+/-%	(3.41)	30.95	46.90	40.89	24.62
EPS (元，最新摊薄)	0.77	1.01	1.48	2.09	2.60
PE (倍)	45.42	34.69	23.61	16.76	13.45

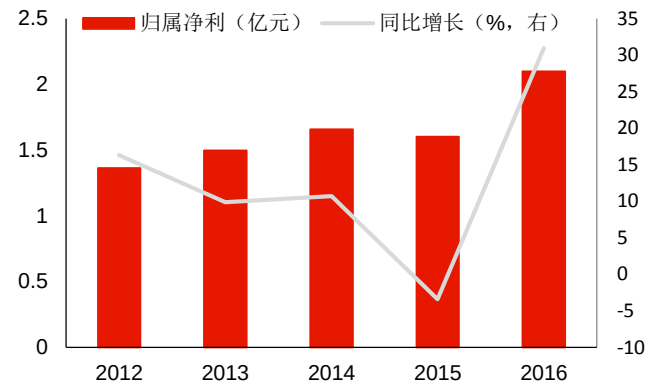
资料来源：公司公告,华泰证券研究所预测

图表1： 公司营收（亿元）及增速（%）



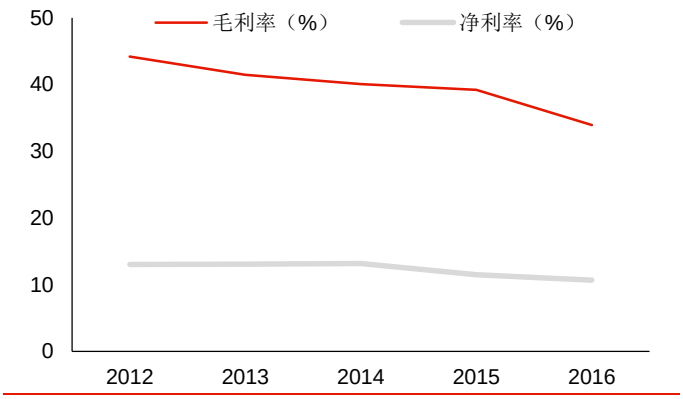
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2： 公司归母净利润（亿元）及增速（%）



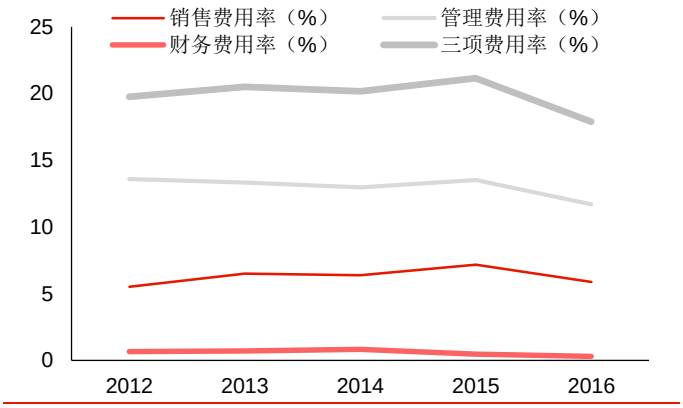
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3： 公司利润率（%）



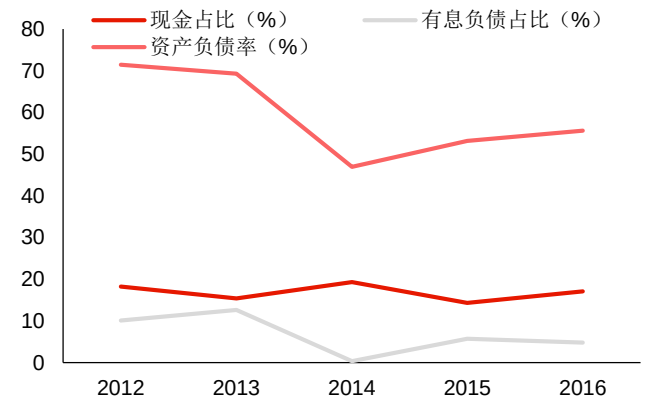
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4： 公司期间费用率（%）



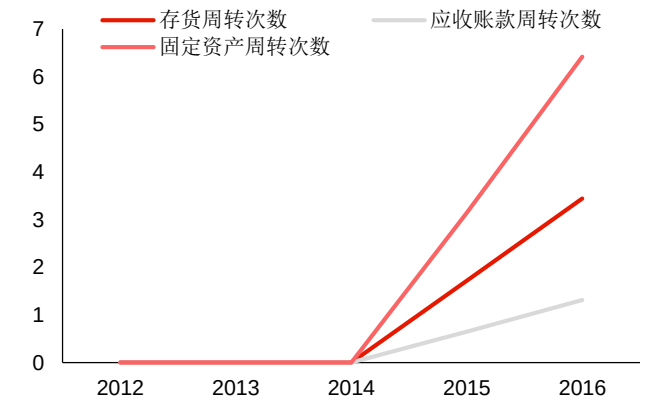
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5： 公司现金占比（%）、有息负债（%）、资产负债率（%）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

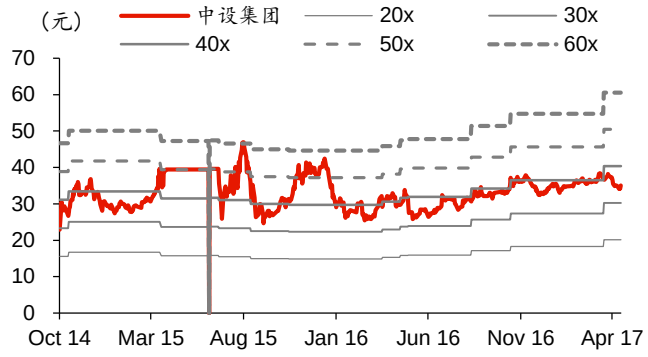
图表6： 公司营运周转情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

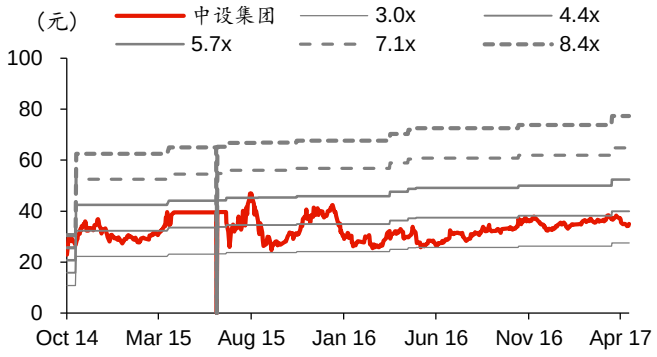
PE/PB - Bands

图表7： 中设集团历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表8： 中设集团历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2,948	3,483	4,991	6,409	7,835
现金	533.91	745.96	837.84	745.96	745.96
应收账款	1,704	2,027	3,055	4,193	5,221
其他应收账款	61.62	108.85	134.91	194.06	244.16
预付账款	58.95	80.94	121.77	162.93	206.74
存货	411.52	437.27	754.28	1,005	1,287
其他流动资产	178.18	83.36	87.20	107.55	130.09
非流动资产	776.88	876.28	676.00	663.59	646.26
长期投资	47.79	73.83	73.83	73.83	73.83
固定投资	350.66	375.00	351.72	328.44	305.16
无形资产	48.85	52.10	50.59	48.66	46.94
其他非流动资产	329.57	375.36	199.86	212.66	220.33
资产总计	3,725	4,359	5,667	7,072	8,481
流动负债	1,965	2,409	3,204	4,062	4,853
短期借款	212.00	210.00	200.00	302.53	254.15
应付账款	654.47	756.62	1,336	1,765	2,259
其他流动负债	1,098	1,442	1,668	1,995	2,340
非流动负债	15.59	16.63	217.37	417.11	617.04
长期借款	0.00	0.00	200.00	400.00	600.00
其他非流动负债	15.59	16.63	17.37	17.11	17.04
负债合计	1,980	2,425	3,421	4,479	5,470
少数股东权益	0.82	31.86	35.59	40.84	47.39
股本	104.00	208.00	208.00	208.00	208.00
资本公积	935.81	831.81	831.81	831.81	831.81
留存公积	704.38	862.25	1,171	1,512	1,923
归属母公司股	1,744	1,902	2,210	2,552	2,963
负债和股东权益	3,725	4,359	5,667	7,072	8,481

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	117.71	272.48	(278.73)	(293.15)	4.16
净利润	160.32	212.43	312.04	439.62	547.83
折旧摊销	32.41	39.58	30.85	31.58	31.59
财务费用	6.44	6.21	(2.75)	13.51	29.99
投资损失	(11.51)	(11.15)	(11.15)	(11.15)	(11.15)
营运资金变动	(112.43)	(28.79)	(787.01)	(1,007)	(808.01)
其他经营现金	42.48	54.20	179.29	240.60	213.90
投资活动现金	(335.18)	4.45	177.82	4.78	4.56
资本支出	49.30	57.62	0.00	0.00	0.00
长期投资	31.40	(101.22)	(172.73)	0.00	0.00
其他投资现金	(254.47)	(39.15)	5.08	4.78	4.56
筹资活动现金	156.05	(63.14)	192.80	196.50	(8.71)
短期借款	202.00	(2.00)	(10.00)	102.53	(48.37)
长期借款	0.00	0.00	200.00	200.00	200.00
普通股增加	0.00	104.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	(104.00)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(45.95)	(61.14)	2.80	(106.03)	(160.34)
现金净增加额	(61.39)	213.86	91.88	(91.88)	0.00

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,397	1,991	2,749	3,757	4,827
营业成本	849.18	1,315	1,797	2,460	3,172
营业税金及附加	14.66	18.98	26.20	35.80	46.00
营业费用	100.22	117.08	161.66	220.90	283.83
管理费用	189.02	232.77	346.68	456.46	597.59
财务费用	6.44	6.21	(2.75)	13.51	29.99
资产减值损失	63.23	64.07	64.07	64.07	64.07
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	11.51	11.15	11.15	11.15	11.15
营业利润	186.04	248.06	367.45	517.69	645.12
营业外收入	3.42	5.22	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.68	0.62	0.00	0.00	0.00
利润总额	188.78	252.66	367.45	517.69	645.12
所得税	28.46	40.22	55.41	78.07	97.28
净利润	160.32	212.43	312.04	439.62	547.83
少数股东损益	0.05	2.56	3.73	5.25	6.55
归属母公司净利润	160.27	209.87	308.31	434.36	541.29
EBITDA	224.89	293.85	395.55	562.78	706.69
EPS (元)	0.77	1.01	1.48	2.09	2.60

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	10.82	42.51	38.08	36.65	28.49
营业利润	(1.03)	33.34	48.13	40.89	24.62
归属母公司净利润	(3.41)	30.95	46.90	40.89	24.62
获利能力 (%)					
毛利率	39.23	33.95	34.63	34.53	34.29
净利率	11.47	10.54	11.21	11.56	11.21
ROE	9.19	11.03	13.95	17.02	18.27
ROIC	13.49	18.84	17.86	18.20	18.73
偿债能力					
资产负债率 (%)	53.16	55.64	60.37	63.33	64.50
净负债比率 (%)	10.71	8.66	11.69	15.68	15.61
流动比率	1.50	1.45	1.56	1.58	1.61
速动比率	1.28	1.25	1.31	1.32	1.33
营运能力					
总资产周转率	0.41	0.49	0.55	0.59	0.62
应收账款周转率	0.78	0.90	0.92	0.88	0.87
应付账款周转率	1.39	1.86	1.72	1.59	1.58
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.77	1.01	1.48	2.09	2.60
每股经营现金流(最新摊薄)	0.57	1.31	(1.34)	(1.41)	0.02
每股净资产(最新摊薄)	8.39	9.14	10.63	12.27	14.25
估值比率					
PE (倍)	45.42	34.69	23.61	16.76	13.45
PB (倍)	4.17	3.83	3.29	2.85	2.46
EV_EBITDA (倍)	28.95	22.16	16.46	11.57	9.21

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责申明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部门、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 /传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932 /传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 /传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com