

设研院 (300732)

证券研究报告

2018年04月20日

业务范围及区域快速扩张，区域龙头高增可期

公司近期公布2017年年度报告，全年实现营业收入9.35亿元，同增58.12%；实现归母净利润2.3亿元，同增77.51%。年报同时公布利润分配预案，拟每10股派现金股5元，以资本公积金转增股本，每10股转增8股。点评如下。

拓展业务范围开拓省外市场，营收大幅增长

2017年公司营收实现大幅增长，同增58.12%至9.35亿元，占比约79%的勘设业务同增83.13%至7.39亿元是公司营收高增长的主因。报告期内公司持续深耕河南省内市场，传统公路业务优势得到巩固，市政、轨交、房建等领域拓展成效显著，如承接了郑州市轨道交通12号线部分标段的土建设计等标志性项目，进一步完善其业务结构。省外方面，公司在滇、藏、桂、新等地承接多个大型公路项目的勘设等业务，仅西藏项目中标金额就达3亿元，省外项目合同额及其占总收入的比例均显著提升。预计公司未来业绩新增长点在于省外及市政、轨交等新领域业务。

2017年公司整体毛利率为46.96%，较去年提升2.18个百分点，主要是由于高收入占比的勘设业务毛利率上升1.5个百分点至51.34%。随着设计行业整体性的复苏、集中度的提升和设计费用率的增长，我们预计公司较高的毛利率水平或能维持。

期间费用率下降明显，归母净利润高增势头延续

公司2017年期间费用率为13.45%，较上年下降3.31个百分点。其中销售费用率和管理费用率分别减少0.87、2.74个百分点，主因费用支出较为刚性，低于营收增幅；财务费用率0.67%，微升0.29个百分点，因利息支出增加及汇兑损失所致。资产减值损失为3216万元，同增1440%，主因坏账、长期股权投资减值及商誉减值损失增加。综合下来，2017年公司净利率同比上升1.91个百分点至24.62%，实现归母净利润2.3亿，同增77.51%。2018年一季度公司经营情况延续增长态势，2018年一季度预告2018Q1公司归母净利润增速为20%~40%，预计盈利4082.27~4762.65万元。

收付现比均有下降，经营性现金流可改善

报告期内公司收现比为0.82，较去年同期下降23.92个百分点；付现比下降14.12个百分点至0.6。综上，公司2017年经营性现金流净额为-617.02亿元，较上年8470.1万元同降107.28%，一方面是由于开展项目接受劳务支付的现金增加和人力成本增加；另一方面报告期内公司新签合同增加，项目回款周期较长。

投资建议

作为区域性设计龙头，公司在河南省承接大型项目优势显著，积极转型工程建设全产业链综合服务商；主业稳健增长，新业务打开增量空间。根据公司年报，我们略微下调了期间费用率，EPS预测有所上调，2018~2019年EPS预测由4.45、5.6元/股调整至4.61、6.17元/股，2020年EPS预测值为7.77元/股；2018~2020年归母净利润分别为3.32、4.44、5.60亿元，对应PE为18、14、11倍，维持“增持”评级。

风险提示：固定资产投资增速持续下滑；省外及海外业务推进不达预期

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	591.46	935.20	1,364.74	1,887.89	2,498.56
增长率(%)	46.11	58.12	45.93	38.33	32.35
EBITDA(百万元)	179.54	293.83	419.29	552.71	690.23
净利润(百万元)	129.72	230.26	331.97	444.45	559.79
增长率(%)	159.71	77.51	44.17	33.88	25.95
EPS(元/股)	1.80	3.20	4.61	6.17	7.77
市盈率(P/E)	46.41	26.15	18.14	13.55	10.76
市净率(P/B)	9.47	3.92	3.22	2.60	2.10
市销率(P/S)	10.18	6.44	4.41	3.19	2.41
EV/EBITDA	0.00	17.40	12.01	9.06	6.52

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	增持(维持评级)
当前价格	83.62元
目标价格	89.53元

基本数据

A股总股本(百万股)	72.00
流通A股股本(百万股)	18.00
A股总市值(百万元)	6,020.64
流通A股市值(百万元)	1,505.16
每股净资产(元)	21.33
资产负债率(%)	35.67
一年内最高/最低(元)	96.00/49.70

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

陈航杰 联系人
chenhangjie@tfzq.com

肖文劲 联系人
xiaowenjin@tfzq.com

股价走势

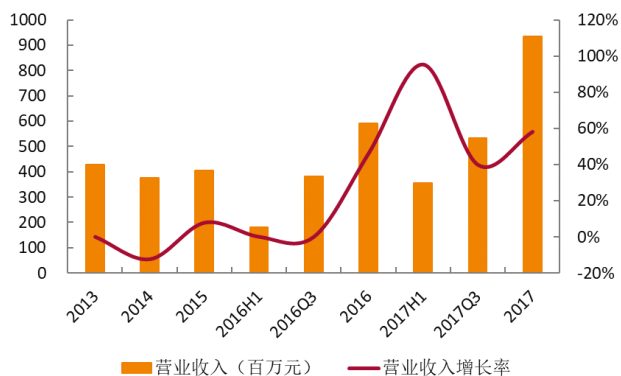


资料来源：贝格数据

相关报告

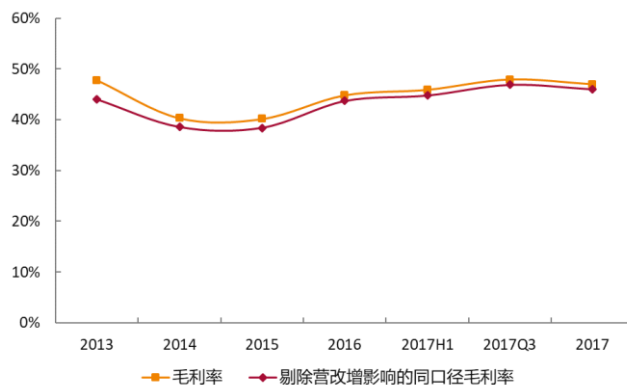


图 1: 营业收入及增速



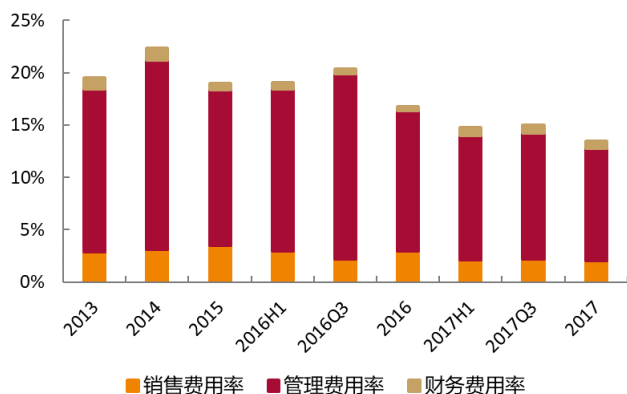
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 2: 毛利率及剔除营改增后毛利率



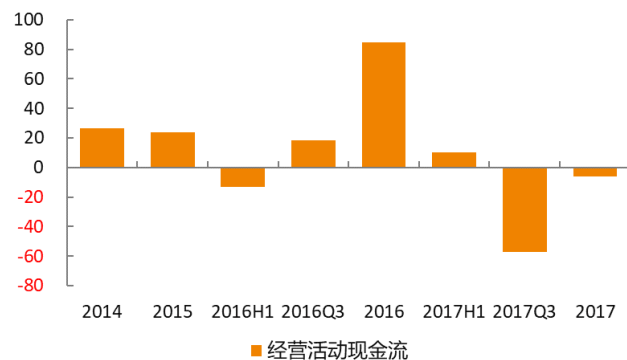
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 3: 三项费用率



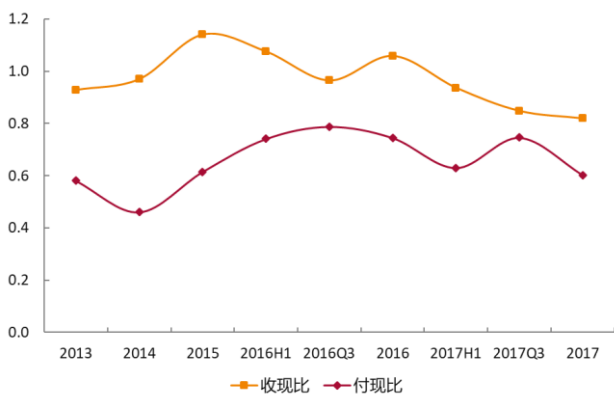
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 4: 经营性现金流 (百万元)



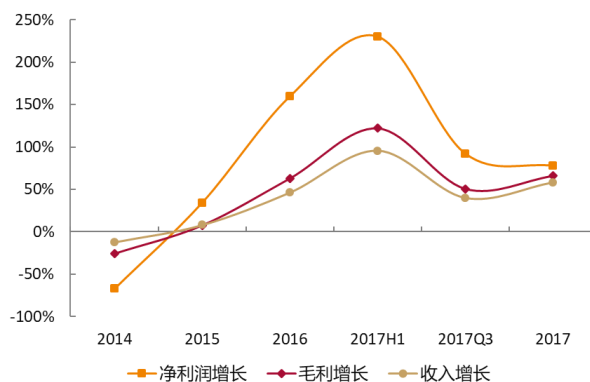
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 5: 收付现比



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 6: 净利、毛利及收入增长



资料来源: Wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	225.57	866.85	955.26	987.93	1,496.18
应收账款	454.13	809.23	1,034.40	1,515.97	1,859.37
预付账款	1.22	1.96	2.99	4.24	5.36
存货	218.82	278.72	488.84	598.05	880.20
其他	9.81	18.17	9.80	12.79	13.95
流动资产合计	909.54	1,974.93	2,491.29	3,118.97	4,255.07
长期股权投资	7.43	2.84	2.84	2.84	2.84
固定资产	206.68	211.14	230.28	235.15	231.38
在建工程	43.18	84.65	52.70	33.53	22.03
无形资产	62.76	64.03	61.19	58.36	55.52
其他	27.34	49.46	55.14	51.48	52.03
非流动资产合计	347.39	412.12	402.14	381.36	363.79
资产总计	1,256.93	2,387.05	2,893.43	3,500.33	4,618.86
短期借款	8.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	215.56	271.82	547.31	546.88	957.71
其他	249.31	411.59	478.51	641.38	789.30
流动负债合计	472.87	683.40	1,025.82	1,188.26	1,747.00
长期借款	148.50	168.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	148.50	168.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	621.37	851.40	1,025.82	1,188.26	1,747.00
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	54.00	72.00	72.00	72.00	72.00
资本公积	337.82	1,008.54	1,008.54	1,008.54	1,008.54
留存收益	581.57	1,463.65	1,795.62	2,240.06	2,799.86
其他	(337.82)	(1,008.54)	(1,008.54)	(1,008.54)	(1,008.54)
股东权益合计	635.57	1,535.65	1,867.62	2,312.06	2,871.86
负债和股东权益总	1,256.93	2,387.05	2,893.43	3,500.33	4,618.86

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	129.72	230.26	331.97	444.45	559.79
折旧摊销	15.00	16.63	18.84	20.32	21.29
财务费用	2.25	6.66	6.00	3.18	2.40
投资损失	(0.53)	1.59	1.00	0.50	(0.50)
营运资金变动	(34.20)	(247.78)	(77.87)	(427.64)	(74.94)
其它	(27.53)	(13.53)	0.00	0.00	(0.00)
经营活动现金流	84.70	(6.17)	279.93	40.81	508.04
资本支出	106.77	59.23	3.18	3.18	3.18
长期投资	0.53	(4.59)	0.00	0.00	0.00
其他	(130.19)	(136.18)	(7.37)	(6.87)	(5.87)
投资活动现金流	(22.89)	(81.55)	(4.18)	(3.68)	(2.68)
债权融资	166.50	208.50	27.17	25.89	31.19
股权融资	(2.25)	682.44	(6.00)	(3.18)	(2.40)
其他	(112.00)	(183.98)	(208.50)	(27.17)	(25.89)
筹资活动现金流	52.25	706.96	(187.33)	(4.46)	2.90
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	114.06	619.25	88.42	32.66	508.25

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	591.46	935.20	1,364.74	1,887.89	2,498.56
营业成本	326.63	496.05	765.27	1,083.64	1,473.82
营业税金及附加	6.36	8.73	12.74	17.62	23.32
营业费用	17.43	19.46	28.39	39.27	51.97
管理费用	79.42	100.00	145.89	201.82	267.10
财务费用	2.25	6.28	6.00	3.18	2.40
资产减值损失	(2.40)	32.16	11.00	12.65	13.92
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.53	(1.59)	(1.00)	(0.50)	0.50
其他	(1.06)	0.34	2.00	1.00	(1.00)
营业利润	162.29	273.77	394.46	529.21	666.54
营业外收入	0.28	0.04	0.20	0.22	0.24
营业外支出	0.48	0.29	0.30	0.33	0.36
利润总额	162.09	273.52	394.36	529.10	666.42
所得税	32.38	43.26	62.39	84.66	106.63
净利润	129.72	230.26	331.97	444.45	559.79
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	129.72	230.26	331.97	444.45	559.79
每股收益(元)	1.80	3.20	4.61	6.17	7.77

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	46.11%	58.12%	45.93%	38.33%	32.35%
营业利润	172.67%	68.69%	44.08%	34.16%	25.95%
归属于母公司净利润	159.71%	77.51%	44.17%	33.88%	25.95%
获利能力					
毛利率	44.78%	46.96%	43.93%	42.60%	41.01%
净利率	21.93%	24.62%	24.32%	23.54%	22.40%
ROE	20.41%	14.99%	17.78%	19.22%	19.49%
ROIC	28.71%	42.93%	40.72%	50.57%	43.27%
偿债能力					
资产负债率	49.44%	35.67%	35.45%	33.95%	37.82%
净负债率	32.56%	14.93%	-11.99%	1.88%	6.07%
流动比率	1.92	2.89	2.43	2.62	2.44
速动比率	1.46	2.48	1.95	2.12	1.93
营运能力					
应收账款周转率	1.42	1.48	1.48	1.48	1.48
存货周转率	3.19	3.76	3.56	3.47	3.38
总资产周转率	0.55	0.51	0.52	0.59	0.62
每股指标(元)					
每股收益	1.80	3.20	4.61	6.17	7.77
每股经营现金流	1.18	-0.09	3.89	0.57	7.06
每股净资产	8.83	21.33	25.94	32.11	39.89
估值比率					
市盈率	46.41	26.15	18.14	13.55	10.76
市净率	9.47	3.92	3.22	2.60	2.10
EV/EBITDA	0.00	17.40	12.01	9.06	6.52
EV/EBIT	0.00	18.45	12.58	9.40	6.73

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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