

设研院 (300732)

证券研究报告

2019年02月27日

全年增速持续较快增长，省内基建需求强劲值得重视

近日，公司发布2018年业绩快报，全年实现营业总收入11.39亿元，同比增长21.77%；实现归母净利润3.02亿元，同比增长30.98%。点评如下：
全年增速持续较快增长但低于预期，并购后资产负债率有所增加

公司全年收入增速21.77%，与前三季度19.39%的增速小幅提升。考虑到中赞国际小部分收入并表，预计公司自身收入增速和前三季度持平。公司营业利润全年增速19.63%，与利润增速基本持平，但略低于我们预期，预计主要是由于去年费用率较17年下降不明显以及资产减值有所增加。归母净利润全年增长30.98%，增速高于营业利润增速的原因可能在于折价收购相关营业外收入增加或所得税率下降，但增速略低于预期。公司资产负债率由18年期初35.67%增长到期末49.54%，主要是由于收购资产负债率较高的中赞国际并表所致。

主动将业务延伸至其他领域，收购中赞国际年末已并表

上市后公司将设计类业务延伸至其他领域，18年12月正式收购了煤炭行业的勘察设计院中赞国际。中赞国际是传统的煤炭院，在地下空间方面有丰富的技术储备，能为公司未来开拓轨道交通市场提供技术支持；其在国际业务上也能给公司非常大的支持，国外煤矿周边地区的基础设施公司能顺势进入。随着煤炭行业的回暖，中赞国际的业绩也开始回升，给公司做的业绩承诺为2018-2021年扣非归母净利润为2200万、3200万、4200万、5200万，且交易对价一半通过增发购买以绑定利益，我们预计完成难度不大。中赞国际已于18年12月21日过户完成，正式并表，预计对公司未来业绩产生积极贡献。另外，近期公司对外投资设立了两个控股子公司，进入民建、航空领域；入股辽宁交通设计院拓展东北市场。

河南基建项目数量同比高速增长74%，高速公路需求仍然强劲

公司所在河南地区基础设施投资预计仍然强劲：根据发改委刚刚公布的《2018年全国固定资产投资发展趋势监测报告及2019年投资形势展望》，河南地区拟建项目同比高速增长74.9%，其中基础设施项目同比增长74.0%；河南省在政府工作报告中仅高速公路就要求“实施投资1000亿元以上、总长1000公里以上的高速公路“双干工程”，开工建设栾川至卢氏高速公路等一批项目，建成周口至南阳等3条高速公路。”

投资建议

公司业绩虽然略低于我们预期，但仍然高速增长；目前中赞国际已并表，有望产生协同效应，提升公司业绩。考虑到河南本地市场需求仍旺盛，预计公司能够保持高速增长，目前估值水平已极具吸引力。由于公司已公布2018年业绩快报，且增发后股本也相应变化，我们相应调整公司2018-2020年EPS为2.19、2.95、3.70元/股（原为2.56、3.43、4.32元/股），对应PE为17、12、10倍，维持“买入”评级，维持目标价不变。

风险提示：项目进度不及预期，中赞国际毛利率较低影响公司整体毛利率

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	591.46	935.20	1,133.13	2,052.79	2,565.99
增长率(%)	46.11	58.12	21.16	81.16	25.00
EBITDA(百万元)	179.54	293.83	359.28	522.93	651.70
净利润(百万元)	129.72	230.26	299.69	404.63	506.52
增长率(%)	159.71	77.51	30.15	35.02	25.18
EPS(元/股)	0.95	1.68	2.19	2.95	3.70
市盈率(P/E)	38.19	21.52	16.53	12.24	9.78
市净率(P/B)	7.80	3.23	2.27	1.92	1.60
市销率(P/S)	8.38	5.30	4.37	2.41	1.93
EV/EBITDA	0.00	17.40	9.65	7.65	4.52

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	买入（维持评级）
当前价格	36.15元
目标价格	49.46元

基本数据

A股总股本(百万股)	137.05
流通A股股本(百万股)	83.88
A股总市值(百万元)	4,954.51
流通A股市值(百万元)	3,032.22
每股净资产(元)	12.90
资产负债率(%)	35.08
一年内最高/最低(元)	90.29/28.39

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 联系人
xiaowenjin@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《设研院-半年报点评:区域龙头进一步巩固，省外布局有望开花结果》
2018-08-15
- 《设研院-年报点评报告:业务范围及区域快速扩张，区域龙头高增可期》
2018-04-20



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	1,457.88	940.03	2,018.67
应收账款	454.13	809.23	721.52	2,051.62	1,414.80
预付账款	1.22	1.96	1.97	6.24	3.80
存货	218.82	278.72	330.51	903.57	641.52
其他	9.81	18.17	9.64	13.04	13.74
流动资产合计	909.54	1,974.93	2,521.52	3,914.50	4,092.53
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	2,923.66	4,295.86	4,456.32
短期借款	8.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	215.56	271.82	378.34	864.03	708.59
其他	249.31	411.59	365.62	834.99	628.71
流动负债合计	472.87	683.40	743.96	1,699.02	1,337.30
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	743.96	1,699.02	1,337.30
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	12.51	28.18
股本	54.00	72.00	137.05	137.05	137.05
资本公积	337.82	1,008.54	1,287.85	1,287.85	1,287.85
留存收益	581.57	1,463.65	2,042.64	2,447.27	2,953.79
其他	(337.82)	(1,008.54)	(1,287.85)	(1,287.85)	(1,287.85)
股东权益合计	635.57	1,535.65	2,179.70	2,596.84	3,119.02
负债和股东权益总	1,256.93	2,387.05	2,923.66	4,295.86	4,456.32

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	129.72	230.26	299.69	404.63	506.52
折旧摊销	15.00	16.63	18.84	20.32	21.29
财务费用	2.25	6.66	6.67	11.52	15.71
投资损失	(0.53)	1.59	0.00	0.50	(0.50)
营运资金变动	(34.20)	(247.78)	112.67	(950.85)	533.06
其它	(27.53)	(13.53)	0.00	12.51	15.67
经营活动现金流	84.70	(6.17)	437.86	(501.37)	1,091.74
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)	(6.37)	(6.87)	(5.87)
投资活动现金流	(22.89)	(81.55)	(3.18)	(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	337.69	(11.52)	(15.71)
其他	(112.00)	(183.98)	(208.50)	(27.17)	(25.89)
筹资活动现金流	52.25	706.96	156.36	(12.80)	(10.41)
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	591.04	(517.85)	1,078.64

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	591.46	935.20	1,133.13	2,052.79	2,565.99
营业成本	326.63	496.05	607.41	1,230.38	1,540.46
营业税金及附加	6.36	8.73	10.58	19.16	23.95
营业费用	17.43	19.46	23.57	42.70	53.37
管理费用	79.42	100.00	121.13	219.44	274.30
财务费用	2.25	6.28	6.67	11.52	15.71
资产减值损失	(2.40)	32.16	30.00	38.00	44.00
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)	0.00	(0.50)	0.50
其他	(1.06)	0.34	0.00	1.00	(1.00)
营业利润	162.29	273.77	333.77	491.09	614.70
营业外收入	0.28	0.04	15.00	0.00	0.00
营业外支出	0.48	0.29	0.30	0.33	0.36
利润总额	162.09	273.52	348.47	490.76	614.33
所得税	32.38	43.26	48.79	73.61	92.15
净利润	129.72	230.26	299.69	417.14	522.18
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	12.51	15.67
归属于母公司净利润	129.72	230.26	299.69	404.63	506.52
每股收益(元)	0.95	1.68	2.19	2.95	3.70

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	46.11%	58.12%	21.16%	81.16%	25.00%
营业利润	172.67%	68.69%	21.92%	47.13%	25.17%
归属于母公司净利润	159.71%	77.51%	30.15%	35.02%	25.18%
获利能力					
毛利率	44.78%	46.96%	46.40%	40.06%	39.97%
净利率	21.93%	24.62%	26.45%	19.71%	19.74%
ROE	20.41%	14.99%	13.75%	15.66%	16.39%
ROIC	28.71%	42.93%	35.37%	61.57%	32.85%
偿债能力					
资产负债率	49.44%	35.67%	25.45%	39.55%	30.01%
净负债率	32.56%	14.93%	-10.27%	-28.54%	23.50%
流动比率	1.92	2.89	3.39	2.30	3.06
速动比率	1.46	2.48	2.95	1.77	2.58
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	3.72	3.33	3.32
总资产周转率	0.55	0.51	0.43	0.57	0.59
每股指标(元)					
每股收益	0.95	1.68	2.19	2.95	3.70
每股经营现金流	0.62	-0.05	3.19	-3.66	7.97
每股净资产	4.64	11.20	15.90	18.86	22.55
估值比率					
市盈率	38.19	21.52	16.53	12.24	9.78
市净率	7.80	3.23	2.27	1.92	1.60
EV/EBITDA	0.00	17.40	9.65	7.65	4.52
EV/EBIT	0.00	18.45	10.19	7.96	4.67

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