

地铁设计 (003013.SZ)

湾区轨交设计龙头，能源改造业务构建第二增长曲线

2023 年 07 月 20 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

齐东（分析师）

qidong@kysec.cn

证书编号：S0790522010002

日期	2023/7/19
当前股价(元)	19.51
一年最高最低(元)	20.98/15.09
总市值(亿元)	78.04
流通市值(亿元)	11.75
总股本(亿股)	4.00
流通股本(亿股)	0.60
近 3 个月换手率(%)	177.18

● 湾区轨交设计龙头，能源改造业务构建第二增长曲线，给予“买入”评级

地铁设计背靠广州地铁，以城市轨交勘察设计业务为主业，多领域资质优势明显，技术优势行业领先，合同保有规模超百亿，通过中标合同能源管理项目拓展新业务模式，看好公司未来业绩持续释放，市场份额进一步提升。公司归母净利润连续六年实现增长，业绩目标连续两年超额达成，我们预测公司 2023-2025 年归母净利润分别为 5.11、6.18、6.97 亿元，对应 EPS 为 1.28、1.55、1.74 元，当前股价对应 PE 为 15.3、12.6、11.2 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 城市轨交发展前景明朗，公司在手订单充足

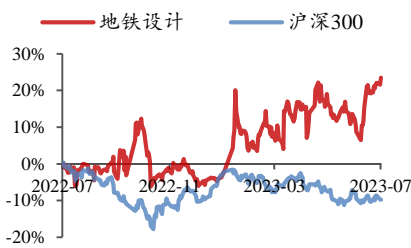
中国城市轨道交通协会预计 2025 年城轨交通运营线路规模将接近 13000 公里，运营城市有望超过 60 座。伴随几大都市圈、城市群多层级交通规划的全面实施，我们预计未来几年市域快轨系统将迎来稳中有升的持续发展阶段。轨交设计行业具有较高的资质、技术、人才和项目经验壁垒，呈现市场集中度高、头部效应较为明显等特点，过去六年头部 7 家企业轨交设计中标数量占比约 89%。公司勘察设计业务以广州为核心进行全国化布局拓展，2022 年共计新增轨道交通总体总包类项目 8 项、前期规划任务 3 项，公司截至 2022 年 6 月末在手合同保有量 113 亿元，整体在手订单充足。

● 资质和技术优势领先行业，中标合同能源管理模式项目

公司作为国内首家以城市轨道交通工程咨询为主业的 A 股上市公司，在工程设计、勘察、城乡规划、工程咨询等多个领域拥有甲级资质，拥有多项行业领先的创新技术优势。在培育新业务方面，公司结合数字科技发展趋势，着力培育工程数字化、智慧地铁、节能环保、装配式建筑等业务，2022 年中标广州地铁三、五号线节能系统改造项目，中标合同额超 12 亿元，在运营期内预计年均营业收入超过 8000 万元。同时公司拟参与组建广州储能集团，抢抓储能产业大发展机遇，高效打造储能产业集群。

● 风险提示：行业竞争加剧、新拓订单不及预期、应收账款延期风险。

股价走势图



数据来源：聚源

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,381	2,476	2,932	3,492	3,812
YOY(%)	27.3	4.0	18.4	19.1	9.2
归母净利润(百万元)	357	400	511	618	697
YOY(%)	24.4	12.1	27.7	21.1	12.8
毛利率(%)	34.1	33.1	33.8	34.6	35.5
净利率(%)	15.0	16.1	17.4	17.7	18.3
ROE(%)	18.6	18.5	20.5	20.9	20.1
EPS(摊薄/元)	0.89	1.00	1.28	1.55	1.74
P/E(倍)	21.9	19.5	15.3	12.6	11.2
P/B(倍)	4.1	3.6	3.1	2.6	2.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、国内轨交设计龙头之一，依托广州地铁深耕湾区.....	4
1.1、成立三十年，深耕华南布局全国.....	4
1.2、广州地铁具有绝对控制权，越秀集团为第二大股东.....	4
1.3、营收逐年增长，以勘察设计为核心主业.....	5
2、城市轨交发展前景明朗，头部企业先发优势明显.....	6
2.1、城轨运营规模保持增长，五城新增建设规划方案获批.....	6
2.2、轨交勘察设计行业新增项目数量放缓，头部效应较为明显.....	7
3、业务发展稳健，多重优势助力业绩增长.....	9
3.1、多领域资质丰富，技术优势行业领先.....	9
3.2、勘察设计在手订单充足，关联交易占比有所提升.....	12
3.3、持续拓展新业务，中标合同能源管理模式项目.....	13
3.4、业绩目标兑现率较高，成本有所优化.....	15
4、盈利预测与投资建议.....	17
5、风险提示.....	18
附：财务预测摘要.....	19

图表目录

图 1：公司三十年发展历程成功上市.....	4
图 2：截至 2023Q1 广州地铁集团对公司持股达 77.75%.....	5
图 3：公司 2016 年以来营业收入逐年增长.....	6
图 4：勘察设计业务为公司核心主业.....	6
图 5：开通城轨城市数量和总运营线路规模保持增长.....	6
图 6：近五年全国城轨运营总线路保持增长.....	6
图 7：2022 年轻轨运营线路占比有所提升.....	7
图 8：2020-2022 年当年新增运营路线均超 1000 公里.....	7
图 9：2017 年后轨交设计中标金额和线路有所下降.....	9
图 10：近六年轨交设计行业头部企业垄断地位较强.....	9
图 11：公司在智慧轨交多项领域实现创新突破.....	11
图 12：截至 2022H1 公司合同保有量为 113 亿元.....	13
图 13：2020 年以来公司与广州地铁关联交易营收占比提升.....	13
图 14：公司按照项目建设进度分批确认合同收入.....	13
图 15：公司运用智能高效空调系统技术对已运营地铁进行环控节能改造.....	14
图 16：公司拟参与组建广州储能集团.....	15
图 17：公司归母净利润连续六年保持增长.....	15
图 18：公司 2022 年净利率同比提升 1.2 个百分点.....	15
图 19：公司各项业务毛利率保持相对稳定.....	16
图 20：公司 2021-2022 年营收目标实际完成率超 100%.....	16
图 21：公司 2021-2022 年利润目标实际完成率超 100%.....	16
图 22：公司营业成本中人工成本占比最高.....	17
图 23：2017 年以来公司管理、研发和销售费率有所优化.....	17

表 1: 广州地铁在轨交行业业务种类较丰富.....	5
表 2: 2022 年 5 座城市轨道交通建设规模方案获国家发改委批复.....	7
表 3: 轨交勘察设计行业龙头均具有国资背景.....	8
表 4: 2022 年轨交设计总承包中标项目被头部企业包揽.....	9
表 5: 公司在多个领域拥有最高甲级资质.....	10
表 6: 公司拥有多项行业领先的创新技术优势.....	11
表 7: 公司 2022 年在多个领域新拓项目取得突破.....	12
表 8: 我们预计 2023-2025 年公司营业收入将保持增长.....	18
表 9: 公司 2023 年估值水平低于可比公司均值.....	18

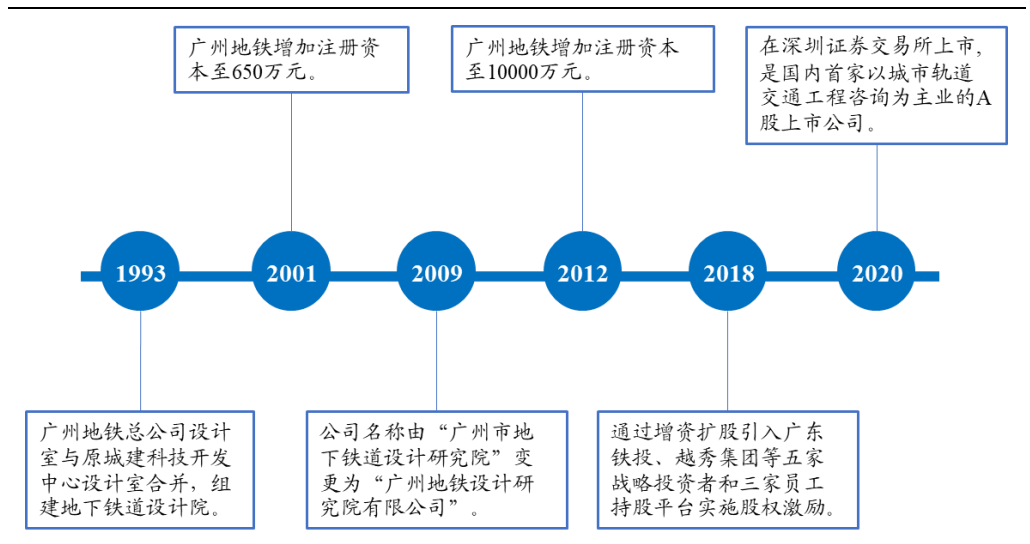
1、国内轨交设计龙头之一，依托广州地铁深耕湾区

1.1、成立三十年，深耕华南布局全国

广州地铁设计研究院股份有限公司（股票简称：地铁设计，股票代码：003013）成立于1993年，于2020年在深圳证券交易所上市，是国内首家以城市轨道交通工程咨询为主业的A股上市公司。同时拥有工程设计综合甲级、工程勘察综合甲级、城乡规划编制甲级资质，业务范围涵盖城市轨道交通、市政、建筑等工程的规划咨询、勘察设计、工程总承包等领域，共享广州地铁集团建设、运营、综合开发等雄厚资源，工程业绩及设计经验领先业内，是国内城市轨道交通综合设计实力最强的企业之一。

公司成立三十年，积累了100多条轨道交通线路设计总体总包、设计总承包和工程咨询业绩，业务遍及广州、北京、天津、南京、西安、成都、武汉、深圳、厦门等40多个城市以及海外，在20多个城市建立了业务机构，能够提供完备、系统的城市交通综合解决方案。

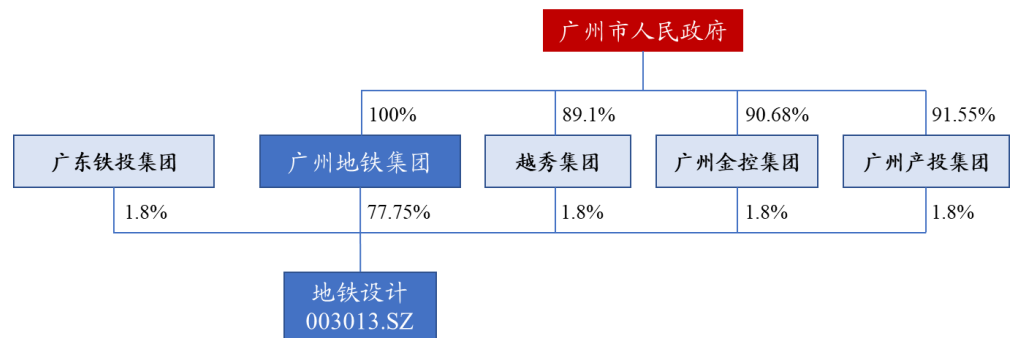
图1：公司三十年发展历程成功上市



资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

1.2、广州地铁具有绝对控制权，越秀集团为第二大股东

2018年之前，公司为广州地铁集团全资子公司，2018年5月公司通过增资扩股引入广东铁投、越秀集团、广州国发、广州金控和创智基金等五家战略投资者，各持有发行人2%股份，引入珠海科锦、珠海科耀和珠海科硕三家员工持股平台实施股权激励，增资扩股后，广州地铁集团持有发行人股权比例为86.39%。截至2023年一季度末，广州地铁集团对公司持股达77.75%，具有绝对控制权；越秀集团、广东铁投、广州金控和广州产投均持股1.8%，并列为公司第二大股东。

图2：截至 2023Q1 广州地铁集团对公司持股达 77.75%


资料来源：Wind、开源证券研究所

公司控股股东广州地铁集团是广州市人民政府全资的大型国有企业，主要从事广州城市轨道交通系统的工程建设、运营管理和房地产开发经营等业务并持有相关资产。广州地铁集团的主营业务包括城市轨道交通的建设与运营、物业开发、资源经营、行业对外服务等四大业务板块。公司作为广州地铁集团行业对外服务业务板块的重要控股子公司，有望持续受益于广州地铁集团在广州市城市轨道交通建设市场的地位。

表1：广州地铁在轨交行业业务种类较丰富

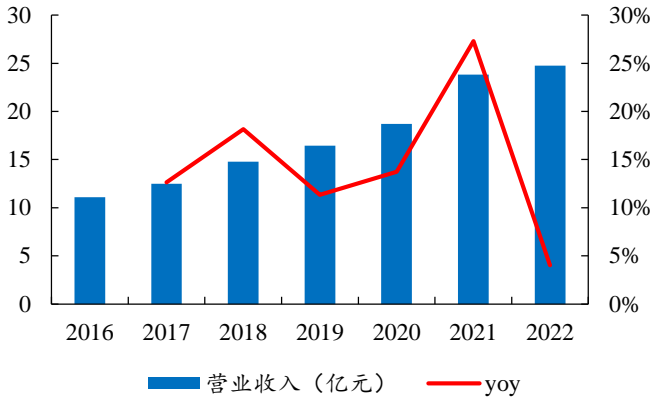
业务	简介
物业开发与经营	广州地铁房地产业务总部：主要负责地铁沿线上盖物业、地下空间、车辆段上盖物业等资源的开发经营
地铁附属业务	民用通信业务、媒体广告业务、商业经营、文化产品
专业对外服务	广州地铁小额贷款、广州轨道教育科技、广州轨道交通建设监理、广州地铁设计研究院、广州中咨城轨工程咨询
轨道交通装备制造	广州中车轨道交通装备公司
地铁商业经营	万胜广场、金融城广场、荔胜广场

资料来源：广州地铁官网、开源证券研究所

1.3、营收逐年增长，以勘察设计为核心主业

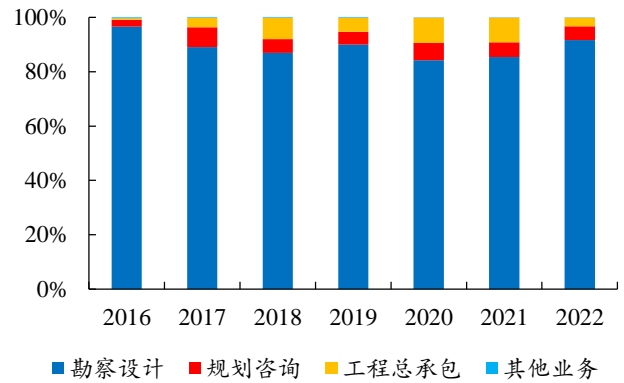
主要从事城市轨道交通等领域的工程咨询业务，主营业务包括城市轨道交通、市政、建筑等领域的勘察设计、规划咨询、工程总承包等，核心业务是城市轨道交通的勘察设计业务，2016 年以来营收占比均超过 80%。2022 年公司实现营业收入 24.76 亿元，同比增长 4.0%；其中勘察设计、规划咨询、工程总承包业务占比分别为 91.7%、5.0%、3.2%，勘察设计业务占比有所提升。

图3：公司 2016 年以来营业收入逐年增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：勘察设计业务为公司核心主业



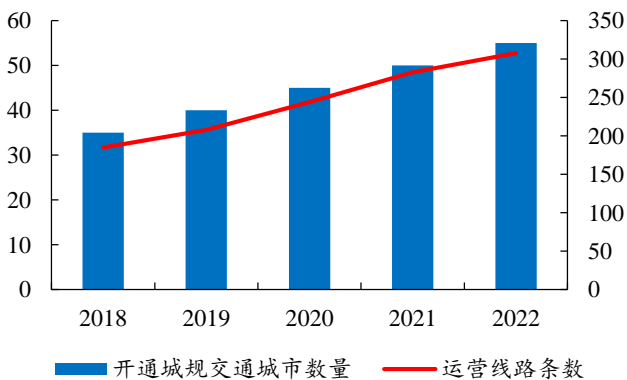
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、城市轨交发展前景明朗，头部企业先发优势明显

2.1、城轨运营规模保持增长，五城新增建设规划方案获批

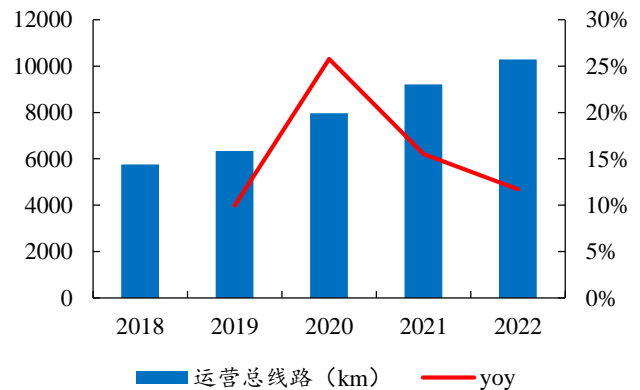
根据中国城市轨道交通协会数据，截至 2022 年底，中国大陆地区共有 55 个城市开通城市轨道交通运营线路 308 条，运营线路总长度 10287 公里，首次迈进一万公里大关，城市轨道交通运营规模不断扩大。其中，地铁运营线路 8008 公里，占比 77.8%；其他制式城轨交通运营线路 2279 公里，占比 22.2%。2022 年新增运营线路和在实施的建设规划线路长度分别为 1080.6 公里和 6675.6 公里，连续五年保持较稳定水平。

图5：开通城轨城市数量和总运营线路规模保持增长

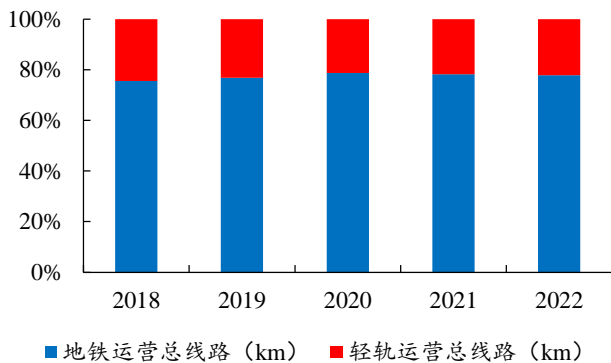


数据来源：中国城市轨道交通协会、开源证券研究所

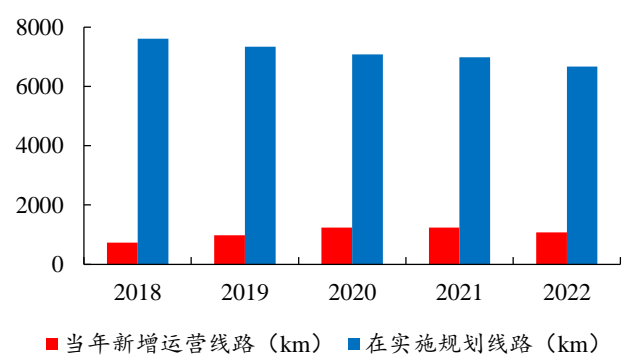
图6：近五年全国城轨运营总线路保持增长



数据来源：中国城市轨道交通协会、开源证券研究所

图7：2022 年轻轨运营线路占比有所提升


数据来源：中国城市轨道交通协会、开源证券研究所

图8：2020-2022 年当年新增运营线路均超 1000 公里


数据来源：中国城市轨道交通协会、开源证券研究所

在几大都市圈、城市群多层次交通规划背景下，市郊线路建设陆续启动。伴随《长江三角洲地区多层次轨道交通规划》的推进，上海、南京、宁波、嘉兴等城市的市域快轨项目陆续开工建设；《成渝地区双城经济圈综合交通运输发展规划》的全面启动实施，重庆、成都两市及周边经济圈的城际线路、市域线路进入建设期。未来几年，随着几大都市圈、城市群多层次交通规划的全面实施，我们预计市域快轨系统将迎来稳中有升的持续发展阶段。

2022 年，石家庄、杭州两市的新一轮城市轨道交通建设规模及苏州、东莞、广州三市的城市轨道交通建设规模调整方案获国家发改委批复，新增项目计划总投资额近 2600 亿元，行业发展空间进一步扩大。中国城市轨道交通协会预计，“十四五”后三年城轨交通仍处于比较稳定的快速发展期，2025 年城轨交通运营线路规模将接近 13000 公里，运营城市有望超过 60 座，城市轨道交通运营规模持续扩大。

表2：2022 年 5 座城市轨道交通建设规模方案获国家发改委批复

城市	内容摘要	新增线路长度	新增投资额
杭州	共 8 条地铁线 9 个建设工程，新增地铁线路长度 152.9 公里。	152.9 公里	1387.91 亿元
苏州	对 2 号线、4 号线和 7 号线北段实施延伸工程、规划期延长至 2026 年。	19.58 公里	129.06 亿元
东莞	优化调整 1 号线一期和 3 号线一期工程方案、规划期调整为 2022—2027 年。	38.6 公里	98.6 亿元
广州	《规划》形成高速地铁、快速地铁、普速地铁组成的城市轨道交通系统，总规模达到 53 条，2029 公里，与上一轮规划对比，新增 30 条、1004 公里线路。	1004 公里	——

资料来源：各地政府官网、开源证券研究所

2.2、轨交勘察设计行业新增项目数量放缓，头部效应较为明显

城市轨道交通工程咨询行业在发展初期受到政府主导，市场化程度并不高，因此具有国资背景的城市轨道交通工程咨询单位在承揽项目上有较大优势，积累了大量人

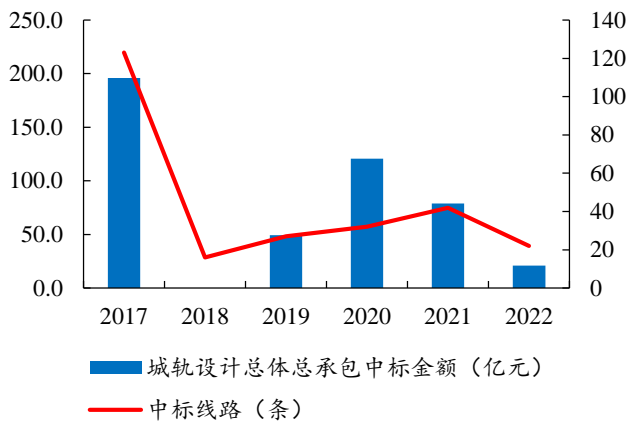
才和技术，经验丰富，行业地位较为稳固。而同时由于行业具有较高的资质壁垒、技术及人才壁垒、项目经验壁垒等，呈现市场集中度高、龙头企业之间竞争较为激烈、头部效应较为明显等特点。根据近六年项目签约规模，轨交设计咨询行业实力较强的龙头公司包括北京城建设计发展集团股份有限公司（简称“城建设计”）、中铁第四勘察设计院集团有限公司（简称“铁四院”）、广州地铁设计研究院股份有限公司（简称“地铁设计”）、中国中铁二院工程集团有限责任公司（简称“铁二院”）、中铁第一勘察设计院集团有限公司（简称“铁一院”）、中国铁路设计集团有限公司（简称“中铁设计”）、上海市隧道工程轨道交通设计研究院（简称“上海隧道院”）等。在行业较强的资质和技术壁垒下，头部公司均有具有国资背景、在行业发展历史悠久的国有企业，在过去六年承揽了大部分城市轨道交通勘察设计项目。

表3：轨交勘察设计行业龙头均具有国资背景

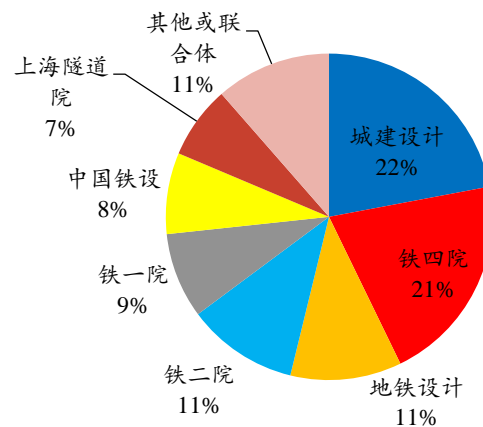
名称	总部	控股股东	实控人	主营业务
城建设计 (01599.HK)	北京	北京城建集团	北京市国资委	为城市建设提供专业服务，业务包括提供工程前期咨询、规划、投融资、勘察测绘、设计、项目管理、工程总承包、系统集成、项目评价、经济分析等
铁四院	武汉	中国铁建（601186.SH）	国务院国资委	主营业务为勘察设计，是国家铁路、城市轨道交通专业投资咨询评估单位
地铁设计 (003103.SZ)	广州	广州地铁集团	广州市国资委	主要从事城市轨道交通等领域的工程咨询业务，核心业务是城市轨道交通的勘察设计业务
铁一院	西安	中国铁建（601186.SH）	国务院国资委	主营业务为勘察设计，业务范围涵盖工程规划、勘察、设计、咨询、监理、总承包和房地产、资本运营、综合物业开发等
铁二院	成都	中国中铁（601390.SH）	国务院国资委	主营业务为工程勘察、设计、监理和咨询
中铁设计	天津	中国国家铁路集团	财政部	主营业务为铁路、城市轨道交通、公路等工程的总承包、勘察、设计、咨询、监理和项目管理等。
上海隧道院	上海	上海申通地铁集团	上海市国资委	主营业务涵盖隧道工程、轨道交通工程、生态建设与环境工程、市政及公路工程、建筑工程、地下空间开发等领域的设计、研究、审图、咨询，以及工程勘察、测量和监理

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

根据 RT 轨道交通公众号数据，随着近年我国城市轨道交通建设逐渐饱和，2018 年以来轨道交通勘察设计年新增项目数量较 2017 年有较大缩减。2022 年全国城市轨道交通勘察设计总包项目中标数量为 22 个，共计中标企业 6 家企业，总金额为 20.93 亿元。从 2017-2022 年中标企业来看，北京城建、铁四院、地铁设计和铁二院获取中标数量超 20 个，占据了较高的市场份额，头部 7 家企业轨交设计中标数量占比约 89%，头部效应较为明显。

图9：2017年后轨交设计中标金额和线路有所下降


数据来源：RT 轨道交通公众号、开源证券研究所

图10：近六年轨交设计行业头部企业垄断地位较强


数据来源：RT 轨道交通公众号、开源证券研究所

表4：2022年轨交设计总承包中标项目被头部企业包揽

名称	中标项目数	中标金额 (亿元)	市场份额
城建设计	7	7.0	33.6%
上海隧道院	4	5.8	27.9%
中国铁设	2	3.6	17.1%
地铁设计	5	2.3	11.1%
铁一院	1	1.3	6.2%
铁四院	3	0.9	4.1%

数据来源：RT 轨道交通公众号、开源证券研究所

伴随国内基建水平不断提升，城市轨道交通建设呈快速增长态势，二三线城市轨道交通需求增速较快，而本地又缺少专业的城市轨道交通工程咨询企业，行业龙头企业相继进入，市场竞争日趋激烈。我们认为，轨交设计行业由于其独特的资质、技术、人才和经验壁垒，进入门槛较高，民营企业发展需要较长周期经验积累，短期来看行业竞争格局仍将呈现头部效应集聚的发展态势。国内轨交建设仍处于稳中向好阶段，老牌国企有望依托现有市场需求实现稳健发展。

3、业务发展稳健，多重优势助力业绩增长

3.1、多领域资质丰富，技术优势行业领先

公司作为国内首家以城市轨道交通工程咨询为主业的A股上市公司，拥有国家工程设计综合甲级、工程勘察综合甲级、城乡规划编制甲级、甲级测绘等行业最高资质以及工程咨询甲级资信评价等资质，是国内城市轨道交通综合设计实力最强的企业之一。

表5：公司在多个领域拥有最高甲级资质

证书名称	颁发单位	从事业务
工程设计资质证书	住建部	资质等级：工程设计综合资质甲级 可承接各行业、各等级的建设工程设计业务。可从事资质证书许可范围内相应的建设工程总承包业务以及项目管理和相关的技术与管理服务
工程勘察资质证书	住建部	资质等级：工程勘察综合资质甲级 可承担各类建设工程项目的岩土工程、水文地质勘察、工程测量业务（海洋工程勘察除外），其规模不受限制（岩土工程勘察丙级项目除外）
城乡规划编制资质证书	住建部	资质等级：甲级，承担业务范围：业务不受限制
工程咨询单位甲级资信证书	中国工程咨询协会	业务：铁路、城市轨道交通，建筑，市政公用工程

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

公司在坚持科技创新的背景下，掌握了轨道交通前沿关键技术，拥有行业领先的创新技术优势。公司在线网规划、客流仿真模拟、全生命周期建筑信息模型(BIM)设计、绿色节能、装配式建筑以及智慧地铁等领域实现创新突破，同时积极与国内外研究机构及设备厂家联合开展技术攻关和产品研发，推动科研成果产业化。

(1) 多网合一规划和基于数字驱动的动态规划技术：公司在建设规划中融合国铁网、城际网、市域铁路网和城市轨道交通网的“四网合一”综合规划，构建城市“一张网、多模式、全覆盖”的全新轨道交通体系，在业内率先提出构建一体化区域轨道交通网络的便捷出行体系。

(2) 大数据分析模拟仿真技术融合的枢纽一体化设计技术：公司拥有先进的计算机智能仿真技术，通过大数据分析和客流模拟来验证枢纽车站空间布局和设施配备的合理性，提出改善和优化建议措施。

(3) 基于建筑信息模型(BIM)的轨道交通全生命周期一体化协同技术：通过建设基于BIM的项目管理系统，串联整个设计过程的各项工作，利用轻量化的BIM图形平台实现二三维数据的联动，有助于检验设计方案，提高设计效率。

(4) 多项城市轨道交通绿色节能先进技术：在绿色节能导向下，公司拥有智能高效通风空调节能技术、行车组织节能优化、列车牵引能馈技术、光伏发电、智能照明等方面开展大量领先行业的技术研究，形成一套完整的节能控制、能源管理、综合节能系统体系。

(5) 轨道交通装配式关键技术：公司研发了复杂地层装配式地下车站以及装配式车辆段上盖关键技术，初步解决了地下车站及车辆段上盖建设工期长、污染噪声大、材料能源消耗大等问题。

(6) 领先业界的智慧城市轨道交通关键技术：以工业互联网和物联网为基础，以应用驱动的人工智能技术为核心，以乘客和设备为对象，搭建数据驱动的轨道交通信息集成系统架构体系。相关成果已在国内多个城市新一轮的轨交建设中得到推广应用。

表6: 公司拥有多项行业领先的创新技术优势

研发项目名称	项目目的	项目进展	预计对公司未来发展的影响
轨道交通减振降噪综合技术研究	研究不同因素对轨道交通振动噪声的影响, 进而研究简便、精准、实用的振动噪声预测软件。	中间成果 审查	提高公司在减振降噪方面的技术实力, 推进减振降噪业务发展, 提升公司市场竞争力。
装配式地下车站综合技术研究	开展装配式地铁车站综合技术研究, 针对不同的地质条件等, 研究确定装配式车站的构件尺寸、节点形式、防水措施及适用条件。	最终成果 验收	本项目在城市车站建设中有着广泛的应用前景, 有利于提高装配式技术水平, 提升公司市场竞争力。
轨道交通全自动运行系统研究	通过对全自动运行的一些主要子系统和运营组织等方面需进行研究, 为涉足全自动运行技术领域做些必要的技术准备。	最终成果 验收	提高公司在轨道交通全自动运行系统方面的技术能力, 提升市场竞争力, 巩固公司在城市轨道交通领域的领先地位。
车辆基地上盖开发一体化技术研究	满足车辆基地一体化建设需求, 适应新一轮大规模的开发节奏, 更好地指导车辆段项目上盖下一体化设计, 建立上盖下一体化设计标准。	中间成果 审查	指导解决车辆基地上盖开发实际问题, 提升车辆基地上盖开发技术实力, 提高公司综合竞争实力。
基于BIM的智能审查平台研发	在轨道交通行业率先开展智能审查研究, 提升BIM设计质量, 节省图件审核时间, 以建立轨道交通消防设计知识图谱为目标积累经验, 为轨道交通勘察设计智能化应用奠定基础。	最终成果 验收	提升BIM建模质量, 为BIM模型审图提质增效, 提高公司BIM相关技术水平, 促进公司“设计+数字科技”发展战略实施, 提升公司综合竞争力。
粤港澳大湾区线网供电系统及主变电站专题研究	进一步扩大与发挥线网资源共享的优势, 减轻未来庞大网供电系统及主变电站运营压力, 提高供电系统的运行效率, 开展供电系统及主变电站专题研究。	最终成果 验收	储备双边供电和160km/h接触轨研究等相关技术, 培养专业技术人才, 提升公司综合竞争力。

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

图11: 公司在智慧轨交多项领域实现创新突破



资料来源: 公司官网、开源证券研究所

公司是“城市轨道交通系统安全与运维保障国家工程研究中心”联建单位，同时拥有多个省市级研发平台，2022年公司新设立了TOD发展研究中心，与研发平台协同，每年投入不低于营业收入3%的科研经费，积极推动科技成果转化。同时公司还拥有跨学科、多专业、敢创新的高素质人才队伍，先进完善的质量管理体系，构建了行之有效的客户需求收集、设计回访、信息反馈机制，多重优势推动公司核心竞争力不断增强。

3.2、勘察设计在手订单充足，关联交易占比有所提升

公司勘察设计业务以广州为核心进行全国化布局拓展。2022年公司在广州提前开展第四期建设规划编制工作，加速城际互联互通进程；在广州外区域统筹组织六大区域分院及人防分院有序推进外地25条总体总包和设计总承包线路、12条咨询线路与600多座车站和区间的设计任务，以及26个城市前期研究、12个城市枢纽及上盖方案设计与13个城市的人防业务。

新签订单层面，公司集中优势资源加强重点区域的市场拓展，强化“轨道+”联动的市场营销模式，扩大外部战略合作，2022年共计新增轨道交通总体总包类项目8项、前期规划任务3项，在节能环保领域、铁路领域、TOD及房建领域、全过程咨询领域和海外项目都取得了新突破。

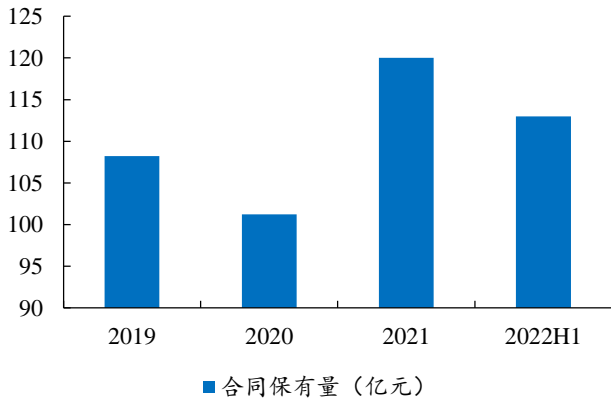
表7：公司2022年在多个领域新拓项目取得突破

业务领域	拓展项目
勘察设计	石家庄地铁四号线设计总承包项目
勘察设计	南宁市轨道交通1号线北延、2号线三期、6号线一期总体总包
勘察设计	济南城市轨道交通9号线一期工程总体总包设计
勘察设计	长沙市轨道交通4号线北延工程设计总体总包
勘察设计	佛山经广州至东莞城际土建设计项目
节能环保	广州三、五号线环控系统试点应用合同能源管理模式项目
铁路领域	广梅汕兴宁铁路专用线、货场工可与设计项目
TOD及房建领域	武汉TOD项目
TOD及房建领域	西安保障房项目
TOD及房建领域	白云双碳产业园
市政全过程咨询	南沙明珠湾区跨江通道(首期)全过程工程咨询
海外市场	联合中标刚果金沙萨机场快线前期研究
海外市场	联合中标阿联酋阿布扎比智轨一、二期项目

资料来源：公司公告、开源证券研究所

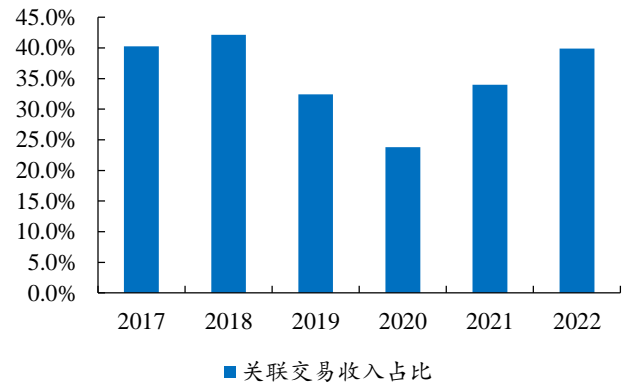
截至2021年末和2022年6月末，公司已签订的合同保有量累计分别超过120亿元和113亿元。由于行业及市场的发展需要，公司与控股股东广州地铁之间的关联交易密切，2020-2022年，公司为控股股东等关联方提供勘察设计等服务占营业收入的比重分别为23.82%、34.01%和39.90%，受政府批复与建设进度影响，具体项目的建设周期存在一定的波动，导致公司关联交易占比存在一定波动，近两年与广州地铁的关联交易收入占比有所增长。

图12: 截至 2022H1 公司合同保有量为 113 亿元



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

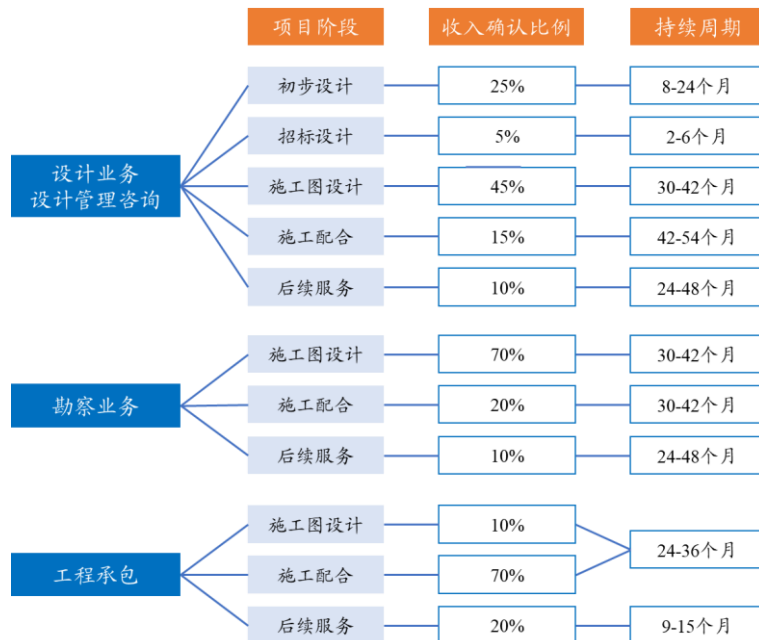
图13: 2020 年以来公司与广州地铁关联交易营收占比提升



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

公司在手订单以勘察设计、规划咨询以及工程总承包为主, 收入确认结算周期伴随项目类型、服务过程、完工进度有所差异。公司以不同阶段成果的转移交付作为进度确认节点, 以客户确认或第三方证据作为依据, 按已完成进度节点工作量占项目全部工作量的比例确认收入。根据公司招股说明书, 考虑到施工图设计阶段和施工配合阶段重叠, 设计及设计管理咨询业务总施工建设周期约 5-8 年, 后续服务阶段为 2-4 年, 则项目建设前两年确认收入比例约为 30%, 前五年确认收入约 70%; 勘察业务前三年确认收入比例约为 70%, 工程承包前三年确认收入比例超过 80%。

图14: 公司按照项目建设进度分批确认合同收入

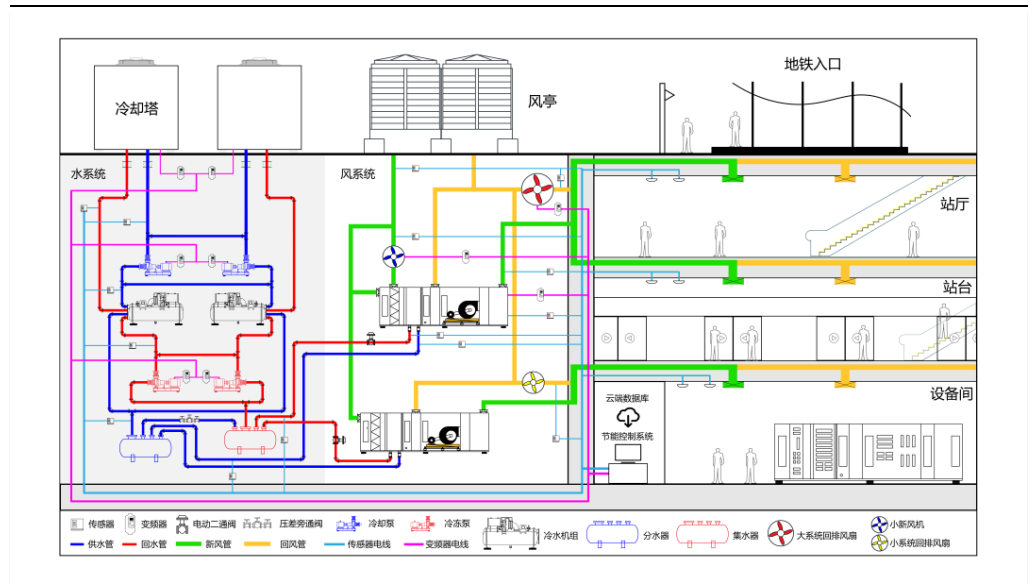


资料来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

3.3、持续拓展新业务, 中标合同能源管理模式项目

在培育业务方面，公司将结合数字科技发展趋势，着力培育工程数字化、智慧地铁、节能环保、装配式建筑等业务。公司在存量地铁改造项目业务端积极探索存量市场需求，结合“双碳”背景，采用自主知识产权的智能高效空调系统技术对存量地铁进行环控节能改造，目前已中标“广州地铁三、五号线”节能系统改造，预计改造42个站点，改造合同期平均节能率超过40%。项目将采用合同能源管理模式，由公司出资对项目环控系统设备进行节能改造和运维管理，提升对外服务和节能管理水平，业主方以实际冷量消耗量按照约定单价进行结算向公司支付冷量采购费用。公司预计对地铁的节能改造期预计2年，运营期预计14年，项目中标合同额超过12亿元，按照中标合同额测算，在运营期内预计年均营业收入超过8000万元。

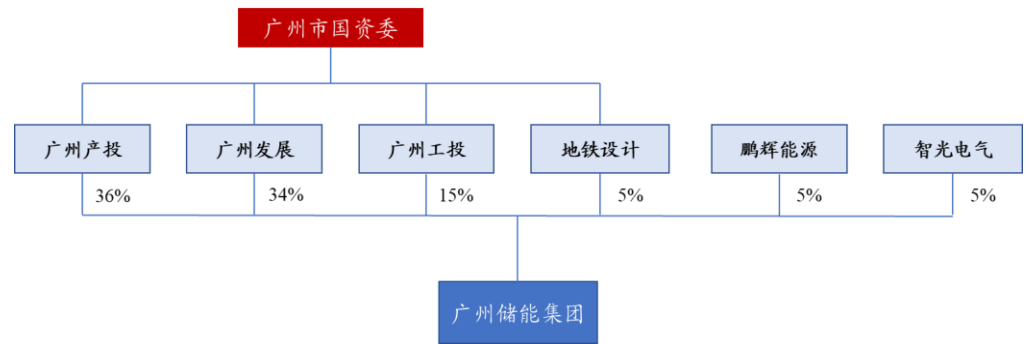
图15：公司运用智能高效空调系统技术对已运营地铁进行环控节能改造



资料来源：公司官方微信公众号

公司于2023年6月投资1亿元新成立广州科慧能源有限公司，拓展能源管理、节能降碳、储能用能工程设计、系统集成以及EPC工程总承包等业务，在传统业务之外进一步拓展合同能源管理等新型业务模式，实现在能源领域的新型业务布局，促进公司业务的多元化发展。同时合同能源管理等相关业务可以为公司带来长期稳定的能源托管和节能效益分享收益，有助于公司持续经营能力的进一步提升，有利于提高公司的抗风险能力和核心竞争力。

同时公司拟参与组建广州储能集团，根据广州发展公告，地铁设计拟与广州产投、广州发展、广州工控、鹏辉能源以及智光电气以货币出资方式共同设立广州储能集团有限公司，其中公司拟认缴出资1亿元，持股比例为5%。组建储能集团旨在全面贯彻落实《广东省推动新型储能产业高质量发展的指导意见》，抢抓储能产业大发展机遇，高效打造储能产业集群。

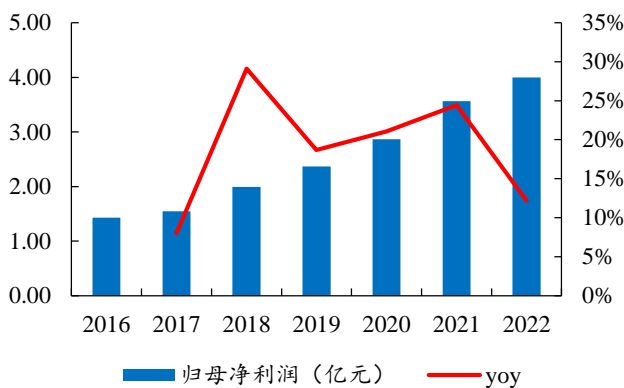
图16：公司拟参与组建广州储能集团


资料来源：广州发展公司公告、开源证券研究所

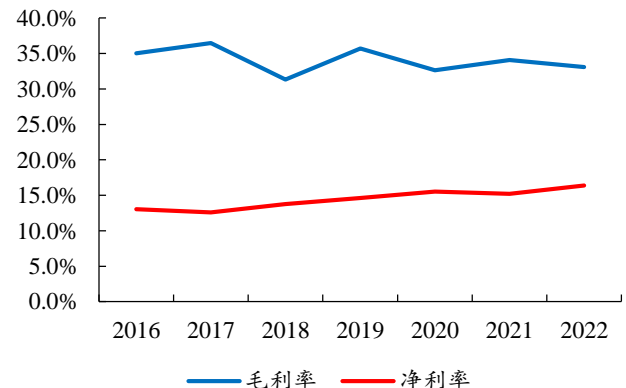
公司在数字化和智能化转型投入力度加大。公司发布了《十四五数字化转型战略规划》，成立数字化转型委员会，加快数字化转型，对现有设计软件进行重构或二次开发，利用 BIM 技术和数据互联互通，实现生产过程和生产管理过程数字化，逐步形成智能设计、智能审图能力，提供智慧建造、智能运维平台服务，以进一步提高生产效率，提高人均产能，构建“设计+数字科技”发展模式。未来，公司将充分发挥总体总包优势，积极拓展广州以及其他地区的空调节能系统改造项目以及相关的光伏、储能、蓄冷等业务，深入布局城市轨道交通节能环保业务。

3.4、业绩目标兑现率较高，成本有所优化

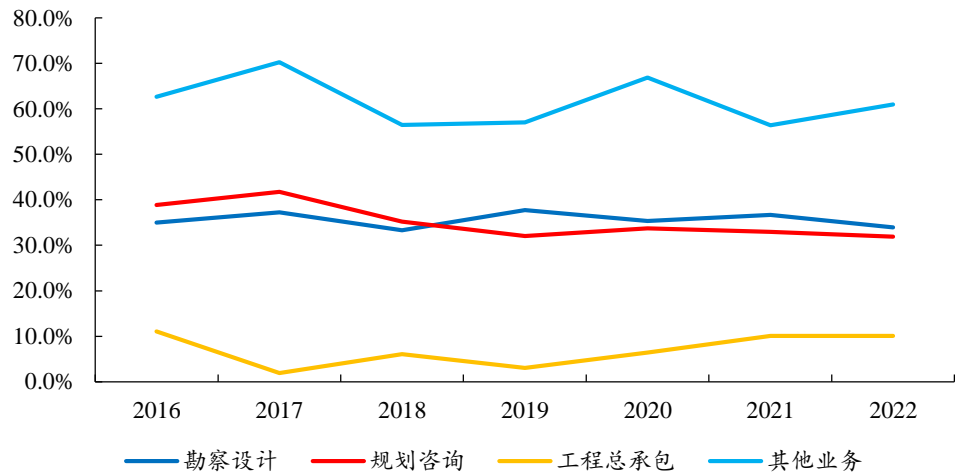
公司近年来利润规模稳中有升。2022 年实现归母净利润 4.0 亿元，同比增长 12.1%，连续六年保持增长。从盈利水平来看，2022 年毛利率和净利率分别下降 1.0 个百分点及上升 1.2 个百分点，净利率水平逆势提升，毛利率受勘察设计业务毛利率下滑影响下降。

图17：公司归母净利润连续六年保持增长


数据来源：Wind、开源证券研究所

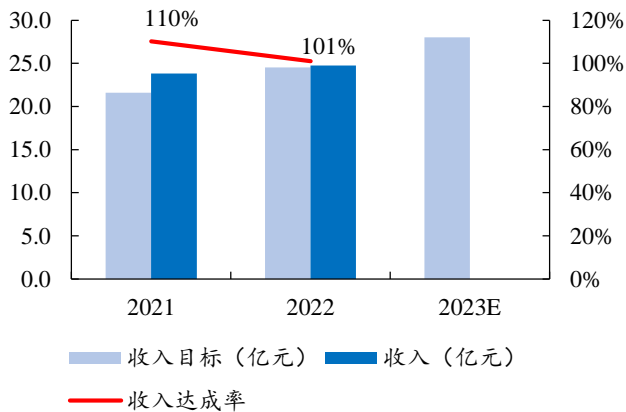
图18：公司 2022 年净利率同比提升 1.2 个百分点


数据来源：Wind、开源证券研究所

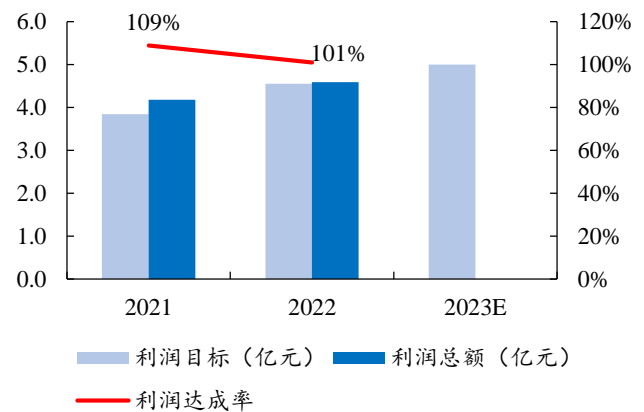
图19：公司各项业务毛利率保持相对稳定


数据来源：Wind、开源证券研究所

公司近两年业绩目标兑现度较高，2021-2022 年营收及利润总额目标实际完成率均超过 100%，展现了良好的经营水准。公司 2023 年预计实现营收 28 亿元，预计实现利润 5 亿元，分别同比增长 14% 和 10%，我们认为公司新签订单充足，在正常经营状态下业绩目标达成概率较大。

图20：公司 2021-2022 年营收目标实际完成率超 100%


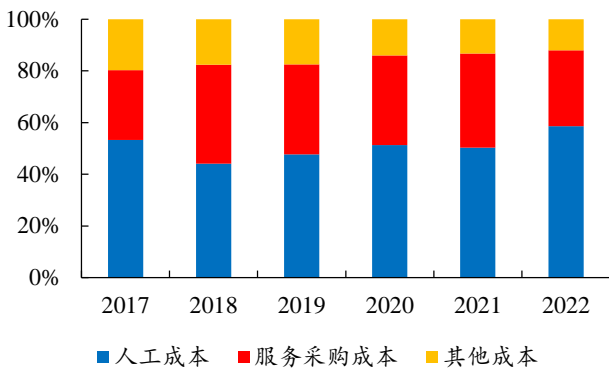
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图21：公司 2021-2022 年利润目标实际完成率超 100%


数据来源：公司公告、开源证券研究所

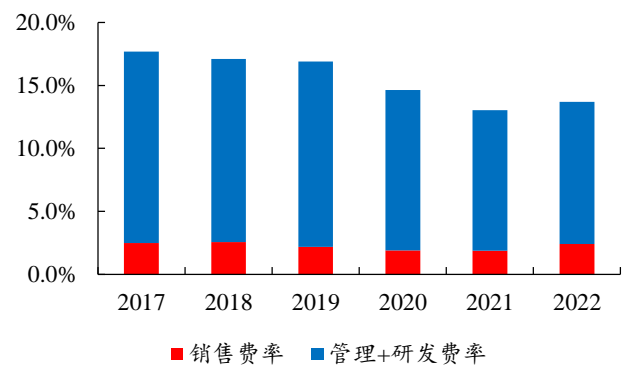
公司营业成本主要由人工成本、服务采购成本及其他成本等构成。人工成本主要是发行人经营活动中向员工支付的劳动报酬，服务采购成本主要是工程咨询服务中将项目委托给其他合作单位完成所产生的成本，其他成本主要是为完成项目而发生的除人工成本和服务采购成本之外的其他经营成本，包括项目差旅费、专家评审会议费、生产办公场地的租金费、文整费、材料检测费等。2020-2022 年，公司人工成本占比均超 50%。自 2017 年以来，公司销售和管理、研发费率呈下降趋势，人均效能提升，成本管控不断优化。

图22：公司营业成本中人工成本占比最高



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图23：2017年以来公司管理、研发和销售费率有所优化



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

公司主营业务包括城市轨道交通、市政、建筑等领域的勘察设计、规划咨询、工程总承包等，核心业务是城市轨道交通的勘察设计业务。我们将公司业务拆分成勘察设计、规划咨询、工程总承包三大部分进行预测。

(1) 勘察设计：2020-2022 年公司勘察设计业务收入占比分别为 84.2%、85.4% 和 91.7%，业务占比逐年提升。我们假设公司勘察业务合同在签订后的前三年、前五年、第七年确认收入比例分别为 25%、65%、90%。同时在轨交建设不断推进，公司业务扩张的预期下，假设 2023-2025 年新增合同金额分别为 40、45、45 亿元。由此我们测算，2023-2025 年公司勘察设计业务收入增速分别为 16.7%、18.6% 和 9.2%。公司近年来通过创新技术不断优化成本，设计业务降本提效较为显著，预计未来毛利率稳步提升，恢复至 2021 年水平，预计 2023-2025 年勘察设计业务毛利率分别为 35%、36%、37%。

(2) 规划咨询：2022 年规划咨询业务收入占比约 5%，我们预计公司保有合同中规划咨询业务占比保持 5%。我们假设公司勘察业务合同在签订后的前三年、前五年、第七年确认收入比例分别为 25%、65%、90%。同时在轨交建设不断推进，公司业务扩张的预期下，假设 2023-2025 年新增合同金额分别为 2.2、2.5、3.0 亿元。由此我们测算，2023-2025 年公司规划咨询业务收入增速分别为 16.1%、19.1%、10.3%。同时我们预计规划咨询业务未来三年毛利率将恢复至 2020-2021 年水平，2023-2025 年均为 33%。

(3) 工程承包：公司工程总承包业务主要指人防工程总承包，总体业务占比较小，2022 年收入占比 3.2%。我们假设公司工程承包业务合同在签订后的第一年和前三年确认收入比例分别为 10%、80%，2023-2025 年新增合同金额分别为 1.8、2.0、2.2 亿元。由此我们测算，2023-2025 年公司工程承包业务收入增速分别为 70.4%、28.9%、8.1%，工程承包业务未来三年毛利率将维持近两年水平，2023-2025 年均为 10%。

表8：我们预计 2023-2025 年公司营业收入将保持增长

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（亿元）	23.8	24.8	29.3	34.9	38.1
yoy	27%	4%	18.4%	19.1%	9.2%
勘察设计	20.3	22.7	26.5	31.4	34.3
	29.0%	11.8%	16.7%	18.6%	9.2%
规划咨询	1.3	1.2	1.4	1.7	1.9
yoy	9.2%	-4.9%	16.1%	19.1%	10.3%
工程总承包	2.2	0.8	1.4	1.8	1.9
yoy	24.6%	-62.9%	70.4%	28.9%	8.1%
其他业务	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02
毛利率	34.1%	33.1%	33.8%	34.6%	35.5%
勘察设计	36.7%	33.9%	35%	36%	37%
规划咨询	32.9%	31.9%	33%	33%	33%
工程总承包	10.1%	10.0%	10%	10%	10%
其他业务	56.4%	61.0%	61%	61%	61%

数据来源：Wind、开源证券研究所

我们选取苏交科、华建集团、设计总院、中衡设计、华阳国际五家勘察设计行业的公司进行可比分析，公司 2023-2025 年 PE 估值低于可比公司均值。地铁设计背靠广州地铁，以城市轨交勘察设计业务为主业，多领域资质优势明显，技术优势行业领先，合同保有规模超百亿，通过中标合同能源管理项目拓展新业务模式，看好公司未来业绩持续释放，市场份额进一步提升。我们预测公司 2023-2025 年归母净利润分别为 5.11、6.18、6.97 亿元，对应 EPS 为 1.28、1.55、1.74 元，当前股价对应 PE 为 15.3、12.6、11.2 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

表9：公司 2023 年估值水平低于可比公司均值

证券代码	证券简称	评级	总市值 (亿元)	归母净利润（亿元）				PE（倍）			
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
300284.SZ	苏交科	未评级	77.8	5.9	6.8	7.7	9.0	13.1	11.4	10.1	8.6
600629.SH	华建集团	未评级	65.2	3.9	5.3	8.1	10.6	16.9	12.4	8.1	6.1
603357.SH	设计总院	未评级	57.2	4.4	5.1	5.8	6.6	12.9	11.3	9.8	8.7
603017.SH	中衡设计	未评级	32.5	0.9	1.0	1.1	1.3	37.4	32.5	28.5	25.2
002949.SZ	华阳国际	未评级	27.0	1.1	1.7	2.0	2.5	24.1	16.1	13.2	10.9
								20.9	16.7	13.9	11.9
003013.SZ	地铁设计	买入	78.0	4.0	5.1	6.2	7.0	19.5	15.3	12.6	11.2

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：1、地铁设计盈利预测来自开源证券研究所，其余公司来自 Wind 一致预期；2、股价数据截至 2023 年 7 月 19 日。

5、风险提示

行业竞争加剧、新拓订单不及预期、应收账款延期风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	3409	3504	4113	4665	5060
现金	1401	1377	1631	1942	2120
应收票据及应收账款	196	225	0	0	0
其他应收款	40	35	54	53	64
预付账款	177	157	238	232	281
存货	481	479	646	677	747
其他流动资产	1114	1230	1544	1760	1847
非流动资产	1218	1400	1532	1689	1848
长期投资	102	106	116	125	135
固定资产	158	170	237	299	330
无形资产	642	627	726	844	985
其他非流动资产	317	497	454	421	397
资产总计	4627	4903	5645	6354	6907
流动负债	2656	2669	3072	3305	3340
短期借款	0	0	956	1191	1216
应付票据及应付账款	472	538	0	0	0
其他流动负债	2184	2131	2116	2114	2124
非流动负债	30	45	45	45	45
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	30	45	45	45	45
负债合计	2686	2713	3117	3349	3384
少数股东权益	20	29	37	46	56
股本	400	400	400	400	400
资本公积	857	858	858	858	858
留存收益	663	903	1186	1456	1823
归属母公司股东权益	1921	2161	2492	2959	3467
负债和股东权益	4627	4903	5645	6354	6907

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	405	343	-284	502	624
净利润	362	406	518	627	708
折旧摊销	36	39	49	60	64
财务费用	-10	-21	33	63	65
投资损失	-7	-6	-8	-6	-7
营运资金变动	-82	-172	-840	-190	-163
其他经营现金流	106	97	-36	-52	-44
投资活动现金流	-67	-154	-174	-212	-217
资本支出	70	155	172	208	213
长期投资	-1	0	-9	-9	-10
其他投资现金流	4	1	7	5	6
筹资活动现金流	-313	-211	-245	-214	-254
短期借款	0	0	956	234	25
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-314	-211	-1202	-448	-279
现金净增加额	25	-22	-703	77	153

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2381	2476	2932	3492	3812
营业成本	1570	1657	1942	2285	2460
营业税金及附加	19	10	18	20	23
营业费用	45	59	61	72	80
管理费用	157	169	196	236	256
研发费用	109	112	143	170	179
财务费用	-10	-21	33	63	65
资产减值损失	-82	-31	0	0	0
其他收益	10	10	13	15	12
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	7	6	8	6	7
资产处置收益	-1	-0	-0	-0	-0
营业利润	417	459	595	718	810
营业外收入	0	0	1	1	1
营业外支出	0	1	0	0	0
利润总额	417	459	595	719	810
所得税	56	53	77	92	103
净利润	362	406	518	627	708
少数股东损益	5	6	7	9	10
归属母公司净利润	357	400	511	618	697
EBITDA	412	456	633	795	892
EPS(元)	0.89	1.00	1.28	1.55	1.74

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	27.3	4.0	18.4	19.1	9.2
营业利润(%)	26.0	10.1	29.5	20.7	12.8
归属于母公司净利润(%)	24.4	12.1	27.7	21.1	12.8
获利能力					
毛利率(%)	34.1	33.1	33.8	34.6	35.5
净利率(%)	15.0	16.1	17.4	17.7	18.3
ROE(%)	18.6	18.5	20.5	20.9	20.1
ROIC(%)	16.5	16.8	14.7	15.5	15.4
偿债能力					
资产负债率(%)	58.0	55.3	55.2	52.7	49.0
净负债比率(%)	-69.8	-61.4	-26.6	-25.0	-25.7
流动比率	1.3	1.3	1.3	1.4	1.5
速动比率	1.0	1.1	1.1	1.1	1.2
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	14.8	13.0	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	3.6	3.3	7.2	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.89	1.00	1.28	1.55	1.74
每股经营现金流(最新摊薄)	1.01	0.86	-0.71	1.26	1.56
每股净资产(最新摊薄)	4.80	5.40	6.23	7.40	8.67
估值比率					
P/E	21.9	19.5	15.3	12.6	11.2
P/B	4.1	3.6	3.1	2.6	2.3
EV/EBITDA	15.7	14.2	11.3	8.9	7.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn