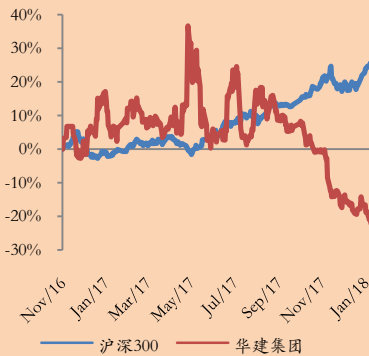




华建集团 (600629)

投资评级: 增持 (首次覆盖)

报告日期: 2018-01-24



研究员: 高欣宇
0551-65161836
gaoxy_pro@126.com
S0010517110002

研究员: 宫模恒
0551-65161836
gongmoheng@163.com
S0010512060001

联系人: 袁道升
0551-65161836
neilyds@163.com

工程设计龙头，业务扩张看点足

主要观点:

□ 设计行业景气向上，集中度提升在望

工程设计咨询行业正处在朝阳阶段，景气持续向上，随着龙头企业纷纷步入资本市场，未来集中度有望进一步提升。随着长三角、京津冀一体化地持续推进，城市更新、地铁上盖等新产业的进一步落地，行业需求打开新空间，景气有望持续上行。从集中度的角度来看，行业内能够主导国内市场格局的规模化企业不足，龙头企业市场份额不高，但随着 2017 年多家企业在资本市场集中登陆，未来行业集中度有望加速提升。

□ 收并购持续推进，完善全国布局

为加快业务拓展，完善全国布局，公司登陆资本市场后加大对外投资，以收并购的形式持续扩张。公司 2017 年完成了对武汉正华 51% 股权及江招集团 34% 股权的收购，夯实了在全国范围内进行业务扩张的根基。此外，公司通过投资新江湾城 4% 股权，参透上海城创、上海地铁上盖等产融基金，进一步拓展园区建设、城市更新及地铁上盖等新兴业务领域，驱动创新转型。2017 年 12 月，公司公告拟收购无锡市政院 28% 股权，借此进一步拓展江苏市场，并补强自身市政设计业务实力，为业务拓展的提速进一步夯实基础。

□ 工程承包驱动业绩向好，高周转奠定 ROE 行业领先

公司近年来业绩持续向好，盈利能力凸显。从营收分布来看，设计业务占主要，而工程总包业务的持续拓展则是近年来业绩成长的核心动力。公司近年来盈利能力在同类上市企业中占优，受益于资产的高周转，ROE 水平一直领先于行业均值。2017 年受集团资产注入等影响，ROE 出现回落，但仍领先行业均值。未来，随着公司产业链的进一步拓展及整合，前期工程承包营收占比提升带来的毛利率下滑态势有望趋缓，ROE 也有望出现回升。

□ 设计订单量质齐升，未来或实现“设计+施工”双驱动

在 17 年设计类订单的复苏态势下，公司业绩增长有望迎来“施工+设计”双驱动。受制于行业竞争加剧，公司前期设计咨询订单增速相对缓慢。上市以来，公司订单总量能维持稳步提升的态势，主要是受益于工程承包市场的持续开拓。但 17 年开始，公司设计类订单出现量质齐升态势，2017H1 新增设计类订单 27.91 亿元，增幅高达 102.69%。我们认为，在设计订单大幅增长的带动下，公司有望形成“设计+施工”的双轮驱动，未来业绩成长更有保障。

□ 大股东资产持续注入，国企改革空间大

公司 2017 年以来不断整合现代集团旗下资源，未来有进一步整合集团内其他设计业务的可能；上海国企改革持续推进，公司作为本地国企，国有股权占比高，未来实施国改的空间充分。2017 年 3 月公司顺利完成现代集团部分房屋及对应土地使用权的资产注入，12 月拟收购集团旗下无锡市政府 28% 股权，后续有望进一步整合集团内其他设计业务，强化上市公司实力，消除同业竞争。近年来，上海市国资委持续推进企业国改，公司作为国资委旗下上市平台，国资委对公司的控股比例高达 71.39%，为后期进行国企改革提供了空间。

□ 盈利预测与估值

公司作为老牌工程设计龙头，工程承包业务推进顺利，随着近期设计类订单的复苏，有望实现“设计+施工”的业绩成长双轮驱动。2015 年公司登陆资本市场后，通过收并购加速完善产业布局，抢占全国市场；积极改善财务结构，获取银行授信，为业务拓展奠定了坚实基础。我们认为，公司业绩改善确定性较强，具备集团资产注入及国改的可能，未来发展潜力十足。我们预测，公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.66 元/股、0.72 元/股、0.80 元/股，对应的 PE 为 22 倍、20 倍、18 倍，给予“增持”评级。

盈利预测：

单位：百万元

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	4551	5916	7099	7809
收入同比(%)	7%	30%	20%	10%
归属母公司净利润	241	284	313	344
净利润同比(%)	65%	18%	10%	10%
毛利率(%)	26.9%	25.2%	24.2%	23.7%
ROE(%)	25.1%	18.3%	16.9%	15.6%
每股收益(元)	0.56	0.66	0.72	0.80
P/E	26.09	22.19	20.10	18.31
P/B	6.27	3.89	3.26	2.77
EV/EBITDA	1	21	17	15

资料来源：wind、华安证券研究所

目 录

1 工程设计巨擘，登陆资本市场	5
1.1 借壳棱光实业，登陆资本市场	5
1.2 普遍参与地标建筑设计，连续 17 年入围 ENR	6
1.3 人才储备足，资质禀赋佳	7
1.4 工程承包驱动业绩向好，高周转奠定 ROE 行业领先	9
2 行业景气向上，业务持续扩张	11
2.1 区域建设+城市更新，工程设计景气向上	11
2.2 参与搭建产投平台，探索新生业务	15
2.3 收并购持续推进，完善全国布局	16
3 业绩双轮驱动，设计龙头待起航	16
3.1 融资渠道顺畅，新增授信 15 亿拟投向 EPC 总包	16
3.2 设计订单或量质齐升，有望实现“设计+施工”双驱动	18
3.3 大股东资产持续注入，国企改革空间大	20
3.4 类比苏交科，设计龙头待起航	20
4 盈利预测	21
附录：财务报表预测	22

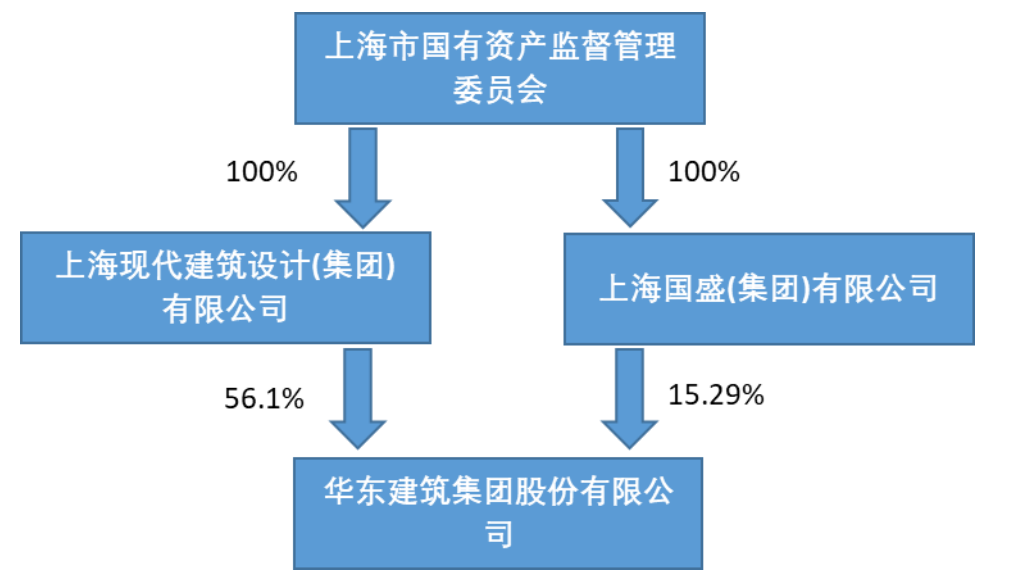
图表目录

图表 1 公司控股股东关系	5
图表 2 公司重要发展脉络	6
图表 3 公司部分业绩作品	6
图表 4 近年来 ENR 设计类排名稳定	7
图表 5 华建集团研发支出占营收比在 4.8% 以上	7
图表 6 设计类各级资质对应行业项目简表	8
图表 7 华建集团部分设计资质完备，仅次于苏交科	8
图表 8 华建集团勘察资质处于第二梯队	9
图表 9 华建集团监理资质相对领先	9
图表 10 公司咨询业务相对完备，处于第二梯队	9
图表 11 华建集团施工资质领先	9
图表 12 公司 17 年营收增速迈上新台阶	10
图表 13 公司 15、16 年扣非归母净利润维持在 18%-20%	10
图表 14 工程承包是近年来公司营收的主要增长点	10
图表 15 公司资产周转快，ROE 持续领先行业均值	11
图表 16 工程承包收入占比提升使公司毛利率稳步下降	11
图表 17 长三角信息化合作“十三五”规划中不乏涉及基建工程的部分	12
图表 18 雄安新区预计可带动基建投资合计 2.4 万亿	12
图表 19 固投中改建部分增速有超越固投整体增速的趋势	13
图表 20 住建部全国工程勘察设计统计显示行业企业业绩持续向上	13
图表 21 上市工程设计咨询企业一览	14
图表 22 设计咨询企业上市速度明显提速	14
图表 23 公司近年来以参与产投基金的方式获取项目资源，推进公司转型	15
图表 24 公司近年来不断以收并购的方式加快全国布局	16
图表 25 受益于集团资产注入公司负债率有所下降	17
图表 26 流动资产占比同步下滑	17
图表 27 公司目前的负债率高于同类上市公司均值 (43.57%)	17
图表 28 公司 16 年至今累计新增授信 106.9 亿元	17
图表 29 公司新增授信的主要来源为国有大行	18
图表 30 公司上市以来新签合同额稳步增长	18
图表 31 新增工程订单略降，设计订单大幅复苏	18
图表 32 公司 2017 至今公告重大合同合计 4.94 亿元	19
图表 33 苏交科借力收并购，业务持续扩张，业绩维持高增长	20
图表 34 公司前期省外市场拓展较缓慢，并购落地后有望迎来加速	21

1 工程设计巨擘，登陆资本市场

华东建筑集团股份有限公司是以工程设计咨询为核心，为城镇建设提供高品质综合解决方案的集成服务供应商。集团前身是1952年成立的华东工业部建筑设计公司和1953年成立的上海市建筑工程局生产技术处设计科，至今已有60余年的历史。2015年10月30日，借壳棱光实业，在上交所成功上市。公司第一大股东为上海现代建筑设计(集团)有限公司，控股比例达56.1%。上海市国有资产监督管理委员会通过现代集团及国盛集团合计持有公司71.39%股权，是华东建筑集团股份有限公司的实际控制人。

图表 1 公司控股股东关系



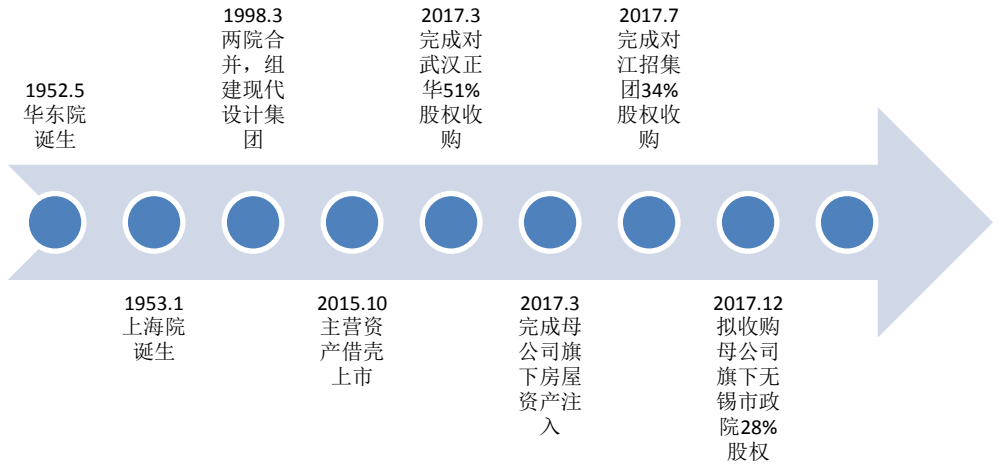
资料来源：公司公告、华安证券研究所

1.1 借壳棱光实业，登陆资本市场

1952年5月，华东工业部建筑设计公司正式组建；次年1月，上海市建筑工程局生产技术处成立设计科，由此现代集团前身华东院和上海院诞生。华东院和上海院成立之时，分别是上海第一家国营中央设计公司和上海第一家市属设计单位，成为新中国上海建筑设计事业的先驱。1998年，“两院”正式合并组建现代设计集团，成为国内建筑设计行业第一家完全走向市场的大型企业集团。2015年10月30日，集团借壳棱光实业成功上市，以华建集团的全新品牌登陆资本市场。

上市以来，公司加快了收并购及集团资源整合的步伐，2017年分别完成了对武汉正华51%股权及江招集团34%股权的收购，以拓展中部地区市场；并将集团旗下现代建筑设计大厦资产注入上市公司，改善公司财务结构。2017年12月，公司发布公告，拟整合现代集团旗下无锡设计院，收购其28%股权，扩充自身在市政领域的实力。

图表 2 公司重要发展脉络



资料来源: 公司官网、公司公告、华安证券研究所

1.2 普遍参与地标建筑设计, 连续 17 年入围 ENR

公司在全国主要城市设计了一批具有较高知名度的标志性建筑, 包括国家会展中心(上海), 港珠澳大桥珠海口岸、世博文化中心、虹桥综合交通枢纽、上海浦东国际机场、东方明珠电视塔、上海光源工程、质子重离子医院、八万人体育场等, 形成了良好的品牌认知度与美誉度, 建立了广泛的社会影响力。

图表 3 公司部分业绩作品



资料来源: 公司官网

公司 2001 年至 2017 年连续十七年被美国《工程新闻纪录》(ENR) 列入“全球工程设计公司 150 强”之一。根据 2017 年公布的 ENR 排名, 公司位列“全球工程设计公司 150 强”第 70 位, “国际工程设计公司 225 强”第 113 位。

图表 4 近年来 ENR 设计类排名稳定

ENR	2015	2016	2017
全球工程设计公司 150 强	64	66	70
国际工程设计公司 225 强	123	119	113

资料来源: ENR、华安证券研究所

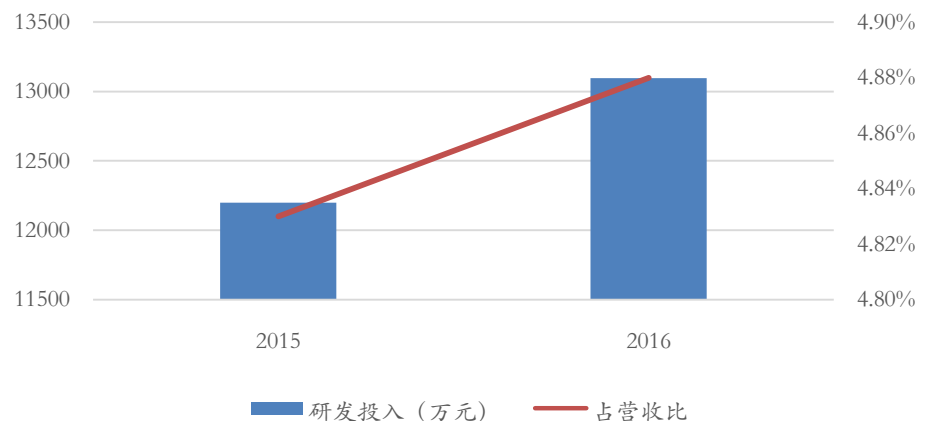
1.3 人才储备足, 资质禀赋佳

公司作为工程设计领域的老牌龙头之一, 目前人才储备充足, 工程资质齐全, 为业务的开展以及进一步拓展奠定了坚实的根基。

公司所从事的工程设计咨询等工程技术服务属于智力密集型高科技行业。作为轻资产型行业, 专业人才数量和高素质人才对于公司在行业竞争中取得优势地位具有重要作用。公司目前人才队伍层次结构合理, 专业分布均衡, 拥有高级以上技术职称的达到 1400 多人, 具备各专业执业注册资格的有 1700 余人次。截至 2017 H1, 公司拥有中国工程院院士 2 人, 全国工程勘察设计大师 8 名、上海市领军人才 8 名、享受国务院颁发特殊津贴的专家 41 名。

公司始终维持研发高投入, 不断提升自身技术优势。目前公司拥有 1 个国家级企业技术中心和 5 个上海市工程技术研究中心, 近 6 年有 1261 项工程设计、科研项目和标准设计荣获国家、省(市)级优秀设计和科研进步奖, 主持和参与编制了各类国家、行业及上海市规范、标准共 240 余册, 获得知识产权 410 余项。从财报数据来看, 公司研发支出始终维持在总营收的 4.8% 左右, 我们认为, 较高的研发投入有助于公司在行业竞争中占得先机, 维持公司主营业务的快速稳定发展。

图表 5 华建集团研发投入占营收比在 4.8% 以上



资料来源: 公司公告、华安证券研究所

资质方面，公司深耕工程设计行业多年，对行业内各领域覆盖面广，各项业务资质均齐备。集团业务领域已完成对工程建设项目全过程的全覆盖，其中包括规划、建筑、水利、市政、风景园林、室内装饰、岩土、建筑声学等各类设计咨询服务，以及设计、采购、施工一体化(EPC)工程总承包服务。2017年，公司下属华东院、现代建设咨询、环境院和水利院4家单位入选“上海市第一批工程总承包试点企业”名单，在工程承包领域的空间有望进一步打开。

从与同类上市公司的资质比较中我们可以看到，从前端设计、监测到后端施工、监理，公司拥有更完整的产业链布局，整体资质从数量到质量上来看，在行业内处于第一梯队，仅弱于苏交科；相较于同业，公司在建筑领域内拥有明显优势，公司深耕该领域多年，承揽多项地标建筑，在建筑领域内拥有一整套设计咨询类甲级及施工类一级资质。近年来，公司也不断扩充自身资质，上市后通过收购的方式，一步步补全自身在市政等领域的资质。

图表 6 设计类各级资质对应行业项目简表

	综合		行业/专业	
	甲级	乙级	甲级	乙级
行业范围	所有行业/专业	本行业/专业	本行业/专业	本行业/专业
项目规模	不受限	不受限	中、小型	小型

资料来源：公司公告、华安证券研究所

图表 7 华建集团部分设计资质完备，仅次于苏交科

	工程设计类					
	综合资质		行业资质		专业资质	
	甲级	乙级	甲级	乙级	乙级	专项资质
华建集团		建筑行业(建筑);水利	建筑行业(人防)	市政行业(排水、道路、桥梁、城市隧道、给水)	市政行业(给水、排水、城镇燃气、热力);公路行业(公路)	风景园林甲级;建筑智能化系统设计甲级;建筑装饰设计甲级
勘测股份		建筑行业(建筑);公路	水运行业(港口、航道)	市政行业(桥梁、城市隧道、道路)		
设研院		建筑行业(建筑)	建筑行业(人防)	市政行业(排水、道路、桥梁、城市隧道、轨道交通)	市政行业(给水、公共交通);公路行业(公路)	风景园林乙级
设计总院		公路行业;水运行业	水利行业河道治理	市政行业(道路、桥梁、城市隧道、排水、轨道交通);建筑;水运行业(港口工程)	市政行业(燃气工程、轨道交通除外)	风景园林乙级
苏交科	✓					
建科院		建筑行业			市政行业(给水、桥梁、道路、排水)	风景园林乙级

资料来源：公司公告、华安证券研究所

图表 8 华建集团勘察资质处于第二梯队

	工程勘察类			
	综合资质	专业资质		劳务资质
		甲级	乙级	
华建集团		岩土		
勘设股份	✓			
设研院		岩土		
设计总院	✓			
苏文科	✓			
建科院		岩土		

资料来源：公司公告、华安证券研究所

图表 9 华建集团监理资质相对领先

	工程监理类				
	综合资质	专业			
		甲级	乙级	丙级	
华建集团		房屋建筑；市政；人民防空		水利水电	
勘设股份		公路			
设研院		房屋建筑；公路；市政			
设计总院		公路；水运			
苏文科		公路、水运、市政			
建科院		房屋建筑			

资料来源：公司公告、华安证券研究所

图表 10 公司咨询业务相对完备，处于第二梯队

	工程咨询类		
	甲级	乙级	丙级
华建集团	建筑、水利	城市规划	市政公用工程（给排水、市政交通）；公路；生态建设和环境工程
勘设股份	公路、岩土、市政公用		
设研院	公路；城市轨道交通；建筑；市政公用（市政交通）		
设计总院	公路、岩土、市政公用、港口河海、工程测量、水文地质		
苏文科	公路、生态建设和环境、水文地质、工程测量、岩土、城市规划、铁路、城市轨道交通、港口河海工程、市政公用（市政交通、给排水）、水利、旅游		
建科院	建筑		

资料来源：公司公告、华安证券研究所

图表 11 华建集团施工资质领先

	工程施工类		
	总承包		
	一级	二级	三级
华建集团	建筑；装修装饰	建筑智能化；机电设备安装；钢结构	
勘设股份	公路；建筑；市政公用		
苏文科	公路；市政公用		

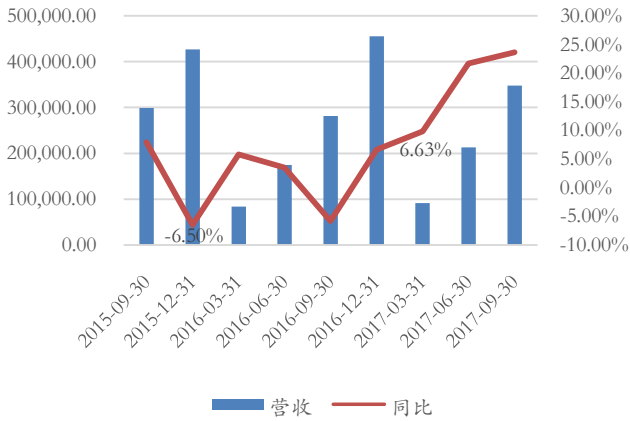
资料来源：公司公告、华安证券研究所

1.4 工程承包驱动业绩向好，高周转奠定 ROE 行业领先

公司登陆资本市场后，业绩持续向好。公司 15 年以来营收增速不断提升，17 年营收增速跨上新台阶，持续维持在 20%。利润方面则相对稳定，2015 及 2016

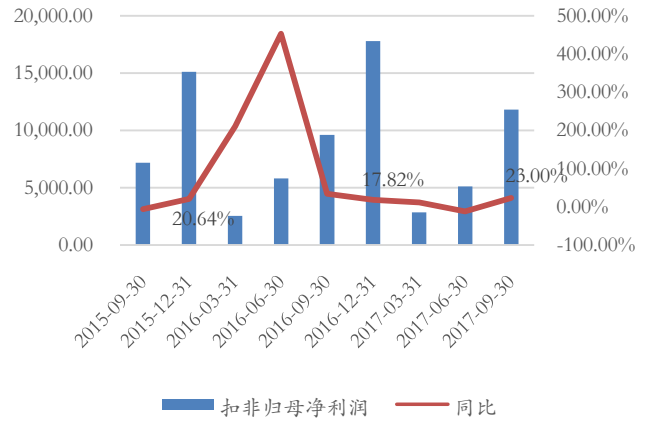
年公司扣非归母净利润增速分别为 20.64% 及 17.82%。2017 年前三季度，受益于工程承包业绩的持续释放，公司实现营收 34.80 亿元，同比增速 23.59%；实现归母净利润 1.18 亿元，同比增速 23.00%。

图表 12 公司 17 年营收增速迈上新台阶



资料来源：wind、华安证券研究所

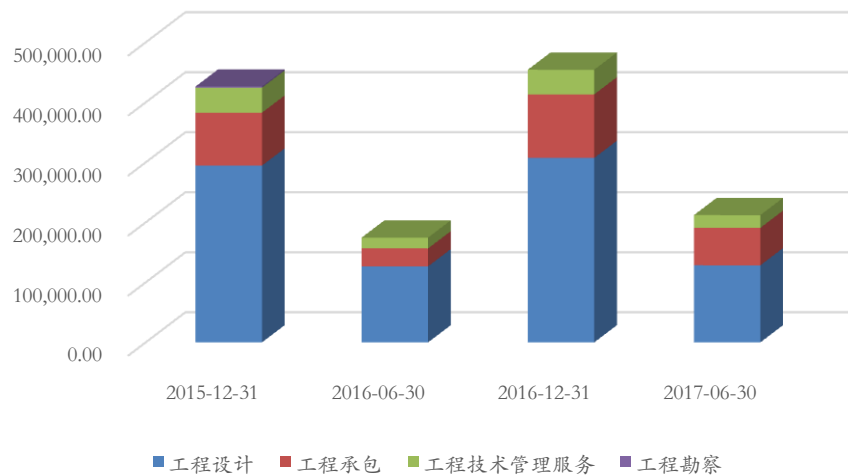
图表 13 公司 15、16 年扣非归母净利润维持在 18%-20%



资料来源：wind、华安证券研究所

从公司借壳上市后的营收分布来看，工程设计一直占据总收入的 6-7 成，是公司营收的主要来源；技术管理服务收入同样保持稳定，约占 1 成；工程承包业务营收增长速度较快，业绩贡献度持续提升，是带动公司营收增长的主要动力。

图表 14 工程承包是近年来公司营收的主要增长点

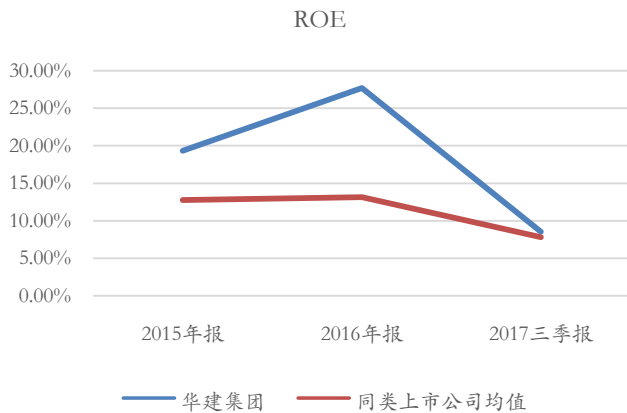


资料来源：wind、华安证券研究所

公司近年来盈利能力在同类上市企业中占优，受益于资产的高周转，ROE 水平一直领先于行业均值。公司 2015-2016 年 ROE 水平维持在 25% 左右，2017 年受集团公司资产注入及收购公司并表影响，ROE 大幅下降，但仍领先于行业均值。毛利率方面，由于公司近年来积极拓展产业链后端的工程承包业务，因此毛利率低于单纯的设计咨询公司，随着工程承包业务占比的提升，毛利率也不断下滑的态势。未来，随着公司产业链的进一步拓展及整合，以及在设计类订单显著

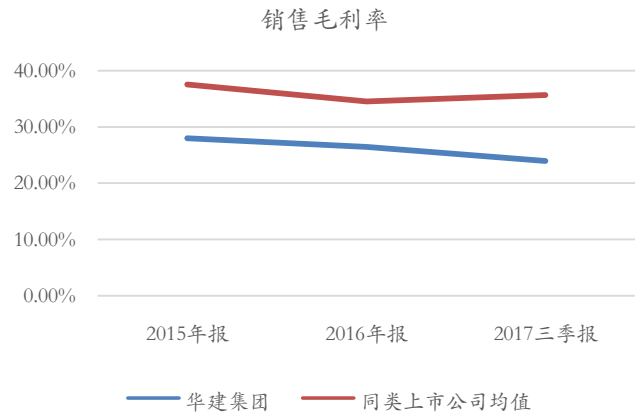
复苏的带动下，公司毛利率下滑的幅度有望收窄，ROE 水平也有望回升。

图表 15 公司资产周转快，ROE 持续领先行业均值



资料来源：wind、华安证券研究所

图表 16 工程承包收入占比提升使公司毛利率稳步下降



资料来源：wind、华安证券研究所

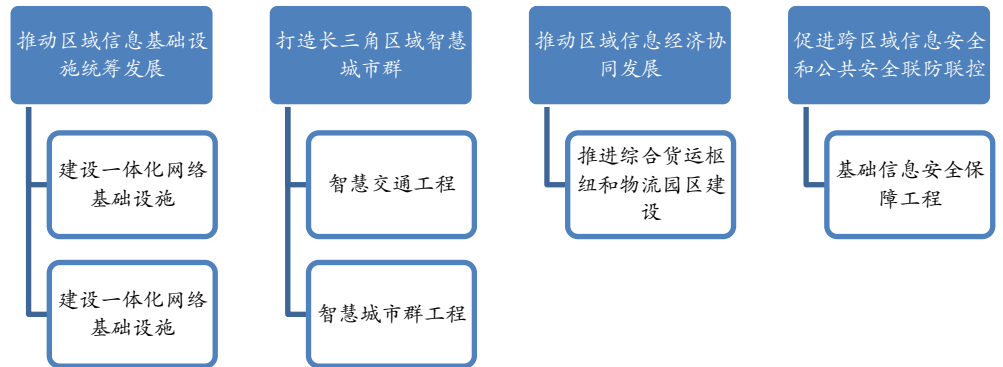
2 行业景气向上，业务持续扩张

2.1 区域建设+城市更新，工程设计景气向上

2.1.1 长三角+京津冀，区域建设大手笔

“十三五”期间，长三角一体化建设的推进为工程设计行业带来庞大空间。2016 年 6 月国家发改委发布《长江三角洲城市群发展规划》，长三角区域建设规划正式落地。其中，发改委要求以生态保护提供发展新支撑，实施生态建设与修复工程；并推进都市圈同城化发展，构建以铁路、高速公路和长江黄金水道为主通道的综合交通体系，促进信息、能源、水利等基础设施互联互通。2017 年 11 月，长三角三省一市联合印发了《长三角区域信息化合作“十三五”规划（2016-2020 年）》，规划指出“十三五”时期是长三角地区一体化向纵深推进的关键时期，将加快推进长三角信息化和信息经济发展合作，共同推进信息基础设施协同发展，加强区域内生态环境保护、推动区域协调发展。随着长三角一体化的持续推进，公共设施、道路交通等基建项目将首先受益。

图表 17 长三角信息化合作“十三五”规划中不乏涉及基建工程的部分



资料来源：wind、华安证券研究所

公司立足上海，布局长三角，近年来积极跟踪上海各区开发建设情况，计划拓展建筑、市政、景观、水利、海绵城市、地下综合管廊等总承包业务。公司目前积极推进崇明国际生态岛项目，未来有望以上海为总承包项目市场为起点，不断拓展自身工程总承包业务。

京津冀协同发展进入新阶段，“十三五”基建投资望达万亿。国务院副总理张高丽在 2018 年 1 月 2 日的京津冀协同发展工作推进会议上表示，雄安规划框架已基本成熟，将适时启动一批重点项目，加快推进交通基础设施和生态环境工程建设。根据中央对雄安新区的规划，“十三五”期间雄安将达成 200 平方公里的中期发展目标，以 60 亿元/平方公里的投资强度计算，“十三五”期间雄安新区的基建投资预计将达到 1.2 万亿元规模。随着重点项目的启动，市场空间将逐步打开。

图表 18 雄安新区预计可带动基建投资合计 2.4 万亿

建设阶段	起步	中期	远期
建设面积（平方公里）	100	200	1000
估计投资强度（亿元/平方公里）	60	60	15
阶段内投资（亿元）	6000	6000	12000

资料来源：wind、华安证券研究所

公司作为国企老牌工程设计龙头企业之一，持续推进华北区域中心建设，跟踪雄安新区建设开发情况。公司也表示将在京津冀积极寻求合作及收购机会，为后续区域建设作好储备工作。未来公司有望以收并购的方式，加速推进在京津冀地区的业务拓展，强化自身在全国范围内的布局。

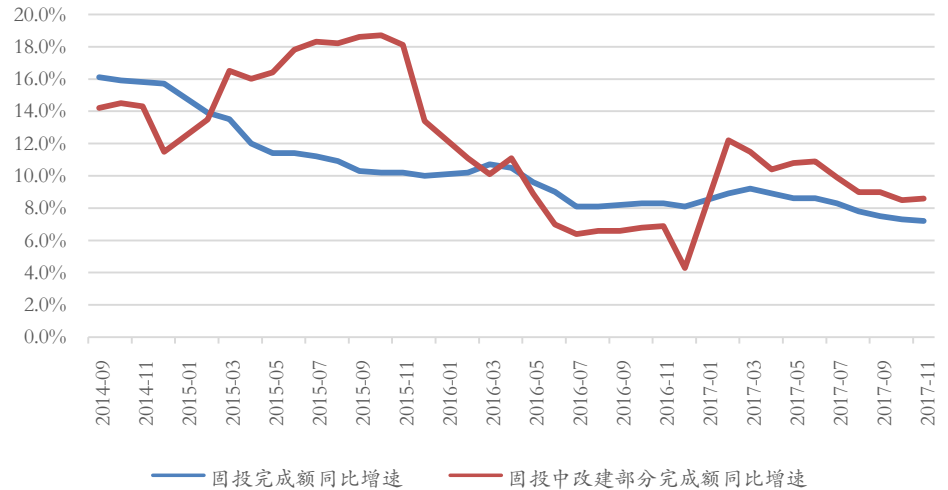
2.1.2 城市更新万亿市场，地方国企占优势

城市更新，是指将城市中已经不适应现代化城市社会生活的地区作必要的、有计划的改建活动。现阶段多讲为城市建成区包括旧工业区、旧商业区、旧住宅

区、城中村及旧屋村等进行综合整治、功能改变或者拆除重建。

从固投累计完成额月数据来看，在新建、扩建部分增速逐步放缓的情况下，改建部分增速也有领先固投整体增速的趋势。而住建部秦虹也在 2017 年 9 月发布的《2017 中国城市更新研究报告》中表示，城市更新市场规模有望达万亿级。

图表 19 固投中改建部分增速有超越固投整体增速的趋势

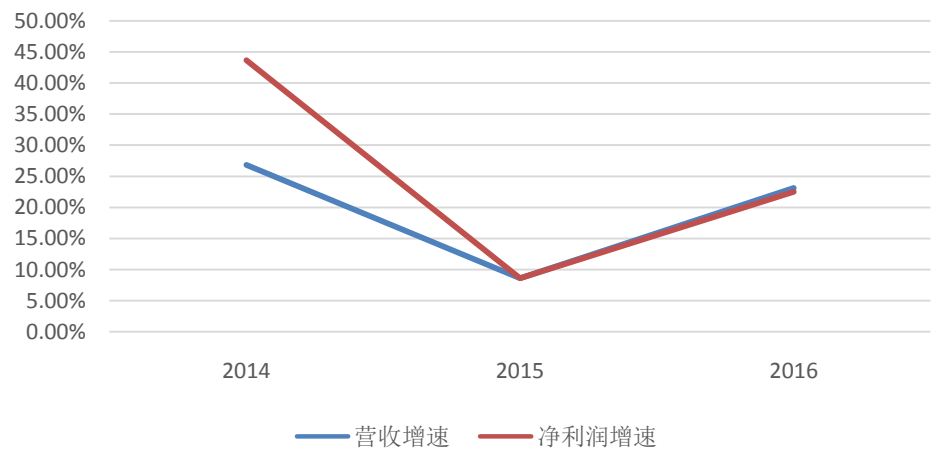


资料来源：wind、华安证券研究所

2.1.3 行业景气向好，企业扎堆上市

行业景气持续向上。目前，工程设计咨询在国内仍属朝阳产业，正处在快速发展时期，毛利率较高，人均效益好，企业成长具备良好机遇。从住建部数据来看，近年来我国工程勘察设计企业 2014-2016 年的营收及净利润增长率始终维持在 10%-25%左右，行业业绩稳步向上的趋势显著。

图表 20 住建部全国工程勘察设计统计显示行业企业业绩持续向上



资料来源：wind、华安证券研究所

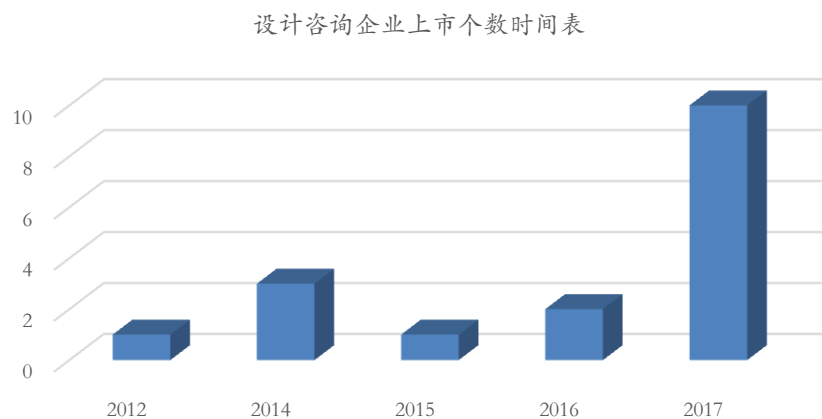
随着市场不断扩充，行业迎来一波龙头企业集中登陆资本市场潮。2017年，工程设计咨询类企业共计10家完成上市，已超过前期总和（7家）。借力资本市场，行业发展势必迈入全新阶段，企业发展有望进一步分化。

图表 21 上市工程设计咨询企业一览

股票代码	股票简称	公司全称	上市板	上市日期
300284.SZ	苏交科	苏交科集团股份有限公司	创业板	2012-01-10
600629.SH	华建集团	华东建筑集团股份有限公司	主板（借壳）	2014-12-15
603018.SH	中设集团	中设设计集团股份有限公司	主板	2014-10-13
603017.SH	中衡设计	中衡设计集团股份有限公司	主板	2014-12-31
300492.SZ	山鼎设计	山鼎设计股份有限公司	创业板	2015-12-23
300500.SZ	启迪设计	启迪设计集团股份有限公司	创业板	2016-02-04
603909.SH	合诚股份	合诚工程咨询集团股份有限公司	主板	2016-06-28
300635.SZ	达安股份	广东达安项目管理股份有限公司	创业板	2017-03-31
300649.SZ	杭州园林	杭州园林设计院股份有限公司	创业板	2017-05-05
300668.SZ	杰恩设计	深圳市杰恩创意设计股份有限公司	创业板	2017-06-19
002883.SZ	中设股份	江苏中设集团股份有限公司	中小企业板	2017-06-20
300675.SZ	建科院	深圳市建筑科学研究院股份有限公司	创业板	2017-07-19
603357.SH	设计总院	安徽省交通规划设计研究总院股份有限公司	主板	2017-08-01
603458.SH	勘设股份	贵州省交通规划勘察设计研究院股份有限公司	主板	2017-08-09
603183.SH	建研院	苏州市建筑科学研究院集团股份有限公司	主板	2017-09-05
300712.SZ	永福股份	福建永福电力设计股份有限公司	创业板	2017-10-31
300732.SZ	设研院	河南省交通规划设计研究院股份有限公司	创业板	2017-12-12

资料来源：wind、华安证券研究所

图表 22 设计咨询企业上市速度明显提速



资料来源：wind、华安证券研究所

随着企业在市场竞争中的逐渐分化，未来设计行业集中度有望加速提升，上市公司占优。现阶段来看，国内的工程设计咨询服务行业集中度较低，单个企业的市场份额均不高，行业内尚未出现能够主导国内市场格局的规模化企业。上市设计公司一般具备较强技术创新水平、设计质量以及综合特色服务能力，在成功

登陆资本市场后，融资实力强化，品牌效益增强，以并购重组的方式加速全国布局的趋势显著，有望逐渐获得竞争优势。因此，行业整体集中度的提升在望。

2.2 参与搭建产投平台，探索新生业务

公司近年来积极参与上海市内各类产投平台的搭建，借力产融基金，推进公司在城市更新、地铁上盖等新生业务领域的探索步伐。2016 年至今，公司累计投入资金 5 亿元，可撬动的基金总规模预计超过 50 亿元，为公司后续业务的拓展及公司转型提供了助益。目前，公司参投的城创基金运行良好，公司孙公司都市院已中标首个备投项目虹口科创综合体的勘察设计总承包合同。

图表 23 公司近年来以参与产投基金的方式获取项目资源，推进公司转型

公告日期	参投子公司	投资标的	其他出资人	投资		主投方向
				金额	基金规模	
2016/4/28	上海韵筑投资有限	上海城创城市更新股权投资基金合伙企业（有限合伙）	上海城创投资管理股份有限公司； 汇添富资本管理有限公司；上海建工集团	1 亿元	预计规模 10.1 亿元， 总规模不超过 15 亿元	上海中环产业带及邻近高校的城市更新产业综合体
	上海韵筑投资有限	上海地铁上盖平板设施建设基金（有限合伙）	上海申通金浦新兴产业投资管理有限公司；上海申通地铁资产经营管理有限公司	4 亿元	预计规模 40.01 亿元	地铁上盖平板建设

资料来源：公司公告、华安证券研究所

“十三五”期间上海城市更新规模有望达到 5800 亿。根据《上海市土地资源利用和保护“十三五”规划》及《中共上海市委关于制定上海市国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》等一系列政策规划，“十三五”时期上海市将新增建设用地不足 40 平方公里，旧改规模有望达到 50 万平方米，而调整工业仓储用地也将达到约 850 平方公里，其中。可以看到，在建设用地增量逐年减少的趋势下，上海区域内建设工程将以盘活存量为主，城市更新、工业区转型升级的重要性凸显。以《深圳市城市更新“十三五”规划》中城市更新用地 30 平方公里，投资约 3500 亿元的单位强度来看，上海市十三五期间城市更新总投资有望达到 5800 亿，远期规模则有望达到 9.9 万亿。

公司作为上海国资委下属国企，积极参投本地城市更新基金，在上海乃至长三角地区的城市更新项目上有一定的资源优势。从区域分布来看，目前相继出台新的城市总体规划和城市更新行动计划的，多为北京、上海、广州和深圳等一线城市。从承建商的角度来看，目前释出的项目承接方也以地方国企为主。公司 2016 年开始即布局城市更新市场，首个备投项目虹口科创综合体已经落地，由公司孙公司都市院中标勘察设计总承包合同。未来，公司有望借基金途径参与更多区域内城市更新项目。

上海十年内将新增约 10 个地铁上盖综合体项目。同样是受到上海实现 2020 年规划建设用地总规模“零增长”目标影响，地铁上盖成为集约利用土地，实现城市可持续发展的重要途径之一，2017 年 6 月，上海市长应勇也表示支持探索地

铁上盖开发等运营新机制。截至 2017 年 9 月，上海地铁在建里程 216 公里，预计到 2018 年可通车 100 公里，到 2020 年，通车总里程达到 810 公里。地铁停车场上盖项目的开发区域也在同步规划中，未来 10 年，上海有望新增约 10 个地铁停车场上盖综合体项目。公司目前通过参透由上海申通金浦新产业投资管理有限公司及上海申通地铁资产经营管理有限公司等合资设立的地铁上盖基金，未来在上盖综合体设计及工程总包项目订单上望有所斩获。

2.3 收并购持续推进，完善全国布局

为加快公司业务的拓展进程，完善自身的全国布局，公司近年来以收并购的形式持续扩张。公司 2017 年完成了对武汉正华 51% 股权及江招集团 34% 股权的收购，不断夯实自身在全国范围内进行业务扩张的根基。通过收并购，公司还进一步强化了自身的工程实力。通过对新江湾城投资 4% 股权的收购，公司进一步积累在园区型物业建设、运营上的经验，驱动了业务的创新转型。2017 年 12 月，公司公告拟收购无锡市政院 28% 股权，借此拓展江苏市场，并补强自身市政设计业务实力，为公司未来的业务拓展提速进一步夯实基础。

图表 24 公司近年来不断以收并购的方式加快全国布局

股权投资	受让方	投资标的	投资金额 (亿元)	影响
2016/12/1 拟定	上海易居生源;上	上海新江湾城投资发		带动主营发展/积累园区型物业建设、运营
2017/9/15 完成	海易居生源	展有限公司 4% 股权	1.43	经验/驱动公司创新、转型发展
2016/12/17 拟定		武汉正华建筑设计有		组建华中区域中心,提高华中市场的占有率
2017/3/3 完成	武汉正华	限公司 51% 股权	1.52	和品牌影响力
2017/3/31 拟定		江西省招标咨询集团		
2017/7/6 完成	江招集团	有限公司 34% 股权	1.83	进一步加快江西市场的拓展步伐
	公司控股股东现	无锡市政设计研究院		解除同业竞争、关联交易/补强市政设计业
2017/12/23 拟定	代集团	有限公司 28% 股权	0.58	务/扩大江苏市场份额/增强盈利能力

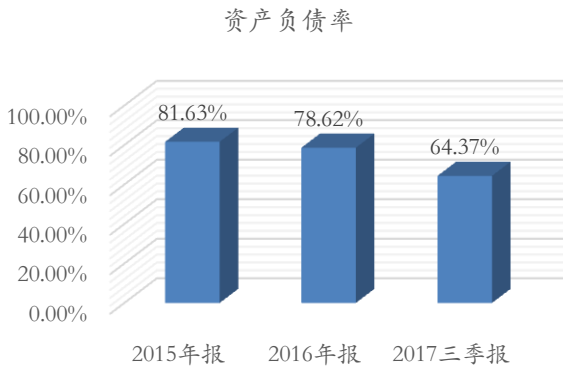
资料来源：公司公告、华安证券研究所

3 业绩双轮驱动，设计龙头待起航

3.1 融资渠道顺畅，新增授信 15 亿拟投向 EPC 总包

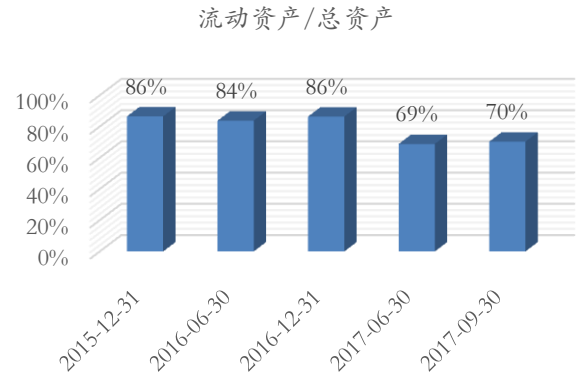
公司三季度负债率为 64.4%，高于行业上市公司均值的 43.57%，但受益于集团资产的注入，较前期负债率已出现大幅下滑。考虑到公司目前业绩高增，资产流动性高，资产负债率出现大幅改善，后续业务扩张所需的再融资存在空间。

图表 25 受益于集团资产注入公司负债率有所下降



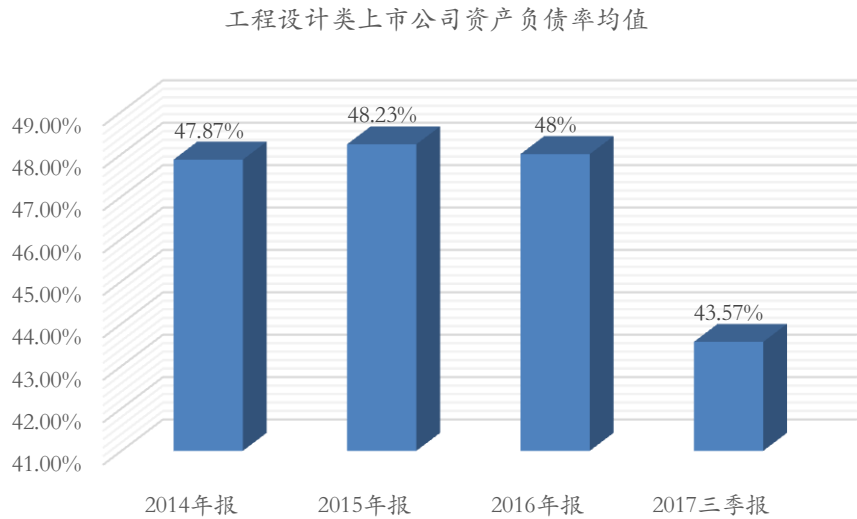
资料来源: wind、华安证券研究所

图表 26 流动资产占比同步下滑



资料来源: wind、华安证券研究所

图表 27 公司目前的负债率高于同类上市公司均值 (43.57%)



资料来源: wind、华安证券研究所

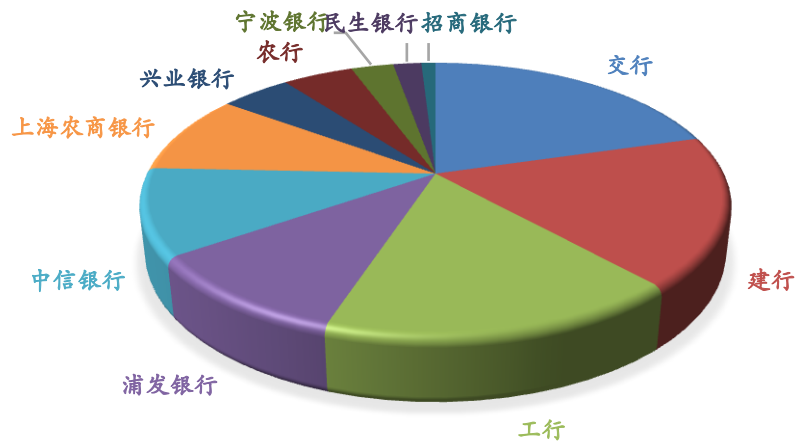
公司目前在银行贷款方面渠道顺畅。公司分别于 2016 年-2017 年 4 月新增授信共 3 次, 合计金额达 106.9 亿元, 其中近 60% 授信额度来源于国有 4 大行 (工农中建)。新增授信除用于日常运作及业务拓展外, 其中 2017 年 8 月份公司新增的 15 亿元授信主要投向 EPC 总承包业务的拓展及对外项目的投资等。

图表 28 公司 16 年至今累计新增授信 106.9 亿元

新增授信时间点	2016/4/26	2017/4/26	2017/8/29
新增授信额度 (亿元)	35	56.9	15
授信拟投方向	业务拓展/正常运作	业务拓展/正常运作	EPC 总承包业务拓展/对外项目投资

资料来源: 公司公告、华安证券研究所

图表 29 公司新增授信的主要来源为国有大行



资料来源：公司公告、华安证券研究所

目前公司授信充足，负债率持续走低，未来公司有望持续借助资本市场平台，不断拓宽融资渠道，为公司在工程总包项目上的拓展及在全国范围内的进一步收购提供更为充分的资金保障。

3.2 设计订单或量质齐升，有望实现“设计+施工”双驱动

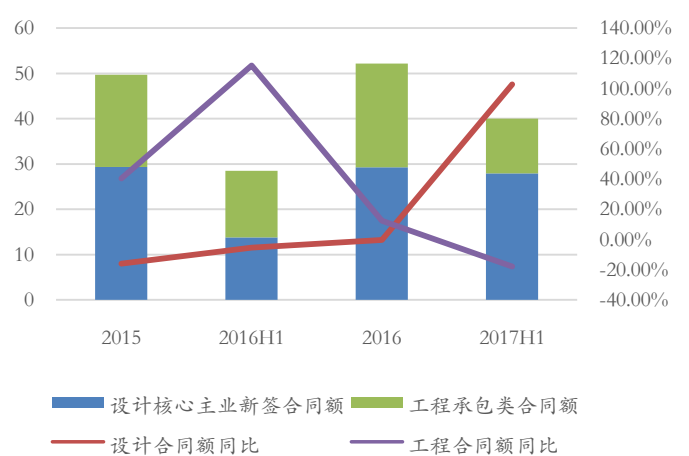
在 2017 年设计类订单的复苏态势下，公司业绩增长有望实现“施工+设计”双驱动。受制于行业竞争加剧，公司前期设计咨询订单增速相对缓慢。上市以来，公司订单总量能维持稳步提升的态势，主要是受益于工程承包市场的持续开拓。

图表 30 公司上市以来新签合同额稳步增长



资料来源：wind、华安证券研究所

图表 31 新增工程订单略降，设计订单大幅复苏



资料来源：wind、华安证券研究所

目前公司设计类订单呈现量质齐升的态势。2017H1 公司新增合同 39.98 亿元，同比增长达 12%。其中设计类订单 27.91 亿元，增幅高达 102.69%，出现了明显的复苏迹象。公司 2017 年至今公告重大设计类合同 6 个，合同总额 4.94 亿元，较 16 年公告的纯设计合同数回升。考虑到公司 2017H1 新签千万以上设计咨询类合同数与去年同期持平，我们认为驱动公司设计订单额大幅增长的因素，不仅仅是数量上的增加，还有单笔订单合同额的提升。

图表 32 公司 2017 至今公告重大合同合计 4.94 亿元

时间	中标性质	外部联合体	中标子公司	项目	金额(亿元)	工期
2016/2/20	签署	无	上海现代建筑设计集团工程建设咨询有限公司、上海申元岩土工程有限公司	江湾社区 A01B-04 地块新建医疗用房项目勘察、设计、施工一体化工程总承包合同	10.34	2016 年 4 月 -2018 年 12 月
2016/5/27	中标	无	华东设计院	韩城市·新城办盘乐村棚户区(城中村)改造设计项目	0.53	一期两年, 二期三年, 三期六年
2016/6/13	中标	无	上海院	提篮桥街道 HK324-01 地块综合开发项目	0.51	2016 年 12 月 -2019 年 12 月
2016/8/25	中标	中交上海航道勘察设计研究院有限公司、中交上海航道局有限公司	上海市水利院	横沙东滩围堰(八期)工程	0.54	1636 天
2016/12/21	签署	上海市政工程设计研究总院(集团)有限公司	华东院	乌鲁木齐国际机场北区航站区工程设计总承包合同	2.41	
2017/6/1	签署	无	华东院	姚家岭城中村改造 K1、K3 地块项目建设工程设计合同	0.53	设计周期约 2 年
2017/6/10	签署	上海市政工程设计研究总院(集团)有限公司	华东院	呼和浩特新机场航站区工程初步设计及施工图设计合同	1.16	240 日历天
2017/6/10	签署	无	华东院	新开发银行总部大楼项目合同	0.67	设计周期 1 年
2017/6/13	签署	上海市政工程设计研究总院(集团)有限公司	华东院	江北新区中心区地下空间一期项目工程设计	0.66	预计 450 日历天
2017/9/20	中标	上海海洋地质勘察设计院有限公司	华东院	临港南汇新城 NHC101 社区 01 单元 19-02,20-01,22-02 地块新建项目设计勘察一体化招标	1.22	勘察周期 29 天, 设计周期 290 天
2017/11/11	中标	无	上海院	长宁区新华路街道 71 街坊 8/3 丘商业、文化和商务办公项目	0.71	设计周期 195 天
2016 年公告订单总额					14.33	
2017 年公告订单总额					4.94	

资料来源：公司公告、华安证券研究所

我们认为，在“十三五”京津冀、长三角区域建设持续推进，城市更新不断加速的预期下，公司传统主营的设计咨询业务景气向好；在 EPC/PPP 等模式的

推广下，大型工程“设计+施工+运营”统一打包招标的趋势越发显著，订单的规模化有利于公司这类资质齐备、融资实力强的企业。因此，在设计+工程承包的双驱动下，公司业绩有望持续向好。

3.3 大股东资产持续注入，国企改革空间大

大股东资产持续注入，后续仍有注资可能。2017年3月公司完成了母公司现代集团旗下现代建筑设计大厦的资产注入，2017年12月公司公告拟收购现代集团旗下无锡市政院28%股权。此次资产注入优化了上市公司财务结构，公司资产负债率由2016年底的78.6%降低至2017Q3的64.4%，为公司进一步融资及拓展业务打开了空间。目前，现代集团企业仍有兰德公路工程咨询设计有限公司这类与公司业务存在同业竞争的资产，我们认为公司后续仍存在集团资产注入的可能。

上海国改如火如荼，公司潜力足。近年来，上海市国资委持续推进企业国改，2017年3月发布国企混改操作指引后，8月上海国企ETF即宣告成立，上港集团、上汽集团及上海建工也分别于2015-2016年完成员工持股试点。公司作为国资委旗下上市平台，曾是事业单位企业化及现代企业制度试点；通过集团资产的持续注入，国资委对公司的控制权不断强化，目前上海市国资委通过现代集团及国盛集团合计持有公司股权高达71.39%，为公司后期进行国企改革提供了充分的空间。

3.4 类比苏交科，设计龙头待起航

苏交科作为“江苏省交通科学研究院”改制而来的民营企业，前期业务集中在公路设计咨询领域。在2012年成功登陆资本市场后，公司发展步伐明显加快，借助不断的收并购，实现了在自身资质、业务范围及市场区域上的同步扩张。公司近来业绩持续攀升，其中设计、施工业务的同步成长，以及省外市场的成功扩张是主要动力。

图表 33 苏交科借力收并购，业务持续扩张，业绩维持高增长

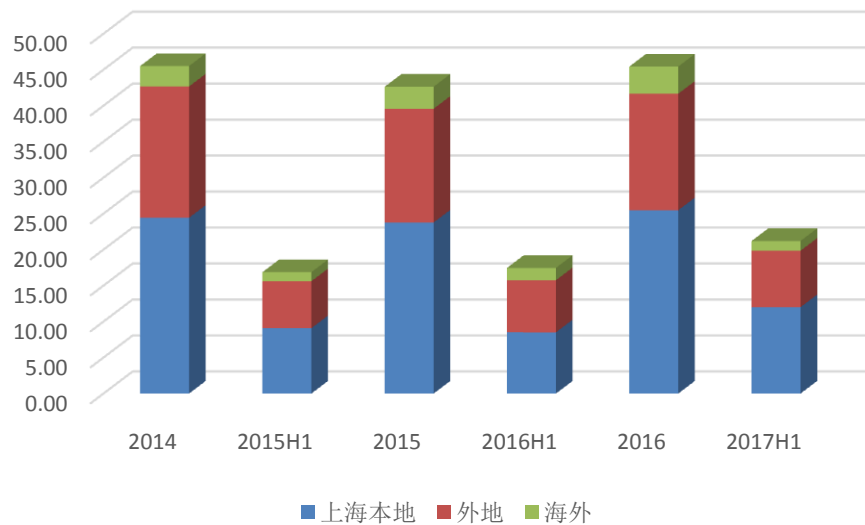
苏交科发展历程	业务扩张				业绩成长		营收分布 (亿元)				
	完成时间	并购标的	区域布局	资质完善/业务拓展	营收增速	净利增速	设计咨询	施工	省内	省外	海外
2012	7月	杭州华龙	切入浙江市场	市政领域资质	-7.02%	7.19%	10.54	1.18	7.07	4.20	0.45
2013	9月	江苏三联		环境监测资质	38.05%	31.32%	12.44	2.33	8.07	5.56	1.25
2014	3月	甘肃科地	切入甘肃市场		32.88%	36.10%	15.30	5.02	10.84	9.33	1.39
	5月	厦门市政院	拓展福建份额	市政领域资质、环境水处理业务							
2015	9月	淮交院	扩大苏北份额		18.48%	23.01%	17.77	6.45	9.88	15.54	0.20
	3月	英诺伟霆		环保业务							
2016	8月	中铁瑞威		铁路咨询设计领域	63.95%	22.08%	27.98	12.06	11.42	22.93	7.66
	9月	TestAmerica	布局海外	环境检测领域、环保业务							
	11月	中山水利	布局珠三角	水利领域资质							

2017	1月	EPTISA	拓展海外业务	补强水利业务		
	8月	石家庄市政府	布局京津冀			

资料来源：公司公告、wind、华安证券研究所

与苏交科类似，公司前期业务主要以建筑领域为主，省外营收扩张缓慢。2015年10月公司完成在资本市场的登陆，此后开始积极布局全国市场。借力上市平台，2017年公司收并购项目集中落地，实现了市政等薄弱领域的资质补充，并有望成功切入湖北、江西及江苏等省外区域市场。公司目前坚守拓展EPC等工程承包业务的战略，目前工程承包业务已经成为带动业绩增长的核心动力。

图表 34 公司前期省外市场拓展较缓慢，并购落地后有望迎来加速



资料来源：公司公告、华安证券研究所

我们认为，公司作为上海老牌设计国企，较苏交科起点更高，资本实力充足。2015年末完成上市后，积极开启转型之路，并购步伐明显加速，在资质补充、区域拓展上潜力十足，有望复制苏交科成功路径，实现设计+施工双驱动下，业绩的快速成长。

4 盈利预测

公司作为老牌工程设计龙头，工程承包业务推进顺利，随着近期设计类订单的复苏，有望实现“设计+施工”的业绩成长双轮驱动。2015年公司登陆资本市场后，通过收并购加速完善产业布局，抢占全国市场；积极改善财务结构，获取银行授信，为业务拓展奠定了坚实基础。我们认为，公司业绩改善确定性较强，具备大股东资产注入及国改的可能，未来发展潜力十足。我们预测，公司2017-2019年EPS分别为0.66元/股、0.72元/股、0.80元/股，对应的PE为22倍、20倍、18倍，给予“增持”评级。

附录：财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	4,180	5,918	7,705	9,028	营业收入	4,551	5,916	7,099	7,809
现金	1,147	1,997	3,111	3,885	营业成本	3,328	4,425	5,381	5,960
应收账款	1,330	1,853	2,069	2,334	营业税金及附加	25	47	48	60
其他应收款	120	112	153	174	销售费用	47	62	74	81
预付账款	12	(21)	(63)	(95)	管理费用	868	1,094	1,278	1,390
存货	1,668	2,061	2,555	2,864	财务费用	(5)	(9)	(24)	(39)
其他流动资产	(96)	(83)	(121)	(134)	资产减值损失	44	36	50	43
非流动资产	658	587	579	549	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	11	4	6	7	投资净收益	2	2	2	2
固定资产	129	121	113	105	营业利润	246	262	295	316
无形资产	70	65	61	57	营业外收入	79	45	47	57
其他非流动	448	397	400	380	营业外支出	2	2	2	2
资产总计	4,839	6,505	8,284	9,577	利润总额	323	306	339	371
流动负债	3,705	4,728	6,162	7,074	所得税	63	0	0	0
短期借款	200	194	181	163	净利润	260	306	339	371
应付账款	1,618	2,085	2,536	2,838	少数股东损益	19	22	26	27
其他流动负	1,888	2,449	3,446	4,074	归属母公司净利润	241	284	313	344
非流动负债	99	107	114	124	EBITDA	272	266	283	289
长期借款	77	77	77	77	EPS (元)	0.56	0.66	0.72	0.80
其他非流动	21	30	37	46					
负债合计	3,804	4,835	6,277	7,198					
少数股东权益	30	52	77	104	主要财务比率				
股本	59	432	432	432	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
资本公积	189	191	190	191	成长能力				
留存收益	711	994	1,308	1,651	营业收入	6.63%	30.00%	20.00%	10.00%
归属母公司股东	1,005	1,618	1,930	2,274	营业利润	27.29%	6.81%	12.24%	7.24%
负债和股东权	4,839	6,505	8,284	9,577	归属于母公司净利	64.61%	17.56%	10.38%	9.78%
					获利能力				
					毛利率(%)	26.86%	25.20%	24.20%	23.68%
					净利率(%)	14.08%	5.30%	4.80%	4.41%
					ROE(%)	25.13%	18.31%	16.88%	15.59%
					ROIC(%)	-145.31	11522.44	31.32%	72.93%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	78.62%	74.33%	75.77%	75.16%
					净负债比率(%)	198.53%	90.16%	71.13%	88.62%
					流动比率	1.13	1.25	1.25	1.28
					速动比率	0.68	0.82	0.84	0.87
					营运能力				
					总资产周转率	1.01	1.04	0.96	0.87
					应收账款周转率	4.00	4.01	3.88	3.83
					应付账款周转率	3.03	3.20	3.07	2.91
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.56	0.66	0.72	0.80
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.40	1.25	2.67	1.85
					每股净资产(最新摊薄)	2.32	3.74	4.46	5.26
					估值比率				
					P/E	26.1	22.2	20.1	18.3
					P/B	6.3	3.9	3.3	2.8
					EV/EBITDA	0.83	21.35	17.05	14.60

资料来源：华安证券研究所

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。