

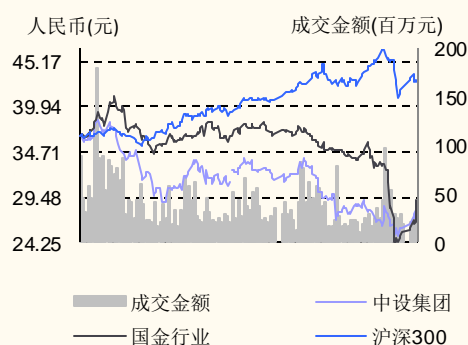
中设集团 (603018.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 28.22 元
目标价格 (人民币): 37.00-38.00 元

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	208.00
总市值 (百万元)	5,852.69
年内股价最高最低 (元)	38.35/25.09
沪深 300 指数	4066.56
上证指数	3289.64



业绩高增回款提速, 估值洼地修复可期

公司基本情况 (人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益 (元)	1.009	1.361	1.901	2.367	2.918
每股净资产 (元)	9.14	10.13	11.57	13.48	15.94
每股经营性现金流 (元)	1.28	1.34	2.01	2.09	2.15
市盈率 (倍)	34.20	21.02	14.56	11.69	9.48
行业优化市盈率 (倍)	14.29	14.29	14.29	14.29	14.29
净利润增长率 (%)	30.95%	37.13%	39.69%	24.55%	23.28%
净资产收益率 (%)	11.03%	13.43%	16.42%	17.56%	18.31%
总股本 (百万股)	208.00	211.52	211.52	211.52	211.52

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 公司发布 2017 年度报告, 实现营收 27.76 亿 (+39%), 公司全年归母净利润为 2.97 亿元 (+41%) 略超预期。公司每 10 股派息 4.2 元转增 4.8 股。

经营分析

■ 业绩增速创历史新高, 回款提速资金面无忧。1) 公司 2017 年营收增速达 39% 较去年略有回落但依旧处于高位, 归母净利达 2.97 亿元, 同比 +41% 创历史最高增速, 业绩实现高增略超预期 (2.88 亿元)。2) ① 毛利率较上年下降 2.27pct, 主要系公司业务结构调整, 高毛利率 (36%) 勘察设计业务占比降 9pct 至 65% 导致整体毛利率下滑, 但毛利率依旧超 30% 保持高位; ② 尽管毛利率下跌, 但净利率同比略升 0.18pct, 主要系三费率均有所下降 (整体跌幅达 3.4pct), 其中管理费率大幅下跌 2.9pct 至 8.8%。3) ① 公司 17 年末应收账款/存货占资产比重与上年基本持平略有提升, 应收账款/存货周转率分别为 1.23/3.79 次, 较上年 (1.07/3.10 次) 有较大幅度改善, 公司营运能力增强回款提速; ② 回款加速下经营性现金流同增 6.5% 边际改善, 同时货币资金达 8.97 亿 (+20.2%), 资金面无忧。③ 值得注意的是, 公司资产减值损失达 1.29 亿元同比翻倍, 其中坏账损失占绝大部分 (95%), 应收账款损失率约上升 3pct 至 6%, 回款速度提升但应收账款质量有所下降。

■ 订单充足促业绩高增可期, 董事长增持+股权激励显信心。1) 公司全年新承接业务额达 51.39 亿 (+30.19%), 业绩高增有保障, 其中勘察设计业务新承接业务额 38.89 亿元 (+56.61%), 业务高毛利率或可继续支撑公司较高盈利水平。2) ① 江苏省外新承接业务额占比 47.3%, 金额为 2.43 亿元, 同比增加 63.13pct, 公司“走出去”战略成效显著; ② 同时公司于 17 年 6 月与芬兰 Enersense 签署战略合作协议, 陆续承接缅甸、香港项目, 布局海外市场迎突破, 未来业务扩展空间广阔。3) 2017 年 6-12 月董事长增持凸显公司信心, 第一期股权激励完成将鞭策公司长远发展。董事长增持均价为 28.7 元/股, 3 月 6 日公司收盘价为 28.22 元, 价格倒挂催生公司积极性。

投资建议

■ 我们预测公司 2018-2020 年归母净利达 4.02/5.01/6.17 亿元, 考虑到利率上升、名义基建增速存下滑预期, 下调目标价至 38 元 (原为 42 元), 对应 2018 年 20 倍 PE。

风险提示

■ 基建投资不达预期、外延并购风险、应收账款坏账风险。

相关报告

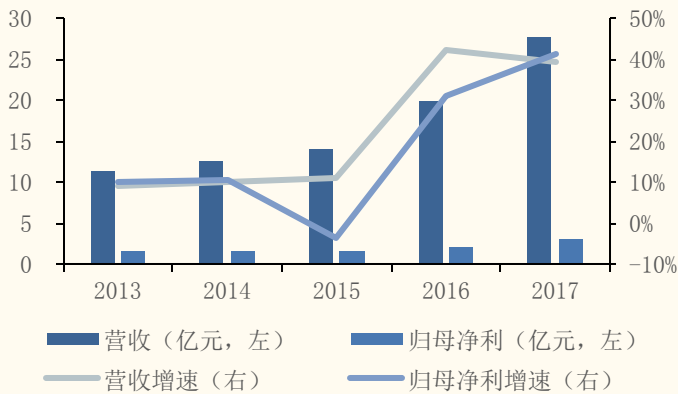
1. 《业绩亮眼绝对低估值, 高管增持安全边际高-中设集团公司点评》, 2018.1.28
2. 《业绩符合预期, 公路景气/省外扩张保增长-中设集团公司点评》, 2017.8.23
3. 《董事长增持/员工激励实施, 看好长期发展-中设集团公司点评》, 2017.7.3
4. 《业绩稳增符合预期, 盈利能力有所提升-中设集团公司点评》, 2017.4.28
5. 《业绩略超预期, 受益基建持续高增可期-中设集团公司点评》, 2017.4.5

黄俊伟 分析师 SAC 执业编号: S1130517050001
(8621)60230241
huangjunwei@gjzq.com.cn

一、业绩突飞猛进，核心盈利指标回升

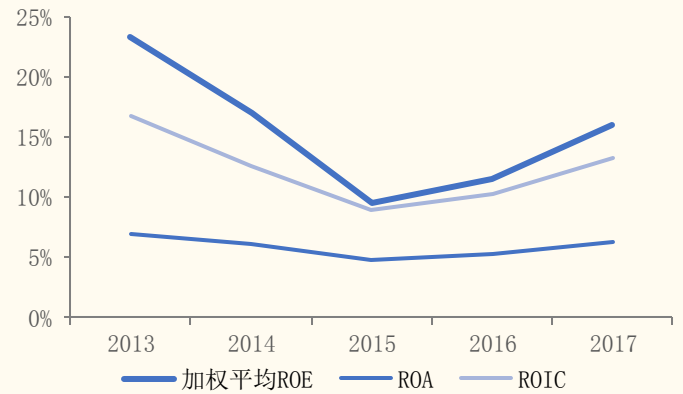
- 业绩高增显强劲内生驱动力，相关指标回暖公司未来盈利性提升有望。1) 公司业务规模不断扩大，营收/业绩增速自 2014 年以来双双突破两位数，2016/2017 年迅速提升并维持在 30%-45%高位区间，内生增长驱动力强劲。2) 核心盈利指标 ROE (加权平均) 自 2015 年回暖，2015-2017 年已累计提升 6.4pct，ROA/ROIC 等指标 5 年内也均呈现先下滑而后回升的走势，未来盈利能力有望进一步获提振。

图表 1: 2016/2017 年营收/业绩实现高增



来源: wind, 国金证券研究所

图表 2: ROE/ROA/ROIC 在 2015 年后均反弹回升

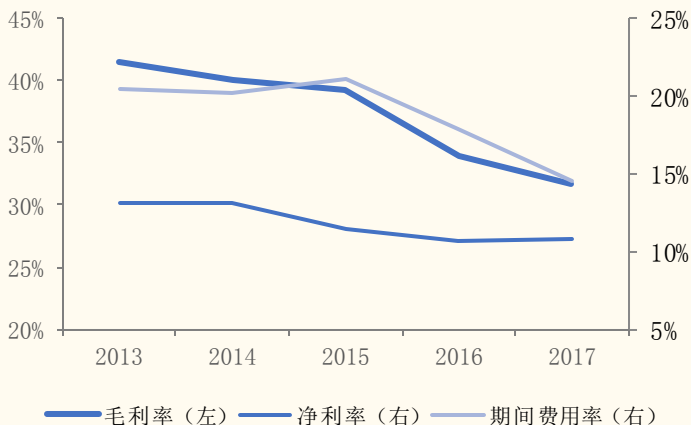


来源: wind, 国金证券研究所

二、成本费用存多重边际变动，净利率企稳略有回升

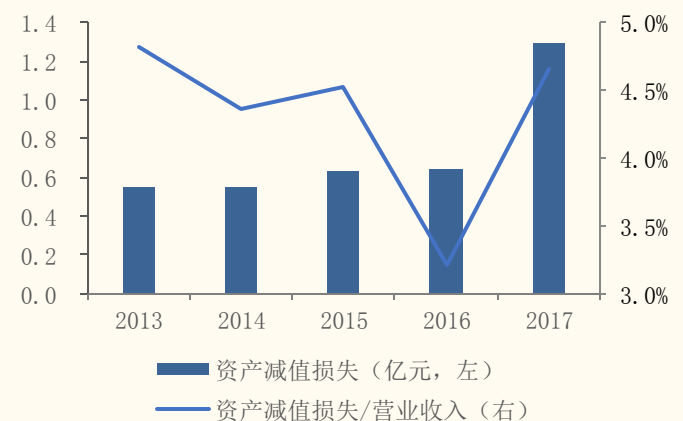
- 期间费用率下滑对冲毛利率下跌，资产减值损失回归历史正常区间，净利率企稳略有回升。1) 伴随公司高毛利率业务勘察设计/规划研究业务占比下降，公司毛利率近五年持续下滑，从 2013 年的 41% 跌至 2017 年的 32%；同时期间费用率在 2015 年后也进入下滑通道，2015-2017 年累计下滑 6pct，基本对冲毛利率下跌影响。2) 就市场较为关心的资产减值损失来看，2017 年资产减值损失达 1.29 亿同比翻倍，但占营业收入比重仅 4.7%，实际为回归历史正常区间 (2013-2015 波动区间约为 4.4%-4.8%)。3) 在各类成本费用边际变动下，最终净利率大致保持稳定，2017 年同比略有回升。

图表 3: 毛利率/期间费用率下跌，净利率企稳



来源: wind, 国金证券研究所

图表 4: 资产减值损失占营收比重回归正常值



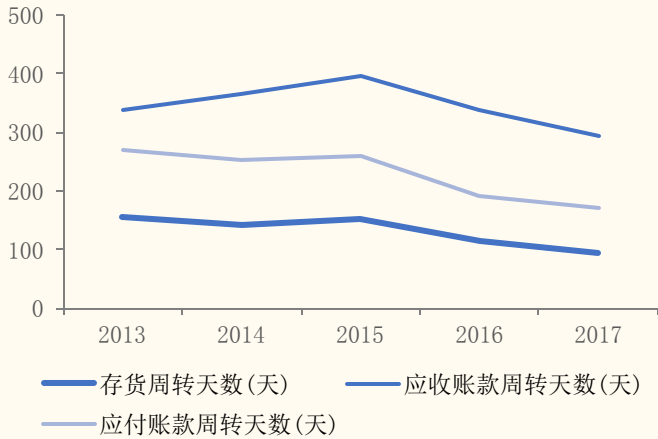
来源: wind, 国金证券研究所

三、营运能力增强回款提速，资金面逐渐向好

- 营运能力显著提升，流动性更充沛资金面无忧。1) 公司应收账款/应付账款/存货周转天数自 2015 年以来加速下滑，2017 年分别为 293/172/95 天，

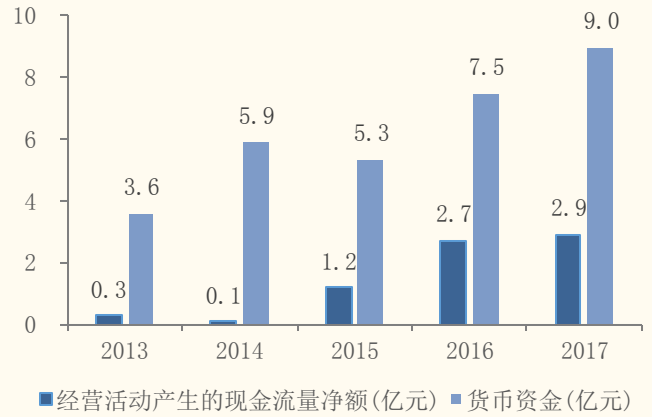
近五年内共下滑 45/99/61 天。(2013 年分别为 338/271/156 天)，公司营运能力快速提升，预计未来周转天数将继续减少，回款持续提速有望。2) 公司回款加快带动资金面不断转好，自 2015 年以来公司经营性现金流持续改善，15/16/17 年分别达 1.2/2.7/2.9 亿元；流动性也保持较好水平，货币资金分别达 5.3/7.5/9 亿元，资金面向好可保障公司稳定运营。

图表 5：营运能力基本处于持续提升态势



来源：wind，国金证券研究所

图表 6：资金面逐渐转好

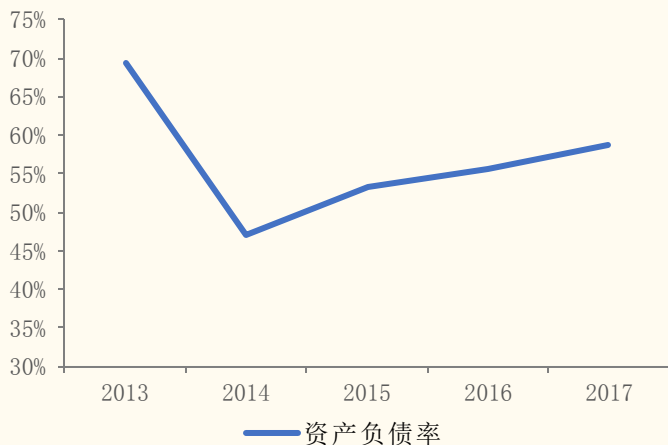


来源：wind，国金证券研究所

四、资本结构优化，偿债能力保持稳定

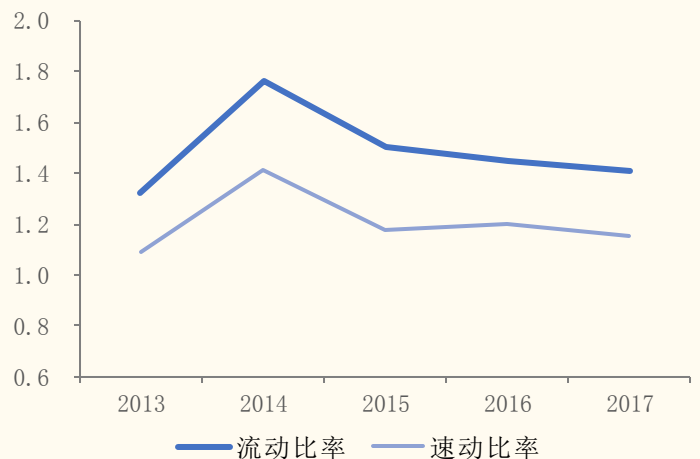
- 资产负债率稳健上升，偿债能力指标波动较小。1) 资产负债率于 2014 年跌至最低值 47% 后稳定提升，2017 年达 58.7%，与同行业可比公司苏交科（2017Q3 为 61.4%）相比较，资本结构仍处于较健康状态，且适当加杠杆可增强公司盈利性提升 ROE。2) 公司流动比率与速动比率于 2014 年出现较大波动，而后在 1.1-1.2 的区间稳定波动，偿债能力保持稳定，因此伴随杠杆率提升公司实际面临的风险较小。

图表 7：资产负债率自 2014 年后持续上升



来源：wind，国金证券研究所

图表 8：流动比率/速动比率保持稳定



来源：wind，国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	1,397	1,991	2,776	3,655	4,438	5,414	货币资金	534	746	897	1,150	1,459	1,758
增长率		42.5%	39.4%	31.7%	21.4%	22.0%	应收账款	1,774	2,138	2,648	3,043	3,541	4,177
主营业务成本	-849	-1,315	-1,897	-2,504	-3,076	-3,763	存货	412	437	564	600	705	771
%销售收入	60.8%	66.1%	68.3%	68.5%	69.3%	69.5%	其他流动资产	229	162	233	308	349	406
毛利	548	676	879	1,151	1,362	1,651	流动资产	2,948	3,483	4,342	5,101	6,054	7,112
%销售收入	39.2%	33.9%	31.7%	31.5%	30.7%	30.5%	%总资产	79.1%	79.9%	82.4%	83.9%	85.1%	85.9%
营业税金及附加	-15	-19	-23	-29	-33	-37	长期投资	229	247	254	264	279	297
%销售收入	1.0%	1.0%	0.8%	0.8%	0.7%	0.7%	固定资产	351	375	413	445	494	555
营业费用	-100	-117	-151	-190	-228	-282	%总资产	9.4%	8.6%	7.8%	7.3%	6.9%	6.7%
%销售收入	7.2%	5.9%	5.4%	5.2%	5.1%	5.2%	无形资产	149	174	171	170	174	180
管理费用	-189	-233	-244	-340	-408	-487	非流动资产	777	876	928	979	1,064	1,166
%销售收入	13.5%	11.7%	8.8%	9.3%	9.2%	9.0%	%总资产	20.9%	20.1%	17.6%	16.1%	14.9%	14.1%
息税前利润 (EBIT)	244	307	462	592	693	846	资产总计	3,725	4,359	5,269	6,080	7,118	8,278
%销售收入	17.5%	15.4%	16.6%	16.2%	15.6%	15.6%	短期借款	212	210	218	213	269	330
财务费用	-6	-6	-8	-9	-10	-13	应付款项	1,320	1,540	1,995	2,243	2,677	3,010
%销售收入	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	其他流动负债	433	659	864	1,119	1,245	1,472
资产减值损失	-63	-64	-129	-127	-112	-120	流动负债	1,965	2,409	3,077	3,576	4,192	4,812
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	12	11	22	22	23	23	其他长期负债	16	17	13	15	25	34
%税前利润	6.1%	4.4%	6.4%	4.6%	3.8%	3.1%	负债	1,980	2,425	3,091	3,591	4,217	4,847
营业利润	186	248	346	478	594	735	普通股股东权益	1,744	1,902	2,143	2,448	2,851	3,371
营业利润率	13.3%	12.5%	12.5%	13.1%	13.4%	13.6%	少数股东权益	1	32	36	42	50	61
营业外收支	3	5	0	4	6	6	负债股东权益合计	3,725	4,359	5,269	6,080	7,118	8,278
税前利润	189	253	346	482	600	742	比率分析						
利润率	13.5%	12.7%	12.5%	13.2%	13.5%	13.7%		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
所得税	-28	-40	-54	-74	-92	-113	每股指标						
所得税率	15.1%	15.9%	15.5%	15.4%	15.3%	15.3%	每股收益	1.541	1.009	1.361	1.901	2.367	2.918
净利润	160	212	292	408	509	628	每股净资产	16.771	9.145	10.132	11.573	13.480	15.938
少数股东损益	0	3	5	6	8	11	每股经营现金净流	1.098	1.285	1.343	2.012	2.088	2.147
归属于母公司的净利润	160	210	288	402	501	617	每股股利	0.350	0.500	0.310	0.460	0.460	0.460
净利率	11.5%	10.5%	10.4%	11.0%	11.3%	11.4%	回报率						
							净资产收益率	9.19%	11.03%	13.43%	16.42%	17.56%	18.31%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	4.30%	4.81%	5.46%	6.61%	7.03%	7.46%
净利润	160	212	301	408	509	628	投入资本收益率	10.53%	11.97%	16.20%	18.43%	18.38%	18.87%
非现金支出	92	98	174	169	158	172	增长率						
非经营收益	-25	-14	-34	-23	-29	-26	主营业务收入增长率	10.82%	42.51%	39.42%	31.65%	21.42%	21.99%
营运资金变动	-113	-29	-157	-129	-196	-320	EBIT增长率	-2.11%	25.79%	50.32%	28.22%	17.08%	21.99%
经营活动现金净流	114	267	284	426	442	454	净利润增长率	-3.41%	30.95%	37.13%	39.69%	24.55%	23.28%
资本开支	-48	-55	-69	-82	-93	-112	总资产增长率	21.87%	17.02%	20.88%	15.39%	17.06%	16.31%
投资	-297	52	-76	-11	-15	-18	资产管理能力						
其他	9	8	15	23	23	23	应收账款周转天数	403.1	341.9	297.4	295.0	289.0	285.0
投资活动现金净流	-335	4	-130	-71	-85	-107	存货周转天数	153.2	117.8	96.3	93.0	92.0	85.0
股权募资	0	0	62	0	0	0	应付账款周转天数	263.2	195.8	174.4	150.0	146.0	140.0
债权募资	202	-2	8	9	66	70	固定资产周转天数	91.6	68.7	50.1	37.2	30.6	25.5
其他	-46	-61	-77	-112	-114	-118	偿债能力						
筹资活动现金净流	156	-63	-6	-102	-48	-48	净负债/股东权益	-18.45%	-27.71%	-31.16%	-37.02%	-40.15%	-40.60%
现金净流量	-65	209	148	253	309	299	EBIT利息保障倍数	37.9	49.5	54.9	63.0	67.7	65.0
							资产负债率	53.16%	55.64%	58.65%	59.05%	59.24%	58.54%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
	1	3	7	8	22
	0	0	1	2	10
	0	0	0	0	0
	0	0	0	0	0
	1.00	1.00	1.13	1.20	1.31

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

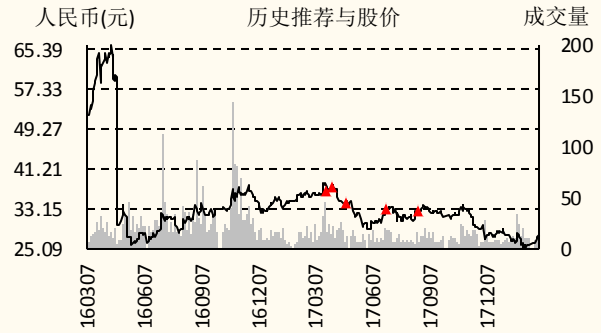
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-03-29	买入	37.59	46.20~52.80
2	2017-04-05	买入	37.22	46.20~52.80
3	2017-04-28	买入	35.00	46.20~52.80
4	2017-07-03	买入	32.39	46.20~52.80
5	2017-08-23	买入	32.26	46.20~52.80
6	2018-01-28	买入	28.39	41.00~42.00

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务专业投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH