

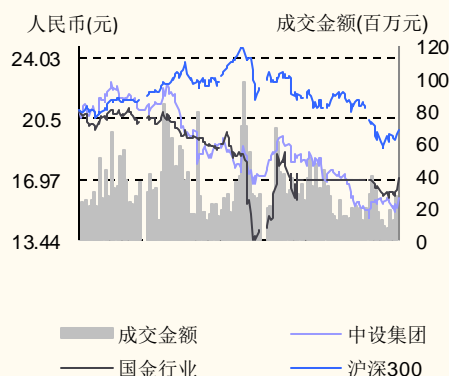
中设集团 (603018.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 15.96 元
 目标价格 (人民币): 25.00-26.00 元

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	308.88
总市值 (百万元)	5,008.47
年内股价最高最低 (元)	22.61/14.71
沪深 300 指数	3525.75
上证指数	2859.54



业绩确定性增长彰显低估值，集中度提升趋势明确

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	1.281	1.596	1.967
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	12.46	10.00	8.11
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	313.81	313.81	313.81

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **微观: 在手订单充裕保业绩增长确定性, 三维度看公司低估值。** 1) ①公司 2017 年新签订单达 51 亿, 同增 30%, 订单营收比 1.8 倍。毛利率较高的勘察业务新承接业务额 39 亿元, 同增 57%, 订单营收比达 2.2 倍。公司 2018 年 H1 公告的重大设计订单有 3 单, 共计 8.4 亿元, 去年全年公告重大设计订单仅 2 单, 共计 4.5 亿元, 设计订单维系高增。②公司 2018 年 H1 中标 EPC 订单 3.3 亿元, 2017 年中标 EPC 订单仅 1.4 亿元, EPC 业务较快增长。2) ①纵向来看, 目前公司 PE (TTM) 仅 16 倍, PB 仅 2.4 倍, 创上市以来最低估值水平。②横向来看, 公司 2018 年 PE 估值仅 12 倍, 处于可比公司最低位, 苏交科/设计总院/中衡设计 2018 年 PE 估值为 13/16/14 倍。③我们预计公司未来三年 CAGR 约 29%, 公司 PEG 仅 0.43。3) 4 月 19 日, 大股东中科汇通减持完毕, 股价压制因素消除。
- **中观: 行业集中度提升趋势明确, 外延并购促公司做大做强。** 1) 2018 年 H1 江苏省交通固投同增 23.35%, 远超全国增速 (1.37%); 近日《长三角地区一体化发展三年行动计划》正式印发, 有望助推长三角基建发展。2) 现阶段, 在“PPP 新模式高准入过滤竞争者, 设立异地销售中心完成轻资产扩张, 资本助力并购加速版图扩张, “互联网+”技术革新打破空间/人力双重限制, 外延并购拓宽行业边际”五大途径的作用下, 设计行业内部正发生剧烈的结构变化, 行业集中度提升趋势明确, CR3 不足 1%, 龙头公司集中度有望提升。2) 外延并购有望打破勘察设计行业的地方保护/技术/资质三大壁垒, 公司通过收购宁夏设计院开辟西北市场, 收购扬州设计院进军水利行业, 促公司做大做强。
- **宏观: 货币政策边际宽松+基建预期复苏利好设计行业。** 1) 7 月 23 日, 央行投放 5020 亿元 MLF, 这是央行创设 MLF 工具以来规模最大单次投放, 货币政策确认宽松。2) 在内需趋弱+贸易战加剧的情况下, 下半年经济下行压力大, 政策支持下基建有望在下半年企稳回升。李克强 7 月 23 日主持召开国务院常务会议, 部署更好发挥财政金融政策作用, 支持扩内需调结构促进实体经济发展, “激发社会活力, 推动有效投资稳定增长”。

投资建议

- 我们预测公司 2018/2019 年归母净利达 4/5 亿元, 给予目标价 25.6 元 (20*2018EPS)。

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. 《业绩增长确定性高, 减持结束释放上行压力-中设集团公司点评》, 2018.4.27
2. 《业绩高增回款提速, 估值洼地修复可期-中设集团公司点评》, 2018.3.7
3. 《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
4. 《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

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

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%	应收款项	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	1.281	1.596	1.967
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	22	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
买入	0	0	0	0	5
增持	0	0	0	0	9
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.64

来源：贝格数据

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。

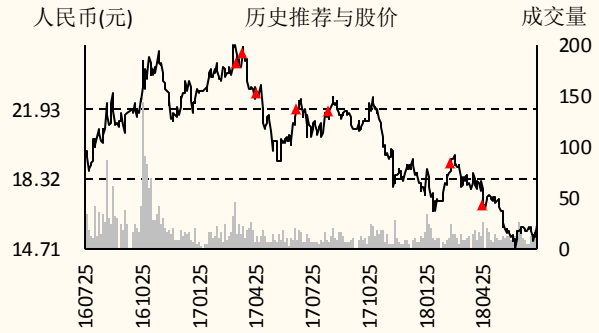
最终评分与平均投资建议对照：

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	37.27	46.20~52.80
2	2017-04-05	买入	36.65	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
7	2018-03-07	买入	28.22	37.00~38.00
8	2018-04-27	买入	17.86	25.00~26.00

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