

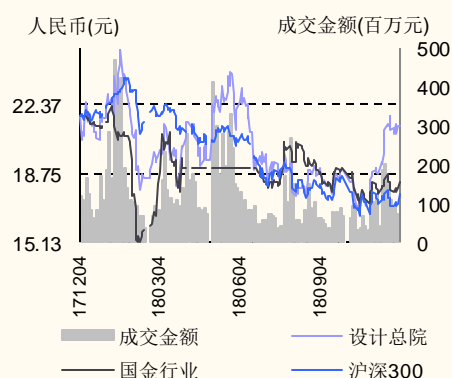
## 设计总院 (603357.SH) 买入 (维持评级)

## 公司深度研究

市场价格 (人民币): 21.22 元  
 目标价格 (人民币): 27.00-27.00 元

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	158.67
总市值(百万元)	6,889.57
年内股价最高最低(元)	25.32/16.87
沪深 300 指数	3260.95
上证指数	2654.80



## 相关报告

- 1.《业绩略超预期，盈利能力、盈利质量冠绝行业-《2018-10-...》》，2018.10.28
- 2.《业绩高增长超预期，盈利能力/质量远超行业-《2018-08-...》》，2018.8.19
- 3.《勘察设计业务高速增长，集团资产证券化可期-设计总院公司点评》，2018.4.30
- 4.《业绩大超预期，订单高增未来业绩增长动力足-设计总院公司点评》，2018.4.1

刘妍雪 联系人  
liuyanxue@gjzq.com.cn

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

## 省内省外齐头并进，盈利能力、盈利质量冠绝行业

## 公司基本情况(人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.804	0.890	1.582	1.956	2.359
每股净资产(元)	3.25	5.55	7.33	8.70	10.34
每股经营性现金流(元)	0.76	0.36	1.04	1.88	2.42
市盈率(倍)	0.00	24.58	13.40	10.85	8.99
净利润增长率(%)	39.66%	47.54%	77.86%	23.60%	20.63%
净资产收益率(%)	24.76%	16.02%	21.58%	22.49%	22.82%
总股本(百万股)	243.47	324.67	324.67	324.67	324.67

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **需求端：全国基建勘设市场规模超千亿，五大因素促省内市场规模超预期（50 亿）。** 1) 全国：2017 年全国工程勘察设计市场约 4850 亿元。考虑实际情况中各细分领域专业化程度较高、需要按行业将市场规模进一步分拆。我们预计 2017 年基建（不含铁路）勘设市场总规模为 1111 亿元，市场空间广阔，预计未来基建市场稳健增长，中长期受益勘察费率提升。2) 省内：根据现有的安徽省省内建设规划，我们预估 2018-2021 年安徽省内年均基建勘设市场规模约 50 亿，五大因素（十四五储备项目贡献增量设计项目+实际投资额普遍超出计划投资额+2019 年基建补短板兑现+安徽省融入长三角一体化催化+公路投资结构升级）促实际规模超预期。
- **供给端：省内营收天花板尚远，轻资产扩张+外延并购加速省外扩张。** 1) 省内：凭借技术超群+国资背景，近两年公司市占率快速提升，2017/2018 年 H1 订单同增 51%/43%保障未来高速增长；我们估算 2017 年设计总院省内市占率约 22%，对标苏交科、中设集团江苏省内市占率（58%），设计总院省内营收天花板超 28 亿元，省内扩张天花板尚远。2) 省外：目前设计行业前 60 强市占率仅 27%，行业集中度较低，长期来看大型企业通过增设异地销售机构实现轻资产扩张、外延并购快速提高竞争力，行业集中度有望提升。苏交科/中设集团通过外延并购优质标的、设立异地子公司实现良性扩张，省外营收占比达 43%/41%，公司省外营收占比仅 20%，省外市场空间广阔。
- **国企限薪作用下盈利能力远超同业，应收账款高周转&资产质量最佳。** 1) 公司净利率/ROE 领先同业，毛利率较高主要系公司勘察设计业务占比高（96%）、省内业务占比高、国企限薪作用下人工成本占比低，管理费率较低也主要系国企限薪。预计未来伴随省外扩张毛利率略有下滑，规模效应下管理费率持续下降。2) 公司应收账款周转领先行业，经营现金流最佳，资产负债率仅 31%；公司坏账计提比例最为严苛，资产质量高。

## 盈利预测与估值

- 预计公司 2018-2020 年归母业绩达 5.1/6.4/7.7 亿元，对标行业龙头苏交科/中设集团/AECOM 历史 PE 估值，考虑公司盈利能力、盈利质量更佳，给予公司目标价 27 元（15\*2018EPS）。

**风险：**基建投资不达预期、省外扩张不达预期、应收账款减值风险。

## 内容目录

一、需求：全国基建勘设市场规模超千亿，五大因素促省内需求超预期.....	5
1.全国：建勘设市场规模超千亿，预计未来稳健增长.....	5
2.省内：未来三年预期年均市场规模约 50 亿，五大因素促超预期.....	6
二、供给：省内营收天花板尚远，轻资产扩张+外延并购加速省外扩张.....	10
1.省内：技术领先+国资背景促市占率快速提升，营收天花板超 28 亿.....	10
2.省外：行业集中度尚低，轻资产扩张+外延并购加速扩张.....	12
2.1 增设异地销售机构+外延并购，助力企业快速扩张.....	13
2.2 对标苏交科、中设集团，看设计企业做大做强必经之途.....	14
2.3 技术领先+设立跨域分公司，设计总院市占率料将持续提升.....	17
三、我们怎么解读公司的高盈利能力？.....	18
1.勘察设计业务占比高+省内业务占比高+人工成本占比低，造就高毛利率.....	19
2.超低管理费，决定期间费率远低同业.....	21
四、周转情况较好现金流最佳，高额计提夯实资产质量.....	22
五、业绩预测与估值.....	25
六、风险提示.....	27

## 图表目录

图表 1：2010-2016 年全国历史公路、水运、轨交、道路桥梁投资额（单位：亿元）.....	5
图表 2：公路/水路/轨道交通/道路桥梁勘设费率分别为 3.2%/3.2%/3.6%/3.0%.....	5
图表 3：预计 2017 年全国基建设计规模约 1111 亿元.....	6
图表 4：对标海外，设计费率有望攀升.....	6
图表 5：据规划 2017-2021 年安徽省内公路/水路/轨交累计投资额预计分别为 3750/400/1370 亿元.....	7
图表 6：预计 2018 年安徽基建勘设市场规模约 49.5 亿元，2019-2021 年约 145.6 亿元.....	7
图表 7：历年交通投资实际完成额超出计划投资额为常态.....	8
图表 8：固定资产投资累计增速于 9 月出现回升.....	8
图表 9：基建投资累计增速于 10 月出现回升.....	8
图表 10：《长三角地区打通省际断头路合作框架协议》中涉及安徽项目.....	9
图表 11：安徽公路建设固定资产投资近年略有下滑.....	9
图表 12：公路投资下滑主要系农村公路投资收窄，高速公路+国省干线投资实际仍稳中有升.....	9
图表 13：安徽二级以上公路占总公路比例偏低.....	10
图表 14：中部六省中安徽二级以上公路人均里程最低.....	10
图表 15：2015 年母公司重组后，公司关联收入明显提升.....	10
图表 16：母公司拟在建公路项目充裕，保障公司未来订单.....	11

图表 17: 设计总院省内营收远低于苏交科/中设省内营收.....	12
图表 18: 安徽公路建设投资占比相较江苏更大.....	12
图表 19: 从六大设计公司省外布局及省外营收占比对比来看, 设计总院有较大改善空间 .....	12
图表 20: 核心的设计工作可以远程完成.....	13
图表 21: 设计上市公司通过跨区域增设异地销售机构和并购两大方式进行扩张提高行业集中度.....	14
图表 22: 低价取得被并购资产, 且基本如期完成业绩承诺.....	14
图表 23: 在各地设立子公司进行属地化建设.....	15
图表 24: 苏交科省外业务持续扩张.....	16
图表 25: 合资合作、兼并收购助力公司突破地域屏障.....	16
图表 26: 中设集团省外业务占比迅速增长.....	17
图表 27: 中设集团交通设计研究院分布广泛辐射全国.....	17
图表 28: 公司已走上省外扩张之路且取得阶段性成果, 但仍有较大扩展空间.....	18
图表 29: 六大公司中设计总院 ROE 高居第二 (%) .....	19
图表 30: 六大公司中设计总院权益乘数为第二低.....	19
图表 31: 2017 年六大公司总资产周转率趋近.....	19
图表 32: 六大公司中设计总院净利率处相对高位 (%) .....	19
图表 33: 设计总院勘察设计业务占比更高.....	20
图表 34: 设计总院勘察设计业务毛利率居于中位.....	20
图表 35: 设计总院省内业务占比更高.....	20
图表 36: 设计总院省内业务毛利率居于中位.....	20
图表 37: 国企限薪设计总院人工成本占营收比重更低.....	21
图表 38: 设计总院人均创收最高, 人均薪酬较低.....	21
图表 39: 公司期间费率逐年降低, 2017 年同行最低.....	21
图表 40: 公司销售费率处于中游水平.....	21
图表 41: 公司管理费率处于近两年为行业最低.....	22
图表 42: 2017 年公司财务费率最低且降为负值.....	22
图表 43: 公司管理费率较低主要系员工薪酬较低.....	22
图表 44: 公司应收账款周转天数居于中位, 呈下降趋势.....	23
图表 45: 公司应收账款+存货占营收比重低, 资金占用低.....	23
图表 46: 设计总院一年以内应收账款占比高.....	23
图表 47: 一年期应收账款贡献营收.....	23
图表 48: 设计总院坏账计提比例最为充分.....	24
图表 49: 设计总院坏账计提比例最高.....	24
图表 50: 2018 年公司经营性现金流逐渐好转.....	24
图表 51: 2018 年 H1 公司经营活动现金流净额较高主要系净利润较高 .....	24
图表 52: 公司收现比较低未来还有较大提升空间.....	25
图表 53: 公司财务费用已转为负 .....	25

图表 54: 预计 2018-2020 年公司营收达 17.8/21.8/26.6 亿元.....	25
图表 55: 预计 2018-2020 年公司业绩达 5.1/6.4/7.7 亿元.....	25
图表 56: 国内外设计龙头估值一览.....	26
图表 57: 苏交科估值一览.....	26
图表 58: 中设集团估值一览.....	27

## 一、需求：全国基建勘设市场规模超千亿，五大因素促省内需求超预期

### 1.全国：建勘设市场规模超千亿，预计未来稳健增长

- 根据 2017 年全国工程勘察设计统计公报，工程勘察设计营收达 4850 亿元，同增 9%。考虑实际情况中各细分领域专业化程度较高、需要按行业将市场规模进一步分拆。我们尝试通过对下游需求拆分、辅之勘设费率（勘设费用占投资额比重），进而拟合出相对合理的勘设市场规模。勘察设实际情况纷繁复杂，采用情况大幅简化下的测算未必非常准确，但我们尽可能合理推敲及保持逻辑完备，以给出确切的数据结论。
- 从已上市的 6 家基建设计企业（苏交科、中设集团、勘设股份、设计总院、设研院、中设股份）主营业务来看，**基建设计下游主要为公路、水路、道路桥梁、轨道交通领域**，而铁路、燃气等板块基本由专营企业负责，其他企业难以进入。我们采用交通部发布的交通固投下设子科目公路/内河/沿海建设投资额以及住建部发布的城市市政公用固投下设子科目轨道交通/道路桥梁投资额来度量各下游细分市场。

图表 1：2010-2016 年全国历史公路、水运、轨交、道路桥梁投资额（单位：亿元）

	公路建设	水运建设	轨道交通	道路桥梁	总计
2010-12	11,482	1,171	1,813	6,696	21,162
2011-12	12,596	1,405	1,937	7,079	23,017
2012-12	12,714	1,494	2,065	7,403	23,675
2013-12	13,692	1,528	2,455	8,356	26,031
2014-12	15,461	1,460	3,221	7,644	27,786
2015-12	16,513	1,457	3,707	7,414	29,092
2016-12	17,787	1,396	4,079	7,564	30,827

来源：wind，国金证券研究所（注：住建部暂未披露 2017 年城市市政公用固投）

- **公路/水路/轨道交通/道路桥梁勘设费率分别为 3.2%/3.2%/3.6%/3.0%。** 1) 重要假定一：勘设费用实际受地形地质、工程规模、技术复杂度等众多因素影响，我们简化思路，依照现有政府文件寻找普适的勘设费率。 2) ①根据《2002 年度工程勘察设计收费标准》中提供的工程设计收费基准价表，计费额（主要是建安费用+设备购置费用，基本等于固定资产投资总额）愈高，则工程设计基准费率（收费基价÷计费额）愈低，工程设计基准费率最高/最低/平均值为 4.50%/1.75%/2.79%，我们简单取 2.79%作为调整前通用设计基准费率。②通过工程设计基准费率×专业调整系数×工程复杂程度调整系数×附加调整系数可得到调整后工程设计基本费率，我们结合相关规定及行业惯例为公路/水路/轨道交通/道路桥梁四类工程选定了三类调整系数，计算得调整后工程设计基本费率分别为 3.1%/3.1%/3.5%/2.8%，并在此基础上增加 18%的施工图、竣工图预算编制收费，最终预计四类工程设计费率分别为 3.6%/3.6%/4.2%/3.3%。3) 据《市政工程设计概算编制办法》，勘察费率可按工程费用的 0.8%-1.1%取值，我们取平均值 0.95%作为勘察费率。4) 按照勘察设收费管理规定，最终收费有上下浮动空间，实际折扣约 30%，折扣后公路/水路/轨道交通/道路桥梁勘设费率分别为 3.2%/3.2%/3.6%/3.0%。

图表 2：公路/水路/轨道交通/道路桥梁勘设费率分别为 3.2%/3.2%/3.6%/3.0%

	公路	水路	轨道交通	道路桥梁
调整工程设计基准费率			2.79%	
专业调整系数	1.05	1.1	1.1	1
工程复杂程度调整系数	1.05	1	1.15	1
附加调整系数	1	1	1	1
综合调整系数	1.1025	1.1	1.265	1
调整后工程设计基本费率	3.1%	3.1%	3.5%	2.8%

设计费率	3.6%	3.6%	4.2%	3.3%
勘察费率			0.95%	
<b>折扣后勘设费率</b>	<b>3.2%</b>	<b>3.2%</b>	<b>3.6%</b>	<b>3.0%</b>

来源：《2002 年度工程勘察设计收费标准》，《市政工程设计概算编制办法》，国金证券研究所

注：设计费率在设计基准费率基础上多考虑了 18% 的施工图、竣工图预算编制费用

- **预计 2017 年全国基建设计规模约 1111 亿元。**1) 重要假定二：为保持逻辑简洁，假定所有项目的勘察设计需求与固定资产投资在同年发生。2) 通过上文对各类工程勘设费率的计算，我们首先根据公路、水路、轨交、道路桥梁历年固投测算得 2010-2017 年全国四类工程勘设市场规模，其中 2017 年轨交投资数据采用轨交协会口径（与住建部口径基本一致），道路桥梁投资额维持 2016 年水平（近年维持稳定），2017 年全国四类工程勘察设计市场总规模为 1111 亿元。

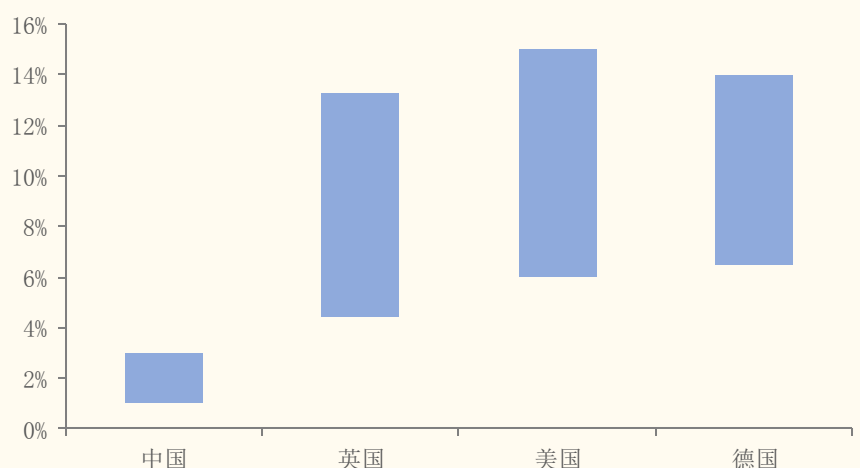
图表 3：预计 2017 年全国基建设计规模约 1111 亿元

	全国四类工程固定资产投资总和 (亿元)	全国勘察设计市场规模 (亿元)	勘设市场规模占四类工程投资总和比重
2010	21161.9	668.38	3.16%
2011	23017.4	727.32	3.16%
2012	23674.8	748.08	3.16%
2013	26031.4	822.73	3.16%
2014	27786.0	883.44	3.18%
2015	29091.6	927.60	3.19%
2016	30826.9	984.19	3.19%
2017	34704.4	1110.88	3.20%

来源：国金证券研究所

- **长期来看，对标海外，设计费率有望攀升。**我们预计未来全国基建市场规模维持稳健增长，但勘设费率有望进一步提高，目前国内设计费率一般在调整后费率上打 7 折，设计费率在 2%-3% 的水平，对标海外，设计费率一般在投资额的 5% 以上，其中德国工程咨询费占工程造价的 7.5%-14%，英国工程咨询费占工程造价的 8.85%-13.25%，美国工程咨询费占工程造价的 6%-15%。

图表 4：对标海外，设计费率有望攀升



来源：智研咨询，国金证券研究所

## 2. 省内：未来三年预期年均市场规模约 50 亿，五大因素促超预期

- **根据规划，预计 2017-2021 年安徽省内公路/水路/轨交累计投资额分别为 3750/400/1370 亿元。**1) 从需求端来看，我们假定未来实际投资额与政府规划投资额差异较小，根据《安徽省公路建设规划（2017—2021 年）》、

《安徽省水路建设规划（2017—2021年）》、《安徽省现代铁路交通体系建设规划（2017—2021年）》，2017-2021年安徽省内公路/水路/轨交规划额分别为3750/400/1370亿元。2)以2018年1-10月公路建设、水运建设投资增速作为全年增速，预计2018年公路/水路投资额分别为764/87亿元，用2017-2021年规划额减去2017-2018年实际已发生投资额则2019-2021年公路/水路投资额为2207/260亿元。3)2017-2021年轨道交通规划投资额均摊到每年约274亿元。4)道路桥梁未有具体政策规划但历年实际投资额相对稳定，我们假定维持2016年规模418.8亿元。

图表 5：据规划 2017-2021 年安徽省内公路/水路/轨交累计投资额预计分别为 3750/400/1370 亿元

	公路投资	水路投资	轨交投资
2017-2021 年规划投资额	3750	400	1370
2016	788	53	79
2017	779	53	1370
2018E	764	87	
2019E	2207	260	
2020E			
2021E			

来源：政府官网，国金证券研究所（注：红底为采用的政策目标，蓝底为安徽投资预测）

- 预计 2019-2021 年安徽省基建年均勘设市场规模约 50 亿元。据此前估算的各行业未来投资规模及勘设费率，可测得安徽省 2018 年公路/水路/轨交/道路桥梁市场规模约 24.5/2.8/9.8/12.4 亿元，2019-2021 年约 70.7/8.3/29.4/37.3 亿元。保守估计 2018 年安徽勘设市场总规模为 49.5 亿元，同比+1.3%，2019-2021 年均勘设市场规模为 48.5 亿，基本维持稳定，我们判断未来三年安徽勘察设计市场规模存在底部支撑。

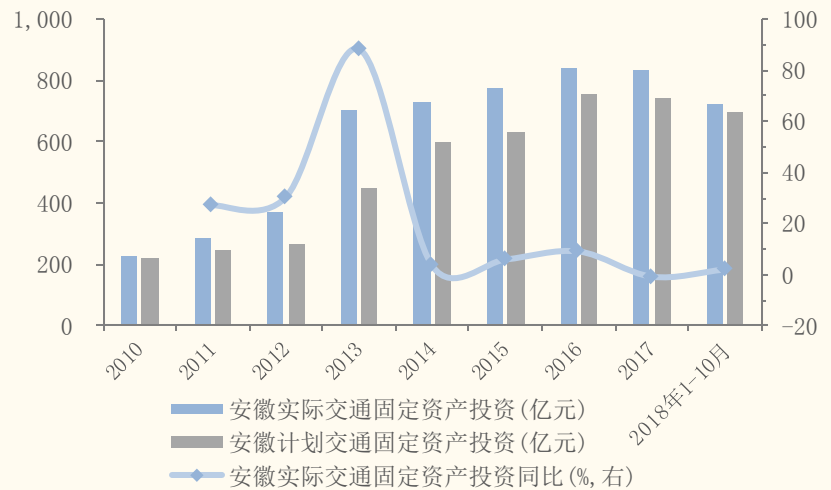
图表 6：预计 2018 年安徽基建勘设市场规模约 49.5 亿元，2019-2021 年约 145.6 亿元

	公路勘设规模	水路勘设规模	轨交勘设规模	道路桥梁勘设规模	总规模
2016E	25.2	1.7	2.8	12.4	42.2
2017E	24.9	1.7	9.8	12.4	48.9
2018E	24.5	2.8	9.8	12.4	49.5
2019E-2021E	70.7	8.3	29.4	37.3	145.6

来源：政府官网，国金证券研究所

- 实际规模超过测算的五个重要因素：
  - 因素一：未考虑十四五储备项目带来的勘察设计市场。从实际情况来看，设计端一般先于施工端 1-2 年，因此 2020 年-2021 年的部分工程设计实际上是由十四五的储备项目贡献的，因此现有测算存在一定的低估。
  - 因素二：按政策规划测算的投资额偏保守，以之作为测算基准实际是探寻勘察设计市场的规模底线。1) 未考虑规划加码。可参考 2011-2015 安徽省单年交通建设规划投资总额（主要是公路+水运建设）2195 亿元远超十二五规划的 1500 亿元，主要系早期规划易低估交通建设投资需求，而后期规划逐步修正预测误差。2) 未考虑实际投资额的加码。历年交通投资实际完成额超出规划额为常态，2010-2017 年平均溢出比例约 23%，2018 年 1-10 月实际投资额已超出全年计划投资额。即便是后期修正过的规划投资额相较实际投资额仍偏低。

图表 7: 历年交通投资实际完成额超出计划投资额为常态

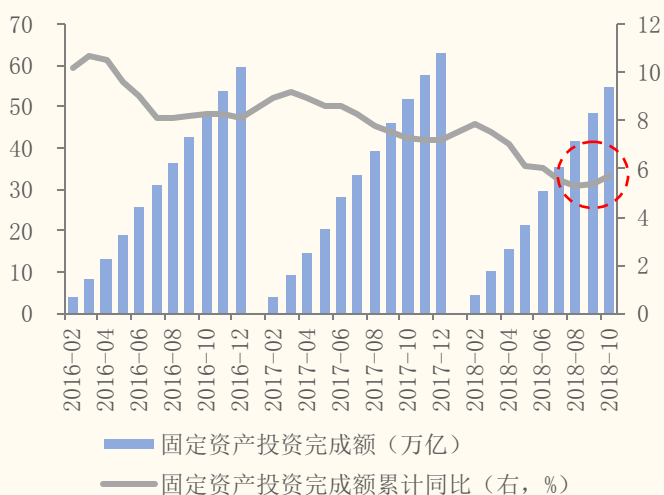


来源: 安徽省交通部, 国金证券研究所

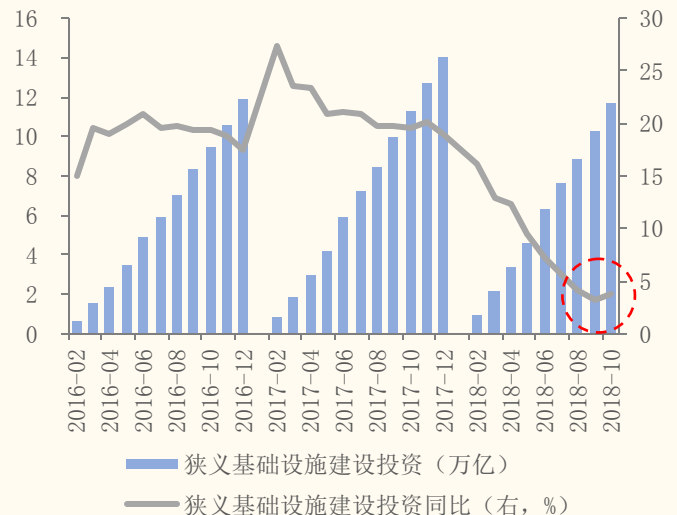
注: 图中 2018 年计划投资额为全年目标值

- 因素三: 政策密集出台定调稳增长, 基建补短板设计先行。1) 近年全国固定资产投资/基建投资(不含电力)增速均处于下行通道中, 2018 年 9 月固定资产投资累计增速年内环比首次回升至 5.4%, 10 月环比再升 0.3pct 达 5.7%, 同时 10 月基建投资累计增速环比升 0.4pct 至 3.7%, 终结了自年初以来的快速下行趋势。2) 目前我国经济发展面临内忧外患局面, 经济下行压力仍大, 10 月政治局会议定调我国经济形势仍为“稳中有变”, 基建稳增长逻辑持续强化, 同日国务院办公厅下发指导意见大力支持基建补短板, 从重点任务顺序来看, 铁路公路是重点。基建资金逐步到位后, 基建补短板将逐步步入成效期, 未来基建投资将继续企稳回升。勘察设计行业处于基建最前端, 将优先受益于基建形势改善。

图表 8: 固定资产投资累计增速于 9 月出现回升



图表 9: 基建投资累计增速于 10 月出现回升



来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

- 因素四: 安徽省融入长三角一体化发展加速, 交通基础设施建设先行。1) 新时代长三角地区一体化是国家持续推进的重要战略, 长三角地区是中国经济最具活力区域之一, 安徽积极融入长三角可带动本省经济实现快速发展, 早在 2005 年安徽便实施了东向发展战略, 2008 年起安徽加入三省一市的长三角合作机制进一步密切与长三角关联。2) 区域内要实现一体化发展, 交通互联互通是基础条件。2018 年 6 月皖沪苏浙就《长三角地区一体

化发展三年行动计划（2018-2020年）》达成共识，包括加快轨道交通网建设、全面提升省际公路运输能力打通省际断头路、持续推进区域港航协同发展等重点内容，同月皖沪苏浙四省交通运输部门联合签订《长三角地区打通省际断头路合作框架协议》，协力加快推进区域交通一体化进程，优先确保高速公路、国道骨干路网建设项目的全面连通，其中《协议》涉及安徽项目共5个，总投资额超百亿且基本于2018年开建。预计未来随长三角一体化深入推进将有更多交通建设项目涌现。

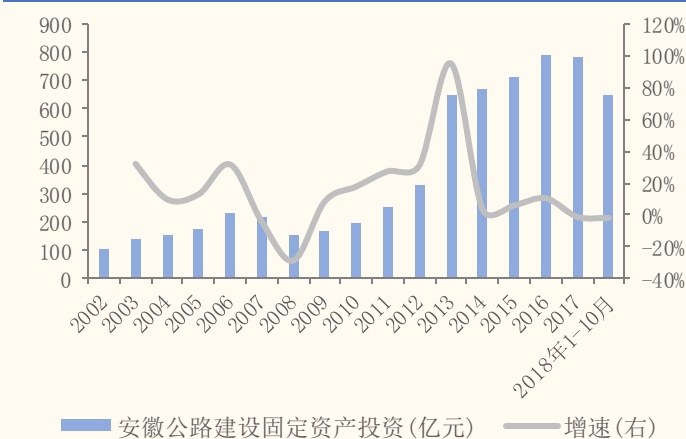
图表 10: 《长三角地区打通省际断头路合作框架协议》中涉及安徽项目

	建设里程 (公里)	投资 (亿)	建设计划	是否新项目
溧阳至宁德高速公路 (江苏段)	23.7	33.3	2018 年开建	是
高淳至宣城高速公路江苏段	19.3	27.4	2018 年开建	是
千岛湖至黄山高速公路安徽段	25.5	47.8	2018 年开建, 2022 年建成	是
临金高速公路临安至建德段	85.4	171	2018 年开建	是
申嘉湖西延高速公路安徽段	-	-	2018 年开展前期工作	是

来源:《长三角地区打通省际断头路合作框架协议》, 国金证券研究所

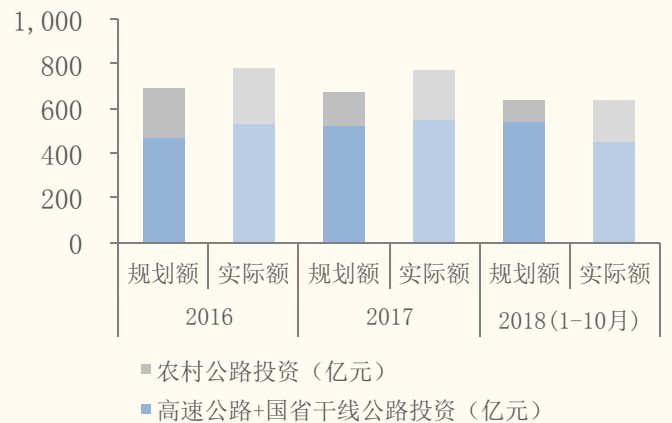
- 因素五: 公路实现结构升级, 高速公路+国省干线投资加码。1) 安徽省2017 全年公路建设投资同比-0.71%, 2018 年 1-10 月同比-1.9%继续下挫, 其中 2018 全年农村道路/高速公路+国省干线规划投资额分别同比-36.2%/+2.9%, 1-10 月二者实际投资额分别同比-11.7%/+2.4%。我们判断目前安徽公路固投下滑主要受农村道路建设投资下滑影响, 高速公路+国省干线投资实际仍稳中有升。2) 2017 年安徽二级以上公路占总公路里程比例/人均里程仅为 9.7%/3.15 公里, 在中部六省中处于倒数第二/第一位, 较五省平均值低 3.2pct/1.56 公里。对标中部其他地区, 滞后的二级以上公路建设情况或对安徽政府未来交通规划施加隐性压力, 进而敦促政府引导相关投资规模扩张。3) 2016 年末二级公路占普通省道比例仅 36%, 安徽普通省道网规划 (2016-2030) 要求 2020/2025 年提升至 60%/85%, 2025 至 2030 年一级公路占比提升。按静态投资匡算 2016-2030 年普通省道新改建工程总投资约 2100 亿元, 其中 2016-2020/和 2021-2025 /2026-2030 新改建项目投资分别为 600/600/900 亿元。

图表 11: 安徽公路建设固定资产投资近年略有下滑



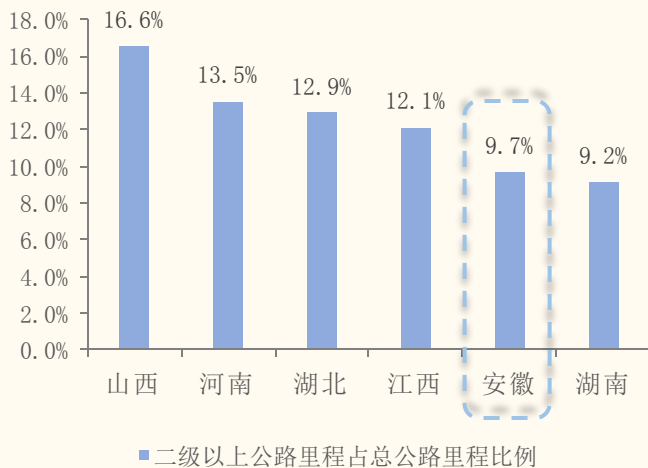
来源: 交通部, 国金证券研究所 (注: 增速按照历年投资额计算, 非官方公布)

图表 12: 公路投资下滑主要系农村公路投资收窄, 高速公路+国省干线投资实际仍稳中有升

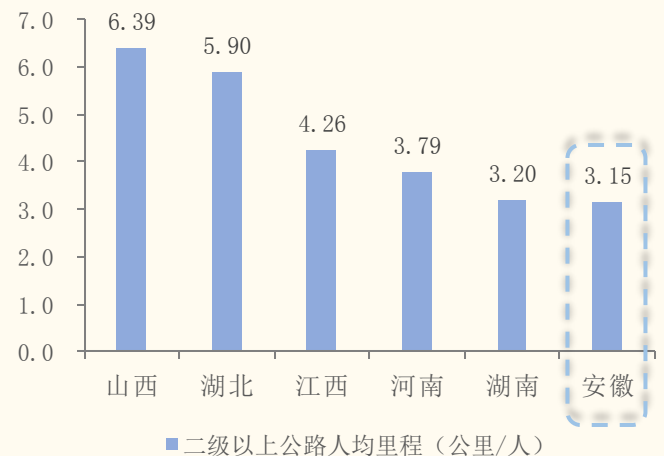


来源: 交通部, 国金证券研究所 (注: 图中 2018 年规划投资额为全年规划值)

图表 13: 安徽二级以上公路占总公路比例偏低



图表 14: 中部六省中安徽二级以上公路人均里程最低



来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所 (注: 采用常住人口作为分母进行计算)

## 二、供给: 省内营收天花板尚远, 轻资产扩张+外延并购加速省外扩张

### 1. 省内: 技术领先+国资背景促市占率快速提升, 营收天花板超 28 亿

- **技术实力超群+国企资源, 公司省内市占率快速提升。** 1) 2017/2018 年安徽省内基建勘设市场规模维持在 50 亿左右的水平, 2017/2018 年公司前三季度营收达 14/12 亿元, 同增 42%/43%, 2017/2018 年 H1 公司新签订单 23/9 亿元, 同增 51%/43%, 我们认为公司近两年来省内市占率快速提升主要系公司技术实力显著、国资背景优势明显。2) 公司是省内资质最为齐全的设计企业, 且山岭重丘区经验丰富, 屡获国家大奖; 在大跨度桥梁景观收获颇丰, 省内 6 座大型公路桥梁中, 公司独立设计 1 座, 主持设计 3 座; 隧道领域实力雄厚。3) 公司实际控制人安徽省国资委, 安徽省国资委 100% 控股的安徽省交通控股集团持股 48.63%, 是 A 股 6 家基建设计企业中唯一一家地方国有企业。
- **2015 年母公司安徽交投与安徽高速重组, 母公司实力更强护航公司发展。** 1) 2015 年 5 月, 安徽省交通投资集团有限责任公司 (设计总院母公司) 整体划转至安徽省高速公路控股集团有限公司, 安徽省高速公路控股集团有限公司在合并重组的基础上, 变更登记为安徽省交通控股集团有限公司。截止 2014 年末, 安徽省交通投资集团有限责任公司总资产 719 亿元, 安徽省高速公路控股集团有限公司总资产 1185 亿元, 合并重组后的大股东实力更强, 势必为公司带来更多资源和订单。2) 从关联收入数据来看, 2015 年母公司重组后公司关联收入同增 61% 至 2.83 亿元。

图表 15: 2015 年母公司重组后, 公司关联收入明显提升

	2014 年	2015 年
勘察、设计、咨询、研发关联收入	1.43	2.00
工程管理收入关联收入	0.13	0.56
试验检测收入关联收入	0.20	0.26
关联收入合计	1.76	2.83
YOY		61%
营业收入	7.44	8.51
关联收入占比	24%	33%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

- **母公司拟在建公路项目充裕, 保障公司未来设计订单。** 我们筛选出《安徽省公路建设规划 (2017—2021 年)》中责任主体为安徽省交通控股集团有限公司的项目和安徽省交通控股集团有限公司的在建项目、拟在建项目,

安徽省交通控股集团有限公司 2015-2020 年的在建公路项目达 576 公里，总投资额达 467 亿元；拟在建项目达 990 公里，总投资额达 893 亿元，未来订单较为充裕。

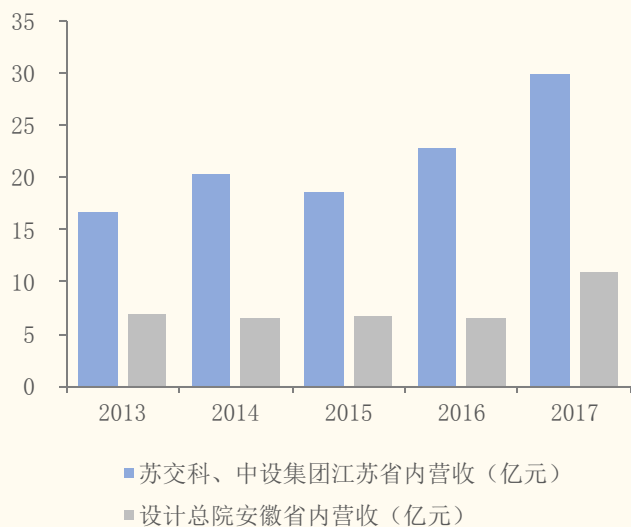
**图表 16：母公司拟在建公路项目充裕，保障公司未来订单**

项目名称	建设里程 (公里)	总投资(亿 元)	建设年限	建设情况
池州长江公路大桥	41	60.2	2015-2019	在建
沪陕高速公路周庄至陇西枢纽段改扩建	86.58	63.75	2016-2019	在建
芜合高速公路林头至陇西立交段改扩建	54.09	46.58	2016-2019	在建
京台高速公路方兴大道至马堰段改扩建	51.11	43.97	2016-2019	在建
滁州至淮南高速公路滁州至定远段	62.1	37.87	2016-2019	在建
滁州至淮南高速公路定远至长丰段	63.07	21.79	2016-2019	在建
扬州至绩溪高速公路广德至宁国段	38.32	25.82	2016-2019	在建
芜黄高速南沿江至黄山段	117	119	2017-2020	在建
固镇至蚌埠高速公路	36	25.41	2017-2020	在建
沪陕高速滁州支线	27	23.1	2017-2020	在建
<b>合计</b>	<b>576.27</b>	<b>467.49</b>		
上海至武汉高速无为至岳西段	197	175.3	2018-2021	拟建
德上高速合肥至枞阳段	133	93	2018-2021	拟建
溧宁高速黄山至千岛湖段	24.6	40.3	2018-2021	拟建
德上高速池州至祁门段	92	120	2018-2021	拟建
合肥至六安至大顾店段改扩建	106	74.5	2018-2021	拟建
北沿江高速滁州至天长段	66.97	48.36	2018-2021	拟建
芜合高速芜湖至林头段改扩建工程	46	38.9	2018-2021	拟建
阜阳至淮滨高速	40	30	2018-2021	拟建
合肥至周口高速公路合肥至霍邱段	98	80	2018-2021	拟建
芜湖至宣城高速改扩建	52	63.23	2019-2022	拟建
马芜高速芜湖枢纽至江苏省界改扩建	50	59.74	2019-2022	拟建
太湖至蕪春高速	16	12.8	2019-2022	拟建
宁洛高速蚌埠至明光段改扩建	68	57	2020-2023	拟建
<b>合计</b>	<b>989.57</b>	<b>893.13</b>		

来源：《安徽省公路建设规划（2017—2021 年）》，公司公告

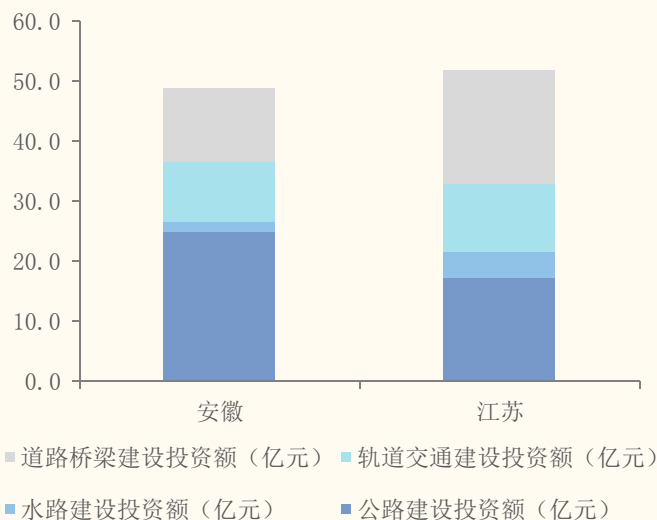
- **对标苏交科、中设集团江苏省内市占率，设计总院省内营收天花板超 28 亿元。**1) 苏交科和中设集团是江苏省内主要的基建设计公司，公司是安徽省基建设计领域翘楚。2017 年苏交科、中设集团江苏省内营收总计 30 亿元，2017 年江苏省公路、水路、道路桥梁、轨道交通固定资产投资约 1630 亿元（2017 年未披露道路桥梁、轨道交通固定资产投资额，我们假设与 2016 年相等），根据我们的估算，勘察设计费用约 52 亿元，安徽省公路、水路、道路桥梁、轨道交通固定资产投资达 1525 亿元，根据我们的估算，勘察设计费用约 48.5 亿元，在设计总院安徽省市占率和苏交科、中设集团江苏省市占率相同且不考虑省内基建设计行业市场增长的情况下，设计总院省内营收天花板约 28 亿元。2017 年设计总院省内营收仅 11 亿元，市场空间仍大，可供未来五年省内营收增速维持在 21% 的水平。2) 从基建设计结构来看，2017 年江苏省公路建设设计市场规模约 17 亿元，安徽省公路建设设计市场约 25 亿元，考虑基建设计公司的传统优势项目为公路设计，设计总院未来在公路设计的市占率可能更高，实际的省内营收应该高于 28 亿元。

图表 17: 设计总院省内营收远低于苏交科/中设省内营收



来源: wind, 国金证券研究所

图表 18: 安徽公路建设投资占比相较江苏更大



来源: wind, 国金证券研究所

## 2.省外: 行业集中度尚低, 轻资产扩张+外延并购加速扩张

- 行业集中度较低, 设计总院省外空间广阔。1) 根据住建部统计, 2017 年工程勘察设计营收约 4850 亿元, 根据 ENR / 建筑时报统计, 前 60 强设计企业营收达 1322 亿元, 前 60 强市占率仅 27%, 行业集中度较低。主要系各地均有计划经济时代设立的当地工程勘察院、设计院, 我们认为未来大型企业通过增设异地销售机构实现轻资产扩张、外延并购快速补充跨境竞争力, 行业集中度有相当大的改善空间。2) 六家上市公司中, 苏交科、中设集团省外扩张已较为成熟, 省外营收占比达 43%/41%, 设计总院省外占比仍低, 空间广阔。

图表 19: 从六大设计公司省外布局及省外营收占比对比来看, 设计总院有较大改善空间

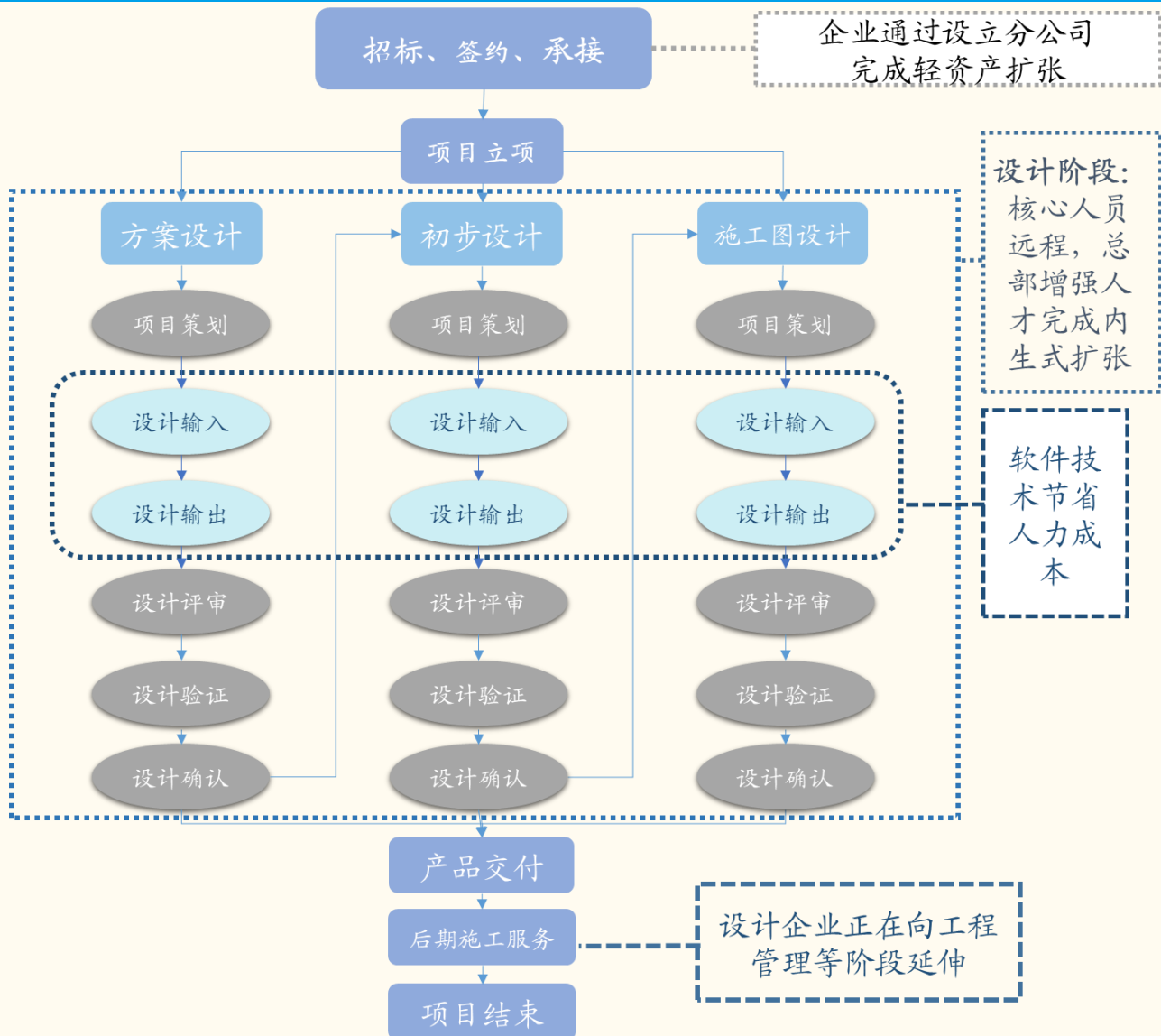
设计公司	总部	布局							营收	省外营收占比
		华北	东北	华东	中南	西北	西南	海外		
苏交科	江苏	北京、河北、山西		浙江、山东、安徽、江西、福建	广东、海南、湖南、湖北	宁夏、陕西、甘肃、新疆	贵州、云南、四川、重庆	全球 30 多个地区设有分支机构	65.19	43%
中设集团	江苏	北京、河北、内蒙古	黑龙江、辽宁	山东、江西、浙江、上海、安徽、福建	广东、湖南、广西、海南、河南	宁夏、陕西、甘肃、新疆	西藏、重庆、云南、四川		27.76	41%
设计总院	安徽	河北		山东、福建	广东	甘肃	四川、重庆、云南		13.74	20%
勘设股份	贵州			浙江、福建	湖北、广东		云南、成都	肯尼亚、赞比亚、毛里求斯	19.27	18%
设研院	河南			浙江、福建、上海	广西、海南	甘肃	重庆、西藏、云南、四川	柬埔寨、老挝、孟加拉国	9.35	16%
中设股份	江苏	河北	辽宁	浙江、江西、上海、福建、安徽	湖南	甘肃	西藏、四川		2.32	34%

来源: 公司官网, 国金证券研究所

## 2.1 增设异地销售机构+外延并购，助力企业快速扩张

- **扩张方式一：跨区域增设异地销售机构，轻资产扩张低成本渗透当地市场。**
  - 1) 工程设计咨询行业的核心竞争力取决于设计端的人才，在核心阶段产品实现过程中设计人员只需在总部远程办公设计，必要时可通过出差实地查验设计即可，且随技术进步核心人员远程设计可实现性进一步增强。
  - 2) 部分地区工程设计需求高增时，当地的设计院可能无法承接所有工作或难以完成高难度工作，因此设计公司通过跨区域增设异地销售机构可及时收集和反馈当地市场信息，建立和维护客户关系，并有效进行市场宣传和开拓，进而逐渐渗透当地市场。设计企业在保障设计端的内生式扩张的同时叠加异地销售中心，通过前方销售团队与后方设计团队紧密配合即可完成轻资产扩张，以较小代价突破地域性特征进而开拓异地市场、提升市占率。

图表 20：核心的设计工作可以远程完成

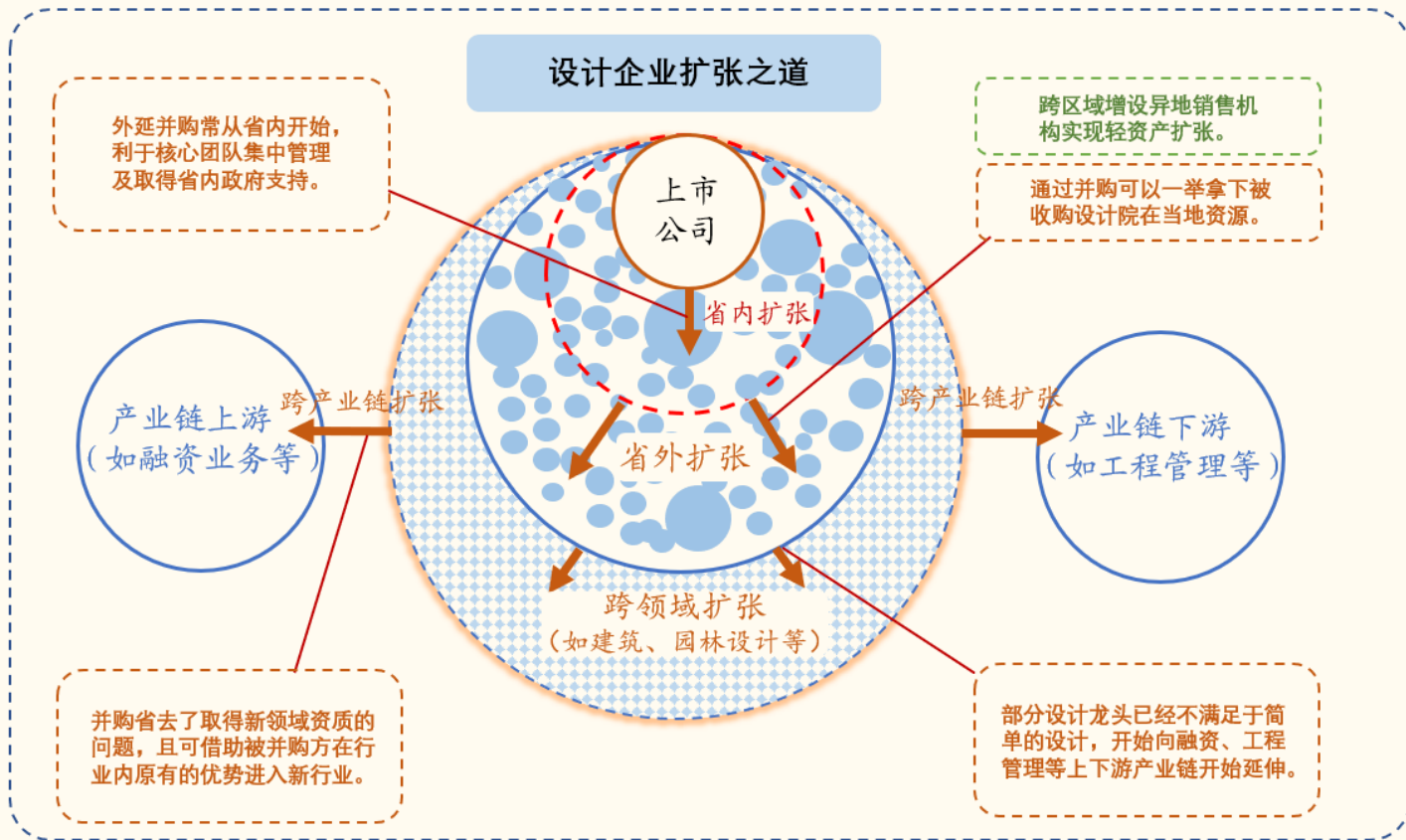


来源：国金证券研究所

- **扩张方式二：外延并购谋发展，快速补充优质企业跨境跨界竞争力提升市场集中度。**
  - 1) **省内并购**：外延并购常从省内开始，利于核心团队集中管理及取得省内政府支持。因此零散的设计院即使不被行业龙头并购也会趋向于在区域内完成合并。
  - 2) **跨地域并购**：我国由于传统的设计工作多交由事业单位性质的地方设计院或相应专业的设计院，地方保护壁垒和资质壁垒较强，随市场化加速诸多设计院从事业单位转变为企业，并购可以一举拿

下该设计院在当地资源。3) 跨领域并购：并购省去了取得新领域资质的问题，且借助被并购方在行业内原有的技术、客户、人才优势进入新行业，可以在不打破现有供需平衡关系的前提下获取新的竞争优势，高效地实现产业链的延生及拓展。4) 上市公司兼具资金+融资两大优势，资金实力雄厚有望推进并购行动，加速集中度提升。

图表 21：设计上市公司通过跨区域增设异地销售机构和并购两大方式进行扩张提高行业集中度



来源：国金证券研究所

## 2.2 对标苏文科、中设集团，看设计企业做大做强必经之途

- 苏文科：“外延并购+属地化建设”助力业务版图持续扩张。1) 低价并购优质标的。①自 2012 年上市以来，公司共进行了 12 次大型并购，并购公司区域包括广州、厦门、河北、甘肃、浙江、北京等 6 个省市及西班牙、美国等海外国家，涉及环境业务、综合监测，工程咨询等多个领域，稳步实现全国、全产业链布局。②被收购标的的平均 PE/PB 仅 8.3/2.9，且被收购标的基本都如期完成业绩承诺，低价取得优质资产为公司省外业务开展打下深厚基础，2012/2017 公司省外营业收入 4.65/51.42 亿元，5 年 CAGR 达 62%，2017 年占总营收比例达占比高达 79%。2) 属地化建设。①公司在各地设立子公司，便于因地制宜为当地提供咨询服务。截止 2018 年，公司市场布局覆盖全国 31 个省、自治区、直辖市，并拓展至海外市场，在全球 30 多个地区设有分支机构。②公司计划在华东、华南、华北、西北、中南、新疆、东南、西南八大区域实施区域中心建设，形成覆盖全国的业务格局。区域中心建设有利于扩大公司服务半径，降低异地项目运作成本，拓展公司业务覆盖范围。

图表 22：低价取得被并购资产，且基本如期完成业绩承诺

日期	交易标的	股权比例	业绩承诺	业绩承诺完成情况	PB	PE
2012	杭州华龙交通勘察设计院有限公司	70%	2012 年 8-12 月/2013/2014/2015 年扣非净利分别不小于 700/1100/1200/1206 万元	完成：2012/2013/2014/2015 扣非净利分别为 827/1156/1321/1465 万元	7.49	4.72

日期	交易标的	股权比例	业绩承诺	业绩承诺完成情况	PB	PE
2013	甘肃科地工程咨询有限责任公司	70%	2013-2016 年扣非净利分别不小于 444/544/544/544 万元	完成: 2013/2014/2015/201 年扣非净利为 525/604/982/2153 万元	2.21	8.21
2013	江苏三联安全评价咨询有限公司	100%	2013 年 10-12 月/2014/2015 扣非净利分别不小于 42/105/168 万元	完成: 2013/2014/2015 年扣非净利分别为 68/122/175 万元	1.7	14.29
2014	厦门市市政工程设计院有限公司	84%	2014/2015/2016/2017 年扣非净利分别不小于 2280/2736/3283/3940 万元	完成: 2014/2015/2016/2017 年扣非净利分别为 2578/2981/3524/4364 万元	2.73	8.39
2014	江苏淮安交通勘察设计研究院有限公司	100%	2014-2018 年累计归母扣非净利不小于 2731/6009/9778/14113/20325 万元	完成: 2014-2017 年累计归母扣非净利为 2769/6656/10552/15185 万元	3.6	6.95
2014	北京中铁瑞威基础工程有限公司	85%	2014-2018 年净利润分别不小于 1745/2601/3381/4395 万元	未完成: 2015-2017 年净利润分别为 -2859/-1962/-1440 万元	0.63	4.47
2016	TestAmerica	100%	无业绩承诺	不适用		
2016	EPTISA	90%	无业绩承诺	不适用		
2016	中山市水利水电勘测设计咨询有限公司	70%	2016-2019 年扣非净利分别不小于 2323/2671/3072/3532 万元	完成: 2016/2017 年实现扣非净利润为 2555/3246 万元	3.02	8.7
2017	石家庄市政设计研究院有限责任公司	100%	2017-2019 年累计归母扣非净利分别不低于 1000/2280/3840 万元	完成: 2017 年归母扣非净利 1120 万元	1.7	8.76
2017	广州建粤路桥检测技术有限公司	100%	2017-2019 年扣非净利分别不低于 400/520/640 万元	完成: 2017 年扣非净利 681 万元	1.82	7
2018	江苏益铭检测科技有限公司	36%	2018-2020 年累计净利润不低于 1667/3834/6651 万元		3.95	12

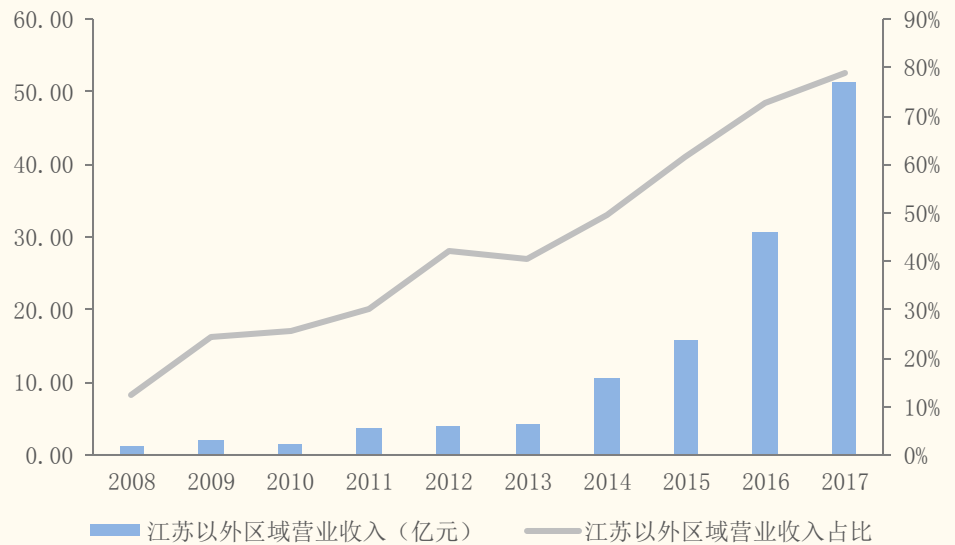
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 23: 在各地设立子公司进行属地化建设

日期	公司名	持股比例	所在地
2012	新疆北新迪赛勘察设计研究院有限公司	40%	新疆
2015	福建诏安燕宁工程管理有限公司	100%	福建
2015	诚诺未来(北京)工程技术有限公司	51%	北京
2016	漳州常山燕宁建设有限公司	100%	福建
2016	苏交科集团湖南工程勘察设计有限公司	51%	湖南
2016	霞浦通乡公路工程管理有限公司	100%	福建
2016	苏交科集团湖南工程勘察设计有限公司	51%	湖南
2016	苏交科云南工程勘察设计咨询有限公司	100%	云南
2017	贵州苏交科工程勘察设计有限公司	75%	贵州
2017	苏交科(广州)工程勘察设计有限公司	60%	广东
2017	苏交科(江西)勘察设计有限公司	60%	江西
2017	常德燕宁建设工程管理有限公司	100%	湖南
2017	苏交科(重庆)工程勘察设计有限公司	67%	重庆
2018	克州交科规划勘察设计有限公司	67%	新疆
2018	湖北青木档河环境建设有限公司	88%	湖北
2018	平潭城市设计研究院有限公司	49%	福建
2018	山西苏交科炳坤工程勘察设计有限公司	60%	山西
2018	苏交科(武汉)交通规划设计有限公司	100%	湖北
2018	苏交科集团湖南工程检测有限公司	55%	湖南

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 24：苏教科省外业务持续扩张



来源：公司公告，国金证券研究所

- 中设集团：合资合作+兼并收购助力公司业务外延扩张。**
  - 合资合作。**
    - 2015/2017 年公司收购宁夏公路院/甘肃中梁工程建设有限公司进一步完善集团西北区域布局，收购扬州设计院为公司水利专业的拓展提供强有力的技术团队和业绩支撑，加速集团“大水运”专业格局的形成。
    - 兼并收购。**公司自 2014 年上市以来，合资新设子公司 9 家，涉及河南、云南、内蒙、安徽、浙江、内蒙古等 10 个省或直辖市。截止 2017 年，公司在全国 15 个省、市、自治区建立了生产团队，省外从业人员 818 人，四大经营片区布局基本完成，业务范围可辐射全国。
  - 2014/2017 年公司省外业务收入分别为 3.09/11.59 亿，三年 CAGR 达 55%，公司省外营业收入持续高增。2017 年集团省外新承接合同额占总新承接合同金额的 47.3%，同增 63.12%，其中云南、山东、安徽、广东、西藏、新疆、内蒙、宁夏和河南等多个省份区域合同额都达到了 1 亿元以上。

图表 25：合资合作、兼并收购助力公司突破地域屏障

日期	公司名称	持股比例	合资设立	
			合作对象	合作目的
2018	中设设计集团中原建设工程有限公司	51%	河南林峰建设集团有限公司	进一步拓展集团在郑州地区的工程咨询市场，提高市占率。
2018	中设设计集团腾飞工程咨询有限公司	70%	云南腾飞公路勘察设计有限公司	进一步拓展集团在云南地区乃至西南片区的工程咨询市场，提高市占率。
2017	浙江郡凯工程设计有限公司	51%	何恒林、江琳等人	拓展浙江及杭州区域工程咨询设计市场，提升集团在该地域市场的竞争实力和品牌影响力。
2017	内蒙古北疆中设规划设计有限公司	51%	蒙古公路交通投资发展有限公司	推进集团在内蒙古勘察设计市场拓展。
2016	安徽省现代交通设计研究院有限公司	40%	安徽省交通科学研究院	进一步扩大集团在安徽地区的勘察设计市场份额
2017	南方海绵城市工程技术（广东）有限公司	51%	王浩院士团队、佛山市兴汇时代工程有限公司、佛山科学技术学院	为更好地服务海绵城市建设要求，实现“政、产、学、研”联动，提升海绵城市工程技术研发、成果转化水平，拓展广东市场。
2017	中德（常州）设计研究中心有限公司	75%	Koschany Zimmer Architekten GmbH	通过与德国 KZA 公司全方位合作，充分借鉴德国先进的绿色、节能、低碳设计理念和技术，形成针对城市的整体解决方案，为推动中欧城镇化合作发展注入新的活力。
2017	中设民航（北京）有限公司	51%	民航设计团队	为进一步拓展集团在民航领域专业市场，拓展新兴设计板块业务，带动集团进入整个民航产业链
2015	江苏长运交通科技有限公司	30%	江苏长运交通运输有限公司、江苏省交通物流协会	为加快提升江苏省道路客运行业信息化水平，有效提升行业服务能力，并使我公司能更好地参与为旅

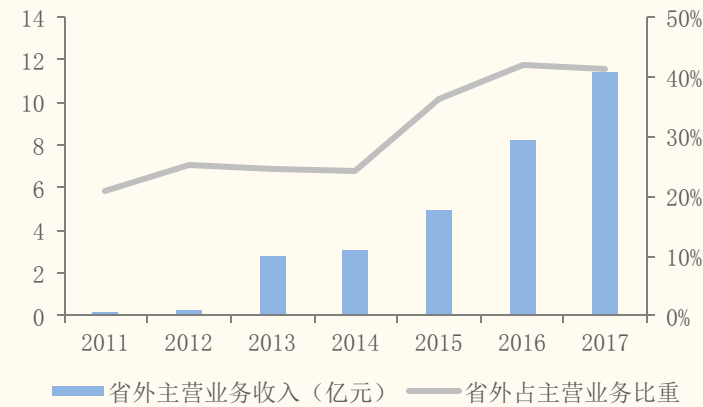
客、客运企业、客运站提供优质高效的服务

收购兼并

日期	公司名称	持股比例	收购目的
2018	甘肃中梁工程建设有限公司	51%	进一步拓展西北市场，完善集团区域布局。
2015	宁夏公路勘察设计院有限责任公司	100%	符合公司实施全国化发展的市场策略，为公司引进了一支专业完整、年龄结构合理、能在西北地区提供本地化服务的技术团队，有利于提升公司在西北地区公路勘察设计市场的竞争能力。
2015	扬州设计院	75%	收购扬州设计院可为集团在水利专业的拓展提供强有力的技术团队和业绩支撑，加速集团“大水运”专业格局的形成。

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 26：中设集团省外业务占比迅速增长



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 27：中设集团交通设计研究院分布广泛辐射全国



来源：公司官网，国金证券研究所

2.3 技术领先+设立跨域分公司，设计总院市占率料将持续提升

- **技术优势打造企业名片，制胜核心战场。** 1) ①公司在大跨度、高墩、特殊结构、景观桥梁设计方面有一定技术积累和优势，例如主持参与了结构体系新颖、规模宏大的马鞍山长江公路大桥、芜湖长江二桥等设计工作。②在山岭重丘区高速公路重大项目实践经验丰富，以获得詹天佑大奖的合铜黄高速、六武高速和全国勘察设计难度最高之一的云南麻柳湾至昭通高速为代表。③在城市隧道和山区长大隧道领域公司勘察设计和研发能力较强，获中国公路学会科学技术二等奖的龙瀑隧道、龙山隧道，华东最长公路隧道之一的明堂山隧道皆为代表。④公司具备在复杂地形和特殊地质条件下的勘察设计能力，已在云南、新疆等多个地形地质复杂省份陆续承接多个重点项目并顺利完成，积累了并具备了在全地域复杂地形和特殊地质条件下的勘察设计能力和核心技术。 2) 公司在已有业务领域内具备鲜明竞争优势，能够较好地巩固已有市场份额。随着城市发展愈发高难度的工程也在不断涌现，能够承担复杂工程设计的公司将更有更大用武之地，而随“一带一路”国家大战略及西部大开发的实施，西北、西南等地形复杂区域也要求较强设计实力，公司逐渐渗透西部区域后依靠高设计水平也有望稳步提升全国市占率。
- **近年公司通过设立分公司/分院已摸索出思路清晰的企业扩张路径。** 1) 公司的跨省输出方式主要为异地设立分院及分公司：公司在省外陆续成立了西南分公司、深圳分公司，2017 年末成立青岛分公司进一步布局华北、山东，拓展业务半径；同时公司拥有重庆、广东、云南、四川、西北、天津、青岛和深圳八大分院，并拟用募集资金进一步扩建分院和分公司。据我们此前判断，轻资产扩张模式有利于加速公司业务向外铺展，实际上 2017-2018 年公司业务已在跨区域、跨领域扩张两方面都取得了大幅拓展。
- **跨区域扩张：业务看辐射范围基本抵达全国，版图逐渐清晰。** 1) 国内大举出击：①近两年公司在河北、陕西、内蒙、新疆、西藏共 26 个区域新拓展了业务。②工程管理业务上有效拓展进入广东、新疆等地区；

③水运勘察设计业务在继续深耕河南、山东、广东等区域市场的同时加大海外拓展，获得越南安庆北江码头设计任务。④试验检测业务省外市场也不断展开，例如 2018 年中标华北地区第三方试验检测重点项目。2) 海外市场布局亦逐渐深入：公司积极实施“走出去”的战略，2017 年成功在印尼、几内亚、越南等国家承接项目，2018 年上半年接连中标商务部援外工程项目，先后取得马达加斯加、冈比亚、几内亚比绍、坦桑尼亚等地设计咨询项目，其中坦桑尼亚桑给巴尔供水项目“水业务”首次进军国际市场。通过拓展省外业务布局区域将有效提高公司市场占有率。

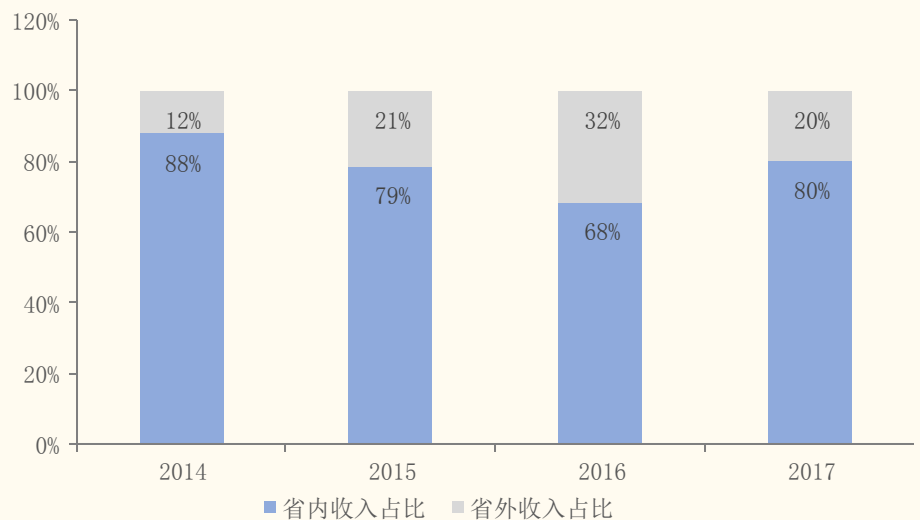
■ **跨领域扩张：横向跨界+跨产业链进一步拓展盈利来源。** 1) **横向跨界：**

①综合管廊、生态文旅景观：2017 年以先进设计理念承接宣城市创业路综合管廊项目，并成功拓展承接老河口市马冲水路生态旅游项目，2018 年取得了庐江县周瑜广场景观改造设计项目。②水利和水资源业务：成功中标宁国市小南河综合治理工程设计、全面承接防洪评价业务。③检测业务：成功进入城市轨道交通领域承接业务。④监理业务：进军水业务，承接引江济淮工程水利工程监理项目。⑤电力业务领域：承接华南城变电站电力管廊设计。⑥2017 年末新成立综合管廊规划设计分院、城市空间与环境设计分院，为进一步跨界多元发展做好了资源配置。2) **产业链延伸：**2017 年成功中标 G25 富阳至 G60 诸暨高速联络线等多个类型总承包业务，承接上海市昆阳路越江工程黄浦江大桥主桥 BIM 技术咨询业务和交通部国家重点公路建设技术咨询审查业务。

■ **省外创收尚有较大增长空间，上市后融资更便利助力公司实现快速扩张。**

1) 2014-2016 年公司省外业务占主营业务收入已从 12%大幅升至 32%，2017 年阶段性回落至 20%。尽管目前公司已走上省外扩张之路且明显取得阶段性成果，但目前各区域资源配置仍不足，市场开拓人才匮乏，业务还未能省外深深扎根因此省外创收力度未能保持。对标中设集团/苏交科 42%/79%的省外业务占比，设计总院省外业务仍存较大拓展空间。2) 此次上市后公司融资更便利，更利于新设/扩建现有分支机构，同时有更强大的资金实力开展并购，进而驶入扩张快车道，提升市场占有率。

图表 28：公司已走上省外扩张之路且取得阶段性成果，但仍有较大扩展空间



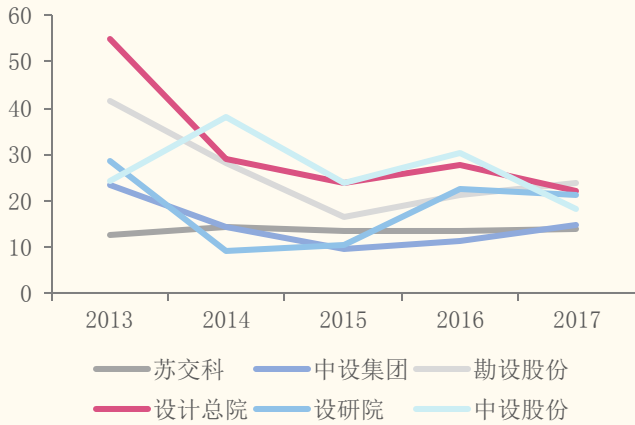
来源：公司公告，国金证券研究所

### 三、我们怎么解读公司的高盈利能力？

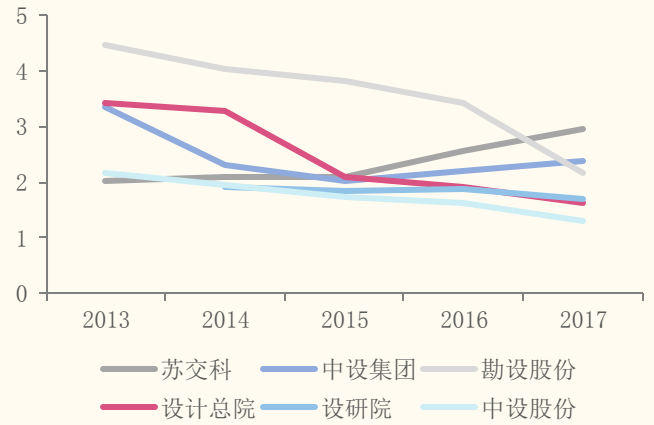
- **低负债 VS 高 ROE，彰显公司超强盈利能力。** 2017 年六大上市设计公司中设计总院 ROE 达 22.3%为高居第二，分别较行业龙头中设集团/苏交科高出 7.6/8.5pct，且常年保持领先地位；同时公司权益乘数仅 1.61，负债

率仅 33%，杠杆率已逐年降为第二低；六大公司总资产周转率基本接近；高 ROE 主要系公司超强盈利能力：2017 年公司净利率高达 21.03%，超中设集团/苏交科 10.3/13.9pct。

图表 29：六大公司中设计总院 ROE 高居第二 (%)



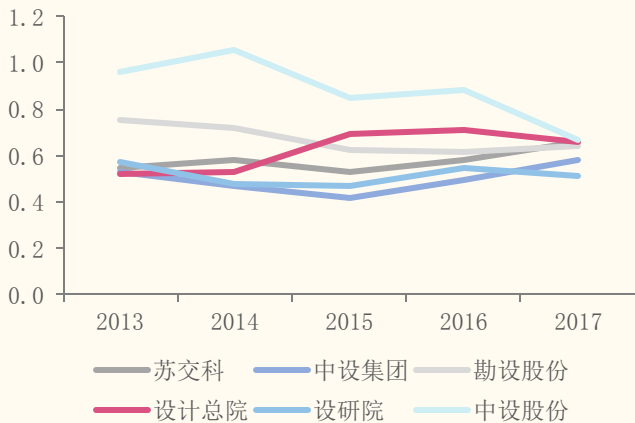
图表 30：六大公司中设计总院权益乘数为第二低



来源：wind，国金证券研究所

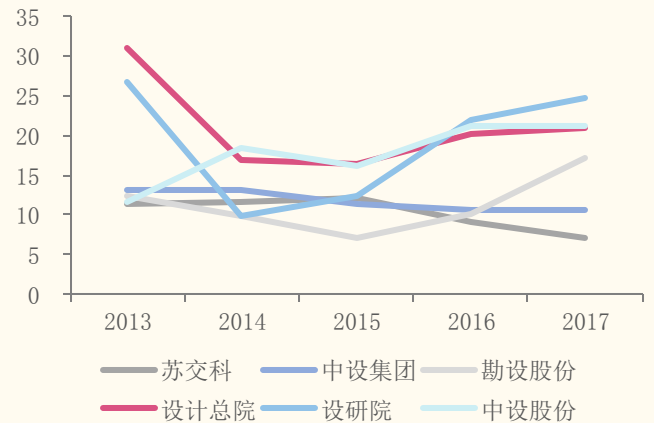
来源：wind，国金证券研究所

图表 31：2017 年六大公司总资产周转率趋近



来源：wind，国金证券研究所

图表 32：六大公司中设计总院净利率处相对高位 (%)

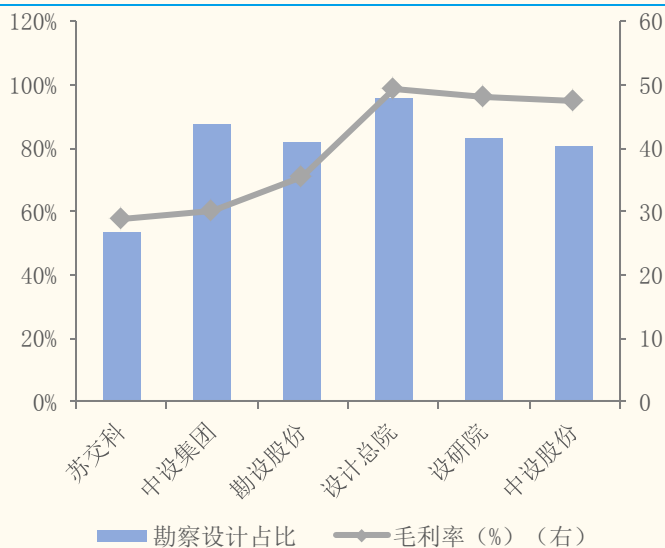


来源：wind，国金证券研究所

### 1. 勘察设计业务占比高+省内业务占比高+人工成本占比低，造就高毛利率

- 勘察设计业务占比高+省内业务占比高，设计总院毛利率高于苏交科、中设集团，人工成本占比低公司毛利率向上弹性更大。2018 年前三季度，设计总院毛利率高达 49%，远超营收体量较大的苏交科 (29%) /中设集团 (30%) /勘设股份 (35%)，略高于营收体量较小的设研院 (48%) /中设股份 (47%)。我们认为原因有三：
- 因素一：设计总院勘察设计占比高达 96%，为最纯正设计公司。营收体量较小的公司设计业务占比更高，苏交科设计业务占比仅 54%，设计总院设计业务占比最高达 96%，勘设股份/设研院/中设股份勘察设计类业务毛利率高达 47%/52%/50%，设计总院毛利率 (44%) 居于中游。

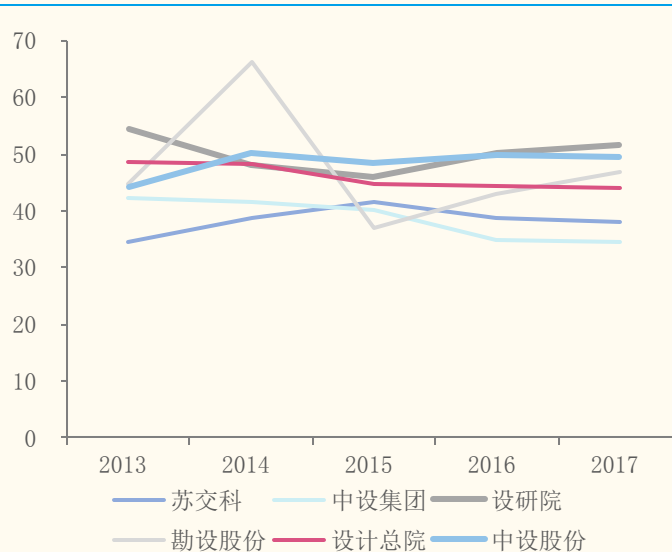
图表 33：设计总院勘察设计业务占比更高



来源：wind，国金证券研究所

备注：勘察设计营收占比取 2017 年数据，毛利率为 2018 年前三季度数据

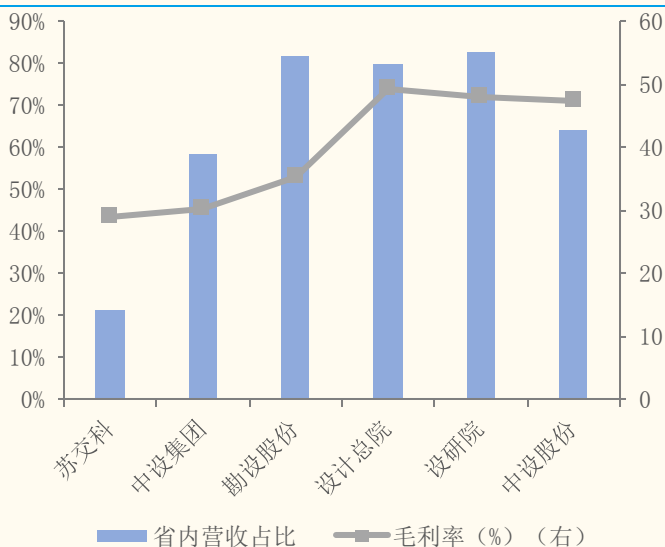
图表 34：设计总院勘察设计业务毛利率居于中位



来源：wind，国金证券研究所

- **因素二：设计总院省内业务占比高达 80%，省内业务议价能力更强，毛利率更高。** 营收体量较小的公司省内业务占比更高。2017 年，苏交科 (21%) /中设集团 (58%) 省内业务占比较低，仅从省内业务毛利率来看设计总院毛利率处于中游，2017 年苏交科/中设股份省内业务毛利率高达 47%/49%，均高于设计总院 (43%)。

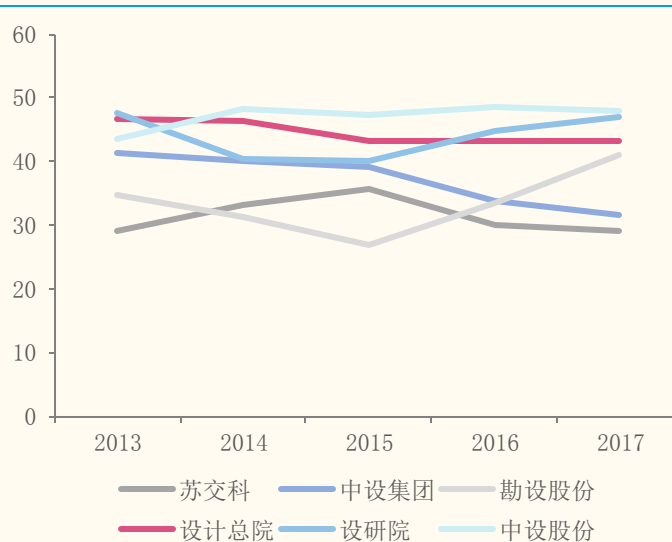
图表 35：设计总院省内业务占比更高



来源：wind，国金证券研究所

备注：省内营收占比取 2017 年数据，毛利率为 2018 年前三季度数据

图表 36：设计总院省内业务毛利率居于中位

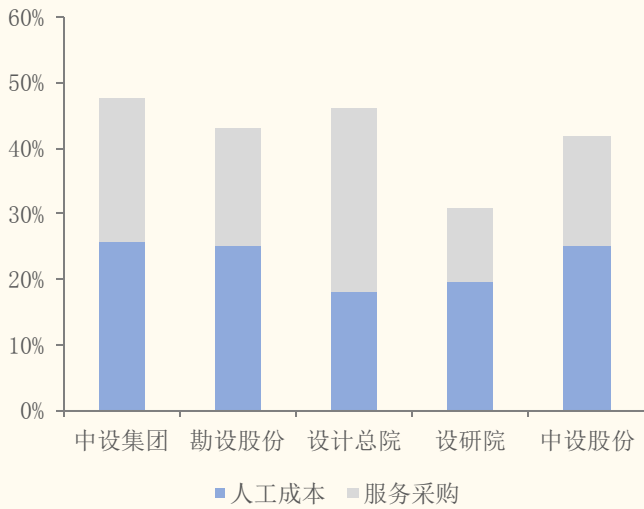


来源：wind，国金证券研究所

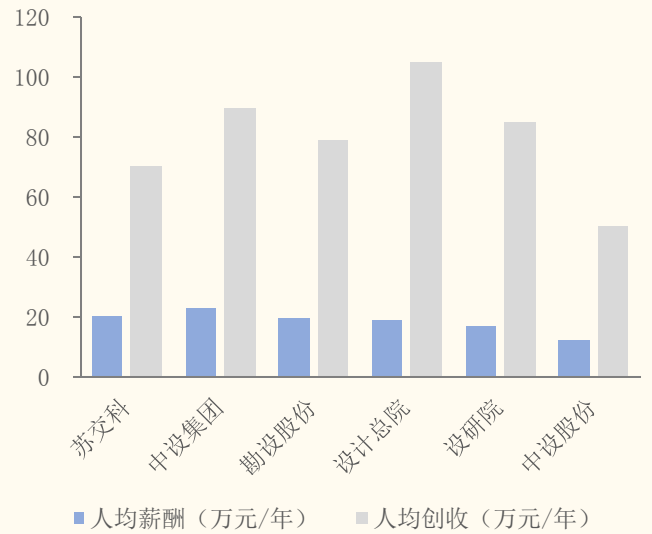
备注：苏交科、中设集团、设研院、中设股份选取省内业务毛利率

- **因素三：国企限薪+劳务采购，设计总院人工成本较低，营收高增长的情况下，毛利率向上弹性更大。** 从成本构成来看，设计总院服务采购占营收的比例更高，达到 28%，服务采购主要为劳务采购，相较于公司的正式员工，劳务采购成本更低。同时由于国企限薪的原因，公司人工成本占营收的比重最低，仅 18%，国企限薪+劳务采购作用下，设计总院人均创收最高，而人均薪酬较低，因此当营收增速较快的时候，公司毛利率提升幅度较其他公司更高，弹性更大。

图表 37: 国企限薪设计总院人工成本占营收比重更低



图表 38: 设计总院人均创收最高, 人均薪酬较低



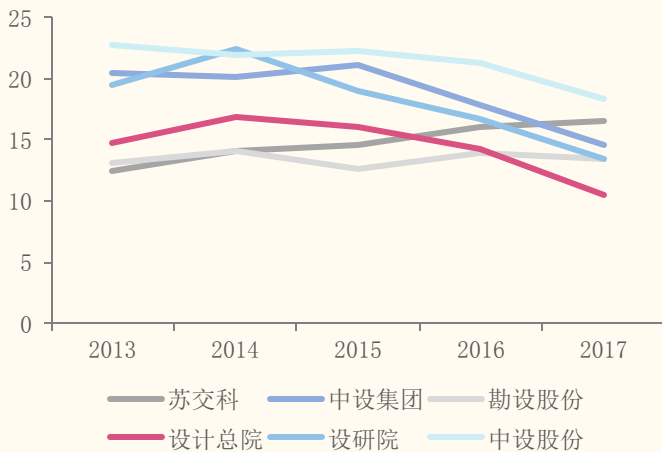
来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

## 2. 超低管理费率, 决定期间费率远低于同业

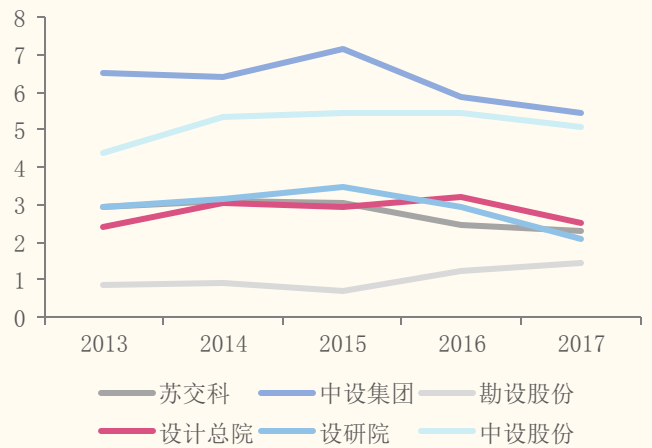
- 公司三费率均处低位, 享一流成本控制能力。2017 年公司销售/管理/财务费率分别同比-0.68/-2.84/-0.16pct, 期间费用率仅 10.5%为六大上市设计公司中最低, 较其余五公司平均低 4.77pct。其中销售费率为 2.5%处于中游, 管理费/财务费率分别为 8.04%/-0.06%, 均为六大公司中最低值, 且是唯一财务费率为负的公司, 显示出公司极强成本控制力。

图表 39: 公司期间费率逐年降低, 2017 年同行最低



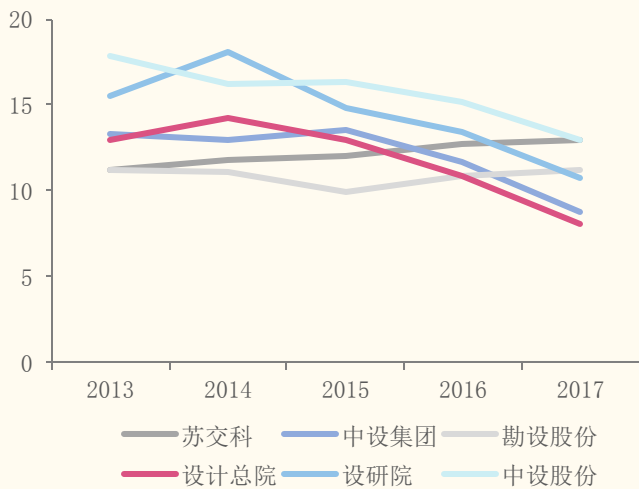
来源: wind, 国金证券研究所

图表 40: 公司销售费率处于中游水平

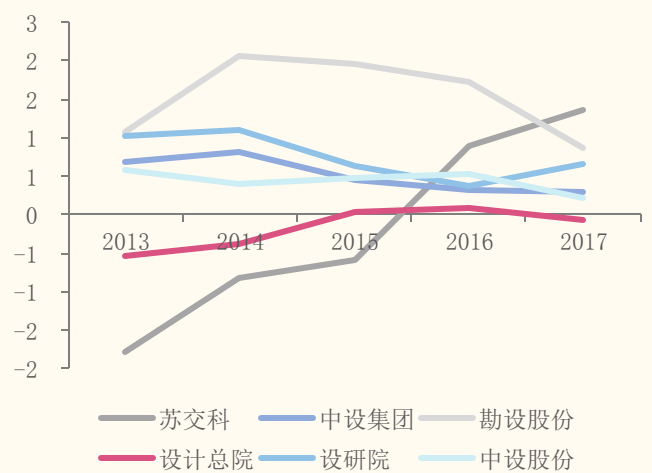


来源: wind, 国金证券研究所

图表 41：公司管理费率处于近两年为行业最低



图表 42：2017 年公司财务费率最低且降为负值

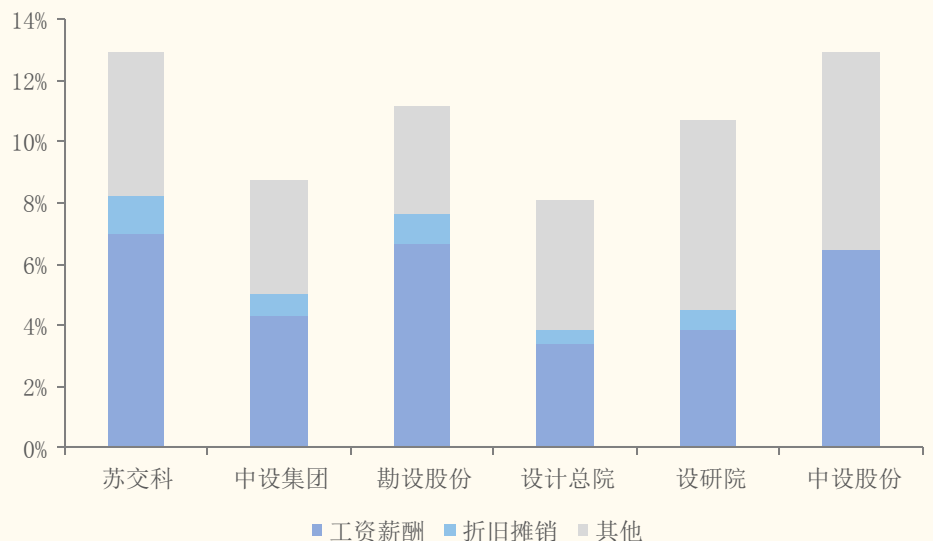


来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

- 我们对管理费用进一步拆分，发现公司管理费率较低的原因主要系工资薪酬较低，工资薪酬与营业收入的比值仅 3%，属行业最低水平。

图表 43：公司管理费率较低主要系员工薪酬较低

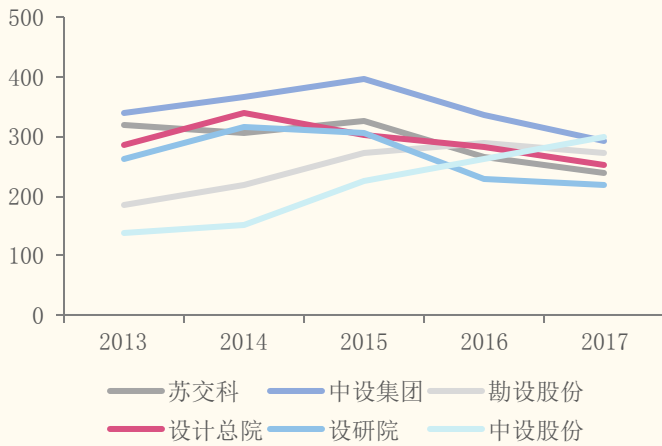


来源：公司公告，国金证券研究所

#### 四、周转情况较好现金流最佳，高额计提夯实资产质量

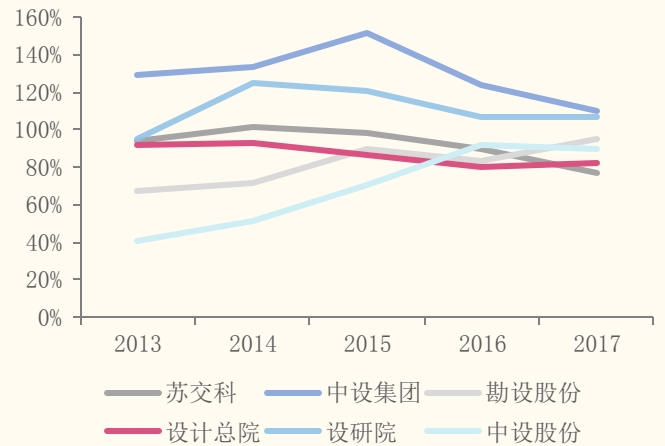
- 应收账款高周转，公司资金占用较低。1) 考虑设计行业存货、应收票据较低，从应收账款周转天数来看，公司应收账款周转天数近年持续下降，2017 年仅 251 天低于其余五公司 264 天平均水平，且存货/存货周转天数近乎于 0 的公司。2) 我们用“(应收账款+存货)/营业收入”来衡量公司周转情况，该指标越低证明公司存货、应收账款对公司资金的占有越低，2017 年设计总院该指标为 83%，仅高于苏交科 77%，2018 年 Q3 同比下滑 10pct 至 125%已成为为六大公司中最低。受益营收高增长，设计总院该指标最佳、周转最好。

图表 44：公司应收账款周转天数居于中位，呈下降趋势



来源：wind，国金证券研究所

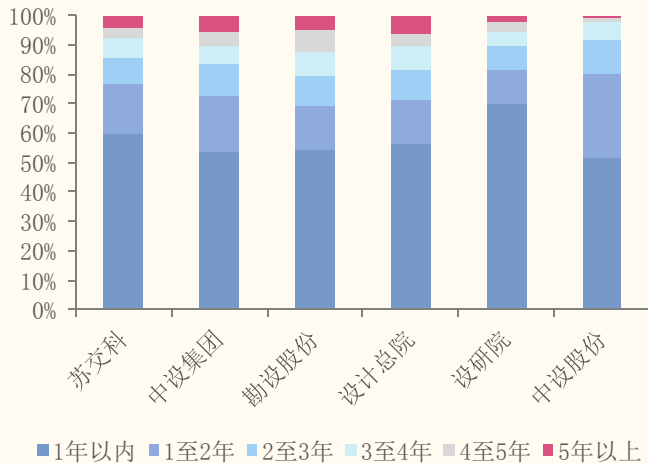
图表 45：公司应收账款+存货占营收比重低，资金占用低



来源：wind，国金证券研究所

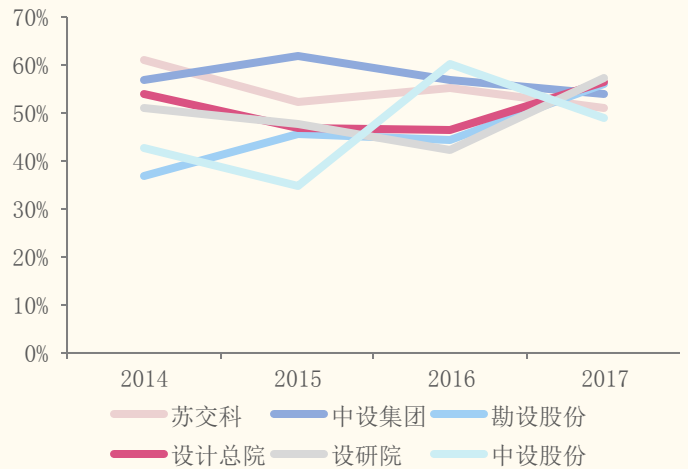
- 公司应收账款以 1 年期应收账款为主，信用政策偏宽松。1) 从应收账款账龄结构来看，2017 年设计总院一年以内应收账款占比约 57%，仅次于苏交科（60%）、设研院（70%）。2) 公司营业收入可以划分为应收账款贡献的营业收入和现金贡献的营业收入，我们认为“一年期应收账款/营业收入”可以较好地衡量公司的信用政策和营收质量，2017 年设计总院“一年期应收账款/营业收入”达 56%略高于行业均值，属于正常水平。

图表 46：设计总院一年以内应收账款占比高



来源：wind，国金证券研究所

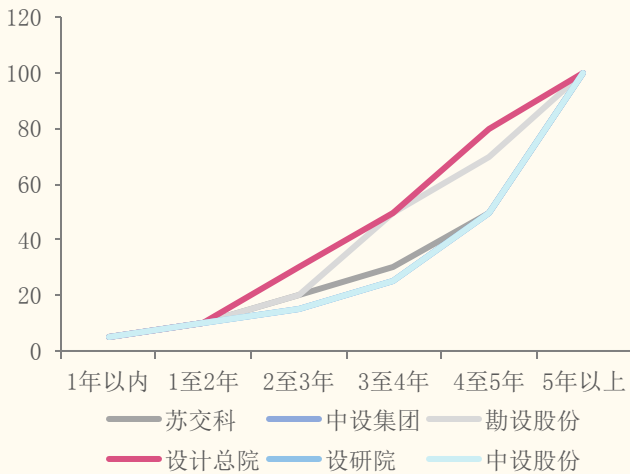
图表 47：一年期应收账款贡献营收



来源：wind，国金证券研究所

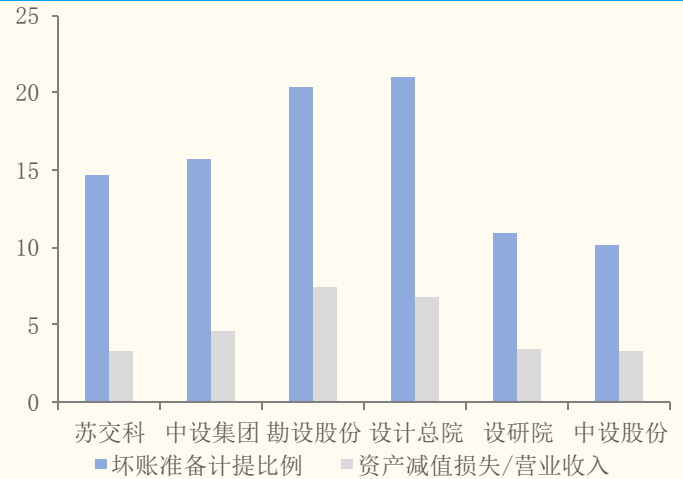
- 坏账计提比例行业最高，夯实资产质量。从坏账计提比例来看，设计总院 2 至 3 年、3 至 4 年、4 至 5 年、5 年以上坏账计提比例最高，计提最为充分，2017 年设计总院坏账计提比例达 21%，为设计行业之最，资产减值损失营收的比值达 6.78%。

图表 48: 设计总院坏账计提比例最为充分



来源: wind, 国金证券研究所

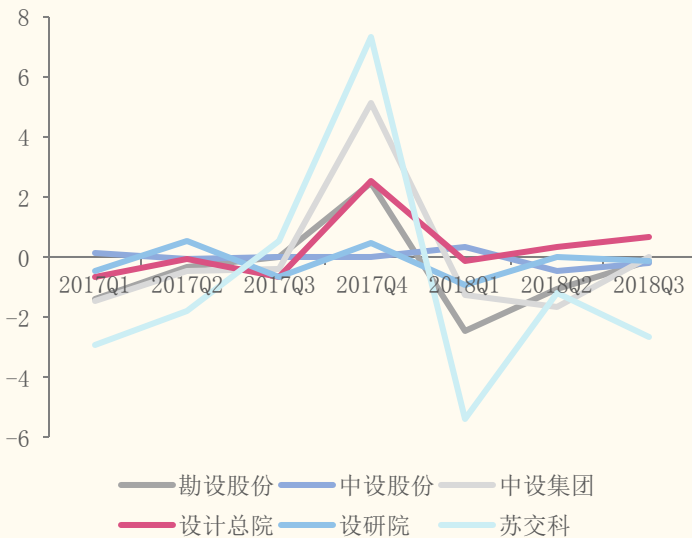
图表 49: 设计总院坏账计提比例最高



来源: wind, 国金证券研究所

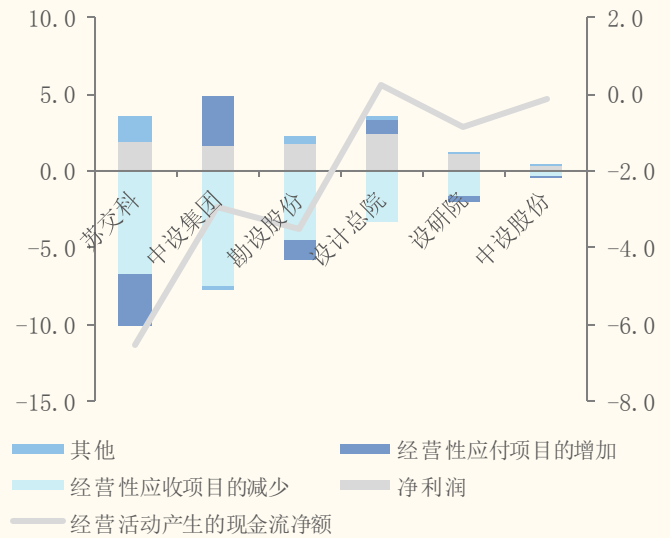
- 公司现金流状况最佳, 财务费用持续为负。** 1) 设计总院 2018 年经营性现金流净额大幅好转, Q1/Q2/Q3 同比分别增 0.475/0.45/1.335 亿元, 为六大上市公司中现金流率先逐渐转负为正、好转最快的公司。2) 从 2018 年 H1 经营活动产生的现金流净额构成来看, 设计总院经营活动产生的现金流净额最佳主要系净利润最佳、以及经营性应付项目(应付账款)的增加所致。3) 从收现比来看, 2017 年, 公司收现比仅 75% 为行业最低水平, 拆分来看, 我们认为销售商品、提供劳务收到的现金主要源自于公司现款销售和 公司历史应收账款的回款, 拆分来看, 公司历史回款占营收的比例为 30%, 略低于行业平均水平(32%), 现款占营收的比例仅 44%, 远低于行业平均水平(50%), 信用政策偏宽松。4) 2018Q1-Q3 公司单季度利息收入均高于利息支出, 财务费用持续为负且为六大公司中财务费用最低。

图表 50: 2018 年公司经营性现金流逐渐好转



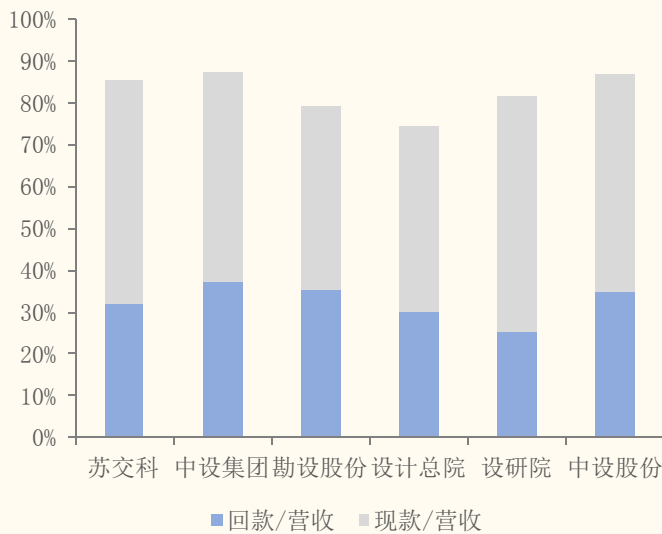
来源: wind, 国金证券研究所

图表 51: 2018 年 H1 公司经营活动现金流净额较高主要系净利润较高

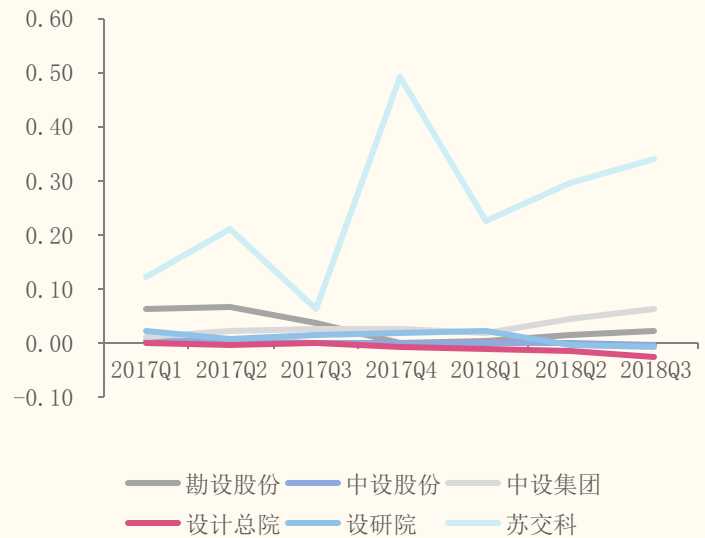


来源: wind, 国金证券研究所

图表 52: 公司收现比较低未来还有较大提升空间



图表 53: 公司财务费用已转为负



来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

## 五、业绩预测与估值

- 预计 2018/2019/2020 年公司营收达 18.9/24.6/30 亿元。1) 2018 年前三季度公司营收同增 44%至 11.75 亿元, 考虑 2017 年 Q4 单季度营收达 5.57 亿元属历史高位, 保守假设公司 2018 年省内营收同增 40%, 省外营收同增 30%。2) 考虑公司安徽省内市占率相较于苏交科、中设集团江苏省内市占率仍低, 叠加安徽省内基建勘察设计市场规模提升, 预计 2019-2020 年省内营收同增 30%/20%; 3) 考虑目前公司省外业务基数较低, 伴随公司在各地分院、分公司设立, 未来省外营收增速有望维持在 30%的水平。

图表 54: 预计 2018-2020 年公司营收达 17.8/21.8/26.6 亿元

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
安徽省内营收	6.67	6.59	10.98	14.27	17.13	20.55
YOY	3%	-1%	67%	40%	30%	20%
安徽省外营收	1.80	3.06	2.74	3.56	4.63	6.02
YOY	100%	70%	-10%	30%	30%	30%
总营收	8.51	9.67	13.74	18.93	24.61	30.00

来源: wind, 国金证券研究所

- 预计公司 2018-2020 年归母业绩达 5.1/6.4/7.7 亿元。1) 2018 年前三季度公司毛利率高达 49%, 考虑年末奖金发放增加, 预计 2018 年毛利率为 48%, 考虑省外业务提升, 未来毛利率将略有下滑, 预计 2019/2020 年毛利率为 46%/45%。2) 受益营收规模提升+管理层限薪, 保守估计未来三年管理费维持在 7%的水平; 受益现金流持续好转, 财务费率维持在 -0.9%; 预计伴随营收规模扩大, 应收账款计提减值损失提升, 资产减值损失逐年增长。3) 预计公司 2018-2020 年归母业绩达 5.1/6.4/7.7 亿元。

图表 55: 预计 2018-2020 年公司业绩达 5.1/6.4/7.7 亿元

	2015	2016	2017	2017Q3	2018Q3	2018E	2019E	2020E
总营收	8.51	9.67	13.74	8.16	11.75	18.93	24.61	30.00
毛利率 (%)	43.29	43.15	43.19	41.28	49.41	48.00	46.00	45.00
总毛利	3.68	4.17	5.93	3.37	5.81	9.09	11.32	13.50
营业税金率	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费率	2.9%	3.2%	2.5%	2.6%	2.6%	2.3%	2.1%	2.0%

	2015	2016	2017	2017Q3	2018Q3	2018E	2019E	2020E
管理费率	13.0%	10.9%	8.0%	8.3%	4.5%	7.0%	6.4%	6.0%
财务费率	0.0%	0.1%	-0.1%	0.0%	-0.5%	-0.9%	-0.9%	-0.9%
资产减值损失	-60	-43	-93	-38	-54	-120	-144	-177
营业利润	1.68	2.31	3.48	2.06	4.20	6.19	7.04	8.19
所得税率	18.0%	16.8%	17.5%	17.1%	16.9%	17.5%	17.5%	17.5%
归属于母公司 的净利润	1.40	1.96	2.89	1.72	3.48	5.14	6.36	7.68

来源: wind, 国金证券研究所

- 给予公司 2019 年 15 倍 PE 估值, 目标价 27 元。①设计行业属于知识密集型企业, 位于建筑产业链最前端, 盈利能力较强、技术壁垒较高, 市场估值较高。②对标国内的苏交科和中设集团, 苏交科自 2012 年上市以来平均 PE (TTM) 达 26.65 倍, 上下一个标准差为 (17.03, 36.27); 中设集团自 2014 年上市以来平均 PE (TTM) 达 33.71 倍, 上下一个标准差为 (22.74, 44.68)。③对标海外设计龙头公司 AECOM, PE (TTM) 达 36 倍。④考虑公司省内省外皆有看点, 盈利能力、盈利质量远超同业, 我们给予公司 2019 年 15 倍 PE 估值, 目标价 27 元。

图表 56: 国内外设计龙头估值一览

证券代码	证券简称	2017 年净利润	业绩 3 年 CAGR	2017ROE	PE(TTM)	总市值
300284.SZ	苏交科	4.64	22%	14%	15.6	82
603018.SH	中设集团	2.97	21%	15%	14.9	54
603357.SH	设计总院	2.89	32%	22%	14.8	69
ACM.N	AECOM	22.52	14%	9%	36.0	341

来源: wind, 国金证券研究所

图表 57: 苏交科估值一览

苏交科[300284.SZ] - 估值分析



来源: wind, 国金证券研究所

图表 58：中设集团估值一览



来源：wind，国金证券研究所

## 六、风险提示

- **基建投资不达预期：**公司所处勘察设计行业发展取决于未来基建投资规模，尽管前文提到政策定调基建稳增长，但目前安徽公路投资额增速仍然保持下滑趋势，2018 1-10 月安徽公路投资额同比-1.8%。未来若补短板未能落实到位，基建投资不达预期，会对公司业绩产生负面影响。
- **省外市场拓展不能达到预期的风险：**公司省外扩张已取得一定成果，目前在华北/华东/中南/西北/西南各地设有分院/分公司，并拟用募集资金进一步扩建分院/分公司。但受到条块分割等历史因素的影响，各地仍存在不同程度的地方保护主义，公司省外扩张若不能达预期，会对公司未来盈利水平产生消极影响。
- **应收账款减值风险：**近年来公司营收不断扩大的同时，应收账款数额呈现增长趋势，尽管公司对应收账款计提较为严苛，但若发生客户付款能力不佳的情况，可能导致公司计提坏账增加，对公司经营业绩带来不利影响。

**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
<b>主营业务收入</b>	<b>851</b>	<b>967</b>	<b>1,374</b>	<b>1,893</b>	<b>2,461</b>	<b>3,000</b>	货币资金	197	387	804	897	1,038	1,272
增长率		13.7%	42.0%	37.8%	30.0%	21.9%	应收账款	808	881	1,253	1,540	1,863	2,127
<b>主营业务成本</b>	<b>-482</b>	<b>-550</b>	<b>-780</b>	<b>-985</b>	<b>-1,329</b>	<b>-1,650</b>	存货	0	0	0	1	1	1
%销售收入	56.7%	56.9%	56.8%	52.0%	54.0%	55.0%	其他流动资产	3	2	383	604	865	1,166
<b>毛利</b>	<b>368</b>	<b>417</b>	<b>593</b>	<b>909</b>	<b>1,132</b>	<b>1,350</b>	流动资产	1,008	1,271	2,440	3,041	3,767	4,566
%销售收入	43.3%	43.1%	43.2%	48.0%	46.0%	45.0%	%总资产	81.8%	85.2%	91.2%	91.3%	92.3%	93.1%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-8</b>	<b>-9</b>	<b>-13</b>	<b>-17</b>	<b>-22</b>	<b>-27</b>	长期投资	37	40	48	78	78	78
%销售收入	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产	131	121	114	116	120	124
<b>营业费用</b>	<b>-25</b>	<b>-31</b>	<b>-35</b>	<b>-44</b>	<b>-52</b>	<b>-60</b>	%总资产	10.6%	8.1%	4.2%	3.5%	2.9%	2.5%
%销售收入	2.9%	3.2%	2.5%	2.3%	2.1%	2.0%	无形资产	15	16	15	15	16	16
<b>管理费用</b>	<b>-111</b>	<b>-105</b>	<b>-110</b>	<b>-133</b>	<b>-158</b>	<b>-180</b>	非流动资产	224	221	236	290	314	339
%销售收入	13.0%	10.9%	8.0%	7.0%	6.4%	6.0%	%总资产	18.2%	14.8%	8.8%	8.7%	7.7%	6.9%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>225</b>	<b>273</b>	<b>436</b>	<b>716</b>	<b>901</b>	<b>1,083</b>	<b>资产总计</b>	<b>1,232</b>	<b>1,491</b>	<b>2,677</b>	<b>3,331</b>	<b>4,081</b>	<b>4,904</b>
%销售收入	26.4%	28.2%	31.7%	37.8%	36.6%	36.1%	短期借款	0	48	23	0	0	0
<b>财务费用</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>1</b>	<b>17</b>	<b>20</b>	<b>24</b>	应付款项	451	538	718	804	1,071	1,320
%销售收入	0.0%	0.1%	-0.1%	-0.9%	-0.8%	-0.8%	其他流动负债	103	70	110	146	187	227
<b>资产减值损失</b>	<b>-60</b>	<b>-43</b>	<b>-93</b>	<b>-120</b>	<b>-161</b>	<b>-189</b>	流动负债	555	655	851	950	1,257	1,548
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	长期贷款	15	15	0	0	0	0
<b>投资收益</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	其他长期负债	39	30	23	0	0	0
%税前利润	1.7%	1.2%	0.7%	1.6%	1.3%	1.1%	<b>负债</b>	<b>608</b>	<b>701</b>	<b>874</b>	<b>950</b>	<b>1,257</b>	<b>1,548</b>
<b>营业利润</b>	<b>168</b>	<b>231</b>	<b>348</b>	<b>623</b>	<b>770</b>	<b>928</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>624</b>	<b>791</b>	<b>1,803</b>	<b>2,381</b>	<b>2,823</b>	<b>3,357</b>
<b>营业利润率</b>	<b>19.7%</b>	<b>23.9%</b>	<b>25.3%</b>	<b>32.9%</b>	<b>31.3%</b>	<b>30.9%</b>	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
<b>营业外收支</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,232</b>	<b>1,491</b>	<b>2,677</b>	<b>3,331</b>	<b>4,081</b>	<b>4,904</b>
<b>税前利润</b>	<b>171</b>	<b>235</b>	<b>350</b>	<b>623</b>	<b>770</b>	<b>928</b>	<b>比率分析</b>						
<b>利润率</b>	<b>20.1%</b>	<b>24.3%</b>	<b>25.5%</b>	<b>32.9%</b>	<b>31.3%</b>	<b>30.9%</b>		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>所得税</b>	<b>-31</b>	<b>-39</b>	<b>-61</b>	<b>-109</b>	<b>-135</b>	<b>-162</b>	<b>每股指标</b>						
<b>所得税率</b>	<b>18.0%</b>	<b>16.8%</b>	<b>17.5%</b>	<b>17.5%</b>	<b>17.5%</b>	<b>17.5%</b>	每股收益	0.576	0.804	0.890	1.582	1.956	2.359
<b>净利润</b>	<b>140</b>	<b>196</b>	<b>289</b>	<b>514</b>	<b>635</b>	<b>766</b>	每股净资产	2.563	3.247	5.554	7.334	8.696	10.339
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	每股经营现金净流	0.475	0.761	0.359	1.039	1.877	2.421
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>140</b>	<b>196</b>	<b>289</b>	<b>514</b>	<b>635</b>	<b>766</b>	每股股利	0.000	0.000	0.270	0.480	0.594	0.716
<b>净利率</b>	<b>16.5%</b>	<b>20.2%</b>	<b>21.0%</b>	<b>27.1%</b>	<b>25.8%</b>	<b>25.5%</b>	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	22.46%	24.76%	16.02%	21.58%	22.49%	22.82%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	11.37%	13.13%	10.79%	15.42%	15.56%	15.62%
							投入资本收益率	28.85%	26.58%	19.68%	24.80%	26.32%	26.62%
<b>净利润</b>	<b>140</b>	<b>196</b>	<b>289</b>	<b>514</b>	<b>635</b>	<b>766</b>	<b>增长率</b>						
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	主营业务收入增长率	14.32%	13.68%	42.04%	37.84%	30.00%	21.88%
<b>非现金支出</b>	<b>78</b>	<b>62</b>	<b>112</b>	<b>139</b>	<b>183</b>	<b>214</b>	EBIT增长率	7.93%	21.18%	59.82%	64.31%	25.87%	20.22%
<b>非经营收益</b>	<b>-5</b>	<b>-4</b>	<b>-17</b>	<b>-30</b>	<b>-30</b>	<b>-30</b>	净利润增长率	12.21%	39.66%	47.54%	77.86%	23.60%	20.63%
<b>营运资金变动</b>	<b>-97</b>	<b>-69</b>	<b>-268</b>	<b>-286</b>	<b>-179</b>	<b>-164</b>	总资产增长率	1.55%	21.02%	79.49%	24.45%	22.49%	20.18%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>116</b>	<b>185</b>	<b>117</b>	<b>337</b>	<b>610</b>	<b>786</b>	<b>资产管理能力</b>						
<b>资本开支</b>	<b>-11</b>	<b>-10</b>	<b>-12</b>	<b>-22</b>	<b>-26</b>	<b>-30</b>	应收账款周转天数	307.0	293.6	301.7	290.0	288.0	286.0
<b>投资</b>	<b>76</b>	<b>-8</b>	<b>-380</b>	<b>-251</b>	<b>-260</b>	<b>-300</b>	存货周转天数	0.1	0.0	0.1	0.2	0.2	0.2
<b>其他</b>	<b>3</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	应付账款周转天数	175.8	164.9	164.4	180.0	180.0	180.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>68</b>	<b>-18</b>	<b>-391</b>	<b>-263</b>	<b>-276</b>	<b>-320</b>	固定资产周转天数	56.3	45.8	30.2	22.4	17.8	15.1
<b>股权募资</b>	<b>20</b>	<b>0</b>	<b>848</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>偿债能力</b>						
<b>债权募资</b>	<b>-40</b>	<b>48</b>	<b>-40</b>	<b>-45</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	净负债/股东权益	-29.12%	-41.08%	-43.33%	-37.69%	-36.78%	-37.89%
<b>其他</b>	<b>-147</b>	<b>-37</b>	<b>-129</b>	<b>64</b>	<b>-193</b>	<b>-232</b>	EBIT利息保障倍数	535.1	303.9	-504.7	-41.2	-45.0	-45.3
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-168</b>	<b>11</b>	<b>679</b>	<b>18</b>	<b>-193</b>	<b>-232</b>	资产负债率	49.36%	46.99%	32.63%	28.53%	30.81%	31.55%
<b>现金净流量</b>	<b>15</b>	<b>178</b>	<b>404</b>	<b>93</b>	<b>141</b>	<b>234</b>							

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	3	3	5
增持	0	0	1	1	2
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.25	1.25	1.29

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。

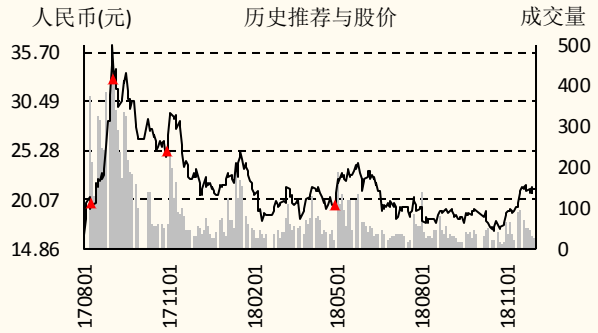
最终评分与平均投资建议对照：

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	2017-08-10	买入	19.24	26.00~26.00
2	2017-09-04	增持	36.87	35.00~35.00
3	2017-10-31	增持	24.98	29.00~29.00
4	2018-04-01	增持	20.37	29.00~29.00
5	2018-04-30	增持	19.72	29.00~29.00
6	2018-08-19	买入	17.58	25.00~25.00
7	2018-10-28	买入	17.25	25.00~25.00

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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的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