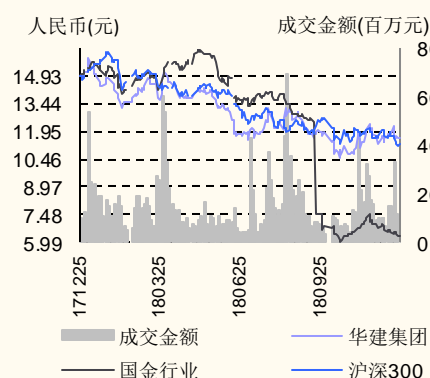


市场价格 (人民币): 11.57 元
 目标价格 (人民币): 15.00-15.00 元

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	372.87
总市值 (百万元)	5,000.65
年内股价最高最低 (元)	15.84/10.57
沪深 300 指数	3038.20
上证指数	2527.01



限制性股票激励计划推出, 经营效率有望提升

公司基本情况 (人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益 (元)	0.672	0.593	0.843	1.019	1.224
每股净资产 (元)	6.81	6.66	6.56	7.54	8.72
每股经营性现金流 (元)	2.74	6.92	2.67	2.55	1.06
市盈率 (倍)	31.06	25.89	13.90	11.50	9.57
净利润增长率 (%)	64.61%	6.22%	42.08%	20.91%	20.13%
净资产收益率 (%)	24.03%	10.33%	12.86%	13.52%	14.04%
总股本 (百万股)	359.06	432.21	432.21	432.21	432.21

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 12月24日, 公司发布《2018年限制性股权激励计划 (草案)》。

经营分析

■ 1) 公司拟通过定向增发的方式实施股权激励, 向 379 名激励对象 (包括公司董事、高管、核心员工, 占员工总数的 6%) 授予 1297 万股, 约占公司股本的 3%, 授予价格 5.86 元。2) 本次限制性股票的解锁时间为自授予日起满 24 个月后, 在未来 36 个月内分三期解除限售, 解锁条件为以 2017 年营收为基数, 营收复合增速不低于 8% 且不低于对标企业 75 分位值, 加权平均 ROE 不低于 9% 且不低于对标企业 50 分位值, 下属高新技术企业研发投入占其营收比重不低于 3%。3) 本次股权激励 2019-2023 年摊销费用分别为 0.22/0.26/0.16/0.08/0.01 亿元, 对公司业绩影响有限。

■ 股权激励激发公司活力, 盈利能力有望提升。1) 公司为国内建筑设计龙头, 参与了国内 90% 的已建及在建超高层建筑设计工作。但公司毛利率远低于房建设计行业平均水平。2017 年公司工程设计业务毛利率仅 35%, 同类公司中衡设计/启迪设计/建科院/山鼎设计工程设计业务毛利率达 42%/44%/40%/43%。2) 公司管理费率也高于行业平均水平但呈现下降趋势, 2018 年前三季度公司管理费率达 16%。同类公司中衡设计/启迪设计/建科院/山鼎设计管理费率约 11%/15%/14%/12%。3) 我们认为股权激励有望充分激发管理层活力, 提升公司经营效率。

■ 华建数创: BIM 技术先驱者, 股权激励+混改+员工持股充分激发动力。1) BIM 技术可提高建筑工程集成化, 提高整个工程生命周期效率, 美国/英国/新加坡建筑行业 BIM 使用率达到 80%/74%/90%, 国内使用率仅 10% 尚处于起步阶段, 未来空间广阔。2) 公司旗下全资子公司华建数创是行业内 BIM 技术先驱, 2018 年 11 月 29 日华建数创列入上海市地方国有控股混合所有制企业职工持股试点名单, 此次股权激励强调对高新技术企业研发投入的考核, 并拟对华建数创执行董事徐志浩授予股权 19 万股限制性股票 (占限制性股票 1.49%), 我们认为研发费用投入从长期能够保证华建数创的技术实力, 股权激励+混改+员工持股激发活力为公司发展打下坚实基础。

盈利预测与估值

■ 我们预计公司 2018-2020 年归母净利润达 3.6/4.4/5.3 亿元, 维持目标价 15 元。

风险: 工程业务毛利率下滑、业务集中风险, 存货跌价、应收账款减值风险。

相关报告

1. 《Q3 营收增长放缓, 房建设计龙头积极纵向扩张-《2018-10...》, 2018.11.1
2. 《设计龙头超预期增长, 强激励下横向拓展加速可期-《2018-...》, 2018.8.15
3. 《管理优化国改成效初显, 拥抱互联网+紧跟时代潮流-华建集团公司...》, 2018.5.1

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

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	4,268	4,551	5,290	6,293	7,520	9,015	货币资金	1,056	1,147	1,590	1,459	1,750	2,104
增长率	6.6%	16.2%	19.0%	19.5%	19.9%		应收款项	1,157	1,351	1,638	1,809	2,111	2,502
主营业务成本	-3,041	-3,328	-3,939	-4,783	-5,763	-6,965	存货	1,392	1,668	1,968	2,293	3,079	4,103
%销售收入	71.3%	73.1%	74.5%	76.0%	76.6%	77.3%	其他流动资产	17	14	74	98	108	120
毛利	1,226	1,223	1,350	1,510	1,757	2,050	流动资产	3,622	4,180	5,270	5,660	7,047	8,829
%销售收入	28.7%	26.9%	25.5%	24.0%	23.4%	22.7%	%总资产	86.5%	86.4%	71.2%	71.8%	76.0%	79.8%
营业税金及附加	-45	-25	-35	-31	-38	-45	长期投资	4	114	501	562	562	562
%销售收入	1.1%	0.5%	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	139	132	1,200	1,225	1,244	1,257
营业费用	-44	-47	-65	-63	-75	-90	%总资产	3.3%	2.7%	16.2%	15.5%	13.4%	11.4%
%销售收入	1.0%	1.0%	1.2%	1.0%	1.0%	1.0%	无形资产	369	378	391	389	379	370
管理费用	-867	-868	-893	-975	-1,128	-1,307	非流动资产	566	658	2,134	2,223	2,231	2,236
%销售收入	20.3%	19.1%	16.9%	15.5%	15.0%	14.5%	%总资产	13.5%	13.6%	28.8%	28.2%	24.0%	20.2%
息税前利润 (EBIT)	270	282	358	440	517	608	资产总计	4,188	4,839	7,404	7,882	9,278	11,064
%销售收入	6.3%	6.2%	6.8%	7.0%	6.9%	6.7%	短期借款	26	225	444	267	388	646
财务费用	-10	5	9	0	3	-3	应付款项	2,551	2,813	3,424	3,583	4,222	4,989
%销售收入	0.2%	-0.1%	-0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	其他流动负债	635	667	708	838	1,003	1,203
资产减值损失	-69	-44	-83	-98	-112	-120	流动负债	3,212	3,705	4,576	4,688	5,614	6,839
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	192	77	129	129	129	129
投资收益	1	2	18	80	100	120	其他长期负债	15	21	48	22	22	22
%税前利润	0.5%	0.7%	4.9%	16.6%	17.3%	17.4%	负债	3,419	3,804	4,752	4,839	5,765	6,990
营业利润	193	246	313	421	508	609	普通股股东权益	738	1,005	2,482	2,834	3,259	3,770
%营业利润率	4.5%	5.4%	5.9%	6.7%	6.8%	6.8%	少数股东权益	31	30	169	209	254	304
营业外收支	12	77	51	60	70	80	负债股东权益合计	4,188	4,839	7,404	7,882	9,278	11,064
税前利润	205	323	364	481	578	689							
利润率	4.8%	7.1%	6.9%	7.6%	7.7%	7.6%	比率分析						
所得税	-45	-63	-70	-77	-92	-110		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
所得税率	22.0%	19.6%	19.2%	16.0%	16.0%	16.0%	每股指标						
净利润	160	260	294	404	485	579	每股收益	0.408	0.672	0.593	0.843	1.019	1.224
少数股东损益	13	19	38	40	45	50	每股净资产	6.631	6.810	6.657	6.557	7.541	8.723
归属于母公司的净利润	147	241	256	364	440	529	每股经营现金净流	3.213	2.743	6.923	2.670	2.551	1.062
净利率	3.4%	5.3%	4.8%	5.8%	5.9%	5.9%	每股股利	0.000	0.000	0.150	0.213	0.258	0.310
							回报率						
							净资产收益率	19.87%	24.03%	10.33%	12.86%	13.52%	14.04%
							总资产收益率	3.50%	4.99%	3.46%	4.62%	4.75%	4.78%
							投入资本收益率	21.28%	16.95%	8.91%	10.68%	10.71%	10.48%
							增长率						
							主营业务收入增长率	-6.49%	6.63%	16.24%	18.97%	19.50%	19.88%
							EBIT增长率	-93.32%	4.28%	26.98%	22.92%	17.41%	17.61%
							净利润增长率	-96.41%	64.61%	6.22%	42.08%	20.91%	20.13%
							总资产增长率	169.07%	15.52%	53.01%	6.47%	17.71%	19.25%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	53.1	97.0	97.4	95.0	97.0	99.0
							存货周转天数	87.3	167.8	168.4	175.0	195.0	215.0
							应付账款周转天数	88.3	164.8	160.7	150.0	145.0	140.0
							固定资产周转天数	11.7	10.4	82.8	71.1	60.4	50.9
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-108.95%	-81.66%	-38.36%	-34.94%	-35.09%	-32.62%
							EBIT利息保障倍数	27.6	-52.1	-40.3	934.0	-179.2	210.0
							资产负债率	81.63%	78.62%	64.19%	61.39%	62.13%	63.17%

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	2	2	4
增持	0	0	0	0	4
中性	0	0	0	1	2
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.00	1.67	1.80

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。

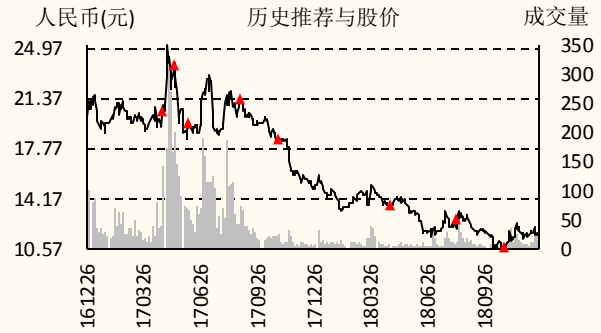
最终评分与平均投资建议对照：

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	2017-04-28	买入	21.13	24.50~25.30
2	2017-05-16	买入	23.34	24.50~25.30
3	2017-06-09	买入	19.54	25.00~26.00
4	2017-09-01	增持	21.55	25.30~25.30
5	2017-11-01	增持	18.62	22.77~22.77
6	2018-05-01	增持	13.87	15.00~15.00
7	2018-08-15	增持	12.08	15.00~15.00
8	2018-11-01	增持	10.82	N/A

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，不作为或被视作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