

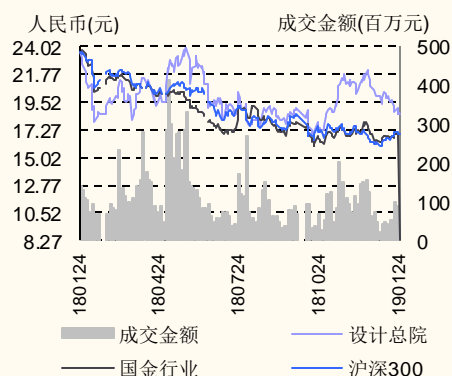
设计总院 (603357.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 18.59 元
 目标价格 (人民币): 24.00-24.00 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)	6,035.68
年内股价最高最低(元)	24.05/16.87
沪深 300 指数	3158.78
上证指数	2591.69



相关报告

- 1.《省内省外齐头并进，盈利能力、盈利质量冠绝行业-设计总院：省内...》，2018.12.4
- 2.《业绩略超预期，盈利能力、盈利质量冠绝行业-《2018-10-...》，2018.10.28
- 3.《业绩高增长超预期，盈利能力/质量远超行业-《2018-08-...》，2018.8.19
- 4.《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
- 5.《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

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

Q4 业绩低于预期，2019 年政策边际改善可期

公司基本情况 (人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.804	0.890	1.335	1.598	1.911
每股净资产(元)	3.25	5.55	7.16	8.27	9.61
每股经营性现金流(元)	0.76	0.36	1.09	1.59	1.96
市盈率(倍)	0.00	24.58	13.92	11.64	9.73
净利润增长率(%)	39.66%	47.54%	50.11%	19.64%	19.61%
净资产收益率(%)	24.76%	16.02%	18.65%	19.31%	19.89%
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

事件简评

- 1月23日公司发布业绩预增公告，预计2018年归母净利达增长1.16-1.73亿，同增40%-60%，归母扣非净利增加1.17-1.75亿，同增41%-61%。

经营分析

- **受政策影响 Q4 业绩表现不佳，2019 年好转在望。** 1) 公司 2018 年预计实现归母净利 4.05-4.62 亿元，业绩中枢为 4.34 亿元，同比+50%，不及此前预期。其中 Q1-Q4 业绩增速分别为 65%/162%/93%/-26%，前三季度均维持高速增长，Q4 增速大幅滑落，我们预计主要受政策影响 Q4 营收结转低于预期：2018 年上半年有关部门暂停审批占用永久基本农田重大建设项目，导致大量项目无法按计划开工，影响年末营收结转，同时 11 月中央环保督察“回头看”进驻安徽或也在一定程度上影响公司 Q4 项目进度。2) 2018 年下半年重启占用永久基本农田重大建设项目用地预审，我们预计 2019 年情况将有较大改善。1 月公司连续新中标多条高速公路勘设项目，如 S252 颍州双郢至阜南焦陂段改建工程 (约 1257 万)、S348 歙县街口至王村公路改善工程 (约 317 万) 等，同时公司中标安徽省高速公路国土空间控制规划报告编制，或将让政府提前考虑好涉及占用农田、环保相关的高速公路项目，以保证未来项目的顺利开展。3) 2018H1 末公司新签订单 9.47 亿 (+43%)，在手订单 25.62 亿 (+32%)，预计当前在手订单约 30 亿，订单营收比约 2 倍，订单仍较充沛。
- **省内省外存看点，盈利表现亮眼。** 1) 据现有规划，我们预估 2019-2021 年安徽省内年均基建 (不含铁路) 勘设市场规模约 50 亿，2019 基建补短板、公路投资结构升级等因素影响下实际规模有望超预期。且凭借超群技术+国资背景省内市占率有望再提升，对标苏交科、中设集团在江苏省内市占率 (58%)，公司省内营收天花板超 28 亿元。且公司通过轻资产扩张+外延并购不断提升省外业务营收 (目前占比仅 20%)。2) 同业对比来看公司是最纯正设计公司，盈利能力及盈利质量均超其他公司。3) 保守假定公司 2018/2019 年业绩增速为 50%/20%，则当前市值对应 2018/2019PE 为 14/12 倍，估值已处合理水位。

盈利预测及投资建议

- 考虑到公司业绩不及预期，下调公司盈利预测，预计公司 2018/2019 年归母净利 4.34/5.19 亿元，同时下调公司目标价至 24 元 (15*2019EPS)。

风险提示：基建投资不达预期、省外扩张不达预期、应收账款减值风险。

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	851	967	1,374	1,583	1,979	2,414	货币资金	197	387	804	939	1,022	1,149
增长率		13.7%	42.0%	15.2%	25.0%	22.0%	应收款项	808	881	1,253	1,287	1,498	1,712
主营业务成本	-482	-550	-780	-823	-1,069	-1,328	存货	0	0	0	0	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	603	864	1,165
毛利	368	417	593	760	910	1,086	流动资产	1,008	1,271	2,440	2,830	3,384	4,026
%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%	90.7%	91.5%	92.2%
营业税金及附加	-8	-9	-13	-14	-18	-22	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
营业费用	-25	-31	-35	-36	-42	-48	%总资产	10.6%	8.1%	4.2%	3.7%	3.2%	2.8%
%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
管理费用	-111	-105	-110	-111	-127	-145	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%	9.3%	8.5%	7.8%
息税前利润 (EBIT)	225	273	436	598	724	871	资产总计	1,232	1,491	2,677	3,120	3,699	4,365
%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
财务费用	0	-1	1	18	20	22	应付款项	451	538	718	673	861	1,063
%销售收入	0.0%	0.1%	-0.1%	-1.1%	-1.0%	-0.9%	其他流动负债	103	70	110	123	151	183
资产减值损失	-60	-43	-93	-101	-126	-152	流动负债	555	655	851	795	1,012	1,246
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	15	15	0	0	0	0
投资收益	3	3	3	10	10	10	其他长期负债	39	30	23	0	0	0
%税前利润	1.7%	1.2%	0.7%	1.9%	1.6%	1.3%	负债	608	701	874	795	1,012	1,246
营业利润	168	231	348	526	629	752	普通股股东权益	624	791	1,803	2,325	2,687	3,119
营业利润率	19.7%	23.9%	25.3%	33.2%	31.8%	31.2%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	3	4	2	0	0	0	负债股东权益合计	1,232	1,491	2,677	3,120	3,699	4,365
税前利润	171	235	350	526	629	752	比率分析						
利润率	20.1%	24.3%	25.5%	33.2%	31.8%	31.2%		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
所得税	-31	-39	-61	-92	-110	-132	每股指标						
所得税率	18.0%	16.8%	17.5%	17.5%	17.5%	17.5%	每股收益	0.576	0.804	0.890	1.335	1.598	1.911
净利润	140	196	289	434	519	620	每股净资产	2.563	3.247	5.554	7.162	8.275	9.606
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.475	0.761	0.359	1.094	1.590	1.955
归属于母公司的净利润	140	196	289	434	519	620	每股股利	0.000	0.000	0.270	0.405	0.485	0.580
净利率	16.5%	20.2%	21.0%	27.4%	26.2%	25.7%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	22.46%	24.76%	16.02%	18.65%	19.31%	19.89%
净利润	140	196	289	434	519	620	总资产收益率	11.37%	13.13%	10.79%	13.89%	14.02%	14.21%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	投入资本收益率	28.85%	26.58%	19.68%	21.23%	22.24%	23.05%
非现金支出	78	62	112	119	148	177	增长率						
非经营收益	-5	-4	-17	-30	-30	-30	主营业务收入增长率	14.32%	13.68%	42.04%	15.24%	25.00%	22.00%
营运资金变动	-97	-69	-268	-168	-120	-133	EBIT增长率	7.93%	21.18%	59.82%	37.38%	21.03%	20.33%
经营活动现金净流	116	185	117	355	516	635	净利润增长率	12.21%	39.66%	47.54%	50.11%	19.64%	19.61%
资本开支	-11	-10	-12	-22	-26	-30	总资产增长率	1.55%	21.02%	79.49%	16.57%	18.53%	18.00%
投资	76	-8	-380	-251	-260	-300	资产管理能力						
其他	3	0	1	10	10	10	应收账款周转天数	307.0	293.6	301.7	290.0	288.0	286.0
投资活动现金净流	68	-18	-391	-263	-276	-320	存货周转天数	0.1	0.0	0.1	0.2	0.2	0.2
股权募资	20	0	848	0	0	0	应付账款周转天数	175.8	164.9	164.4	180.0	180.0	180.0
债权募资	-40	48	-40	-45	0	0	固定资产周转天数	56.3	45.8	30.2	26.8	22.1	18.7
其他	-147	-37	-129	88	-157	-188	偿债能力						
筹资活动现金净流	-168	11	679	43	-157	-188	净负债/股东权益	-29.12%	-41.08%	-43.33%	-40.40%	-38.06%	-36.84%
现金净流量	15	178	404	135	83	126	EBIT利息保障倍数	535.1	303.9	-504.7	-33.6	-35.7	-38.8
							资产负债率	49.36%	46.99%	32.63%	25.48%	27.36%	28.55%

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	3	5
增持	1	2	4	4	6
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	2.00	2.00	1.57	1.55

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。

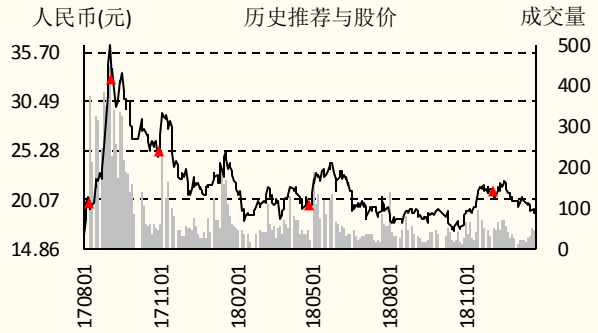
最终评分与平均投资建议对照：

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
8	2018-12-04	买入	21.22	27.00~27.00

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