

设计主业强势增长，或受益一体化和科创板主题

——中衡设计（603017）2018 年报点评

2019 年 04 月 19 日

推荐/首次

中衡设计

财报点评

投资要点：

- **事件：**公司发布 2018 年年度报告，全年实现营收 18.66 亿，同增 28.32%，实现归母净利润 1.68 亿，同增 11.74%，实现扣非 1.62 亿，同增 14.2%；
- **Q4 业绩增速较为可观，全年维持稳健增长。设计主业订单和收入增势迅猛，支撑业绩、优化结构。深耕江苏市场，华东业务占比较高，有望受益长三角一体化建设。**Q1-Q4 营收增速为 51%/15%/20%/32%，归母增速为 15%/-1%/12%/27%。全年营收/归母分别同增 28%/12%，增速维持较高水平。设计业务订单收入快速增长，全年新承接设计合同 17.4 亿（YOY+165%）创历史新高，对应当期设计收入的 2 倍，实现设计收入 8.8 亿，大幅同增 41.9%（+4.7pp），占比达 47%（+4.5pp），毛利率 38.8%远高于工程总承包（5.3%），未来将支撑业绩增长并优化整体业务结构；此外，华东收入 12.6 亿（YOY+42%），占比达 69%，未来有望在长三角建筑市场获取更多业务；
- **毛利率/费率此长彼消，减值增加削弱整体盈利能力。**报告期内毛利率 25.11%（+0.5pp），系高毛利的设计和项目管理业务增加。管理/财务/期间费率为 11.92%（-0.2pp）/-0.03%（+0pp）/11.89%（-0.1pp）。减值 0.46 亿（YOY+544%），占净利润比例 26%（+21pp），系本期三年以上账龄、一年以内账龄增加所致。受此影响，净利率为 9.6%（-1.6pp）。收付现比为 83.11%（-10.8pp）/52.16%（-7.3pp），经营现金流 0.89 亿（YOY-50%），主要系业务扩张后本期人力成本支付增加；负债率 41.22%（+2.2pp）
- **民营工程设计翘楚，国内领先的园区建筑全产业链服务商，在设计主导类 EPC 领域竞争优势显著。**公司成长于具国内开发区建设示范意义的苏州工业园区，在现代工业厂房、创意及科技产业园等领域的工程设计、项目管理及总承包业务中达到了国内领先水平，尤其在以设计为主导的 EPC、以建筑师负责制为主导的工程设计+监理+管理业务领域竞争优势显著。公司入选住建部首批装配式建筑产业基地，被中国勘察设计协会评为“2018 十大民营工程设计企业”第三位，连续两年位列“中国十大民营工程设计企业”前三甲，在 2018 年江苏省勘察设计企业综合实力排序中位列江苏省建筑设计企业综合实力第一；
- **上市以来大举收购优质标的、积极完善产业链和区域布局，所入股 Ucloud 或登录科创板。**公司 2014 年底上市，其后于 2015-2017 陆续收购中衡卓创（已收购 100%）、华造设计（已收购 69.13%）、浙江咨询（已收购 65%）等完善区域和产业链布局，2018 年各标的均完成相应承诺业绩，其中中衡卓创/华造设计营收增速分别高达 44%/48%。报告期内公司与宁夏建筑设计研究院签订《股权收购合作框架协议》持续推进收购工作，此举将助力公司开拓当前业务占比较小的西北市场。同时，成功入股全国百强地理信息企业—苏州工业园区测绘地理信息有限公司，有望在产业链相关领域发挥业务协同效应。此外，公司合资设立联衡规划（持股 45%）并直接增资入股 VR 企业卢浮印象及间接入股云计算企业上海优刻得信息科技有限公司（Ucloud），其中 Ucloud 在 2018H1 中国公有云市场份额为 4.4%位列第六，与中国移动已建立战略合作并获中移资本 E 轮投资（4.9%），其在科创板上市申请已于 2019/4/1 获上交所正式受理，公司或有望受益；
- **员工激励进一步强化。**报告期内公司完成回购实施股权激励计划，共计授予 519 万股（占总股本 1.9%），覆盖激励对象 256 人，并于 2018 年 11 月公告第二次回购方案，将继续扩大激励力度，充分彰显公司经营信心。
- **盈利预测与投资评级：**预计公司 2019 年-2021 年实现营业收入分别为 24.84 亿元、30.49 亿元、36 亿元；归母净利润分别为 2.35 亿元、2.91 亿元和 3.33 亿元；EPS 分别为 0.85 元、1.06 元和 1.21 元，对应 PE 分别为 17.1X、13.8X 和 12.1X。首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**1、宏观经济风险；2、市场竞争风险；3、商誉减值风险。

财务指标预测

研究员：郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

研究助理：王翩翩

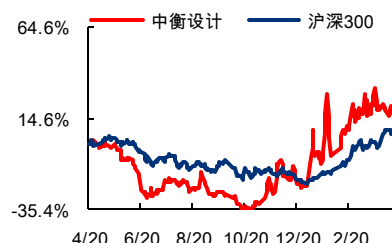
010-66554039

wangpp@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间（元）	14.62-13.18
总市值（亿元）	40.23
流通市值（亿元）	39.46
总股本/流通 A 股（万股）	27518/26993
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	1.79

52 周股价走势图



资料来源：Wind，东兴证券研究所

相关研究报告

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1,454.29	1,866.13	2,483.59	3,048.75	3,600.26
增长率（%）	59.40%	28.32%	33.09%	22.76%	18.09%
净利润（百万元）	162.40	179.07	246.04	302.03	343.86
增长率（%）	28.66%	10.26%	37.40%	22.76%	13.85%
净资产收益率（%）	8.83%	9.51%	12.13%	13.96%	14.77%
每股收益(元)	0.55	0.62	0.85	1.06	1.21
PE	26.58	23.58	17.11	13.82	12.08
PB	2.36	2.28	2.08	1.93	1.78

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表					单位:百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	1581	1801	2159	2705	3490	营业收入	1454	1866	2484	3049	3600				
货币资金	235	207	117	24	383	营业成本	1096	1398	1858	2273	2699				
应收账款	642	858	1157	1754	2170	营业税金及附	10	12	15	19	22				
其他应收	80	114	151	186	219	营业费用	0	0	0	0	11				
预付款项	28	33	40	48	57	管理费用	176	139	298	381	450				
存货	37	188	254	311	370	财务费用	-1	-1	-2	-1	7				
其他流动	512	309	317	215	93	资产减值损失	7	46	23	23	18				
非流动资产	1298	1311	1309	1332	1362	公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00				
长期股权	19	41	47	49	54	投资净收益	23	12	13	17	26				
固定资产	378	372	390	410	430	营业利润	200	209	304	371	419				
无形资产	82	81	81	89	93	营业外收入	1	1	3	2	2				
其他非流	15	18	18	18	18	营业外支出	1	1	20	20	20				
资产总计	2879	3111	3468	4037	4852	利润总额	200	209	287	353	401				
流动负债	1115	1266	1452	1861	2497	所得税	38	30	41	50	57				
短期借款	0	0	0	0	248	净利润	162	179	246	302	344				
应付账款	333	571	560	623	739	少数股东损益	12	11	11	11	11				
预收款项	97	164	362	606	894	归属母公司净	151	168	235	291	333				
一年内到	0	0	0	0	0	EBITDA	333	384	360	437	505				
非流动负	8	17	5	7	6	EPS (元)	0.55	0.62	0.85	1.06	1.21				
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率									
应付债券	0	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E				
负债合计	1123	1283	1458	1868	2504	成长能力									
少数股东	52	61	72	83	94	营业收入增长	59.40%	28.32%	33.09%	22.76%	18.09%				
实收资本	275	275	275	275	275	营业利润增长	36.09%	4.24%	45.65%	22.00%	13.10%				
资本公积	1004	1014	1014	1014	1014	归属于母公司	24.26%	11.74%	39.82%	23.81%	14.37%				
未分配利	386	457	473	513	549	获利能力									
归属母公	1705	1768	1938	2086	2255	毛利率(%)	24.70%	25.38%	25.20%	25.44%	25.04%				
负债和所	2879	3111	3468	4037	4852	净利率(%)	11.17%	9.60%	9.91%	9.91%	9.55%				
现金流						总资产净利润	7.81%	5.23%	5.41%	6.78%	7.21%				
量表						ROE(%)	8.83%	9.51%	12.13%	13.96%	14.77%				
经营活动	180	89	71	146	384	偿债能力									
净利润	162	179	246	302	344	资产负债率(%)	39%	41%	42%	46%	52%				
折旧摊销	134	176	177	192	213	流动比率	1.42	1.42	1.49	1.45	1.40				
财务费用	-1	-1	-2	-1	7	速动比率	1.39	1.27	1.31	1.29	1.25				
应收账款	-182	-217	-298	-597	-416	营运能力									
预收帐款	-8	67	199	244	288	总资产周转率	0.54	0.62	0.75	0.81	0.81				
投资活动	-132	-12	-51	-74	-85	应收账款周转	2.64	2.49	2.46	2.09	1.83				
公允价值	0	0	0	0	0	应付账款周转	5.13	4.13	4.39	5.16	5.29				
长期股权	0	0	21	5	-5	每股指标 (元)									
投资收益	23	12	13	17	26	每股收益(最新	0.55	0.62	0.85	1.06	1.21				
筹资活动	-38	-109	-85	-143	77	每股净现金流	0.04	-0.12	-0.24	-0.26	1.37				
应付债券	0	0	0	0	0	每股净资产(最	6.19	6.42	7.04	7.58	8.19				
长期借款	0	0	0	0	0	估值比率									
普通股增	0	0	0	0	0	P/E	26.58	23.58	17.11	13.82	12.08				
资本公积	19	10	0	0	0	P/B	2.36	2.28	2.08	1.93	1.78				
现金净增	10	-32	-65	-72	376	EV/EBITDA	11.39	9.93	10.86	9.14	7.70				

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑冈钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

研究助理简介

王翩翩

建筑行业研究员。清华大学土木工程硕士，曾任职于正荣地产、Hilti Group，对建筑产业链具备深入研究和理解，2018 年加入东兴证券研究所，从事建筑行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。