

# 设研院 (300732)

证券研究报告

2018年08月15日

## 区域龙头进一步巩固，省外布局有望开花结果

公司近期公布2018年半年度报告，上半年实现营收4.02亿元，同增12.81%；实现归母净利润1.05亿元，同增54.75%。点评如下：

### 营收稳健增长，高毛利率大概率将能维系

受益设计行业集中度提升及区域龙头地位，上半年公司实现营收4.02亿元，同增12.81%；其中勘察设计业务实现营收3.07亿元，同增4.96%。公司逐步建立的11个区域经营中心(省外6个、省内5个)下半年有望发力。随着政策边际的改善，从去杠杆至稳杠杆，料基建投资增速已经筑底，下半年大概率将会反弹，由此我们认为下半年公司新签订单应当会有不错的增长。

公司筹划收购中赟国际不低于67%股权的重大资产重组正在有序进行。中赟国际前身为煤炭工业部郑州设计研究院，是原煤炭工业部重点设计院之一，全国首批核准的甲级工业设计院，技术实力强劲，业务上与公司具有较强协同效应。中赟国际2017年实现营收4.26亿元，若重组成功，有望大幅增厚公司业绩。

公司上半年毛利率47.12%，同增1.26个百分点；其中勘察设计业务毛利率48.57%，同比略下降1.31个百分点，但在可比公司中依旧处于高位，展现出公司较强的技术实力、拿单能力和成本控制力。下半年基建投资反弹，公司勘察设计业务市场议价能力还有进一步提升的可能，高毛利率大概率将能维系。

### 期间费用率有所降低，非经常性损益高增是归母净利润快速增长主因

公司上半年期间费用率为14.95%，同比略增长0.15个百分点。其中管理费用率同增0.45个百分点至12.29%，主因研发费用快速增长71%；财务费用率下降0.38个百分点至0.43%，系利息收入快速增长；销售费用率基本持平。资产减值损失3665万元，同增51%，坏账计提增长所致。非经常性损益2861万元，主要来自非流动资产(83号院)的处置受益。

综合来看，公司上半年净利率26.21%，同增7.10个百分点；实现扣非后归母净利润7666万元，同增12.65%；实现归母净利润1.05亿元，同增54.75%。

### 经营现金流下半年有望改善

报告期公司收现比为0.71，同比降低22个百分点；付现比为0.65，同比增加2个百分点；上半年紧信用的环境下回款确有恶化。综上，公司经营现金流量净额为-8681万元(去年同期为+1014万元)。我们认为随着政策边际改善带来的资金面逐渐宽松以及设计行业普遍性的四季度回款高峰，我们预计公司经营现金流下半年应当会有大幅改善。

### 投资建议

设计行业的主要投资逻辑并非市场景气度的高低，而是市场集中度的提升，已公布半年报的基建设计公司归母净利润均取得不错增长。下半年政策边际改善、基建投资增速大概率反弹更是直接利好包括设研院在内的一批龙头基建设计企业。在本轮建筑板块估值修复的行情中，公司估值修复力度远小于同行业可比公司，我们认为公司已有较高风险收益比。由此我们将公司的评级由“增持”上调至“买入”。公司5月份进行了分红及以公积金转增股本，相应的我们将目标价同等比例调整为49.46元/股。

**风险提示：**项目进度不及预期；基建投资不及预期；重大资产重组不确定性风险

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	591.46	935.20	1,364.74	1,887.89	2,498.56
增长率(%)	46.11	58.12	45.93	38.33	32.35
EBITDA(百万元)	179.54	293.83	419.29	552.71	690.23
净利润(百万元)	129.72	230.26	332.04	444.59	559.93
增长率(%)	159.71	77.51	44.20	33.90	25.94
EPS(元/股)	1.00	1.78	2.56	3.43	4.32
市盈率(P/E)	34.58	19.48	13.51	10.09	8.01
市净率(P/B)	7.06	2.92	2.33	1.89	1.53
市销率(P/S)	7.58	4.80	3.29	2.38	1.80
EV/EBITDA	0.00	17.40	8.22	6.18	4.22

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	建筑装饰/基础建设
6个月评级	买入(调高评级)
当前价格	34.61元
目标价格	49.46元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	129.60
流通A股股本(百万股)	32.40
A股总市值(百万元)	4,485.46
流通A股市值(百万元)	1,121.36
每股净资产(元)	12.38
资产负债率(%)	30.30
一年内最高/最低(元)	96.00/32.43

### 作者

**唐笑** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110517030004  
tangx@tfzq.com

**岳恒宇** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110517040005  
yuehengyu@tfzq.com

**陈航杰** 联系人  
chenhangjie@tfzq.com

**肖文劲** 联系人  
xiaowenjin@tfzq.com

### 股价走势

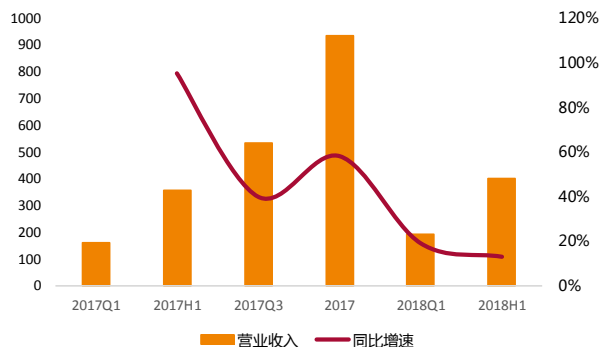


资料来源：贝格数据

### 相关报告

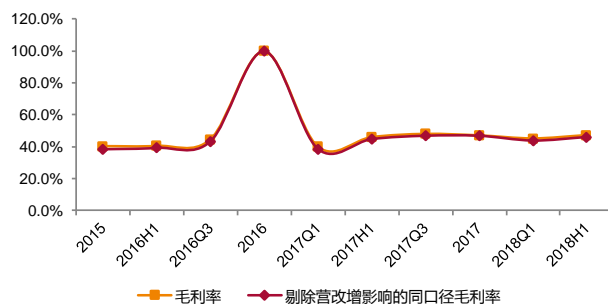
- 《设研院-年报点评报告:业务范围及区域快速扩张，区域龙头高增可期》  
2018-04-20

图 1: 营业收入及增速(单季, 亿元)



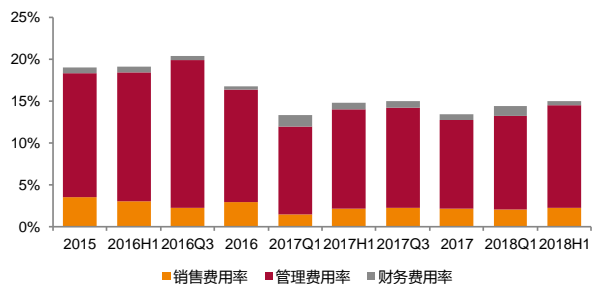
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 2: 毛利率及剔除营改增后毛利率



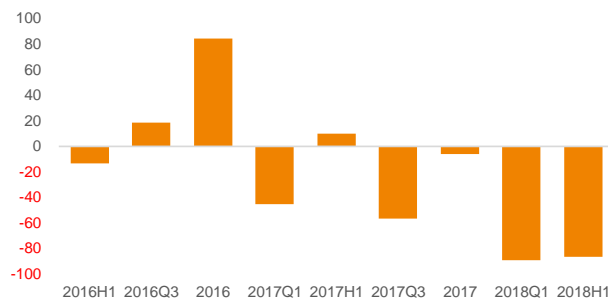
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 3: 三项费用率



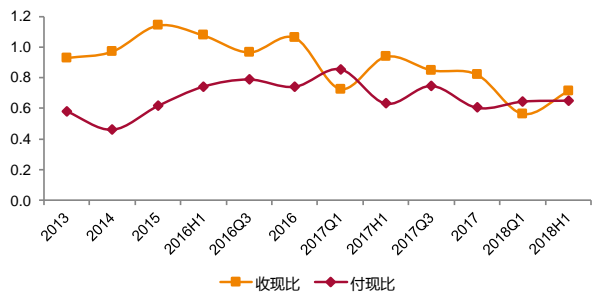
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 4: 经营性现金流 (百万元)



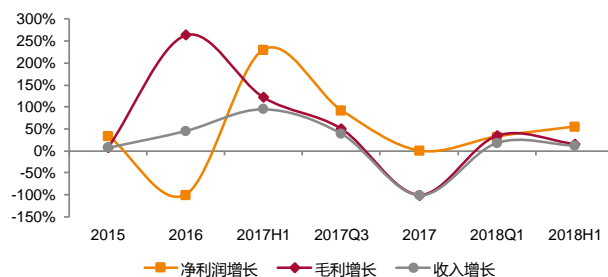
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 5: 收付现比



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 6: 净利、毛利及收入增长



资料来源: wind, 天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	225.57	866.85	1,012.93	1,045.74	1,554.13
应收账款	454.13	809.23	1,034.40	1,515.97	1,859.37
预付账款	1.22	1.96	2.99	4.24	5.36
存货	218.82	278.72	488.84	598.05	880.20
其他	9.81	18.17	9.80	12.79	13.95
<b>流动资产合计</b>	<b>909.54</b>	<b>1,974.93</b>	<b>2,548.96</b>	<b>3,176.78</b>	<b>4,313.02</b>
长期股权投资	7.43	2.84	2.84	2.84	2.84
固定资产	206.68	211.14	230.28	235.15	231.38
在建工程	43.18	84.65	52.70	33.53	22.03
无形资产	62.76	64.03	61.19	58.36	55.52
其他	27.34	49.46	55.14	51.48	52.03
<b>非流动资产合计</b>	<b>347.39</b>	<b>412.12</b>	<b>402.14</b>	<b>381.36</b>	<b>363.79</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,256.93</b>	<b>2,387.05</b>	<b>2,951.10</b>	<b>3,558.14</b>	<b>4,676.81</b>
短期借款	8.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	215.56	271.82	547.31	546.88	957.71
其他	249.31	411.59	478.51	641.38	789.30
<b>流动负债合计</b>	<b>472.87</b>	<b>683.40</b>	<b>1,025.82</b>	<b>1,188.26</b>	<b>1,747.00</b>
长期借款	148.50	168.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>非流动负债合计</b>	<b>148.50</b>	<b>168.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
<b>负债合计</b>	<b>621.37</b>	<b>851.40</b>	<b>1,025.82</b>	<b>1,188.26</b>	<b>1,747.00</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	54.00	72.00	129.60	129.60	129.60
资本公积	337.82	1,008.54	1,008.54	1,008.54	1,008.54
留存收益	581.57	1,463.65	1,795.69	2,240.27	2,800.21
其他	(337.82)	(1,008.54)	(1,008.54)	(1,008.54)	(1,008.54)
<b>股东权益合计</b>	<b>635.57</b>	<b>1,535.65</b>	<b>1,925.29</b>	<b>2,369.87</b>	<b>2,929.81</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>1,256.93</b>	<b>2,387.05</b>	<b>2,951.10</b>	<b>3,558.14</b>	<b>4,676.81</b>

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	129.72	230.26	332.04	444.59	559.93
折旧摊销	15.00	16.63	18.84	20.32	21.29
财务费用	2.25	6.66	5.91	3.01	2.23
投资损失	(0.53)	1.59	1.00	0.50	(0.50)
营运资金变动	(34.20)	(247.78)	(77.87)	(427.64)	(74.94)
其它	(27.53)	(13.53)	0.00	0.00	(0.00)
<b>经营活动现金流</b>	<b>84.70</b>	<b>(6.17)</b>	<b>279.92</b>	<b>40.78</b>	<b>508.01</b>
资本支出	106.77	59.23	3.18	3.18	3.18
长期投资	0.53	(4.59)	0.00	0.00	0.00
其他	(130.19)	(136.18)	(7.37)	(6.87)	(5.87)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(22.89)</b>	<b>(81.55)</b>	<b>(4.18)</b>	<b>(3.68)</b>	<b>(2.68)</b>
债权融资	166.50	208.50	27.17	25.89	31.19
股权融资	(2.25)	682.44	51.69	(3.01)	(2.23)
其他	(112.00)	(183.98)	(208.50)	(27.17)	(25.89)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>52.25</b>	<b>706.96</b>	<b>(129.65)</b>	<b>(4.29)</b>	<b>3.07</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>114.06</b>	<b>619.25</b>	<b>146.09</b>	<b>32.81</b>	<b>508.39</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>591.46</b>	<b>935.20</b>	<b>1,364.74</b>	<b>1,887.89</b>	<b>2,498.56</b>
营业成本	326.63	496.05	765.27	1,083.64	1,473.82
营业税金及附加	6.36	8.73	12.74	17.62	23.32
营业费用	17.43	19.46	28.39	39.27	51.97
管理费用	79.42	100.00	145.89	201.82	267.10
财务费用	2.25	6.28	5.91	3.01	2.23
资产减值损失	(2.40)	32.16	11.00	12.65	13.92
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.53	(1.59)	(1.00)	(0.50)	0.50
其他	(1.06)	0.34	2.00	1.00	(1.00)
<b>营业利润</b>	<b>162.29</b>	<b>273.77</b>	<b>394.54</b>	<b>529.38</b>	<b>666.71</b>
营业外收入	0.28	0.04	0.20	0.22	0.24
营业外支出	0.48	0.29	0.30	0.33	0.36
<b>利润总额</b>	<b>162.09</b>	<b>273.52</b>	<b>394.44</b>	<b>529.27</b>	<b>666.59</b>
所得税	32.38	43.26	62.40	84.68	106.65
<b>净利润</b>	<b>129.72</b>	<b>230.26</b>	<b>332.04</b>	<b>444.59</b>	<b>559.93</b>
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>129.72</b>	<b>230.26</b>	<b>332.04</b>	<b>444.59</b>	<b>559.93</b>
每股收益(元)	1.00	1.78	2.56	3.43	4.32

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>					
营业收入	46.11%	58.12%	45.93%	38.33%	32.35%
营业利润	172.67%	68.69%	44.11%	34.18%	25.94%
归属于母公司净利润	159.71%	77.51%	44.20%	33.90%	25.94%
<b>获利能力</b>					
毛利率	44.78%	46.96%	43.93%	42.60%	41.01%
净利率	21.93%	24.62%	24.33%	23.55%	22.41%
ROE	20.41%	14.99%	17.25%	18.76%	19.11%
ROIC	28.71%	42.93%	40.72%	50.57%	43.27%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	49.44%	35.67%	34.76%	33.40%	37.35%
净负债率	32.56%	14.93%	-11.63%	-0.60%	3.98%
流动比率	1.92	2.89	2.48	2.67	2.47
速动比率	1.46	2.48	2.01	2.17	1.96
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	1.42	1.48	1.48	1.48	1.48
存货周转率	3.19	3.76	3.56	3.47	3.38
总资产周转率	0.55	0.51	0.51	0.58	0.61
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.00	1.78	2.56	3.43	4.32
每股经营现金流	0.65	-0.05	2.16	0.31	3.92
每股净资产	4.90	11.85	14.86	18.29	22.61
<b>估值比率</b>					
市盈率	34.58	19.48	13.51	10.09	8.01
市净率	7.06	2.92	2.33	1.89	1.53
EV/EBITDA	0.00	17.40	8.22	6.18	4.22
EV/EBIT	0.00	18.45	8.60	6.41	4.35

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com