

# 高盈利稳增长，收购加码扩张

## ——设研院（300732）2018 半年报点评

2018 年 08 月 17 日

推荐/首次

设研院

财报点评

郑闵钢

分析师

执业证书编号：S1480510120012

zhengmgdxs@hotmail.com 010-66554031

事件：

公司于 2018.8.14 发布 2018 半年报。2018 年上半年公司实现营业收入 4.02 亿元，同比增加 12.81%；实现归母净利润 1.05 亿元，同比增加 54.75%。其中 Q2 收入同比增加 7.87%，归母净利润同比增加 9.9%；扣非归母同比增加 12.65%。

表 1：公司分季度财务数据

指标	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
营业收入（百万元）	210.62	159.96	196.14	176.38	402.72	190.15	211.57
增长率（%）	/	/	/	-11.18%	91.21%	18.87%	7.87%
毛利率（%）	45.27%	39.79%	50.81%	51.97%	45.73%	45.06%	48.97%
期间费用率（%）	10.26%	13.31%	15.96%	15.48%	11.37%	14.41%	15.45%
营业利润率（%）	40.58%	25.28%	21.12%	35.87%	31.95%	28.48%	31.88%
净利润（百万元）	66.70	34.02	34.01	52.89	109.34	44.95	60.31
增长率（%）	/	/	/	24.73%	63.92%	32.15%	77.35%
每股盈利（季度，元）	1.24	/	0.63	0.98	1.52	0.62	0.47
资产负债率（%）	49.44%	/	49.19%	50.03%	35.67%	29.85%	30.30%
净资产收益率（%）	10.49%	5.35%	4.97%	7.44%	9.62%	2.89%	3.79%
总资产收益率（%）	5.31%	2.71%	2.52%	3.75%	5.66%	1.94%	2.65%

表 2：公司主营业务分析

单位：亿元	本报告期	上年同期	同比增长	变动原因
本报告期	上年同期	同比增减	变动原因	
营业收入	4.02	3.56	13%	公司经营业绩稳步提升
营业成本	2.12	1.93	10%	业绩增长同时成本相应增加

销售费用	0.09	0.08	17%	积极拓展省外、海外业务, 费用投入相应增加
管理费用	0.49	0.42	17%	研发费用投入增加
财务费用	0.02	0.03	-41%	公司优化了资本结构, 结构性存款利息收入增加
所得税费用	0.17	0.14	20%	利润增长带来的所得税相应增加
研发投入	0.19	0.11	71%	研发投入增加
经营活动产生的现金流量净额	-0.87	0.10	-956%	主要为公司业务规模的扩大导致支出同比增加较大
投资活动产生的现金流量净额	-3.70	-0.31	1048%	公司利用闲置资金购买银行理财产品所致
筹资活动产生的现金流量净额	-1.09	-0.26	319%	本期公司归还银行贷款
现金及现金等价物净增加额	-5.65	-0.47	1095%	主要为公司利用闲置资金购买银行理财产品及日常生产经营活动现金支出增加

资料来源: 公司公告、东兴证券

## 观点:

- 业绩基本符合预期。**公司上半年实现营收4.02亿, YOY+12.81%; 营业利润0.67亿, YOY+62.8%; 归母净利润1.05亿, YOY+54.75%。公司深耕河南的同时积极扩张省外和海外市场, 多增长极推动公司业绩。公司为河南省基建工程咨询龙头, 为公路、水运、市政等工程提供勘察设计、规划咨询、试验检测等咨询服务, 1964成立至2017上市, 期间业绩硕果累累, 包括15,000余公里公路、5,000余公里高速公路、500余座大桥和特大桥的勘察设计等。“十三五”期间河南交运体系投资保持高位增长, 重大设施投资合计超6650亿, 公司作为区域龙头将持续受益。公司2013-2017华中业务占比持续下降, 从95%下降至84%, 在国内其他区域业务占比均有不同程度提升, 海外业务增长迅猛。公司为对外工程咨询业务领军企业, 参与和承担了40多个援外重大公路工程项目, 目前在柬埔寨设有海外办事机构。2017年公司海外业务收入0.37亿元, YOY+676%, 占比提升至3.92%。随着国家“一带一路”战略推进, 公司海外布局和业务模式日趋成熟, 有望持续贡献增量业绩。

**表 3: 河南省交通运输设施投资五年计划**

行业	“十二五”成果	“十三五”规划	重大设施投资
公路	新增高速公路 1289 公里、新改建普通干线公路 8425、新改建农村公路 4.2 万公里、改造桥梁 20 万延米	新增高速公路 1500 公里以上、新开工高速公路 1500 公里以上、新改建普通干线公路 5000 公里左右、新改建农村公路 10 万公里、桥梁 16 万延米	2840 亿, 高速公路 1500 亿元、普通干线公路 600 亿元、农村公路 600 亿
水运	建设内河航道 236 公里、内河航道里程达 1675 公里、高等级航道 452 公里	建设内河航道 304 公里、内河通航里程达到 1800 公里以上、高等级航道 690 公里	90 亿
铁路	新增高铁里程 546 公里达 865 公里, 全省铁路增加 894 公里达 5118 公里	新增高铁营业里程约 1200 公里并突破 2000 公里, 全省铁路营业里程达到 7000 公里	2000 亿
航空	郑州机场客货运航线 171 条、年客货吞吐量达到 1730 万人次和 40.3 万吨	启动郑州机场三期; 郑州机场客运通航城市达到 110 个; 年客货吞吐量突破 3000 万人次和 100 万吨。	100 亿
管道	新增长输油气管道 1833 公里	新增油气长输管道 3000 公里左右	100 亿
城轨	/	全面完成第二阶段建设规划, 加快实施第三阶段; 建成郑州 1 号线 (2 期)、2 号线、3 号线 (一期)、4 号线、5 号线; 开工建设洛阳 1 号线、2 号线;	1500 亿

资料来源: 省政府公告、东兴证券研究所

- 费率控制平稳, 盈利水平保持领先。** 受益于雄厚技术实力、规模效益、高费率的高技术含量大项目订单驱动和省内人力成本相对较低, 公司主营业务毛利率一直保持业内领先水平。公司 201 主营业务毛利率为 51.34%, 高于同期的中设股份 (49.6%)、勘设股份 (46.7%)、中设集团 (35.54%)、苏交科 (31.27%) 等。2018 上半年主营业务毛利率 48.57% 较上年同期下滑 0.64 个百分点, 仍保持高位水准。公司上半年期间费用率控制平稳, 资本结构优化、结构性存款利息收入增加致使财务费用降低。上半年期间费用率 14.96% 同比提高 0.51 个百分点, 稳中有升并保持行业中等水平, 低于同期苏交科 (16.35%), 高于同期中设集团 (12.99%);
- 稳步推进收购, 优势互补增加扩张动力。** 公司于 2018.5.29 发布资产重组公告, 基于公司发展战略考虑, 拟收购中赞国际不低于 67% 的股份。中赞国际资产优良, 其相关业务能与公司形成优势互补, 如果并购成功, 公司可以有效整合相关资源, 形成规模效应, 打造优势专业, 提高公司的盈利能力和核心竞争力, 对公司大幅拓展业务空间, 进一步做大做强有着重要意义。中赞国际前身系煤炭工业部郑州设计研究院、全国首批核准的甲级工业研究院, 资质数量及等级在行业内均处于领先地位, 在华中区域煤炭设计、房建设计、咨询市场, 及西北区域工程总承包市场占据较大的市场份额, 同时布局海外工程设计咨询, 在几内亚、印度、老挝、乌兹别克斯坦等国布局工程设计咨询业务。目前资产收购事项目前稳步推进, 重组后有望充分发挥协同效应, 项目可选择性将进一步提高, 增强公司行业竞争力。

## 结论:

报告期内, 公司经营业绩稳步提升, 优化资本结构显著降低了财务费用, 二季度主营业务毛利率环比提升显著至 48.97%, 保持业内领先水平, 期间费用率 14.96%, 稳中有升保持行业中等水平。公司省外及海外业务拓展拓展卓有成效构成业绩新增长点, 稳步推进收购优良资产进一步扩大规模效应, 为省外扩张增加动力。我们预计公司 2018 年-2020 年营业收入分别为 13.25 亿元、17.79 亿元和 22.59 亿元; 每股收益分别为 2.46

元、3.44 元和 4.39 元, 对应 PE 分别为 14X、10X 和 8X, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

**风险提示: 行业政策风险、市场竞争风险、省外及海外市场拓展不达预期**

**表 4: 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				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产合计</b>	910	1975	2745	3581	4665	<b>营业收入</b>	591	935	1325	1779	2259
货币资金	226	867	751	1044	1506	<b>营业成本</b>	327	496	722	957	1206
应收账款	416	716	1017	1326	1716	营业税金及附加	6	9	13	17	22
其他应收款	38	93	132	178	226	营业费用	17	19	33	41	54
预付款项	1	2	4	5	7	管理费用	79	100	146	193	247
存货	219	279	447	591	723	财务费用	2	6	0	9	17
其他流动资产	1	2	392	437	485	资产减值损失	-2.40	32.16	17.30	16.69	15.94
<b>非流动资产合计</b>	347	412	474	511	550	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	7	3	6	5	5	投资净收益	0.53	-1.59	-1.91	-2.29	-2.75
固定资产	207	211	217	223	231	<b>营业利润</b>	162	274	391	542	694
无形资产	63	64	58	51	45	营业外收入	0.28	0.04	0.18	0.17	0.13
其他非流动资产	7	1	4	3	3	营业外支出	0.48	0.29	6.00	2.26	2.85
<b>资产总计</b>	1257	2387	3219	4093	5215	<b>利润总额</b>	162	274	385	540	691
<b>流动负债合计</b>	473	683	1176	1665	2290	所得税	32	43	67	94	122
短期借款	8	0	158	322	552	<b>净利润</b>	130	230	319	446	569
应付账款	160	181	295	400	477	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	177	283	504	736	1045	归属母公司净利润	130	230	319	446	569
一年内到期的非流	10	41	41	30	37	EBITDA	301	352	413	576	739
<b>非流动负债合计</b>	149	168	174	173	173	<b>EPS (元)</b>	2.40	4.26	2.46	3.44	4.39
长期借款	149	168	168	168	168	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>负债合计</b>	621	851	1350	1839	2463	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	46.11%	58.12%	41.69%	34.24%	27.02%
实收资本(或股本)	54	72	130	130	130	营业利润增长	172.67%	68.69%	42.85%	38.70%	27.92%
资本公积	338	1009	1009	1009	1009	归属于母公司净利润	38.42%	39.99%	38.42%	39.99%	27.61%
未分配利润	227	416	650	971	1385	<b>盈利能力</b>					
归属母公司股东权	636	1536	1869	2254	2752	毛利率(%)	44.07%	45.16%	45.49%	46.18%	46.60%
<b>负债和所有者权益</b>	1257	2387	3219	4093	5215	净利率(%)	21.93%	24.62%	24.05%	25.08%	25.20%

现金流量表					单位:百万元					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E					
						总资产净利润 (%)	10.32%	9.65%	9.90%	10.90%
						ROE (%)	20.41%	14.99%	17.05%	20.69%
<b>经营活动现金流</b>	85	-6	-204	289	399	<b>偿债能力</b>				
净利润	130	230	319	446	569	资产负债率 (%)	49%	36%	42%	45%
折旧摊销	137	72	-	25	28	流动比率	1.92	2.89	2.33	2.15
财务费用	2	6	0	9	17	速动比率	1.46	2.48	1.95	1.80
应付帐款的变化	0	0	-301	-309	-390	<b>营运能力</b>				
预收帐款的变化	0	0	221	231	309	总资产周转率	0.55	0.51	0.47	0.49
<b>投资活动现金流</b>	-23	-82	-152	-42	-48	应收账款周转率	2	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	4.66	5.48	5.56	5.12
长期股权投资减少	0	0	-110	0	1	<b>每股指标 (元)</b>				
投资收益	1	-2	-2	-2	-3	每股收益(最新摊薄)	2.40	4.26	2.46	3.44
<b>筹资活动现金流</b>	52	707	173	82	149	每股净现金流(最新摊)	2.11	8.60	-1.42	2.55
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	11.77	21.33	14.42	17.39
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>				
普通股增加	0	18	58	0	0	P/E	14.42	8.12	14.07	10.05
资本公积增加	0	671	0	0	0	P/B	2.94	1.62	2.40	1.99
<b>现金净增加额</b>	114	619	-184	330	500	EV/EBITDA	6.00	5.21	9.93	6.88

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 郑闵钢

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。朝阳永继 2012年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 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。

## 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。