

达安股份（300635）：稀缺核心资产，打开5G的正确方式

——达安股份深度报告

2019年07月26日

强烈推荐/上调

达安股份 深度报告

报告摘要：

监理行业为高毛利智力密集型行业，当前呈现“4S”的分散化格局，存在较大整合空间，而所受市场关注度远低于设计/施工/其余建筑配套等领域。

公司为监理民企翘楚，系A股第一只也是唯一一只纯监理标的，稀缺性将助力公司扩张崛起、对监理业整合赋能。当前股权结构健康、实控人从业经历和项目管理经验丰富，长效股权激励机制充分释放业绩活力。深耕华南区域，尽享大湾区红利。销售网络发达，合伙人制度和达安学院文化加码均质化扩张。公司经营稳健，业绩增速有保障，业务结构显著优化，跨区发展见成效。现金流有望持续改善回正，现金充沛、负债率较低。

公司积极纵向延伸产业链、横向整合七大行业，上市以来加速扩张陆续参股并购宏闽电力、广东顺水、广东道信、维思电力，强势切入电力/水利/车路协同等市场。此外，先后与新疆建咨、燕山玉龙、晨越建管、锦江集团建立战略合作推动跨区和多元化发展，并拟设立并购基金助力整合战略。

公司借5G应用赋能传统业务打造智慧工地/城市产业生态，意义甚于5G网络建设所直接带来的业务，是打开5G时代的正确方式。公司凭借深厚工程监理背景打造最地道的智慧工地产品，投入使用遍布全国20+省市、500+项目，更兼大运营商和大地产商背书，并参股广东道信加码车路协同市场带动工程咨询主业，后者系大湾区首家车路协同一站式解决方案集成商。

公司盈利预测及投资评级：预计公司2019年-2021年实现营业收入为5.98亿元、7.55亿元和9.44亿元，每股收益分别为0.48元、0.61元和0.78元。看好公司作为扩张期稀缺核心资产未来充分受益行业整合、5G和大湾区建设。结合绝对和相对估值法得到公司目标价为21.98元/股，对应2019-2021年PE为46.2X、36.1X和28.1X。上调至“强烈推荐”评级。

风险提示：政策风险、项目及收购不及预期、竞争风险、财务风险。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	405.92	495.63	597.77	754.81	944.03
增长率（%）	-0.29%	22.10%	20.61%	26.27%	25.07%
净利润（百万元）	51.68	65.34	78.93	100.51	124.13
增长率（%）	-6.07%	26.43%	20.80%	27.35%	23.50%
净资产收益率（%）	8.66%	8.49%	9.16%	11.44%	13.45%
每股收益（元）	0.41	0.40	0.48	0.61	0.78
PE	45.07	45.64	38.83	30.37	23.64
PB	4.20	3.89	3.56	3.48	3.18

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

公司主营通信/电力/房建监理业务，是监理行业前十企业，A股唯一纯监理标的，在近年中国移动通信监理集采项目中标方中始终位列前三。

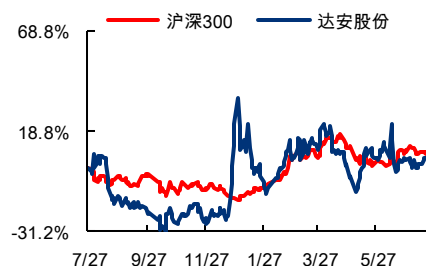
未来3-6个月重大事项提示：

2019-08-30 中报预计披露

交易数据

52周股价区间（元）	18.06-16.79
总市值（亿元）	24.62
流通市值（亿元）	7.9
总股本/流通A股（万股）	13633/4372
流通B股/H股（万股）	/
52周日均换手率	10.69

52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：

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

目 录

1. 投资摘要.....	5
2. 监理行业之稀缺标的、崛起龙头	6
2.1 监理行业：呈现“4S”分散分化格局，整合空间显著.....	6
2.2 公司概况：监理民企翘楚，市场稀缺标的	10
2.2.1 基本信息：A 股唯一纯监理标的，上市加码扩张	10
2.2.2 财务分析：经营稳健、结构优化	12
2.3 业务前景：纵向成链、横向成网，打造全过程多元化项目管理专家	15
2.3.1 纵横双向整合业务网络、提升市场份额	15
2.3.2 重磅战略合作推动公司跨区跨行业扩张	17
2.3.3 拟设立并购基金助力整合行业	19
3. 5G 赋能工地和城市，构筑公司产业生态	20
3.1 借 5G 赋能传统业务才是打开 5G 的正确方式.....	20
3.1.1 5G 概述：未来已来，提供创新平台激发建筑领域创新概念应用	20
3.1.2 借 5G 赋能工地和城市才是打开 5G 时代的正确方式	21
3.2 赋能工地：监理龙头出品，打造最地道的智慧工地产品	23
3.3 赋能城市：当地首家车路协同集成商，与大湾区共同腾飞	26
4. 盈利预测和评级.....	29
4.1 关键假设与盈利预测	29
4.2 投资评级	29
4.2.1 绝对估值法	29
4.2.2 相对估值法	30
4.2.3 投资建议	31
5. 风险提示.....	31
相关报告汇总	33

表格目录

表 1 设计及监理主要上市公司 2018 年业务对比.....	9
表 2 勘察设计、监理及全过程咨询服务收费标准对比	9
表 3 主要监理领域（合同额>20 亿）2017 年市场分析.....	9
表 4 中国通信企业协会监理及招标代理领域信用双 AAA 评级企业一览.....	11
表 5 公司中标中国移动 2018-2019 通信监理集采项目的履行情况/万	14
表 6 公司投资并购标的情况.....	16
表 7 公司战略合作情况.....	18
表 8 公司公告拟发起设立投资并购基金一览	19
表 9 5G 技术优势概述	20
表 10 各地 5G 基站相关建设规划汇总	22
表 11 公司与 5G 工程网络建设相关业务分析	23

表 12 智慧工地项目管理平台产品对比	25
表 13 广东道信 2019 年迄今签署战略合作伙伴一览	28
表 14 公司 2019-2021 财务指标预测	29
表 15 FCFF 估值假设	30
表 16 FCFF 绝对估值法敏感性测试结果	30
表 17 公司按不同分类方法所属细分行业及行业平均参数值（2019.7.26）	31

插图目录

图 1 当前监理行业呈现“4S”的分散分化格局	7
图 2 2008-2017 监理企业数量及同比（右）变化	8
图 3 2008-2017 监理从业人员数量及同比（右）变化	8
图 4 2008-2017 监理企业订单、收入及同比变化	8
图 5 2008-2017 监理企业监理业务订单收入及同比变化	8
图 6 2017 年监理 50 强企业行业分布	8
图 7 2017 年监理收入超 4 亿的 9 家公司一览	8
图 8 公司历史沿革	11
图 9 公司股权结构（2019.6）	11
图 10 2013-2018 公司营收及同比增速变化	13
图 11 2013-2018 公司归母及同比增速变化	13
图 12 2012-2018 公司营收分项/百万	13
图 13 2012-2018 公司营收按区域分布	13
图 14 2012-2018 公司毛利率/净利率/期间费率变化	13
图 15 2012-2018 公司三费变化	13
图 16 2016-2018 公司收付现比变化	14
图 17 2012-2018 公司经营现金流化/百万	14
图 18 2012-2018 公司货币资金变化/百万	14
图 19 2012-2018 公司资产负债率/有息负债率变化	14
图 20 公司纵横双向整合规划	16
图 21 公司参与项目：中国移动广东 2015 年网络工程	18
图 22 公司参与项目：万达广场（黄石、湛江、乌海）	18
图 23 公司重点客户一览	18
图 24 IMT-2020 的 5G 场景定义和技术指标拆分	21
图 25 1G 至 5G 的场景变迁	21
图 26 公司 isPM 产品业务架构	24
图 27 isPM：塔吊监控。人机验证和实时监测预警	25
图 28 isPM：视频云监控。支持远程操控和人机互动	25
图 29 isPM 应用：广州联通白云通信机房工程（2019）	25
图 30 isPM 应用：湛江万达（2019）	25
图 31 车路协同系统（V2X 道路交通系统）在城市道路应用示例	27

图 32 广东道信车路协同应用：横琴岛	28
图 33 广东道信车路协同应用：广州 BRT	28

1. 投资摘要

监理行业系高毛利的智力密集型行业，行业主要壁垒为人才和资质，利润水平接近勘察设计、远高于一般建筑施工业务。市场经过三十余年发展已趋成熟，规模超千亿。行业未来趋势是多元化、全过程，“1+N”计费模式有望推动行业集中度提升。我们认为当前监理行业呈现“4S”格局，即稳定（Stable，市场规模有望持续稳健发展）、结构分散（Structural Dispersion，行业集中度有所提升但仍处在极低水平）、结构分化（Structural Differentiation，细分领域之间市场规模、竞争格局、利润水平存在较大差异）、稀缺（Scarce，上市公司罕见，A股纯监理标的仅达安股份一家）。据此我们认为**监理行业分散分化、存在较大整合空间，而当前所受市场关注度远低于设计/施工/其余建筑配套等领域。**

公司为**监理民企翘楚，系A股第一只也是唯一一只纯监理标的，稀缺性将助力公司扩张崛起、对监理业整合赋能。**公司上市以来显著加快扩张步伐，致力于打造多元化、全过程项目管理专家。当前股权结构健康、实控人从业经历和项目管理经验丰富，长效股权激励机制充分释放业绩活力。深耕华南区域，尽享大湾区红利。销售网络发达，合伙人制度和达安学院文化加码均质化扩张。**公司经营稳健，业绩增速触底反弹。**未来通信大单持续释放、拓展电力水利新市场将持续支撑业绩。**业务结构优化，盈利能力显著提升，**跨区发展见成效。现金流有望持续改善回正，现金充沛、负债率较低。

公司提出**纵向延伸产业链、横向整合七大行业的规划蓝图，以期打造全过程多元化业务网络。**上市以来加速扩张，包括2017年收购宏阔电力强势切入电力市场、2019年1月收购广东顺水取得当地水利市场领先地位、同期参股广东道信进军高潜力通信工程服务和车路协同领域、2019年6月收购维思电力完善电力工程领域布局。我们认为**公司扩张思路明确，在手现金充沛，作为A股稀缺监理标的的身份将助力公司持续实施扩张战略、进军新业务市场。**此外，公司上市以来先后与新疆建咨、燕山玉龙、晨越建管、锦江集团建立重磅战略合作推动公司打破区域和行业壁垒、多元化扩张，并拟设立投资并购基金助力实施行业整合战略。

5G时代已至，其核心优势将为各行业生产活动带来无限可能，将为建筑行业提供卓越创新平台、不断激发创新概念和应用，实现智慧工地和智慧城市概念。我们认为5G给公司带来的业务机遇，其一是**5G工程网络建设直接给公司带来大量相关业务机遇，**其二是**借5G应用赋能传统业务场景打造智慧工地和智慧城市产业生态，**后者对公司意义尤甚，是打开5G时代的正确方式。公司凭借深厚工程监理背景打造最地道的智慧工地产品，投入使用遍布全国20+省市、500+项目，更兼大运营商和大地产商背书，有望进一步推广应用并带动工程咨询业务。公司参股广东道信加码车路协同市场，后者系大湾区首家车路协同一站式解决方案集成商，转型以来硕果累累，将持续带动公司工程咨询主业。

投资建议：我们认为公司作为A股稀缺监理标的，当前处于高速扩张和业绩增长期，将持续充分受益工程咨询行业整合、5G建设浪潮和智慧工地及城市引用、粤港澳大湾区建设。预计公司2019年-2021年实现营业收入为5.98亿元、7.55亿元和9.44亿元，每股收益分别为0.48元、0.61元和0.78元。结合绝对和相对估值法得到公司目标价为21.98元/股，对应2019-2021年PE为46.2X、36.1X和28.1X。上调至“强烈推荐”评级。

风险提示：行业政策出现重大变化、项目落地和收购不及预期、市场竞争风险、财务风险。

2. 监理行业之稀缺标的、崛起龙头

2.1 监理行业：呈现“4S”分散分化格局，整合空间显著

监理行业系高毛利的智力密集型行业，发展逾三十载已趋成熟，未来趋势是向多元化、全过程监理发展。工程监理从属于工程咨询行业，即对工程项目工程咨询、建设实施、运转保修各个阶段的监督与管理，行业处于项目建设价值链前端，按住建部分类可划分为房建、市政、电力、铁路、通信等 14 类细分行业，受下游行业投资影响。我国监理行业有以下特征：

- ◆ 市场经过三十余年发展已趋成熟，规模超千亿。1984 年国务院提出改变工程质量监督制度、建立有权威的工程质量监督机构，1988 年建设部明确提出建立建设监理制度，1997 年《建筑法》推动工程监理制度在全国范围内全面推行，截至 2017 年监理企业数量达到 7945 个、从业人员超过 107 万、监理业务合同和收入分别达到 1676 亿/1185 亿；
- ◆ 行业主要壁垒为人才和资质，利润水平接近勘察设计、远高于一般建筑施工业务。我们认为监理企业核心竞争力在于人才，其技术队伍规模、结构和素质是竞标过程中的重要考核标准，同时也很大程度上决定了企业的监理资质水平，继而决定了企业可承接的监理业务范围。截至 2017 年监理甲级资质企业占比仅 44%，注册监理工程师占从业人员比重仅 15%，未来随着行业监管日趋规范，准入门槛将持续提升。从利润水平来看，2018 年主要上市监理公司毛利率/净利率分别为 35.7%/12.9%，略低于主要上市勘察设计公司的 40.2%/17.3%，测算监理业务平均毛利率为 41.9%，略低于勘察设计业务的 44.9%，但均远高于一般建筑施工业务水平；
- ◆ 行业未来趋势是多元化、全过程，“1+N”计费模式有望推动行业集中度提升。当前监理业务普遍仅限于施工阶段，未来随着市场对监理企业服务水平要求与日俱增，行业将向覆盖决策、设计、招投标、施工、运维等项目全过程监理转型。2017 年 7 月住建部发布《关于促进工程监理行业转型升级创新发展的意见》，提出要显著提升监理服务多元化水平，培育大型工程建设咨询服务企业。同时，项目整体工程咨询服务计费“1+N”叠加计费模式亦在逐渐推广，“1”即全过程工程咨询服务协调费，其费率水平在 1.8%-3%，介于勘察设计与监理之间，具备产业链纵向协同能力和全过程服务优势的品牌监理企业有望借此契机提升市场份额。

我们总结当前监理行业呈现“4S”格局，即稳定（Stable）、结构分散（Structural Dispersion）、结构分化（Structural Differentiation）、稀缺（Scarce）。据此我们认为监理行业分散分化、存在较大整合空间，而当前所受市场关注度远低于设计/施工/其余建筑配套等领域。

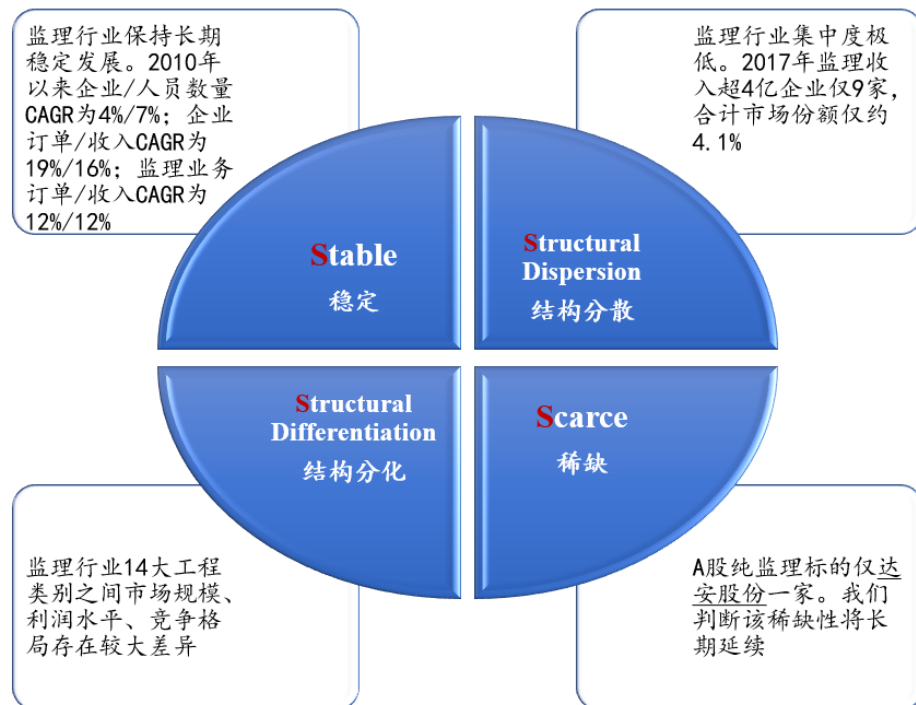
- ◆ 稳定（Stable）：近年来监理市场规模整体保持两位数增长，未来有望持续稳健发展。2017 年监理企业数量达到 7945 个、从业人员超过 107 万，2010 年以来 CAGR 分别达到 4%/7%；2017 年监理企业订单和收入分别达到 3963 亿/3282 亿，2010 年以来 CAGR 分别达到 19%/16%；2017 年监理企业监理业务订单和收入分别达到 1676 亿/1185 亿，2010 年以来 CAGR 分别达到 12%/12%；
- ◆ 结构分散（Structural Dispersion）：行业集中度有所提升但仍处在极低水平。监理业务全市场收入 2015 年起突破千亿，而当年收入超 2 亿企业仅 33 家、超 3 亿企业仅 11 家。2017 年监理收入超 4 亿企业仅 9 家，合计市场份额仅约 4.1%，较 2016 年 TOP9 的 3.9%略有提升，但仍处在极低水平。行

业结构分散主要原因包括业务特点决定了产值相对较低、受行业和区域限制未出现全国性大公司；

- ◆ **结构分化 (Structural Differentiation):** 细分领域之间市场规模、竞争格局、利润水平存在较大差异。(1) 从市场规模来看，房建领域投资规模遥遥领先，2017 年合同额为 1189 亿、占监理合同总额比重高达 75%，监理企业进入前 50 强的数量为 27 家、收入总和达 84 亿，数量和收入占比分别达到 54%/53%。从市场增速来看，电力、水利水电领域受益于社会用电量持续攀升，2012-2017 五年间投资增速保持 15%/21% 的较高水平；(2) 从竞争格局来看，房建及市政为完全开放的公开招标市场，甲级资质企业分别高达 3351 家/2263 家，测算 CR₅ 仅 3.8%/5.6%，竞争激烈、集中度较低。铁路、水利水电、电力等重大工程领域监理业务一般由政府主管部门指定国有建设单位下属监理公司或相关公司负责实施，门槛较高，甲级资质企业分别仅 60 家/75 家/225 家，测算 CR₅ 达到 62%/45%/28%。通信市场相对开放，但甲级资质仅 37 家、行业壁垒较高，即使是实力较强的综合资质企业也难以进入，测算 CR₅ 接近 50%。化工石油、公路工程及其他领域资质企业数量较少、集中度适中；(3) 从利润水平来看，2018 年胜利监理（石油化工）毛利率/净利率高达 43%/18%，超过达安股份（通信/房建/电力）的 40%/13%，达安股份内部土建/通信监理毛利率为 32.4%/39.9%，显著低于电力监理的 46.1%。我们判断系电力、化工领域竞争相对缓和、单项目体量较大所致；

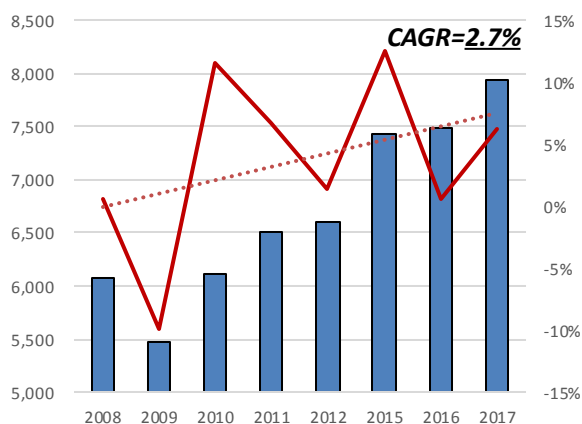
- ◆ **稀缺 (Scarce):** 上市公司罕见，A 股纯监理标的仅达安股份一家。其余监理上市公司包括 (1) 监理非主业的中设股份、合诚股份、同济科技等；(2) 三板上市的智通建设、胜利监理、信友咨询等；

图 1 当前监理行业呈现“4S”的分散分化格局



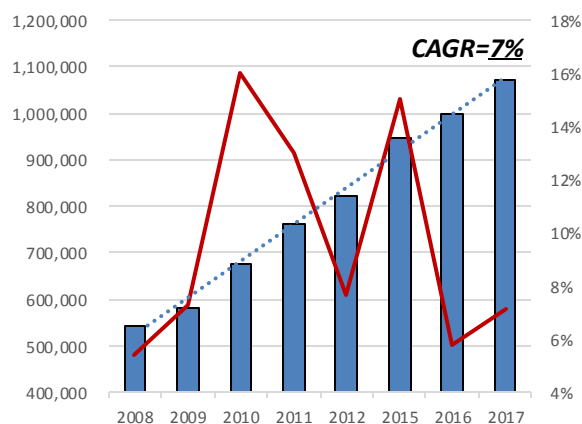
资料来源：公司公告、公司网页、东兴证券研究所

图 2 2008-2017 监理企业数量及同比（右）变化



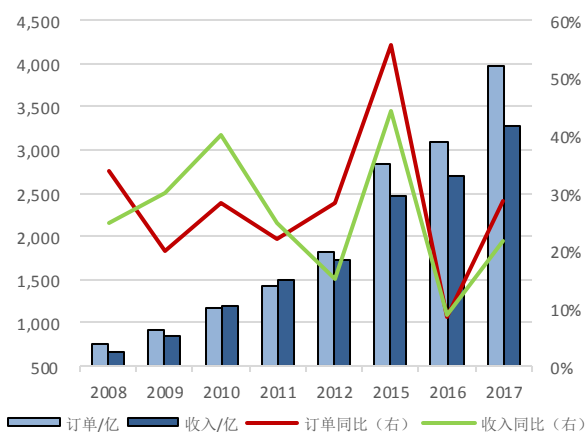
资料来源：Wind、东兴证券研究所。*2013-2014 数据未披露，下同

图 3 2008-2017 监理从业人员数量及同比（右）变化



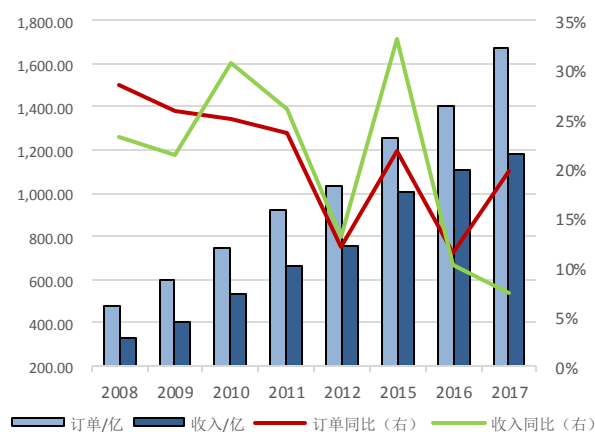
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 4 2008-2017 监理企业订单、收入及同比变化



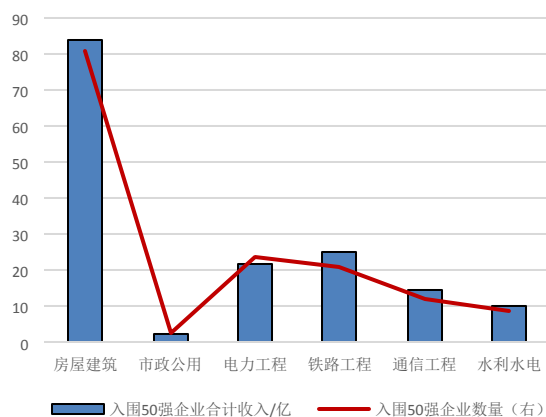
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 5 2008-2017 监理企业监理业务订单收入及同比变化



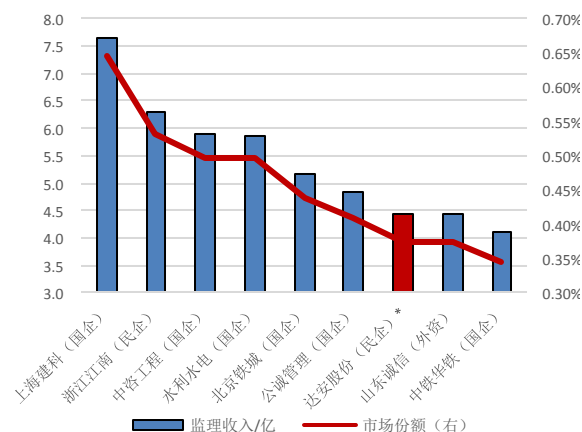
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 6 2017 年监理 50 强企业行业分布



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 7 2017 年监理收入超 4 亿的 9 家公司一览



资料来源：Wind、东兴证券研究所。*达安收入含宏阔电力

表 1 设计及监理主要上市公司 2018 年业务对比

证券代码	公司	整体		主营业务			其余监理相关业务		
		毛利率1%	净利率1%	内容	收入1亿	毛利率1%	内容	收入1亿	毛利率1%
一、上市设计公司代表									
300284.SZ	苏交科	31.2	9.2	工程咨询-设计	37.4	39.9	/	/	/
603018.SH	中设集团	26.2	9.7	勘察设计	26.0	31.4	/	/	/
603458.SH	勘设股份	39.7	16.4	工程咨询	17.1	47.0	/	/	/
603357.SH	设计总院	47.5	26.5	勘察设计	13.2	52.8	/	/	/
300732.SZ	设研院	47.7	26.5	勘察设计	8.3	49.5	/	/	/
603909.SH	合诚股份	41.3	10.8	设计咨询	2.3	60.9	监理	1.4	36.1
002883.SZ	中设股份	47.7	21.9	规划咨询及勘察设计	2.4	48.9	工程监理	0.3	39.7
平均		40.2	17.3	勘察设计业务毛利率平均值： <u>44.9%</u>					
二、上市监理公司代表									
300635.SZ	达安股份	39.5	13.2	通信监理	2.7	39.9	电力监理	0.9	46.1
834531.OC	信友咨询	38.8	15.1	通信建设监理	1.1	/	/	/	/
831395.OC	智通建设	21.8	5.5	工程建设和监理服务	1.8	18.2	/	/	/
836665.OC	胜利监理	42.7	18.0	工程监理	1.4	45.6	/	/	/
平均		35.7	12.9	监理业务毛利率平均值： <u>41.9%</u>					

资料来源：Wind、东兴证券研究所

表 2 勘察设计、监理及全过程咨询服务收费标准对比

工程计费额/万	勘察设计		监理		全过程工程咨询服务协调	
	收费基价/万	折算费率	收费基价/万	折算费率	收费基价/万	折算费率
1000	38.8	3.9%	30.1	3.0%	30	3.0%
3000	103.8	3.5%	78.1	2.6%	80	2.7%
5000	163.9	3.3%	120.8	2.4%	130	2.6%
8000	249.6	3.1%	181	2.3%	196	2.5%
10000	304.8	3.0%	218.6	2.2%	240	2.4%
20000	566.8	2.8%	393.4	2.0%	440	2.2%
40000	1054	2.6%	708.2	1.8%	840	2.1%
100000	2393.4	2.4%	1314*	1.3%	1790	1.8%

资料来源：工程勘察设计、监理与相关服务、全过程咨询服务收费相关管理规定、东兴证券研究所,*估算

表 3 主要监理领域（合同额>20 亿）2017 年市场分析

监理类别	细分市场 合同额/亿	占比	投资规模 测算/亿	投资规模 五年 CAGR	甲级 资质 数量	乙级 资质 数量	入围监理前 50 强数量	入围监理前 50 强 监理收入总和/亿	细分市场 CR ₈ 测算
房屋建筑	1188.7	74.9%	68,891	7.9%	3,351	3,674	27	84.1	3.8%
市政公用	130.8	8.2%	13,529	11.0%	2,263	4,082	1	2.6	5.6%
电力工程	94.9	6.0%	7,466	15.0%	225	723	8	21.9	27.7%
铁路工程	51.9	3.3%	8,006	5.7%	60	33	7	25.2	61.7%
通信工程	33.7	2.1%	2,235	8.9%	37	62	4	14.8	49.9%

化工石油	29.1	1.8%	13,550	8.8%	173	216	0	-	19.8%
水利水电	36.3	2.3%	8,434	20.9%	75	578	3	10.2	45.3%
公路工程	20.6	1.3%	21,163	11.0%	65	453	0	-	11.7%

资料来源：住建部、公司公告、Wind、东兴证券研究所

2.2 公司概况：监理民企翘楚，市场稀缺标的

2.2.1 基本信息：A 股唯一纯监理标的，上市加码扩张

监理民企翘楚，上市以来显著加快扩张步伐，致力于打造多元化、全过程项目管理专家。中达安股份有限公司（以下简称“达安股份”或“公司”）的前身为广东达安工程项目管理有限公司，成立于 1998 年 12 月 11 日。2012 年公司整体变更设立广东达安项目管理股份有限公司。2017 年 3 月 29 日公司于深交所创业板上市，公开发行人人民币普通股股票 2,120 万股，发行价格为 12.39 元/股，对应发行后总股本的市盈率为 19.5 倍，股票简称“达安股份”，代码“300635”。2018 年 4 月公司更名为中达安股份有限公司，当前已成为专业从事工程监理、招标代理、工程咨询、项目代建、政府采购代理等业务的全过程工程项目管理服务提供商，拥有通信、房建、市政、机电、电力、水利等多领域监理甲级资质，系中国工程咨询/监理/招标投标协会理事单位和广东通信企业/工程咨询/建设监理协会常务理事单位，通信企业协会监理和招标代理领域信用双 AAA 评级的 10 家企业之一，在近年中国移动通信监理集采项目中中标方中始终位列前三。公司自 2012 年起营收进入全国同业前 10 并保持至今，上市以来公司不断收购优质标的加快扩张步伐，于 2017 年收购福建宏闰电力，2019 年收购广东顺水、福州维思电力、参股广东道信并设立投资并购基金加码扩张，强势切入电力、水利等市场，以期打造横跨多领域多阶段的全过程项目管理专家，资产池不断扩大、核心竞争力持续提升。

A 股唯一纯监理标的。稀缺性助力公司扩张崛起、对监理业整合赋能。公司系 A 股第一只也是唯一一只纯监理标的，须认识到公司能够顺利上市，主要依靠自身在工程监理领域的卓越地位，同时也受益于当时 IPO 整体提速的市场背景（2017 年度 IPO 数量高达 438 只创 2003 年以来之最），基于（1）IPO 回归常态；（2）监理行业整体增速不高而集中度极低、优质前景标的稀缺；（3）监理龙头多数为国企下属单位、新上市可能性较低，我们判断未来一段时间内难再有纯监理企业登陆 A 股，公司作为市场唯一监理标的的稀缺性将长期延续，这将为公司在行业转型之际大举扩张、整合赋能带来显著资金和品牌优势。

股权结构健康、实控人从业经历和项目管理经验丰富，长效股权激励机制充分释放业绩活力。公司系自然人控股，吴君晔和李涛为一致行动人、公司共同实际控制人，合计持股约 4925 万股、占总股本比例达 36.13%，处于相对控股地位，股权结构整体健康。其中吴君晔有超过 10 年的通信从业经验，曾任电信局通信建设部主任，专注于工程项目管理领域近 20 年，曾主持和参与多项大型项目管理工程，李涛具有近 30 年的监理从业经验。公司于 2018 年 11 月进行股权激励，授予公司 60 名核心管理团队人员及核心技术人员股票 65.4 万股，占总股本 0.48%，价格 8.19 元/股，未来将持续推行激励措施充分释放经营活力。

深耕华南区域，尽享大湾区红利。公司起家于广东，深耕广东市场多年，近年来监理收入和综合实力始终位列广东省监理企业第一名，2018 年在华南区域实现收入 2.65 亿，占比 54%保持过半。未来公司将继续立足华南市场，并强势切入当地水利监理和车路协同市场，有望持续充分受益粤港澳大湾区建设。

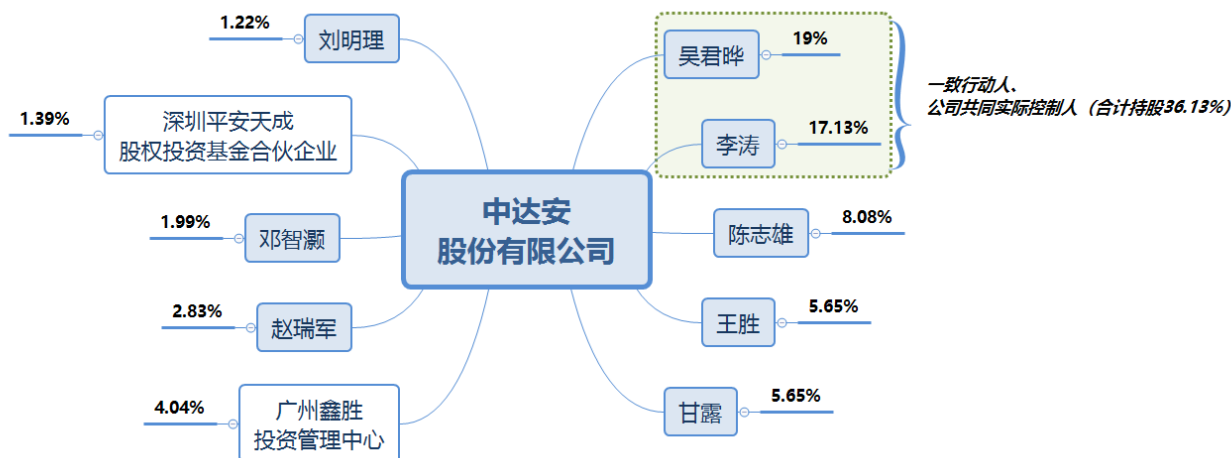
销售网络发达，合伙人制度和达安学院文化加码均质化扩张。截至 2018 年底公司已经在全国设立 28 个分公司、49 个项目部，业务范围涉及除山西省以外等 30 个省市自治区 180 多个城市。当前公司采用合伙人制度拓展各地业务，通过保证金制度和在统一办公系统中的考勤考核薪资报销管理对新进者予以规范管控，并开办达安学院提升内外工程服务人员水平、培育并输出智慧监理人才和企业文化，有望增厚公司现金流、进一步扩大业内影响力。

图 8 公司历史沿革



资料来源：公司公告、公司网页、东兴证券研究所

图 9 公司股权结构（2019.6）



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

表 4 中国通信企业协会监理及招标代理领域信用双 AAA 评级企业一览

序号	公司名称	企业属性	注册资本/万	评价年度
1	中达安股份有限公司	民企	13568	2016
2	公诚管理咨询有限公司	国企，中国电信间接控股	15000	2016
3	中邮通建设咨询有限公司	国企，中国电信间接控股	11000	2016
4	北京市驰跃翔工程监理有限责任公司	民企	5180	2016
5	北京诚公通信工程监理股份有限公司	国企，中国电信间接控股	5000	2016

6	宁夏信友监理咨询管理股份有限公司	民企	5000	2016
7	深圳市都信建设监理有限公司	国企，中国电信间接控股	5000	2017
8	重庆鼎信建设监理有限公司	国企，中国电信间接控股	5000	2017
9	甘肃省通信产业工程监理有限公司	国企，中国电信间接控股	2050	2017
10	北京煜金桥通信建设监理咨询有限责任公司	国企，中国移动间接控股	2000	2017

资料来源：中国通信企业协会官网、Wind、东兴证券研究所

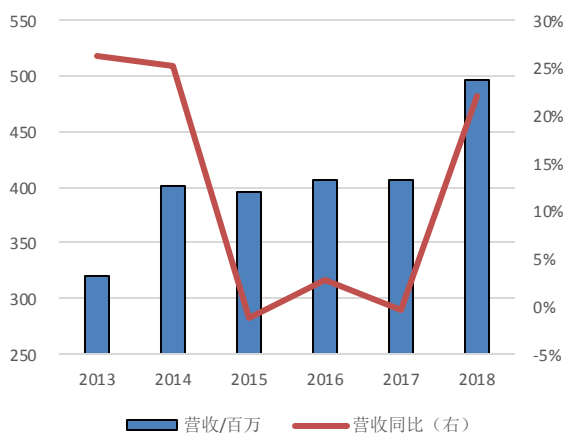
2.2.2 财务分析：经营稳健、结构优化

经营稳健，业绩增速触底反弹。未来通信大单持续释放、拓展电力水利新市场将持续支撑业绩。公司 2012-2018 年营收和归母 CAGR 分别为 11.8%/9.2%，长期保持稳健增长。2018 年实现营收 4.96 亿（YOY+22.1%），归母 0.55 亿（YOY+6.3%），营收/归母增速较上年度的-0.3%/-6.1%扭负为正，分别提升 22.4 个/12.4 个 pct，其中 Q4 营收/归母达 1.51 亿（YOY+27%）/0.14 亿（YOY+28%），单季利润增速创上市以来新高。当前公司中标中国移动 2018-2019 通信监理集采项目合计 8.09 亿，对应 2018 通信监理收入的 3 倍，由于前期投资放缓和外部环境因素影响导致项目落地速度不及预期，截至 2018 年底落地订单/产值/收款进度仅占 13%/11%/1%，后期若该项目能正常实施将对公司通信收入构成有力支撑，同时公司通过收购宏阔电力、维思电力、广东顺水等强势切入电力水利监理市场拓展新业务，将持续增厚整体业绩。公司 2019 年经营目标为营收/净利润同增 5-10%，Q1 业绩出现下滑，上半年业绩最新预告为同增 0-10%，从公司经营层面来看，实现全年业绩目标应当无虞。

业务结构优化，盈利能力显著提升，持续推进跨区发展。公司 2018 年新增电力监理业务板块，全年通信/土建/电力监理收入分别为 2.72 亿/0.74 亿/0.93 亿，占比分别为 55%/15%/19%，占比较上年度分别变化-15 个/-1 个/19 个 pct，监理业务累计占比达 89%，同比提升 3 个 pct。全年毛利率/净利率为 39.5%/13.2%，分别同比增加 4.8 个/0.5 个 pct，主要系新增高毛利率的电力监理业务（毛利率 46.1%），同时传统通信和土建监理毛利率水平也有提升，分别达到 39.9%/32.4%，同比分别提升 3.6 个/1.5 个 pct。从区域结构来看，公司华南收入占比从 2012 年的 88%到 2018 年的 54%大幅下降了 34 个 pct，此期间华东/华中/华北/西北收入占比分别提升了 14.9 个/6.1 个/5.6 个/4.7 个 pct 至 22%/9%/6%/5%，“立足华南、放眼全国”的跨区经营战略得到有效实施。

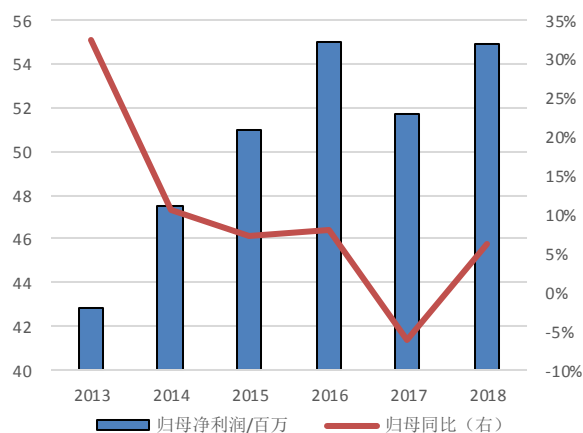
现金流有望持续改善回正，现金充沛、负债率处在较低水平。公司 2016-2018 收现比整体下降而付现比略有提升，2018 年应收账款 5.54 亿同增 32%，判断主要系公司面向的三大通信运营商客户信用周期长、付款审批流程耗时久所致。全年经营现金流净额为-276 万，较上年度流出大幅收窄 93%，随着公司业务扩张、业绩增长、结构优化有望持续改善回正。2018 年货币资金为 2.37 亿较 2016 年大幅增长 1.5 倍，主要系两年间 IPO 及借款筹资，有力支撑未来业务扩张。负债率/有息负债率为 32.7%/13.6%，负债率低于 CSRC 专业技术服务业板块的平均负债率水平（38.2%），仍存在较大扩张空间。

图 10 2013-2018 公司营收及同比增速变化



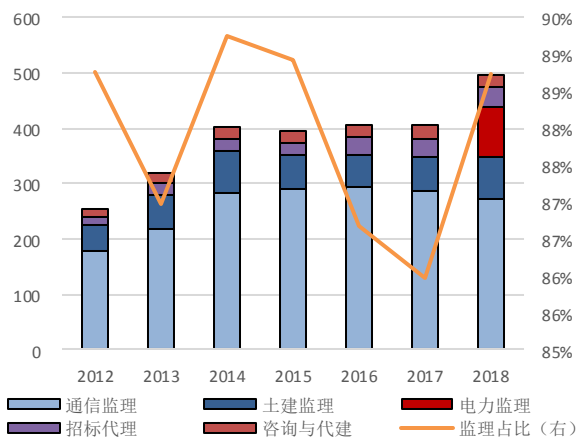
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 11 2013-2018 公司归母及同比增速变化



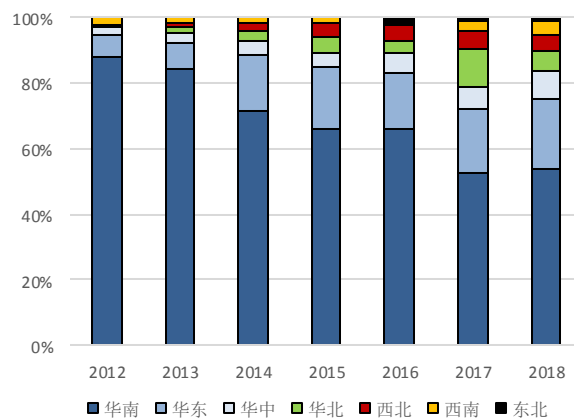
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 12 2012-2018 公司营收分项/百万



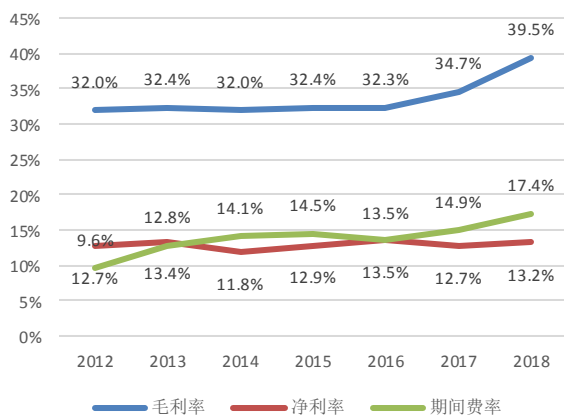
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 13 2012-2018 公司营收按区域分布



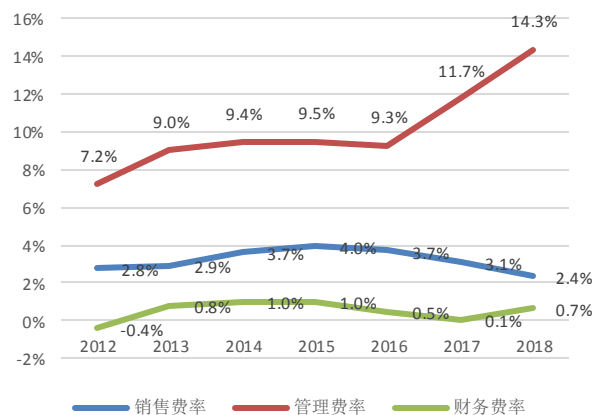
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 14 2012-2018 公司毛利率/净利率/期间费率变化



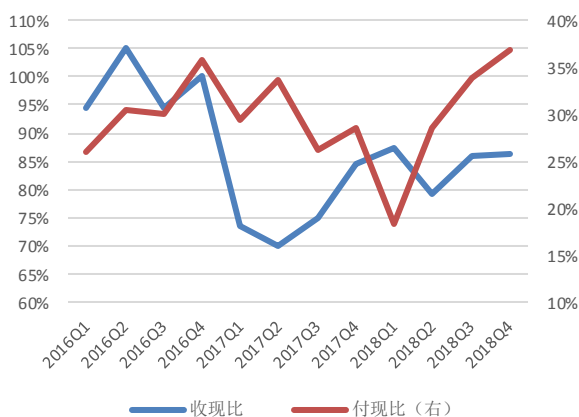
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 15 2012-2018 公司三费变化



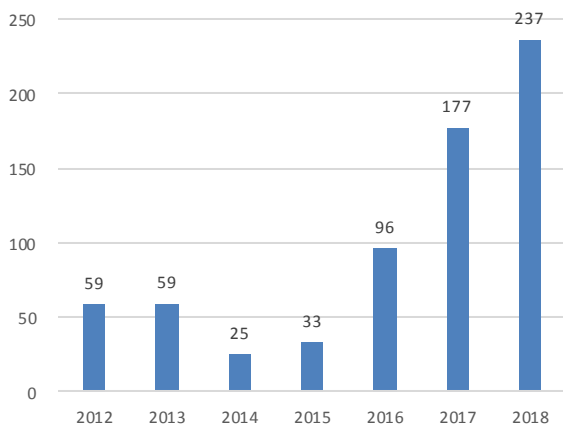
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 16 2016-2018 公司收付现比变化



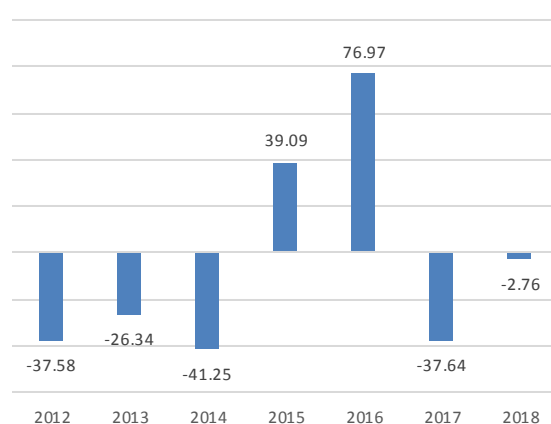
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 18 2012-2018 公司货币资金变化/百万



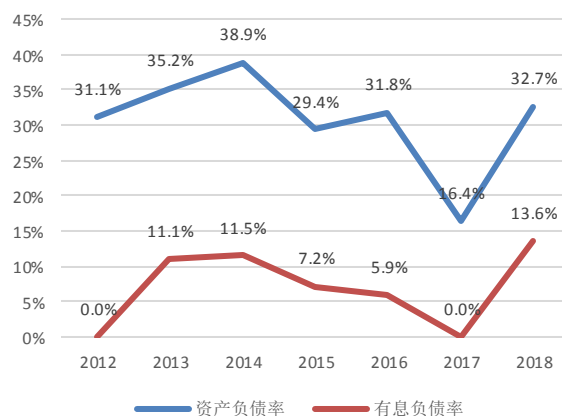
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 17 2012-2018 公司经营现金流/百万



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 19 2012-2018 公司资产负债率/有息负债率变化



资料来源：Wind、东兴证券研究所

表 5 公司中标中国移动 2018-2019 通信监理集采项目的履行情况/万

序号	框架合同名称	合同金额	累计订单	累计产值	累计收款
1	中国移动 2018 年至 2019 年通信工程专业监理服务集中采购（杭州研发中心）项目框架协议	382	-	-	-
2	中国移动 2018-2019 年通信工程专业监理服务集中采购(上海项目)框架协议	2,660	496	410	-
3	中国移动 2018 年至 2019 年通信工程专业监理服务集中采购(贵州)项目框架协议	1,163	601	587	-
4	2018 至 2019 年浙江移动通信工程专业监理服务框架	3,775	798	716	21
5	2018 年至 2019 年通信工程专业监理服务集中采购合同（重庆）	1,800	264	159	-
6	中国移动 2018 年至 2019 年通信工程专业监理服务集中采购(海南)项目框架协议	2,910	221	219	1
7	中国移动 2018 年至 2019 年通信工程专业监理服务集中采购(河南)项目	1,579	563	552	94
8	2018 年至 2019 年通信工程专业监理服务集中采购框架合同（达安）	4,388	1,075	974	287
9	中国移动 2018 年至 2019 年通信工程专业监理服务集中采购(广西)项目桂林、梧州、贺州业务区一体化监理服务框架协议	1,788	179	179	12
10	中国移动 2018 年至 2019 年通信工程专业监理服务集中采购(辽宁)项目	1,462	427	273	216

11	中国移动云南公司 2018 年至 2019 年通信工程专业监理服务集中采购框架合同（达安）	925	232	215	36
12	中国移动 2018 年至 2019 年通信工程专业监理服务集中采购（湖北项目）框架合同	1,099	339	287	1
13	中国移动 2018 年至 2019 年通信工程专业监理服务集中采购（河北）项目框架协议（达安）	1,208	68	67	-
14	江西移动 2018 年至 2019 年通信工程专业监理项目通用合同	2,013	394	351	8
15	中国移动 2018 年至 2019 年通信工程专业监理服务集中采购（山东）项目框架协议	1,420	-	-	-
16	中国移动 2018 年至 2019 年通信工程专业监理服务集中采购（江苏）项目	8,929	880	753	48
17	中国移动 2018 年至 2019 年通信工程专业监理服务集中采购（广东）项目框架协议	43,420	4,180	2,940	29
合计		80,920	10,716	8,681	752

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

2.3 业务前景：纵向成链、横向成网，打造全过程多元化项目管理专家

2.3.1 纵横双向整合业务网络、提升市场份额

公司提出纵向延伸产业链、横向整合七大行业的规划蓝图，打造全过程多元化业务网络。在 2.1 章节我们提到当前监理行业结构分散、分化，囿于施工阶段监理业务，存在较大整合空间，未来趋势是多元化、全过程咨询，将出现一批大型工程建设咨询服务企业。为把握行业变革转型契机，公司规划沿纵向延伸产业链，在监理之外拓展勘察设计、全过程咨询、施工业务，沿横向在立足通信、房建监理业务的基础上，大力拓展电力、水利水电、公路、化工石油、市政、轨交、港口码头等七大行业，纵横双向打造全过程多元化的业务网络。此规划具有（1）必要性：公司传统监理业务过于依赖通信和房地产行业投资，业务空间受限、风险较大；（2）可行性：七大行业竞争激烈程度不及房建、门槛高度不及铁路，投资规模均在千亿以上且集中度不高，公司凭借上市身份的品牌融资便利、监理领军民企的地位和灵活性、发达的销售网络和均质化扩张制度有望攫取更多市场份额。

上市加快扩张，有序推进收购优质标的。近年来，公司凭借监理行业龙头地位与 IPO 带来的融资和品牌（A 股唯一纯监理企业）优势，不断投资并购优质标的，完善多领域监理战略布局并加快产业链的延伸与升级。

- ◆ **2017-2019 年收购福建宏闽电力 86.59% 股份，强势切入电力市场。**标的系福建建设厅批准的首批电力工程监理咨询企业，拥有电力甲级资质和 147 名工程师，核心业务包括发电/输变电/配电工程核心业务，并经营电力产业链延伸业务，包括新能源发电（分布式光伏发电）业务、海上风电工程、能源工程项目管理全过程咨询、电网运维和电网网络优化等。业务立足福建，遍布华南、华中、西南、西北、华北、华东等地，与国网、南网及各省电力公司有长期业务往来，主要客户包括国电、南电、华能等各大电网和能源公司。标的承诺 2017-2019 扣非净利润增速超 30%，收购后整合较为顺利、业务拓展卓有成效，2018 年营收/净利润增速分别高达 32%/31%；
- ◆ **2019 年 1 月收购广东顺水 67% 股份，取得当地水利市场领先地位。**标的立足水利工程施工监理领域，拥有水利工程施工监理甲级资质，从事大型调水供水、大型水利枢纽、水环境治理、设备监造及美丽乡村改造工程的监理业务，曾参与东深供水（东江—香港）改造工程、南水北调工程（京石段应急工程、天津干线保定段、漯河渡槽）等大型调水供水工程，在广东水利监理市场份额领先；
- ◆ **2019 年 1 月收购广东道信 10% 股份，进军高潜力通信工程服务和车路协同领域。**标的主营通信基础设施业务、智能交通系统工程业务及交通信息牌业务，与通信运营商及中国铁塔建立长期合作关系；标的自 2018 年开始由纯粹的高速公路通信设施运营公司晋级为车路协同基于 5G 网络应用运营的先锋企

业，更凭借深耕多年交通资源优势及通信专业团队成为粤港澳大湾区首家车路协同一站式解决方案集成商；

- ◆ 2019 年 6 月收购维思电力 60% 股份，拓展电力工程监理外电力工程勘察、设计及施工新业务，进一步完善电力工程领域布局并形成强大的电力市场竞争力。标的拥有电力行业（送电工程、变电工程）专业工程设计乙级资质和 20 名工程师，从事电力工程设计、咨询、勘察、总承包及电力系统规划等，业务遍及福建，并拓展到贵州、云南、广东、湖南、上海、江西等省市。值得一提的是，标的 2019Q1 营收 8 亿，归母 101 万已超过 2018 年全年的 65 万。

我们认为公司扩张思路明确，在手现金充沛，作为 A 股稀缺监理标的的身份将助力公司持续实施扩张战略、进军新业务市场。假定公司在 2019-2023 五年间能顺利并购进入化工、公路、市政和轨交市场，相应地保守测算期末公司监理收入规模能超 10 亿、期间 CAGR 接近 20%、市场份额可提高约 0.3%。合理假设条件包括：（1）未来监理市场整体增速约 7%；（2）未来公司能够陆续并购化工、公路、市政、轨交标的，标的规模为区域内前三，营收规模不低于 5000 万，并购后三年承诺业绩增速不低于 10%；（3）通信和土建业务受益于大单落地和智慧工地推进分别能够保持 5% 和 10% 的增速；

图 20 公司纵横双向整合规划



资料来源：公司公开资料、东兴证券研究所

表 6 公司投资并购标的情况

参股并购日期	标的	收购内容	注册资金 /万	2018 营 收/万	2018 净利 润/万	主要资质人才	相关承诺	意义
2017/-2019/3	宏阔 电力	累计 2.25 亿收购 86.59% 股份	1000	9327 (YOY+ 32%)	2601 (YOY+31 %)	电力甲级； 147 名工程师	2017-2019 净利 润增速超 30%	实现多领域 监理的战略 布局，加快公
2019/1	广东 顺水	5762 万收购 67% 股份	1080	/	960 (2019E)	水利甲级	未来三年净利超 960/1152/1382 万	司产业链的 延伸与升级
2019/1	广东 道信	850 万收购增资 取得 10% 股份， 为第三大股东	1065	/	772 (2018E)	/	2018 净利润不低 于 772 万	拓展高潜力 通信服务车 路协同市场
2019/6	维思	1335 万收购	200	2482	65	电力（送电/变电）	2019-2021 平均	完善电力工

电力 60%股份

专业设计乙级； 净利润超 1000 万 程领域布局
20 名工程师 则收购剩余 40%

资料来源：公司公告、Wind、东兴证券研究所

2.3.2 重磅战略合作推动公司跨区跨行业扩张

公司在长期业务开展中与业内诸多知名企业建立了良好合作关系。公司主要服务客户包括（1）各级政府；（2）三大运营商及各类配套企业，包括中国移动、中国联通、中国电信、中国广电、中国铁塔、中兴通讯等；（2）地产开发商，包括万达、恒大、碧桂园、保利地产、中国金茂、华夏幸福等。

建立重磅战略合作推动公司打破区域和行业壁垒、多元化扩张。公司 2018-2019 年先后与新疆建咨集团有限公司、北京燕山玉龙石化工程股份有限公司、晨越建设项目管理集团股份有限公司、杭州锦江集团有限公司签订战略合作框架协议，谋求优势互补，资源共享，实现共同发展战略目标。合作方均为建筑施工、化工石化、环保能源、国防航天等领域的实力企业，合作关系将助力公司打破区域和行业壁垒、大力推动跨区跨行业开展。

- ◆ **2018 年 5 月与新疆建咨签约，深化在西北业务布局。**合作方系新疆生产建设兵团建筑工程师国有资产经营有限责任公司独资企业，经建工师授权对建工师经营性国有资产进行投资、经营，产业链齐全、业务范围广、资质等级高、品牌影响力大、综合实力强，在省内建筑市场地位显著；
- ◆ **2019 年 5 月与燕山玉龙签约，进军化工石化领域，并拟受让厦门正容基金份额（持有燕山玉龙 25% 股份），此举将进一步深化双方合作关系。**化工行业由于专业性较强，故工程咨询服务自带全过程属性。合作方从事主工程咨询、造价咨询、城市规划、工程设计、工程监理和工程总承包等业务的综合性咨询服务企业，拥有化工石化医药行业甲级、建筑行业甲级、石油天然气（油气库）甲级的设计资格和工程造价咨询、工程监理甲级资质等多项资质，在化工石化领域竞争优势显著；公司 2019 年 7 月公告拟受让厦门正容股权投资合伙企业（有限合伙）7223 万元有限合伙出资份额，后者现持有燕山玉龙 25% 股份；
- ◆ **2019 年 5 月与晨越建管（832859.00）签约，进军化工石化领域。**合作方为三板上市企业，拥有覆盖工程咨询全产业链的高等级专业资质，涉军、涉核、涉密，涉及行业包括核电、航空航天、国防工程、轨道交通、能源、环保、水利水电、道桥、市政建设、房地产等，业务涵盖项目策划、投融资管理、投资咨询、项目管理、勘察设计、招标代理、造价咨询、工程监理、BIM 咨询等全过程工程咨询；
- ◆ **2019 年 5 月与锦江集团签约，进军化工石化领域。**合作主营环保能源、有色金属、化工新材料产业，是同时集贸易与物流、投资与金融于一体的现代化大型民营企业集团。合作内容包括（1）共同拓展各类业务；（2）公司协助杭州锦江工程集团完善工程建设管理体系；（3）合作方业务所涉及的全过程咨询及监理等服务工作，在市场同等条件优先委派给公司或公司子公司；

图 21 公司参与项目：中国移动广东 2015 年网络工程



资料来源：公司公开资料、东兴证券研究所

图 22 公司参与项目：万达广场（黄石、湛江、乌海）



资料来源：公司公开资料、东兴证券研究所

图 23 公司重点客户一览



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

表 7 公司战略合作情况

签约日期	合作方信息		合作内容
	名称	主营及特色	
2019/5/28	杭州锦江	<ul style="list-style-type: none">主营 环保能源、有色金属、化工新材料；集 贸易物流、投资与金融于一体的大型民企集团	<ul style="list-style-type: none">共同拓展各类业务；协助合作方完善工程建设管理体系；合作方业务所涉全过程咨询及监理等，在同等条件优先委派给公司及子公司
2019/5/10	燕山玉龙	<ul style="list-style-type: none">具有 化工石化医药行业甲级、建筑行业甲级、石油天然气甲级的设计资格和工程造价咨询、工程监理甲级等多项资质；主营 工程咨询设计监理和总承包、造价咨询、城市规划等	优势互补，资源共享，实现共同发展战略目标
2019/5/10	晨越建管	<ul style="list-style-type: none">于 2015 年 7 月挂牌新三板 (832859.OC) ；	优势互补，资源共享，共同拓展各类业务，

2018/5/11	新疆建咨	<ul style="list-style-type: none">拥有工程咨询全产业链高等级专业资质，涉军、涉核、涉密，涉及行业包括核电、航空航天、国防工程、轨道交通、能源、环保、水利水电、道桥、市政建设、房地产等；	打造双赢、可持续发展的战略合作关系
		<ul style="list-style-type: none">新疆生产建设兵团建筑工程师国有资产经营有限责任公司独资企业；经建工师授权对建工师经营性国有资产进行投资经营；	加强在工程建设领域合作，共同拓展各类业务
		<ul style="list-style-type: none">集建设咨询业、金融服务业、房地产业、建筑施工业、商贸流通业为一体，产业链齐全、资质等级高、品牌影响力大	务，打造双赢、可持续发展的战略合作关系

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

2.3.3 拟设立并购基金助力整合行业

公司拟设立投资并购基金，助力实施对行业整合战略。公司上市以来公告拟设立 3 只投资并购基金，欲借助资本市场力量推动实施公司的行业整合战略。根据公司公告，并购基金将有如下特点：

- ◆ **专注于产业链相关优质企业，推动公司收购。**并购基金将按照公司战略需求，重点投资于与公司产业链相关优质企业以及国内优质的创新成长型项目企业，通过并购与引进优质项目，提高公司的综合竞争力；
- ◆ **严格筛选优质标的，保证投资效率。**并购基金投资标的主要为具有水利、电力、市政、轨道交通、高速公路、能源化工、海航运七大方向专业工程监理资质，或者具有上述专业方向的工程设计、造价、项目管理、全过程咨询或 EPC 总承包资质的优质企业，业绩应在区域内（地级市）进入前三，且在现有业务区域内能够保持每年自身业绩增长不低于 10%；
- ◆ **体外并购模式，降低公司决策财务风险并加速扩张。**并购基金投资项目未来将作为公司并购标的池，在标的达到一定的盈利能力和规范程度后可由公司择机收购，降低公司并购项目前期的决策风险、财务风险，减少并购过程中的不确定性，提高并购效率，降低投资风险，更好地保护公司及股东的利益。可对标国内眼科医疗巨头爱尔眼科体外并购基金模式：并购基金收购或新建医院后，先在体外进行运营并度过孵化期，并在医院的运营中逐渐引入公司的先进技术与标准流程，待医院盈利后择机注入上市公司，可以在合规的情况下，避免新建与并购医院培养周期内财务数据较差对披露年报的不良影响。在此模式下，爱尔眼科自 2014 年起先后参与设立了 7 家并购基金，医院数量从 2014 年的 49 家增加至 2017 年的 202 家（体外医院 121 家）。

表 8 公司公告拟发起设立投资并购基金一览

公告日期	公司子公司	合作方	设立公司	基金规模/亿	基金存续期
2019/6/4	达安云（珠海） 资产管理公司	苏州雅枫投资管理有限公司	广州市达安云雅枫合伙企业	5	3~5 年
2019/3/30		深圳市融创投资顾问有限公司	广州市达安云融创投资并购合伙企业	5	3+2 年
2017/8/25		佛山优势易盛创业投资管理中心	达安优势项目管理产业并购基金合伙企业	15	5+2 年

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

3.5G 赋能工地和城市，构筑公司产业生态

3.1 借 5G 赋能传统业务才是打开 5G 的正确方式

3.1.1 5G 概述：未来已来，提供创新平台激发建筑领域创新概念应用

5G 时代已至，其核心优势包括高速、泛在和低时延，将为各行业生产活动带来无限可能。5G 是一套由跨国界、跨行业共同编制的通信技术标准，用“通用语言”整合通信行业，具备高速度、泛在网、低功耗、低时延、万物互联、重构安全等六大特点，为实现 **eMBB**（3D/超高清视频等大流量移动宽带业务），**mMTC**（大规模物联网业务），**URLLC**（如无人驾驶、工业自动化等需要低时延、高可靠连接的业务）这三大场景带来可能。2019 年 6 月 6 日工信部正式向三大运营商和中国广电发放 5G 商用牌照，标注我国正式进入 5G 商用元年。根据中国信息通信研究院，预计我国 2020-2025 年 5G 商用将直接带动经济总产出达 10.6 万亿，并将直接创造超过 300 万个工作岗位。

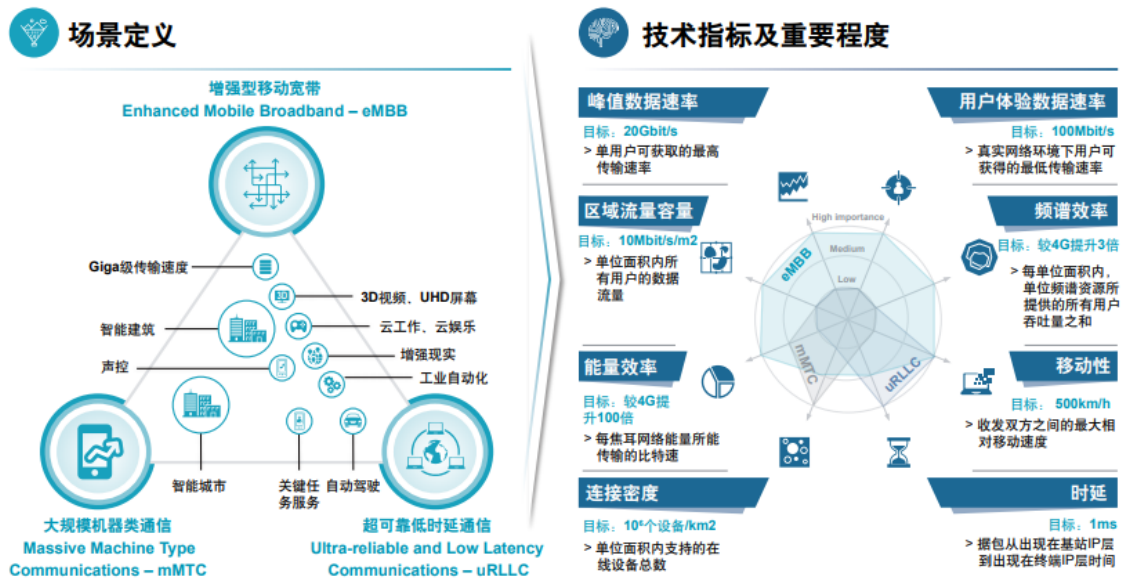
5G 将提供卓越的创新平台，不断激发建筑领域创新概念和应用，实现智慧工地和智慧城市概念。5G 给智慧建筑提供了更好的技术实现条件，通过提供更快的速度，更稳定的连接、更小的时间延迟与更大的容量使得智慧工地和智慧城市概念得以实现。在 5G 技术下，工地上大量现场图片视频文字资料可快速传送存储并模板化，可在线策划安全交底、危险点销项、安全巡查、危大工程安全管理等工作并将工作任务实时送达各方，检查、整改、复查闭环管理，提高项目管理效益。另一方面，城市基础设施和服务系统将被打通、集成，从而提升资源运用效率、优化城市整体管理服务水平。

表 9 5G 技术优势概述

特点	内容
高速度	要求 5G 基站峰值不低于 20Gb/s，该速度将支持用户 VR 视频、每秒钟下载一部高清电影，给对速度有很高要求的业务提供了无限可能
泛在网	广泛覆盖（覆盖我们社会生活的各个地方）、纵深覆盖（更高品质的深度覆盖）
低功耗	大大降低功耗减少通信过程消耗的能量，让物联网产品能够被用户广泛接受
低时延	对时延最低要求是 1ms。采用边缘计算等技术能够满足无人驾驶、工业自动化对于时延地严酷要求；
万物互联	任何生活产品（包括大量以前不可能联网的设备）都可能通过 5G 进行联网工作，更加智能。汽车、井盖、电线杆、垃圾桶等公共设施都可以借助 5G 成为智能设备
重构安全	在 5G 的网络构建中，在底层就解决安全问题，建立起一个安全、管理、高效、方便的智能互联网。

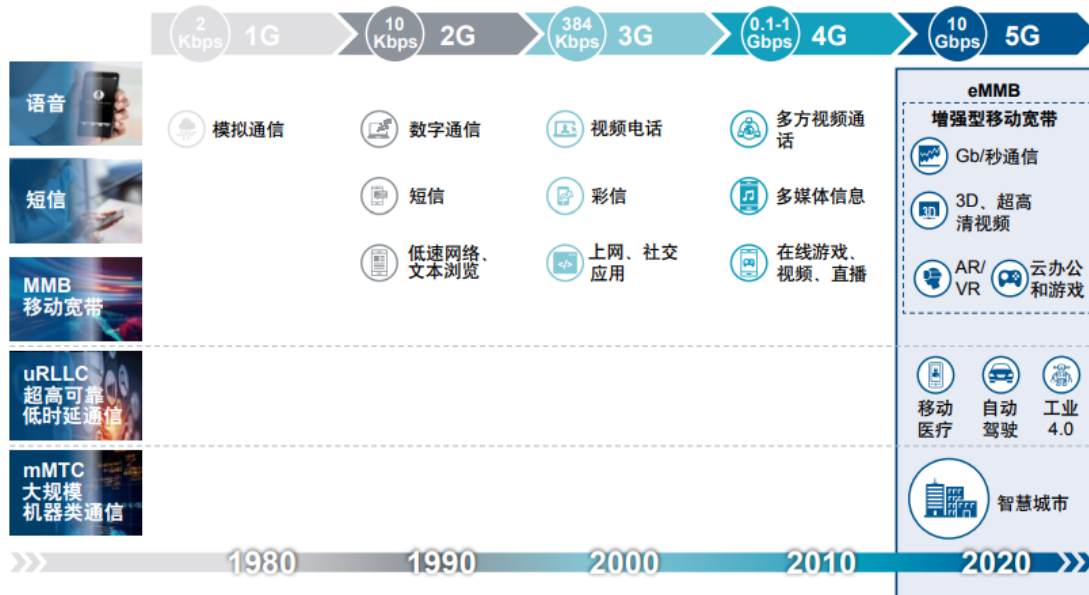
资料来源：Roland Berger、东兴证券研究所

图 24IMT-2020 的 5G 场景定义和技术指标拆分



资料来源：Roland Berger、东兴证券研究所

图 251G 至 5G 的场景变迁



资料来源：Roland Berger、东兴证券研究所

3.1.2 借 5G 赋能工地和城市才是打开 5G 时代的正确方式

我们认为 5G 给公司带来的业务机遇，其一是 5G 工程网络建设直接相关业务，其二是借 5G 应用赋能传统业务场景打造智慧工地和智慧城市产业生态，而后者才是打开 5G 时代的正确方式，对公司更为重要。

5G 牌照发放将开启新一轮通信建设周期，5G 工程网络建设浪潮直接给公司带来大量相关业务机遇。2019

年三大运营商将投资超过 300 亿元部署 5G 发展。根据各地公开基站建设目标，未来三年广东、河北、上海、浙江等五省五市将建设 5G 商用基站超过 50 万个预计 2020-2022 将是 5G 投资高峰期，预计 2022 年全国将投资和建好逾 200 万个 5G 基站。根据中国信通院，2020-2025 年，5G 网络总投资额在 9000 亿至 15000 亿元，同期电信企业 5G 业务收入累计将达到 1.9 万亿元。5G 工程网络建设包括新建 5G 核心网、5G 无线网、5G 承载网及相关的通信机房、杆塔和传输管线等基础配套工程。公司凭借二十年多年的同类工程监理经验积累，现正积极参与国内多个城市的 5G 测试项目和正式商用项目的工程监理业务。此外，公司利用企业现有资质和业务整合的优势，加强开拓通信运营商外的政企客户的监理业务，并通过广东道路信息发展有限公司在通信基础设施业务、智能交通系统工程业务的优势，通过资源整合开展 5G 无线网络工程等通信网络基础设施的施工集成业务。

但我们认为公司借 5G 应用赋能传统业务场景打造智慧工地和智慧城市产业生态，才是打开 5G 时代的正确方式。原因包括：

- ◆ 赋能智慧工地和智慧城市契合政策趋势，将创造更多的业务可能性，并带动房建/市政等各类监理基石业务；
- ◆ 赋能革新传统业务将超越传统监理及工程咨询业务，助力公司转型升级、提高产值效率、应对老龄化和人力成本等挑战；
- ◆ 公司凭借深厚工程背景有望打造属于建筑公司的最地道的智慧产业生态，将进一步夯实在市场中的核心竞争力。

表 10 各地 5G 基站相关建设规划汇总

发布日期	省市	文件	规划内容
2018/4/9	武汉	《武汉市 5G 基站规划建设实施方案》	建设宏基站 3000 个和微基站不少于 27000 个，2020 年建成覆盖全市的 5G 网络并全面商用
2018/6/7	河北	《关于加快推进第五代移动通信基站规划建设的通知》	2019 年率先在雄安新区、冬奥会崇礼赛区建设 5G 试商用网络。2020 年起启动 5G 规模化商用，完善城市及热点地区 5G 网络覆盖
2018/7/3	吉林	《关于推动第五代移动通信网络建设的实施意见》	2018-2019 年适时开展满足特定领域、特定行业、特定区域的 5G 网络覆盖，完成 3-5 个区域应用示范工程建设。到 2020 年，初步实现覆盖市(州)、县(市)以及重点乡镇 5G 网络规模组网。
2018/12/20	天津	《天津市通信基础设施专项提升计划（2018-2020 年）》	到 2020 年，建设部署商用 5G 基站超过 1 万个。
2019/1/8	河南	《河南省 5G 产业发展行动方案》	3-5 年基本完成 5G 规模组网部署并实现商用，中心城市和重要功能区实现 5G 全覆盖，5G 产业规模超过 1000 亿元。
2019/1/11	重庆	《关于推进 5G 通信网建设发展的实施意见》	到 2020 年 5G 宏基站站址达到 1 万座，基于上述设施的 5G 微/皮基站站址达到 5 万座。
2019/1/21	北京	《北京市 5G 产业发展行动方案(2019 年-2022 年)》	到 2020 年，运营商 5G 网络投资累计超过 300 亿，实现首都功能核心区、城市副中心、重要功能区、重要场所的 5G 网络覆盖。
2019/2/13	福建	《新时代“数字福建·宽带工程”行动计划》	2019 年在福州、厦门等地启动 5G 基站选址规模化建设，2020 年 5G 网络建设全面开展，城市重点区域及场所基本实现 5G 信号覆盖
2019/2/26	江西	《江西省 5G 发展规划（2019-2023 年）》	到 2020 年，基本实现全省重点区域和重点应用场景 5G 网络覆盖。到 2023 年，力争实现全省重点城镇及以上地区 5G 网络覆盖。

2019/2/27	成都	《成都市 5G 产业发展规划纲要》	2022 年建成 5G 基站 4 万个以上，实现重点城镇以上 5G 网络全覆盖，全市 5G 产业规模达到 1000 亿元。
2019/3/4	四川	《新一代网络技术产业培育方案》	到 2022 年，5G 产业规模达到 1000 亿元，培育 1 到 2 个“独角兽”企业
2019/3/5	黑龙江	/	首个 5G 实验基站已经搭建完成，预计将在 2020 年实现全省 5G 全面正式商用
2019/4/28	浙江	《关于加快推进 5G 产业发展的实施意见》	到 2020 年，建成 5G 基站 3 万个，实现设区市城区 5G 信号全覆盖、重点区域连片优质覆盖。到 2022 年，建成 5G 基站 8 万个，实现县城及重点乡镇以上 5G 信号全覆盖。到 2025 年，实现所有 5G 应用区域全覆盖。
2019/5/15	广东	《广东省加快 5G 产业发展行动计划（2019-2022 年）》	到 2020 年底，珠三角中心城区 5G 网络基本实现连续覆盖和商用；全省 5G 基站累计达 6 万座；5G 产值超 3000 亿元。到 2022 年底，珠三角建成 5G 宽带城市群；全省 5G 基站累计达 17 万座，5G 产值超万亿元
2019/6/4	辽宁	/	已建成超 200 个 5G 试验基站，实现沈阳热点区域覆盖和其他 12 个城市首个 5G 示范基站开通，2020 年 6 月左右全省主要的核心城区以及行业客户、大型工厂、企事业单位、科研机构都会建设 5G 网络
2019/6/5	广州	《2019 年广州市 5G 网络建设工作方案》	2019 年建设 5G 宏基站 1 万座，实现主城区和重点区域 5G 网络连续覆盖。其中广州电信/移动/联通分别建成 2500 座/4500 座/3000 座。
2019/6/6	济南	《济南市促进 5G 创新发展行动计划（2019-2021）》	以率先打造 5G 先锋城市为目标，以实施 5G 通信基础设施建设、5G 融合应用、5G 创新发展三大任务为抓手，加快推动 5G 创新发展
2019/6/19	湖南	《湖南省 5G 应用创新发展三年行动计划（2019-2021）》	到 2021 年，全省基本完成 5G 规模组网并实现商用，到 2021 年，建设 10 个左右 5G 创新创业基地，5G 相关产业规模超过 1000 亿元
2019/7/2	安徽	/	安徽移动初步计划在 5G 建设周期投入 300 亿元，2018 年至今已在 5G 基础设施上投入资金 10 亿元，今年计划继续投入 12 亿元。
2019/7/5	上海	《关于加快推进本市 5G 网络建设和应用的实施意见》	2019 年，建设 5G 基站 1 万个，实现中心城区和郊区重点区域全覆盖。2020 年，累计建设 5G 基站 2 万个，实现全市域覆盖，累计总投资超过 200 亿元。2021 年，累计建设 5G 基站 3 万个，5G 应用产业规模超过 1000 亿元。
2019/7/25	江苏	/	截至当前全省已建成约 1200 个 5G 基站，预计到 2019 年底，将在南京、苏州和无锡三市建成 9000 个 5G 基站

资料来源：各省市府网站、新华日报、中国战略新兴产业网、电子发烧友网、东兴证券研究所

表 11 公司与 5G 工程网络建设相关业务分析

业务模块	可开展业务内容
通信工程监理	包括 5G 核心网、5G 无线网、5G 承载网及相关通信机房、杆塔和传输管线等基础配套工程
云基础设施监理	包括运营商、互联网、金融企业、证券公司和第三方数据中心等云计算基础设施的工程监理
信息系统监理	随着 5G 技术发展促进各类政企客户的信息系统的升级或改造工程
施工集成	利用道路信息公司在通信基础设施业务、智能交通系统工程业务的优势，通过资源整合，开展 5G 无线网络工程等通信网络基础设施的施工集成业务

资料来源：公司公开资料、东兴证券研究所

3.2 赋能工地：监理龙头出品，打造最地道的智慧工地产品

智慧工地势在必行，当前市场处于探索阶段，部分领军企业已推出智慧工地项目管理平台产品。智慧工地相较传统工地监理模式，将极大提升工地管理效率（资料统计、交互交流、监督执行等）、提高现场

安全性（减少施工人员伤亡和其他经济损失），是未来重要发展趋势。当前大多数企业对智慧工地的应用尚处于探索阶段，施工企业利用传统手段进行工程安全质量监管仍是业内主流，大部分企业利用“传统方式+信息化技术”手段进行监管，完全利用信息化手段进行监管的企业占比较少，通过移动应用手段进行监管还有待深化。达安股份、飞尚科技、广联达等领军企业目前已推出相关产品并得到广泛应用。

公司凭借深厚工程监理背景打造最地道的智慧工地产品，投入使用遍布全国 20+省市、500+项目，更兼大运营商和大地产商背书，有望进一步推广应用并带动工程咨询业务。公司旗下奥铂爵科技公司研发的 isPM 智慧工地项目管理平台，将移动互联网、物联网、BIM、人工智能、大数据、云计算等 IT 前沿技术手段，应用于工程建筑领域，致力于构建管理数字化、流程标准化、采集智能化、管控自动化的智慧工地绿色生态。

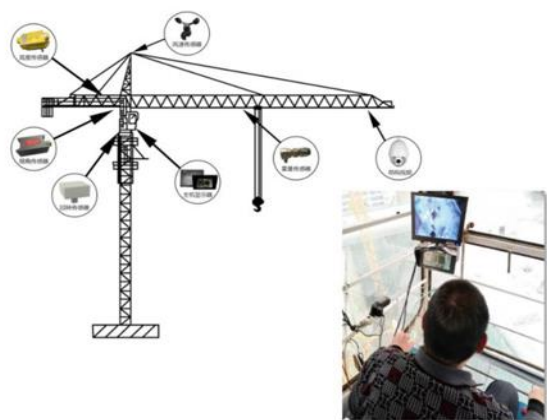
- ◆ **具有深厚工程背景的研发团队。**奥铂爵科技团队包括（1）在工程领域具有丰富技术积累和项目经验的国内外高水平专家负责产品的标准和功能设计；（2）来自 IBM、普华永道、中国电信、用友等国内顶级运营商及互联网企业的 IT 资深专家负责产品研发；（3）10 年以上运营维护经验的专业运维工程师团队负责产品运营维护。此外公司还与华南理工等机构谋求技术合作以夯实研发实力；
- ◆ **与同类产品相比不乏亮点，充分融入监理智慧。**公司深耕监理行业多年，是《建设工程监理规范（GB/T50319—2013）》参编单位，熟悉实际工程需求和流程。以与飞尚科技智慧工地平台对比为例，公司在安全培训和管理、绿色施工、劳务管理等方面内容更为周到翔实，富有监理智慧；
- ◆ **大运营商、大地产商背书，应用有望进一步推广。**isPM 当前投入使用覆盖广东、福建、浙江、山东、江苏等二十多个省市、超 500 个项目，并在湛江万达项目中得到应用，未来有望进一步推广。

图 26 公司 isPM 产品业务架构



资料来源：Roland Berger、东兴证券研究所

图 27 isPM：塔吊监控。人机验证和实时监测预警



资料来源：公司公开资料、东兴证券研究所

图 28 isPM：视频云监控。支持远程操控和人机互动



资料来源：公司公开资料、东兴证券研究所

图 29 isPM 应用：广州联通白云通信机房工程



资料来源：奥铂爵官网、东兴证券研究所

图 30 isPM 应用：湛江万达



资料来源：奥铂爵官网、东兴证券研究所

表 12 智慧工地项目管理平台产品对比

产品	达安-isPM	飞尚科技-智慧工地平台
公司背景	监理龙头企业，《建设工程监理规范》参编单位	国内领先的物联网解决方案提供商
安全管理	监理日志数字化可视化，强调日常流程管控。覆盖培训、巡查、检查、 交底、档案 等全链条日常管理工作； 将危大工程、塔吊、升降机等安全重点控制范围的监管部分独立设置，建立危大工程，线上审核专项方案	侧重塔机、升降机、高支模和基坑等重点区域的监控管理
安全培训	标准化三级安全教育培训，记录培训内容并建立个人培训档案，随时查看每个工人已参加的培训及需要参加的培训	虚拟教育培训中心
绿色施工	支持施工噪音、扬尘 PM2.5、PM10、温度等预警及报警、雾炮喷淋 建筑渣土智慧监管系统，对渣土源头、运输过程、渣土倾侧等渣土处理的全过程化监管	监测噪声、扬尘、污水、用电耗能，可视化呈现和自动监测无人值守

进度管控	平台总控中心控制任务列表和当前环节	进度管控模块，可视化界面了解工地施工进度
劳务管理	智能班组管理，考勤工时管理，工资自动核算，适应多种结算/发薪方式，预防劳务纠纷； 保险管理模块与各大保险平台对接，个人保险、团队保险信息记录全掌控，保险到期自动预警，可以统一管理工程人员的投保情况；	实名制考勤管理、劳务黑名单管理、劳动力工种统计及工地制度管理

资料来源：公司公开资料、飞尚科技官网、东兴证券研究所

3.3 赋能城市：当地首家车路协同集成商，与大湾区共同腾飞

车路协同赋能交通系统，是构筑智慧城市之基石。行业壁垒较高，2018 年以来发展驶入快车道。车路协同系统是基于先进的 LTE-V/5G 无线通信和新一代互联网等技术的安全、高效和环保的 V2X 道路交通系统。其核心功能包括：（1）任何车辆任何时间任何地点互联；（2）全时空动态交通信息采集与融合；（3）人车路的有效协同；协同安全（分为主动安全和被动安全）、协同控制（分为主动控制和被动控制）。车路协同系统优势在于充分实现人车路的有效协同，保证交通安全，提高通行效率，具体内容包括盲区预警、多车协同换道、交叉口冲突避免、行人非机动车避让、紧急车辆优先通行、车速引导、车队控制、车队协同通过信号交叉口等等，是智慧城市的重要一环。车路协同技术建设落地涉及的环节众多，包括车企、技术设备商、系统平台、应用供应商、路段业主、交通主管部门及金融投资等行业，除了人、财、物的大量投入，更需要跨行业、跨部门的协同合作，只有具备强大跨行业整合能力的企业才能完成。2018 年 2 月，交通运输部发布了《关于加快推进新一代国家交通控制网和智慧公路试点的通知》，随即各省迅速铺开试点工作。各互联网巨头（阿里、百度、华为等）新项目纷纷上马，争相攻占车路协同领域。

公司参股广东道信加码车路协同市场，后者系大湾区首家车路协同一站式解决方案集成商，转型以来硕果累累，将持续带动公司工程咨询主业。广东道信成立于 2005 年，一直以来致力于交通与通信产业互相融合的业务，是国内交通领域投资及通信设施建设运营的行业领先公司，由创始的第一年即实现盈利，至今已在省内与铁塔及运营商合作建设通信基站近 1000 座。广东道信早在 2009 年已致力于各种交通信息资源整合，先后与交通电台及电信运营商合作，多渠道向广大的出行用户提供交通信息服务，并对结合实时路况信息的车载导航终端进行了尝试。广东道信自 2018 年开始从一家纯粹的高速公路通信设施运营公司晋级为车路协同基于 5G 网络应用运营的先锋企业，更凭借深耕多年交通资源优势及通信专业团队成为粤港澳大湾区首家车路协同一站式解决方案集成商，5G 赋能下短短的一年，广东道信已在（1）政府相关部门提供一站式 5G 交通应用解决方案、（2）为运营商解决 5G 通信基础设施建设问题、（3）为汽车厂家进入无人驾驶场景提供内外场的测试场景、（4）各行业车辆提供安全、高效率、节能等一站式解决方案等四大领域取得成功案例，不断带动公司工程咨询业务。

广东道信尽享大湾区红利，在大横琴、城市道路、高速公路等市场案例丰富，广东道信充分利用地处大湾区的区位优势积极参与当地车路协同市场并取得领先地位，其主要业务模式为自建或租用基础设施，向企业客户和个人客户销售设备、出租基础设施，收取服务费，也可以为客户导流，其客户包括政府交通/公安部门、公交运输公司、通信运营商、金融机构和个人等。当前公司在大横琴、城市道路、高速公路等市场取得了一系列重要成功案例，包括：

- ◆ 在大横琴试点车路协同，有望成为粤港澳大湾区乃至全国最具规模的智慧交通典范。横琴岛毗邻澳门特别行政区，与澳门一桥相通，珠海横琴是国家定位为澳门服务的横琴岛。广东道信与横琴新区政府就整个大横琴区域的岛内特勤车、公交车的车路协同项目进行深度合作，并将延伸至港珠澳大桥珠海

横琴连接线以及澳门莲花大桥。目前基于澳门回归 20 周年，并在岛内进行了 5G 和车路协同布点规划，现已密锣紧鼓地进行中，为岛内提供 5G 无人驾驶做好部署；

- ◆ **与城市道路公交系统展开深度合作。**在城市道路方面，广东道信与广州市公用公交站场管理服务中心、广州公共交通数据管理中心达成战略合作，共同在广州 BRT 快速公交路段上建设 5G 网络的车路协同作为试点建设示范路段，并在 BRT 站台沿线内建设管道、光纤、杆塔以及路侧感知设备，目前项目已经开始施工建设当中；
- ◆ **在区域内多个高速公路路段试点车路协同。**当前广东道信已确定广深沿江高速、华南快速、广州东新高速、广州北环高速等作为车路协同试点路段，并与相关业主单位签订了合作协议；

广东道信与诸多知名客户建立了重要战略合作关系，进一步夯实区域内龙头地位。广东道信在 2019 年以来与 24 家市场知名客户建立了重磅战略合作，代表性的合作框架包括：

- ◆ **为省内各大高速公路提供车路协同必要的场地需求。**包括电力接入、基础和杆体建设等，为车路协同落地起到至关重要的作用；
- ◆ **为知名车企提供车端设备以匹配车路协同应用场景需求。**公司与广汽、威马、万城万充、粤运、粤港等车企合作，根据车路协同应用场景，在运营车路安装车端设备，以匹配高速 V2X 系统建设路段的物理特征、交通流特点及其对提高道路行车安全和道路状态信息实时获取的需求；
- ◆ **为中信网络及各大运营商提供信号覆盖和互联网接入，结合 5G 技术、车路协同应用场景，丰富智慧高速公路应用场景；**
- ◆ **为阿里云、百度云等互联网巨擘提供涉及软件系统的总体集成。**包括专用云平台建设、系统平台搭建、车路协同应用场景功能开发、路端和车端设备接口数据对接等；

图 31 车路协同系统（V2X 道路交通系统）在城市道路应用示例



资料来源：公司公开资料、东兴证券研究所

图 32 广东道信车路协同应用：横琴岛



资料来源：公司公开资料、东兴证券研究所

图 33 广东道信车路协同应用：广州 BRT



资料来源：公司公开资料、东兴证券研究所

表 13 广东道信 2019 年迄今签署战略合作伙伴一览

序号	公司名称	战略合作协议签署情况	签署年份
1	中国交通建设集团有限公司	已签	2019 年
2	广东省交通厅高速公路管理局	已签	2019 年
3	广东省高速公路发展股份有限公司	已签	2019 年
4	广东省公路勘察规划设计院股份有限公司	已签	2019 年
5	北京交科公路勘察设计院有限公司	已签	2019 年
6	广州交通投资集团有限公司	已签	2019 年
7	广州市公共交通集团有限公司	已签	2019 年
8	深圳市交投科技有限公司	已签	2019 年
9	佛山市高速公路营运管理有限公司	已签	2019 年
10	广州汽车集团股份有限公司	已签	2019 年
11	广东赛达交通科技股份有限公司	已签	2019 年
12	中信网络有限公司	已签	2019 年
13	中国通信服务股份有限公司	已签	2019 年
14	广东粤运交通股份有限公司	已签	2019 年
15	粤港汽车运输联营有限公司	已签	2019 年
16	广东万城万充电动车运营股份有限公司	已签	2019 年
17	阿里巴巴网络技术有限公司	已签	2019 年
18	北京百度网讯科技有限公司	已签	2019 年
19	北京星云互联科技有限公司	已签	2019 年
20	华为技术有限公司	已签	2019 年
21	各运营商	已签	2019 年
22	广东民航医疗快线有限公司	已签	2019 年
23	广州中海达卫星导航技术股份有限公司	已签	2019 年
24	广东广信通信服务有限公司	已签	2019 年

资料来源：公司公开资料、东兴证券研究所

4. 盈利预测和评级

4.1 关键假设与盈利预测

我们做出如下关键假设：

- ◆ **市场状况：**未来监理市场整体保持 7% 的增速水平稳健发展；
- ◆ **业务板块和营收规模：**(1) 随着 5G 牌照发放开启新一轮通信建设周期，公司 8.09 亿移动通信监理集采项目在未来几年顺利落地释放业绩；(2) 公司凭借 isPM 智慧工地产品增强在房建监理市场竞争力，相关业务保持稳定增长；(3) 公司新收购宏润电力、广东顺水、维思电力以及参股广东道信业绩增长均符合预期；(4) 公司在未来三年内通过参股并购和战略合作切入化工、市政、公路、轨交等市场获得新的业务增长点；综上我们测算公司 2019-2021 营收增长率将达到 20.61%/26.27%/25.07%；
- ◆ **盈利能力。**(1) 保守估计未来随着市场竞争更趋激烈、新并入的部分监理业务板块毛利率水平相对较低，公司监理业务毛利率水平将有所下滑，但由于有高毛利的电力/化工等业务对冲，下滑趋势将较为缓慢；(2) 公司收购经验趋丰富、组织架构趋成熟、对销售网络多管齐下管控有序，并通过标准化系统提升内部管理水平，未来期间费率整体将趋于稳定；综上，我们测算公司 2019-2021 毛利率为 39%/38%/37%，期间费率为 17.5%/17.3%/17.6%，净利率为 13.2%/13.3%/13.1%；
- ◆ **运营和负债指标。**我们认为未来随着公司业务类型和面向客户多元化，整体周转能力将逐步提升，同时随着公司不断推进并购整合，公司负债率将在 2021 年之前超过 40%；

预计公司 2019 年-2021 年营业收入分别为 5.98 亿元、7.55 亿元和 9.44 亿元；每股收益分别为 0.48 元、0.61 元和 0.78 元，对应 PE 分别为 38X、29.7X 和 23.1X。

表 14 公司 2019-2021 财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	405.92	495.63	597.77	754.81	944.03
增长率（%）	-0.29%	22.10%	20.61%	26.27%	25.07%
净利润（百万元）	51.68	65.34	78.93	100.51	124.13
增长率（%）	-6.07%	26.43%	20.80%	27.35%	23.50%
净资产收益率（%）	8.66%	8.49%	9.16%	11.44%	13.45%
每股收益(元)	0.41	0.4	0.48	0.61	0.78
PE	45.07	45.64	38.83	30.37	23.64
PB	4.2	3.89	3.56	3.48	3.18

资料来源：Wind、东兴证券研究所

4.2 投资评级

4.2.1 绝对估值法

采用 FCFF 估值法对公司进行绝对估值得到合理价值为 21.34 元，基于敏感型分析得出股价区间在 19.18-23.99 元/股。

表 15FCFF 估值假设

假设	数值
第二阶段(2019-2023)年数	5
第二阶段增长率	25.00%
长期增长率	1.00%
应付债券利率	2.38%
无风险利率 Rf	2.80%
β	1.00
Rm	11.55%
Ke	11.55%
税率	20.82%
Kd	5.54%
Ve	2,519.45
Vd	154.24
WACC	11.20%

资料来源：东兴证券研究所

表 16 FCFF 绝对估值法敏感性测试结果

WACC	长期增长率(g)								
	-1.00%	-0.50%	0.00%	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
8.70%	27.91	28.97	30.16	31.49	32.99	34.70	36.67	38.95	41.64
9.20%	25.71	26.61	27.62	28.75	30.01	31.44	33.06	34.93	37.09
9.70%	23.74	24.52	25.39	26.35	27.41	28.61	29.96	31.50	33.28
10.20%	21.99	22.66	23.41	24.23	25.13	26.15	27.29	28.57	30.03
10.70%	20.41	21.00	21.64	22.35	23.13	23.99	24.95	26.03	27.25
11.20%	18.99	19.51	20.06	20.67	21.34	22.08	22.90	23.82	24.84
11.70%	17.71	18.16	18.65	19.18	19.76	20.39	21.09	21.87	22.74
12.20%	16.55	16.94	17.37	17.83	18.33	18.89	19.49	20.16	20.90
12.70%	15.49	15.84	16.21	16.62	17.06	17.54	18.06	18.63	19.27
13.20%	14.53	14.84	15.16	15.52	15.91	16.32	16.78	17.28	17.82
13.70%	13.65	13.92	14.21	14.53	14.86	15.23	15.63	16.06	16.53

资料来源：东兴证券研究所

4.2.2 相对估值法

公司按各类分类方法所属细分板块的公司数量和平均市盈率水平如下表所示。由于市场缺乏与公司相同业务类型和特征公司，我们采用公司所在细分板块的平均市盈率来予以相对估值。除 SW 和 CS 分类外，其余四类指标普遍将公司归类于专业技术服务板块，截至 2019.7.26，四类细分板块按公司数量加权平均所得市盈率为 47.3 倍。我们认为公司作为 A 股稀缺标的，当前处于高速扩张和业绩增长期，将持续受益工程咨询行业整合、5G 建设浪潮和智慧工地及城市引用、粤港澳大湾区建设，合理估值在 45-50 倍，对应股价为 21.42-23.8 元/股，平均值为 22.61 元/股。

表 17 公司按不同分类方法所属细分行业及行业平均参数值（2019.7.26）

分类方法	所属行业		细分子板块相关参数			
	一级板块	细分子板块	公司数量	平均市值/亿	平均营收/亿	平均 PE_TTM
证监会行业类（CSRC）	科学研究和技术服务业	专业技术服务业	45	48	17	35
中证指数行业分类（CICS）	工业	其他商业服务	38	51	24	59
国证指数行业分类（CN）	工业	各种商业与专业服务	43	76	25	59
Wind 行业分类（Wind）	工业	调查和咨询服务	30	42	14	34
申银万国行业分类（SW）	建筑装饰	其他专业工程	10	112	345	28
中信证券行业分类（CS）	综合	综合	49	55	107	34

资料来源：Wind、东兴证券研究所

4.2.3 投资建议

我们认为公司作为 A 股稀缺监理标的，当前处于高速扩张和业绩增长期，将持续充分受益工程咨询行业整合、5G 建设浪潮和智慧工地及城市引用、粤港澳大湾区建设。预计公司 2019 年-2021 年实现营业收入分别为 5.98 亿元、7.55 亿元和 9.44 亿元，每股收益分别为 0.48 元、0.61 元和 0.78 元。采用 FCFF 估值法对公司进行绝对估值得到合理价值为 21.34 元，股价区间在 19.18-23.99 元/股。采用相对估值法得到合理价值为 22.61 元/股，股价区间在 21.42-23.8 元/股。取两种估值法平均结果，我们认为公司目标价为 21.98 元/股，较最新收盘价有 22%溢价空间，对应 2019-2021 年 PE 为 46.2X、36.1X 和 28.1X。上调至“强烈推荐”评级。

5. 风险提示

行业政策出现重大变化、项目落地和收购不及预期、市场竞争风险、财务风险。

附表：公司盈利预测表

资产负债表						利润表					
单位：百万元						单位：百万元					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	613	816	942	1109	1262	营业收入	406	496	598	755	944
货币资金	177	237	285	337	422	营业成本	265	300	365	468	595
应收账款	419	554	622	724	776	营业税金及附加	2	4	5	6	7
其他应收款	15	21	25	32	40	营业费用	13	12	16	20	25
预付款项	0	0	0	0	0	管理费用	48	55	87	106	132
存货	0	0	0	0	0	财务费用	0	3	3	6	10
其他流动资产	1	0	5	13	22	资产减值损失	20	24	25	25	20
非流动资产合计	101	185	188	189	192	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	1	-	-	-	-
固定资产	37	37	38	40	42	营业利润	61	83	98	125	156
无形资产	2	2	2	2	3	营业外收入	4	1	2	2	2
其他非流动资产	45	2	2	2	2	营业外支出	0	1	0	0	1
资产总计	714	1000	1130	1299	1454	利润总额	65	83	100	127	157
流动负债合计	117	244	275	378	419	所得税	13	17	21	26	33
短期借款	0	60	60	150	178	净利润	52	65	79	101	124
应付账款	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	10	14	18	18
预收款项	14	16	26	35	48	归属母公司净利润	52	55	65	83	107
一年内到期的非流动	0	41	41	41	41	EBITDA	114	184	103	134	169
非流动负债合计	0	84	106	139	167	EPS（元）	0.41	0.40	0.48	0.61	0.78
长期借款	0	36	54	81	104	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	117	327	381	516	586	成长能力					
少数股东权益	0	26	40	58	75	营业收入增长	-0.29%	22.10%	20.61%	26.27%	25.07%
实收资本（或股本）	136	136	136	136	136	营业利润增长	-6.28%	36.72%	18.32%	27.64%	24.42%
资本公积	220	226	226	226	226	归属于母公司净利	-6.07%	6.30%	18.12%	27.85%	28.47%
未分配利润	212	257	275	243	248	获利能力					
归属母公司股东权益	597	647	708	725	793	毛利率（%）	34.69%	39.45%	38.97%	38.00%	37.01%
负债和所有者权益	714	1000	1130	1299	1454	净利率（%）	12.73%	13.18%	13.20%	13.32%	13.15%
现金流量表						总资产净利润（%）	7.24%	5.49%	5.74%	6.39%	
单位：百万元						ROE（%）	8.66%	8.49%	9.16%	11.44%	13.45%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	偿债能力					
经营活动现金流	-38	-3	61	32	104	资产负债率（%）	16%	33%	34%	40%	40%
净利润	52	65	79	101	124	流动比率	5.22	3.35	3.42	2.94	3.01
折旧摊销	53	97	99	101	104	速动比率	5.22	3.35	3.42	2.94	3.01
财务费用	0	3	3	6	10	营运能力					
应付账款的变化	-72	-135	-68	-101	-52	总资产周转率	0.67	0.58	0.56	0.62	0.69
预收账款的变化	3	2	10	10	12	应收账款周转率	1.06	1.02	1.02	1.12	1.26
投资活动现金流	-52	-30	-27	-27	-23	应付账款周转率	-	-	-	-	-
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	每股指标（元）					
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股收益（最新摊	0.41	0.40	0.48	0.61	0.78
投资收益	1	0	0	0	0	每股净现金流（最新	0.60	0.42	0.37	0.40	0.65
筹资活动现金流	171	90	17	51	7	每股净资产（最新摊	4.40	4.75	5.20	5.32	5.81
应付债券增加	0	0	0	0	0	估值比率					
长期借款增加	0	0	18	27	23	P/E	45.07	45.64	38.83	30.37	23.64
普通股增加	72	1	0	0	0	P/B	4.2	3.89	3.56	3.48	3.18
资本公积增加	134	6	0	0	0	EV/EBITDA	19.96	12.85	22.56	17.87	13.95
现金净增加额	81	57	51	55	88						

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司	业绩增速提升，有望受益大湾区、长三角、新基建建设和大单落地——达安股份（300635）2018 年报点评	2019-04-04

资料来源：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。