

审慎推荐-A (首次)

中设股份 002883.SZ

目标估值: NA  
 当前股价: 20.79 元  
 2019 年 11 月 26 日

深耕无锡咨询勘察业务，省外布局逐步落地

基础数据

上证综指	2906
总股本(万股)	8691
已上市流通股(万股)	4532
总市值(亿元)	18
流通市值(亿元)	9
每股净资产(MRQ)	5.4
ROE(TTM)	13.5
资产负债率	15.3%
主要股东	陈凤军
主要股东持股比例	15.17%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

郑晓刚  
 zhengxiaogang@cmschina.com.cn  
 S1090517070008  
 于泽群  
 yuzequn@cmschina.com.cn  
 S1090518080002

公司深耕江苏省内工程咨询和勘察设计市场，近三年来积极开拓省外市场，并战略布局全国市场，成果较为显著。目前公司净利润稳健增长，盈利能力稳中有增。另外，公司在改善内部治理的基础上，配合国家政策推进一体化总承包业务和其他新型业务，多措并举，预计未来业绩会健康增长。

- **深耕咨询及勘察设计业务，公司治理趋向规范化。**公司立足江苏省开展主营业务，2019 年上半年，规划咨询及勘察设计收入为 1.35 亿元，占总收入的 89.76%；公司上市以来积极改善内部治理，按照“市内重点+省内区域+省外大区”以及“集团/事业部/生产所三级经营”的多元立体式模式经营。
- **行业整体业绩增长，总承包业务健康发展。**2018 年工程勘察设计行业实现营收 51915.2 亿元，同比增长 19.64%，实现净利润 2045.4 亿元，同比增长 13.69%；国内工程设计企业正逐渐向业务纵向延伸，总承包业务营收比重达到 81%。
- **战略布局放眼全国，紧跟政策关注市场机会。**公司主营业务结构稳定，响应国家政策要求，发展总承包业务，拓展公司的业务链长度。公司提出了“立足江苏，面向全国，走向国际”的发展战略，逐步将公司业务延伸至全国范围。2019H1，公司江苏省外收入为 0.37 亿元，占总营收的 24.50%。
- **净利润增长稳健，现金流边际改善。**剔除股权激励费用后，公司净利润增速保持 20%左右增速，增长十分稳健；2019 年前三季度，公司毛利率为 48.49%，处于行业较高水平，稳中有增，表现较亮眼；公司收现比与付现比差额减 10.50pp，经营现金流净额大幅提高。
- **投资建议：**公司深耕江苏省内工程咨询和勘察设计市场，近三年来积极开拓省外市场，并战略布局全国市场。公司营收稳健增长，净利率保持较高水平，盈利能力稳中有增。另外，公司在改善内部治理的基础上，配合国家政策推进一体化总承包业务和其他新型业务，我们预计公司 19、20 年 EPS 为 0.77 与 0.93 亿元，PE 为 27.0 与 22.3，首次覆盖，给予“审慎推荐”评级。
- **风险提示：**基建投资不及预期，省外业务拓展不及预期，坏账损失的风险。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	232	270	311	360	423
同比增长	21%	16%	15%	16%	18%
营业利润(百万元)	60	68	81	98	114
同比增长	32%	14%	18%	22%	16%
净利润(百万元)	49	57	67	81	94
同比增长	21%	16%	17%	21%	16%
每股收益(元)	0.92	0.66	0.77	0.93	1.08
PE	22.6	31.7	27.0	22.3	19.2
PB	2.9	4.2	3.7	3.2	2.8

资料来源: 公司数据、招商证券

## 正文目录

一、深耕咨询及勘察设计业务，公司治理趋向规范化.....	4
1、立足江苏，深耕省内规划咨询与勘察设计市场 .....	4
2、鼓励专业人才推进研发，主营业务资质健全 .....	4
3、实际控制人持股稳定，公司治理规范化加强 .....	6
二、行业整体业绩增长，总承包业务健康发展.....	6
1、大行业小公司，集中度趋向平稳 .....	6
2、行业稳定发展，总承包带动业绩增长 .....	7
三、战略布局放眼全国，紧跟政策关注市场机会 .....	9
1、主营业务结构稳定，紧跟政策推进一体化.....	9
2、积极开拓全国市场，投资浙江科欣及雄安保通 .....	9
四、净利润增长稳健，现金流边际改善.....	10
1、剔除股权激励费用影响，净利润增长稳健.....	10
2、毛利率保持稳定，盈利能力有保障.....	11
3、回款情况转好，现金流边际改善 .....	12
四、投资建议.....	12
五、风险提示.....	13

## 图表目录

图 1：19H1 规划咨询及勘察设计收入占比为 90%.....	4
图 2：19H1 江苏省内收入占比为 76%.....	4
图 3：公司技术人员占比超过 70%.....	5
图 4：公司本科及以上学历员工占比超过 70%.....	5
图 5：公司实际控制人持有 35.49%股份 .....	6
图 6：2018 年工程勘察设计行业企业减少 1566 家.....	7
图 7：勘察设计行业前 60 强企业营收占比有所提高 .....	7
图 8：14-18 年工程勘察设计行业完成合同金额.....	7
图 9：14-18 年建筑行业新签合同金额 .....	7
图 10：2018 年行业实现营收 51915.2 亿元.....	8
图 11：2018 年行业实现净利润 2045.4 亿元.....	8
图 12：14-18 年行业内各业务完成合同金额占比.....	8

图 13: 14-18 年行业内各业务营收占比 .....	8
图 14: 规划咨询及勘察设计收入占比不断提高, 达到 89.40%.....	9
图 15: 积极布局全国业务, 省外营收占比提高.....	10
图 16: 19Q1-3 实现 2.21 亿元营收.....	10
图 17: 营收增速呈现下滑趋势 .....	10
图 18: 19Q1-3 实现 0.45 亿元净利润 .....	11
图 19: 净利润增速下滑, 降幅有所缩窄.....	11
图 20: 受股权激励费用影响, 管理费用率明显升高 .....	11
图 21: 19Q1-3 毛利率为 48.49%.....	12
图 22: 19Q1-3 净利率为 20.56%, 有小幅下滑趋势.....	12
图 23: 2019Q3 现金流边际改善 .....	12
图 24: 2019Q3 收现比与付现比差额增大 10.5pp.....	12
表 1: 第一批限制性股票激励计划实施情况 .....	5
表 2: 公司所获各类专业资质 .....	5
表 3: 公司盈利预测.....	12
附: 财务预测表 .....	14

## 一、深耕咨询及勘察设计业务，公司治理趋向规范化

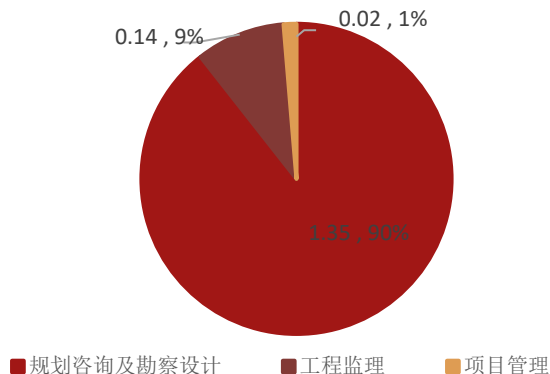
### 1、立足江苏，深耕省内规划咨询与勘察设计市场

公司系由江苏中设工程咨询集团有限公司整体变更而成的股份有限公司，前身为无锡市交通工程勘察设计室，是无锡市交通局的下属事业单位，2004 年改制成股份制企业，2015 年整体变更设立股份公司。2017 年 6 月，在深圳中小板挂牌上市。

公司立足江苏省，围绕“交通、市政、建筑、环境”四大业务板块，从事相应的规划、研究、设计、咨询、勘察、工程总承包等业务，重点专注于中国城市建设和交通建设领域的工程设计咨询服务。

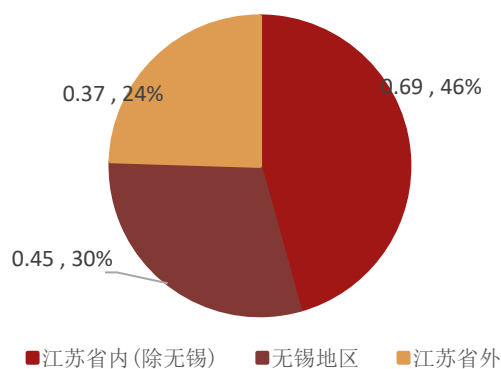
2019 年上半年，公司共实现营收 1.51 亿元，同比增长 12.69%。分业务来看，规划咨询及勘察设计收入为 1.35 亿元，占总收入的 89.76%；工程监理收入为 0.14 亿元，占总收入的 8.98%。分地区来看，江苏省内共实现营收 1.14 亿元，占总收入的 75.50%（其中无锡地区实现营收 0.45 亿元，占总收入的 29.80%）；江苏省外的其他地区实现营收 0.37 亿元，占总收入的 24.50%。

图 1：19H1 规划咨询及勘察设计收入占比为 90%



资料来源：wind，招商证券 单位：亿元

图 2：19H1 江苏省内收入占比为 76%

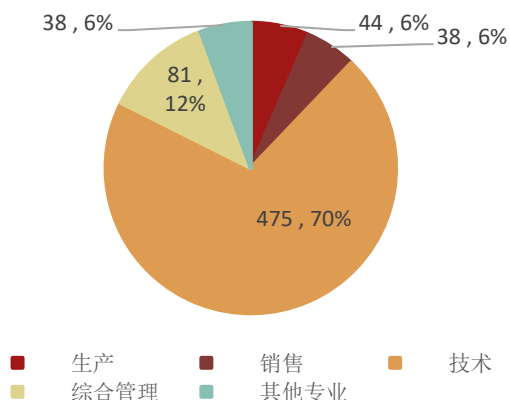


资料来源：wind，招商证券 单位：亿元

### 2、鼓励专业人才推进研发，主营业务资质健全

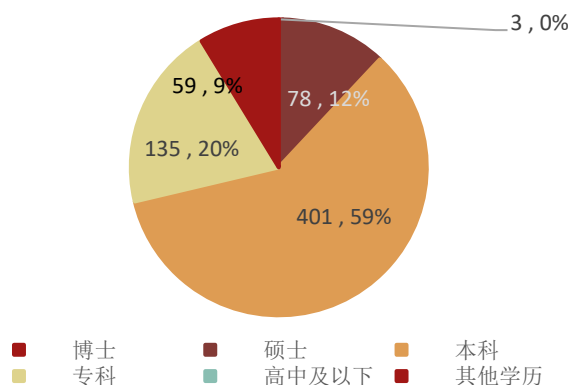
截至 2018 年 12 月 31 日，公司共有员工 676 人，按专业构成来看，475 人从事技术工作，占公司员工总数的 70.25%；从学历构成来看，本科及以上学历的员工达到 482 人，占公司员工总数的 71.30%。其中本科生 401 人，占 59.32%；硕士生 78 人，占 11.54%；博士生 3 人，占 0.44%。与 2017 年相比，硕士生增加了 24 人，占比提高了 2.79pp。

图 3：公司技术人员占比超过 70%



资料来源：wind，招商证券 单位：人

图 4：公司本科及以上学历占比超过 70%



资料来源：wind，招商证券 单位：人

在人力资源管理方面，公司逐步优化绩效管理和薪酬管理制度体系，提升职工工作积极性。2017 年 12 月公司通过限制性股票激励计划，18 年 6 月对激励对象进行调整，19 年 3 月公布预留部分激励对象名单，最终决定向 2 名管理人员以及 100 名核心技术骨干授予 110.95 万股限制性股票，占目前公司总股本 1.28%，此股票激励计划调动被激励员工为实现业绩增长目标的积极性。具体实施情况如下：

表 1：第一批限制性股票激励计划实施情况

对象	职务/职位	份额（股）	占授予限制性股票的比例	占公司股本总额的比例
黄励鑫	副总裁	58,000.00	5.23%	0.07%
潘晓东	市场总监	67,000.00	6.04%	0.08%
核心技术（业务）骨干（100 人）		984,500.00	88.73%	1.13%
合计		1,109,500.00	100.00%	1.28%

资料来源：wind，招商证券

公司 2019 年前三季度投入研发费用 1391.47 万元，占营收的 6.29%，同比增长 43.24%，涨幅明显。结合公司技术人员占比和学历情况，以及公司对技术骨干的股权激励制度，可以看出公司十分重视技术研发，坚持把加强产品研发、推进技术创新作为提升企业核心竞争力的重中之重，加大投入。

近两年，公司先后取得了市政行业（排水工程）专业甲级；工程咨询单位（公路，市政公用工程，水文地质、工程测量、岩土工程）甲级资信及（水运（含港口河海工程））乙级资信；取得了公路行业甲级资质等。全面的业务资质为公司承接各类项目提供了硬性基础，有利于进一步开拓业务领域。

表 2：公司所获各类专业资质

项目	奖项
工程设计资质证书	公路行业专业甲级、市政行业（排水工程）专业甲级、市政行业乙级、建筑行业（建筑工程）甲级、风景园林工程设计专项甲级
工程勘察资质证书	工程勘察（岩土工程、工程测量）专业甲级、工程勘察专业类（水文地质勘察）乙级、公路工程试验检测综合乙级、测绘（测绘航空摄影、摄影测量与遥感、地理信息系统工程、工程测量；不动产测绘）乙级
工程咨询单位咨询证书	公路甲级、市政公用工程甲级、水文地质甲级、工程测量甲级、岩土工程甲级、水运（含港口河海工程）乙级

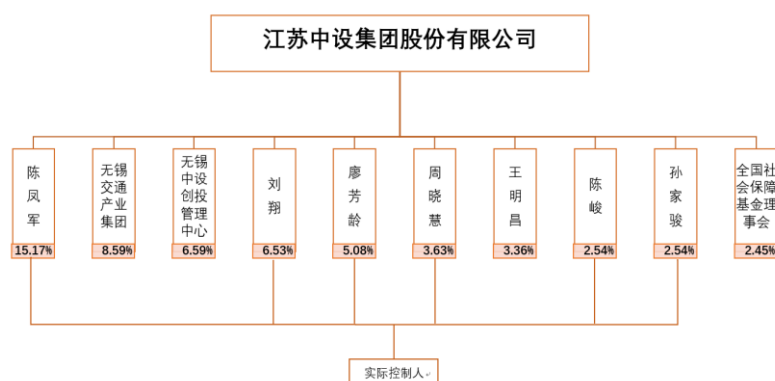
资料来源：公司年报，招商证券

### 3、实际控制人持股稳定，公司治理规范化加强

截至 2019 年 9 月 30 日，公司的股权结构如下图所示，公司第一大股东陈凤军直接持股 15.17%。公司第二大股东是无锡市交通产业集团有限公司，是无锡市人民政府 100% 持股企业。

公司上市前，6 个自然人股东陈凤军、刘翔、廖芳龄、周晓慧、孙家骏、陈峻签署了《一致行动协议》，共同成为公司的实际控制人，所持股份合计 35.49%，上市两年以来，实际控制人持股稳定，未发生大的变化。

图 5：公司实际控制人持有 35.49% 股份



资料来源：wind，招商证券 注：截止日期为 2019 年 9 月 30 日

此外，公司不断完善内部治理制度，依靠规范化，提高管理效率和公司的品牌实力。在组织架构方面，集团于 2018 年成立了交通、市政、城乡规划与建筑景观、交通设计二院等七大事事业部，分业务管理下属生产所，形成了集团总部—专业院/事业部—所三级组织管理模式。在运营模式方面，公司推行大区经营，在全国设立了五大经营分中心，进一步强化区域经营管理，规范投标管理。最终形成了“市内重点经营+省内区域经营+省外大区经营”以及“集团+事业部（专业院）+生产所三级经营”的多元立体式经营模式。

## 二、行业整体业绩增长，总承包业务健康发展

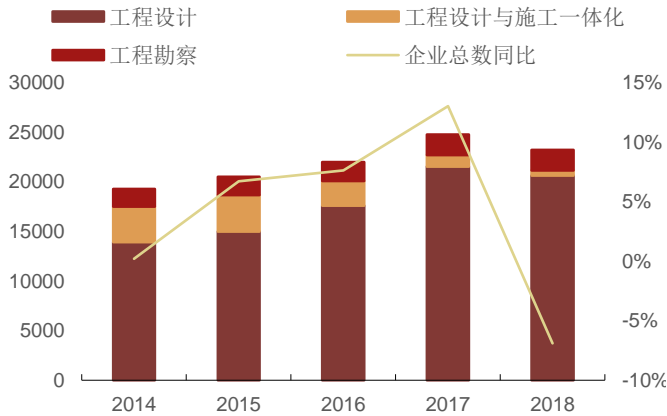
### 1、大行业小公司，集中度趋向平稳

14-15 年设计行业集中度明显上升，前 60 强企业市占率由 20.69% 上升至 33.10%，上升 12.41pp。2015 年 1 月苏交科收购英诺伟霆，进军环保产业，拉开 15 年行业并购重组序幕。2015 年勘察设计企业在并购市场的表现较 14 年更加活跃，由 14 家增长到 25 家，交易金额达到 134.6 亿元，较 14 年翻倍。

15-17 年前 60 强企业市占率基本维持平稳，但整体集中度仍处较低水平，竞争程度较高。加之国家和社会对工程质量、施工安全、环保节能等问题的日益重视，企业的专业技术、管理能力、工程总承包能力和商业运营能力等竞争资质愈发突出。

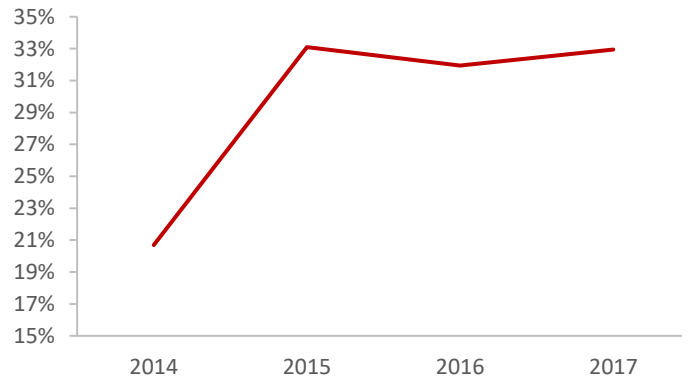
从行业企业数来看，2018 年行业具有相应资质的企业总数较 2017 年减少 1566 家，同比下降 6.90%，主要是受到宏观经济下行压力加大的影响，住建部等 7 各部门联手整治资格证“挂靠”问题也产生了一定影响。

图 6：2018 年工程勘察设计行业企业减少 1566 家



资料来源：住建部、招商证券 单位：个

图 7：勘察设计行业前 60 强企业营收占比有所提高



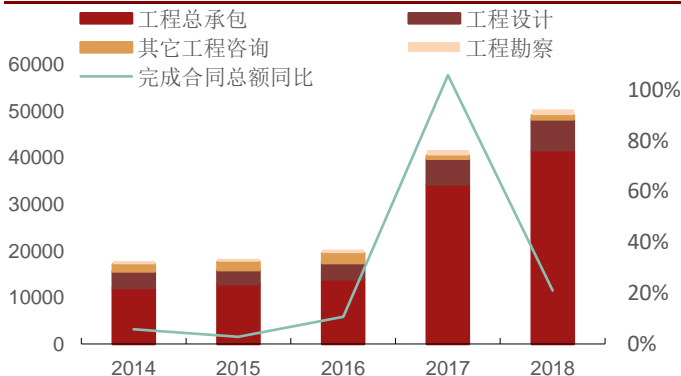
资料来源：建筑新网、招商证券

## 2、行业稳定发展，总承包带动业绩增长

从建筑行业新签合同金额来看，2017 和 2018 年分别为 254619.60 亿元和 272854.70 亿元，增速分别为 20.40%和 7.16%，2018 年受固定资产投资减少等的影响，建筑行业新签合同金额增速下滑 13.24pp。

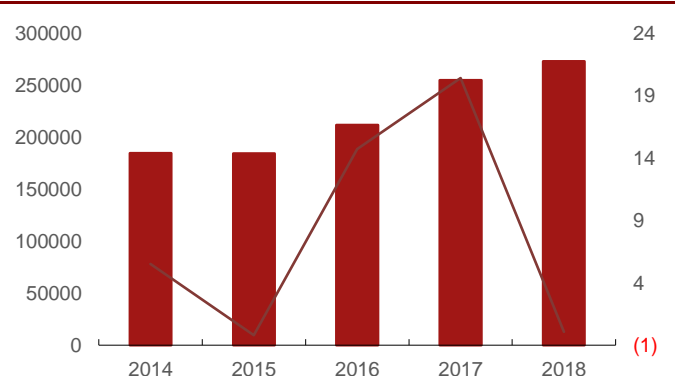
2017 和 2018 年工程勘察设计行业完成合同总额分别为 41620.7 亿元和 50352.7 亿元，同比增速分别为 105.70%，20.98%，与建筑业新签合同金额增速变化类似。分业务来看可以发现，完成合同金额主要是由工程总承包业务拉动的，过去两年工程总承包业务完成合同金额分别为 34258.3 亿元和 41585.9 亿元，同比增速分别为 147.24%和 21.39%。

图 8：14-18 年工程勘察设计行业完成合同金额



资料来源：住建部，招商证券 单位：亿元

图 9：14-18 年建筑行业新签合同金额

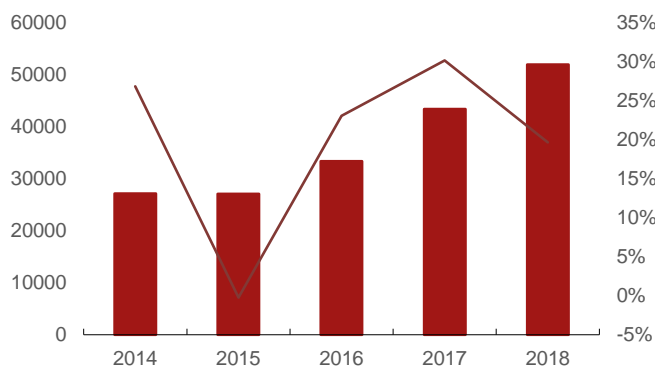


资料来源：wind，招商证券 单位：亿元

从行业整体水平来看，2018 年工程勘察设计行业实现营收 51915.2 亿元，实现净利润

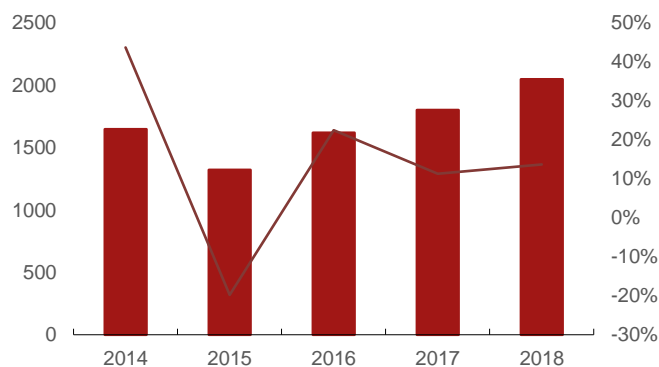
2045.4 亿元。16-18 年，行业营收增速分别为 23.7%、30.16%和 19.64%，业绩增长稳健；净利润增速分别为 22.45%、11.26%、13.69%，净利润稳定增长。

图 10: 2018 年行业实现营收 51915.2 亿元



资料来源: wind, 招商证券 单位: 亿元

图 11: 2018 年行业实现净利润 2045.4 亿元



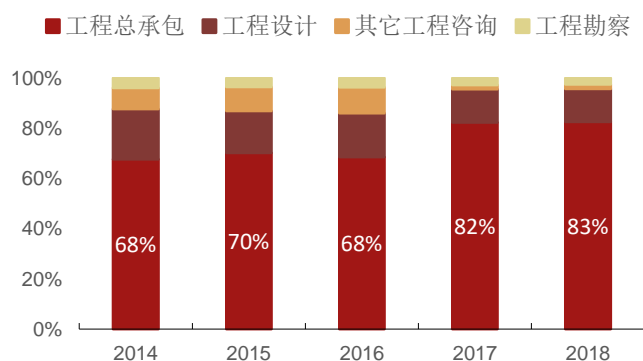
资料来源: wind, 招商证券 单位: 亿元

工程勘察设计企业的业务主要分为工程总承包、工程设计、工程勘察和其它工程咨询业务。国内工程设计企业正逐渐向业务纵向延伸，覆盖设计、采购、施工、运营等业务，依靠设计带动施工，在产业链上纵向拓展有助提升设计产业附加值，释放市场需求空间，实现效益最大化。

从完成合同金额来看，总承包业务占比不断提高，由 2016 年的 68% 上升至 83%。17-18 年工程总承包业务完成合同金额分别为 34258.3 亿元和 41585.9 亿元，同比增速分别为 147.24% 和 21.39%，占完成合同总金额的 82 和 83%。

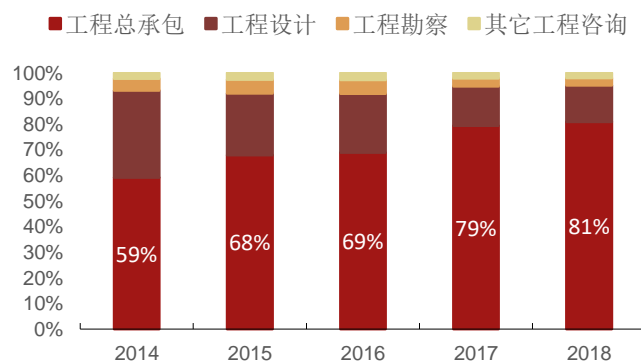
从各业务营收来看，总承包业务营收比重也是不断提高，由 2014 年的 59% 上升至 81%。17-18 年总承包业务分别实现营收 20807 亿元和 26046.1 亿元，同比增长 92.93% 和 25.18%。

图 12: 14-18 年行业内各业务完成合同金额占比



资料来源: 住建部、招商证券

图 13: 14-18 年行业内各业务营收占比



资料来源: 住建部、招商证券



### 三、战略布局放眼全国，紧跟政策关注市场机会

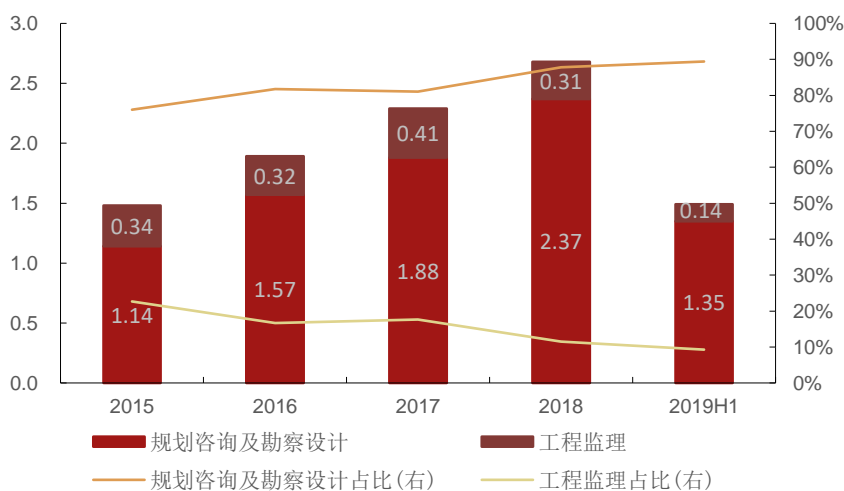
#### 1、主营业务结构稳定，紧跟政策推进一体化

近年来，国家多次发文关注建筑业发展，提出推广工程总承包业务和 PPP 项目，借此进一步推广投融资模式的创新发展。且基建投资作为稳增长的主要手段，搭配补短板的方向，充分体现出本轮基建投资有效性。我们认为交通工程设计咨询服务行业仍将保持较快的增长趋势，市政工程设计咨询服务行业发展潜力巨大。

响应国家政策要求，公司的主营业务由传统的勘察设计、咨询业务向覆盖工程建设产业链全过程总承包项目升级，进一步拓展公司的业务链长度。同时，公司积极探索新的业务方向，积极拓展智慧城市、海绵城市、特色小镇、城市综合管廊、装配式建筑、水利、环保、桥梁检测等领域，寻找适合开展 PPP 和 EPC 业务的市场环境。

2019 年上半年，公司规划咨询及勘察设计收入为 1.35 亿元，占总收入的 89.76%，再创新高；工程监理收入为 0.14 亿元，占总收入的 8.98%；项目管理收入为 0.02 亿元，占总收入的 1.25%。

图 14：规划咨询及勘察设计收入占比不断提高，达到 89.40%



资料来源：wind，招商证券 单位：亿元

#### 2、积极开拓全国市场，投资浙江科欣及雄安保通

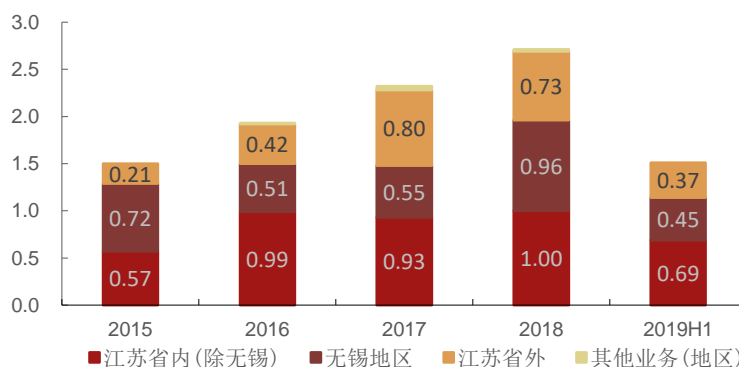
在积极发展主营业务的基础上，为应对公司收入来源单一的发展瓶颈，公司不断开拓新的市场。公司在 2010 年就提出了“立足江苏，面向全国，走向国际”的发展战略，在稳固无锡市场、拓展江苏市场的同时，逐步将公司业务延伸至全国范围。公司目前拥有 10 家控股子公司，4 家参股公司，涉及江苏安徽、福建、甘肃、广东、湖南、江西、辽宁、宁夏、山东、山西、云南、浙江河北、上海等多省市场。

当前经济形势下，国家多次强调区域性发展，“长江经济带”作为国家发展战略逐步推进，京津冀协同发展，雄安新区建设给工程咨询行业带来新的发展机遇。公司抓住政策时机，按照“内生与外延并举”的总体思路，投资浙江科欣和雄安保通。

18年11月通过自有资金2880万元以股权转让和增资的方式投资浙江科欣工程设计咨询公司，投资完成后持有浙江科欣25%的股权；19年6月与保定市保通公路勘测设计有限责任公司共同出资设立河北雄安中设保通工程咨询有限公司，注册资本为500万元，参与国家“京津冀”协同发展，服务雄安新区建设等重大发展战略

近三年来，公司在“走出去”发展战略的指引下，省外业务拓展显著。2016年开拓了省外市场，来自省外收入占比为21.76%，2017年达到36.21%。截至2019年上半年，公司江苏省内（不含无锡）、无锡和江苏省外收入分别为0.69、0.45和0.37亿元，占总营收的45.70%、29.80%和24.50%。

图 15：积极布局全国业务，省外营收占比提高



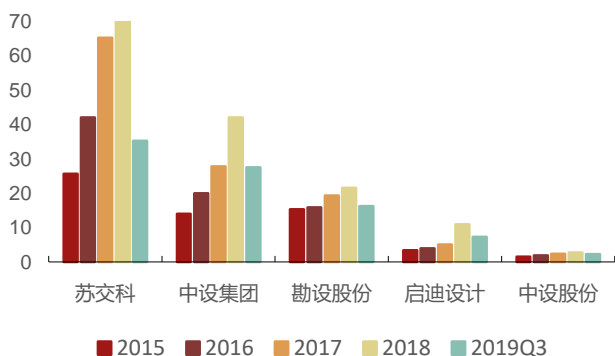
资料来源：wind，招商证券 单位：亿元

## 四、净利润增长稳健，现金流边际改善

### 1、剔除股权激励费用影响，净利润增长稳健

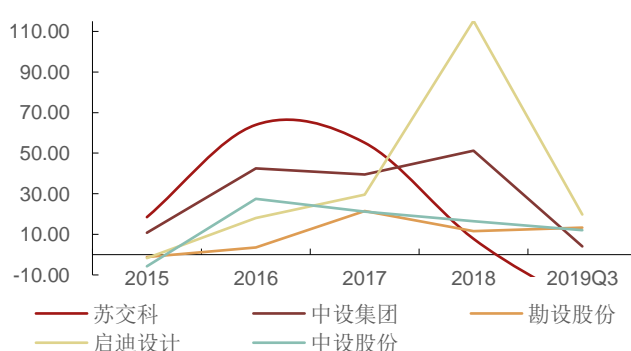
19年前三季度，公司实现营收2.21亿元，公司营收同比增长12.04%，较去年同期下降6.64pp，营收增速呈现趋势性下滑。

图 16：19Q1-3 实现 2.21 亿元营收



资料来源：wind，招商证券 单位：亿元

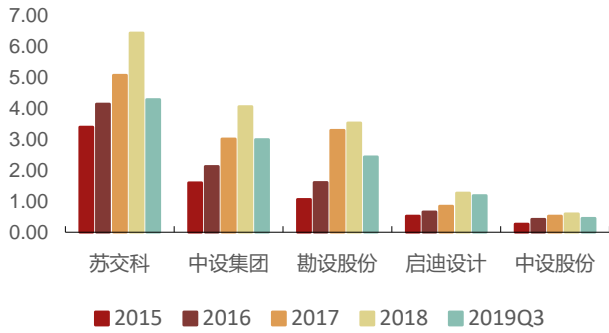
图 17：营收增速呈现下滑趋势



资料来源：wind，招商证券

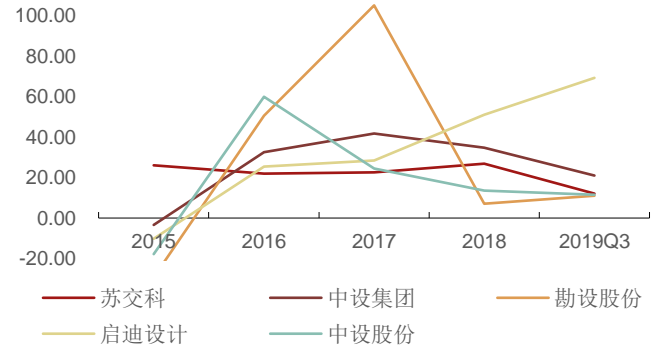
19年前三季度，公司实现净利润0.45亿元，同比增长11.57%，较去年同期下降3.50pp，增速下滑趋势同样十分明显，但降幅较之前有所缩窄，除启迪设计增速达69.31%外，公司净利润增速与勘设股份和苏交科基本持平。

图 18: 19Q1-3 实现 0.45 亿元净利润



资料来源: wind, 招商证券 单位: 亿元

图 19: 净利润增速下滑, 降幅有所缩窄

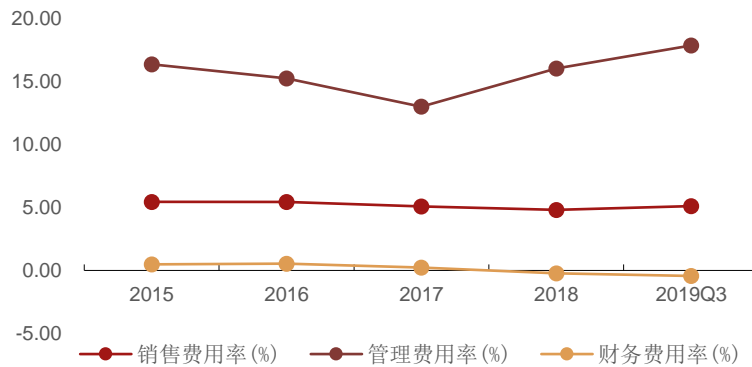


资料来源: wind, 招商证券

从费用率来看, 公司管理费用率自 2017 年上市以来出现了较为明显的上涨, 18 年较 17 年上涨 3.03pp, 19 年上半年管理费用率达到过去五年的最大值, 为 17.84%; 公司的财务费用率和销售费用率较为平稳。

管理费用率上升主要是由于股权激励费用的支出, 其中 2018 年支出股权激励费用 437.88 万元, 剔除股权激励费用后归属于上市公司股东的净利润较上年同期增长 24.70%; 2019 年前三季度支出股权激励费用 462.53 万元, 剔除股权激励费用后归属于上市公司股东的净利润较上年同期增长 19.30%。因此剔除股权激励费用后, 公司净利润增速保持 20% 左右增速, 增长十分稳健。

图 20: 受股权激励费用影响, 管理费用率明显升高

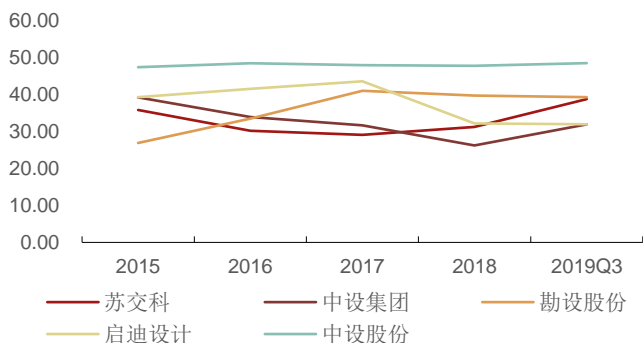


资料来源: wind, 招商证券

## 2、毛利率保持稳定, 盈利能力有保障

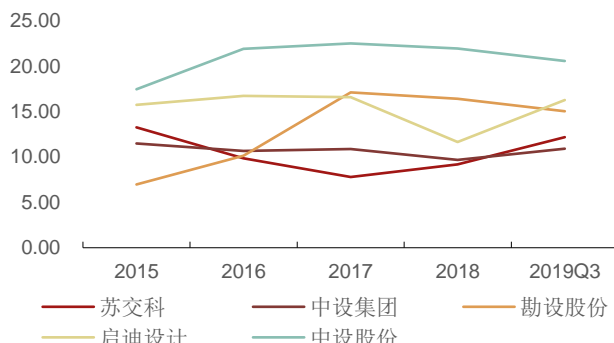
2019 年前三季度, 公司毛利率为 48.49%, 处于行业较高水平, 稳中有增, 表现较亮眼; 公司净利率为 20.56%, 较去年同期小幅下滑 0.09pp。

图 21: 19Q1-3 毛利率为 48.49%



资料来源: wind, 招商证券

图 22: 19Q1-3 净利率为 20.56%, 有小幅下滑趋势

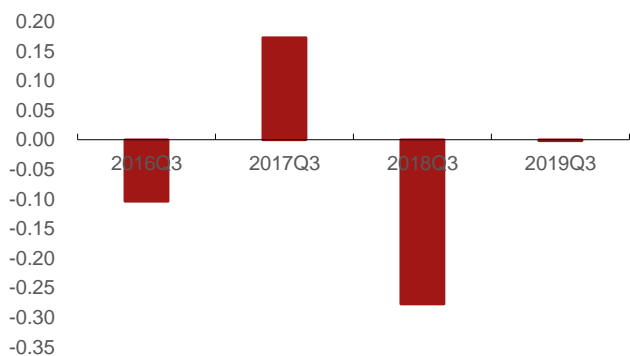


资料来源: wind, 招商证券

### 3、回款情况转好, 现金流边际改善

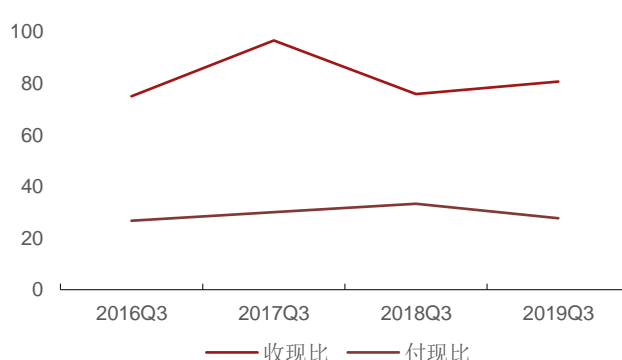
公司 19 年前三季度经营活动现金流量净额约为-20 万, 较去年同期-2778.47 万元明显改善。从回款情况来看, 公司 19Q3 收现比为 80.67%, 同比上涨 4.83pp, 付现比为 27.65%, 下降 5.67pp, 公司回款情况有所转好。

图 23: 2019Q3 现金流边际改善



资料来源: wind, 招商证券 单位: 亿元

图 24: 2019Q3 收现比与付现比差额增大 10.5pp



资料来源: wind, 招商证券

## 四、投资建议

公司深耕江苏省内工程咨询和勘察设计市场, 近三年来积极开拓省外市场, 并战略布局全国市场, 成果较为显著。目前, 公司净利润稳健增长, 盈利能力稳中有增。另外, 公司在改善内部治理的基础上, 配合国家政策推进一体化总承包业务和其他新型业务, 多措并举, 预计未来业绩会稳健增长。我们预计公司 19、20 年 EPS 为 0.77 与 0.93 亿元, PE 为 27.0 与 22.3, 首次覆盖, 给予“审慎推荐”评级。

表 3: 公司盈利预测

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	270	311	360	423
同比增长	16%	15%	16%	18%

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业利润(百万元)	68	81	98	114
同比增长	14%	18%	22%	16%
净利润(百万元)	57	67	81	94
同比增长	16%	17%	21%	16%
每股收益(元)	0.66	0.77	0.93	1.08
P/E(倍)	31.7	27.0	22.3	19.2
P/B(倍)	4.2	3.7	3.2	2.8

资料来源：wind、招商证券

## 五、风险提示

- 1、基建投资不及预期：公司主营业务系基建产业链，若基建投资不及预期，直接影响公司业绩增长。
- 2、省外业务拓展不及预期：公司主要业务收入来自江苏省内，并加快了省外业务的开拓，但行业本身具有一定区域壁垒，所以省外业务存在拓展不及预期的风险。
- 3、坏账损失的风险：行业应收账款较高，存在坏账风险。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	406	442	552	641	729
现金	113	131	269	313	343
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	3	5	6	6	8
应收款项	208	295	264	306	360
其它应收款	10	9	10	12	14
存货	0	0	0	0	0
其他	71	2	2	3	3
<b>非流动资产</b>	44	79	79	79	79
长期股权投资	0	30	30	30	30
固定资产	20	22	23	24	25
无形资产	11	11	10	9	8
其他	13	16	16	16	16
<b>资产总计</b>	<b>449</b>	<b>521</b>	<b>631</b>	<b>720</b>	<b>808</b>
<b>流动负债</b>	55	78	127	145	151
短期借款	0	0	45	60	62
应付账款	15	13	15	17	20
预收账款	9	6	7	8	10
其他	30	59	59	59	59
<b>长期负债</b>	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
<b>负债合计</b>	<b>55</b>	<b>78</b>	<b>127</b>	<b>145</b>	<b>151</b>
股本	53	87	87	87	87
资本公积金	205	176	176	176	176
留存收益	122	168	227	295	372
少数股东权益	14	11	14	18	22
归属于母公司所有者权益	380	431	490	557	635
<b>负债及权益合计</b>	<b>449</b>	<b>521</b>	<b>631</b>	<b>720</b>	<b>808</b>

现金流量表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	17	(32)	99	42	43
净利润	49	57	67	81	94
折旧摊销	3	4	4	4	4
财务费用	1	0	(0)	1	1
投资收益	(0)	(5)	(7)	(7)	(7)
营运资金变动	(38)	(88)	44	(44)	(57)
其它	2	1	(9)	7	8
<b>投资活动现金流</b>	(73)	48	2	2	2
资本支出	(3)	(8)	(5)	(5)	(5)
其他投资	(70)	56	7	7	7
<b>筹资活动现金流</b>	150	2	37	1	(15)
借款变动	(26)	6	45	15	2
普通股增加	13	33	0	0	0
资本公积增加	164	(28)	0	0	0
股利分配	0	(10)	(8)	(13)	(16)
其他	(1)	1	0	(1)	(1)
<b>现金净增加额</b>	<b>94</b>	<b>18</b>	<b>138</b>	<b>44</b>	<b>30</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	232	270	311	360	423
营业成本	121	141	165	188	222
营业税金及附加	2	2	2	3	3
营业费用	12	13	15	17	20
管理费用	30	29	34	39	46
研发费用	0	14	16	19	22
财务费用	1	(1)	(0)	1	1
资产减值损失	8	10	5	3	2
公允价值变动	0	0	0	0	0
<b>投资收益</b>	1	7	7	7	7
营业利润	60	68	81	98	114
营业外收入	2	1	1	1	1
<b>营业外支出</b>	0	0	0	0	0
利润总额	62	69	82	99	115
所得税	10	10	12	15	18
净利润	52	59	70	84	98
<b>少数股东损益</b>	3	2	3	4	4
<b>归属于母公司净</b>	<b>49</b>	<b>57</b>	<b>67</b>	<b>81</b>	<b>94</b>

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>年成长率</b>					
营业收入	21%	16%	15%	16%	18%
营业利润	32%	14%	18%	22%	16%
净利润	21%	16%	17%	21%	16%
<b>获利能力</b>					
毛利率	47.9%	47.7%	47.1%	47.8%	47.6%
净利率	21.1%	21.0%	21.5%	22.4%	22.1%
ROE	12.9%	13.2%	13.6%	14.5%	14.8%
ROIC	12.9%	12.8%	12.3%	13.1%	13.4%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	12.3%	15.1%	20.1%	20.1%	18.7%
净负债比率	0.0%	0.0%	7.1%	8.3%	7.7%
流动比率	7.4	5.6	4.4	4.4	4.8
速动比率	7.4	5.6	4.4	4.4	4.8
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
存货周转率					
应收帐款周转率	1.2	1.1	1.1	1.2	1.2
应付帐款周转率	7.0	9.9	11.7	11.6	11.8
<b>每股资料 (元)</b>					
EPS	0.92	0.66	0.77	0.93	1.08
每股经营现金	0.31	-0.37	1.14	0.48	0.50
每股净资产	7.13	4.97	5.66	6.43	7.33
每股股利	0.18	0.09	0.15	0.19	0.32
<b>估值比率</b>					
PE	22.6	31.7	27.0	22.3	19.2
PB	2.9	4.2	3.7	3.2	2.8
EV/EBITDA	26.3	23.4	19.5	16.0	13.9

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

**郑晓刚：**毕业于英国东安吉利亚大学，经济学硕士，2017年1月加入招商证券，从事建材行业研究，2019年开始负责建筑与建材行业。

**于泽群：**华东师范大学金融学硕士，2018年5月加入招商证券，从事建筑工程行业研究，2019年开始从事建材行业研究。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。