

全面转型助力盈利提升，有望优先受益西部城镇化建设

■**事项:**公司发布2019年中报,实现营业收入9.29亿元,同比增长4.35%(追溯调整后);实现归属于上市公司股东的净利润1.83亿元,同比增长45.08%(追溯调整后);实现基本EPS 0.48元。

■**资产整合全部完成,工程咨询营收稳步增长。**公司于2018年8月完成甘肃工程咨询公司的收购整合,2019年5月完成“三毛实业”100%股权出售,毛纺业务完全剥离,公司整体转型为以勘察设计业务为核心的工程咨询集团。2019H1公司总营收增速4.35%,剔除毛纺业务后,工程咨询业务营收8.18亿元(同比+9.90%),占总营收比为88.04%。从工程咨询业务结构来看,咨询规划、勘察设计、工程监理、技术服务和其他工程业务分别实现营收1.26亿元(同比+1.53%)、3.43亿元(同比+27.38%)、1.38亿元(同比-4.37%)、1.02亿元(同比+7.27%)和1.02亿元(同比-0.63%);营收占工程营收比分别为15.51%(同比-1.34pct)、42.30%(同比+5.68pct)、17.04%(同比-2.61%)、12.62%(同比-0.35pct)和12.53%(同比-1.38pct)。前期咨询规划、勘察设计和工程监理业务为公司营收主要来源,其中勘察设计业务占比提升。从市场结构来看,工程咨询省内业务实现营收7.45亿元(同比+11.99%),收入占比为91.05%(同比+1.70个pct);省外业务实现营收0.73亿元(同比-7.64%),收入占比为8.95%(同比-1.70个pct)。公司主要工程咨询业务来自省内,期内省内营收保持增长态势。期内公司实现归母净利润1.83亿元,同比增速45.08%,归母净利润同比大幅提升是由于期内“三毛实业”股权转让为公司带来了投资收益所致。扣非归母净利润为1.17亿元,同比增速2.24%。

■**业务转型助力集团盈利改善,工程咨询业务毛利率略有下滑。**报告期内,公司销售毛利率为35.96%,同比提升了22.34个pct,公司全面转型经营高毛利工程咨询业务后,集团毛利率水平明显提升。按追溯调整后口径,毛利率同比提升0.87个pct。期内工程咨询业务毛利率为38.65%(同比-0.14pct),其中前期咨询规划和勘察设计业务毛利率均有提升,分别为36.16%(同比+3.75pct)和44.71%(同比+1.91pct),工程监理和技术服务毛利率下滑较大,分别为37.8%(同比-7.43pct)和38.77%(同比-9.54pct)。期间费用方面,期内公司期间费用率为17.45%(同比-0.58个pct),其中管理费用率为14.16%(同比-1.17个pct),财务费用率为-0.26%(同比-0.57个pct),主要由于利息收入增加,销售费用率1.66%(同比-0.53个pct),研发费用率1.84%(同比+1.12个pct)。本期净利率提升了5.49个pct至19.76%,扣除非经常性收益后,主要经营业务净利率水平为12.57%(同比-0.26%),主要由于公司工程咨询

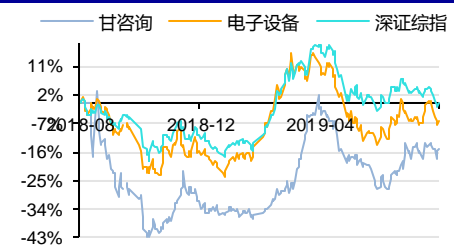
投资评级 **买入-A**
首次评级

6个月目标价: 15元
股价(2019-08-08) 11.51元

交易数据

总市值(百万元)	4,377.60
流通市值(百万元)	2,145.94
总股本(百万股)	380.33
流通股本(百万股)	186.44
12个月价格区间	7.74/13.92元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	4.65	4.63	-18.56
绝对收益	1.05	2.58	-14.55

苏多永

分析师

SAC 执业证书编号: S1450517030005
sudy@essence.com.cn
021-35082325

相关报告

毛利率略有下滑。**现金流方面**，期内公司经营活动产生的现金流量净额为-3.15 亿元，同比流出增加 50.62%，主要由于支付给职工薪酬同比增加；投资活动产生的现金流量净额为 5.53 亿元，同比流入增加 570.19%，主要由于处置毛纺业务子公司后，投资活动产生的现金流入增加。资本结构方面，报告期末公司资产负债率为 44.17%，较去年同期下降 17.55 个 pct，传统业务剥离全面助力资产负债结构改善。

■**国资控股资质齐全，拟回购股份推行股权激励**。2018 年 8 月，公司向甘肃国投发行股份购买其持有的甘肃工程咨询集团有限公司 100% 股权。甘肃工程咨询集团整合了包括省建院、水利院、城乡院、招标集团、土木院、建设监理、交通监理和乾元公司八家子公司，业务涵盖建筑、水利工程、市政工程、岩土工程等多个行业，形成包含咨询规划、勘察设计、技术服务、工程施工、工程监理等工程咨询全过程的一体化服务，是甘肃省内资质最齐全的工程咨询企业，具备工程勘察综合甲级资质、建筑、水利等行业工程设计甲级资质，可承接建筑、水利、市政、交通等多行业工程项目，本次重组有利于增强上市公司的持续经营能力和盈利能力。公司为国资背景，控股股东为甘肃国投集团，实际控制人为甘肃省国资委，7 月 29 日公司发布公告，与光大银行兰州分行签署《战略合作协议》，银行将为公司提供不少于 15 亿元的意向综合授信，公司融资能力提升，将助力后续业务顺利推进。此外，公司拟回购股份用于实施股权激励计划，回购金额在 1.79 亿元内，激励对象为公司中高层和核心骨干成员，彰显公司发展信心，全面提升员工凝聚力。

■**城镇化和“一带一路”建设空间广阔，省内设计龙头优先受益**。2018 年 3 月，国家发改委印发《兰州—西宁城市群发展规划》，目标到 2035 年，西北部地区第一座城市群兰西城市群的协同发展格局基本形成。在此背景下，甘肃、青海两省分别制定了一系列投资计划，以推动省际基础设施互联互通，完善城市群内综合运输网络。2018 年下半年《兰州—西宁城市群发展规划实施方案》、《甘肃省推进运输结构调整三年行动计划实施方案（2018—2020 年）》相继发布，力争到 2020 年，甘肃铁路营运里程达到 7200 公里，其中高速铁路里程 3000 公里以上，并在推进都市圈一体化的同时着力提升中小城市、小城镇基础设施和公共服务设施水平，释放省内基建及房建空间需求。《西部大开发“十三五”规划》提出，加快西部重大引调水工程和新建大型灌区建设，推进新型城镇化建设，加快培育重点城市群，拟建设百座特色小镇。公司作为甘肃省内工程咨询龙头企业，资质齐全，提供全产业链服务，位处“一带一路”重点区域，立足甘肃，布局青海、新疆等地区，有望优先受益于西北城镇化建设和“一带一路”带来的基础设施与房屋建设空间。

■**投资建议**：我们预计公司 2019 年-2021 年的营收分别为 19.63 亿元、21.58 亿元和 23.55 亿元，同比增速分别为-7.2%、9.9%、9.1%；净利润分别为 2.70 亿元、2.99 亿元和 3.28 亿元，同比增速分别为 13.9%、10.5%、9.9%；EPS 分别为 0.71 元、0.79 元和 0.86 元，动态 PE 分别为 16.2 倍、14.6 倍和 13.3 倍，PB 分别为 2.1 倍、1.9 倍、1.倍。我们看好公司在西

部建设背景下率先受益基建、房建市场的前端地位和业绩增速及未来工程咨询行业投资占比的提升。给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 15 元，相当于 2019 年 21.1 倍的预期市盈率估值。

■风险提示：宏观经济大幅波动风险；基建投资下滑；人员流失；行业竞争加剧风险等。

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	279.6	2,114.6	1,963.0	2,157.9	2,354.5
净利润	79.3	237.3	270.4	298.8	328.4
每股收益(元)	0.21	0.62	0.71	0.79	0.86
每股净资产(元)	0.78	4.34	5.58	6.11	6.98

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	55.2	18.4	16.2	14.6	13.3
市净率(倍)	14.7	2.7	2.1	1.9	1.6
净利润率	28.3%	11.2%	13.8%	13.8%	13.9%
净资产收益率	26.6%	14.4%	12.7%	12.9%	12.4%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	12.0%	50.6%	-848.8%	1376.2%	308.0%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	279.6	2,114.6	1,963.0	2,157.9	2,354.5	成长性					
减:营业成本	238.3	1,481.2	1,318.5	1,447.2	1,576.9	营业收入增长率	12.3%	656.3%	-7.2%	9.9%	9.1%
营业税费	3.1	21.1	29.4	32.4	35.3	营业利润增长率	-157.0%	624.5%	6.0%	11.0%	10.2%
销售费用	19.6	13.9	29.4	32.4	35.3	净利润增长率	503.1%	199.5%	13.9%	10.5%	9.9%
管理费用	37.1	317.2	294.4	328.0	357.9	EBITDA 增长率	-80.2%	-11266.5	-11.1%	7.5%	8.0%
财务费用	15.1	-3.1	-28.1	-36.3	-41.5	EBIT 增长率	-42.7%	-1436.5	-2.9%	9.2%	9.7%
资产减值损失	4.4	-6.8	4.0	4.0	4.0	NOPLAT 增长率	-244.5%	307.5%	6.8%	9.2%	9.7%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-3.6%	-106.4%	-167.3%	390.4%	35.5%
投资和汇兑收益	0.4	12.7	5.0	5.0	5.0	净资产增长率	36.2%	457.4%	28.5%	9.6%	14.2%
营业利润	41.7	302.2	320.2	355.3	391.6	利润率					
加:营业外净收支	37.5	6.2	2.4	2.2	1.3	毛利率	14.8%	30.0%	32.8%	32.9%	33.0%
利润总额	79.3	308.4	322.6	357.6	392.9	营业利润率	14.9%	14.3%	16.3%	16.5%	16.6%
减:所得税	-	69.7	49.7	55.1	60.5	净利润率	28.3%	11.2%	13.8%	13.8%	13.9%
净利润	79.3	237.3	270.4	298.8	328.4	EBITDA/营业收入	-1.3%	19.1%	18.3%	17.9%	17.7%
						EBIT/营业收入	-8.1%	14.2%	14.9%	14.8%	14.9%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	501	125	193	167	146
货币资金	17.7	1,753.2	1,703.2	1,928.4	2,224.8	流动营业资本周转天数	-1	-109	-245	-216	-179
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	258	243	511	476	495
应收账款	57.2	709.6	1,035.3	703.0	1,259.1	应收账款周转天数	66	65	160	145	150
应收票据	6.9	29.9	6.6	8.0	8.0	存货周转天数	137	22	24	20	20
预付账款	0.3	1.6	27.7	4.5	30.5	总资产周转天数	871	424	831	764	742
存货	107.5	145.7	110.7	130.5	132.3	投资资本周转天数	600	36	-1	10	17
其他流动资产	5.1	21.7	22.8	23.9	25.1	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	200.0	103.1	103.3	ROE	26.6%	14.4%	12.7%	12.9%	12.4%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	12.5%	5.5%	5.8%	6.8%	6.3%
长期股权投资	15.5	73.9	73.9	73.9	73.9	ROIC	12.0%	50.6%	-848.8%	1376.2%	308.0%
投资性房地产	-	177.0	177.0	177.0	177.0	费用率					
固定资产	390.1	1,077.8	1,027.9	977.9	927.9	销售费用率	7.0%	0.7%	1.5%	1.5%	1.5%
在建工程	-	12.7	12.7	12.7	12.7	管理费用率	13.3%	15.0%	15.0%	15.2%	15.2%
无形资产	34.7	302.3	284.6	267.0	249.4	财务费用率	5.4%	-0.1%	-1.4%	-1.7%	-1.8%
其他非流动资产	0.1	35.4	35.7	36.3	38.1	三费/营业收入	25.7%	15.5%	15.1%	15.0%	14.9%
资产总额	635.1	4,340.6	4,718.0	4,446.2	5,262.3	偿债能力					
短期债务	77.0	205.9	-	-	-	资产负债率	53.1%	61.7%	54.7%	47.3%	49.2%
应付账款	111.7	1,197.5	1,731.3	1,008.2	1,620.0	负债权益比	113.0%	161.3%	120.9%	89.9%	96.8%
应付票据	1.8	-	-	-	-	流动比率	0.85	1.08	1.13	1.34	1.43
其他流动负债	38.2	1,060.6	836.0	1,081.9	954.1	速动比率	0.38	1.02	1.09	1.28	1.38
长期借款	100.0	28.0	-	-	-	利息保障倍数	-1.49	-95.52	-10.41	-8.78	-8.43
其他非流动负债	8.3	187.1	15.2	15.1	14.6	分红指标					
负债总额	337.0	2,679.2	2,582.6	2,105.3	2,588.7	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	-	10.3	12.6	16.2	20.2	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	186.4	380.3	380.3	380.3	380.3	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	111.6	1,272.1	1,742.5	1,944.4	2,273.0						
股东权益	298.1	1,661.4	2,135.4	2,341.0	2,673.5						

现金流量表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E	业绩和估值指标					
净利润	79.3	238.7	270.4	298.8	328.4	EPS(元)	0.21	0.62	0.71	0.79	0.86
加:折旧和摊销	19.1	105.1	67.6	67.6	67.6	BVPS(元)	0.78	4.34	5.58	6.11	6.98
资产减值准备	4.4	-6.8	4.0	4.0	4.0	PE(X)	55.2	18.4	16.2	14.6	13.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	14.7	2.7	2.1	1.9	1.6
财务费用	15.8	10.7	-28.1	-36.3	-41.5	P/FCF	-162.4	5.3	-82.0	19.7	14.9
投资损失	-0.4	-12.7	-5.0	-5.0	-5.0	P/S	15.7	2.1	2.2	2.0	1.9
少数股东损益	-	1.4	2.5	3.7	4.0	EV/EBITDA	-761.6	4.0	6.3	5.6	4.4
营运资金的变动	-76.5	635.5	-120.6	-148.7	-107.5	CAGR(%)	56.3%	11.7%	174.9%	56.3%	11.7%
经营活动产生现金流量	12.9	217.6	190.8	184.0	249.9	PEG	1.0	1.6	0.1	0.3	1.1
投资活动产生现金流量	131.6	-139.9	-195.0	101.9	4.8	ROIC/WACC	1.1	4.8	-80.8	131.1	29.3
融资活动产生现金流量	-171.7	44.2	-45.8	-60.7	41.7	REP	5.3	-11.5	-1.4	0.2	0.5

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

苏多永声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	袁进	010-83321345	yuanjin@essence.com.cn
	深圳联系人	胡珍	0755-82528441
范洪群		0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
聂欣		0755-23919631	niexin1@essence.com.cn
杨萍		13723434033	yangping1@essence.com.cn
巢莫雯		0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
黄秋琪		0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
王红彦		0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
黎欢		0755-23984253	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034