

2021年05月18日

地铁设计 (003013.SZ)

## 技术领先护城河深厚，城轨设计稀缺标的发展可期

■城轨交通设计优质国企，实力强劲全国布局成长迅速。公司为城市轨道交通设计领域优质龙头，由广州地铁集团控股，前身为成立于1993年的广州地下铁道设计院，2018年完成股份制变更，2020年上市，为第一家在A股上市的城轨设计公司，拥有工程勘察和设计双甲级资质，主要从事城市轨道交通领域的勘察设计咨询业务。轨道交通设计复杂性和专业性较高，有较高的技术、资质和市场准入壁垒，公司技术实力强劲，项目经验丰富，截至2020年末，已承接超过100条城市轨道交通线路的总体总包设计、设计总承包和工程咨询项目。公司成长迅速，2020年实现营业收入18.70亿元，同比增长13.73%，2016-2020年营收CAGR达13.935%，其中勘察设计业务营收占比在80%以上。公司2020年实现归母净利润2.86亿元，2016-2020年CAGR为18.98%。2016、2017、2019年，在全国中标新建轨道交通设计总体总包项目线路市占率达16.40%，公司立足广州，全国布局，广东省外及海外营收规模稳健增长，2016-2020年，占总营收的比重由42.01%提升至48.20%。

■盈利能力位居设计板块前列，现金流好转资金充足。公司盈利水平较高且呈提升趋势，2018年-2020年公司归母净利润同比增速均高出同期营业收入增速水平，轨道交通设计公司2016-2020年毛利率水平均维持在30%以上，期间费用率由17.88%降至13.82%，净利率由2016年的13.03%提升至2020年的15.51%，2020年公司ROE水平为22.42%，轨道交通设计的专业性、技术壁垒、收费标准及设计内容等和其他类型设计板块存在较大差异，净利率和ROE均高出交通设计板块及建筑设计板块整体水平，位居设计板块前列。2018-2020年公司经营性净现金流持续回正，分别为5.46亿元、1.27亿元和2.78亿元，公司在手现金充足，2016-2020年末货币资金从9.38亿元增加至13.76亿元，占总资产比例一直维持在30%以上。

■城轨交通建设需求广阔，高壁垒轨交设计行业优先受益。随着我国城镇化率的不断提升和城市群建设的推进，城市轨道交通建设作为新型基建类型，投资规模迅速提升，成为基建投资新的增长点。《交通强国建设纲要》以及《国家综合立体交通网规划纲要》均对城市轨道交通建设目标作出要求，多地轨道交通新增和调整规划获批复，2020年末内地在建线路可研批复投资金额达45289.3亿元。轨道交通设计行业技术壁垒较高，项目周期长，为高附加值环节，收费水平高于常规交通和房建设计行业，人均产值远高出其他设计板块，同时行业竞争格局清晰，体现出极高的集中度，公司在技术水平、人才配备、项目经验

## 公司深度分析

证券研究报告

投资评级 买入-A

首次评级

6个月目标价: 26.4元  
 股价(2021-05-17) 20.27元

### 交易数据

总市值(百万元)	8,108.20
流通市值(百万元)	811.00
总股本(百万股)	400.01
流通股本(百万股)	40.01
12个月价格区间	17.50/27.60元

### 股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-11.54	22.28	-25.76
绝对收益	-9.1	14.71	

苏多永

分析师

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

### 相关报告

等多方面均具有极强的先发优势，未来随各地城轨建设项目有望持续增加，市场空间释放可期，优质轨交设计龙头有望优先受益。

■ **控股股东项目充足，业务拓展成效显著。**公司控股股东为广州地铁集团，为国内产业链最完整的综合性轨道交通企业之一，主要负责广州城市轨道交通的投融资、工程建设、运营管理和沿线房地产、商业等开发运营，2020 年末运营的轨道交通总里程将达到 676.5 公里，正同步推进 11 条（段）、292 公里地铁新线建设，统筹负责 27 个国铁、城际、综合交通枢纽、市政道路项目投资建设，公司作为集团旗下优质城市轨道交通设计单位，在项目资源渠道上具备明显优势。公司以轨道交通为核心，横向拓展业务维度，积极参与以轨道交通站点为核心的综合体开发项目，业务拓展至建筑和市政设计等多个领域，承接多个项目，并延伸业务链长度，布局人防工程总承包，持续打造新的业务增长点，综合实力不断提升。

■ **投资建议：**公司为城市轨道交通设计领域优质龙头，具备勘察设计行业双甲级最高资质，重大复杂项目经验充足，技术竞争力显著，控股股东项目充足，公司项目资源渠道优势显著，在手订单充足，业绩确定性强，盈利能力和人均创收高出设计公司整体水平，横向建筑和市政业务拓展有效，未来受益于全国轨道交通市场需求释放，市场份额有望持续提升，我们看好公司未来的成长空间，预计公司 2021-2023 年实现营收 21.65 亿元、24.98 亿元和 28.71 亿元，分别同比增长 15.7%、15.4%和 15.0%；实现净利润 3.30 亿元、3.78 亿元和 4.28 亿元，分别同比增长 15.1%、14.6%和 13.3%；EPS 分别为 0.82 元、0.94 元和 1.07 元，动态 PE 分别为 24.6 倍、21.5 倍和 18.9 倍，PB 分别为 3.8 倍、3.2 倍、2.7 倍，首次覆盖给与“买入-A”评级，目标价 26.4 元。

■ **风险提示：**宏观经济大幅波动；疫情控制不及预期；政策推进不及预期；固定投资下滑；人员流失；行业竞争加剧风险等。

(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	1,644.5	1,870.3	2,164.6	2,498.0	2,871.4
净利润	236.6	286.5	329.7	377.7	428.0
每股收益(元)	0.59	0.72	0.82	0.94	1.07
每股净资产(元)	2.72	4.57	5.39	6.34	7.41

盈利和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
市盈率(倍)	34.3	28.3	24.6	21.5	18.9
市净率(倍)	7.4	4.4	3.8	3.2	2.7
净利润率	14.4%	15.3%	15.2%	15.1%	14.9%
净资产收益率	21.7%	15.7%	15.3%	14.9%	14.4%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	-47.4%	-78.5%	96.1%	343.2%	131.9%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 内容目录

<b>1. 公司概况：城轨设计优质标的，国有控股实力强劲</b>	<b>5</b>
1.1. 行业最高级别资质，实力强劲行业地位领先	5
1.2. 国有控股股权结构集中，广州地铁为控股股东	6
1.3. 营业收入稳健增长，勘察设计占比稳定	7
<b>2. 财务分析：盈利能力位居设计前列，现金流出色资金充足</b>	<b>8</b>
2.1. 归母净利润快速增长，盈利能力位居板块前列	8
2.2. 经营现金流改善，资产负债率降低	10
<b>3. 行业分析：城轨建设市场空间广阔，行业集中度高龙头受益</b>	<b>11</b>
3.1. 交通强国建设大举推进，前端设计咨询企业优先受益	11
3.2. 城轨交通规划密集批复，城镇化建设助力需求释放	13
3.2.1. 全国城轨交通规划亮眼，轨交固定投资值得期待	13
3.2.2. 广州轨道交通建设规模可期，地铁为在建主流	16
3.3. 轨交设计高壁垒高收费，行业竞争格局清晰	18
<b>4. 公司优势：大股东项目资源丰富，地域及业务拓展显成效</b>	<b>22</b>
4.1. 广州地铁资源丰富，公司拿单优势明显	22
4.2. 横向拓展提升综合实力，立足华南全国布局成效显著	24
<b>5. 公司盈利预测及投资评级</b>	<b>26</b>
5.1. 公司营收预测	26
5.2. 公司投资建议	26
<b>6. 风险提示</b>	<b>27</b>

## 图表目录

图 1：城市轨道交通设计阶段和设计内容	5
图 2：城市轨道交通规划设计流程和设计内容	5
图 3：2021Q1 末公司股权结构	7
图 4：公司 2016-2020 年营业收入及同比增速（亿元，%）	7
图 5：公司 2016-2020 年营业收入结构（亿元）	8
图 6：公司 2016-2020 年各主营业务营收占比（%）	8
图 7：2016-2020 年公司归母净利润及同比增速（亿元，%）	8
图 8：2016-2020 年总体毛利率和主营业务毛利率（%）	9
图 9：期间费用率及分项费用率（%）	9
图 10：公司 2016-2020 年净利率变化（%）	9
图 11：2016-2020 公司与其他板块净利率对比（%）	9
图 12：公司 2016-2020 年 ROE 变化（%）	10
图 13：2016-2020 公司与其他板块 ROE 对比（%）	10
图 14：2016-2020 年公司经营活动现金流及收现比（亿元，%）	10
表 15：公司资产结构（亿元，%）	11
图 16：公司 2016-2020 年资产负债率变化（%）	11
图 17：2016-2020 年公司主要负债构成占比（%）	11
图 18：2008-2021Q1 交通运输业和公共设施管理业投资增速（%）	12
图 19：2008-2021Q1 交通固定资产投资变化（亿元，%）	12

图 20: 2010-2018 年我国交通设计行业企业营收、同比及占交通固定资产投资比重 (亿元, %, %)	13
图 21: 2011-2020 年城市轨道交通运营线路数量、里程及同比增速 (亿元, %)	13
图 22: 2013-2020 年城市轨道交通客运量同比增速 (亿人次, %)	13
图 23: 2011-2020 年城市轨道交通建设投资及同比增速 (亿元, %)	14
图 24: 2012-2020 年城市轨道交通在建城市个数和长度 (个, 公里)	14
图 25: 2015-2020 年城市轨交在建线路可研批复投资额 (亿元)	15
图 26: 2021 年 1 月主要城市轨道交通轨道运营数据	16
图 27: 2020 年各城市群城轨运营里程及占比 (公里, %)	16
图 28: 2020 年城轨交通运营线路制式结构图 (公里, %)	16
图 29: 2020 年城轨交通建设规划线路制式结构图 (公里, %)	16
图 30: 2011-2019 年广东省轨道交通投资额及同比 (亿元, %)	17
图 31: 2011-2020 年广东省轨道交通运营线网长度及同比 (公里, %)	17
图 32: 2013-2019 年广州市轨道交通在建线路长度构成 (公里)	18
图 33: 2011-2019 年广州市城市轨道交通投资完成情况 (亿元, %)	18
图 34: 佛山市城市轨道交通第二期建设规划 (2021-2026 年) 示意图	18
图 35: 城市轨道交通产业链流程图	19
图 36: 城市轨道交通前期至规划设计阶段流程图	19
图 37: 轨道交通全产业链产值分布图	20
图 38: 2016-2020 年公司人均创收变化 (万元/人/年)	21
图 39: 公司与房建和交通设计板块人均创收对比 (万元/人/年)	21
图 40: 我国勘察设计行业集中度	21
图 41: 2016-2019 年轨道交通中标线路数集中度 (条, %)	22
图 42: 2016-2019 年轨道交通中标金额集中度 (万元, %)	22
图 43: 2021Q3 广州地铁集团营收构成 (亿元, %)	22
图 44: 2017-2020 年广州地铁集团资产总额变化 (亿元)	22
图 45: 广州地铁集团营收贡献及占比分析	23
图 46: TOD 模式示意图	24
图 47: 公司业务拓展示意图	24
图 48: 公司业务区域布局	25
图 49: 公司营收区域分布 (亿元, %)	25
图 50: 公司核心投资逻辑示意图	27
表 1: 公司各类业务代表项目案例	6
表 2: 2020 年发改委批复新增城轨交通建设规划	15
表 3: 2020 年发改委批复新增城轨交通建设规划单位里程投资	20
表 4: 2020 年发改委批复的部分公路项目单位里程投资	20
表 5: 广州地铁集团在建项目列表	23
表 6: 公司市政项目和交通上盖建筑项目案例	24
表 7: 公司分项业务营收预测 (万元, %)	26

## 1. 公司概况：城轨设计优质标的，国有控股实力强劲

### 1.1. 行业最高级别资质，实力强劲行业地位领先

地铁设计(003013.SZ) 全称广州地铁设计研究院股份有限公司, 为广州地铁集团控股子公司, 主营城市轨道交通行业的勘察设计业务, 同时覆盖市政、建筑、人防等领域的设计和工程总承包业务。公司前身为成立于1993年8月的广州地下铁道设计院, 2018年8月公司变更为股份有限公司, 2019年2月, 广东省国资委同意公司国有股权管理方案, 确认广州地铁集团、广东铁投、越秀集团、广州国发、广州金控所持有股份为国有法人股, 2020年10月公司于深交所上市, 为第一家在A股上市的主营城市轨道交通设计业务的公司。

图 1：城市轨道交通设计阶段和设计内容



资料来源：公司官网、公司公告，安信证券研究中心整理

公司资质优异，在工程设计领域，公司拥有工程设计最高等级资质——工程设计综合甲级资质，根据住建部数据，目前全国3万多家工程设计单位中仅有80家设计单位具有工程设计综合甲级资质，可在住建部划分的全部21个行业及8个专项范围内开展工程设计咨询业务，且规模不受限制。在工程勘察领域，公司具有工程勘察综合甲级资质，能够在多个领域开展工程勘察业务。此外，公司还拥有城乡规划编制甲级资质，是行业内为数不多的同时拥有城乡规划甲级和勘察设计综合双甲级资质的设计类企业。

公司主要提供城市轨道交通行业的勘察设计、设计总承包（承担工程项目的全部设计任务，并对全部设计文件的质量、进度、深度及完整性等负责）、总体总包业务（为工程建设项目的决策和管理提供咨询服务，组织协调所有项目参与的单位按一定技术标准和要求有序开展服务），设计类业务主要内容为城市轨道交通领域的制式规划、线路规划、区间、车辆段、车站、机电系统等细分板块的设计，此外，公司设计业务范围逐步向轨道交通行业外扩展，如建筑类和市政类项目，围绕轨道交通线路承接周边的综合开发、市政设计、地铁上盖综合体设计、地下空间规划等相关工作。

和传统路桥交通类及建筑类勘察设计公司相比，城市轨道交通设计复杂性更高，要求设计单位需基于城市经济、人口、用地、环境等多个因素的现状与未来，进行线路和站点规划布局，在设计阶段需要多个专业的支撑和互相协调，同时城轨交通设计工作和施工工作存在交叉并行开展的特点，对设计公司专业性、管理能力和综合设计能力均提出极高的要求。

图 2：城市轨道交通规划设计流程和设计内容



资料来源：公司公告、《城市快速轨道交通工程项目建设标准》，安信证券研究中心整理

公司技术实力强劲，工程业绩丰富，为国内城市轨道交通设计行业的领先企业之一，承接完成多个项目的规划、设计咨询和工程总承包业务，根据公司公告和官网，截至 2020 年末，公司已承接超 100 条城市轨道交通线路的总体总包、设计总承包和工程咨询项目，运营通车里程超过 500 公里；完成 600 多座车站、600 多个区间和 600 公里各类不同工法隧道的设计以及多个城市的线网规划、城市规划编制和地铁上盖物业开发等建筑项目，业务布局全国 40 多个城市和海外区域。

表 1：公司各类业务代表项目案例

项目类别	项目名称	项目特点
前期研究	苏州市城市轨道交通建设规划（2015 年~2020 年）	建成运营后苏州轨道交通共 7 条线路，总长 272km, 站点 217 座。
	广州市城市轨道交通第三期建设规划	，规划包括 10 条地铁新线路，总长度 258.1 公里。预计到 2023 年，广州将形成 18 条线路、总长 800 公里的轨道交通网络。
	东莞市轨道交通站场 TOD 综合开发规划编制采购项目	工作内容包括 TOD 综合开发规划、TID 概念方案建议、1 号线支线线路专题研究（线路 TOD 规划及投融资研究）
设计咨询	港珠澳大桥咨询项目	大桥全长约 55 公里，采用桥岛隧组合方案，是世界上最长的跨海大桥，也是世界建设史上技术最复杂、施工难度最高、工程规模最庞大的桥梁。
车站设计	深圳市城市轨道交通 2 号线——湖贝站	车站两端盾构吊出采用金属支架代替结构中板，缩短施工工期。
	南京地铁机场线——禄口机场站	站位现状为空地，西面为拟建停机坪，东面为拟建停车库及拟建 T2 航站楼，北面为机场现状建筑，无控制性管线。
	广州市珠江新城旅客自动输送系统——天河南一路站、林和西站、赤岗塔站	全线共设 9 座车站，其中天河南一路站、林和西站、赤岗塔站为单建车站，车站方案结合周边环境因地制宜，各具特色。
区间设计	盾构隧道	代表工程：1) 广州地铁二、八号线南洲—东晓南区间；2) 广州市轨道交通三号线沥滘—厦滘区间；3) 广州珠江新城旅客自动输送系统 (APM) 区间
	矿山法区间（暗挖隧道、特殊断面）	代表工程：1) 广州三号线客村—大塘区间暗挖段；2) 广州五号线淘金—区庄区间
	明挖隧道	代表工程：1) 广州三号线厦滘—大石区间、出入段线；2) 广州四号线新造—石碁区间
系统设计	城市轨道交通工程信号系统	代表作品：广州市珠江新城旅客自动输送系统信号系统
	城市轨道交通工程通信系统	代表作品：广州市珠江新城旅客自动输送系统通信系统
	城市轨道交通工程控制中心工艺设计	代表作品：1) 大石区域控制中心工艺设计；2) 公园前控制中心工艺设计
总包设计	珠江三角洲城际快速轨道交通广州至佛山段工程	获奖信息：广州市优秀设计一等奖；广东省优秀咨询一等奖
	广州市轨道交通五号线工程	获奖信息：广州市优秀设计大奖和一等奖；广东省优秀设计一等奖；全国优秀设计行业类二等奖
	广州市海珠环岛新型有轨电车试验段工程	广州市第一条有轨电车系统，以电力为主要动力，无废气排出，特别适合老人和儿童出行。
市政项目设计	广州新广从路快速化改造工程	广州市北部地区的一条重要交通走廊，衔接中心城区、白云区和从化市内多个组团。
	南宁市滨湖北路延长线（长湖路—贤宾路）工程——竹排冲大桥	为体现竹排冲改造工程以及周边环境的整体景观要求，设计采用了造型优美的 V 形斜腿刚构拱桥。
	广州市增槎路跨线桥工程	本工程桥梁规模大、结构复杂，有跨河连续梁和跨路的连续弯梁主线桥，也有大跨度连续刚构和小半径连续弯梁匝道桥，设计难度较高。
民用建筑设计	佛山市南海区地铁金融城	项目总用地面积为 45131m <sup>2</sup> , 总建筑面积为 358669m <sup>2</sup> , 总建筑高度 169.26m。
	江门珠西综合交通枢纽	主体面积初步规划建设 4 万平方米，总建筑面积约 17 万平方米，总投资 27.87 亿元。
工程总承包	深圳轨道交通九号线勘察设计总承包	线路全长约 25.25km, 设站 22 座，其中换乘站 10 座，设侨城东车辆段和笔架山停车场。
	城市轨道交通系统安全与运维保障国家工程实验室	改造后作为广州地铁城市轨道交通系统安全与运维保障国家工程实验室办公及实验场地，总建筑面积 5500m <sup>2</sup> 。

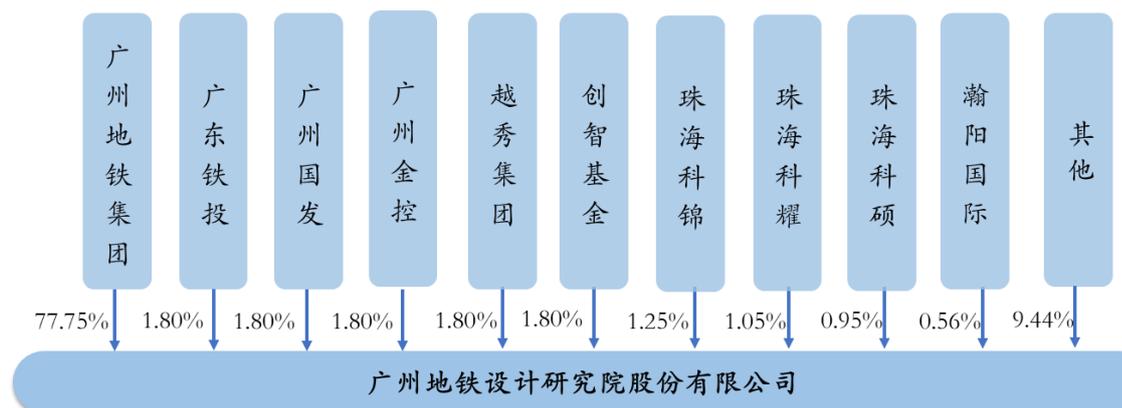
资料来源：公司官网，安信证券研究中心

## 1.2. 国有控股股权结构集中，广州地铁为控股股东

公司由设计院变更为股份有限公司后，2019 年 2 月实施国有股权管理方案，确认广州地铁集团、广州铁路建设投资集团有限公司、广州越秀集团股份有限公司、广州国资发展控股

有限公司、广州金融控股集团有限公司所持有股份性质为国有法人股。公司为国有控股型企业，截至 2021Q1 末，公司控股股东为广州地铁集团有限公司，是广州市政府国有独资企业，目前持有公司 77.75% 的股份。广州市人民政府持有广州地铁集团 100% 股权，广州市国资委代表广州市人民政府履行出资人职责，公司实控人为广州市国资委。广州国资委控股的广州越秀集团股份有限公司、广州金融控股集团有限公司、广州国资发展控股有限公司、广东省铁路建设投资集团有限公司分别持有公司 1.80% 的股份。公司前十大股东合计持有公司总股本的 90.56%，其他股东持股占比合计为 9.44%。

图 3：2021Q1 末公司股权结构

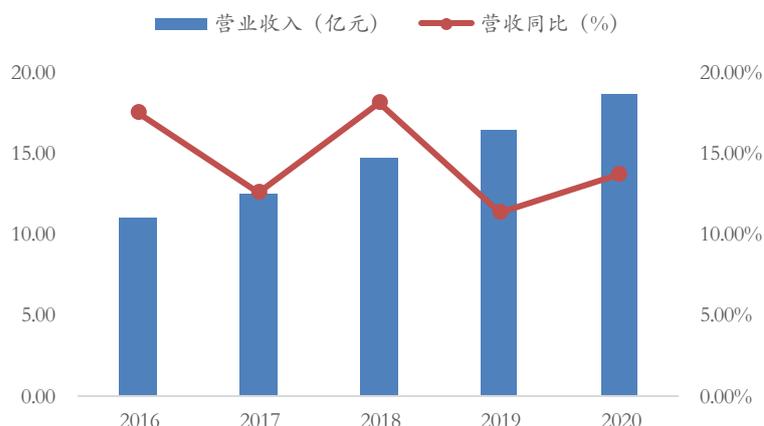


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

### 1.3. 营业收入稳健增长，勘察设计占比稳定

公司 2016-2020 年营业收入规模持续扩大，呈现稳健增长态势，CAGR 达 13.93%，各年度营收同比增速均维持两位数水平，2020 年实现营业收入 18.70 亿元，同比增长 13.73%，增速较 2019 年提升了 2.39 个百分点。

图 4：公司 2016-2020 年营业收入及同比增速（亿元，%）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

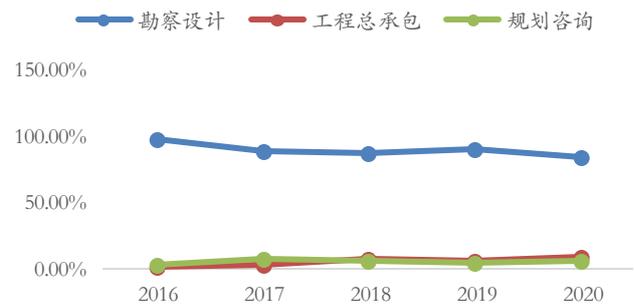
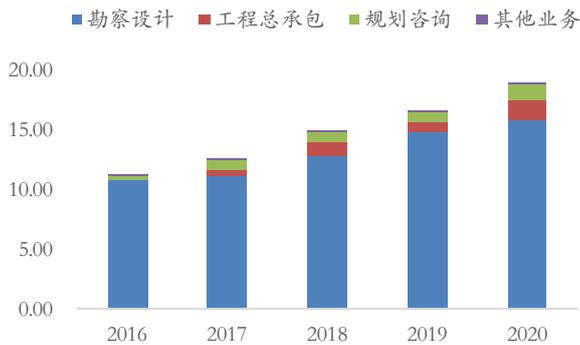
公司主要业务板块由勘察设计、规划咨询和工程总承包构成，其中勘察设计业务营收占比 2016-2020 年均超过 84%，营收规模持续增加，由 2016 年的 10.73 亿元提升至 2020 年的 15.75 亿元，CAGR 达到 10.07%，营收占比在 2016 年达到峰值，为 96.67%，随公司业务

在产业链的延伸，规划咨询和工程总承包业务营收占比有所提升，勘察设计营收占比呈小幅下滑趋势，2020年，营收占比收缩至84.22%。

规划咨询和工程总承包业务营收规模和占比在2016年均处于较低水平，合计营收规模仅为0.34亿元，占比分别为2.43%和0.63%。自2017年起，两项业务快速扩大，合计营收占比在10%上下波动，2016-2020年工程总承包和规划咨询营收CAGR分别为123.29%和44.59%。其中工程总承包业务营收在2020年达到1.74亿元，占比为近几年峰值水平9.30%；2020年规划咨询业务营收大幅增长至1.18亿元，占比为6.31%。

图 5：公司 2016-2020 年营业收入结构（亿元）

图 6：公司 2016-2020 年各主营业务营收占比（%）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

资料来源：Wind，安信证券研究中心

## 2. 财务分析：盈利能力位居设计前列，现金流出色资金充足

### 2.1. 归母净利润快速增长，盈利能力位居板块前列

公司 2016-2020 年归母净利润大幅提升，由 2016 年的 1.43 亿元快速增加至 2020 年的 2.86 亿元，期间 CAGR 为 18.98%，高出同期营收 CAGR13.93%。公司自 2018 年起，盈利水平持续提升，2018 年-2020 年公司归母净利润均保持两位数同比增速水平，分别为 29.10%、18.67%和 21.09%，均高出同期营业收入同比增速水平（分别为 18.14%、11.34%和 13.73%）。

图 7：2016-2020 年公司归母净利润及同比增速（亿元，%）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

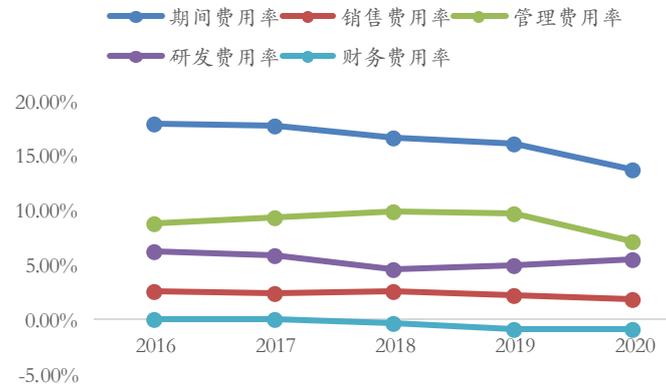
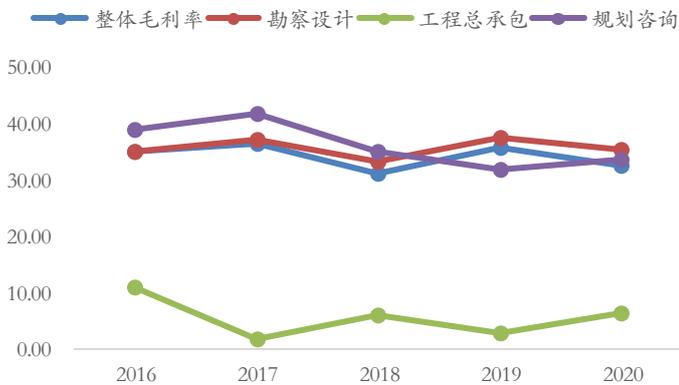
2016-2020 年公司毛利率水平平均维持在 30%以上，在 31%-37%之间波动，2017 年达到自 2016 年的最高水平 36.48%，2018 年大幅降至 31.32%，主要由于公司所承接的广州轨道交通十八号线、二十二号线以及同步实施场站综合体设计施工总承包项目、广州市十二五轨道交通线网前期深化研究设计、广州市轨道交通十四号线一期工程设计项目毛利率较低导致勘察设计业务毛利率由 2017 年的 37.23%大幅下滑至 2018 年的 33.30%，且低毛利的工程总承包业务营收占比同比提升。2019 年毛利率回升至 35.72%，2020 年滑落至 32.63%，我们判断主要为低毛利工程总承包业务占比扩大所致。

分业务类型看,公司勘察设计业务毛利率水平在2016-2020年均维持在35%以上,其中2019年为峰值水平37.72%,2020年有所滑落,为35.38%。公司规划咨询业务毛利率水平整体呈现下降趋势,2016年规划咨询毛利率为38.87%,2017年大幅增长至41.77%,随后两年连续回落至2019年的32.06%,2020年毛利率有所提升,为33.76%。公司工程总承包业务内容主要为负责人防系统、人防设备等领域,为低毛利业务类型,2016年工程总承包毛利率为11.04%,2020年降低至6.40%。

从公司期间费用率来看,2016-2020年公司期间费用率逐年降低,从2016年的17.88%降至2020年的13.82%;其中,管理费用率在10%以内,由2016年的8.83%降至2020年的7.26%;销售费用率占比在3%以内,由2016年的2.71%降至2020年的1.90%;研发费用率自2018年起呈提升态势,2020年为5.48%;财务费用率占比最小,2020年公司银行存款利息收入增加,公司财务费用收入大于支出,占比从2016年的0.03%缩减至-0.82%。

图 8: 2016-2020 年总体毛利率和主营业务毛利率 (%)

图 9: 期间费用率及分项费用率 (%)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

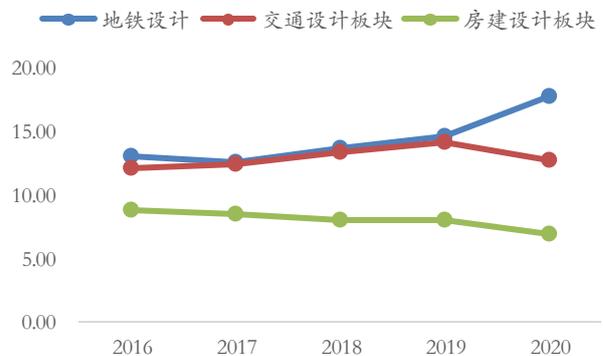
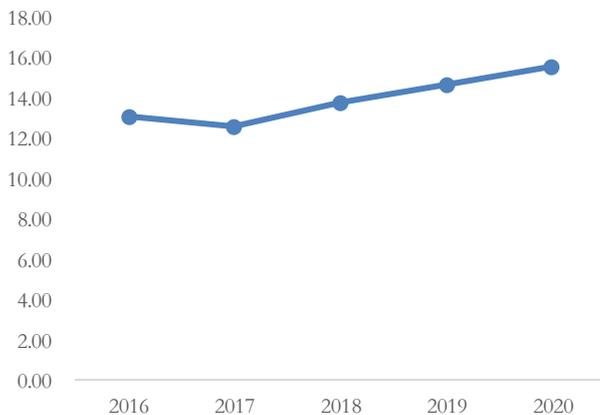
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

公司净利率在2016-2020年间显著提升,由2016年的13.03%提升至2020年的15.51%,公司毛利率呈现小幅波动,但期间费用率持续下降,公司盈利水平持续改善。

公司为A股唯一一家以城市轨道交通设计为主营业务的勘察设计类上市公司,其他上市的设计公司按业务类型主要划分为交通设计类(主要为路桥市政设计)、房建设计类、石化设计类等,公司主营城市轨道交通勘察设计业务,专业性、技术壁垒、收费标准及设计内容等和其他类型设计板块存在较大差异,通过对比,公司净利率高出交通设计公司及建筑设计公司整体水平,2020年交通设计板块和房建设计板块整体净利率水平分别为12.77%和7.03%。

图 10: 公司 2016-2020 年净利率变化 (%)

图 11: 2016-2020 公司与其他板块净利率对比 (%)



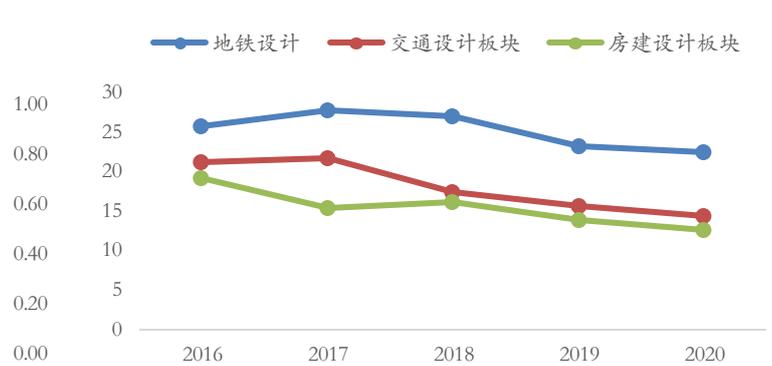
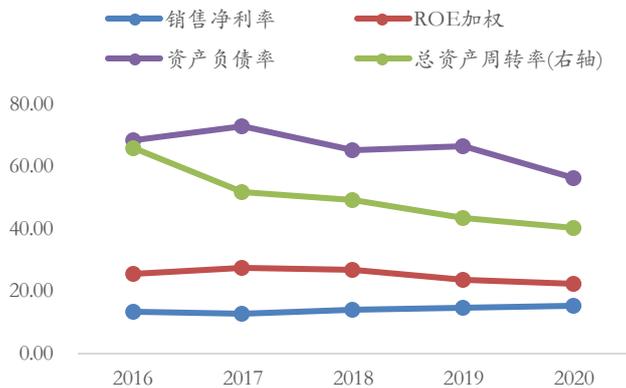
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

由于总资产周转率和负债率下降，公司 ROE (加权) 总体在 2016-2020 年间呈现下降趋势，但均维持在 20% 以上，2016 年公司 ROE 为 25.73%，2017 年公司 ROE 提升至 27.69% 后下滑，2020 年公司 ROE 为 22.42%。与交通设计板块和建筑设计板块相比，公司 ROE 远高出两个板块的整体 ROE 水平，2019 年公司 ROE 为 23.29%，交通设计和建筑设计板块 ROE 分别为 15.69% 和 13.83%；2020 年公司 ROE 为 22.42%，交通设计和建筑设计板块 ROE 分别为 14.43% 和 12.66%。

图 12: 公司 2016-2020 年 ROE 变化 (%)

图 13: 2016-2020 公司与其他板块 ROE 对比 (%)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

## 2.2. 经营现金流改善，资产负债率降低

公司经营性现金流在 2016-2020 年波动较大，和收现比呈现相同变化趋势。2016 年公司经营性净现金流高达 9.17 亿元，2017 年大幅减少，为净流出 0.21 亿元。2018-2020 年公司经营性净现金流持续回正，分别为 5.46 亿元、1.27 亿元和 2.78 亿元，收现比分别为 134.72%、96.91% 和 100.73%。

图 14: 2016-2020 年公司经营活动现金流及收现比 (亿元, %)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

资产方面，公司主要资产为货币资金和应收账款及合同资产，三者合计占资产总额的比例超过 55%。2016-2020 年末公司货币资金从 9.38 亿元增加至 13.76 亿元，占总资产比例一直维持在 30% 以上，2020 年末占比为 32.93%，公司在手资金较为充足。公司应收账款和合同资产占总资产比重总体低于货币资金占比，2016-2020 年间在 24% 以上，2020 年末占比达 24.28%。

公司存货占资产总额比重均小于 10%，从 2016 年的 4.10% 提升至 2020 年末的 9.54%；固定资产占比在 5% 以内，2020 年末为 3.77%。

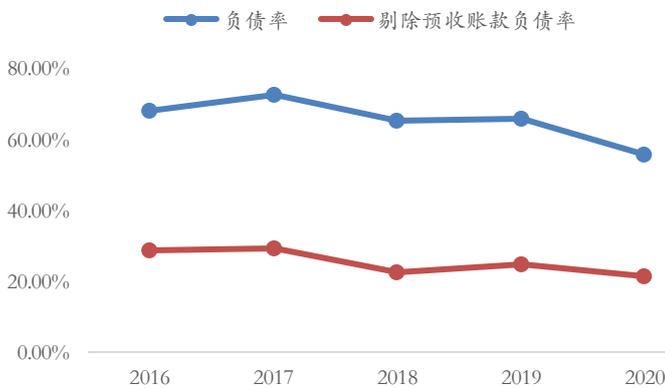
表 15：公司资产结构（亿元，%）

	货币资金 (A)	存货 (B)	应收账款+合同资产 (C)	固定资产 (D)	资产总额 (E)	A/E	B/E	C/E	D/E	(B+C+D)/E
2016	9.38	0.74	4.50	0.52	18.06	51.94%	4.10%	24.93%	2.89%	31.93%
2017	6.84	1.57	7.36	0.78	20.47	33.44%	7.69%	35.94%	3.81%	47.44%
2018	13.32	1.87	6.92	1.29	27.65	48.18%	6.78%	25.04%	4.68%	36.50%
2019	13.28	2.91	9.72	1.40	32.57	40.77%	8.95%	29.84%	4.29%	43.07%
2020	13.76	3.99	10.14	1.57	41.77	32.93%	9.54%	24.28%	3.77%	37.59%

资料来源：Wind，安信证券研究中心

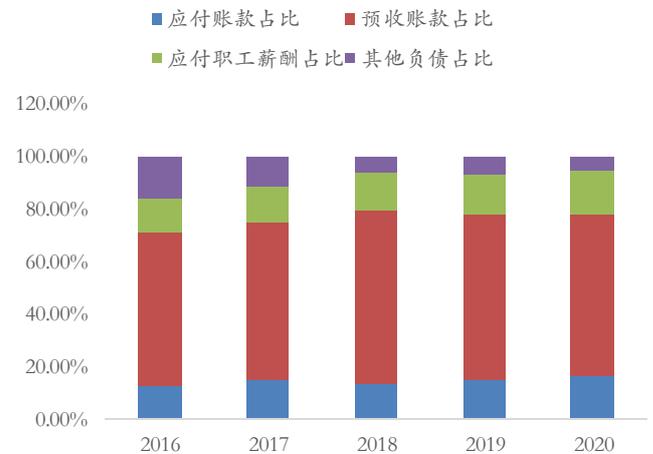
公司资产负债率整体呈现下降趋势，2016 年公司资产负债率为 68.23%，2017 年公司资产负债率提升至 72.83%，主要是应付账款、预收账款有所提升，2018 年起公司资产负债率总体呈下降态势，2020 年末降至 55.88%。公司无刚性负债，负债主要由预收账款、合同负债、应付账款、应付职工薪酬组成，合计占负债比重超过 80%，2020 年占比达 94.31%。其中，预收账款和合同负债占比在 60% 左右，2020 年末达 61.13%，剔除预收账款后，公司资产负债率在 30% 以内，2020 年末仅为 21.73%。公司应付账款占负债比重呈提升趋势，由 2016 年的 12.84% 提升至 2020 年末的 16.80%。

图 16：公司 2016-2020 年资产负债率变化（%）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 17：2016-2020 年公司主要负债构成占比（%）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

### 3. 行业分析：城轨建设市场空间广阔，行业集中度高龙头受益

#### 3.1. 交通强国建设大举推进，前端设计咨询企业优先受益

交通建设投资一直为我国基建投资的重要组成部分，在各投资领域中，交通先行趋势显著，投资规模和同比增速明显提升，自 2019 年 9 月份《交通强国建设纲要》发布以来，全国交通建设政策文件密集下发，交通运输部提出多项交通领域建设计划和目标，时间维度覆盖 2021 年、十四五期间以及本世纪中叶，交通建设全面推进。2021 年政府工作报告中提出，继续支持促进区域协调发展的重大工程，推进“两新一重”建设，实施一批交通、能源、水利等重大工程项目。

《国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要（草案）》对城镇化建设、区域协调发展等均提出要求，提出建设现代化基础设施体系。统筹推进传统基础设

施和新型基础设施建设，加快建设交通强国，推动京津冀、长江经济带、粤港澳大湾区建设、长三角一体化发展。

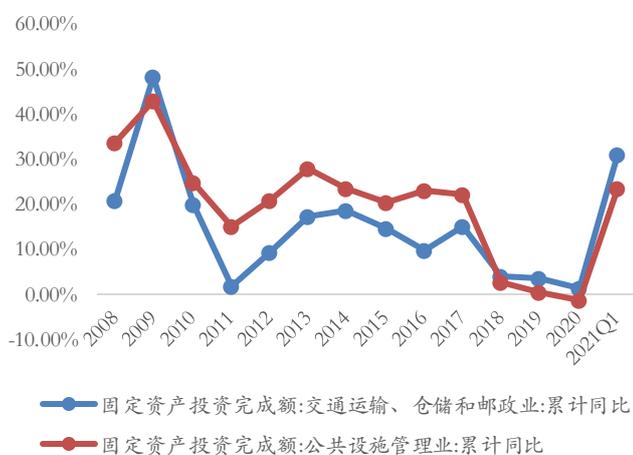
2021年2月，国务院印发了《国家综合立体交通网规划纲要》(后简称《纲要》)，提出，到2035年，基本建成便捷顺畅、经济高效、绿色集约、智能先进、安全可靠的现代化高质量国家综合立体交通网，实现国际国内互联互通、全国主要城市立体畅达、县级节点有效覆盖。完善铁路、公路、水运、民航、邮政快递等基础设施网络，构建以铁路为主干，以公路为基础，水运、民航比较优势充分发挥的国家综合立体交通网。

到本世纪中叶，全面建成现代化高质量国家综合立体交通网，拥有世界一流的交通基础设施体系，全面建成交通强国。

从我国交通固定资产投资成效来看，过去几年投资完成额持续增加。2020年实现了交通固定资产投资逆势增长，根据2021年全国交通运输工作会议内容，预计全年完成固定资产投资34247亿元，其中铁路7780亿元、公路水路25417亿元、民航1050亿元。预计全年投产铁路营业里程4585公里，其中高铁2416公里，新改(扩)建高速公路12713公里，新增及改善高等级航道约600公里，新颁证民用运输机场4个，智能快递箱超40万组，新增城市轨道交通运营里程1100公里。

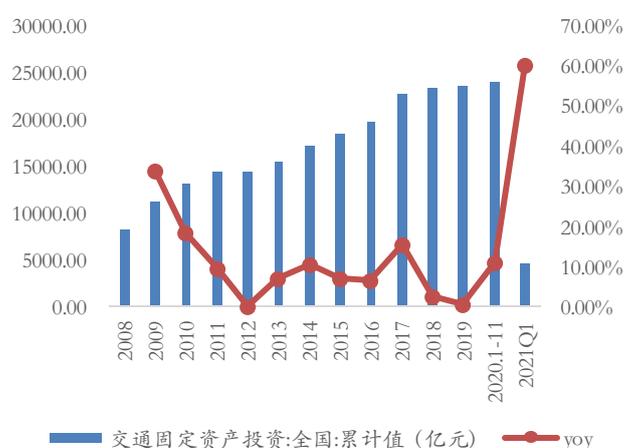
2021年初，交通建设力度明显加快，2021Q1交通投资呈现大幅增长的特点，交通固定资产投资完成额为4597.35亿元，较2020Q1增长60.10%，较2019Q1增长23.51%，投资成效显著。

图 18: 2008-2021Q1 交通运输业和公共设施管理业投资增速 (%)



资料来源: Wind、安信证券研究中心

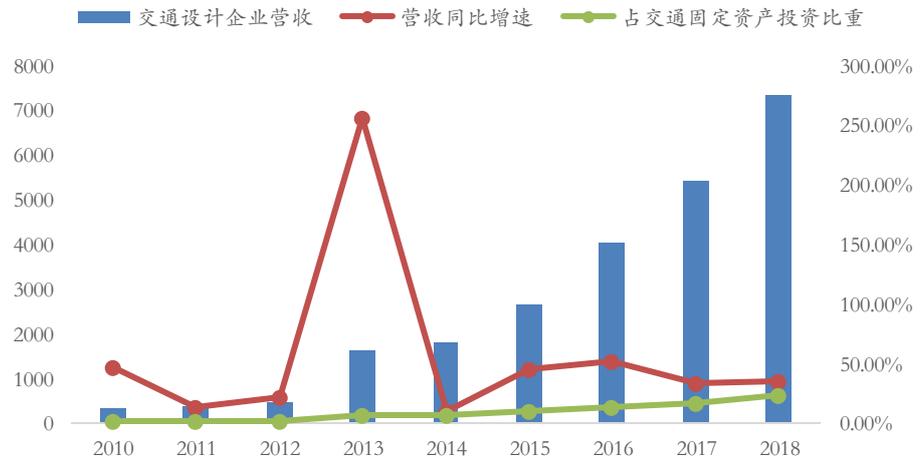
图 19: 2008-2021Q1 交通固定资产投资变化 (亿元, %)



资料来源: Wind、安信证券研究中心

根据交通建设项目的产业链特性，交通设计类企业位居产业链前端，在上述交通建设大举推进背景下有望优先受益。根据中国勘察设计协会公布的数据，我国交通行业勘察设计企业总营收规模不断扩大，由2010年的333.2亿元增长至2018年的7364.4亿元，CAGR达47.25%。各年营收占交通固定资产投资比重持续提升，由2010年的1.54%大幅提升至2018年的23.47%，我们认为主要是由于交通设计企业不断拓展业务链条，除前端勘察设计业务外，工程承包业务占比也在不断提升；同时，随全国交通水平、人口分布和经济水平的发展，以及政策规划要求，交通行业投资结构需求占比或发生一定程度的变化，交通建设需求由传统的城际、省级的大交通路桥设计逐步拓展至铁路、城市轨道交通设计以及区域性交通等精细化设计，项目投资体量和设计收费有所提升。

图 20: 2010-2018 年我国交通设计行业企业营收、同比及占交通固定资产投资比重 (亿元, %, %)



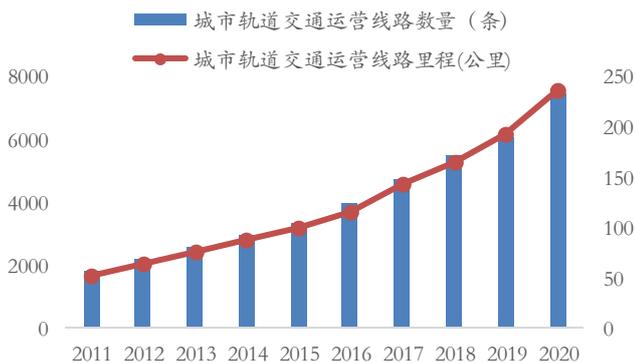
资料来源: 中国勘察设计协会, Wind, 安信证券研究中心

### 3.2. 城轨交通规划密集批复, 城镇化建设助力需求释放

#### 3.2.1. 全国城轨交通规划亮眼, 轨交固定资产投资值得期待

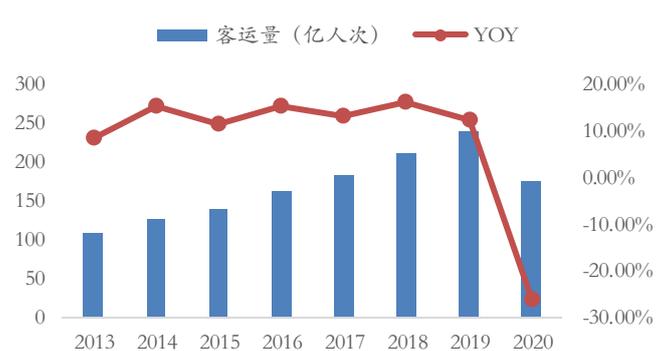
在公共交通建设领域, 随着我国城镇化率的不断提升和城市群建设的推进, 城市轨道交通建设作为新型基建类型, 投资规模迅速提升, 成为市政交通板块又一投资增长点。我国根据交通运输部信息, 截至 2020 年 12 月 31 日, 全国 (不含港澳台) 共有 44 个城市开通运营城市轨道交通线路 233 条, 运营里程达 7545.5 公里, 2011-2020 年运营里程 CAGR 达 18.02%。2013-2019 年轨道交通年客运量逐年增加, 2020 年由于疫情影响, 客运量同比下降 26.33%, 为 175.9 亿人次。

图 21: 2011-2020 年城市轨道交通运营线路数量、里程及同比增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 22: 2013-2020 年城市轨道交通客运量同比增速 (亿人次, %)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

从各年在建项目和投资规模来看, 我国各年在建线路公里数从 2013 年的 3892 公里增加至 2020 年的 6797.5 公里, 2020 年轨道交通在建城市数量为 57 个。2011-2020 年城市轨道交通投资完成额由 1628 亿元增长至 6286 亿元, CAGR 达 16.20%, 2020 年, 我国城市轨道交通投资完成额为 6286 亿元, 同比增长 5.49%。

目前我国城镇化建设不仅体现在城镇化率的提高上, 也体现在城市的结构变化上, 中小城市的人口逐渐向大城市、中心城市和都市圈集聚, 大城市人口集聚效应愈发明显, 以地铁、市域铁路、快轨等在内的轨道交通系统对大城市的扩张、人员出行运输需求, 以及多中心化、优化城市布局等方面起到重要的基础性作用。

图 23: 2011-2020 年城市轨道交通建设投资及同比增速 (亿元, %)



资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 24: 2012-2020 年城市轨道交通在建城市个数和长度 (个, 公里)



资料来源: 中国城市轨道交通协会、安信证券研究中心

在城市轨道交通建设规划和市场空间上,我们从全国层面的总体目标要求和各地城轨项目的建设规划两方面分别进行描述。

在全国轨道交通建设总体目标上,根据 2019 年所发布的《交通强国建设纲要》以及 2021 年初的《国家综合立体交通网规划纲要》内容,未来的建设目标为都市区 1 小时通勤、城市群 2 小时通达,构建便捷顺畅的城市(群)交通网,推进城市公共交通设施建设,强化城市轨道交通与其他交通方式衔接。2020 年 12 月 17 日,《关于推动都市圈市域(郊)铁路加快发展的意见》,提出加强市域(郊)铁路与干线铁路、城际铁路、城市轨道交通一体化衔接。

2021 年,我国将聚焦“两新一重”重大项目建设,“两新”包括新型基础设施和新型城镇化建设的推进,重大工程建设方面包括积极推动重点城市群、都市圈城际铁路、市域市郊铁路建设。城轨建设是城镇化建设背景下的重要投资领域之一,轨道交通不仅仅提供运输功能,同时也是实现城市产业发展升级、空间优化布局 and 区域衔接的工具,以轨道交通为核心的 TOD 综合体发展模式已在多个城市实施。

“十三五”期间是我国城轨交通建设的快速发展期,发改委共批复各地城市轨道交通规划建设 26 个项目,调整规划 11 个,五年间累计超过 60 座城市有城轨交通项目在建或建成投运。由国家发改委批复的规划方案中,涉及新增规划线路长度共 4001.7 公里,新增计划投资额共 29781.91 亿元。

2017 年包头地铁项目叫停后,全国地铁项目审核收紧,城市轨道交通建设批复经历了短暂的停滞。直至 2018 年 7 月,国务院办公厅发布了 52 号文,对新形势下我国城市轨道交通规划建设作出部署,提高了申报建设地铁和轻轨的相关经济指标,规范项目审批,强化了项目建设和运营资金保障。我国城市轨道交通建设模式和要求不断完善,由初期的大规模快速建设发展阶段进入优化规范发展阶段。2018 年 8 月发改委重启轨道交通建设规划批复,仅 2018 年 12 月,发改委集中批复了 5 项轨道交通建设规划,自 2019 年 8 月起,新乡、沈阳、无锡、东莞、遵义、合肥、成都、郑州、石家庄、太原、佛山、重庆、西安、北京、杭州、武汉、天津、青岛等多地发布新一轮轨道交通规划,二、三线城市轨道交通建设复苏。

在新增城轨交通建设规划上,2020 年国家发改委批复徐州、合肥、济南和宁波 4 个城市的新一轮轨道交通建设规划,规划线路长度合计 455.36 公里,总投资额达 3364.23 亿元,批复深圳、厦门、福州和南昌的城轨建设规划调整方案,新增线路长度 132.59 公里,新增总计划投资额 1345.63 亿元。

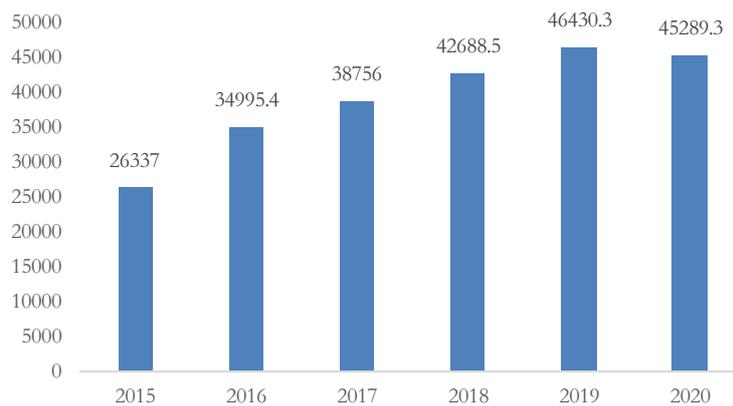
**表 2：2020 年发改委批复新增城轨交通建设规划**

城市	批复项目名称	线路长度(公里)	总投资(亿元)
新一轮城轨交通建设规划	徐州 徐州市城市轨道交通第二期建设规划 (2019-2024 年)	79.3	535.9
	合肥 合肥市城市轨道交通第三期建设规划 (2020-2025 年)	109.96	798.08
	济南 济南市城市轨道交通第二期建设规划 (2020-2025 年)	159.6	1154.3
	宁波 宁波市城市轨道交通第三期建设规划 (2021-2026 年)	106.5	875.89
城轨交通建设规划调整方案	厦门 厦门市城市轨道交通第二期建设规划调整方案 (2016-2022 年)	7.35	57.69
	深圳 深圳市城市轨道交通第四期建设规划调整方案	75.93	914.48
	福州 福州市城市轨道交通第二期建设规划调整方案 (2015-2021 年)	22.17	167.04
	南昌 南昌市城市轨道交通第二期建设规划调整方案	27.14	206.42
合计		587.95	4709.8

资料来源：中国城市轨道交通协会、安信证券研究中心

根据中国城市轨道交通协会公布数据，截至 2020 年底，我国内地在建线路可研批复投资额为 45289.3 亿元，初设批复投资累计达 39365.5 亿元。2020 年共 67 个城市的城轨交通线网规划获批，扣除已获批建设规划线路全部完成并且投运的 6 个城市，2020 年在实施城市有 61 个，在实施建设规划线路总长度为 7085.5 公里。

**图 25：2015-2020 年城市轨交在建线路可研批复投资额（亿元）**

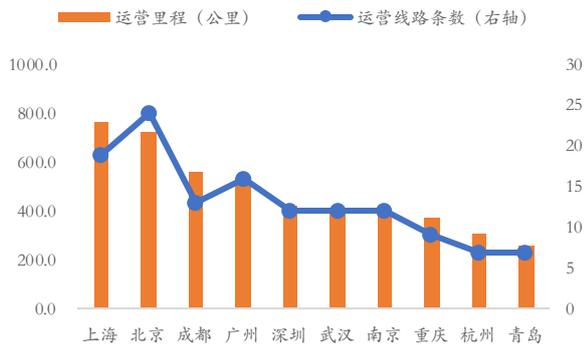


资料来源：中国城市轨道交通协会、安信证券研究中心

由于城市轨道交通建设项目投资规模大、技术要求高、施工周期长以及运营维护成本更高等特点，通常城市轨道交通建设项目所在城市经济发展水平较高，政府财力相对较强。目前城市轨道交通线路主要位于一、二线城市为主，根据 2021 年 1 月交通运输部发布的城市轨道交通运营数据，内地运营线路条数和运营里程数排名前五的城市为上海（19 条/766km）、北京（24 条/727km）、成都（13 条/557.8km）、广州（16 条/531.7km）和深圳（12 条/422.6km）。总体来看，经济发达、人口密集区域的城市轨道交通发展水平位居全国前列。

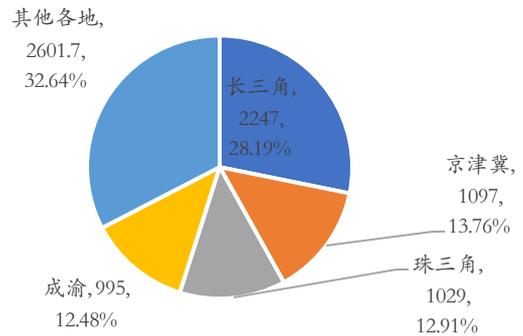
一线城市人口聚集效应益发显著，同时其他二、三线城市经济水平发展和城镇化率不断提升，2020 年我国常住人口城镇化率达到 63.89%，中国社科院发布的《城市蓝皮书：中国城市发展报告 No.8》预测，2030 年我国城镇化率将达到 70%左右，未来 10 年我国城镇化率具有较大的提升空间，均将带来公共交通需求扩张，并且都市圈和城市群的建立将助力全国城市轨交网络化水平快速推进，各地城轨建设项目有望持续增加，轨交建设市场空间释放可期，优质轨交设计龙头将优先受益。

图 26：2021 年 1 月主要城市轨道交通运营数据



资料来源：中国城市轨道交通协会、安信证券研究中心

图 27：2020 年各城市群城轨运营里程及占比(公里, %)

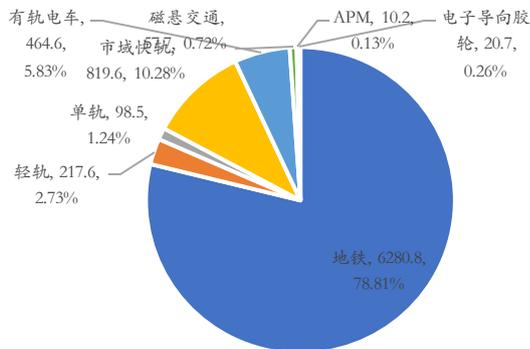


资料来源：中国城市轨道交通协会、安信证券研究中心

从城市轨道交通制式类型来看,2015-2020 年间地铁一直为全国城市轨道交通运营线路制式的主流,占比均超过 70%,在 2020 年达到峰值 78.81%。市域快轨运营线路长度占比次于地铁,占比在 10%左右,有轨电车线路占比呈提升趋势,从 2015 年的 4.80%提升至 2020 年的 5.83%,其他制式包括轻轨、单轨、磁悬交通和 APM 等占比较小。

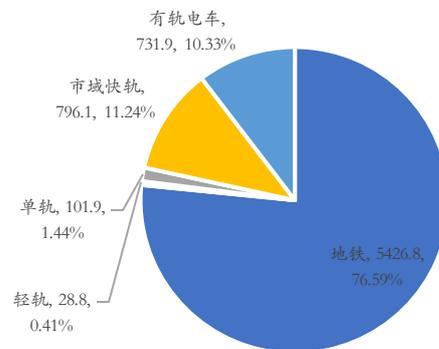
2020 年城市轨道交通建设规划线路包括 5 种制式,其中地铁制式规划长度为 5426.8 公里,占总规划线路比重为 76.59%,其次为市域快轨和有轨电车,占比分别为 11.24%和 10.33%。根据国务院办公厅 2018 年发布的 52 号文,地铁申报城市的条件明显提高,同时地铁投资相对更高,部分有城市轨道交通建设需求的城市,在不满足地铁申报的高要求下,或将优先考虑其他制式,未来市域快轨、有轨电车及轻轨等制式的城轨线路建设规模和占比有望提升。

图 28：2020 年城轨交通运营线路制式结构图(公里,%)



资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 29：2020 年城轨交通建设规划线路制式结构图(公里,%)



资料来源：Wind、安信证券研究中心

### 3.2.2. 广州轨道交通建设规模可期,地铁为主流在建制式

公司地处广东省,2020 年来自广东省的营业收入超过总营收的 50%,广东省城镇化率和经济水平在全国位居前列,目前基本形成深圳、广州双中心的结构,非中心城市人口增长速度加快,中心集聚城市区域交通疏解需求和各区域间的连通需求强劲,全省城市轨道交通建设运营规模快速增加,截至 2020 年末,广东目前已有广州、深圳、佛山、东莞、珠海 5 个城市开通运营城市轨道交通,全省城市轨道交通运营线路 31 条,总里程达 1028.5 公里,完成客运量超过 40 亿人次。

全省城市轨交交通年投资额从 2011 年的 197.37 亿元快速增长至 2019 年的 739.05 亿元,CAGR 达 17.94%,运营线网长度有 2011 年的 413 公里增长至 2020 年的 1028.5 公里,CAGR 为 8.84%。

图 30: 2011-2019 年广东省轨道交通投资额及同比 (亿元,%)



资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 31: 2011-2020 年广东省轨道交通运营线网长度及同比 (公里,%)



资料来源: Wind、安信证券研究中心

广东省委发布的《关于制定广东省国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》提出抓好交通强国建设试点, 打造贯通全省、畅通国内、连接全球的“12312”现代化交通体系; 加快补齐基础设施、市政工程等领域短板, 支持建设有利于城乡区域协调发展的重大项目。2020 年 5 月, 广东省出台了《广东省建立健全城乡融合发展体制机制和政策体系的若干措施》, 提出健全都市圈, 率先实现城乡融合发展的机制, 根据文件内容, 广东将打造五大都市圈, 其中三个位于珠三角核心区, 分别是广州、深圳和珠江口西岸, 两个分别位于粤东和粤西, 包括汕潮揭和湛茂都市圈。

总体来看, 广东省内城镇化建设有充足的提升空间, 城乡融合建设将助力实现都市圈中心城市与周边城市的同城化发展, 省内轨道交通投资提升可期。

从广东省各主要城市的轨道交通建设规划来看, 以公司所在地广州为例, 2017 年《广州市城市轨道交通第三期建设规划 (2017-2023 年)》获批, 规划建设 3 号线东延、5 号线东延、7 号线二期、8 号线北延、10 号线、12 号线、13 号线二期、14 号线二期、18 号线和 22 号线共 10 个项目, 总长度 258.1 公里。到 2023 年, 形成 18 条线路、总长 792 公里的轨道交通网络, 项目总投资约为 2196 亿元。

根据上述规划目标, 至 2023 年, 广州市城市轨道交通累计开通里程将突破 800 公里, 根据广州地铁集团信息显示, 经过 20 多年的持续建设, 目前广州已建成地铁线路 14 条, 运营里程 531 公里, 有轨电车两条, 运营里程 20.5 公里, 距离 800 公里的开通里程仍有约 250 公里的差距。

广州市城市轨道建设近几年处于建设高峰期, 2013-2019 年广州市在建轨道交通线路长度从 367 公里增长至 426.7 公里, 2018 年在建里程高速增长, 2019 年在建长度与 2018 年持平。从细分的城市轨道交通投资额来看, 广州市城市轨道交通固定资产投资完成额从 2011 年的 52.22 亿元上升至 2019 年的 296.82 亿元, CAGR 为 24.26%, 高出同期广东全省市政轨道交通投资完成额的 CAGR 水平 (17.94%) 6.32 个 pct。根据广州市发展改革委介绍, 2020 年全年, 广州轨道交通产业规模预计可突破 1000 亿元, 2021 年有望达到 1200 亿元。广州城轨交通在建制式类型以地铁为主, 2019 年地铁在建长度为 412.3 公里, 占在建线路总里程比重为 96.63%, 有轨电车在建长度占比为 3.37%。目前广州正全力推进 11 条、292 公里地铁新线建设, 计划今年内建成开通广州地铁十八号线、二十二号线首通段, 七号线西延段三条地铁新线。

广州市发改委于 2021 年 2 月 24 日发布消息, 提出三年内, 广州市都市圈城际铁路将重点建设 15 个项目, 里程 707 公里、总投资 3983 亿元。广州市将统筹推进大湾区城际铁路规划建设, 构建大湾区“123”快速轨道交通圈, 即: 广州与大湾区其他主要城市间 1 小时通达、至省内地级城市 2 小时通达、至相邻省会城市 3 小时通达的交通圈。

广州在珠三角交通网络中地理位置优越显著，承担交通枢纽中心的重要作用，广州市轨道交通固定资产投资完成额占全省投资总额的比重于2019年达到40.16%，为广东省轨道交通建设投资的主要贡献城市，城市内轨道交通领域建设投资规模上行空间充足。

图 32: 2013-2019 年广州市轨道交通在建线路长度构成(公里)



资料来源: wind、安信证券研究中心

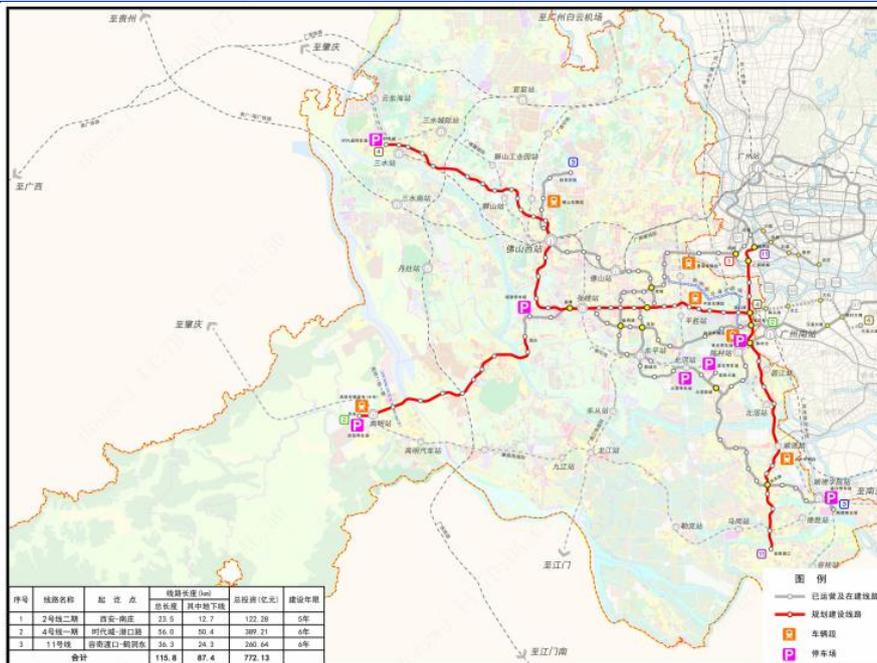
图 33: 2011-2019 年广州市城市轨道交通投资完成情况(亿元, %)



资料来源: wind、安信证券研究中心

广东省其他城市目前城轨建设也正积极推进, 2021 年 1 月 26 日, 国家发展改革委发布关于广东省佛山市城市轨道交通第二期建设规划(2021-2026 年)的批复, 同意佛山市城市轨道交通第二期建设规划, 建设 4 号线一期、11 号线、2 号线二期等 3 个项目, 规划期为 2021-2026 年, 由 11 条线路组成, 总长约 444.6 公里。具体建设规划包括建设 2 号线二期、4 号线一期、11 号线等 3 个项目, 总长度 115.8 公里, 其中佛山市境内 110.8 公里、广州市境内 5.0 公里, 项目建成后, 形成 6 条运营线路、全长 252.4 公里的轨道交通网络, 经计算, 建设规划线路总投资额为 772.13 亿元。

图 34: 佛山市城市轨道交通第二期建设规划(2021-2026 年)示意图



资料来源: 国家发改委、安信证券研究中心

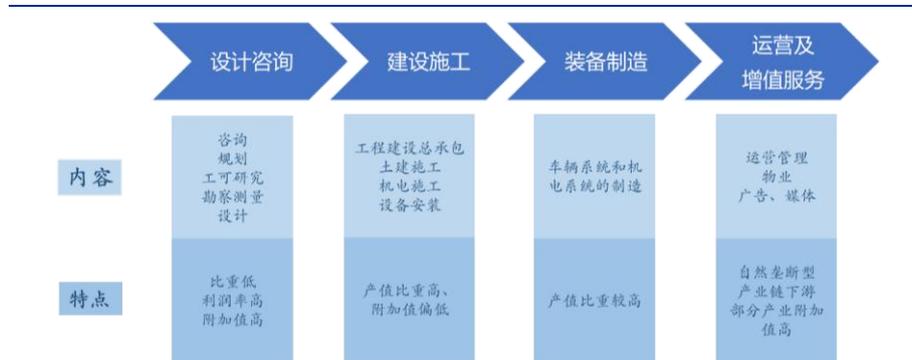
### 3.3. 轨交设计高壁垒高收费, 行业竞争格局清晰

城市轨道交通项目通常建设体量庞大复杂性高, 建设周期较长, 比传统交通设计和房建设计项目所涉及到的专业及程序更多, 其产业链涉及面广泛, 主要包括上游的规划设计咨询、中游的建设施工、装备制造、以及下游企业的运营和增值服务 4 大阶段。

规划设计咨询是工程开工前的咨询、规划、勘察、测量和设计等；建设施工包括土建施工、机电施工等；装备制造主要指轨道交通的车辆系统和机电系统的制造；运营及增值服务，包括轨道交通系统的运营管理和物业、广告、媒体商业、资源开发等行业。

一个完整的城市轨道交通项目，从最初的规划到投入运营需先后完成线网规划、建设规划、规划方案、工程可行性研究、设计、施工、运营等多个环节。

图 35：城市轨道交通产业链流程图

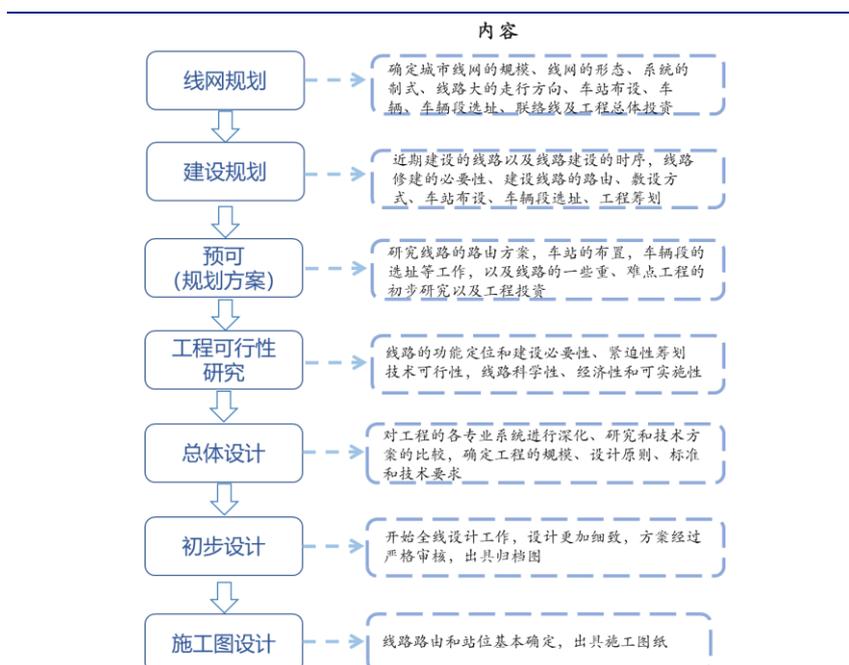


资料来源：《我国城市轨道交通产业链及其发展方向探讨》，安信证券研究中心

相较于其他常规建筑和基建类项目，城市轨道交通项目的设计环节不仅仅指对单个项目体进行独立设计，还包括整体路网规划，其设计的整体性、综合性更强，设计内容所囊括的专业和考虑的因素也更为多样复杂，如城市总体经济水平、人口分布、交通规划、综合交通衔接、内外部接口协调、客流特征、站点间距、换乘方案、车辆选型、列车编组、速度目标值、运输能力、降噪隔振、工程可实施性和工程经济性等因素。

轨道交通规划设计阶段可细分为线网规划、建设规划、规划方案、工程可行性研究、总体设计、初步设计和施工图设计阶段，设计单位基于线网规划，由浅至深对拟建线路的平面和纵断面位置进行设计，从而确定线路在城市三维空间的最佳位置，再进行各个站点和各线路的深化细节设计工作。

图 36：城市轨道交通前期至规划设计阶段流程图

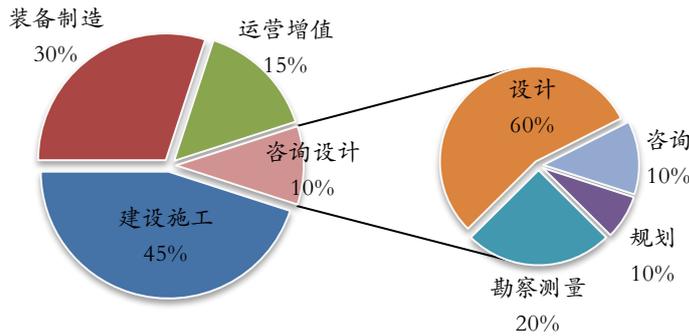


资料来源：《城市轨道交通设计方法》，安信证券研究中心

总体来看，城市轨道交通设计业务具有专业性强、复杂性高等特点，对勘察设计单位的业务资质、技术能力、研发实力、质量控制、项目经验以及人员团队和专业配置等各方面都有极高的要求，在勘察设计领域存在较高的技术壁垒。

从城市轨道交通各阶段的生产产值比重来看，建设施工阶段产值占比最大，约占 45%-50%，装备制造占 30-35%，运营增值服务占 10-20%，设计咨询约占 10%，高出常规建筑设计和交通设计 2-5%左右的收费水平。规划设计咨询企业提供高价值技术服务，具有高附加值、资源节约、环境绿色和智力密集的特点，包括咨询、规划、勘察、设计，其中设计环节产值在上游规划设计咨询阶段所占比重最高，约为 50-55%，总体来看，设计阶段生产产值不高，但属于高毛利环节，且在整个产业链中具有重要的引导作用，决定工程最终的效率和质量，对项目的可行性和投资造价影响程度达 75-90%。

图 37：轨道交通全产业链产值分布图



资料来源：《我国城市轨道交通产业链及其发展方向探讨》、安信证券研究中心

根据 2020 年发改委批复的新增城轨交通建设规划里程数和计划投资额，8 个建设规划线路单位里程投资额均在 6 亿元/公里，远高于 2020 年获批公路建设项目单位里程投资造价，2020 年发改委所批复的公路工程项目达 190 项，我们选择部分平原地区省市的公路批复项目进行计算，单位里程投资额在 2 亿元/km 以内。

表 3：2020 年发改委批复新增城轨交通建设规划单位里程投资

城市	批复项目名称	线路长度 (公里)	总投资 (亿元)	单位里程投资 (亿元/km)
新一轮城轨交通建设规划				
徐州	徐州市城市轨道交通第二期建设规划（2019-2024 年）	79.3	535.9	6.76
合肥	合肥市城市轨道交通第三期建设规划（2020-2025 年）	109.96	798.08	7.26
济南	济南市城市轨道交通第二期建设规划（2020-2025 年）	159.6	1154.3	7.23
宁波	宁波市城市轨道交通第三期建设规划（2021-2026 年）	106.5	875.89	8.22
城轨交通建设规划调整方案				
厦门	厦门市城市轨道交通第二期建设规划调整方案（2016-2022 年）	7.35	57.69	7.85
深圳	深圳市城市轨道交通第四期建设规划调整方案	75.93	914.48	12.04
福州	福州市城市轨道交通第二期建设规划调整方案（2015-2021 年）	22.17	167.04	7.53
南昌	南昌市城市轨道交通第二期建设规划调整方案	27.14	206.42	7.61
合计		587.95	4709.8	8.01

资料来源：发改委、安信证券研究中心

表 4：2020 年发改委批复的部分公路项目单位里程投资

项目名称	线路长度(km)	总投资(亿元)	单位里程投资 (亿元/km)
连云港至宿迁高速公路沐阳至宿豫段工程	47.668	88.183	1.85
阜南至淮滨高速公路安徽段	34.73	46.83	1.35
济青中线潍坊至青岛段及连接线工程	130	245	1.88
南通至无锡高速公路海门至通州段	149.25	65.885	0.44
武夷新区至沙县高速公路（南平段）工程	89.86	101.54	1.13
甘肃 S44 康县至略阳高速公路望关至白河沟段工程	43.014	83.14	1.93
宜春至遂川高速公路新建工程项目	194.87	280.81	1.44
甬莞高速永泰西互通及接线工程	19.8	6.5	0.33

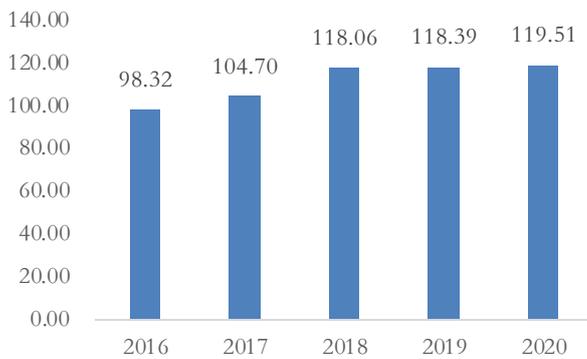
资料来源：发改委、安信证券研究中心

在勘察设计费用占项目总投资额的比例上，勘察费为工程前期地质资料收集发生的费用，设计费为工程设计阶段发生的设计费用，根据我国勘察设计收费标准和项目造价概算统计，通常勘察设计费占项目总投资比例的平均水平约为2%左右。

根据前述城市轨道交通项目各环节产值占比分析，由于城市轨交设计的技术壁垒和项目的复杂性和综合性特点，在收费水平上，和常规勘察设计项目收费占比水平相比，城市轨交项目的设计收费占项目投资比重更高，根据《城市轨道交通工程设计概算编制办法》（建标（2017）89号）所列出的取费标准，勘察费通常为工程建设费用的0.6-0.8%，设计费为工程建设费用的3.5-4%，因此城市轨道交通设计单位所承接的单个设计项目合同体量相较于常规交通和房建设计项目更高，在人均产值上体现出显著差异。

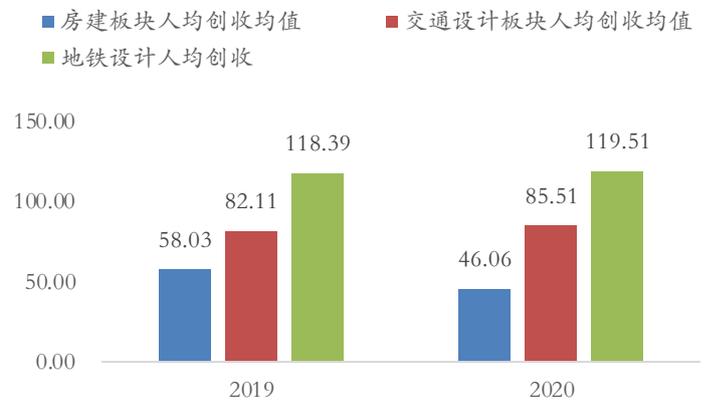
2016-2020年公司人均创收持续提升，由98.2万元/年提升至119.51万元/年，远高出房建设计和交通设计板块平均水平，2019年公司人均创收为118.39万元/人/年，房建设计和交通设计板块人均创收均值分别为58.03万元/人/年和82.11万元/人/年，2020年公司人均创收为119.51万元/人/年，房建设计和交通设计板块人均创收均值分别为46.06万元/人/年和85.51万元/人/年。

图 38：2016-2020 年公司人均创收变化（万元/人/年）



资料来源：wind、安信证券研究中心

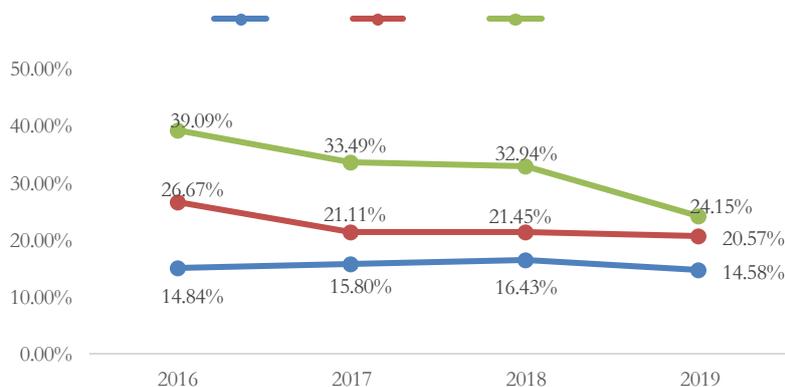
图 39：公司与房建和交通设计板块人均创收对比（万元/人/年）



资料来源：wind、安信证券研究中心

目前在城市轨道交通设计领域，主要参与主体为大型央企和地方国企性质的设计单位，如北京城建设计、中铁第四勘察设计院、中铁二院、中铁第一勘察设计院、上海市隧道工程轨道交通设计研究院等，上述设计单位资质等级和技术水平较高，项目经验和资源更加丰富，相较于勘察设计行业总体分散的竞争格局，城市轨道交通设计细分领域集中度远高出勘察设计行业整体集中度水平。

图 40：我国勘察设计行业集中度



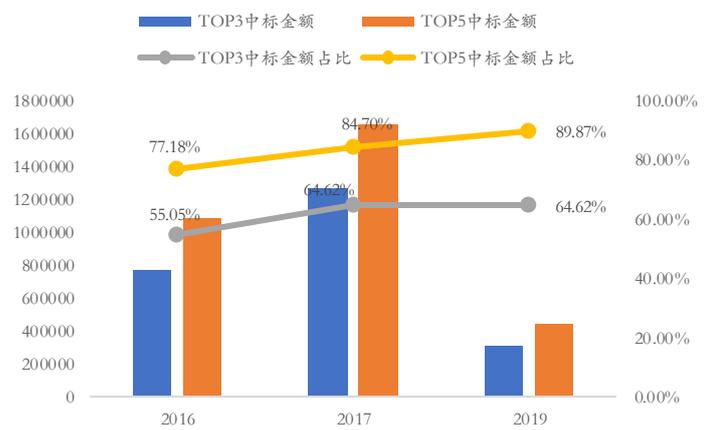
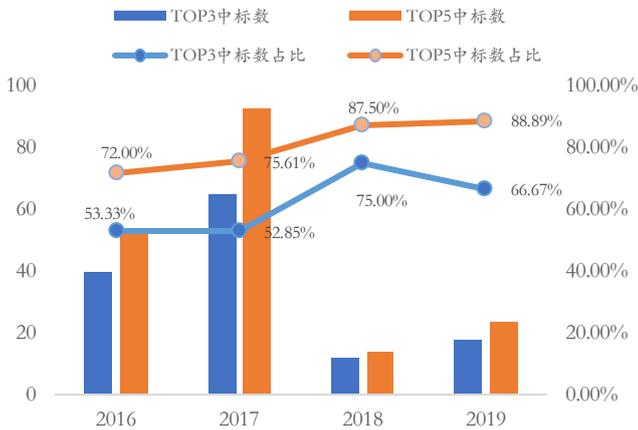
资料来源：勘察设计行业协会、安信证券研究中心

根据 2016-2019 年中国城市轨道交通设计总包排行榜,各年中标线路数 TOP3 企业中标线路数占当年发标线路比重均在 50%以上, TOP5 中标线路数占比超过 70%。在中标金额上,2016、2017、2019 年,中标金额 TOP3 企业金额总计占比分别为 55.05%、64.62%和 64.62%, 中标金额 TOP5 企业金额总计占比分别为 77.18%、84.70%和 89.87%。

城市轨道交通勘察设计领域呈现高集中度竞争格局,行业进入壁垒较高,参与主体相对较为稳定,公司在技术水平、人才配备、项目经验等多方面均具有极强的先发优势。

图 41: 2016-2019 年轨道交通中标线路数集中度 (条,%)

图 42: 2016-2019 年轨道交通中标金额集中度 (万元,%)



资料来源:《中国城市轨道交通设计总体总包排行榜》,安信证券研究中心

资料来源:《中国城市轨道交通设计总体总包排行榜》,安信证券研究中心  
注:2018 年仅公布了中标线路数和项目名称等,因此中标金额数据缺失

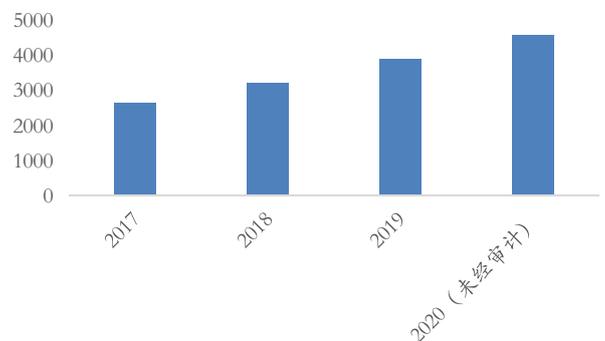
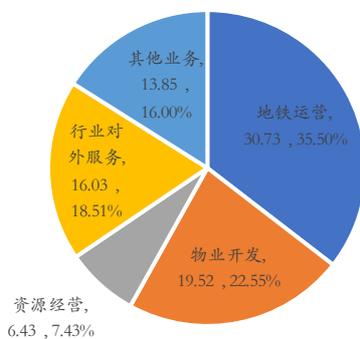
## 4. 公司优势: 大股东项目资源丰富, 地域及业务拓展显成效

### 4.1. 广州地铁资源丰富, 公司拿单优势明显

目前公司控股股东为广州地铁集团,持股比例为 77.75%,广州地铁集团成立于 1992 年,是广州市政府全资大型国有企业,由广州市人民政府控股,广州市国资委代表政府履行出资人职责。广州地铁集团主要负责广州城市轨道交通的投融资、工程建设、运营管理和沿线房地产、商业等开发运营,截至 2021Q3 末,广州地铁集团拥有合并范围的子公司 21 家。截至 2020 年末,广州地铁集团资产总额为 4606.77 亿元(未经审计)、净资产为 2500.22 亿元(未经审计)。

图 43: 2021Q3 广州地铁集团营收构成 (亿元, %)

图 44: 2017-2020 年广州地铁集团资产总额变化 (亿元)



资料来源: wind、安信证券研究中心

资料来源: wind、安信证券研究中心

根据广州地铁集团官网信息,截至 2020 年底,广州地铁集团负责运营的轨道交通总里程将达到 676.5 公里,除了本地地铁线网 531.1 公里、有轨电车 22.1 公里外,还包括广清、广州东环城际铁路 60.8 公里,江西南昌地铁三号线 28.5 公里,海南三亚有轨电车 8.4 公里,以及巴基

斯坦拉合尔橙线 25.6 公里。同时，正同步推进 11 条（段）、292 公里地铁新线建设，统筹负责 27 个国铁、城际、综合交通枢纽、市政道路项目投资建设。

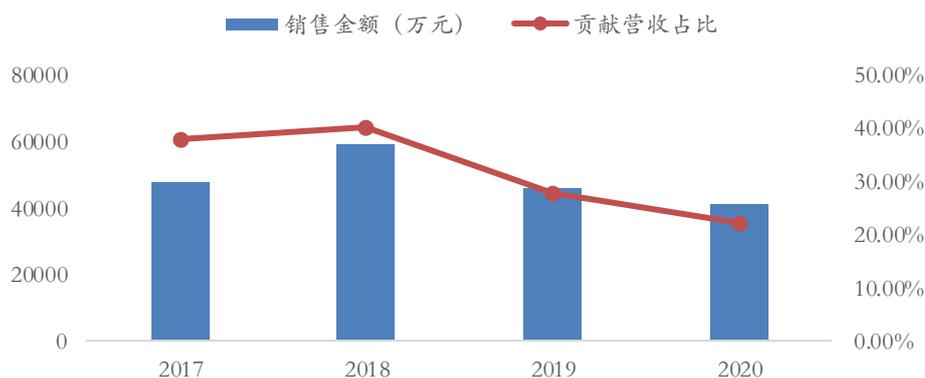
表 5：广州地铁集团在建设项目列表

线路名称	概况	截至 2021 年 3 月底进展
十八号线	线路全长 61.3 公里，均为地下线，共设站 9 座，其中换乘站 8 座；设万顷沙车辆段 1 座，陇枕停车场 1 座	全线土建工程累计完成 87%；9 座车站中，8 座已封顶并进行车站装修及机电安装施工，1 座进行前期准备；8 个区间中，7 个已贯通，1 个进行土建施工
二十二号线	线路全长 30.8 公里，均为地下线，共设车站 8 座，其中换乘站 4 座。设陈头岗停车场 1 座。车辆运行设计时速 160 公里/小时。	全线土建工程累计完成 57%；8 座车站中，4 座已封顶并进行车站装修及机电安装施工，2 座进行土建施工，其余 2 座进行前期准备；7 个区间中，3 个已贯通，1 个进行土建施工，其余 3 个进行前期准备
七号线西延段	线路全长 13.45 公里（其中顺德区段长约 11.8 公里，广州段长约 1.65 公里）。共设 8 座车站，设益丰停车场 1 座，最高运行速度 80 公里/小时	土建工程累计完成 85%；8 座车站及益丰停车场正在机电设备安装施工，轨道工程、供电工程正在施工
十一号线	线路全长约 44.2 公里，全部采用地下敷设方式，全线共设车站 32 座，另外，代建一座车站（城轨琶洲站），其中换乘站 20 座，最高运行速度 80 公里/小时	全线土建工程累计完成 54%；7 座车站已封顶，22 座进行土建施工；5 个区间双线贯通，13 个区间进行土建施工，其余进行前期准备。赤沙车辆段和出入段线进行土建施工
十三号线二期	线路全长 335 公里，均为地下线，共设车站 23 座（均为地下站），其中换乘站 9 座，最高运行速度 100 公里/小时。	全线土建工程累计完成 28%；23 座车站中，1 座已封顶，20 座进行土建施工，其余 2 座进行前期准备；23 个区间中，3 个区间已贯通，11 个正在进行土建施工，凰岗停车场正在进行土建施工，其余进行前期准备
三号线东延段	线路全长约 9.55 公里，共设 4 座车站，其中换乘站 1 座，设广州新城停车场 1 座，最高运行速度 120 公里/小时	全线土建工程累计完成 25%；4 座车站中，1 座车站已封顶，3 座正在进行土建施工；4 个区间中，2 个进行土建施工，其余 2 个进行前期准备。广州新城停车场正在进行施工前准备
五号线东延段	线路全长 9.8 公里，共设车站 6 座（不含文冲站），其中换乘站 2 座，设双岗停车场 1 座，最高运行速度 90 公里/小时。	全线土建工程累计完成 21%；6 座车站中，5 座进行土建施工，其余 1 座进行前期准备；6 个区间中，4 个进行土建施工，其余 2 个进行前期准备。双岗停车场进行土建施工
七号线二期	线路全长 219 公里，全部采用地下敷设方式，共设 11 座车站，其中换乘站 8 座，设姬堂停车场 1 座，最高运行速度 80 公里/小时	全线土建工程累计完成 37%；11 座车站全部进行土建施工；11 个区间中，7 个进行土建施工，其余 4 个进行前期准备。姬堂停车场正在进行土建施工。
十号线	线路全长约 19.15 公里，共设置 14 座车站，均为地下站，其中换乘站 10 座，最高运行速度 80 公里/小时。	全线土建工程累计完成 17%；14 座车站中，12 座进行土建施工，其余 2 座进行前期准备；14 个区间中，1 个正在进行土建施工，其余进行前期准备工作。广钢新城车辆段正在进行土建施工。
十二号线	线路全长 37.6 公里，全为地下线，共设 25 座车站，其中换乘站 17 座，最高运行速度 80 公里/小时。	全线土建工程累计完成 20%；25 座车站中，1 座车站已封顶，23 座正在进行土建施工，1 座正在前期准备工作；24 个区间中，7 个区间进行土建施工，槎头车辆段、大学城南停车场进行土建施工
十四号线二期	线路全长 11.9 公里，均为地下线，共设 8 座车站，其中换乘站 3 座，最高运行速度 120 公里/小时。	全线土建工程累计完成 16%；8 座车站中，5 座正在进行土建施工，其余 3 座进行前期准备；8 个区间中，1 个已经贯通，1 个进行土建施工，其余 6 个进行前期准备。

资料来源：广州地铁集团官网、安信证券研究中心

根据地铁设计 2017-2020 年的客户结构，来自广州地铁集团的各年业务收入占公司当年总营收比重均在 20% 以上，2018 年高达 40%，为近几年峰值水平，2020 年广州地铁集团贡献营收 4.09 亿元，营收贡献率达 21.89%。《国家发展改革委关于广州市城市轨道交通近期建设规划（2017-2023 年）的批复》提出在规划期内，广州市将新建总长度 258.1 公里的线路，设置车站 114 座，总投资为 2196 亿元，广州地铁为广州市城市轨道交通建设和运营主体，未来建设投资规模有望持续扩大，作为广州地铁旗下的城市轨道交通勘察设计企业，公司在项目资源上具备明显优势。

图 45：广州地铁集团营收贡献及占比分析



资料来源：wind、安信证券研究中心

## 4.2. 横向拓展提升综合实力，立足华南全国布局成效显著

目前 TOD 模式（以公共交通为导向的开发）在国内的发展逐渐加快，TOD 是以轨道交通及巴士干线的站点为中心，以 400-800 米为半径，建立集工作、商业、文化、教育、居住等于一身的混合型社区，TOD 开发项目设计涉及到城市规划、地下空间规划、轨交设计、建筑设计、市政设计、景观设计等多个领域的配合。

在 TOD 模式推进下，公司围绕轨道交通设计，横向拓展业务维度，积极参与以轨道交通站点为核心的综合体开发项目，如交通枢纽上盖建筑的设计业务和车站周边的综合开发等，目前已参与广州白云（棠溪）站综合交通枢纽上盖开发、苏州桑田岛停车场上盖综合开发、株洲创新实验平台建设工程、黄埔嘉利码头地块开发等项目，并承接多个市政工程项目，公司空间规划、市政设计和建筑设计项目经验不断增强。

**表 6：公司市政项目和交通上盖建筑项目案例**

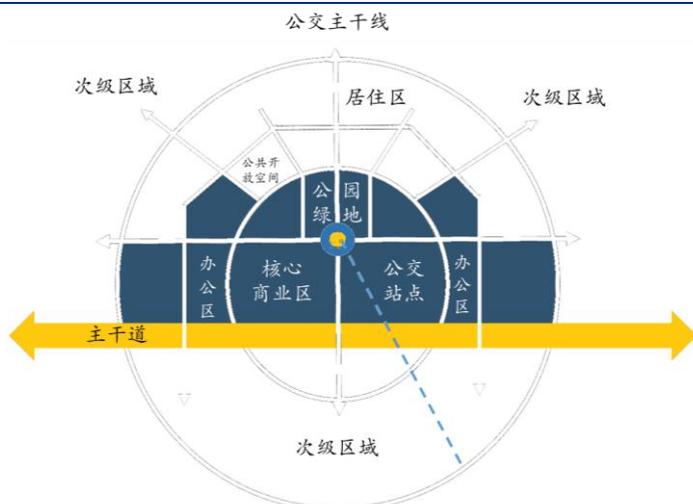
项目名称	项目特色
<b>市政项目</b>	
广州市黄埔大道车陂路跨线桥工程（黄洲立交）	
广州市中山大道快速公交(BRT)试验线车站及系统工程	实现了 BRT 作为地铁的延伸和补充的功能定位
珠江两岸环境景观建设工程	广州市政府的城市标志性形象工程之一
珠江隧道	广州市第一条穿越珠江的隧道,内地首次采用沉管法设计施工的大型水下隧道
<b>民用建筑项目</b>	
广州萝岗、岐山、赤沙、官湖、南昌蛟桥、苏州太平等车辆段/停车场的上盖物业开发项目	基于集约利用土地资源,综合利用车辆段上部空间,优化城市功能与布局,进行专题研究
佛山市南海区地铁金融城	交通、商业、住宅综合体,主要功能包括物业开发以及交通枢纽两大模块
广州金融城站综合交通枢纽	汇聚城际与地铁换乘通道、公交车站、集散大厅、值机大厅及配套公共服务设施、停车场、商业场地等
凯达尔枢纽国际广场	中国首个 TOD 交通枢纽综合体,位于广州东部交通枢纽轴心位置

资料来源：公司官网、安信证券研究中心

此外，公司紧跟工程总承包趋势，发展人防工程总承包业务，拓展公司业务链长度，由单一的设计企业逐步向复合型全过程咨询企业转型。2020 年，公司实现工程总承包营业收入为 1.84 亿元，营收占比由 2016 年的 0.65%提升至 2020 年的 9.31%。

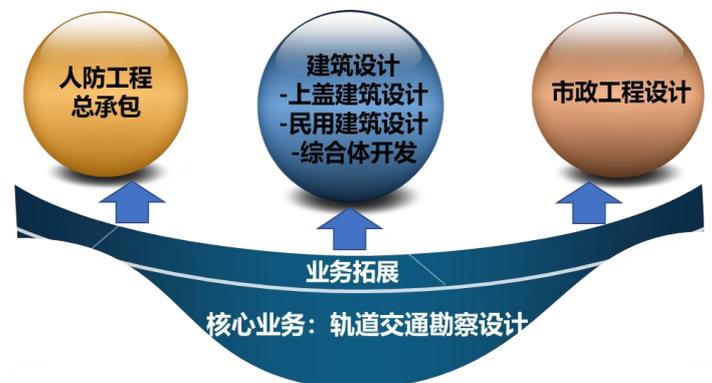
公司深耕轨道交通设计核心业务，同时积极布局其他相关专业的的设计业务，并拓展产业链布局，人防领域 EPC 业务初具规模，公司持续打造新的业务增长点，综合实力不断提升，业务承揽竞争力进一步加强，助力公司未来业绩成长。

**图 46：TOD 模式示意图**



资料来源：CricBigDateNN、安信证券研究中心整理

**图 47：公司业务拓展示意图**



资料来源：公司公告、安信证券研究中心整理



## 5. 公司盈利预测及投资评级

### 5.1. 公司营收预测

我们对公司各项主营业务及其他主营业务营业收入、营业成本、毛利率及毛利情况进行了测算，详见下表：

表 7：公司分项业务营收预测（万元，%）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业总收入</b>	147696.29	164447.19	187030.85	216460.54	249796.85	287142.25
YOY	18.14%	11.34%	13.73%	15.74%	15.40%	14.95%
<b>营业成本</b>	101440.63	105704.49	126010.52	147509.84	171860.01	198939.22
毛利率(%)	31.32	35.72	32.63	31.85%	31.20%	30.72%
<b>勘察设计</b>						
<b>营业收入</b>	128382.40	148046.24	157506.83	176407.65	195812.49	215393.74
YOY	15.25%	15.32%	6.39%	12.00%	11.00%	10.00%
<b>营业成本</b>	85627.84	92197.27	101782.07	114312.16	127082.31	139575.14
毛利率(%)	33.30	37.72	35.38	35.20	35.10	35.20
<b>工程总承包</b>						
<b>营业收入</b>	11506.85	8391.34	17407.40	24370.36	32899.99	44414.98
YOY	177.54%	-27.08%	107.44%	40.00%	35.00%	35.00%
<b>营业成本</b>	10809.66	8136.53	16293.76	22908.14	30925.99	41661.25
毛利率(%)	6.06	3.04	6.40	6.00	6.00	6.20
<b>规划咨询</b>						
<b>营业收入</b>	7548.78	7725.75	11840.31	15392.40	20779.74	27013.67
YOY	-17.59%	2.34%	53.26%	30.00%	35.00%	30.00%
<b>营业成本</b>	4890.76	5248.73	7843.24	10158.99	13714.63	17558.88
毛利率(%)	35.21	32.06	33.76	34.00	34.00	35.00
<b>其他业务</b>						
<b>营业收入</b>	258.25	283.87	276.31	290.13	304.63	319.86
YOY	-18.68%	9.92%	-2.66%	5.00%	5.00%	5.00%
<b>营业成本</b>	112.37	121.96	91.44	130.56	137.08	143.94
毛利率(%)	56.49	57.04	66.91	55.00	55.00	55.00

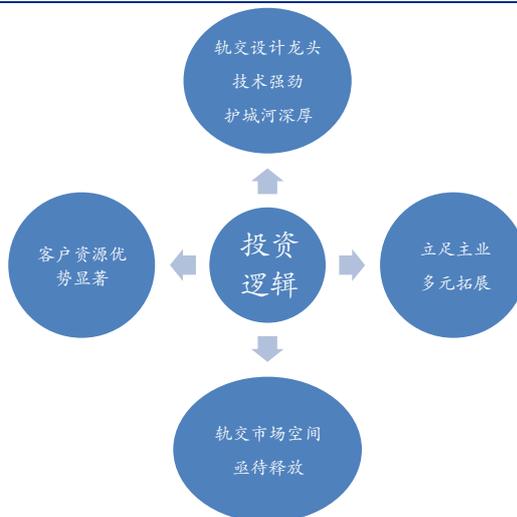
资料来源：wind,安信证券研究中心

### 5.2. 公司投资建议

公司为城市轨道交通设计领域的龙头企业，历史悠久，技术实力强劲，在广东地区市场份额领先，客户资源优势显著，业绩快速增长，盈利能力和人均创收在设计板块位居前列。同时公司围绕城市轨道交通设计进行横向和纵向的业务拓展，目前人防 EPC、建筑、地下空间规划、市政等领域均取得成效，公司立足广州，辐射全国，随我国交通强国和都市圈建设背景下城市轨道交通建设需求的释放，公司作为优质城市轨交设计龙头，有望优先受益。公司 2020 年末在手合同额为 101.23 亿，为 2020 年全年营收的 5.4 倍，保障未来业绩释放。我们看好公司未来的成长空间，预计公司 2021-2023 年实现营收 21.65 亿元、24.98 亿元和 28.71 亿元，分别同比增长 15.7%、15.4%和 15.0%；实现净利润 3.30 亿元、3.78 亿元和 4.28 亿元，分别同比增长 15.1%、14.6%和 13.3%；EPS 分别为 0.82 元、0.94 元和 1.07 元，动态 PE 分别为 24.6 倍、

21.5 倍和 18.9 倍，PB 分别为 3.8 倍、3.2 倍、2.7 倍，首次覆盖给予“买入-A”评级，目标价 26.4 元。

图 50：公司核心投资逻辑示意图



资料来源：公司公告,安信证券研究中心

## 6. 风险提示

宏观经济大幅波动；疫情控制不及预期；政策推进不及预期；固定投资下滑；人员流失；行业竞争加剧风险等。

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,644.5	1,870.3	2,164.6	2,498.0	2,871.4	成长性					
减:营业成本	1,057.0	1,260.1	1,475.1	1,718.6	1,989.4	营业收入增长率	11.3%	13.7%	15.7%	15.4%	15.0%
营业税费	11.6	10.2	16.2	18.7	21.5	营业利润增长率	8.7%	18.2%	19.8%	14.3%	13.1%
销售费用	35.9	35.5	54.1	60.0	66.0	净利润增长率	18.7%	21.1%	15.1%	14.6%	13.3%
管理费用	160.9	135.9	257.6	287.3	324.5	EBITDA 增长率	24.1%	12.1%	-9.8%	12.3%	11.7%
财务费用	-13.8	-15.4	-24.7	-30.4	-35.3	EBIT 增长率	23.8%	9.2%	-13.7%	13.7%	12.9%
资产减值损失	-	-	-	-	-	NOPLAT 增长率	7.3%	19.6%	14.7%	13.7%	12.9%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-27.8%	-193.7%	-68.2%	193.7%	-14.2%
投资和汇兑收益	15.7	2.2	10.3	9.4	7.3	净资产增长率	15.4%	67.3%	18.2%	17.6%	17.0%
营业利润	280.1	331.1	396.6	453.2	512.6	利润率					
加:营业外净收支	-0.9	2.9	-0.4	-0.1	0.8	毛利率	35.7%	32.6%	31.9%	31.2%	30.7%
利润总额	279.2	334.0	396.2	453.1	513.4	营业利润率	17.0%	17.7%	18.3%	18.1%	17.9%
减:所得税	38.8	43.8	61.0	69.8	79.1	净利润率	14.4%	15.3%	15.2%	15.1%	14.9%
净利润	236.6	286.5	329.7	377.7	428.0	EBITDA/营业收入	24.9%	24.5%	19.1%	18.6%	18.1%
						EBIT/营业收入	24.0%	23.0%	17.2%	16.9%	16.6%
						运营效率					
						固定资产周转天数	29	29	25	20	16
						流动营业资本周转天数	-135	-110	-111	-91	-64
						流动资产周转天数	587	581	691	630	644
						应收帐款周转天数	194	117	200	170	170
						存货周转天数	52	66	66	63	66
						总资产周转天数	659	716	859	768	759
						投资资本周转天数	-91	-2	36	30	36
						投资回报率					
						ROE	21.7%	15.7%	15.3%	14.9%	14.4%
						ROA	7.4%	6.9%	5.4%	8.5%	5.7%
						ROIC	-47.4%	-78.5%	96.1%	343.2%	131.9%
						费用率					
						销售费用率	2.2%	1.9%	2.5%	2.4%	2.3%
						管理费用率	9.8%	7.3%	11.9%	11.5%	11.3%
						财务费用率	-0.8%	-0.8%	-1.1%	-1.2%	-1.2%
						三费/营业收入	11.1%	8.3%	13.3%	12.7%	12.4%
						偿债能力					
						资产负债率	66.2%	55.9%	64.6%	43.1%	60.6%
						负债权益比	195.7%	126.6%	182.6%	75.9%	153.8%
						流动比率	1.36	1.34	1.30	1.85	1.46
						速动比率	1.22	1.17	1.21	1.59	1.33
						利息保障倍数	(28.67)	(27.95)	(15.05)	(13.90)	(13.53)
						分红指标					
						DPS(元)	-	-	-	-	-
						分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

## 资产负债表

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,328.0	1,375.7	1,963.2	2,145.8	2,621.4
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	1,025.6	185.9	2,219.2	142.6	2,575.3
应收票据	10.1	20.6	23.0	5.6	33.7
预付帐款	245.6	269.5	283.5	395.2	386.3
存货	291.5	398.6	392.4	488.0	570.4
其他流动资产	4.3	877.9	295.5	392.6	522.0
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	83.4	97.3	97.3	97.3	97.3
投资性房地产	26.7	25.2	25.2	25.2	25.2
固定资产	139.6	157.4	145.2	133.0	120.8
在建工程	-	-	-	-	-
无形资产	6.3	654.5	624.9	595.3	565.8
其他非流动资产	96.1	115.0	85.8	84.7	86.9
资产总额	3,257.3	4,177.5	6,155.3	4,505.4	7,605.1
短期债务	-	-	-	-	-
应付帐款	358.1	431.1	433.1	607.7	597.8
应付票据	-	-	-	-	-
其他流动负债	1,778.3	1,901.6	3,534.5	1,325.9	4,004.3
长期借款	-	-	-	-	-
其他非流动负债	19.4	1.5	9.2	10.0	6.9
负债总额	2,155.8	2,334.2	3,976.9	1,943.6	4,609.0
少数股东权益	11.7	15.3	20.8	26.5	32.9
股本	360.0	400.0	400.0	400.0	400.0
留存收益	729.8	1,427.9	1,757.6	2,135.2	2,563.2
股东权益	1,101.5	1,843.2	2,178.4	2,561.8	2,996.1

## 现金流量表

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	240.3	290.2	329.7	377.7	428.0
加:折旧和摊销	21.9	37.0	41.8	41.8	41.8
资产减值准备	-	38.2	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	-	-	-24.7	-30.4	-35.3
投资损失	-15.7	-2.2	-10.3	-9.4	-7.3
少数股东损益	3.7	3.7	5.5	5.7	6.4
营运资金的变动	-74.3	487.9	210.6	-242.5	-0.4
经营活动产生现金流量	126.8	277.9	552.4	142.8	433.0
投资活动产生现金流量	-35.9	-713.5	10.3	9.4	7.3
融资活动产生现金流量	-92.1	485.3	24.7	30.4	35.3

## 业绩和估值指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
EPS(元)	0.59	0.72	0.82	0.94	1.07
BVPS(元)	2.72	4.57	5.39	6.34	7.41
PE(X)	34.3	28.3	24.6	21.5	18.9
PB(X)	7.4	4.4	3.8	3.2	2.7
P/FCF	79.5	-20.8	14.7	46.1	17.2
P/S	4.9	4.3	3.7	3.2	2.8
EV/EBITDA	-	12.9	14.6	12.7	10.4
CAGR(%)	16.8%	14.4%	18.1%	16.8%	14.4%
PEG	2.0	2.0	1.4	1.3	1.3
ROIC/WACC	-4.5	-7.5	9.2	32.7	12.6
REP	-	-2.4	6.3	0.6	1.6

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	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn
	北京联系人	张莹	北京区域销售负责人	13901255777
张杨		北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
温鹏		北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
刘晓莹		北京区域销售副总监	18511841987	liuxx1@essence.com.cn
王帅		北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
游倬源		北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn
侯宇彤		北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn
深圳联系人		张秀红	深圳基金组销售负责人	0755-82798036
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn
	喻聪	深圳基金组销售经理	18503038620	yucong@essence.com.cn
	马田田	深圳基金组销售经理	18318054097	matt@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