

## 建筑装饰

2017年09月14日

# 勘设股份 (603458)

——中西部设计咨询龙头，在“沃土”中加速成长

报告原因：首次覆盖

## 增持 (首次评级)

**市场数据：** 2017年09月13日

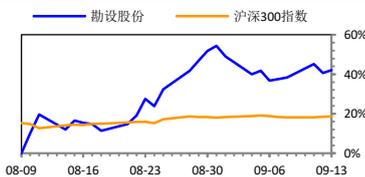
收盘价(元)	60.05
一年内最高/最低(元)	67.28/42.28
市净率	6.0
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	1864
上证指数/深证成指	3384.15/11091.49

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

**基础数据：** 2017年06月30日

每股净资产(元)	9.96
资产负债率%	63.76
总股本/流通A股(百万)	124/31
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



### 相关研究

#### 证券分析师

李杨 A0230516080004  
liyng@swsresearch.com

#### 研究支持

李峙屹 A0230517070004  
lizy@swsresearch.com  
黄颖 A0230117070010  
huanqing@swsresearch.com

#### 联系人

黄颖  
(8621)23297818x021-23297204  
huanqing@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

### 投资要点：

- **首次覆盖给予“增持”评级：**预计公司17年-19年净利润为2.81亿/3.82亿/5.04亿，增速分别为75%/36%/32%；对应PE分别为27X/19X/15X，给予增持评级。勘设股份目前动态市盈率27倍估值，低于行业平均37倍，我们认为公司山地交通设计实力强，所在市场发展前景好，16-17年订单增速高，未来有望获得超越行业平均的增速，有较高投资价值。
- **核心假设：**公司省外市场拓展顺利；在手订单顺利执行。
- **有别于大众的认识：(1) 基建设计行业景气度提升超预期，企业订单爆发式增长：**“十三五”规划落地，各省市不同程度上调公路、市政等规划，带来大量新增市场需求，叠加地方政府换届基本完成，规划设计的招标加速，行业从16年底开始景气度不断提升，具有技术和激励制度优势的改制的上市设计院，订单都爆发式增长。**勘设股份设计订单16年同比增长57%，17年上半年增长140%。(2) 山地交通设计优势明显，助力开拓省外市场。**贵州省复杂的地质地理条件，锻炼了公司在地质环境复杂地区工程勘察设计能力，完成了山区高速公路8,000余公里工程可行性研究，3,500余公里高速公路的勘察设计工作，可以有力提高公司在类似地质条件地区，如在云南、西藏、四川等地的市场竞争力，有利于未来市占率的提升。**(3) 公司优势市场设计需求旺盛，促进公司快速成长。**公司有优势的中西部地区基础设施还有较大缺口，“十三五”期间还有较大发展空间。仅贵州、云南两省为例，2016年贵州印发《贵州省高速公路网规划（加密规划）》，大幅提高贵州高速建设空间，2016年中央对云南省国高网项目补助比例提高至建安工程费的50%，云南高速公路建设迎来爆发期。云贵两省“十三五”交通投资额规划过万亿，公路投资达10160亿元，对应设计需求200亿，而勘设股份16年公路设计收入仅5.16亿。**(4) 长期看市占率提升和进入新设计领域保证公司持续增长：**历史上看设计企业在行业增长放缓时也能保持20%以上持续增长，具备抗风险能力。当前行业景气度刚开始提升，时间上具有持续性。公司未来将通过不断省外和海外扩张，提高市占率，以及调整业务结构，提高市政、水运、轨道交通等领域设计的占比，保持长期成长性。
- **股价表现的催化剂：**订单超预期；业绩超预期；西南地区公路投资超预期。
- **核心假设的风险：**省外扩张难度超预期；产能不达预期。

### 财务数据及盈利预测

	2016	2017H1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,586	786	1,848	2,559	3,348
同比增长率(%)	3.57	4.43	16.50	38.50	30.80
净利润(百万元)	161	146	281	382	504
同比增长率(%)	50.60	115.93	75.10	35.90	31.80
每股收益(元/股)	1.72	1.57	2.26	3.08	4.06
毛利率(%)	33.5	43.1	38.9	37.4	37.7
ROE(%)	19.8	15.8	14.1	16.0	17.5
市盈率	35		27	19	15

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

## 投资案件

### 投资评级与估值

首次覆盖给予“增持”评级：预计公司 17 年-19 年净利润为 2.81 亿/3.82 亿/5.04 亿，增速分别为 75%/36%/32%；对应 PE 分别为 27X/19X/15X，给予增持评级。勘设股份目前动态市盈率 27 倍估值，低于行业平均 37 倍，我们认为公司山地交通设计实力强，所在市场发展前景好，16-17 年订单增速高，未来有望获得超越行业平均的增速，有较高投资价值。

### 关键假设点

公司省外市场拓展顺利；在手订单顺利执行。

### 有别于大众的认识

(1) 基建设计行业景气度提升超预期，企业订单爆发式增长：“十三五”规划落地，各省市不同程度上调公路、市政等规划，带来大量新增市场需求，叠加地方政府换届基本完成，规划设计的招标加速，行业从 16 年底开始景气度不断提升，具有技术和激励制度优势的改制的上市设计院，订单都爆发式增长。勘设股份设计订单 16 年同比增长 57%，17 年上半年增长 140%。(2) 山地交通设计优势明显，助力开拓省外市场。贵州省复杂的地质地理条件，锻炼了公司在地质环境复杂地区工程勘察设计能力，完成了山区高速公路 8,000 余公里工程可行性研究，3,500 余公里高速公路的勘察设计工作，可以有力提高公司在类似地质条件地区，如在云南、西藏、四川等地的市场竞争力，有利于未来市占率的提升。(3) 公司优势市场设计需求旺盛，促进公司快速成长。公司有优势的中西部地区基础设施还有较大缺口，“十三五”期间还有较大发展空间。仅贵州、云南两省为例，2016 年贵州印发《贵州省高速公路网规划（加密规划）》，大幅提高贵州高速建设空间，2016 年中央对云南省国高网项目补助比例提高至建安工程费的 50%，云南高速路建设迎来爆发期。云贵两省“十三五”交通投资额规划过万亿，公路投资达 10160 亿元，对应设计需求 200 亿，而勘设股份 16 年公路设计收入仅 5.16 亿。(4) 长期看市占率提升和进入新设计领域保证公司持续增长：历史上看设计企业在行业增长放缓时也能保持 20%以上持续增长，具备抗风险能力。当前行业景气度刚开始提升，时间上具有持续性。公司未来将通过不断省外和海外扩张，提高市占率，以及调整业务结构，提高市政、水运、轨道交通等领域设计的占比，保持长期成长性。

### 股价表现的催化剂

订单超预期；业绩超预期；西南地区公路投资超预期。

### 核心假设风险

省外扩张难度超预期；产能不达预期。

## 目录

---

<b>1. 西部勘察设计第一股——勘设股份 .....</b>	<b>6</b>
1.1 深耕工程咨询与承包，项目成果丰硕 .....	6
1.2 收入结构改善，净利润增速不断提高 .....	7
<b>2. 西部地区“十三五”基础设施补缺，基建设计先行 .....</b>	<b>9</b>
2.1 基建设计行业景气度从 16 年开始大幅提升 .....	9
2.2 交通基础建设需求驱动行业增长，中西部成为发展重点 .....	10
2.3 PPP 新模式为工程咨询服务业带来更多发展契机 .....	14
<b>3. 勘设股份技术优势突出，多维度改善业务结构 .....</b>	<b>15</b>
3.1 山地交通工程技术优势助力省外市场顺利开拓 .....	15
3.2 订单高速增长，结构持续改善 .....	17
<b>4. 上市后财务费用率将获得改善，利润率有望进一步提高 ..</b>	<b>18</b>
<b>5. 盈利预测与估值 .....</b>	<b>20</b>

## 图表目录

图 1: 贵阳市牛郎关互通立交获贵州省优秀工程勘察设计一等奖.....	6
图 2: 凯里至麻江高速公路省第十三次优秀工程设计一等奖.....	6
图 3: 红水河特大桥采用顶推施工钢主架, 为山区斜拉桥设计的典型代表.....	6
图 4: 贵阳高新区信息软件中心改造项目是高科集团 2015 年度重点项目之一.....	6
图 5: 勤设股份股权结构较为分散, 不存在控股股东和实际控制人.....	7
图 6: 营业收入稳定增长.....	7
图 7: 2016 年净利润增速由负转正, 大幅提升.....	7
图 8: 2012-2016 公司分业务占比情况 (%).....	8
图 9: 公司收入主要集中在公路行业 (%).....	8
图 10: 2012-2016 公司省外业务逐渐扩张.....	9
图 11: 2012-2017Q2 公司分业务毛利率变化情况.....	9
图 12: 部分省市“十三五”公路新增里程规划.....	9
图 13: 西部多地区“十三五”高速公路新增里程规划出现较大幅度增加.....	9
图 14: 全国基建投资近几年保持 20%左右增长.....	10
图 15: 全国工程勘察设计企业收入增速快速提升.....	10
图 16: 2017 年以来交通固定资产投资增速大幅提高.....	11
图 17: 2017 年以来公路建设固定资产投资增速大幅提升至 30%.....	11
图 18: 大部分省、市“十三五”交通投资规划较“十二五”完成额均大幅增长.....	11
图 19: 新疆、云南、贵州等西部地区“十三五”公路投资规划增幅较大.....	11
图 20: 2017 年各地及交通投资规划继续呈现走高态势.....	12
图 21: 贵州省高速公路长期保持快速发展.....	13
图 22: 云南省 2007 年以来高速公路缓慢发展.....	13
图 23: 贵州省自 2013 年以来市政投资大幅提升.....	14
图 24: 云南省自 2013 年市政建设迎来新一轮投资.....	14
图 25: 2014 年 1 月至 2017 年 7 月, 云南、四川和河北累计实施 PPP 金额排名前三.....	14
图 26: 2014 年 1 月至 2017 年 7 月, 交通运输、市政工程板块 PPP 成交额遥遥领先.....	14
图 27: 优秀设计类公司将受益于 PPP 模式推进.....	15
图 28: 贵州省自然条件使得公路建设的设计与施工难度较大(晴隆二十四拐) ..	16

图 29: 贵州境内工程地质条件复杂 (遵义凉风垭七十二湾) .....	16
图 30: 云南市场开拓顺利, “十三五” 逐步发力 .....	16
图 31: 公司咨询设计新签订单高速增长 .....	17
图 32: 工程咨询业务承接快速增长, 占比提高 .....	17
图 33: 公路以外行业承接设计咨询业务不断增加 .....	17
图 34: 省外新签增速大幅提升, 占比持续提高 .....	17
图 35: 公司 ROIC 指标处于行业中上游水平 (%) .....	18
图 36: 公司 ROE 指标处于行业最高水平 (%) .....	18
图 37: 公司毛利率自 2015 年逐渐改善 (%) .....	19
图 38: 公司净利率近年不断改善 (%) .....	19
图 39: 公司销售和管理费用控制处于行业上游 (%) .....	19
图 40: 公司财务费用控制水平较低 (%) .....	19
图 41: 公司经营性现金流净额处于行业中游水平 (%) .....	19
图 42: 公司收现比处于行业中游 (%) .....	19
图 43: 资产负债率行业最高 (%) .....	20
表 1: 贵州省、云南省 “十三五” 交通规划 .....	13
表 2: 可比公司估值表 .....	20

## 1. 西部勘察设计第一股——勘设股份

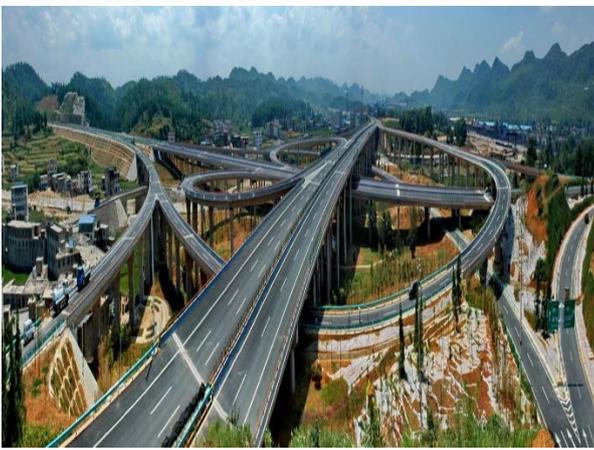
### 1.1 深耕工程咨询与承包，项目成果丰硕

勘设股份主营业务为工程咨询与工程承包，致力于为公路、市政、建筑、水运等行业提供全过程专业技术服务。公司主要提供公路、桥梁、隧道等领域的勘察、设计、咨询、总承包等工程技术服务，核心业务是公路行业的工程咨询与工程承包。

公司前身为贵州省交通规划勘察设计研究院，公司成立于1958年，2001年10月由事业单位转型为国有企业，2010年4月改制为股份有限公司，于2017年8月9日在上交所上市。

公司业务以贵州省为主，在科研能力、企业品牌和资质等级等方面经过多年的深耕积淀，已经成长为贵州省工程咨询服务领域领先地位的龙头企业。2014-2016年勘设股份承担的公路行业勘察设计业务总量占整个贵州省公路勘察业务量的三分之一，市占率较为稳定。作为贵州省内工程咨询服务领域领先的龙头企业，公司近年来承担了许多经典项目和获奖项目，如贵阳市牛郎关互通立交、红水河特大桥、贵州省高速公路ETC建设规划等。

图 1：贵阳市牛郎关互通立交获贵州省优秀工程勘察设计一等奖



资料来源：公司招股说明书、申万宏源研究

图 2：凯里至麻江高速公路省第十三次优秀工程设计一等奖



资料来源：公司招股说明书、申万宏源研究

图 3：红水河特大桥采用顶推施工钢主架，为山区斜拉桥设计的典型代表

图 4：贵阳高新区信息软件中心改造项目是高科集团2015年度重点项目之一

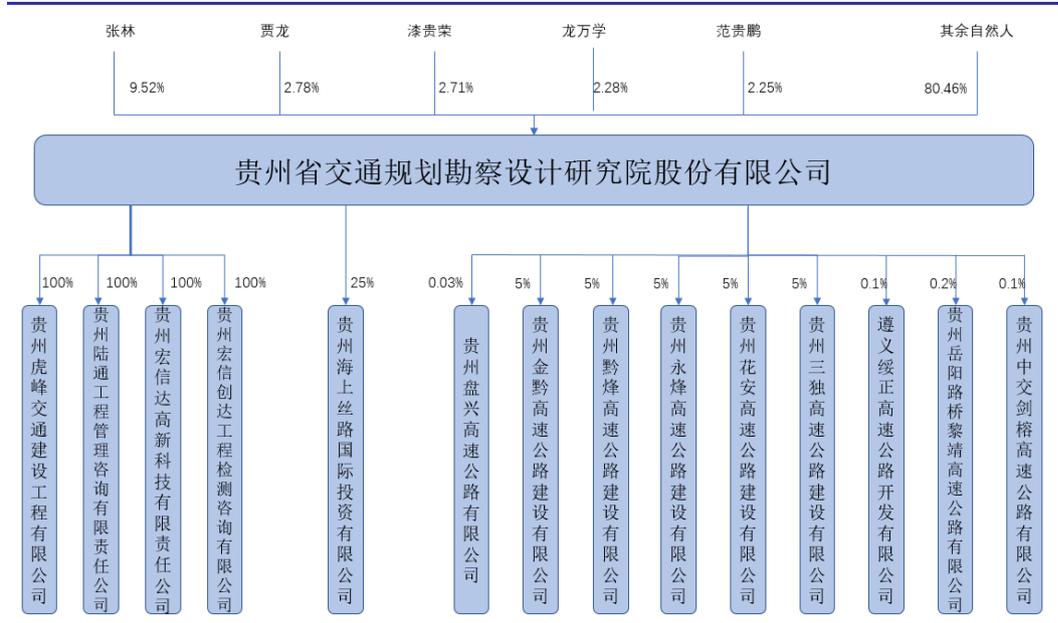


资料来源：公司招股说明书、申万宏源研究



资料来源：公司招股说明书、申万宏源研究

图 5：勘设股份股权结构较为分散，不存在控股股东和实际控制人



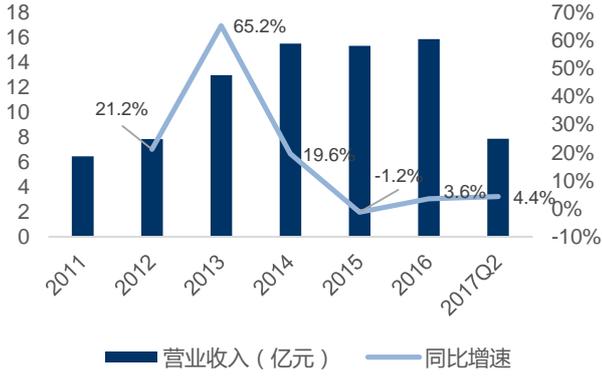
资料来源：公司公告、申万宏源研究

## 1.2 收入结构改善，净利润增速不断提高

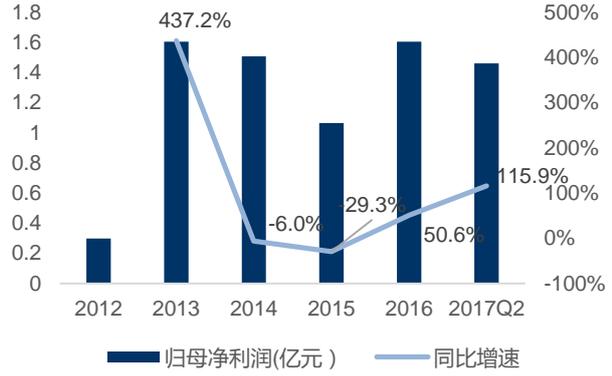
公司近年收入保持增长态势，随着结构改善，净利润增速不断提高。2014 年至 2016 年，营业收入同比增长 19.6%、-1.2%和 3.6%，而净利润同比增速分别为-6.0、-29.3%和 50.6%。2016 年净利润增速大幅超过收入增速，主要是公司收入结构改善，利润率较高的咨询业务快速增长。2017 年年初至今，公司经营状况持续向好，业务发展态势良好，2017 年上半年实现营业收入增速 4.4%，净利润同比增速 115.9%，增长呈现加速态势。

图 6：营业收入稳定增长

图 7：2016 年净利润增速由负转正，大幅提升



资料来源: Wind、申万宏源研究



资料来源: Wind、申万宏源研究

公司主营业务为工程咨询与工程承包，主要提供公路、桥梁、隧道等领域的勘察、设计、咨询、总承包等工程技术服务，核心业务是公路行业的工程咨询与工程承包。其中，工程咨询收入贡献率达 66%。2016 年，工程咨询业务营收 10.51 亿元，同比增长 11.3%，营业收入占总营收比重为 66.3%；工程承包业务营收 5.28 亿元，同比下降 9.1%，营业收入占总营收比重为 33.3%。

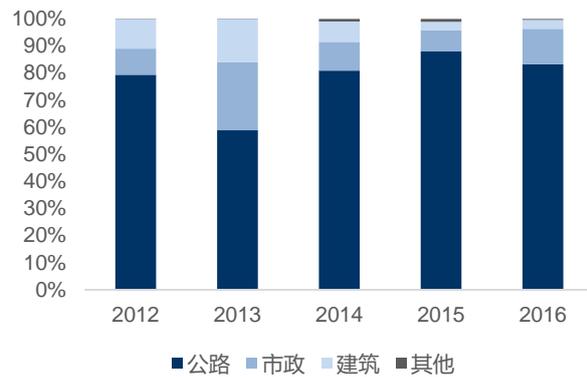
公司的业务集中在公路行业的工程咨询和工程承包。从收入的行业分布来看，公司的业务比较集中，公路行业收入达到 80% 以上，2014-2016 年，公司来自公路行业的收入占有所有行业的百分比分别为 80.9%、88.0%、83.3%。

图 8: 2012-2016 公司分业务占比情况 (%)



资料来源: Wind、申万宏源研究

图 9: 公司收入主要集中在公路行业 (%)

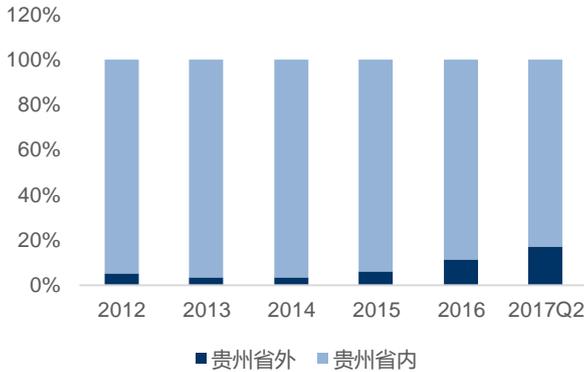


资料来源: Wind、申万宏源研究

公司主要立足贵州省内市场，辐射全国，涉足海外。近年来公司积极拓展全国业务布局，省外业务占比逐渐增加，2012 年省外业务实现收入 0.38 亿元，占比约 4.8%，2016 年营收 1.79 亿元，占比上升为 11.3%。同时，省外业务保持高速增长，2016 年国内省外业务同比增加 90.41%。

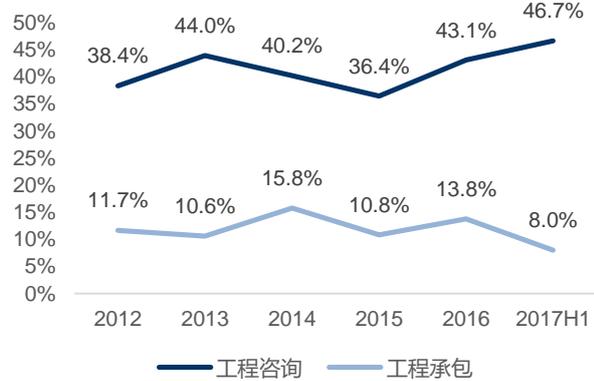
公司毛利率基本稳定，分业务中工程咨询毛利最高。工程咨询作为营收贡献率最高的业务，毛利率呈现一定波动性，总体维持在 40%左右。工程承包由于规模较小，比较容易受单个项目参数影响出现波动，2012-2016 年间大致处于 10%至 15%之间。

图 10: 2012-2016 公司省外业务逐渐扩张



资料来源: Wind、申万宏源研究

图 11: 2012-2017Q2 公司分业务毛利率变化情况



资料来源: Wind、申万宏源研究

## 2. 西部地区“十三五”基础设施补缺，基建设计先行

### 2.1 基建设计行业景气度从 16 年开始大幅提升

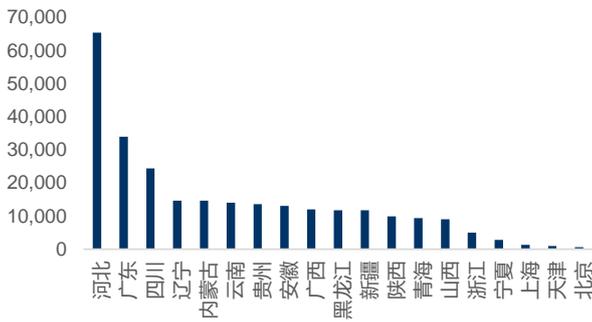
基建设计行业 16 年开始景气度提升，交通运输发展需求旺盛。伴随“十三五”规划从 2016 年开始逐步落地，各省市都不同程度上调了基建的投资规划，由于设计先行，从而带来基建设计行业 16 年开始需求大幅提升。

各省市不同程度上调公路、市政等规划，带来大量新增市场需求。仅从公路角度来看，全国公路“十三五”规划新增达 42.3 万公里，高速公路“十三五”规划新增达 2.65 万公里，“十三五”期间复合增速约 4%，其中甘肃、内蒙古、云南、青海、广西、广东、贵州等地 CAGR 超过 9%。

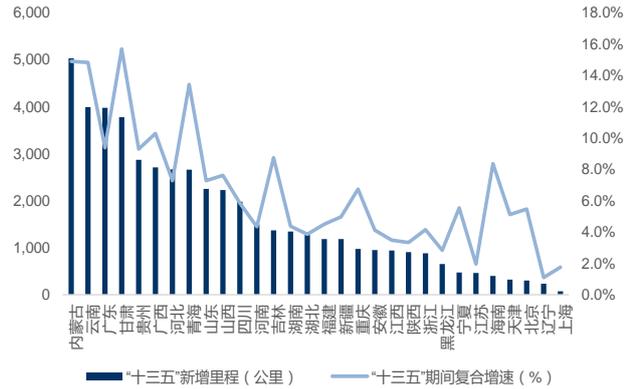
图 12: 部分省市“十三五”公路新增里程规划

图 13: 西部多地区“十三五”高速公路新增里程规划出现较大幅度增加

各省、市“十三五”规划新增公路里程（公里）



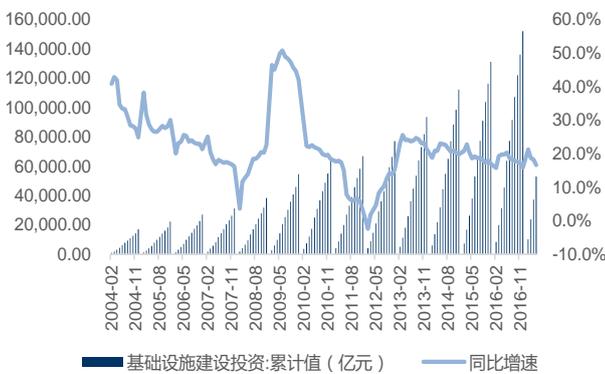
资料来源：各省、市“十三五”交通规划、申万宏源研究



资料来源：各省、市“十三五”交通规划、申万宏源研究

地方政府换届基本完成，规划设计招标加速，行业收入增速提升，优质企业订单爆发式增长。规划设计一般领先工程投资 1-2 年时间，地方政府换届 1 年后，设计需求会比较旺盛，行业从 16 年底开始景气度不断提升，同年全国工程勘察设计企业营业收入增速达 23%，相较去年同期 0% 的增速显示出极强的回暖特征。微观层面，具有技术和激励制度优势的改制的上市设计院，订单基本呈现爆发式增长。

图 14：全国基建投资近几年保持 20% 左右增长



资料来源：Wind、申万宏源研究

图 15：全国工程勘察设计企业收入增速快速提升



资料来源：住建部、申万宏源研究

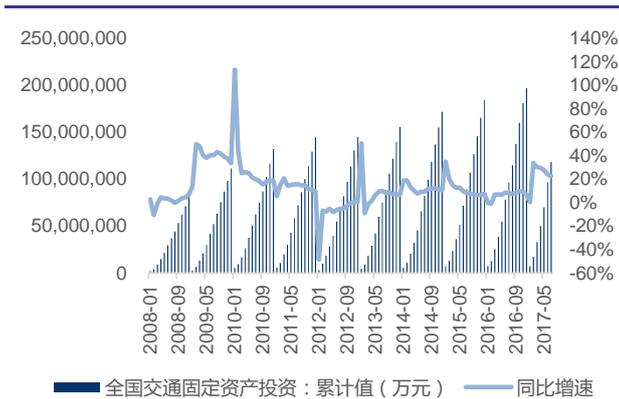
## 2.2 交通基础设施建设需求驱动行业增长，中西部成为发展重点

公司主要为交通领域建设工程提供咨询和工程承包业务，覆盖公路、市政、建筑、水运等行业，其中公路为核心业务，以交通运输行业为首的多行业“十三五”规划提出的预期目标是行业持续增长的动力。

“十三五”时期仍是我国交通运输发展的重要战略机遇期，长期向好的基本面没有改变，全国交通投资规模将继续攀升。据《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》，“十二五”时期，全国交通运输基础设施累计完成投资 13.4 万亿元，是“十一五”时期的

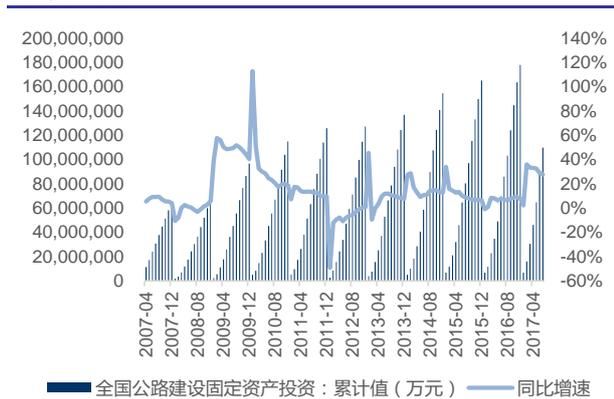
1.6 倍，整体交通基础设施水平全面跃升。进入“十三五”时期，我国交通运输将进入现代化建设新阶段，交通部预计交通运输投资规模“十三五”期间将达到 15 万亿，其中铁路 3.5 万亿，公路 7.8 万亿，较“十二五”期间公路投资完成额 7.1 万亿增幅达 10%。自 2017 年以来交通固定资产投资增速大幅提升，维持在 30% 左右，与补短板政策带来的公路板块投资增速大幅提升息息相关。

图 16: 2017 年以来交通固定资产投资增速大幅提高



资料来源：Wind、申万宏源研究

图 17: 2017 年以来公路建设固定资产投资增速大幅提升至 30%



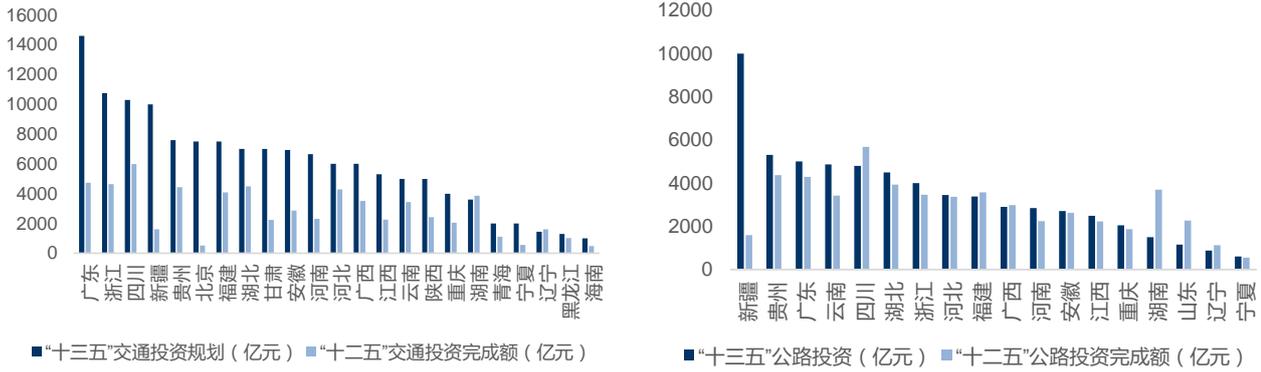
资料来源：Wind、申万宏源研究

与中、东部经济相对发达地区相比，西部地区交通基础设施落后，成为“十三五”发展的重中之重。西部大开发以来，西部地区经济发展和交通基础设施建设取得了长足进步，但由于历史原因，西部交通基础设施落后状况仍未根本改变。《西部大开发“十三五”规划》明确，继续加强交通、水利等基础设施建设，着力构建“五横四纵四出境”综合运输大通道，强化设施管护，提升基础保障能力和服务水平。

根据我们对全国各省、市“十三五”交通投资规划不完全统计，除个别省份外，大部分省、市交通投资较“十二五”时期出现较大增长，多数地区公路投资亦有所提高，其中增幅较大的主要是新疆、云南、贵州、广东等西部地区，内蒙古、云南、广东、甘肃等地“十三五”新增高速公路里程均达到 3700 公里以上。2016 年中西部地区的多个省份交通投资呈现井喷式增长，2017 年各地规划呈现继续加大投资力度态势，新疆、浙江、湖南、重庆 2017 年计划相比 2016 年投资完成额大幅度提升，而贵州、云南、四川、广东等地维持高位，除浙江外，投资力度较大的省、市主要集中在西南地区。

图 18: 大部分省、市“十三五”交通投资规划较“十二五”完成额均大幅增长

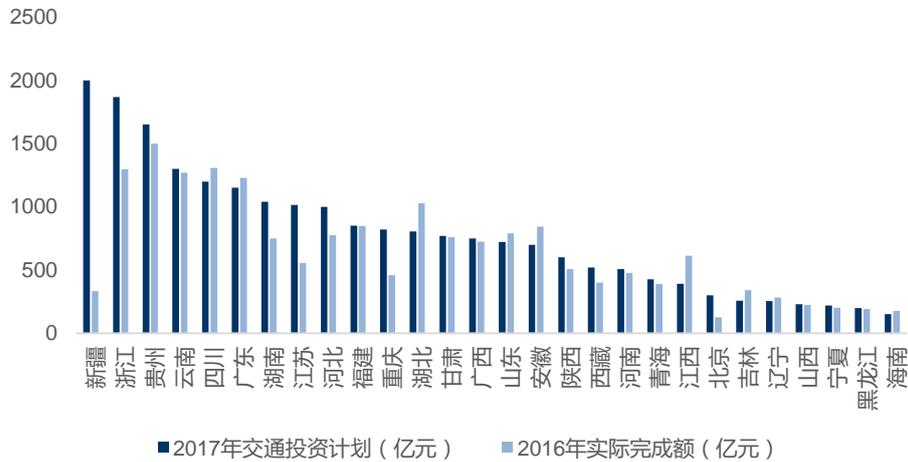
图 19: 新疆、云南、贵州等西部地区“十三五”公路投资规划增幅较大



资料来源：各省、市“十三五”交通规划、申万宏源研究

资料来源：各省、市“十三五”交通规划、申万宏源研究

图 20：2017 年各地及交通投资规划继续呈现走高态势



资料来源：各省、市交通运输工作会议、申万宏源研究

仅贵州、云南两省“十三五”交通投资额已过万亿，公路投资达 10160 亿元，“十三五”新增高速公路里程达 6866 公里，对应设计需求 200 亿，而勘设股份 16 年公路设计收入仅 5.16 亿。西部地区力度极大的交通建设投资成为培育公司成长的沃土。

2016 年，贵州省交通运输厅印发《贵州省高速公路网规划（加密规划）》，提出“十三五”期间，全省高速公路规划总里程将达到 10,196 公里，截至 2015 年底，贵州省高速公路达到 5,128 公里，“加密规划”大幅提升了贵州省公路建设的空间，派生出大量新的规划设计需求。

云南省作为公司大力拓展的省外市场，在补助政策助推下，“十三五”迎来高速公路建设爆发期，公路建设投资额空前加大。2007 年以来云南省高速公路发展缓慢，“十三五”迎来政策补助，中央对云南省国高网项目补助比例提高至建安工程费的 50%，项目资本金平均可达总投资的 35%；省级财政每年也安排了 30 亿元的国高网专项补助资金，地高网每公里 1000 万元的补助资金。在此背景下，云南省“十三五”交通建设投资 5000 亿元，

其中主要为公路投资，规划额达 4860 亿元，较“十二五”时期公路投资完成额增加 1442 亿元，增幅达 42%。

此外，公司已在成都、云南、福建、浙江、深圳、佛山设立分公司，为进入西南地区其他市场逐步进行准备，未来将受益于西南地区高额交通基础设施建设投资。

图 21: 贵州省高速公路长期保持快速发展



资料来源: WIND、申万宏源研究

图 22: 云南省 2007 年以来高速公路缓慢发展



资料来源: WIND、申万宏源研究

表 1: 贵州省、云南省“十三五”交通规划

地区	时间	部门	文件	主要内容
贵州省	2016 年 2 月	贵州省人民政府	《贵州省国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》	贵州省基本形成综合立体交通体系，铁路营业里程达到 4000 公里以上，其中高速铁路里程达到 1500 公里以上，高速公路通车里程达到 7000 公里。内河航道运输能力明显提高，航道里程达 3950 公里，其中高等级航道 950 公里。
	2016 年 12 月	贵州省交通运输厅	《贵州省高速公路网规划（加密规划）》	明确指出贵州省将构建“中心集聚、多极辐射、互联互通、覆盖广泛、能力充分、衔接顺畅”的省域高速公路网络，全省高速公路网规划总里程将达到 10196 公里，其中，国家高速 4127 公里、省级高速 3641 公里、地方高速 2428 公里。
云南省	2016 年 1 月	云南省人民政府	《云南省国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》	提出施网络强国战略，加快构建高速、移动、安全、泛在的新一代信息基础设施，加快完善水利、铁路、公路、水运、民航、通用航空、管道、邮政等基础设施网络。
	2016 年 3 月	云南省交通运输厅	《云南省公路水路邮政交通运输“十三五”发展规划》	水运投资 100 亿元，新增 800 公里，高速公路投资 6500 亿元，新增 4000 公里，农村公路投资 500 亿元，新改建 50000 公里，国道改造投资 400 亿元，改造 2900 公里。

资料来源: 申万宏源研究

公司市政业务收入贡献仅次于公路业务,2016 年底收入占比约为 13%,呈现增长态势,未来将继续受益贵州省及周边省份市政投资热潮。贵州省自 2013 年以来市政投资完成额出现大幅提升,此后延续高额投资,周边云南省虽然 2015 年投资完成额仅为贵州省的 50%左右,但同样自 2013 年以来出现快速增长。

图 23: 贵州省自 2013 年以来市政投资大幅提升



资料来源: WIND、申万宏源研究

图 24: 云南省自 2013 年市政建设迎来新一轮投资

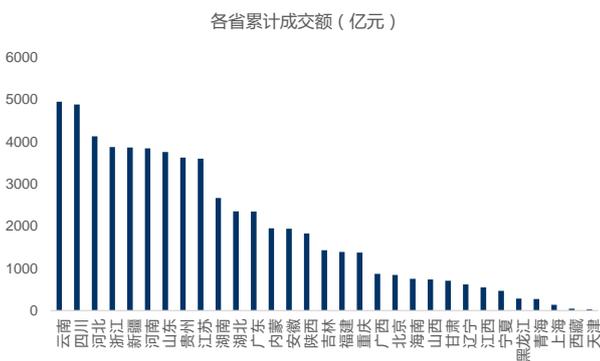


资料来源: WIND、申万宏源研究

### 2.3 PPP 新模式为工程咨询服务业带来更多发展契机

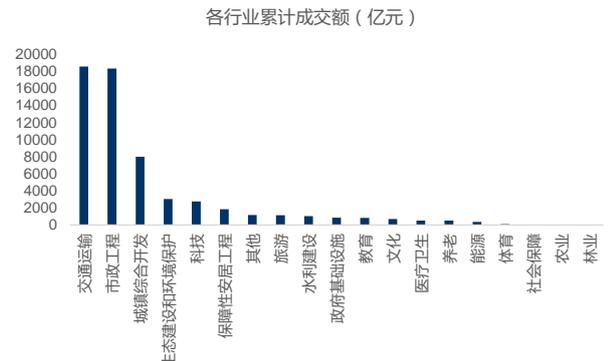
PPP 新模式为中西部顺利实现高额交通运输投资提供可能。铁路、公路、机场、港口等交通运输项目普遍的特征，投资规模大，运营期限长，仅仅依靠政府投资是远远不够的，PPP 模式的出现能够通过吸引社会资本参与进一步加快补齐交通运输设施的短板。特别是中西部地区经济发展程度相对较弱，如何落实项目资金是关键，中西部地区要构建多元筹资的投融资新机制，充分发挥 PPP 模式在交通投资领域的应用能够为其顺利实现交通运输投资计划提供有效落地途径。

图 25: 2014 年 1 月至 2017 年 7 月，云南、四川和河北累计实施 PPP 金额排名前三



资料来源: 龙元明城 PPP 数据库、申万宏源研究

图 26: 2014 年 1 月至 2017 年 7 月，交通运输、市政工程板块 PPP 成交额遥遥领先



资料来源: 龙元明城 PPP 数据库、申万宏源研究

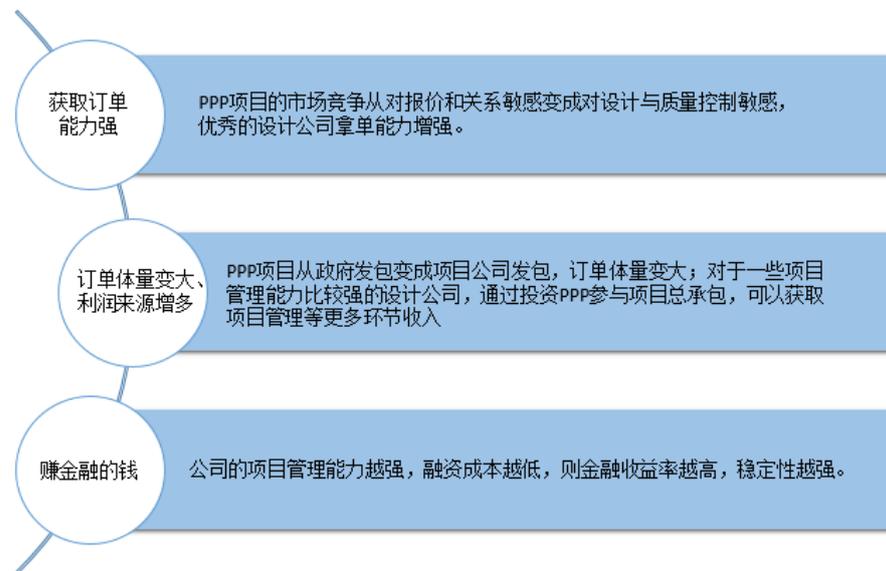
PPP 模式将给供给产业链上的规划、勘察、设计、咨询、施工、运维等各个环节带来长期需求，优秀设计类公司受益于 PPP 模式的推进：

1) **获取订单的能力增强。**PPP项目的市场竞争从对报价和关系敏感变成对设计与质量控制敏感，优秀的设计公司拿单能力增强；

2) **订单体量变大，利润来源增多。**PPP项目从政府发包变成项目公司发包，一个项目原本非常分散的订单有望集中在有实力的少数公司手上，订单体量变大；对于一些项目管理能力比较强的设计公司，通过投资PPP参与项目总承包，还可以获取项目管理等更多环节的收入；

3) **赚金融的钱。**有实力的企业能够整合资源做项目公司的劣后，树立一定PPP项目建设品牌以后，就可以获得较低的融资成本，通过设立PPP投资基金，获取金融收益。公司的项目管理能力越强，融资成本越低，则金融收益率越高，稳定性越强。

图 27：优秀设计类公司将受益于 PPP 模式推进



资料来源：申万宏源研究

### 3. 勘设股份技术优势突出，多维度改善业务结构

#### 3.1 山地交通工程技术优势助力省外市场顺利开拓

贵州省复杂的地质地理条件，锻炼了公司在地质环境复杂地区工程勘察设计能力，积累了丰富的经验、技术措施以及相关工程业绩，可以有力提高公司在类似地质条件地区和类似技术应用领域的市场占有率和市场竞争能力，具有较为突出的比较优势。

贵州省的自然条件使得公路建设的设计与施工难度较大，全境地处云贵高原，地势西高东低，92.5%的面积为山地和丘陵，地形横坡极陡，沟壑纵横，可耕地少，属典型的喀斯特地貌。贵州境内地层分布较多，岩性种类多样，工程地质条件极为复杂，崩塌、堆积、

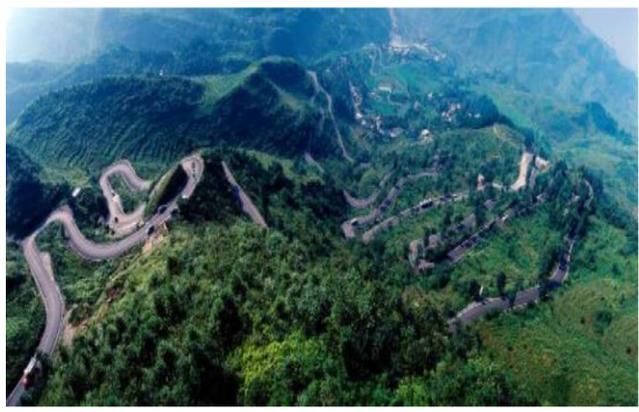
卸荷危岩、岩溶洞穴、古滑坡和工程滑坡等不良地质情况极为常见，同时因矿产资源丰富，采空区和煤层瓦斯大量存在。公司在极其复杂的地形、地质条件下，完成了山区高速公路8,000余公里工程可行性研究，3,500余公里高速公路的勘察设计工作，在路线总体、特大桥梁、特长隧道、工程地质勘察和试验检测等方面积累了丰富的经验，掌握了各领域多项关键技术。

图 28：贵州省自然条件使得公路建设的设计与施工难度较大（晴隆二十四拐）



资料来源：招股说明书、申万宏源研究

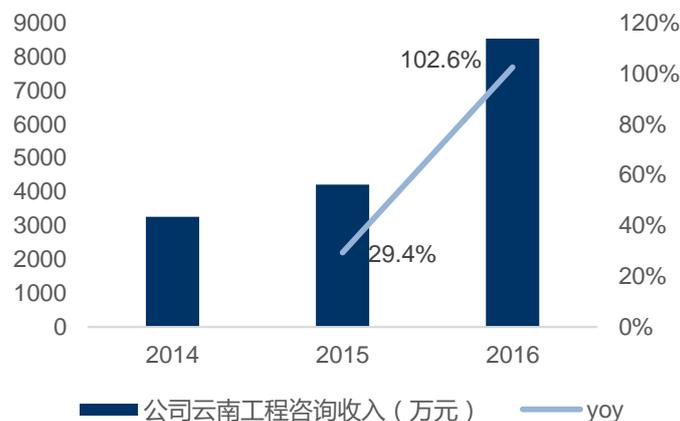
图 29：贵州境内工程地质条件复杂（遵义凉风垭七十二湾）



资料来源：招股说明书、申万宏源研究

凭借极强的山地交通工程技术优势，公司顺利开拓云南等其他地区。公司高度重视省外市场开发，紧握“十三五”云南等地区公路建设投资额度空前加大机遇，凭借极强的山地交通工程技术优势，取得良好进展。“十三五”开局，贵州省周边尤其是云南市场开始发力，2014-2016 年公司在云南省工程咨询收入年均增长率达 65.98%，2016 年承接云南高速公路勘察设计业务 3.64 亿元，约占同期云南市场 20% 的份额，公司在西南地区具有极强的业务竞争力。

图 30：云南市场开拓顺利，“十三五”逐步发力

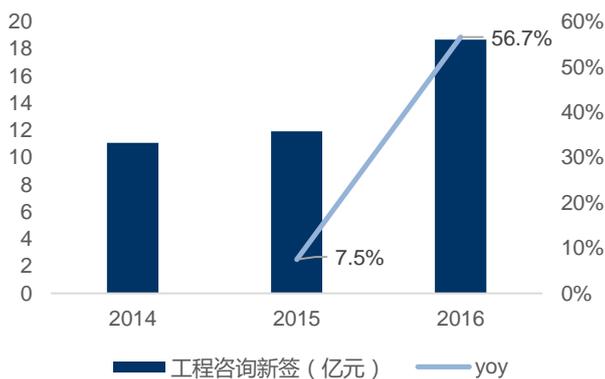


资料来源：公司公告、招股说明书、申万宏源研究

### 3.2 订单高速增长，结构持续改善

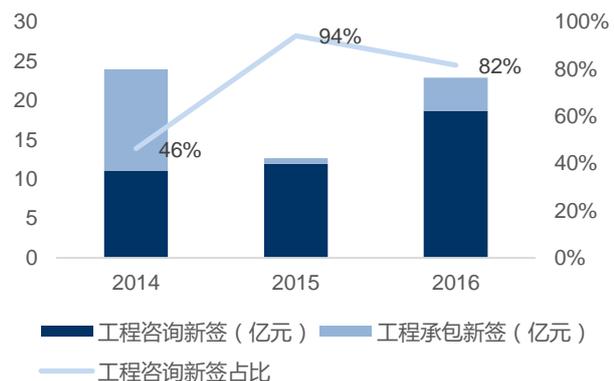
公司新签订单持续高速增长，业务结构持续改善。2016年至2017年上半年，公司新签设计咨询订单快速增长，2017年上半年新承接合同额约15.9亿元，同比增长140.62%。从业务类型角度看，工程承包由于规模相对较小，波动较大，但是利润率较高的工程咨询业务呈现稳定增长态势，占比提高；从业务行业角度看，公路以外的市政、建筑等行业设计咨询业务稳步增加，订单行业结构不断改善，逐渐避免对单一行业的依赖；从业务地区看，省外新签大幅提升，占比从2014年的2.7%快速提升至2016年的24.9%。总体而言，不论从哪个角度分析，公司订单结构都处于不断优化过程中，公司未来业绩将不断受益于业务结构改善。

图 31：公司咨询设计新签订单高速增长



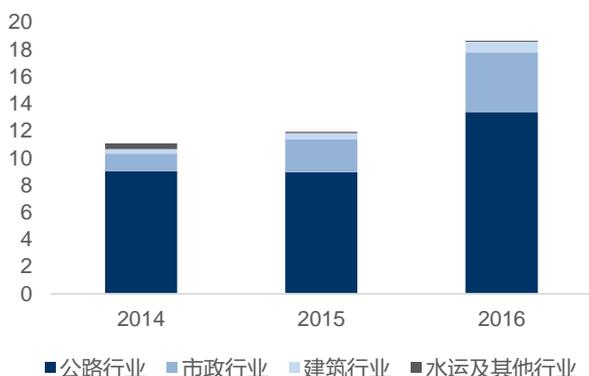
资料来源：公司公告、招股说明书、申万宏源研究

图 32：工程咨询业务承接快速增长，占比提高



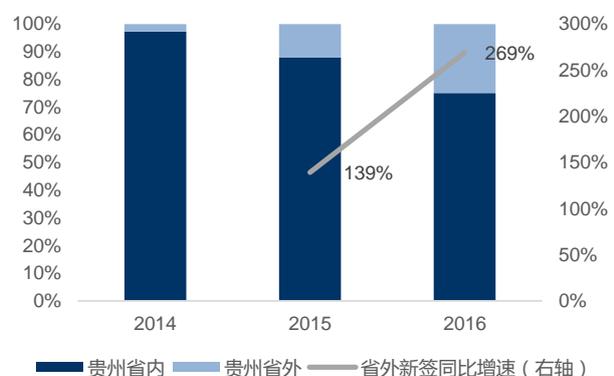
资料来源：公司公告、招股说明书、申万宏源研究

图 33：公路以外行业承接设计咨询业务不断增加（单位：亿元）



资料来源：公司公告、招股说明书、申万宏源研究

图 34：省外新签增速大幅提升，占比持续提高（%）



资料来源：公司公告、招股说明书、申万宏源研究

未来横向拓展行业覆盖范围、发展省外和海外市场将始终公司战略发展要点，业务结构有望持续获得改善。

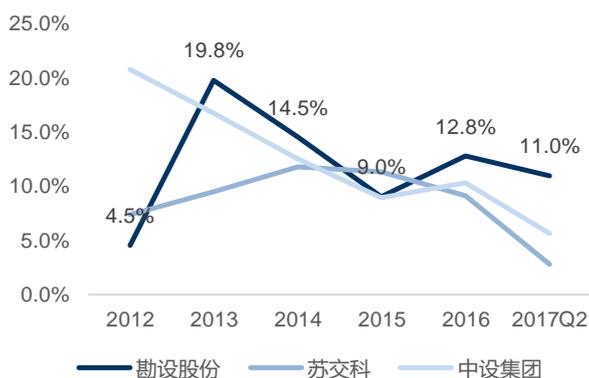
一方面，公司将继续横向拓宽行业覆盖程度，纵向延伸产业链，充分发挥总承包经验优势，不断发掘和培育营业收入增长点，在保证公路、市政、建筑和水运 4 个行业持续增长的情况下，向轨道交通和综合管廊行业发展，力争实现“4+2”格局；

另一方面，在巩固贵州省内市场的同时，积极向与贵州山区地形、地质条件相似省份拓展；同时以“借船出海”方式为国内在海外有业务的央企提供专业技术支持，取得勘察设计、工程管理、工程总包等相关业务；以“造船出海”方式在国家“一带一路”宏观战略指引下，与国内企业组建合营企业，拓展印度基础设施建设市场。针对印度市场，公司早在 2014 年已与贵州长通电气有限公司、贵州兴中元投资开发有限公司合资设立海上丝路，依托贵州省与安得拉邦签订的“友好省邦”为契机，拟按独立咨询投标和联合体融资建设等方式，全方位参与印度基础设施建设。

## 4. 上市后财务费用率将获得改善，利润率有望进一步提高

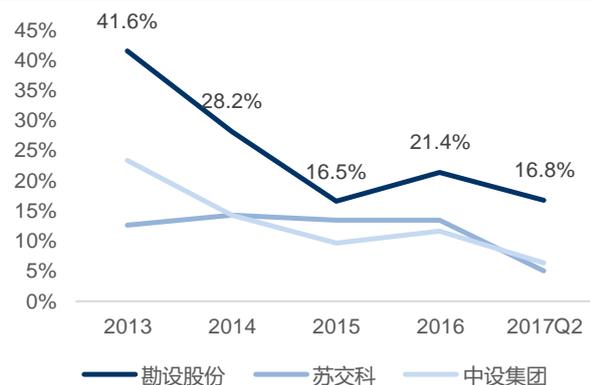
自 2013 年以来，设计类公司的 ROIC 和 ROE 出现一定程度下滑，勘设股份今年与同行业公司相比具有领先优势。公司 2014 年至 2016 年的 ROIC 分比为 14.5%，9.0%，12.8%，对应的 ROE 分别为 28.2%，16.5% 和 21.4%。

图 35：公司 ROIC 指标处于行业中上游水平（%）



资料来源：Wind、申万宏源研究

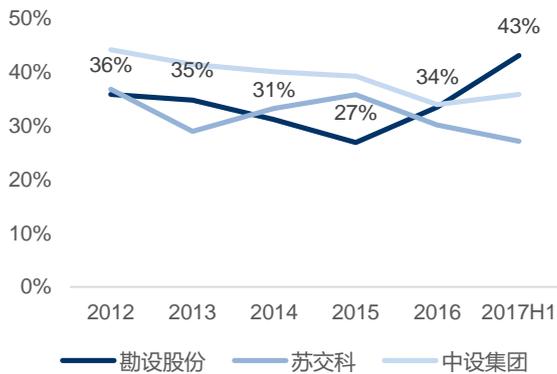
图 36：公司 ROE 指标处于行业最高水平（%）



资料来源：Wind、申万宏源研究

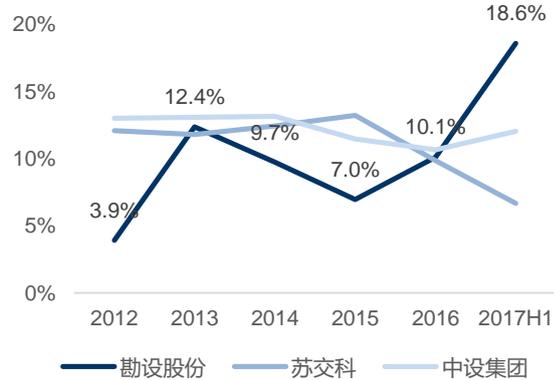
公司毛利率和净利率得益于业务结构改善，2015 年以来处于快速上升期。2014 年至 2016 年公司的毛利率分别为 27%、34%、43%，净利率分别为 9.7%、7.0%、10.1%，处于行业上游水平。

图 37: 公司毛利率自 2015 年逐渐改善 (%)



资料来源: Wind、申万宏源研究

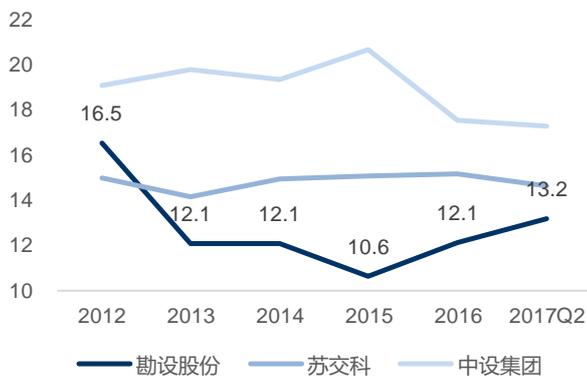
图 38: 公司净利率近年不断改善 (%)



资料来源: Wind、申万宏源研究

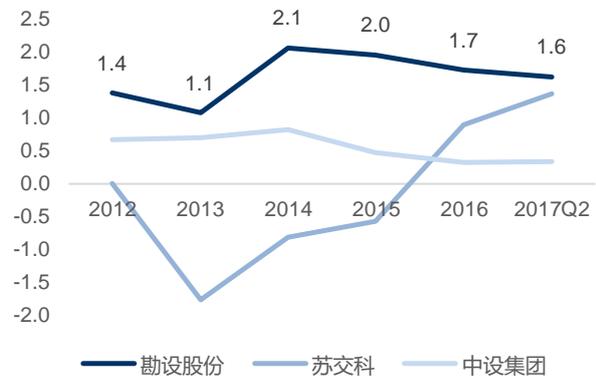
公司销售和管理费用率控制行业领先，财务费用控制水平较低。公司销售和管理费用控制能力位于行业上游水平，2014-2017 年上半年，公司的销售费用和管理费用率与同业相比一直维持在较低水平。公司财务费用率较高，主要原因是公司 2014 年新建办公楼竣工停止流动资金利息资本化和 2015 年同比新增借款规模所致。随着上市后获得融资，未来财务费用率控制将大幅改善

图 39: 公司销售和管理费用控制处于行业上游 (%)



资料来源: Wind、申万宏源研究

图 40: 公司财务费用控制水平较低 (%)



资料来源: Wind、申万宏源研究

公司目前现金流表现良好，收现比与行业相近。2012 年以来，公司经营性现金流总体随业务增长稳定提高，2015 到 2016 年公司经营性现金流净额出现较大波动，主要原因是公司所处工程技术服务行业回款有一定季节性，2017 年春节时间在 1 月，导致 2016 年回款较为集中，相对的影响到了 2015 和 2017 年上半年经营性现金流净额。

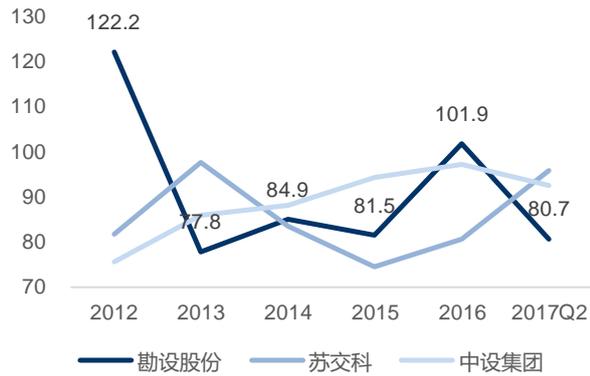
图 41: 公司经营性现金流净额处于行业中游水平(单

图 42: 公司收现比处于行业中游 (%)

位：亿元)



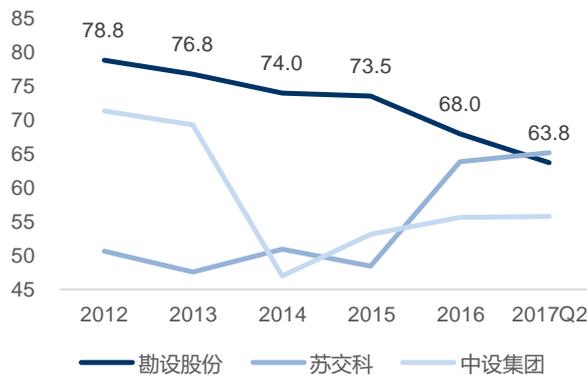
资料来源：Wind、申万宏源研究



资料来源：Wind、申万宏源研究

公司资产负债率行业最高。上市前公司融资渠道有限，资产负债率相对较高，但整体处于下降趋势，2017年上半年下降至63.8%，上市后有望进一步降低。

图 43：资产负债率行业最高 (%)



资料来源：Wind、申万宏源研究

## 5. 盈利预测与估值

首次覆盖给予“增持”评级：预计公司17年-19年净利润为2.81亿/3.82亿/5.04亿，增速分别为75%/36%/32%；对应PE分别为27X/19X/15X，给予增持评级。

勘设股份目前动态市盈率27倍估值，低于行业平均37倍，我们认为公司山地交通设计实力强，所在市场发展前景好，16-17年订单增速高，未来有望获得超越行业平均的增速，有较高投资价值。

表 2：可比公司估值表

2017/9/13	总市值 (亿元)	16年净利润 (亿元)	预计17年净利润 (亿元)	预计17年PE	17年增速
-----------	----------	-------------	---------------	---------	-------

苏文科	119	3.79	4.93	24.21	30%
中设集团	69	2.10	2.94	23.48	40%
华建集团	89	2.41	3.14	28.26	30%
启迪设计	46	0.62	0.69	66.83	11%
中衡设计	49	1.21	1.54	31.60	27%
合诚股份	34	0.58	0.75	45.77	30%
平均	68	1.79	2.33	36.69	28%
勘设股份	75	1.61	2.81	26.53	75%

资料来源：Wind、申万宏源研究

附表 1：合并损益表（单位：百万元）

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,531	1,586	1,848	2,559	3,348
营业总成本	1,408	1,388	1,505	2,094	2,735
营业成本	1,120	1,055	1,129	1,602	2,084
营业税金及附加	21	14	15	20	27
销售费用	11	19	24	33	44
管理费用	151	173	206	272	350
财务费用	30	27	12	4	5
资产减值损失	75	100	119	162	226
公允价值变动损益	(0)	0	0	0	0
投资收益	(1)	(3)	0	0	0
营业利润	122	195	342	465	613
营业外收支	8	1	0	0	0
利润总额	130	196	342	465	613
所得税	24	35	61	83	109
净利润	107	161	281	382	504
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	107	161	281	382	504

资料来源：Wind、申万宏源研究

附表 2：合并现金流量表（单位：百万元）

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	107	161	281	382	504
加：折旧摊销减值	110	134	152	197	264
财务费用	40	29	12	4	5
非经营损失	(12)	(16)	(0)	(0)	(0)
营运资本变动	(194)	2	(419)	(223)	(345)
其它	0	0	7	12	13
经营活动现金流	46	309	31	372	440
资本开支	97	49	(20)	(23)	(14)
其它投资现金流	0	10	0	0	0
投资活动现金流	(127)	(39)	20	23	14
吸收投资	0	0	911	0	0

负债净变化	34	(88)	(366)	50	50
支付股利、利息	66	58	12	4	5
其它融资现金流	125	(13)	0	0	0
融资活动现金流	93	(160)	534	46	45
净现金流	13	110	585	441	500

资料来源：Wind、申万宏源研究

附表3：合并资产负债表（单位：百万元）

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2,122	2,050	3,000	4,027	5,182
现金及等价物	338	437	1,021	1,462	1,962
应收款项	1,686	1,544	1,907	2,467	3,095
存货净额	91	64	66	93	119
其他流动资产	7	5	5	5	5
长期投资	71	59	59	59	59
固定资产	339	335	284	227	176
无形资产及其他资产	65	94	93	92	92
资产总计	2,597	2,537	3,436	4,405	5,508
流动负债	1,905	1,709	1,415	2,002	2,601
短期借款	554	466	100	150	200
应付款项	1,163	1,189	1,255	1,780	2,316
其它流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	5	17	17	17	17
负债合计	1,910	1,726	1,432	2,019	2,618
股本	93	93	124	124	124
资本公积	1	1	881	881	881
盈余公积	56	68	90	120	160
未分配利润	525	645	904	1,256	1,721
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益	687	811	2,004	2,386	2,890
负债和股东权益合计	2,597	2,537	3,436	4,405	5,508

资料来源：Wind、申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	<a href="mailto:chentao@swsresearch.com">chentao@swsresearch.com</a>
北京	李丹	010-66500610	18930809610	<a href="mailto:lidan@swsresearch.com">lidan@swsresearch.com</a>
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	<a href="mailto:hujy@swsresearch.com">hujy@swsresearch.com</a>

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。