

## 云贵基建持续景气，西南设计龙头崛起

公司深度

公司是一家为公路、市政、建筑、水运等行业提供全过程专业技术服务的工程咨询公司，是贵州省交通工程技术服务行业的龙头企业，于2017年8月成功实现上市。

- ◆ **成功上市迎来加速发展，经营业绩达历史最好水平。**公司2017年在云南及西藏基建市场取得较大突破，中标1.99亿元G4218线工程勘察设计等多个大型项目。2017年1-9月，公司实现营业收入12.93亿元，同比增长15.9%；实现归母净利润2.55亿元，同比大增117.7%。公司经营业绩已达历史最好水平，上市后大幅拓宽发展空间，未来业务增长可期。
- ◆ **云贵“十三五”基建投资规划超万亿，路桥2017年景气度大超预期。**贵州定位西南最重要陆路交通枢纽之一，“十三五”交通规划公路投资额超5,000亿元，进一步扩充高速及省级公路市场需求。贵州/云南2017年前三季度路桥投资居全国第二/三位，实现高基数强势增长，对公司优势主业形成利好。公司目前在贵州省路桥业务市占率约33%，云南路桥业务市占率亦超20%。
- ◆ **建筑设计成为行业发展新核心，显著增强设计企业工程总承包订单获取能力。**建筑设计企业以勘察设计为前端业务，以EPC及PPP模式带动“设计+工程总承包”一体化业务发展日渐成熟。过去十年勘察设计分业务营收占比自33%降至13%，但以设计为先导带动工程总承包营收占比则逐年提升至32%与47%，凸显勘察设计业务已成为建筑行业发展新核心。
- ◆ **公司专攻山地特殊地形咨询服务，新签合同劲增279%，在手订单超25亿元。**公司深耕山地特殊地形交通工程领域多年，在特大桥梁、特长隧道、地质勘查与试验检测等方面拥有多项关键技术。2017年1-9月，公司新签合同25.0亿元，同比大增278.8%。我们估算公司在手订单超过24.95亿元，为去年营业收入的1.6倍，对未来业绩形成强力保障。
- ◆ **盈利预测和投资建议：**考虑到公司成功上市后发展加快，云贵川等西南地区“十三五”期间基建投资增速得以维持，公司省外海外业务拓展加速等因素，我们预计公司2017-2019年归母净利润为3.28、4.67、6.07亿元，对应EPS为2.64、3.77、4.89元。结合相对估值和绝对估值结果，我们认为公司合理目标价为84.48元，首次覆盖，给予“增持”评级。
- ◆ **风险提示：**西南地区基建投资增长不达预期；省外及海外市场拓展不达预期；市政及建筑专业拓展不达预期。
- ◆ **业绩预测和估值指标：**

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,531	1,586	1,957	2,419	3,000
营业收入增长率	-1.17%	3.57%	23.36%	23.62%	24.02%
净利润(百万元)	107	161	328	467	607
净利润增长率	-29.29%	50.60%	104.47%	42.37%	29.84%
EPS(元)	0.86	1.29	2.64	3.77	4.89
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.52%	19.79%	28.04%	29.12%	28.03%
P/E	85	57	28	19	15
P/B	13	11	8	6	4

### 增持(首次)

当前价/目标价：73.39/84.48元

目标期限：6个月

### 分析师

陈浩武 (执业证书编号：S0930510120013)  
021-22169050[chenhaowu@ebsec.com](mailto:chenhaowu@ebsec.com)孙伟风 (执业证书编号：S0930516110003)  
021-22169329[sunwf@ebsec.com](mailto:sunwf@ebsec.com)师克克 (执业证书编号：S0930517070003)  
021-22169158[shikk@ebsec.com](mailto:shikk@ebsec.com)

### 联系人

纪振鹏

021-22169044

[jizp@ebsec.com](mailto:jizp@ebsec.com)

胡添雅

021-22169106

[hutianya@ebsec.com](mailto:hutianya@ebsec.com)

### 市场数据

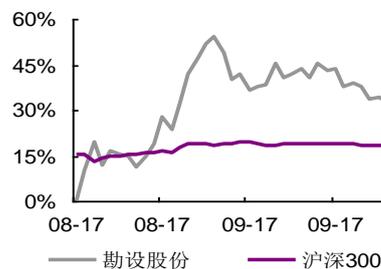
总股本(亿股)：1.24

总市值(亿元)：91.11

一年最低/最高(元)：42.28/75.88

近3月换手率：245.72%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	24.85	0.00	0.00
绝对	29.03	0.00	0.00

## 投资要件

### 关键假设

- ◆ 公司现阶段业务主要集中于贵州省、云南省等西南地区，假设未来3年贵州省、云南省的路桥建设投资增速不低于10%，同时公司在贵州省路桥行业约三分之一、云南省约五分之一的市场占有率得以维持；
- ◆ 公司各项业务毛利率得以维持，其中工程咨询业务40%、工程承包业务12%，其他业务60%；
- ◆ 公司上市后拓展良好、发展加速，开拓省外及海外业务进展顺利；
- ◆ 公司各项管理成本和期间费用率保持稳定。

### 我们区别于市场的观点

- ◆ **建筑设计子行业成为建筑行业发展新核心，有望迎来快速发展：**在EPC、PPP模式中，建设项目更强调对项目整体的全过程咨询与前期总规划，从而进一步突出设计企业在建筑业全产业链中的优势，助力设计企业介入大型工程总承包项目，获取大体量订单，从而在经营规模与发展速度上获得跨越式增长。
- ◆ **公路行业2017年全年建设投资景气度大超预期：**云贵川“十三五”规划落地，各级高速及省级公路的新建和改扩建工程纷纷立项，新增大量市场需求，促进公司新签合同持续出现跨越式增长。
- ◆ **PPP模式持续助推西南地区基建维持高增长趋势：**我国西南地区基建市场在PPP模式助益下，将持续成为投资热点地区。云贵两省“十三五”路桥基础建设投资总额达10,160亿元，对应设计需求超过百亿。公司在云贵地区耕耘多年，山地工程设计与施工方面技术优势明显，具有先发优势，区域需求的持续旺盛将促进公司实现快速增长。

### 股价上涨的催化因素

- ◆ **长期股价催化剂：**西南地区“十三五”基建投资持续高增长；公司省外业务占比持续提升；海外扩张推进顺利。
- ◆ **短期股价催化剂：**新签合同超预期；2017年业绩超预期；PPP项目拓展超预期。

### 估值和目标价格

- ◆ **相对估值法：**公司目前PE约为32倍，略低于公司历史平均水平，当前估值略低于行业中位值，具有较好的成长空间。根据公司和可比公司PE值的对比，综合考虑公司成功上市后发展加快，云贵川等西南地区“十三五”期间基建投资增速得以维持，公司省外海外业务拓展加速等因素，我们按照2017年32倍PE计算，得出公司合理估值为84.48元。

- ◆ **绝对估值法:** 我们使用 FCFF、DDM、APV、AE、EVA 等方法对公司进行绝对估值的结果,各种方法给出的估值结果介于 62.0-89.0 元之间。
- ◆ **投资评级:** 考虑到公司成功上市后发展加快,云贵川等西南地区“十三五”期间基建投资增速得以维持,公司省外海外业务拓展加速等因素,我们预计公司 2017-2019 年归母净利润为 3.28、4.67、6.07 亿元,对应 EPS 为 2.64、3.77、4.89 元。结合相对估值和绝对估值结果,我们认为公司合理目标价为 84.48 元,首次覆盖,给予“增持”评级。

### 投资风险

- ◆ 西南地区基建投资增长不达预期;
- ◆ 省外及海外市场拓展不达预期;
- ◆ 市政及建筑专业拓展不达预期。

# 目 录

1、 公司概况：西南地区交通工程技术服务龙头 .....	7
2、 主业分析：公路勘察设计为公司核心业务 .....	9
2.1、 工程咨询为公司传统强项及增长核心.....	9
2.2、 公路与市政专业为公司两大优势领域.....	10
3、 行业分析：设计行业高增长，路桥行业高景气.....	12
3.1、 设计打通建筑全产业链，已成为行业发展新核心 .....	12
3.2、 路桥行业高度景气，云贵高基数延续强增长.....	17
4、 公司竞争优势分析：技术+区域+团队 .....	20
4.1、 西南区位优势+山地工程优势，造就区域设计龙头 .....	20
4.2、 新签订单增长迅速，在手订单超去年营收 1.6 倍.....	22
4.3、 上市迎来加速发展，核心团队+生产能力双双扩充 .....	24
5、 关键假设及盈利预测 .....	26
6、 估值水平与投资评级 .....	28
6.1、 相对估值 .....	28
6.2、 绝对估值 .....	28
6.3、 估值结论与投资评级 .....	30
6.4、 股价驱动因素 .....	30
7、 风险分析 .....	31

## 图目录

图 1：公司发展历史沿革（1958-2017）	7
图 2：公司主营业务介绍	7
图 3：公司股权结构与参控股企业	8
图 4：2012-2017Q3 年公司主营业务收入增长情况	9
图 5：2012-2017Q3 年公司归母净利润增长情况	9
图 6：2012-2017Q3 年公司主营业务毛利率变化情况	9
图 7：2013-2016 年公司主营业务毛利润同比增速	9
图 8：2016 年公司细分业务营业收入情况（单位：亿元）	10
图 9：2012-2016 年公司细分业务营业收入占比变化	10
图 10：2016 年公司细分业务毛利润情况（单位：亿元）	11
图 11：2012-2016 年公司细分业务毛利润占比变化	11
图 12：2012-2016 各专业在勘察设计业务中的占比（单位：亿元）	11
图 13：2012-2016 各专业在工程承包业务中的占比（单位：亿元）	11
图 14：2001-2017H1 年建筑业总产值增速下降明显，凸显行业发展进入瓶颈	12
图 15：中国城镇化的趋势展望（2000-2050）	12
图 16：2006-2016 年勘察设计行业营业收入复合增速 24.5%	13
图 17：2013-2016 年勘察设计企业营业收入在建筑业中的占比逐年提升	13
图 18：常见的工程总承包模式（EPC、DB、GC、MC）	14
图 19：传统模式下的分包结构	15
图 20：EPC 模式下的分包结构	15
图 21：PPP 项目的全生命周期	15
图 22：勘察和设计分业务占勘察设计行业营业收入比重	16
图 23：2016 年工程勘察设计行业各类业务比重	16
图 24：2001-2017Q3 全国公路建设投资累计值	17
图 25：2014-2017Q3 全国公路建设投资累计同比增长率	17
图 26：2016 年我国公路投资总额及分地区投资额	17
图 27：2016 年各省份全年公路投资情况	18
图 28：2017 年 1-9 月各省份公路投资情况	18
图 29：2017 年 1-9 月，各省公路投资累计同比增速与全国平均增速对比	19
图 30：2012-2016 年公司省内外及海外业务占比变化	20
图 31：2013-2016 年公司省内外业务同比增长率比较	20
图 32：可比公司省外业务营业收入占比	21
图 33：可比公司省外业务营业收入增长率	21
图 34：2014-2017H1 新承接合同额增长情况	22
图 35：2014-2016 年新承接合同额按业务类型分类	22

图 36 : 2014-2016 年新承接合同额按专业类型分类 .....	22
图 37 : 2004-2015 年我国五省市城镇人员平均年薪 ( 单位 : 元 ) .....	24
图 38 : 2014-2016 年公司注册人员流入率与流出率 .....	24

## 表目录

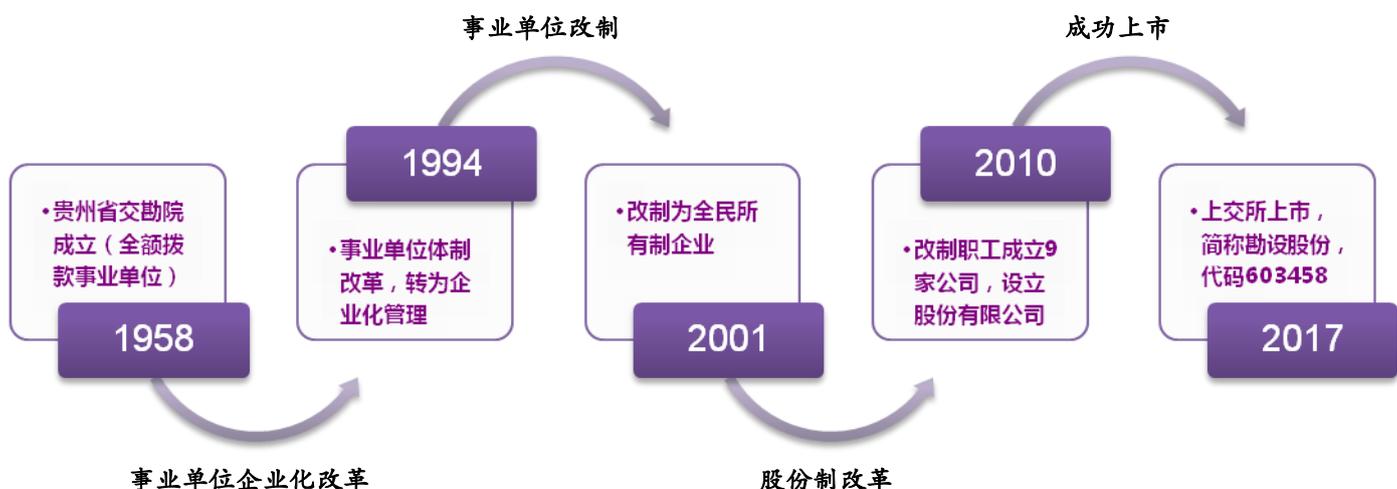
表 1 : 公司已取得资质梳理 .....	8
表 2 : 政府近年颁布多项关于鼓励和推进 EPC 工程总承包的政策文件 .....	14
表 3 : 2014-2016 年同行业可比公司的营业收入区域分布情况表 .....	21
表 4 : 公司剩余合同总额 ( 在手订单 ) 的测算依据 .....	23
表 5 : 勘设股份盈利预测的主要指标 .....	26
表 6 : 可比公司的 PE 比较 .....	28
敏感性分析 .....	错误!未定义书签。
估值结果汇总 .....	错误!未定义书签。

## 1、公司概况：西南地区交通工程技术服务龙头

公司是一家为公路、市政、建筑、水运等行业提供全过程专业技术服务的工程咨询公司，是贵州省交通工程技术服务行业的龙头企业。2014 年至今公司在贵州省公路行业勘察设计行业的市场占比约为三分之一。

◆ **历史沿革：**公司前身为成立于 1958 年的贵州省交勘院，原系隶属于贵州省交通厅的全额拨款事业单位；1994 年 6 月，交勘院实行事业单位企业化管理，仍隶属于贵州省交通厅；2001 年 10 月，交勘院改制为全民所有制企业；2010 年 4 月，公司改制为股份有限公司；2017 年 8 月公司正式在上交所挂牌上市。

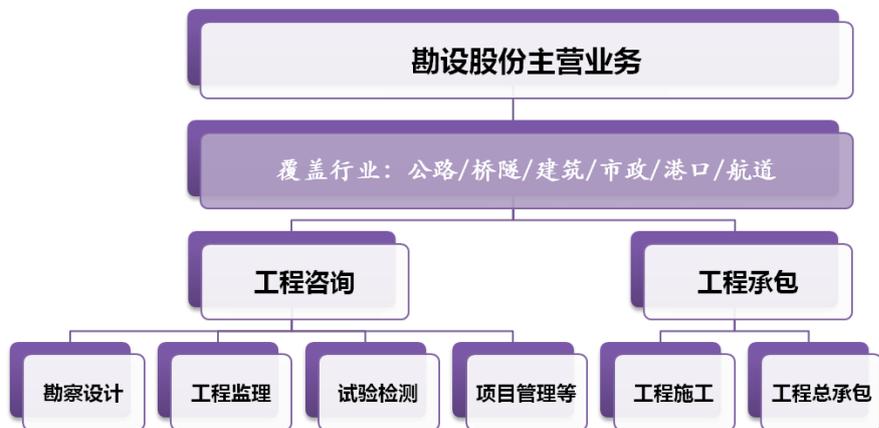
图 1：公司发展历史沿革（1958-2017）



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

◆ **主营业务与核心业务：**公司主营业务为工程咨询与工程承包业务，覆盖公路、市政、建筑、水运等行业，主要提供公路、桥梁、隧道、岩土、机电、市政、建筑、港口与航道等领域的勘察、设计、咨询、试验检测、监理、施工、总承包等工程技术服务。公司的核心业务为公路行业工程咨询与工程承包业务。

图 2：公司主营业务介绍

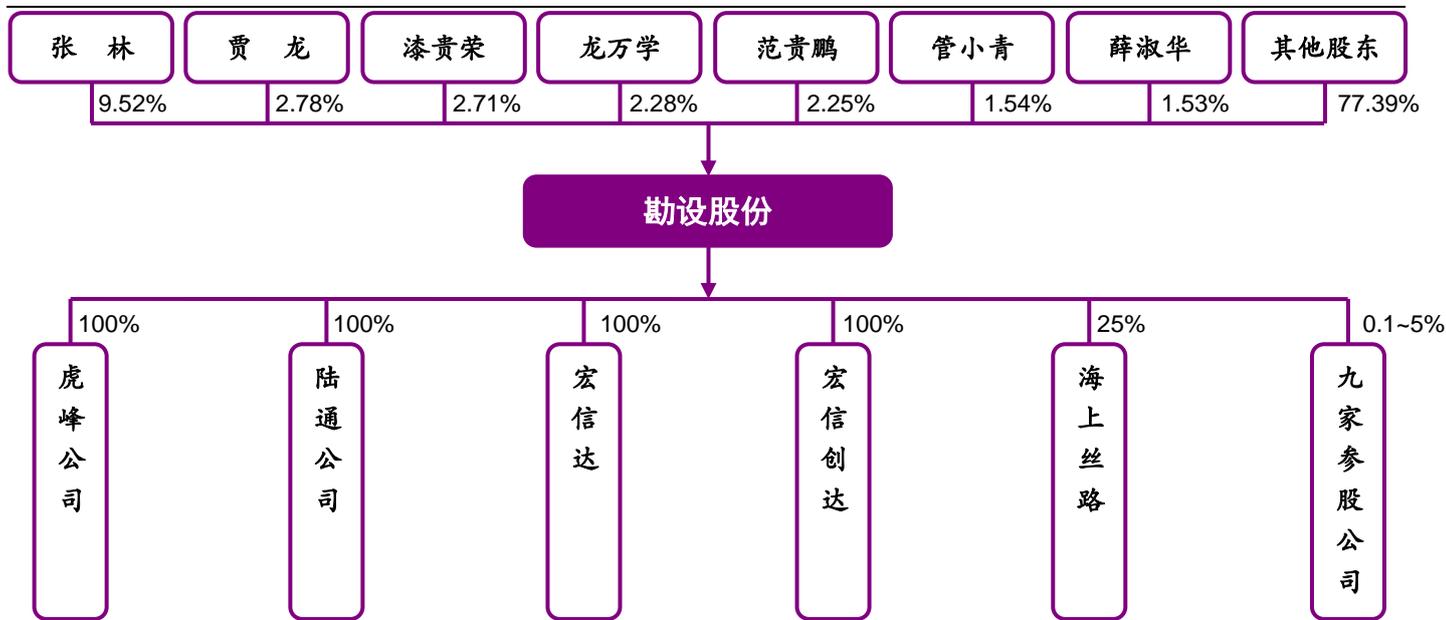


注：工程咨询与工程承包为公司两大核心业务

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

◆ **股权结构与参控股企业：**公司为事业单位改制而来，上市时共有 141 名原始股东，股权结构较为分散，不存在实际控制人。截至 2017 年 8 月 9 日，公司前十大股东的持股比例为 25.91%，其中第一大股东为董事长张林，持股比例为 9.52%。目前公司旗下有 4 家全资子公司、1 家合营公司与 9 家参股公司。

图 3：公司股权结构与参控股企业



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

◆ **资质情况：**公司目前持有工程勘察综合类甲级，工程设计公路行业甲级，市政行业（桥梁工程、城市隧道工程、道路工程）专业甲级，建筑行业（建筑工程）专业甲级，水运行业（港口工程、航道工程）专业乙级，公路工程试验检测综合甲级，工程咨询甲级，公路工程监理甲级，地质灾害治理甲级工程勘察、设计、施工甲级等资质（格）证书，还持有公路工程、房屋建筑工程、市政公用工程施工总承包二级资质证书。

表 1：公司已取得资质梳理

勘察设计资质		综合甲级	行业甲级	专业甲级	专业乙级
工程勘察		✓			
	公路		✓		
工程设计	市政			✓	
	建筑			✓	
	水运				✓
试验检测（公路工程）		✓			
工程咨询			✓		
工程监理（公路工程）			✓		
地质灾害治理			✓		
工程施工资质		特级	一级	二级	三级
	公路			✓	
施工总承包	房屋建筑			✓	
	市政			✓	

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

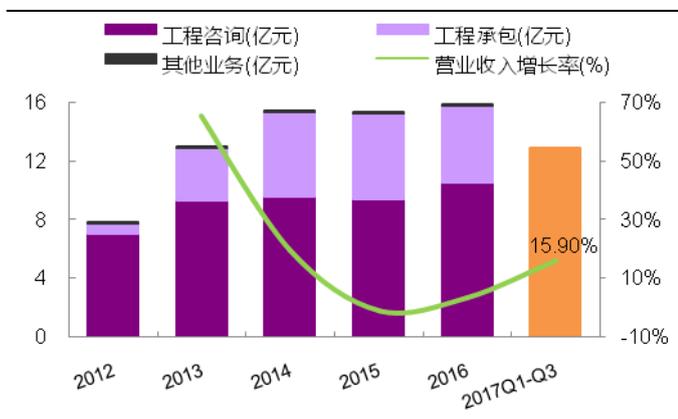
## 2、主业分析：公路勘察设计为公司核心业务

### 2.1、工程咨询为公司传统强项及增长核心

工程咨询和工程承包为公司两大核心业务。其中，工程咨询业务可细分为勘察设计、工程监理、试验检测与其他咨询业务；工程承包业务可细分为工程总承包及工程施工业务。公司 2016 年工程咨询业务与工程承包业务的营业收入占比分别为 66.26%与 33.28%，其中勘察设计业务在工程咨询业务中的营收占比达 66.83%，为公司业务增长之核心。

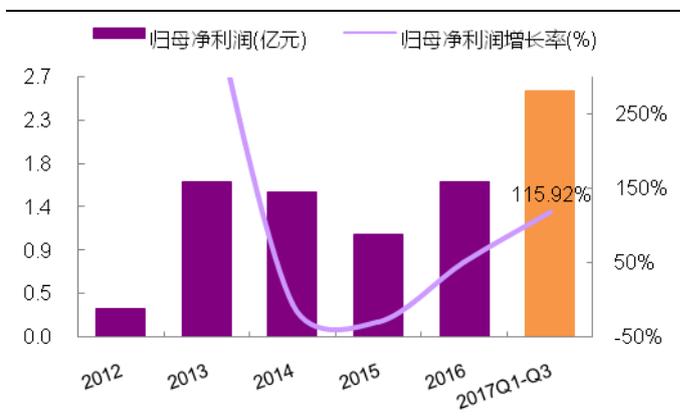
2012-2016 年，公司营业收入由 7.84 亿元增长至 15.86 亿元，年均复合增长率 CAGR 为 19.3%；归母净利润由 2,988.3 万元增长至 1.61 亿元，年均复合增长率 CAGR 达 52.4%。高毛利的工程咨询业务增速明显快于工程承包及其他业务，对公司整体利润结构形成不断改善，促使公司归母净利润的增长幅度远高于营业收入，盈利能力不断提升。

图 4：2012-2017Q3 年公司主营业务收入增长情况



资料来源：Wind

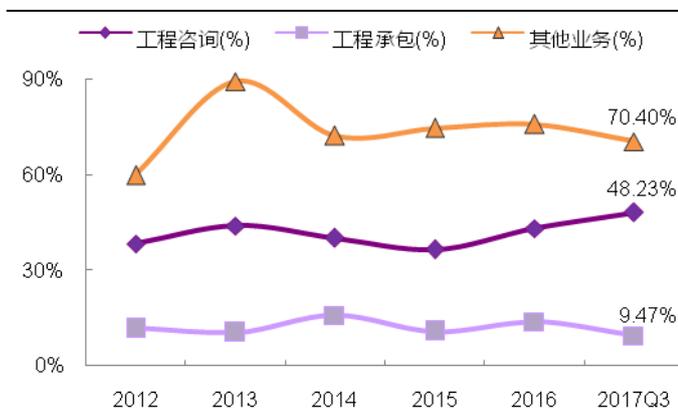
图 5：2012-2017Q3 年公司归母净利润增长情况



资料来源：Wind

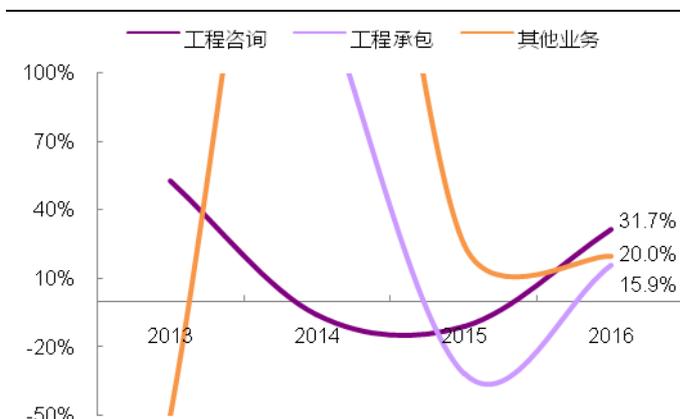
2017 年 1-9 月，公司实现营业收入 12.93 亿元，同比增长 15.9%；实现归母净利润 2.55 亿元，同比大幅增长 117.7%。归母净利润增幅显著快于营业收入的原因为：高毛利的工程咨询业务占比持续提升（毛利率 48.23%，同比增长 3.54 个百分点），低毛利的工程承包业务占比持续下降（毛利率 9.47%），致综合毛利率显著提升，对公司利润端形成明显改善。

图 6：2012-2017Q3 年公司主营业务毛利率变化情况



资料来源：Wind

图 7：2013-2016 年公司主营业务毛利同比增速



资料来源：Wind

2017年1-9月，公司工程咨询业务同比增长较快，主要原因为：

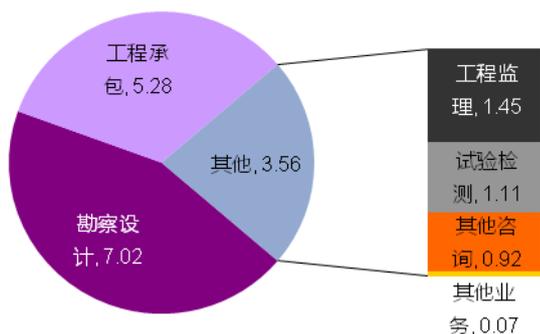
- 1) 勘察设计业务大幅增长。**勘察设计业务在工程咨询业务中比重最高，因此其变动情况对工程咨询业务收入的变动影响较大。报告期内勘察设计业务收入为8.88亿元，同比大幅增长89.4%，主要为报告期内新增云南昆明（岷山）至楚雄（广通）高速公路、玉溪至楚雄高速公路、G4218线邦达兵站至林芝、贵州省黔西至大方高速公路东关至清丰段高速公路、黎平至靖州PPP、剑河至榕江PPP等项目的勘察设计业务。而工程监理和其他工程咨询业务均比去年同期增幅保持在30%以上；
- 2) 公路行业和建筑行业勘察设计业务快速增长。**报告期内勘察设计业务中公路勘察设计业务收入为7.42亿元，占比83.5%，同比增长109.5%；建筑行业勘察设计亦保持快速增长，同比增长127.5%；
- 3) 省外工程咨询业务大幅增长。**报告期省外业务营业收入为1.99亿元，均为工程咨询业务收入，同比大幅增长98.3%；省外业务占比不断提高，比上年同期提高6.39个百分点。

## 2.2、公路与市政专业为公司两大优势领域

以2016年公司各细分业务的营业收入与毛利润占比数据为参考，具体到公司细分业务的来看：公司主营业务可分为工程咨询、工程承包与其他业务三大类，其中工程咨询可进一步细分为勘察设计、工程监理、试验检测与工程管理等其他咨询四类，六类细分业务的分项营业收入与分项毛利润情况如下图所示。

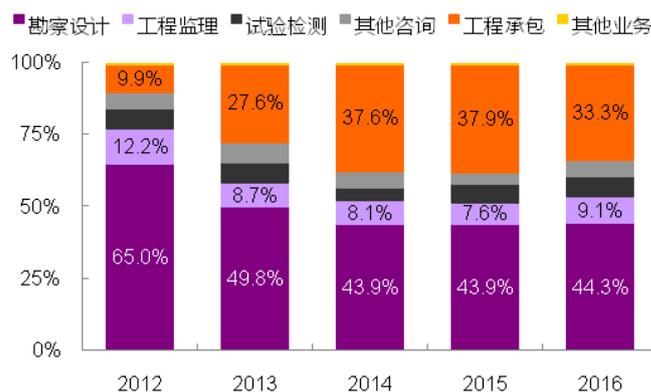
近三年来，勘察设计业务以44%左右的营业收入占比，为公司持续贡献57~67%的毛利润，是公司经营发展的绝对核心业务。

图8：2016年公司细分业务营业收入情况（单位：亿元）



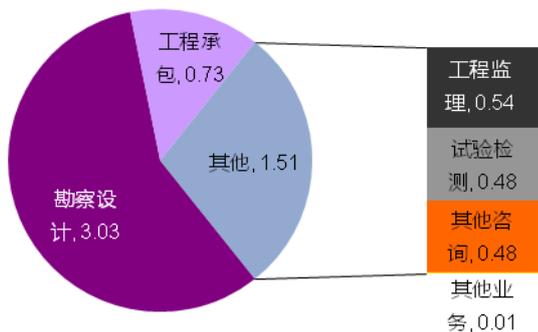
资料来源：Wind

图9：2012-2016年公司细分业务营业收入占比变化



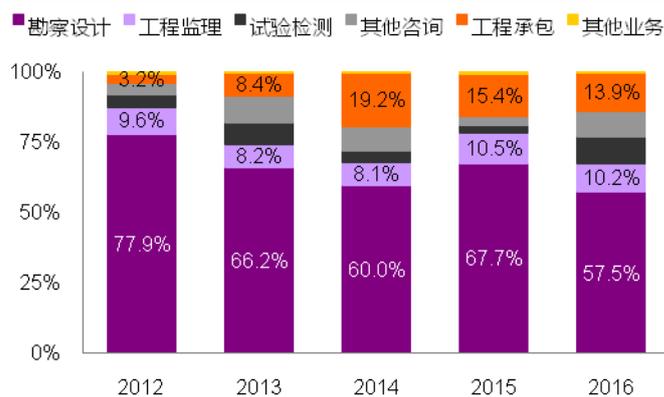
资料来源：Wind

图 10: 2016 年公司细分业务毛利润情况 (单位: 亿元)



资料来源: Wind

图 11: 2012-2016 年公司细分业务毛利润占比变化



资料来源: Wind

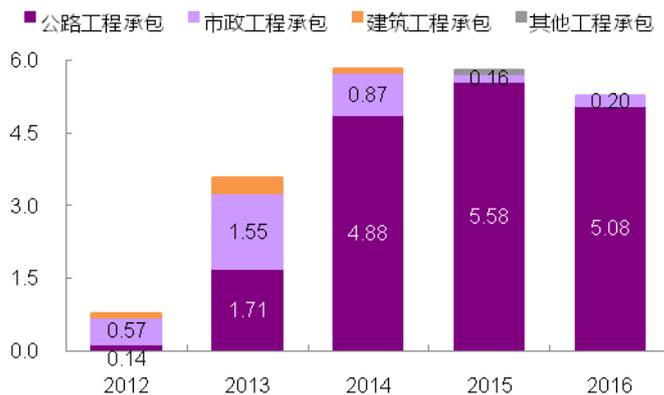
进一步对公司勘察设计业务进行细分, 可按专业将其分为公路、建筑、市政和水运四个专业门类。其中, 公路专业为公司传统优势行业, 在勘察设计业务中的占比常年维持在 70% 以上, 在工程承包业务中的占比也自 18.2% (2012 年) 升至 96.2% (2016 年)。

图 12: 2012-2016 各专业在勘察设计业务中的占比 (单位: 亿元)



资料来源: Wind

图 13: 2012-2016 各专业在工程承包业务中的占比 (单位: 亿元)



资料来源: Wind

现阶段, 公司在持续推进公路强势主业的基础上, 还在市政与建筑领域进行大力拓展。截至 2016 年底, 市政类业务在勘察设计与工程承包中的占比达到 22.9% 与 3.8%; 建筑类业务在勘察设计与工程承包中的占比达到 2.8%, 均有较大的提升空间。

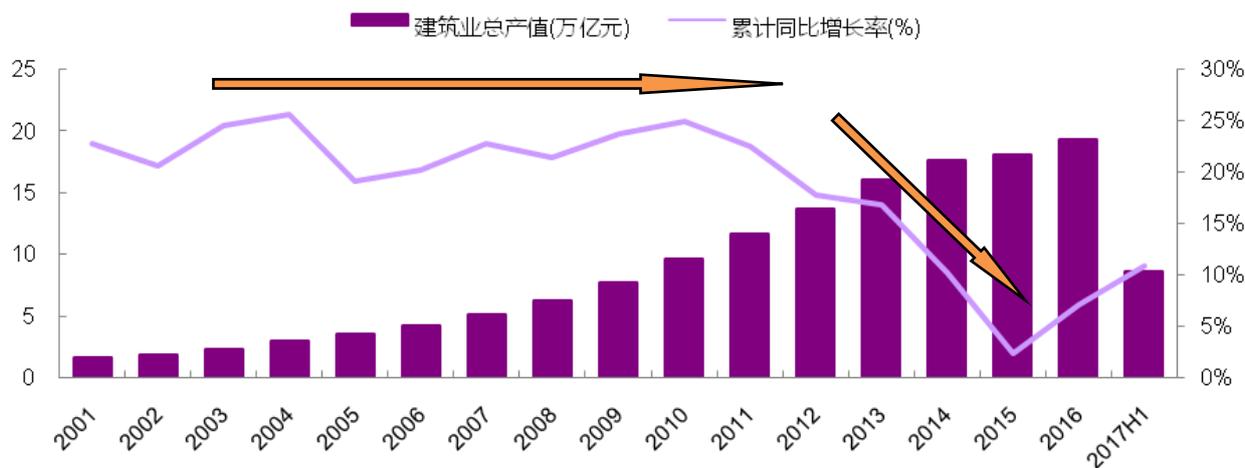
### 3、行业分析：设计行业高增长，路桥行业高景气

#### 3.1、设计打通建筑全产业链，已成为行业发展新核心

##### ◆ 建筑行业增速趋势放缓

建筑业经历过去数十年的高歌猛进后，自 2011 年以来行业增速显著放缓。虽然短期内建筑业产值并不会出现断崖式下滑，但其内部结构正发生变化。2015 年全国建筑业总产值的同比增长率仅为 2.3%，为自 2000 年以来的历史最低值。2016 年建筑行业全年实现总产值 19.36 万亿元，累计同比增长率回升至 7.1%，但仍远低于近 20 年约 20% 的年均复合增长率。

图 14：2001-2017H1 年建筑业总产值增速下降明显，凸显行业发展进入瓶颈

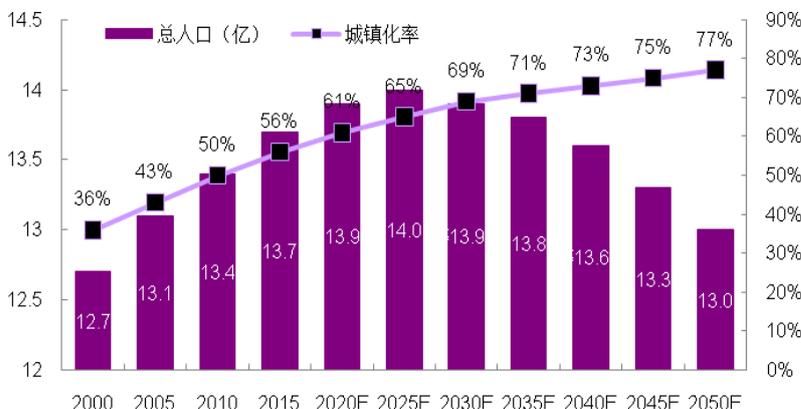


资料来源：Wind，光大证券研究所整理

建筑业年总产值近 20 万亿，在目前供给侧结构性改革的背景下亦需“扩大有效供给，减少无效供给”。建筑业过往数十年高增速主要解决快速城镇化浪潮所带来的需求矛盾，“但延续过去传统粗放的城镇化模式，会带来诸多风险，可能落入‘中等收入陷阱’。城镇化必须进入以提升质量为主的转型发展新阶段”（引自《2014-2020 年国家新型城镇化规划》）。

图 15：中国城镇化的趋势展望（2000-2050）

截至 2016 年我国城镇化率已达 57.4%，依旧有较大的提升空间（发达国家约为 80%，类似发展中国家约为 60%），但城镇化速度会较过往十年下一个台阶。



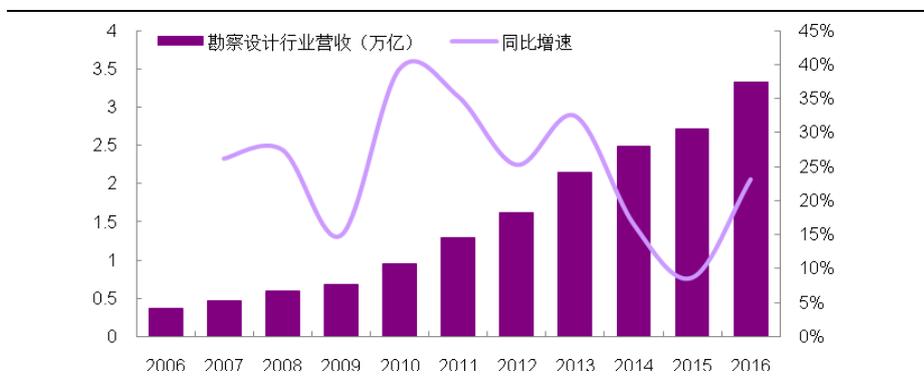
资料来源：巴曙松《新型城镇化融资与金融改革》

对建筑行业研究而言，必须区分何为有效供给，何为无效供给。无效供给是指粗放式、低品质的仅能满足基本需求的建筑工程服务供给；有效供给是指能提高居民生活品质、在资源环境承载力允许的情况下能最大限度集约利用资源及布局且能满足更高品质需求的建筑工程服务供给。换言之，配合新型城镇化的发展方向，建筑业将面临由“量”向“质”的产业结构升级。

#### ◆ 勘察设计业务增速更优，重要性逐步显现

设计行业成长性始终优于建筑产业整体水平。2006-2016年，勘察设计行业营业收入复合增速达到24.5%，而同期建筑业产值复合增速约为18%。此外，工程勘察及设计业务占勘察设计行业营收比重不断下滑，反映设计类企业持续向下游技术服务、工程总承包、工程施工领域延伸，设计及施工一体化的比重正在逐年提升。

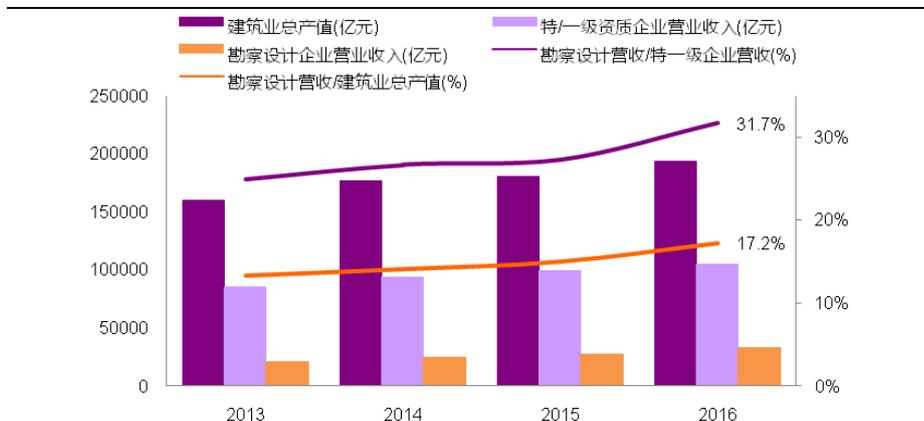
图 16：2006-2016 年勘察设计行业营业收入复合增速 24.5%



资料来源：住建部《中国勘察设计年鉴（2016）》

2013-2016年，勘察设计行业总营业收入自2.14万亿元增长至3.33万亿元，在建筑业总产值中的比重由13.4%提升至17.2%，在特级与一级资质建筑企业总营业收入中的比重由25.0%提升至31.7%，符合勘察设计行业增速快于建筑业的行业规律，凸显勘察设计行业的产业规模与重要性在整个建筑行业中正在逐年获得加强。

图 17：2013-2016 年勘察设计企业营业收入在建筑业中的占比逐年提升



资料来源：Wind，《2014 年建筑业发展统计分析》、《2015 年建筑业发展统计分析》、《2016 年建筑业发展统计分析》

### ◆ 工程总承包/PPP 模式将成为未来建筑施工的主流趋势

我国目前大力提倡工程总承包模式，目的在于进一步加强与国际接轨，同时克服传统工程模式存在的诸多弊病。现阶段在化工、冶金等专业工程建设领域，已基本实现以设计为主导的 EPC 模式，可有效降低业主方投资风险。随着我国建筑行业大力推进 PPP 模式的大背景下，以设计单位为主导的 EPC 总承包模式有望逐步形成行业发展的主要趋势。

表 2：政府近年颁布多项关于鼓励和推进 EPC 工程总承包的政策文件

颁布日期	文件名称	重点内容
2003-02-13	《关于培育发展工程总承包和工程项目管理企业的指导意见》(2003) 30 号	◆ 首次从政策层面推广总承包模式
2011-12-20	《标准设计施工总承包招标文件》 发改法规〔2011〕3018 号	◆ 明确工程总承包模式的操作流程与实施细则
2016-02-06	《中共中央国务院关于进一步加强城市规划建设管理工作的若干意见》	◆ 推广工程总承包制，深化建设项目组织实施方式改革 ◆ 强化政府对工程建设全过程的质量监管
2016-05-20	《关于进一步推进工程总承包发展的若干意见》 建市〔2016〕93 号	◆ 对 EPC 工程总承包的具体操作进行完善与补充
2016-08-01	住建部《住房城乡建设事业“十三五”规划纲要》	◆ 提出大力推进工程总承包 ◆ 促进设计、采购、施工等各阶段的深度融合
2016-11-19	住建部《全国装配式建筑工作现场会》	◆ 推动工程总承包要适应装配式建筑的发展 ◆ 实现装配式建筑工程设计、部品生产、施工及采购与总承包模式的深度融合
2017-02-21	《关于促进建筑业持续健康发展的意见》 国办发〔2017〕19 号	◆ 装配式建筑原则上应采用工程总承包模式 ◆ 政府投资工程带头推行工程总承包
2017-05-04	《建设项目工程总承包管理规范》 GB/T50358-2017	◆ 修订 2005 年旧标准《建设项目工程总承包管理规范》 ◆ 新标准自 2018 年 1 月 1 日起实施
2017-06-01	《施工总承包企业特级资质标准》 (征求意见稿)	◆ 修订企业资质能力、技术负责人、科技水平和工程业绩等

资料来源：住建部网站

目前我国采用工程总承包的具体模式主要可分为：设计-采购-建造模式 (EPC)、设计-建造总承包模式 (DB)、采购-施工总承包模式 (PC)、设计-采购总承包模式 (EP)、施工总承包模式 (GC) 与施工总承包管理模式 (MC)。

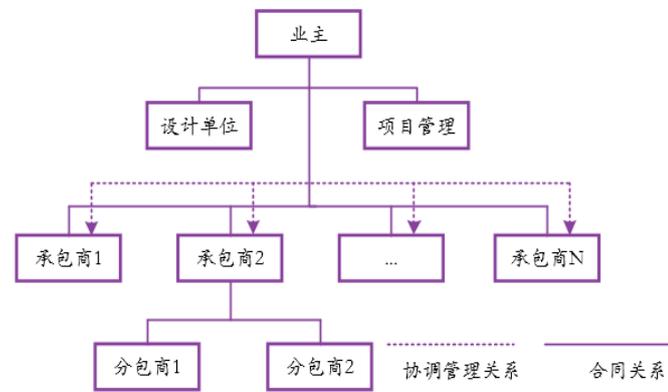
图 18：常见的工程总承包模式 (EPC、DB、GC、MC)

EPC 模式 (设计采购建造总承包)	DB 模式 (设计建造总承包)	GC 模式 (施工总承包)	MC 模式 (施工总承包管理)
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 对工程的项目设计、采购、施工、试运行等实行全过程或若干阶段的承包</li> <li>• 对所有承包工程的质量、安全、费用和进度负责</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 为业主提供包括项目设计、施工安装直到竣工阶段的工作</li> <li>• 相较于 EPC 模式，总承包商主动权、利润及风险均相对较小</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 发包方将施工任务发包给具有资质的施工总承包单位</li> <li>• 分包与总包签合同</li> <li>• 由总包支付工程款项</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 业主方委托一家或多家施工单位组成联合体担任总包管理单位</li> <li>• 业主方另委托其他施工单位进行施工</li> <li>• 总包不参与具体施工</li> </ul>

资料来源：光大证券研究所

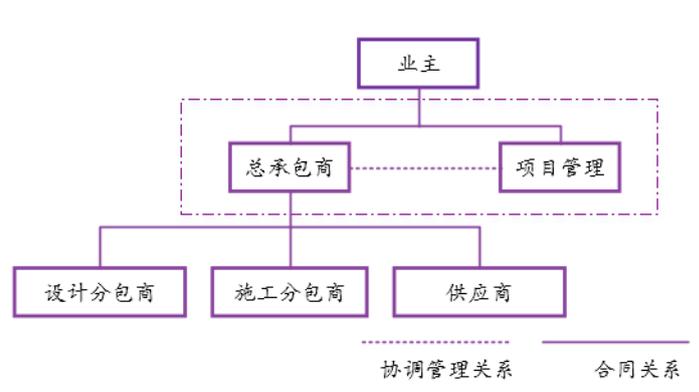
我国以往大多数建筑项目采用 MC 或 GC 工程总承包模式，特点为设计与施工分离，EPC/DB 模式采用相对较少。不均衡的发展模式导致总承包企业对土建管理相对精细而其他专业工程管理粗放；施工管理人员“兵强马壮”而设计及采购人才紧缺；分包施工经验相对丰富，而总包管理经验薄弱。

图 19：传统模式下的分包结构



资料来源：光大证券研究所

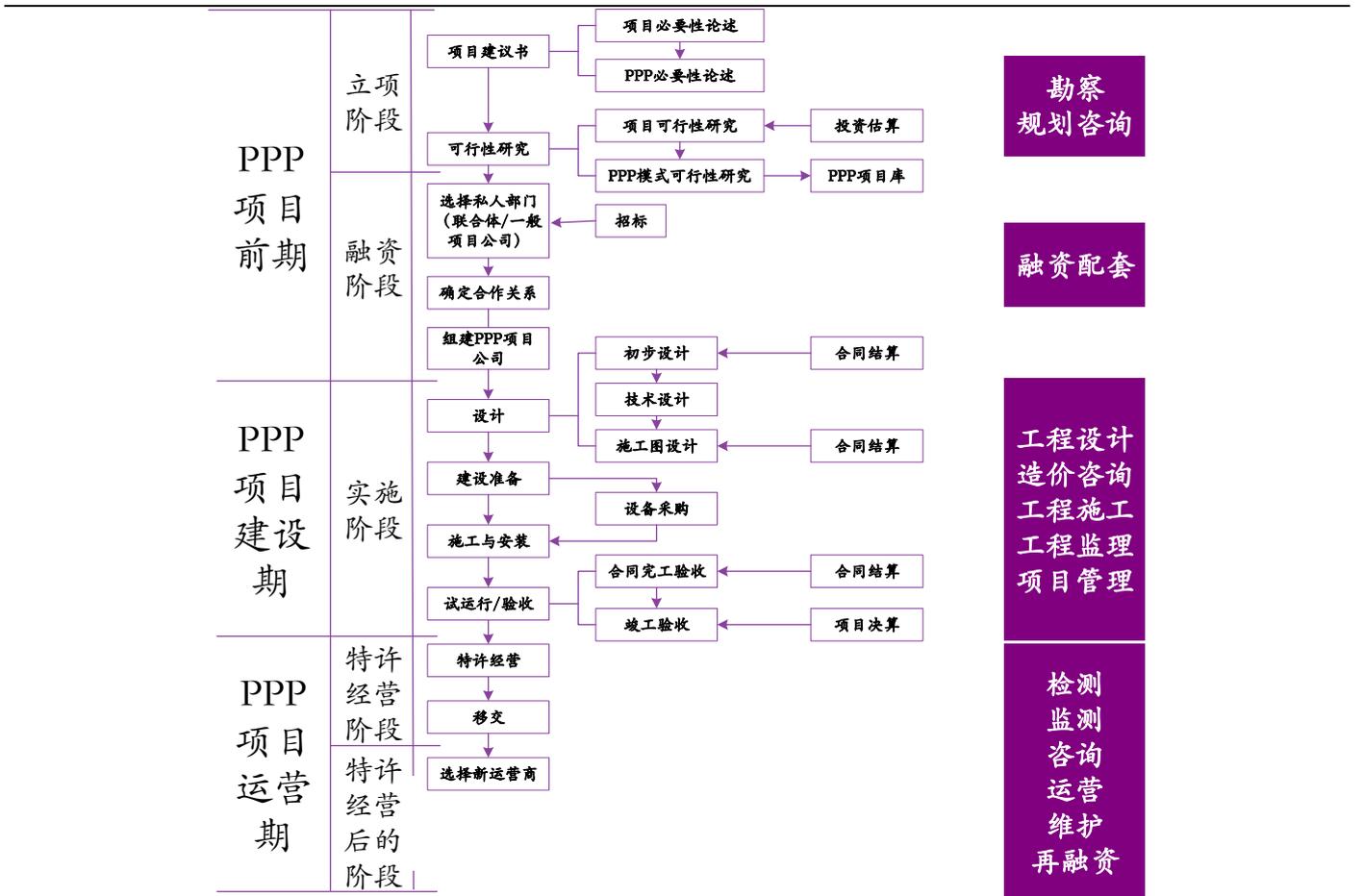
图 20：EPC 模式下的分包结构



资料来源：光大证券研究所

在 PPP 模式中，社会资本方在项目前期立项阶段即可介入，通过其专业的设计及规划能力，将有效降低项目的总投资规模，提升项目运行效率，进而提高整体投资回报率。

图 21：PPP 项目的全生命周期



资料来源：《水利经济》，光大证券研究所

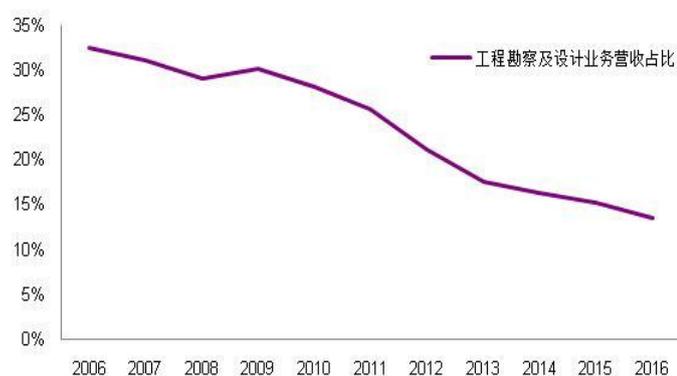
### ◆ 设计施工一体化占比仍低，但趋势正在提升

由于勘察设计的收费标准一般只占项目投资额的约 1~5%，因此勘察及设计分业务在勘察设计行业中的占比一直较低。2006-2016 年，工程勘察及设计分业务的营业收入在勘察设计行业中的占比自 32.7% 降至约 13.3%，但以设计为先导，带动工程总承包与工程施工的营收占比则逐年提升至 32% 与 47%。纯设计的收入规模虽不高，但企业以勘察设计的业务为前端业务，带动“设计+工程总承包”一体化业务的趋势正逐渐明朗化，凸显勘察设计业务对企业获取订单具有重要的先导作用。

从趋势来看，建筑设计企业以勘察设计的业务为前端业务，纯粹的勘察设计收入虽然不高，但带动“设计+施工”业务以及“设计+工程总承包”业务的占比正在逐年提升，凸显勘察设计业务对企业获取总承包一体化订单的重要先导作用正在获得逐步加强。

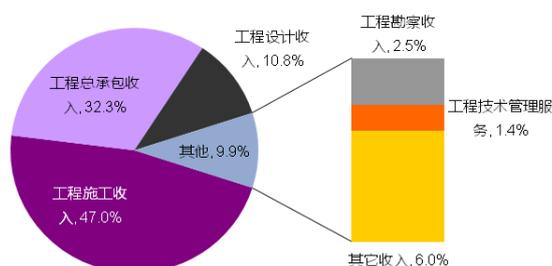
该趋势从近年建筑设计企业完成合同额亦可获得验证：2014 年，全国勘察设计企业完成合同额合计 1.58 万亿元（剔除境外工程 983.42 亿元），其中工程勘察及设计业务占比 26.9%，工程总承包业务占比 76.1%；2015 年，全国勘察设计企业完成合同额合计 1.70 万亿元（剔除境外工程 1,255.09 亿元），其中工程勘察+设计业务占比降至 21.8%，但带动工程总承包业务完成合同额 1.28 万亿元，单项占比维持 75.4% 高位。

图 22：勘察和设计分业务占勘察设计行业营业收入比重



资料来源：《中国勘察设计年鉴（2016）》，住建部网站

图 23：2016 年工程勘察设计行业各类业务比重



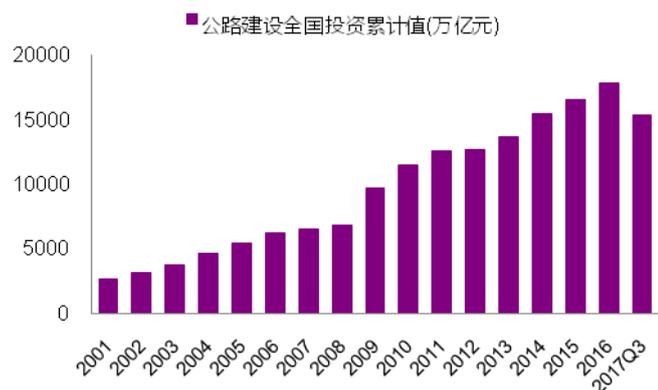
资料来源：《中国勘察设计年鉴（2016）》，住建部网站

### 3.2、路桥行业高度景气，云贵高基数延续强增长

#### ◆ 2017 年公路投资增速超预期

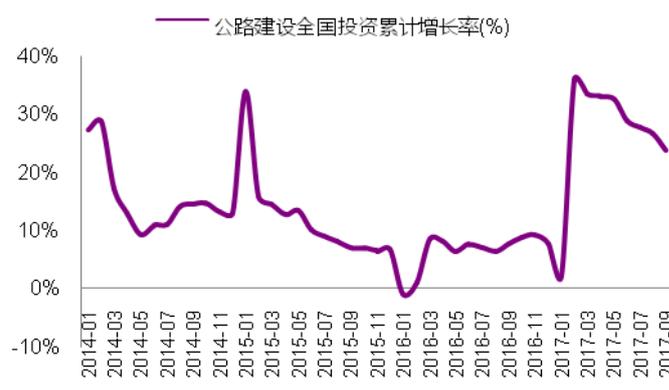
2017 年 1-9 月，我国公路投资（仅包括高速公路、普通国省道以及农村公路，不包括市政道路）累计实现 1.54 万亿元，累计同比增速自年初略有回落，但仍达到 23.9%，较去年同期提高约 16.3 个百分点，为近年之高点。2016 年公路投资为 1.78 万亿元，同比增速仅为 7.7%。

图 24：2001-2017Q3 全国公路建设投资累计值



资料来源：Wind

图 25：2014-2017Q3 全国公路建设投资累计同比增长率



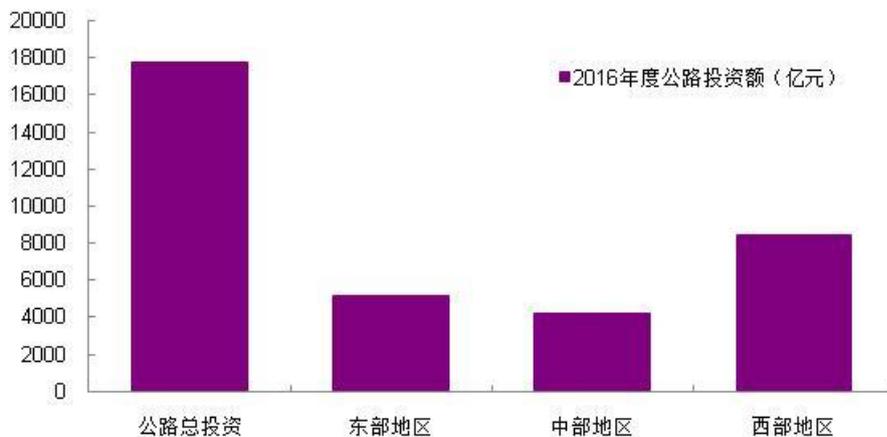
资料来源：Wind

2017 年以来，全国公路建设投资增速均维持在 20% 以上，其中 2-5 月甚至突破 30% 增长，为近年较为罕见。三季度高增速虽有所回落，但仍处于 20% 以上高位，显示全年稳健增长态势可期，公路投资景气程度较高。

#### ◆ 部分区域呈爆发式增长

2016 年公路投资总规模达 1.78 万亿元，其中东部地区投资 5,181 亿元、中部地区投资规模 4,197 亿元、西部地区投资规模 8,408 亿元。这一投资分布符合经验判断，东部地区公路网络相对完善，西部地区公路网络建设较为旺盛。

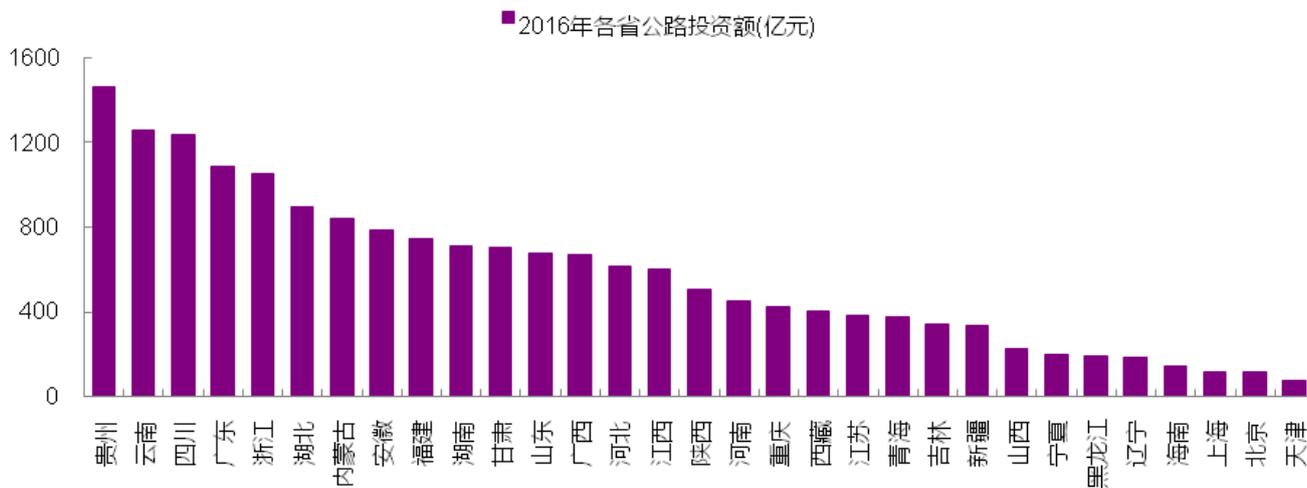
图 26：2016 年我国公路投资总额及分地区投资额



资料来源：交通运输部网站

分省份看，2016 年公路投资达千亿以上的省份有 5 个，分别是贵州（1,463 亿元）、云南（1,260 亿元）、四川（1,240 亿元）、广东（1,087 亿元）及浙江（1,055 亿元）。

图 27：2016 年各省份全年公路投资情况



资料来源：交通运输部网站，光大证券研究所整理

2017 年以来，多个省市公路投资持续维持较高基数。其中新疆地区累计投资额达 1327.8 亿元，位列全国第一；投资规模超过千亿的还有云南省 1168.2 亿元、贵州省 1162.0 亿元及浙江省 1068.8 亿元。

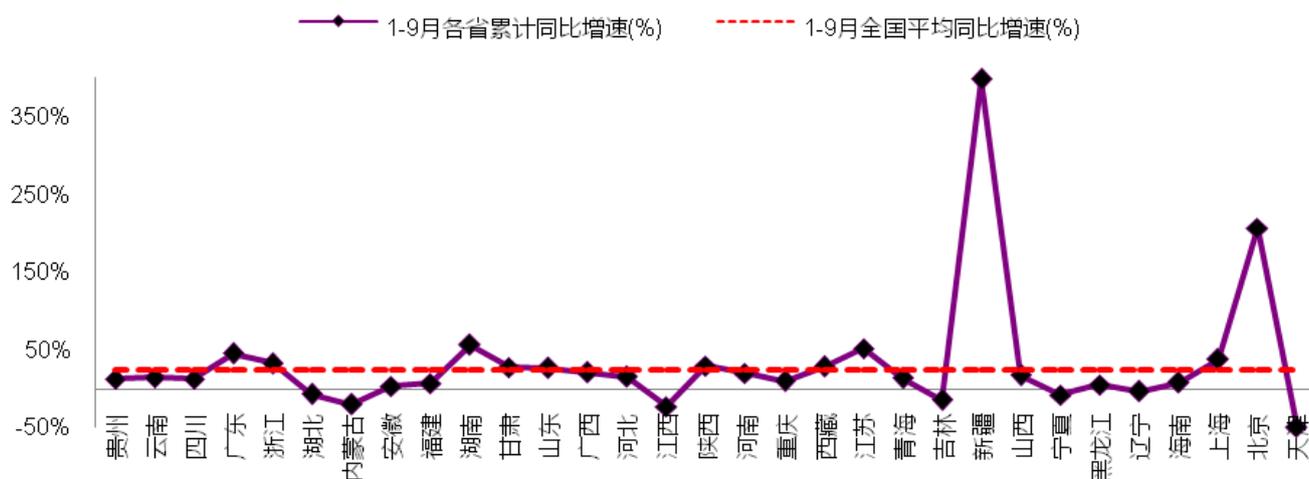
图 28：2017 年 1-9 月各省份公路投资情况



资料来源：交通运输部网站，光大证券研究所整理

2017 年 1-9 月，多地公路投资呈现爆发式增长，新疆地区累计投资增速达 397.6%、北京市 206.7%、湖南省 56.3%、江苏省 51.7%。其中，2016 年部分千亿级别公路投资地区亦维持较为可观的投资增速，例如广东省 45.7%、浙江省 32.9%、云南省 14.5%、四川省 12.7%、贵州省 12.4%，均高于去年同期水平。

图 29：2017 年 1-9 月，各省公路投资累计同比增速与全国平均增速对比



资料来源：交通运输部网站，光大证券研究所整理

- ◆ **贵州、云南路桥投资高基数强势增长，利好公司路桥主业加速发展。**公司地处西南腹地，深耕贵州本省业务，在贵州省内公路投资建设领域的市场占有率约为三分之一。同时，公司近年大力拓展相邻云南省公路业务，2016 年在云南路桥投资建设领域的市场占有率亦达 20% 以上。

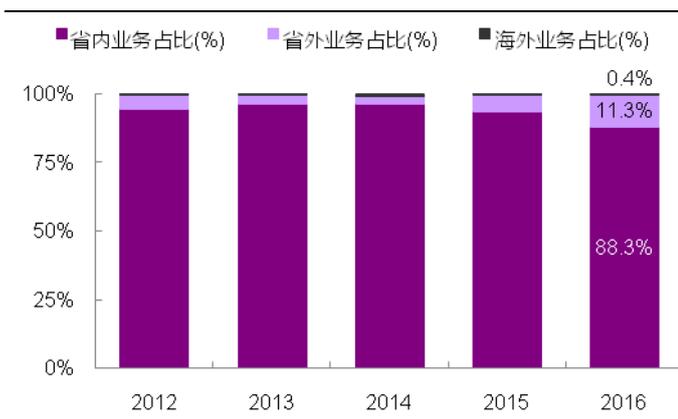
贵州省、云南省 2016 年路桥投资总额分别位列全国第一、第二位，2017 年前三季度的路桥投资总额亦保持全国第二、第三位。路桥业务的高度景气，市场空间不断扩充，对公司传统强势主业公路勘察设计 & 施工承包业务形成强势利好，助力公司乘行业春风快速做大经营规模、提升盈利能力。

## 4、公司竞争优势分析：技术+区域+团队

### 4.1、西南区位优势+山地工程优势，造就区域设计龙头

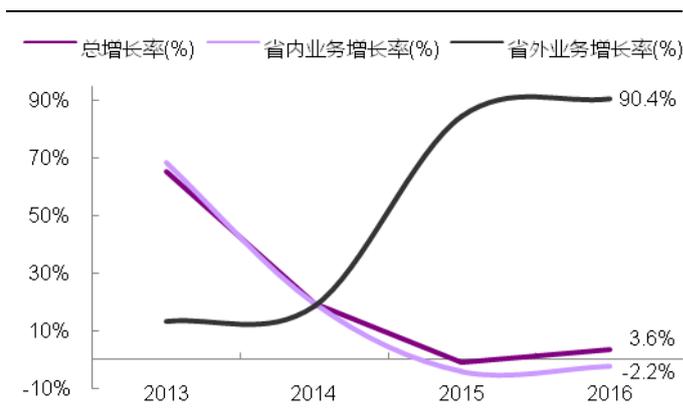
公司业务主要集中于贵州省内，近五年省内业务占比均超过 88%。贵州省属典型喀斯特地貌，山地与丘陵面积占全省面积的 92.5%，采空区和煤层瓦斯大量存在，地质条件极为复杂。公司在复杂地形地质条件下，累计完成约 3,500 公里高速公路的勘察设计工作，在路线总体、特大桥梁、特长隧道、工程地质勘察和试验检测等方面积累了丰富的经验，掌握了各领域多项关键技术，在贵州省工程技术服务领域始终处于较为稳定的领先地位。

图 30：2012-2016 年公司省内外及海外业务占比变化



资料来源：公司招股说明书

图 31：2013-2016 年公司省内外业务同比增长率比较



资料来源：公司招股说明书

2014-2016 年，公司省外市场的主营业务收入分别为 5,130.8 万元、9,423.5 万元及 1.79 亿元，收入增速显著高于省内业务，收入占比亦逐年攀升。2016 年公司省外业务的收入占比为 11.3%，主要集中于云南省及云贵周边地区。

随着国家“一带一路”战略实施，公路建设投资额度空前加大，除云南省院外，大量勘察设计企业涌入云南市场。公司凭借山区高速公路、特殊桥梁、超长隧道、复杂地质等方面的核心竞争力，2016 年新承接云南省高速公路勘察设计合同额达 3.64 亿元，约占同期云南省高速公路勘察设计总合同额的五分之一左右。

与同行业可比公司相比，公司省外业务占比仍然较低。在公司地处西南核心地理位置、自身具备优势技术资源与服务能力、以及云贵等西南省份基建投资增速持续加快等诸多利好的促进下，公司未来省外市场的拓展空间极为广阔。

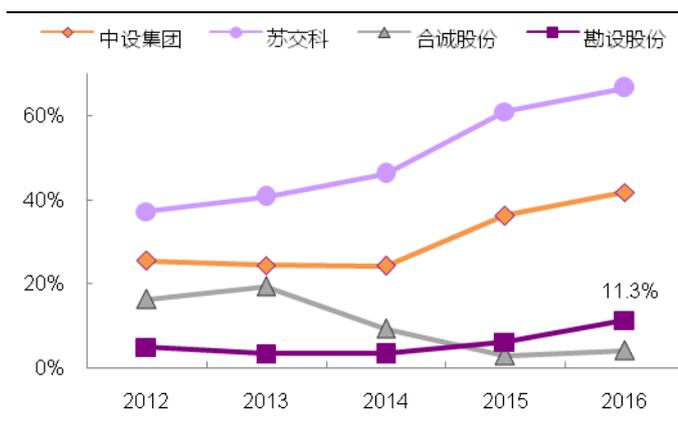
表 3：2014-2016 年同行业可比公司的营业收入区域分布情况表

项目	2014		2015		2016	
	营业收入(万元)		营业收入(万元)		营业收入(万元)	
	省内占比(%)	省外占比(%)	省内占比(%)	省外占比(%)	省内占比(%)	省外占比(%)
中设集团 603018.SH	125,647.33		137,905.46		197,859.44	
	75.74%	24.26%	63.75%	36.25%	58.08%	41.92%
苏文科 300284.SZ	216,279.27		256,256.91		420,125.96	
	50.38%	49.62%	38.57%	61.43%	27.18%	72.82%
中衡设计 603017.SH	53,943.62		63,596.53		89,950.03	
	94.05%	5.95%	华东 94.90%，华北 0.54% 华中 0.02%，华南 0.12% 西北 0.82%，西南 3.56%		华东 62.26%，华南 21.85% 西北 2.85%，西南 13.04%	
山鼎设计 300492.SZ	20,182.16		18,546.83		15,771.81	
	西南 53.05%，西北 20.76% 华北及东北 15.94%，华东 7.79% 其他地区 2.46%		西南 40.05%，西北 13.91% 华东地区 11.30%，华北及东北 16.10%，其他地区 18.65%		西南 37.85%，西北 31.64% 华东地区 12.10%，华北及东北 10.15%，其他地区 8.27%	
启迪设计 300500.SZ	33,802.92		33,230.73		39,231.27	
	93.64%	6.36%	92.68%	7.32%	88.00%	12.00%
合诚股份 603909.SH	23,635.93		27,155.61		28,798.53	
	90.71%	9.29%	96.95%	3.05%	95.81%	4.19%
勘设股份 603458.SH	154,432.28		152,481.21		157,868.30	
	96.68%	3.32%	93.82%	6.18%	88.69%	11.31%

资料来源：公司招股说明书

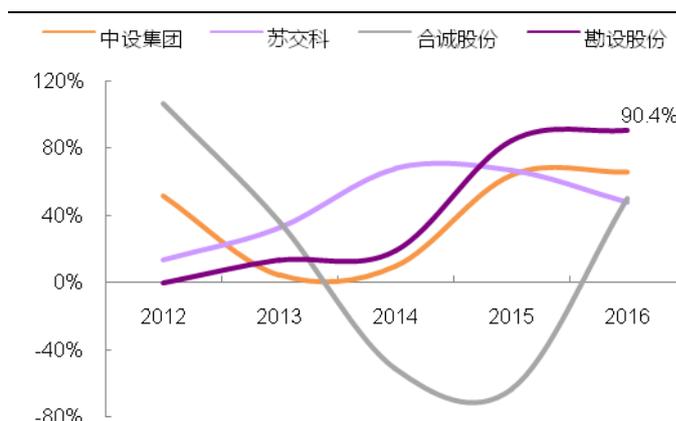
与中设集团、苏文科、合诚股份等类型公司相比，公司 2016 年省外业务营业收入仅为 11.3%，远低于中设集团、苏文科等可比公司，显示公司省外业务成长仍需时日。但 2016 年公司省外业务同比增长率达 90.4%，为可比公司最高值，显示公司近年对省外业务的拓展力度正在不断加强。尤其是在相邻云南省的业务拓展已初显成效，公司在云贵高原特殊地貌地区的竞争优势将持续扩大。

图 32：可比公司省外业务营业收入占比



资料来源：Wind

图 33：可比公司省外业务营业收入增长率

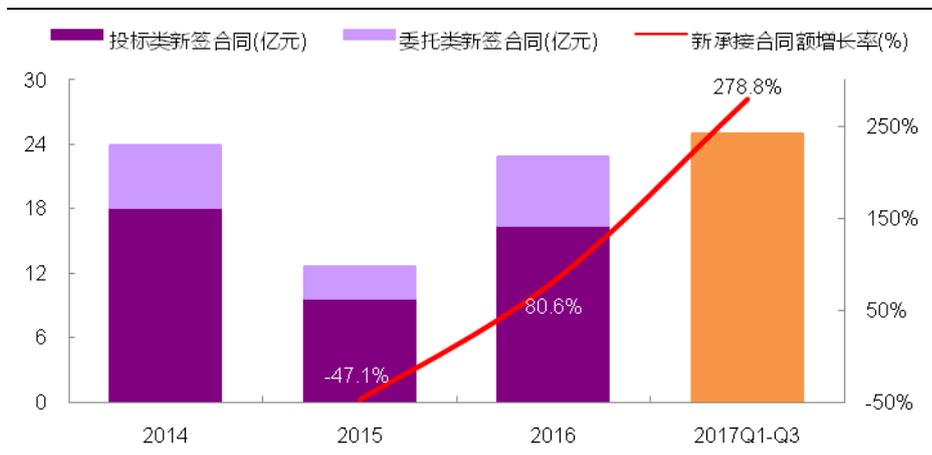


资料来源：Wind

## 4.2、新签订单增长迅速，在手订单超去年营收 1.6 倍

2014-2016 年，公司新承接合同额分别为 23.97、12.68 和 22.90 亿元。2017 年 1-9 月，公司新承接合同额累计达 25.0 亿元，较上年同期大幅增长 278.8%。公司近年新承接合同额持加速增长趋势，在手订单逐年递增趋势明显，对公司未来收入确认形成较强保障。

图 34：2014-2017H1 新承接合同额增长情况

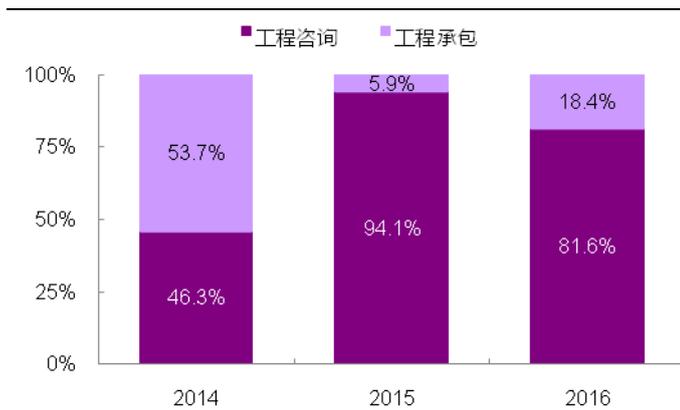


资料来源：公司公告

从公司新承接合同额的业务类型看，公司自 2014 年中标白黔线、息黔线、开息线和花安线四条高速公路合计约 12.8 亿元的土建总承包新签合同后，近两年工程承包业务新订单出现大幅下降。原因主要有以下两方面：

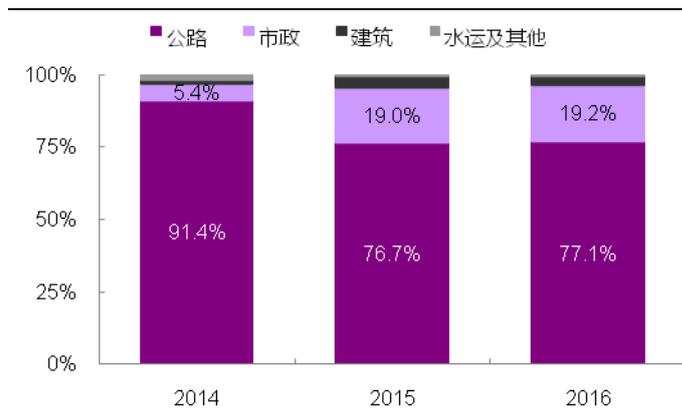
- 1、公司工程承包业务为二级资质，在大型项目竞标能力上仍有不足；
- 2、四个项目对公司工程施工生产能力占用较大，因此公司近两年未主动承揽更多新业务。至 2016 年底上述项目均已接近尾声，施工能力已逐步获得释放。

图 35：2014-2016 年新承接合同额按业务类型分类



资料来源：公司公告

图 36：2014-2016 年新承接合同额按专业类型分类



资料来源：公司公告

由于公司未披露相关数据，我们假设 2013 年底时的剩余合同总额为零，并以此为估算基础，以历年年末及 2017 年 9 月底为估算节点，估算截至 2017 年 9 月底的剩余合同总额（在手订单）约为 24.95 亿元，估算过程为：

**表 4：公司剩余合同总额（在手订单）的测算依据**

项目	金额（亿元）
<b>2013 年剩余合同总额</b>	<b>0</b>
减：2014 年营业收入	-15.50
加：2014 年新签合同额	+23.97
<b>2014 年剩余合同总额</b>	<b>8.47</b>
减：2015 年营业收入	-15.31
加：2015 年新签合同额	+12.68
<b>2015 年剩余合同总额</b>	<b>5.84</b>
减：2016 年营业收入	-15.86
加：2016 年新签合同额	+22.90
<b>2016 年剩余合同总额</b>	<b>12.88</b>
减：2017Q3 年营业收入	-12.93
加：2017Q3 新签合同额	+25.00
<b>2017H1 剩余合同总额</b>	<b>24.95</b>

资料来源：公司公告，光大证券研究所测算

按估算在手订单 24.95 亿元为计算标准，公司 2016 年总营业收入为 15.86 亿元，目前在手订单约为去年总营业收入的 157.3%。公司在手订单充足，未来业绩增长保障度较高。

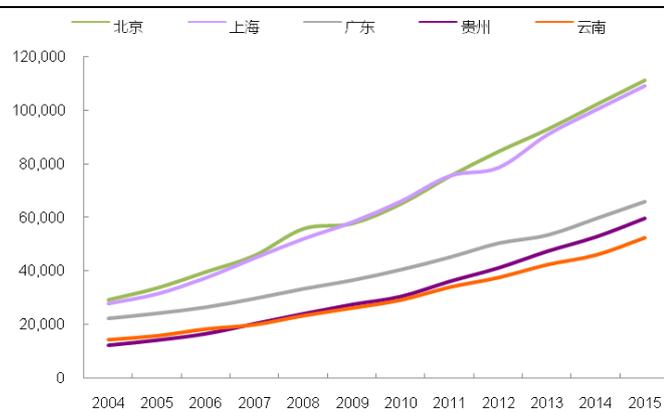
### 4.3、上市迎来加速发展，核心团队+生产能力双双扩充

#### ◆ 核心团队建设：

公司所属工程技术服务行业属智力密集型与人才密集型产业，业务的发展与所拥有的专业人才数量和素质紧密相关。上市之前，公司经过多年发展和大力投入，已建立起一支素质高、业务能力强的核心技术人才队伍。

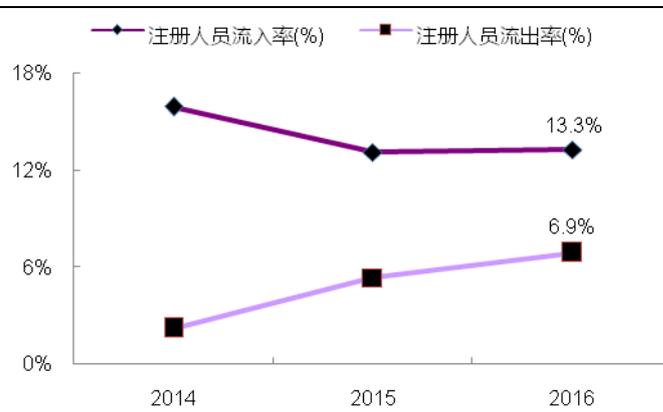
在“人才至上”理念下，公司核心团队的平均薪酬亦远高于贵州地区平均薪酬水平。2014-2016年，公司职工年度薪酬总额平均值分别为19.7万元、22.0万元和19.4万元，与地处沿海经济发达地区的同行业可比公司平均薪酬水平基本持平。因此，公司核心团队的人员流失率极低，同时在我国西南地区具有较强的人才吸引力。

图 37：2004-2015 年我国五省市城镇人员平均年薪（单位：元）



资料来源：Wind

图 38：2014-2016 年公司注册人员流入率与流出率



资料来源：公司招股说明书

截至 2016 年底，公司共有工程技术应用研究员（教授级高工）67 人，副高级职称 251 人，中级职称 497 人，各类注册人员 583 人次。其中，包括享受国务院特殊津贴专家 3 人，贵州省政府特殊津贴专家 4 人，贵州省核心专家 1 人，贵州省省管专家 4 人，市管专家 6 人，中国公路百名优秀工程师 4 人，贵州省勘察设计大师 7 人，贵州省优秀青年勘察设计师 10 人等多位行业核心技术人员。公司的人才储备与团队技术能力处于省内领先及全国前列水平。

2011-2012 年，贵州省科技厅认定公司组建的“贵州省大跨度桥梁设计技术创新人才团队”和“贵州山区高速公路岩溶与灾害防治技术科技创新人才团队”为省级科技创新人才团队。2014 年，公司经交通运输部批准成立的“山地交通安全与应急保障技术交通运输行业研发中心”是贵州省交通运输行业的第一个省部级行业研发中心，也是交通运输部认定的第一批行业研发中心。

◆ **募投项目梳理：**

公司发行募集资金总额为 9.11 亿元，扣除发行费用后募集资金净额为 8.42 亿元，资金主要用于以下用途：

- 1、扩大生产规模项目：**公司计划投资 17478.30 万元。项目主要包括：试验检测中心扩建、市政设计院扩建和建筑设计分院扩建三个部分。
  - 1) 试验检测中心扩建项目拟新增投资 10,001.30 万元，建设期 3 年。拟使用虎峰大厦一层作为扩建场地，面积约为 1,600 平方米。
  - 2) 市政设计院拟新增投资 3,806 万元，建设期 3 年，建设地点为虎峰大厦 8-12 层，面积 5,400 平方米。
  - 3) 建筑设计分院拟新增投资 3,671 万元，建设期 3 年，建设地点为虎峰大厦 13-18 层，面积 5,700 平方米。
- 2、综合能力提升项目：**公司计划投资 6,870.33 万元。信息化平台建设是一项系统工程，涉及集团生产、经营、管理等各方面，有利于提高生产效率、消除管理冗余、实现数据共享。通过信息化平台建设，进一步提升办公自动化、设计图纸的电子化和通用化，使财务核算更加快捷和准确、市场分析更加精准到位，对提升集团整体综合实力至关重要。
- 3、基础设施保障项目：**公司计划投资 12,526.33 万元。为满足扩大生产规模项目和综合能力提升项目试验和办公场所需要，公司拟通过对虎峰公司进行增资的形式使用募集资金，建设虎峰大厦。总建筑面积 3.7 万平方米。
- 4、补充流动资金/偿还银行贷款：**为提升资本实力，降低财务风险，同时满足未来业务发展对流动资金的需求，集团拟使用募集资金 2.34 亿元补充日常经营活动资金。此外，偿还该部分银行贷款能够降低公司的财务成本，可为集团每年减少财务费用。集团拟使用本次募集资金 2.4 亿元偿还银行贷款，以此优化资本结构，同时提升未来的融资能力，降低财务风险。
- 5、并购专项资金：**通过并购可以推动公司战略的落实，节省资质升级的时间，拓宽业务范围，为业务持续增长奠定基础。公司拟使用募集资金 2 亿元作为专项储备，以满足公司的横向并购需求。

## 5、关键假设及盈利预测

### ◆ 关键假设：

- 1) 公司现阶段业务主要集中于贵州省、云南省等西南地区，假设未来3年贵州省、云南省的路桥建设投资增速不低于10%，同时公司在贵州省路桥行业约三分之一、云南省约五分之一的市场占有率得以维持；
- 2) 公司各项业务毛利率得以维持，其中工程咨询业务40%、工程承包业务12%，其他业务60%；
- 3) 公司上市后拓展良好、发展加速，开拓省外及海外业务进展顺利；
- 4) 公司各项管理成本和期间费用率保持稳定。

◆ **盈利预测：**考虑到公司成功上市后发展加快，云贵川等西南地区“十三五”期间基建投资增速得以维持，公司省外海外业务拓展加速等因素，我们预计公司2017-2019年营业收入的增长率为23.36%、23.62%和24.02%，毛利率为37.17%、38.26%和39.12%，归母净利润增长率为104.47%、42.37%、29.84%，预计未来三年可实现归母净利润3.28、4.67、6.07亿元，对应EPS为2.64、3.77、4.89元。

表5：勘设股份盈利预测的主要指标

报表类型 (单位：百万元)	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017年E	2018年E	2019年E
	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表
营业总收入	784.26	1,295.96	1,549.54	1,531.43	1,586.04	1,956.60	2,418.71	2,999.80
同比增长(%)	—	65.25%	19.57%	-1.17%	3.57%	23.36%	23.62%	24.02%
<b>一、咨询业务</b>	703.62	937.10	962.12	943.83	1,050.87	1386.35	1818.25	2367.30
同比增长(%)	—	33.18%	2.67%	-1.90%	11.34%	31.92%	31.15%	30.20%
分类占比(%)	89.72%	72.31%	62.09%	61.63%	66.26%	70.86%	75.17%	78.92%
<b>1、勘察设计</b>	510.04	645.29	680.93	671.60	702.33	960.63	1299.74	1738.39
同比增长(%)	—	26.52%	5.52%	-1.37%	4.58%	36.78%	35.30%	33.75%
分类占比(%)	72.49%	68.86%	70.77%	71.16%	66.83%	69.29%	71.48%	73.43%
<b>(1)勘察设计(公路)</b>	451.45	419.37	519.91	543.92	516.18	722.65	997.26	1356.27
同比增长(%)	—	-7.11%	23.97%	4.62%	-5.10%	40.00%	38.00%	36.00%
分类占比(%)	88.51%	64.99%	76.35%	80.99%	73.49%	75.23%	76.73%	78.02%
<b>(2)勘察设计(市政)</b>	50.89	220.25	133.93	97.46	160.99	209.29	269.98	345.57
同比增长(%)	—	332.81%	-39.19%	-27.23%	65.18%	30.00%	29.00%	28.00%
分类占比(%)	9.98%	34.13%	19.67%	14.51%	22.92%	21.79%	20.77%	19.88%
<b>(3)勘察设计(建筑)</b>	7.32	5.04	13.44	22.89	20.26	23.30	26.56	30.01
同比增长(%)	—	-31.10%	166.34%	70.40%	-11.51%	15.00%	14.00%	13.00%
分类占比(%)	1.44%	0.78%	1.97%	3.41%	2.88%	2.43%	2.04%	1.73%
<b>(4)勘察设计(其他)</b>	0.38	0.63	13.65	7.33	4.91	5.40	5.94	6.53
同比增长(%)	—	65.96%	2067.25%	-46.33%	-33.06%	10.00%	10.00%	10.00%
分类占比(%)	0.07%	0.10%	2.01%	1.09%	0.70%	0.56%	0.46%	0.38%
<b>2、工程监理</b>	95.38	112.12	125.34	116.89	144.98	173.98	207.04	244.30
同比增长(%)	—	17.55%	11.79%	-6.74%	24.03%	20.00%	19.00%	18.00%
分类占比(%)	13.56%	11.96%	13.03%	12.39%	13.80%	12.55%	11.39%	10.32%
<b>3、试验检测</b>	52.39	89.49	69.69	95.36	111.33	150.29	199.89	261.85

同比增长(%)	—	70.81%	-22.13%	36.84%	16.75%	35.00%	33.00%	31.00%
分类占比(%)	7.45%	9.55%	7.24%	10.10%	10.59%	10.84%	10.99%	11.06%
<b>4、其他咨询</b>	45.82	90.20	86.16	59.98	92.23	101.45	111.60	122.76
同比增长(%)	—	96.87%	-4.48%	-30.39%	53.78%	10.00%	10.00%	10.00%
分类占比(%)	6.51%	9.63%	8.96%	6.35%	8.78%	7.32%	6.14%	5.19%
<b>二、工程承包</b>	77.40	358.13	582.20	580.98	527.81	561.42	589.87	619.78
同比增长(%)	—	362.71%	62.57%	-0.21%	-9.15%	6.37%	5.07%	5.07%
分类占比(%)	9.87%	27.63%	37.57%	37.94%	33.28%	28.69%	24.39%	20.66%
<b>1、公路工程承包</b>	14.44	171.44	487.88	558.39	508.19	533.60	560.28	588.30
同比增长(%)	—	1087.14%	184.58%	14.45%	-8.99%	5.00%	5.00%	5.00%
分类占比(%)	18.66%	47.87%	83.80%	96.11%	96.28%	95.05%	94.98%	94.92%
<b>2、建筑工程承包</b>	57.14	154.67	86.68	16.03	19.62	21.19	22.88	24.71
同比增长(%)	—	170.70%	-43.96%	-81.51%	22.39%	8.00%	8.00%	8.00%
分类占比(%)	73.83%	43.19%	14.89%	2.76%	3.72%	3.77%	3.88%	3.99%
<b>3、市政工程承包</b>	5.82	32.01	7.64	0.26	—	0.26	0.27	0.28
同比增长(%)	—	450.26%	-76.13%	-96.65%	—	3.00%	3.00%	3.00%
分类占比(%)	7.52%	8.94%	1.31%	0.04%	—	0.05%	0.05%	0.05%
<b>4、其他工程承包</b>	—	—	—	6.30	—	6.36	6.43	6.49
同比增长(%)	—	—	—	—	—	1.00%	1.00%	1.00%
分类占比(%)	—	—	—	1.08%	—	1.13%	1.09%	1.05%
<b>三、其他业务</b>	3.24	0.73	5.21	6.62	7.36	8.83	10.60	12.72
同比增长(%)	—	-77.51%	615.03%	26.95%	11.16%	20.00%	20.00%	20.00%
分类占比(%)	0.41%	0.06%	0.34%	0.43%	0.46%	0.45%	0.44%	0.42%
<b>分类占比总和(%)</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>
<b>营业成本</b>	<b>503.15</b>	<b>845.16</b>	<b>1,066.82</b>	<b>1,119.52</b>	<b>1,054.55</b>	<b>1,266.85</b>	<b>1,544.20</b>	<b>1,897.38</b>
同比增长(%)	—	67.98%	26.23%	4.94%	-5.80%	20.13%	21.89%	22.87%
<b>一、咨询业务</b>	433.58	524.69	575.25	599.70	598.17	779.13	1,027.31	1,349.36
同比增长(%)	—	21.01%	9.64%	4.25%	-0.25%	30.25%	31.85%	31.35%
分类占比(%)	86.17%	62.08%	53.92%	53.57%	56.72%	61.50%	66.53%	71.12%
<b>二、工程承包</b>	68.27	320.39	490.12	518.13	454.59	485.07	513.18	542.93
同比增长(%)	—	369.31%	52.98%	5.71%	-12.26%	6.70%	5.80%	5.80%
分类占比(%)	13.57%	37.91%	45.94%	46.28%	43.11%	38.29%	33.23%	28.61%
<b>三、其他业务</b>	1.30	0.08	1.45	1.69	1.79	2.65	3.71	5.09
同比增长(%)	—	-93.96%	1742.74%	16.61%	5.74%	48.33%	40.00%	37.14%
分类占比(%)	0.26%	0.01%	0.14%	0.15%	0.17%	0.21%	0.24%	0.27%
<b>分类占比总和(%)</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>
<b>毛利率(%)</b>	<b>35.84%</b>	<b>34.78%</b>	<b>31.15%</b>	<b>26.90%</b>	<b>33.51%</b>	<b>37.17%</b>	<b>38.26%</b>	<b>39.12%</b>
<b>一、咨询业务</b>	38.38%	44.01%	40.21%	36.46%	43.08%	46.50%	46.30%	46.00%
<b>1、勘察设计</b>	42.99%	46.29%	99.94%	41.26%	43.19%	—	—	—
<b>2、工程监理</b>	28.37%	33.00%	99.75%	36.64%	37.24%	—	—	—
<b>3、试验检测</b>	22.02%	38.84%	99.62%	11.67%	42.95%	—	—	—
<b>4、其他咨询</b>	26.63%	46.48%	99.44%	21.84%	51.53%	—	—	—
<b>二、工程承包</b>	11.80%	10.54%	15.82%	10.82%	13.87%	13.60%	13.00%	12.40%
<b>三、其他业务</b>	59.88%	89.22%	72.23%	74.49%	75.73%	70.00%	65.00%	60.00%

资料来源：公司公告，光大证券研究所

注：黄色单元格为预测数据

## 6、估值水平与投资评级

### 6.1、相对估值

与勘设股份业务类型相似，具有一定可参考价值的上市公司还包括中设集团、苏交科、中衡设计、启迪设计、建科院等 8 家建筑设计类上市公司。以当前估值水平对比，勘设股份的估值对应 2017 年 PE 水平为 24.76 倍，行业中位值约为 35 倍；而勘设股份的估值对应最新季度的 PB (MRQ) 值为 7.63，行业中位值为 7.76；因此从相对估值看，勘设股份的当前估值略低于行业中位估值。

表 6：可比公司的 PE 比较

公司名称	最新收盘价(元)	每股收益 EPS(元)				市盈率 PE			近三年营业收入 CAGR(%)	近三年净利润 CAGR(%)	市净率 PB (MRQ)	总市值 (亿元)
		16A	17E	18E	TTM	17E	18E					
勘设股份	73.39	1.72	2.64	3.77	29.61	24.76	18.64	8.26%	0.01%	7.63	70.79	
中位值	40.80	0.80	0.74	0.92	42.65	35.01	28.13	12.05%	5.92%	7.76	66.43	
苏交科	18.46	0.68	0.85	1.09	28.01	22.96	17.98	37.51%	26.90%	3.66	113.45	
设计总院	27.25	0.80	0.74	0.92	42.65	35.01	28.13	7.35%	-7.05%	10.09	84.42	
中设集团	33.80	1.01	1.38	1.82	28.47	23.22	17.60	20.34%	11.89%	3.46	67.79	
杭州园林	55.02	0.53	0.27	0.36	210.15	189.83	144.41	-4.24%	-8.48%	22.31	66.43	
建科院	40.80	0.29	0.27	0.32	167.70	160.95	133.56	8.25%	5.92%	21.70	62.63	
启迪设计	42.45	1.07	0.72	0.84	87.84	62.96	53.79	12.05%	1.50%	7.76	55.41	
中衡设计	18.34	0.48	0.60	0.73	38.81	30.78	24.96	24.79%	12.51%	3.13	50.48	
中设股份	59.44	1.01	0.99	1.24	64.31	58.52	46.99	15.92%	40.64%	8.81	31.01	

资料来源：Wind 一致预期，光大证券研究所整理

注 1：数据采集日期：2017 年 11 月 1 日收盘日。

注 2：除勘设股份外，表中其余 8 家公司的 EPS 预测采用 Wind 一致预期，以反映市场对于公司盈利状况的预测。

如上所述，我们预测公司 2017-2019 年归母净利润为 3.28、4.67、6.07 亿元，对应 EPS 为 2.64、3.77、4.89 元。根据公司和可比公司 PE 值的对比，综合考虑公司成功上市后发展加快，云贵川等西南地区“十三五”期间基建投资增速得以维持，公司省外海外业务拓展加速等因素，我们按照 2017 年 32 倍 PE 计算，得出公司合理估值为 84.48 元。

### 6.2、绝对估值

关于基本假设的几点说明：

- 1、长期增长率：**由于勘设股份所处行业为建筑设计行业，总体已进入稳定增长阶段，故我们假设公司的长期增长率为 2%；
- 2、β 值选取：**采用申万行业分类-建筑行业 β 作为公司无杠杆 β 的近似；
- 3、税率：**我们预测公司未来税收政策较稳定，结合公司过去几年的实际税率，假设公司未来税率为 18.07%。

我们给出 FCFE 估值方法得出的结果如下，并在之后将其他方法的简要结果进行归纳。

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.00%
无风险利率 Rf	3.43%
$\beta$ ( $\beta_{levered}$ )	0.90
Rm-Rf	7.43%
Ke(levered)	10.12%
税率	18.07%
Kd	0.00%
Ve	3,686.5
Vd	0.0
目标资本结构	0.00%
WACC	10.12%

资料来源：光大证券研究所

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	754.20	9.81%
第二阶段	2,904.94	37.77%
第三阶段 (终值)	4,031.01	52.42%
企业价值 AEV	7,690.15	100.00%
加：非经营性净资产价值	154.81	2.01%
减：少数股东权益 (市值)	0.00	0.00%
减：债务价值	0.00	0.00%
总股本价值	7,844.97	102.01%
股本 (百万股)	124.15	-
每股价值 (元)	63.19	-
PE (隐含)	23.89	-
PE (动态)	27.75	-

资料来源：光大证券研究所

### 敏感性分析

WACC	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
9.12%	68.60	71.15	74.05	77.40	81.29
9.62%	63.69	65.83	68.25	71.01	74.19
10.12%	59.34	61.15	63.19	65.49	68.11
10.62%	55.48	57.03	58.75	60.68	62.87
11.12%	52.03	53.35	54.82	56.46	58.30

资料来源：光大证券研究所

### 估值结果汇总

估值方法	估值结果	估值区间			敏感度分析区间
FCFF	63	52	—	81	贴现率 $\pm$ 1%，长期增长率 $\pm$ 1%
DDM	88	67	—	124	贴现率 $\pm$ 1%，长期增长率 $\pm$ 1%
APV	62	51	—	80	贴现率 $\pm$ 1%，长期增长率 $\pm$ 1%
AE	89	74	—	113	贴现率 $\pm$ 1%，长期增长率 $\pm$ 1%
EVA	73	62	—	89	贴现率 $\pm$ 1%，长期增长率 $\pm$ 1%

资料来源：光大证券研究所

上表为使用 FCFF、DDM、APV、AE、EVA 等方法对公司进行绝对估值的结果，各种方法给出的估值结果介于 62.0-89.0 元之间。

### 6.3、估值结论与投资评级

考虑到公司成功上市后发展加快，云贵川等西南地区“十三五”期间基建投资增速得以维持，公司省外海外业务拓展加速等因素，我们预计公司 2017-2019 年归母净利润为 3.28、4.67、6.07 亿元，对应 EPS 为 2.64、3.77、4.89 元。结合相对估值和绝对估值结果，我们认为公司合理目标价为 84.48 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

### 6.4、股价驱动因素

- ◆ **长期股价催化剂：**西南地区“十三五”基建投资持续高增长；公司省外业务占比持续提升；海外扩张推进顺利。
- ◆ **短期股价催化剂：**新签合同超预期；2017 年业绩超预期；PPP 项目拓展超预期。

## 7、风险分析

### ◆ 西南地区基建投资增长不达预期

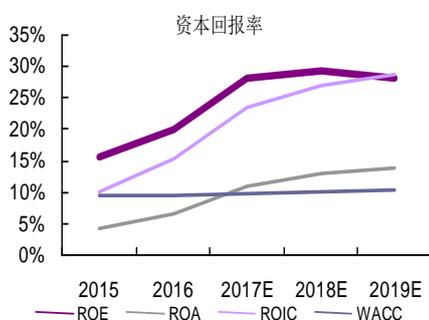
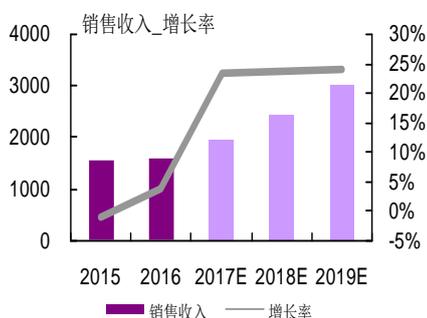
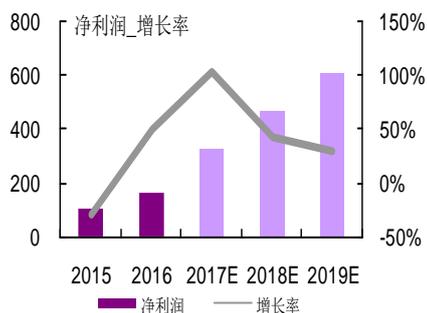
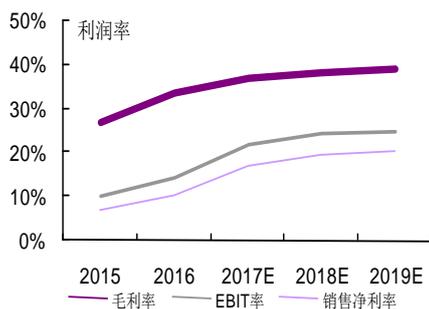
公司主要利润来源为贵州省高速公路勘察设计业务。近年贵州省经济保持快速发展，2014年至2016年GDP增速分别为10.8%、10.7%和10.5%，位居全国前列。2016年，贵州省交通运输厅印发《贵州省高速公路网规划（加密规划）》，提出“十三五”期间全省高速公路网规划总里程将达10,196公里，为公司未来收入持续增长奠定良好基础。然而贵州省仍属于我国经济较不发达地区，存在高速公路建设十三五规划达不到规划预期从而对公司业绩持续性的风险，若该事项出现，将对公司业绩产生较大影响。

### ◆ 省外及海外市场拓展不达预期

在目前工程技术服务行业发展的宏观环境下，公司将巩固贵州省内市场、拓展省外及海外市场。虽然随着工程咨询和工程承包招标投标制度的广泛推行，空间上的壁垒被逐步打破，但依然存在长期形成的条块分割及区域保护现象。在贵州省外市场，公司在客户关系和市场资源方面尚未形成明显的优势，存在拓展省外市场业务不达预期的风险。公司海外市场拓展目前仍处于起步阶段，如不能有效掌握东道国政治与法律体系，不能快速提升对海外项目的管理经验及管理水平，将对公司开拓海外市场形成不利影响。

### ◆ 市政及建筑专业拓展不达预期

根据公司所制定的《“十三五”发展规划》，公司上市后将在公路、市政、建筑、水运行业业务领域进行大力拓展，培育发展轨道、管廊两块新业务，形成“4+2”行业协调发展目标。公司目前在市政行业、建筑行业勘察设计起步较晚，与其他传统市政、建筑优秀工程技术服务企业相比，在人力资源和业绩储备方面还相对薄弱。考虑到市政、建筑行业竞争激烈，公司如不能把在公路勘察设计领域积累的技术优势快速引入到市政、建筑领域，并获得业主认可，将存在扩大市政、建筑行业生产能力不达预期的风险。



利润表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>1,531</b>	<b>1,586</b>	<b>1,957</b>	<b>2,419</b>	<b>3,000</b>
营业成本	1,120	1,055	1,229	1,493	1,826
折旧和摊销	36	34	40	42	44
营业税费	21	14	16	19	24
销售费用	11	19	23	29	35
管理费用	151	173	196	242	300
财务费用	30	27	25	18	7
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	-1	-3	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>122</b>	<b>195</b>	<b>400</b>	<b>570</b>	<b>740</b>
<b>利润总额</b>	<b>130</b>	<b>196</b>	<b>401</b>	<b>571</b>	<b>741</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>106.63</b>	<b>160.59</b>	<b>328.35</b>	<b>467.48</b>	<b>606.98</b>

资产负债表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>总资产</b>	<b>2,597</b>	<b>2,537</b>	<b>3,015</b>	<b>3,645</b>	<b>4,427</b>
流动资产	2,122	2,050	2,532	3,164	3,950
货币资金	338	436	548	677	840
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	1,284	1,264	1,559	1,963	2,465
应收票据	5	0	0	0	0
其他应收款	389	275	340	420	521
存货	91	64	75	91	111
可供出售投资	58	48	40	40	40
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	13	11	11	11	11
固定资产	305	296	299	299	296
无形资产	23	25	24	23	22
<b>总负债</b>	<b>1,910</b>	<b>1,726</b>	<b>1,844</b>	<b>2,039</b>	<b>2,261</b>
无息负债	1,356	1,260	1,466	1,786	2,223
有息负债	554	466	379	253	38
<b>股东权益</b>	<b>687</b>	<b>811</b>	<b>1,171</b>	<b>1,606</b>	<b>2,166</b>
股本	93	93	124	124	124
公积金	57	70	70	70	70
未分配利润	525	645	973	1,408	1,968
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	<b>46</b>	<b>309</b>	<b>146</b>	<b>245</b>	<b>343</b>
净利润	107	161	328	467	607
折旧摊销	36	34	40	42	44
净营运资金增加	92	-48	351	412	478
其他	-187	162	-572	-677	-786
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-127</b>	<b>-39</b>	<b>-35</b>	<b>-40</b>	<b>-40</b>
净资本支出	-97	-49	-40	-40	-40
长期投资变化	13	11	0	0	0
其他资产变化	-43	-1	5	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>93</b>	<b>-160</b>	<b>0</b>	<b>-76</b>	<b>-141</b>
股本变化	0	0	31	0	0
债务净变化	34	-88	-87	-126	-214
无息负债变化	164	-96	206	321	436
<b>净现金流</b>	<b>13</b>	<b>110</b>	<b>111</b>	<b>129</b>	<b>163</b>

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	-1.17%	3.57%	23.36%	23.62%	24.02%
净利润增长率	-29.29%	50.60%	104.47%	42.37%	29.84%
EBITDA/EBITDA 增长率	-21.83%	36.96%	79.51%	35.57%	25.65%
EBIT/EBIT 增长率	-26.65%	46.73%	88.80%	38.31%	27.08%
<b>估值指标</b>					
PE	85	57	28	19	15
PB	13	11	8	6	4
EV/EBITDA	39	28	20	15	11
EV/EBIT	48	32	22	16	12
EV/NOPLAT	59	39	27	19	15
EV/Sales	5	5	5	4	3
EV/IC	6	6	6	5	4
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	26.90%	33.51%	37.17%	38.26%	39.12%
EBITDA 率	12.35%	16.33%	23.76%	26.05%	26.39%
EBIT 率	10.02%	14.20%	21.73%	24.32%	24.91%
税前净利润率	8.50%	12.36%	20.48%	23.59%	24.70%
税后净利润率 (归属母公司)	6.96%	10.13%	16.78%	19.33%	20.23%
ROA	4.11%	6.33%	10.89%	12.83%	13.71%
ROE (归属母公司) (摊薄)	15.52%	19.79%	28.04%	29.12%	28.03%
经营性 ROIC	9.99%	15.17%	23.40%	26.81%	28.57%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	1.11	1.20	1.45	1.72	2.04
速动比率	1.07	1.16	1.41	1.67	1.99
归属母公司权益/有息债务	1.24	1.74	3.09	6.35	56.26
有形资产/有息债务	4.57	5.27	7.74	14.10	112.91
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	0.86	1.29	2.64	3.77	4.89
每股红利	0.00	0.00	0.26	0.38	0.49
每股经营现金流	0.37	2.49	1.18	1.97	2.77
每股自由现金流(FCFF)	0.38	2.55	0.52	0.96	1.66
每股净资产	5.53	6.54	9.43	12.93	17.44
每股销售收入	12.34	12.78	15.76	19.48	24.16

资料来源：光大证券、上市公司

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

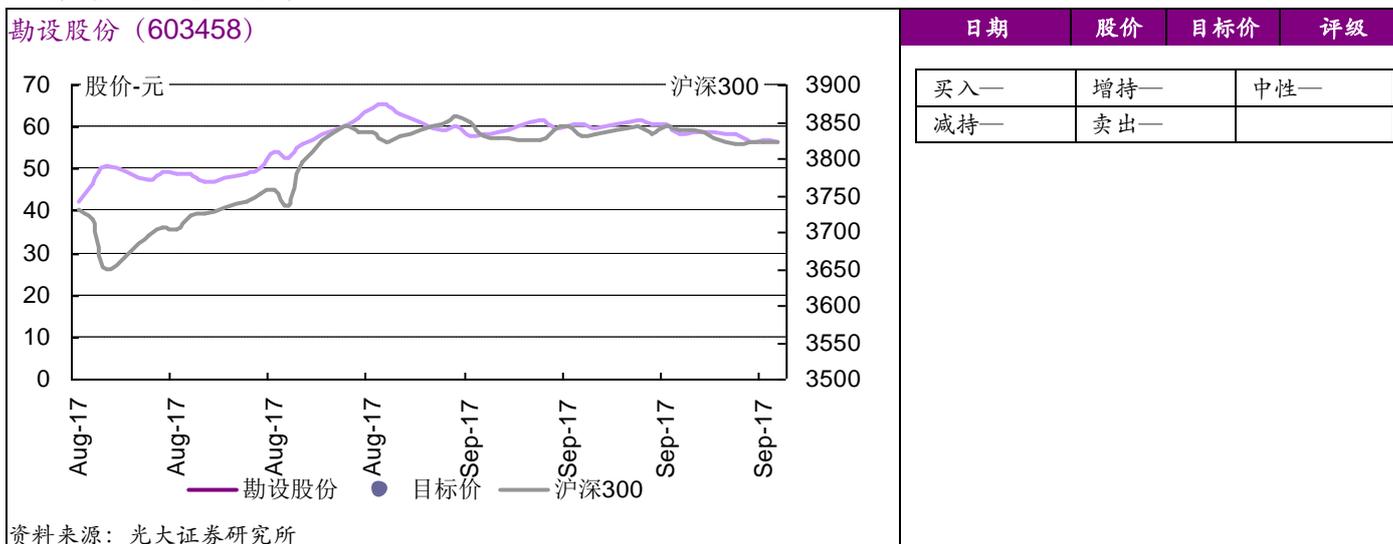
## 分析师介绍

陈浩武，上海交通大学安泰经济与管理学院管理学博士，光大证券研究所非金属建材行业研究员。研究注重逻辑和前瞻性，运用合理方法，力求准确把握行业发展趋势和热点，重点公司深入分析、跟踪紧密，最后综合基本面和估值给出投资建议。个人优势：基本面研究，行业及重点公司数据全市场应为独到；优势领域：水泥行业。熟悉公司：华新水泥、江西水泥、同力水泥、天山股份、青松建化。

孙伟风，美国西北大学应用数学专业硕士，浙江大学自动化学士。14年进入证券行业，先后研究周期、新能源等行业。16年加盟光大证券建筑建材团队。覆盖建材主要子行业及部分建筑公司。对建材及新能源相关行业有较深研究和认识。熟悉公司：开尔新材、华新水泥、海螺水泥等。

师克克，武汉大学经济与管理学院金融硕士，光大证券研究所建筑建材行业研究员，熟悉水泥、玻纤、其他新型建材等行业。

## 投资建议历史表现图



## 行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5% 至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

市场基准指数为沪深 300 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

## 光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	陈蓉	021-22169086	13801605631	chenrong@ebscn.com
	濮维娜	021-62158036	13611990668	puwn@ebscn.com
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebscn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingke@ebscn.com
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebscn.com
	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebscn.com
	周洁瑾	021-22169098	13651606678	zhoujj@ebscn.com
	丁梅	021-22169416	13381965696	dingmei@ebscn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com
	王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebscn.com
	陈樑	021-22169483	18621664486	chenliang3@ebscn.com
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com
	谭锦	021-22169259	15601695005	tanjin@ebscn.com
	曲奇瑶	021-22167073	18516529958	quqy@ebscn.com
王舒	021-22169134	15869111599	wangshu@ebscn.com	
安玲娟	021-22169479	15821276905	anlx@ebscn.com	
北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com
	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
	关明雨	010-58452037	18516227399	guanmy@ebscn.com
	郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com
	王曦	010-58452036	18610717900	wangxi@ebscn.com
	张彦斌	010-58452040	18614260865	zhangyanbin@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lixxy1@ebscn.com
深圳	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com
	吴冕		18682306302	wumian@ebscn.com
	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com
国际业务	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebscn.com