

## 勘设股份(603458)

公司研究/深度报告

# 云贵勘设翘楚，订单充足业绩可期

深度研究报告/中小市值

2018年01月16日

### 报告摘要：

#### ● 山地交通工程技术服务企业，贵州省交通厅改制设立

公司于1958年由贵州省交通厅设立，1994年改制，并于2017年上市。建院近60年以来，公司构建了完善的交通业务体系，具有在贵州省等地质条件复杂的山地地区的丰富勘察设计经验。公司主营业务为工程咨询与工程承包，工程咨询中勘察设计占总营收44%，其中公路勘察设计占勘察设计业务营收的74%，为最核心业务。

#### ● 云贵公路投资高景气，区域地形复杂，勘察设计壁垒高

2017年前三季度全国交通固定资产投资完成额16460亿，同比增长20%，比上年增速提高13%。西部地区交通固定资产投资增速领先全国，2017年前三季度同比增长24%。贵州、云南省公路建设固定资产投资完成额及增速居全国前列，投资完成额连续突破千亿。勘察设计行业发展增速快于建筑业整体增速，2016年营收破3万亿，同比增长23%，占建筑业收入的18%。贵州省的喀斯特地形复杂地质条件使得公路设计难度较大，勘察设计行业高门槛。

#### ● 高毛利率工程咨询业务营收占比由66%增至90%，2017前三季度净利润增长117%

2017年前三季度实现营业收入12.9亿，同比增长16%，实现净利润2.5亿，同比增长117%。工程咨询业务占比提升是净利大幅增长的主要原因。2016年工程咨询业务毛利率为43%，占比66%；工程承包业务毛利率仅14%，占比33%。工程咨询业务2017年前三季度营收占比提高到90%，带动净利润增长117%。

#### ● 2017年前三季度新签合同接近营收两倍，预计2018年业绩仍维持高速增长

公司2017年前三季度新承接合同额达25亿，而同期营业收入为12.9亿元，2016年合同额为23亿元，公司在手订单可维持营收较快增长。另外，高毛利的工程咨询业务合同占比达90%，预计营收增长的同时净利润也将保持较高增速。

#### ● 盈利预测

不考虑未来并购因素，预计公司2017至2019年净利润分别为3.47亿元、4.82亿元和6.79亿元，EPS为2.79、3.88和5.47元，对应PE分别为25、18和13倍。

#### ● 风险提示

1、项目结算对净利润确认的影响；2、海外业务进度缓慢。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	1,586	1,776	3,728	5,111
增长率（%）	3.57%	11.95%	109.94%	37.11%
归属母公司股东净利润（百万元）	161	347	482	679
增长率（%）	50.60%	115.85%	39.13%	40.75%
每股收益（元）	1.29	2.79	3.88	5.47
PE（现价）	54	25	18	13
PB	10.6	6.0	4.4	3.2

资料来源：公司公告、民生证券研究院

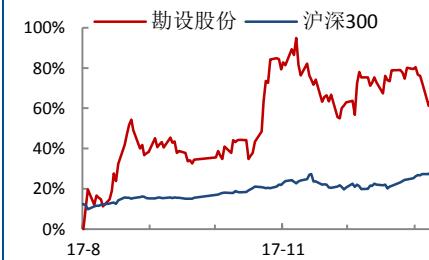
**强烈推荐** 首次评级

当前价格(元): 69.43

**交易数据** 2018/01/16

近12个月最高/最低(元)	87.27/42.28
总股本(百万股)	124.15
流通股本(百万股)	31.04
流通股比例(%)	25%
总市值(亿元)	86.20
流通市值(亿元)	21.55

### 该股与沪深300走势比较



资料来源：Wind, 民生证券研究院

**分析师：蔡秋实**

执业证号：S0100516090001

电话：021-60876705

邮箱：caiqiushi@mszq.com

### 相关研究

## 目录

<b>一、山地交通工程技术服务企业，贵州省内翘楚</b> .....	<b>3</b>
(一) 贵州交通设计院改制而成，业务完善且资质优秀 .....	3
(二) 在贵州省等地质条件复杂的山地地区具有丰富勘察设计经验 .....	4
(三) 主营业务以公路行业勘察设计为主，省内营收占比约 90% .....	4
(四) 公司员工合计持股 75%，董监高持股比例达 27% .....	6
<b>二、云贵公路投资增速高，勘察设计业务高景气、高壁垒</b> .....	<b>8</b>
(一) 全国交通固定资产投资景气回暖，勘察设计行业较快增长 .....	8
1、2017 年前三季度全国交通固定资产投资完成额同比增长 20% .....	8
2、西部地区交通固定资产投资完成额近 5 年复合增速达 10.97%，领先全国约 4 个百分点 .....	9
3、2009-2016 年工程勘察设计行业营收复合增速约 25%，2016 年行业营收增速触底回升 .....	10
(二) 云贵公路固定资产投资高景气，喀斯特地貌勘察设计壁垒高 .....	11
1、云贵公路固定资产投资完成额及增速均居全国前列，贵州将连续四年破千亿 .....	11
2、云贵桂地区多喀斯特地貌，勘察设计难度大 .....	12
<b>三、公司业绩历经 2015 年低谷触底回升，2017 前三季度净利润增长 117%</b> .....	<b>12</b>
(一) 2017 年前三季度营收增长 16%，净利润增长 117% .....	12
(二) 工程咨询业务毛利率 43%，占比提升成为公司增长核心 .....	13
1、2017 年前三季度公司工程咨询业务毛利率为 48%，处于业内较高水平 .....	13
2、工程咨询业务占比提升 24 个百分点至 90%，带动综合毛利率的增长 11 个百分点 .....	15
3、公路行业勘察设计 2017 年前三季度实现同比增速 109.51% .....	16
(三) 贵州省内业务占比约九成，2016 年云南地区营收同比增长 103% .....	17
1、2014-2016 年省内业务营收占九成左右 .....	17
2、省外业务逐步提升，勘察设计承接额约占云南省五分之一 .....	18
<b>四、2017 前三季度新接订单 25 亿元，业绩持续增长可期</b> .....	<b>19</b>
(一) 2017 年前三季度新签订单接近营收 2 倍，2018 年业绩预计仍较快增长 .....	19
(二) 高毛利率的工程咨询业务新承接合同额稳步增长，占 2017Q1~Q3 新承接额的 90%，订单质量高 .....	20
1、2017 年上半年新承接订单额大幅增长 140% .....	20
2、工程咨询新接合同额占比 90%，保证订单质量 .....	21
(三) 省内订单占比 75%，省外订单持续增长 .....	22
(四) 公路行业的订单额在勘察设计业务中占比高达 77%，市政行业未来将成为新动力 .....	23
(五) 海外业务实现突破，中标 7.1 亿美元特别重大合同 .....	24
<b>六、盈利预测</b> .....	<b>24</b>
<b>七、风险提示</b> .....	<b>25</b>
<b>插图目录</b> .....	<b>27</b>
<b>表格目录</b> .....	<b>27</b>

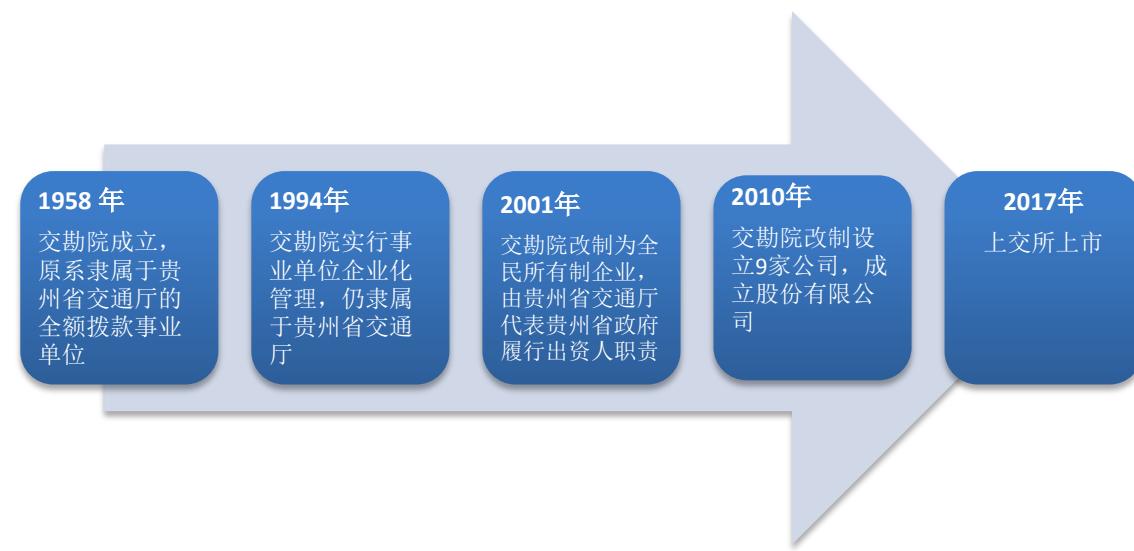
## 一、山地交通工程技术服务企业，贵州省内翘楚

### (一) 贵州交通设计院改制而成，业务完善且资质优秀

公司于 1958 年由贵州省交通厅设立，于 1994 年实行事业单位改革，2001 年改制为全民所有制企业，2010 年改制成立 9 家公司并设立股份有限公司，于 2017 年在上交所上市。

建院 50 余年以来，公司构建了完善的交通业务体系，涉及公路、桥梁、隧道、岩土、机电、市政、建筑、港口与航道等多个领域，提供勘察、设计、咨询、试验检测、监理、施工、总承包等工程技术服务。

图 1：勘设股份发展历程



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

表 1：勘设股份业务范围

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		√		
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			√	
房屋			√	
市政			√	

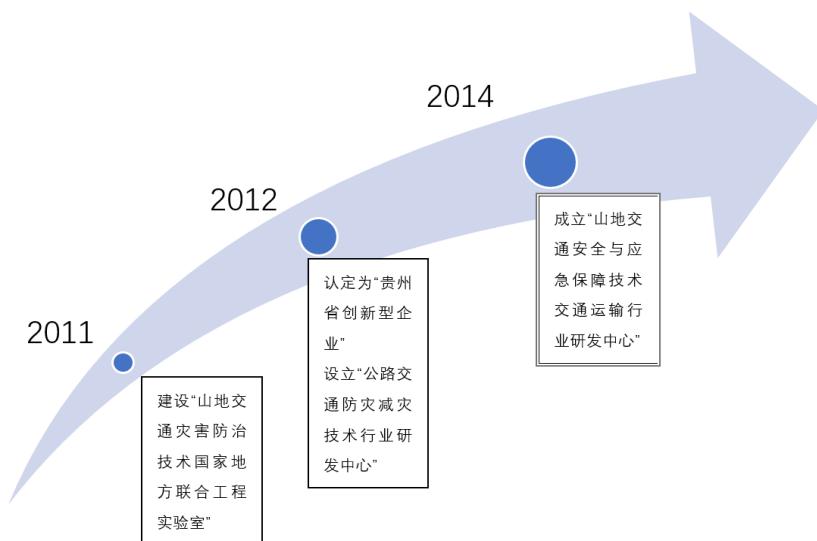
资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

## (二) 在贵州省等地质条件复杂的山地地区具有丰富勘察设计经验

公司对于以贵州省为代表的山地交通工程技术服务业务经验丰富。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。公司在这种地形与地质条件下完成了3500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。

另外，公司针对贵州喀斯特、煤系地层等特殊地形地质特点，开展了一系列科技研发，并取得了丰硕成果。截至2016年，已有86个科研项目通过相关单位和政府部门的验收，45项科研成果通过了省部级鉴定，其中26项成果达到国际先进水平。涉及公路、桥梁、隧道、边坡、路基、路面、交通工程、地质灾害、软件开发、新材料等多方面研究。

图2：山地交通工程技术服务领域技术领先

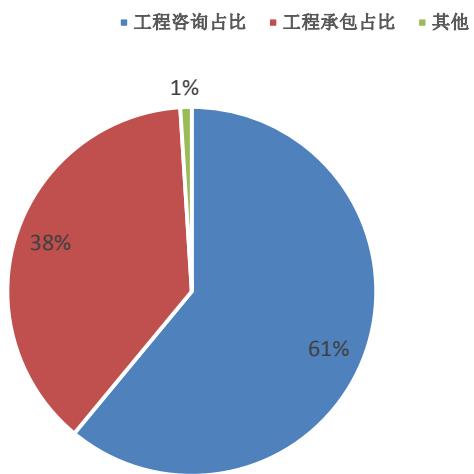


资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

## (三) 主营业务以公路行业勘察设计为主，省内营收占比约90%

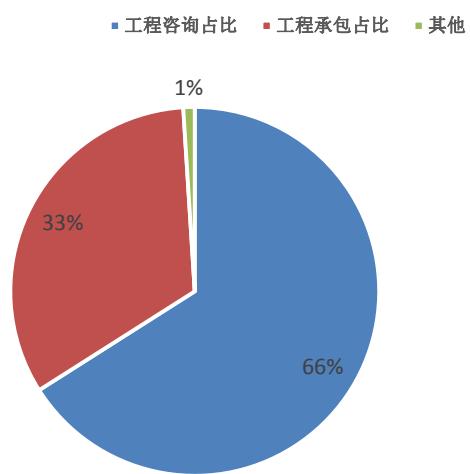
公司的主营业务为工程咨询与工程承包，2017年前三季度工程咨询营收占比90%，工程承包营收占比10%。工程咨询包括勘察设计、试验检测、工程咨询、工程监理等，其中勘察设计业务在总营收中占比最大，2015、2016年占比均为44%，是公司的核心业务。在勘察设计业务中公路行业2016年勘察设计营收占比达74%。从业务区域来看，贵州省内业务为公司最主要营收来源，2015、2016年分别占当年营收的93%和88%。

图 3: 2015 年工程咨询与工程承包营收占比



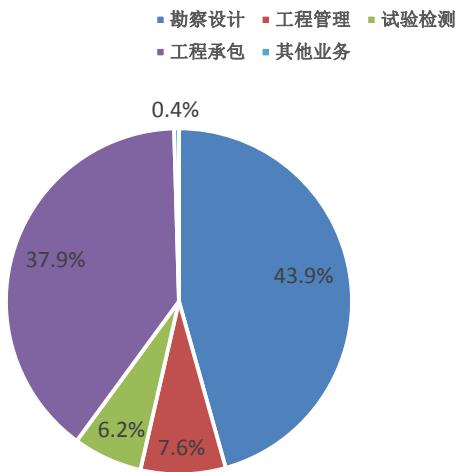
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 4: 2016 年工程咨询与工程承包营收占比



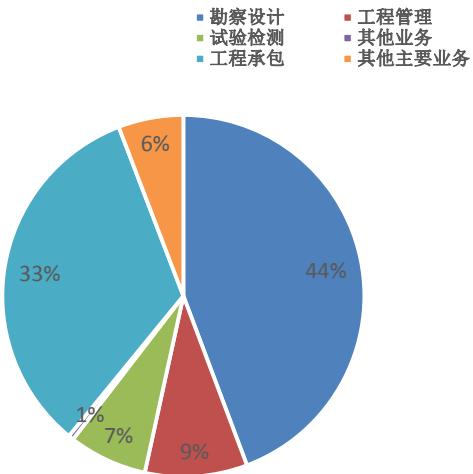
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 5: 2015 年公司各业务营业收入占比



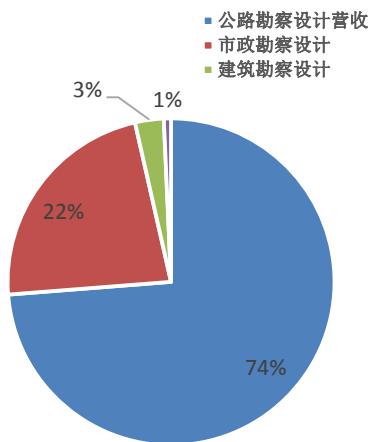
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 6: 2016 年公司各业务营业收入占比



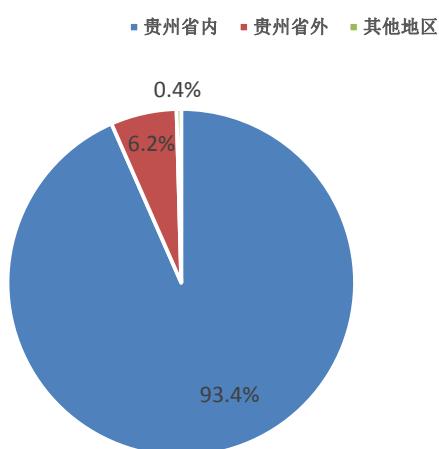
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 7：公路行业勘察设计收入占比 74%



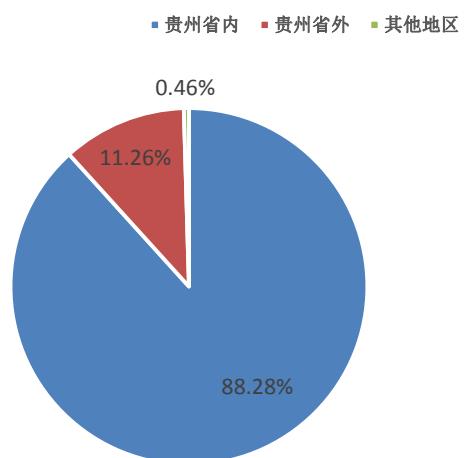
资料来源：Wind, 民生证券研究院

图 8：2015 年公司省内外营业收入占比



资料来源：Wind, 民生证券研究院

图 9：2016 年公司省内外营业收入占比

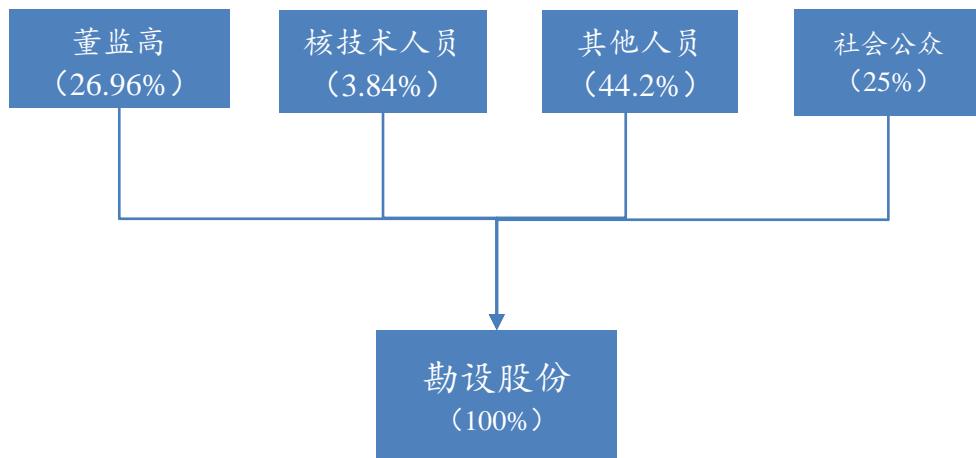


资料来源：Wind, 民生证券研究院

#### (四) 公司员工合计持股 75%，董监高持股比例达 27%

截至 2017 年前三季度，公司董监高和核心技术人员共 22 人合计持股 30.8%，其中董监高 15 人持股 26.96%，核心技术人员 7 人持股 3.84%，其他 119 人合计持股 44.2%，公司员工合计持股达到约 75%。

公司目前控股和参股公司共有 14 家，分别是 4 家全资子公司，1 家合营公司和 9 家参股高速公路建设项目公司。

**图 10：勘设股份股权结构（截止 2017 三季报）**


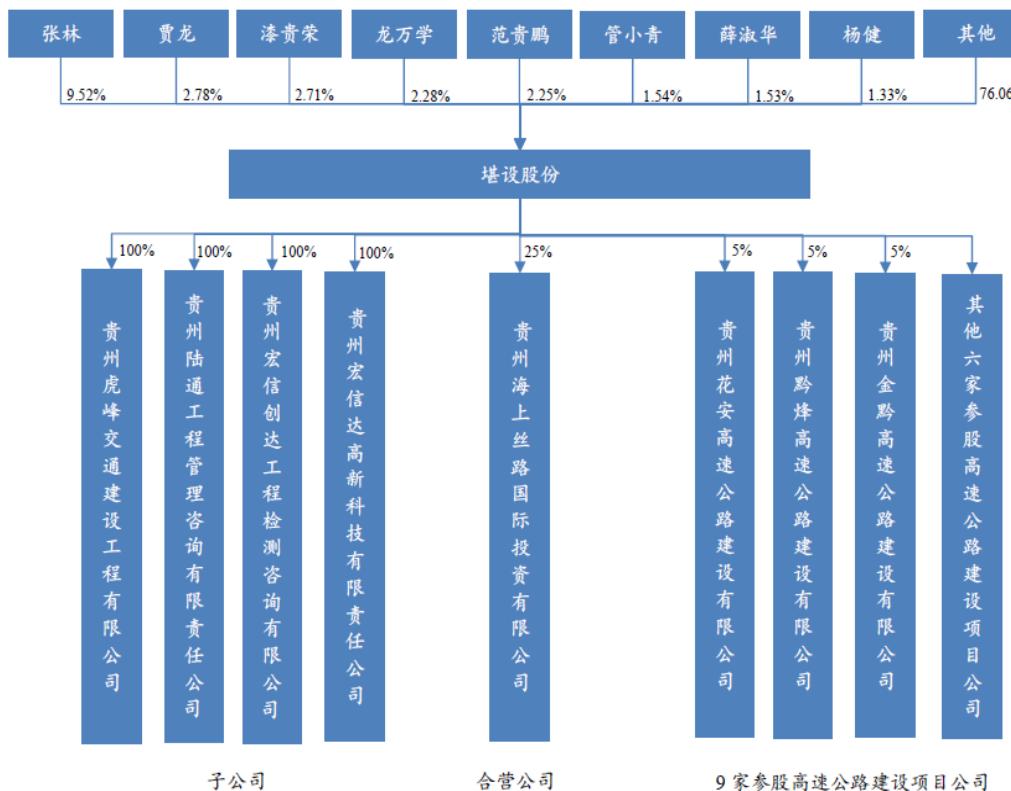
资料来源：公司公告，民生证券研究院

**表 2：2016 年勘设股份董监高及核心技术人员持股比例情况**

	姓名	持股比例	职位
董监高	张林	12.69%	董事长
	贾龙	3.71%	副董事长、党委书记
	漆贵荣	3.61%	董事、总经理
	管小青	2.06%	董事、副总经理、海外事业部部长
	王迪明	1.15%	董事、副总经理
	范贵鹏	3.01%	董事、副总工程师、第一勘测设计分院院长
	吴辉	0.71%	监事会主席
	余远程	0.50%	监事、副总工程师、总经理助理、总工程师办公
	吴传荣	0.98%	监事、审计部部长
	黄国建	0.85%	董事会秘书、总经济师
	蒋培洲	0.50%	副总经理
	马平均	1.42%	总工程师、副总经理
核心技术人	龙万学	3.04%	副总经理、山地交通灾害防治技术国家地方联合工程实验室主任
	吕晓舜	0.71%	总经理助理、试验检测中心主任、山地交通安全与应急保障技术 交通运输行业研发中心主任
	夏建勇	0.98%	副总经理
	傅学军	0.50%	副总工程师
	江盛杰	0.61%	副总工程师
	王先聪	0.50%	副总工程师
	陈勇	0.50%	副总工程师
	吴怀义	0.50%	副总工程师
	何文勇	0.71%	副总工程师、地质勘察设计分院院长
	杨健	1.77%	副总工程师、桥梁设计分院院长
合计		41.06%	

资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 11：勘设股份股权结构与控股及参股公司情况



资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院

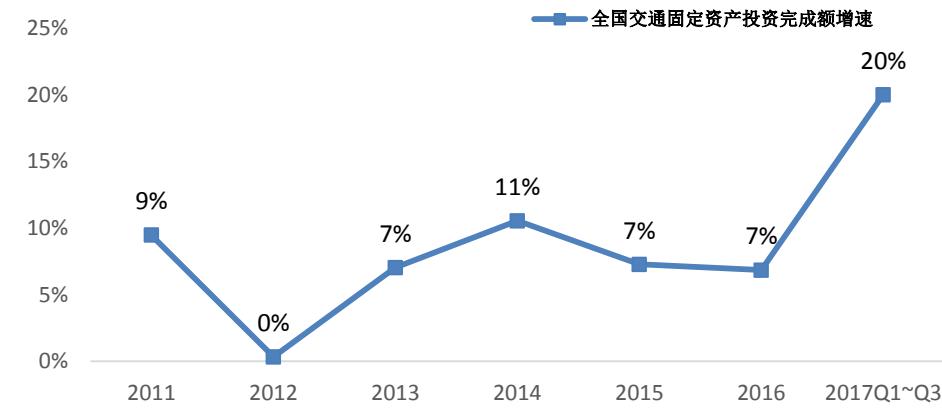
## 二、云贵公路投资增速高，勘察设计业务高景气、高壁垒

### (一) 全国交通固定资产投资景气回暖，勘察设计行业较快增长

#### 1、2017 年前三季度全国交通固定资产投资完成额同比增长 20%

全国交通固定资产投资完成额 2016 年达到 19681 亿，近 5 年复合增长率达 6.35%。

2017 年截至到 9 月份，全国交通固定资产投资 16460 亿，同比增长 20%，增速较 2016 年提高 13 个百分点。东部地区投资完成额 5239 亿元，同比增长 22%。西部地区交通固定资产投资完成额已实现了去年的 92.39%，同比增长 24%。中部地区增速由负转正。

**图 12: 2011-2017Q3 全国交通固定资产投资完成额增速情况**


资料来源：交通部，民生证券研究院

## 2、西部地区交通固定资产投资完成额近 5 年复合增速达 10.97%，领先全国约 4 个百分点

西部地区交通固定资产投资完成额全国领先，2016 年达到 8760 亿，近 5 年复合增长率达 10.97%，超过东部、中部地区 7 个百分点。2017 年截至到 9 月份，西部地区交通固定资产投资完成额已实现了去年的 92.39%。2017 年及以后由于西部大开发，“一带一路”建设与“新疆振兴”的影响，西部地区还将保持较高增速。

**表 3: 全国及各区域交通固定资产投资完成额相关情况**

	2016 年 (亿元)	2016 年同比 增速 (%)	三年复合增 长率 (%)	五年复合增长率 (%) (2011-2016)	2017 年 1-9 月 (亿元)	同比 (%)
全国	19681	6.84	8.21	6.35	16460	20
东部	6453	2.57	4.75	3.07	5239	22
中部	4467	-1.88	5.20	3.78	3127	6
西部	8761	15.63	12.95	10.97	8093	24

资料来源：交通部，民生证券研究院

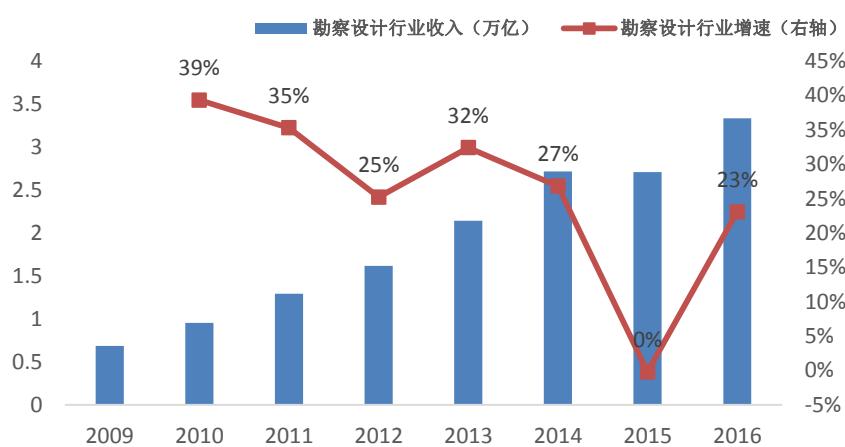
**图 13: 全国及西部地区交通固定资产投资完成额增速**


资料来源：交通部，民生证券研究院

### 3、2009-2016 年工程勘察设计行业营收复合增速约 25%，2016 年行业营收增速触底回升

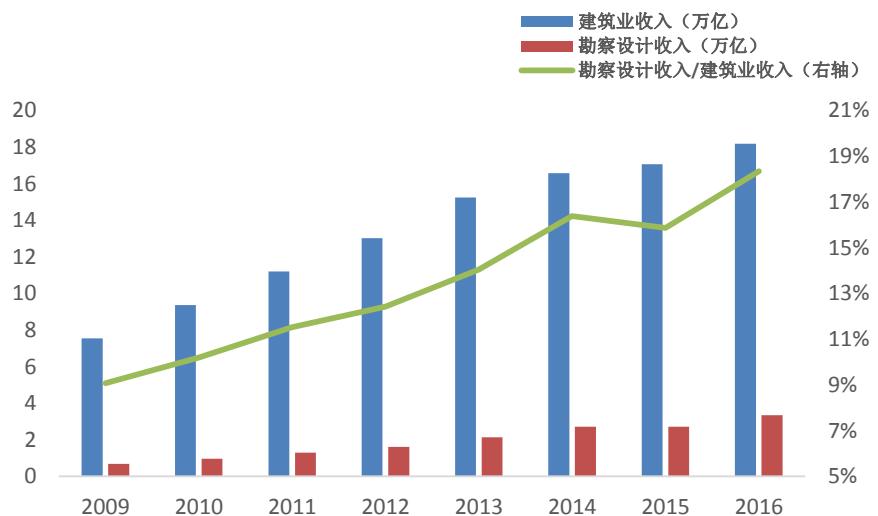
2009-2016 年，全国工程勘察设计企业营收自 6852 亿增长至 33337 亿，年均复合增长率达到 25.3%。2015 年勘察设计行业增速由 2014 年增长 27% 降至 0%，2016 年行业营收增速恢复至 23% 左右，实现触底回升。同时，勘察设计营业收入在建筑业总收入的比重也从 2009 年的 9.1% 上升到 2016 年的 18.3%，勘察设计的产业规模与重要性在整个建筑业中正在逐年加强。

图 14：勘察设计行业景气度回升，全国 2016 年收入同比增长 23%



资料来源：住建部、国家统计局、民生证券研究院

图 15：勘察设计行业收入占建筑业总收入比重



资料来源：交通部，民生证券研究院

## (二) 云贵公路固定资产投资高景气，喀斯特地貌勘察设计壁垒高

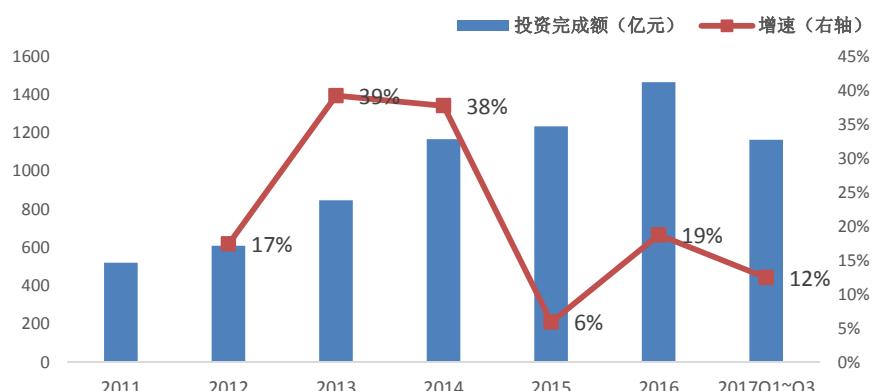
### 1、云贵公路固定资产投资完成额及增速均居全国前列，贵州将连续四年破千亿

根据交通部数据，贵州省公路建设固定资产投资完成额连续三年（2014-2016 年）达到 1000 亿以上。截至 2016 年末，高速公路通车里程 5434.41 公里，《贵州省高速公路网规划》提出“十三五”期间高速公路规划总里程达到 10196 公里。由此估计 2017 年到 2020 年高速公路总里程还将增加 4761.59 公里，年均增加近 1200 公里，年复合增长 17%。2016 年新增高速公路里程 304.41 公里，由此可以看出，高速公路的建设速度将增长 4 倍。

2017 年前三季度贵州省公路建设投资完成额高达 1162 亿元，同比增长 12.4%，贵州三年复合增长率高达 20%，公路建设固定资产投资完成额与增速均位居全国前列。

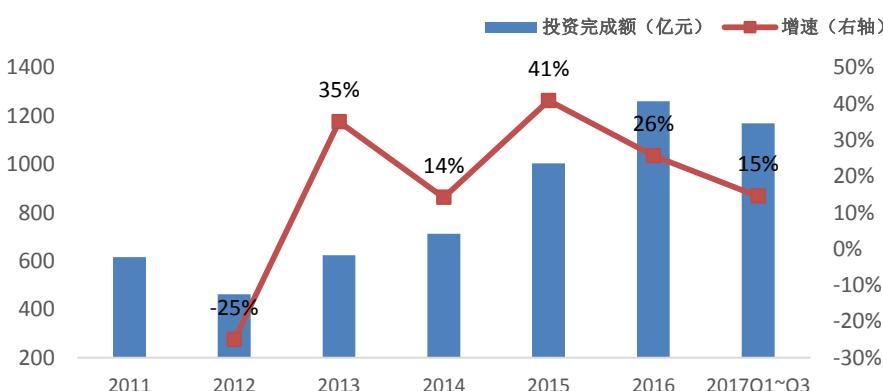
2017 年前三季度云南省公路建设固定资产投资完成额 1168 亿元，同比增长 14.5%。云南省也是 2016 年公路建设固定资产投资完成额破千亿的五个省份之一，另外的五个省份除了贵州和云南以外，还有四川、浙江、广东。

图 16：贵州公路建设固定资产投资完成额及增速



资料来源：交通部，民生证券研究院

图 17：云南公路建设固定资产投资完成额及增速



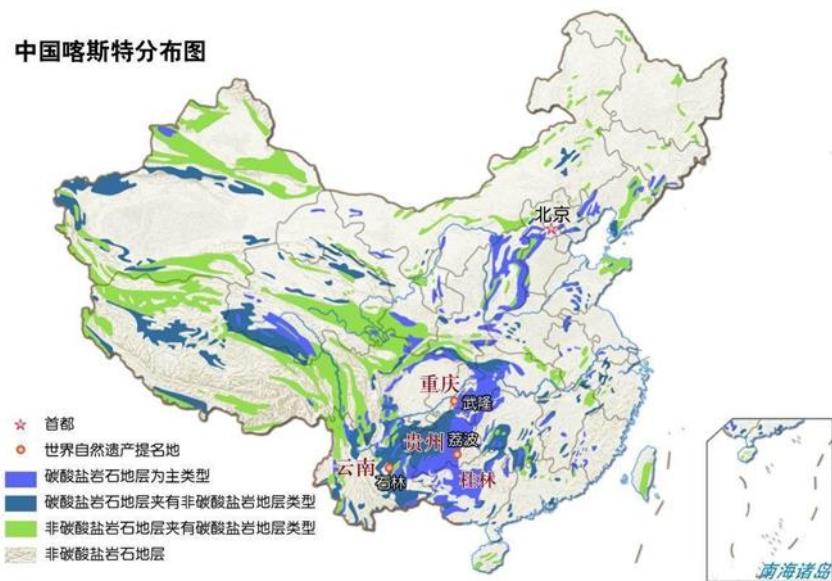
资料来源：交通部，民生证券研究院

## 2、云贵桂地区多喀斯特地貌，勘察设计难度大

中国是世界上喀斯特地貌分布面积最大的国家，从热带到寒带各种喀斯特地貌类型齐全。中国几乎所有的省区都有喀斯特的分布，但多分布于广西、云南、贵州等省区。

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，对于道路工程资质与施工有着很高的技术要求。因此贵州山地公路的勘察设计相比于平原地区公路难度较高。

图 18：中国喀斯特区域分布情况



资料来源：中国地质调查局，民生证券研究院

## 三、公司业绩历经 2015 年低谷触底回升，2017 前三季度净利润增长 117%

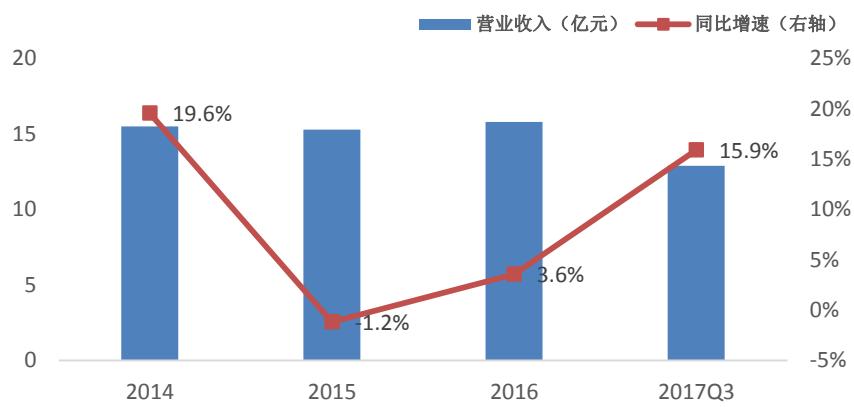
### (一) 2017 年前三季度营收增长 16%，净利润增长 117%

公司最近三年，营业收入由负增长逐步改善，2015 年营业收入同比增速为负，2016 年营业收入同比增长 4%，2017 年前三季度同比增速 16%。虽然营业收入增速不高，但 2017 年前三季度实现净利润 2.5 亿元，同比增长 117%，盈利能力较 2016 年大幅提升，业绩进入快速增长阶段。

我们认为，公司营收增速不大而净利润大幅增长的原因：一是公司业务结构改善明显，高毛利的工程咨询业务尤其是勘察设计业务占比增加，低毛利的工程承包业务占比降低；二

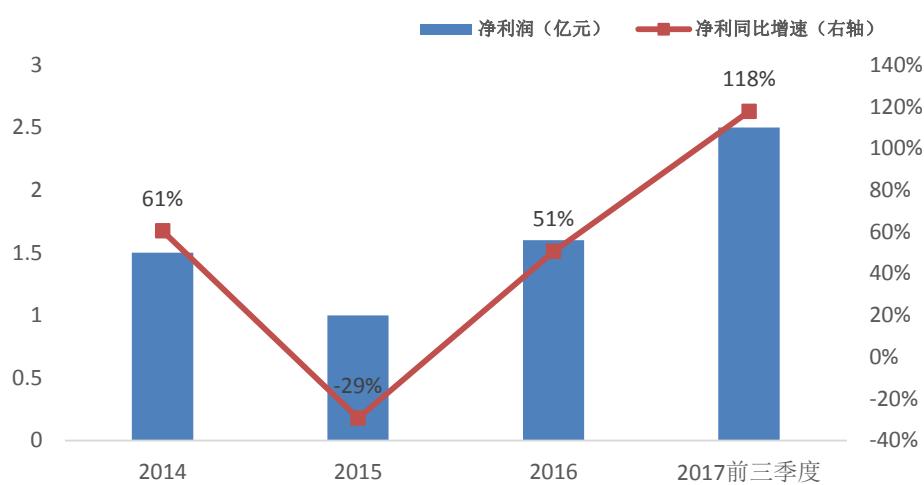
是云贵地区公路投资持续领先，公司依托自己专业技术，获取勘察设计订单能力显著；三是云贵地区地形复杂，公司在该地区具备深厚的技术积淀，工程咨询业务毛利率相对较高。

图 19：2014-2017Q3 营业收入及增速情况



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 20：2014-2017Q3 净利润及增速情况



资料来源：Wind，民生证券研究院

## （二）工程咨询业务毛利率 43%，占比提升成为公司增长核心

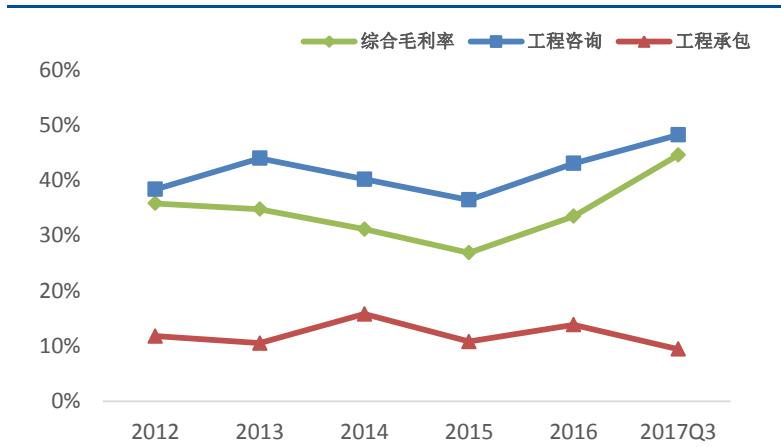
### 1、2017 年前三季度公司工程咨询业务毛利率为 48%，处于业内较高水平

2016 年公司工程咨询业务毛利率为 43%，而公司综合毛利率为 34%，工程咨询业务毛利率高出综合毛利率约 9 个百分点。工程咨询业务占比提升是公司业绩大幅增长的主要原因，根据公司公告显示，2015-2017Q3 公司工程咨询业务营收占比分别为 62%、66% 和 90%，其中 2017Q3 改善明显。工程咨询业务中勘察设计业务毛利率 2012~2016 年一直维持在 42% 左右。相比于工程咨询中的其他业务，勘察设计业务毛利率较高，且相对稳定。

由于山地勘察设计难度高，以及成本相对较低的省内业务营收占比约 90%，因此公司工

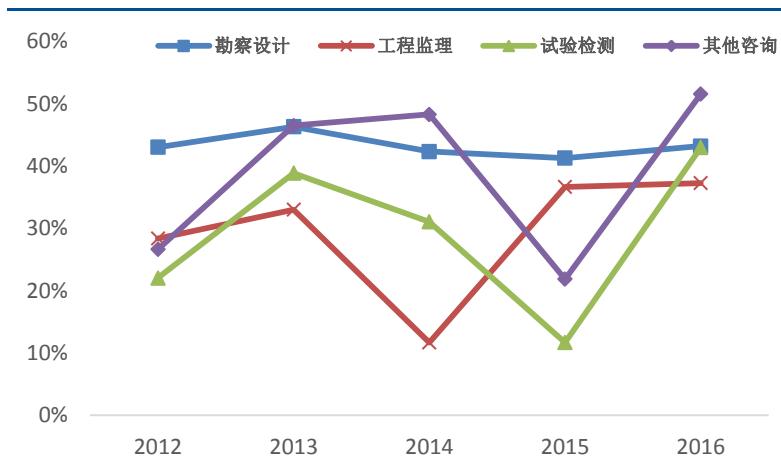
程咨询和勘察设计业务毛利率较高。2016年工程咨询和勘察设计业务毛利率均为43%，2017年前三季度工程咨询业务毛利率进一步提升至48%，在行业内处于较高水平。

图 21：2012-2016 年各业务毛利率情况



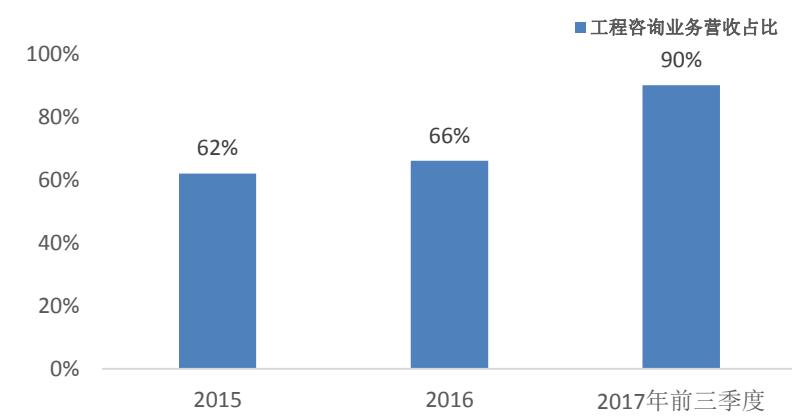
资料来源：Wind, 民生证券研究院

图 22：2012-2016 年工程咨询分业务毛利率情况

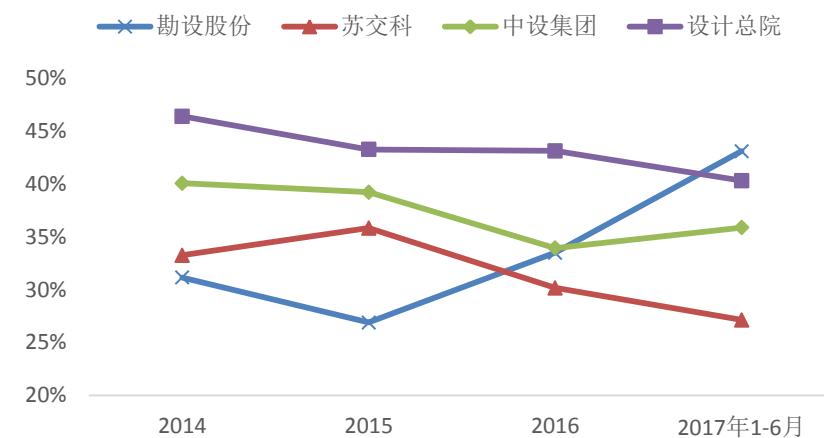


资料来源：Wind, 民生证券研究院

图 23：2015-2017Q3 勘设股份工程咨询业务营收占比



资料来源：公司公告, 民生证券研究院

**图 24: 2014-2017H1 勘设股份与同行业其他企业毛利率比较**


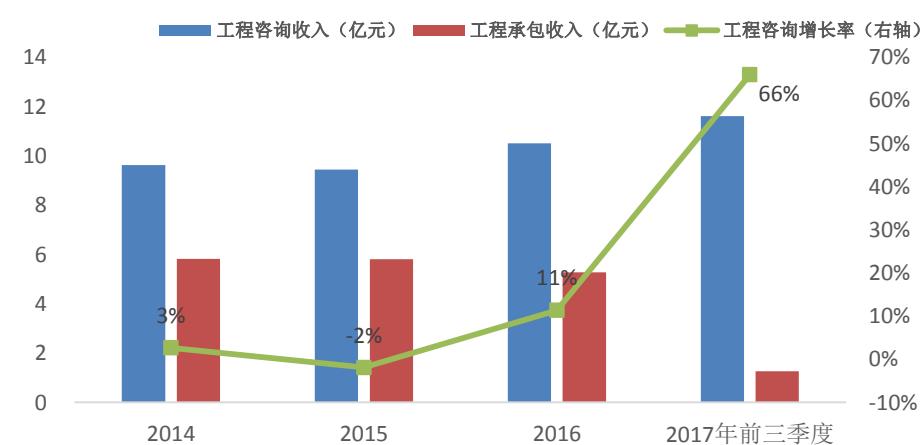
资料来源: Wind, 民生证券研究院

## 2、工程咨询业务占比提升 24 个百分点至 90%，带动综合毛利率的增长 11 个百分点

公司勘察设计业务收入 2017 年前三季度实现快速增长，该业务收入达 8.88 亿元，同比增长 89%，已超过 2016 年全年勘察设计收入（7 亿元）。由于公司勘察设计业务营收占工程咨询业务的 70%，所以勘察设计业务收入持续增长带动工程咨询业务整体增长，2017 年前三季度工程咨询营收同比增长 66%。

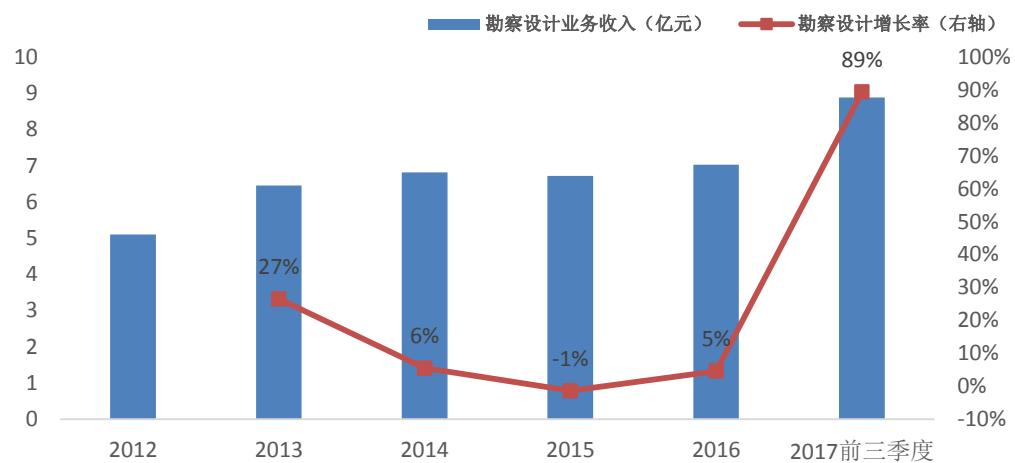
工程咨询业务收入增长，公司业务结构发生明显变化。2014-2016 年高毛利率的工程咨询业务营收占比在 62% 左右，2017 年前三季度营收占比提高了 24 个百分点至 90%。而工程承包业务收入占比从 38% 下降到 10%。

工程咨询业务占比提升，直接带动公司综合毛利率增长 11 个百分点。

**图 25: 2014-2017Q3 工程咨询与承包业务营收及增长情况**


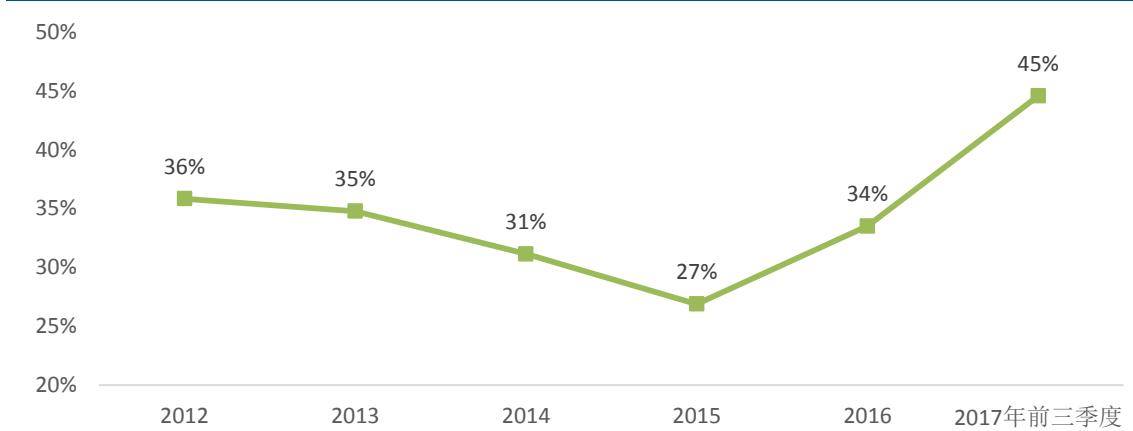
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 26: 2012-2017Q3 勘察设计业务营收及增长情况



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 27: 2012-2017Q3 勘设股份综合毛利率变动情况

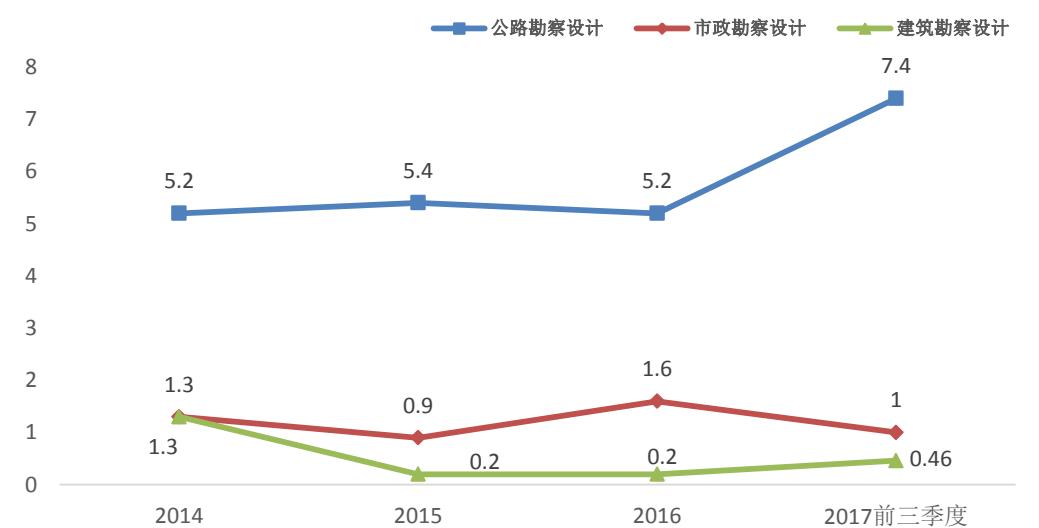


资料来源: Wind, 民生证券研究院

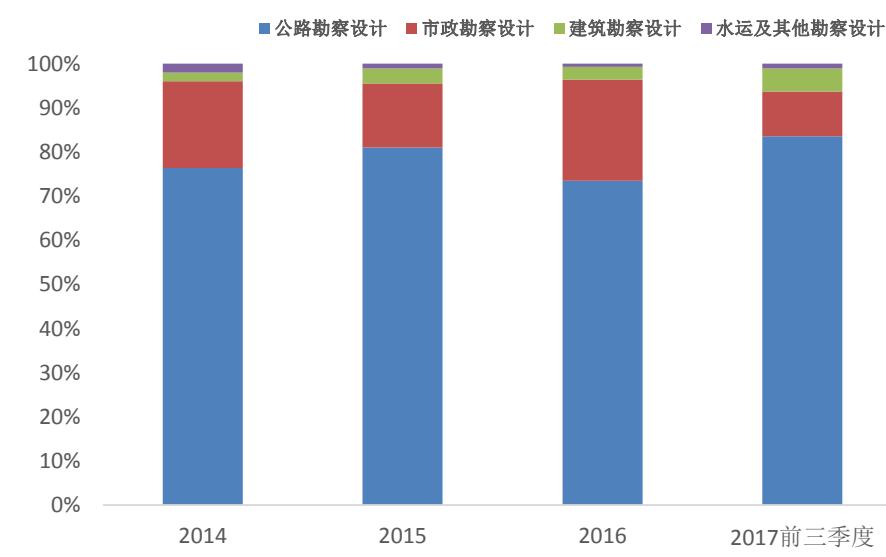
### 3、公路行业勘察设计 2017 年前三季度实现同比增速 109.51%

公路勘察设计业务为公司勘察设计的核心。2017 年前三季度公路行业勘察设计营收在总勘察设计营收占比 83.51%。2017 年前三季度公路行业勘察设计营收实现快速增长，增幅为 109.51%，是公司获取订单的直接驱动力。受益于贵州公路建设投资高景气，未来公路行业的勘察设计收入将持续增长。

除公路勘察设计外，公司在市政业务上表现良好，2016 年营收占比为 10.15%，收入规模稳定；建筑行业勘察设计业务 2017 年前三季度营收增幅达 127.54%，但营收相对较低。

**图 28：勘察设计各主要业务营收（亿元）**


资料来源：Wind, 民生证券研究院

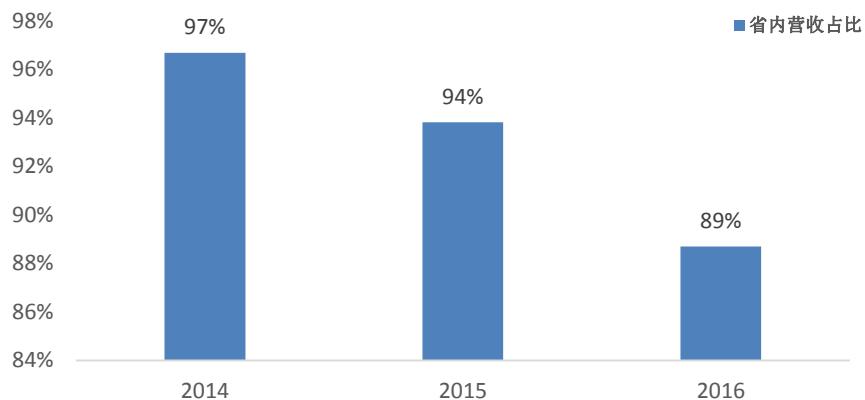
**图 29：2014-2017Q3 勘设股份勘察设计各业务结构占比情况**


资料来源：Wind, 民生证券研究院

### (三) 贵省内业务占比约九成，2016 年云南地区营收同比增长 103%

#### 1、2014-2016 年省内业务营收占九成左右

公司在贵州省的市场占有率较高。2014~2016 年承担的公路行业勘察设计业务量约占贵州省公路勘察设计业务量的三分之一，市场占有率较为稳定。公司 2014-2016 年省内营业收入占总收入比重分别为 97%，94%，89%，始终保持很高的比重。

**图 30：2014-2016 年勘设股份省内业务营收占比**


资料来源：Wind, 民生证券研究院

**图 31：2014-2017Q3 省内业务营收及增速情况**

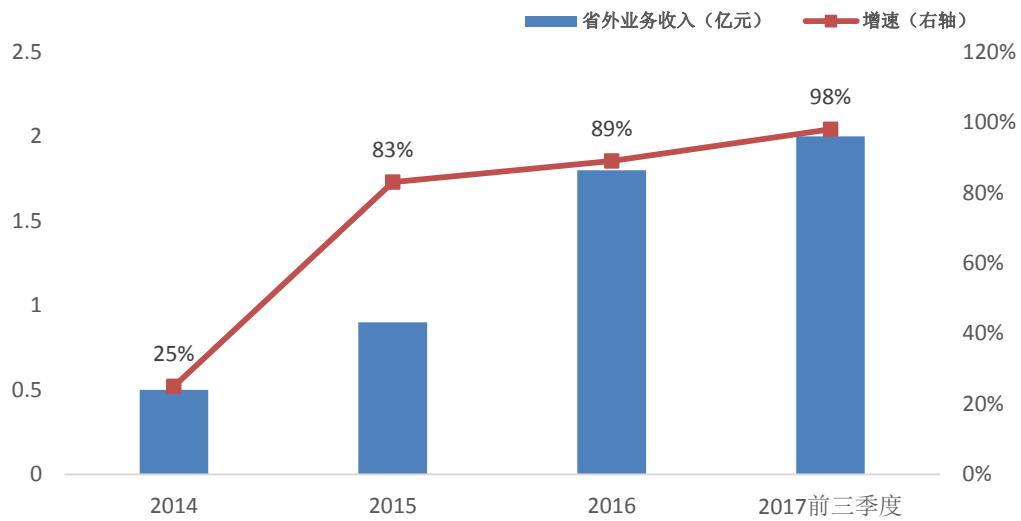

资料来源：Wind、民生证券研究院

## 2、省外业务逐步提升，勘察设计承接额约占云南省五分之一

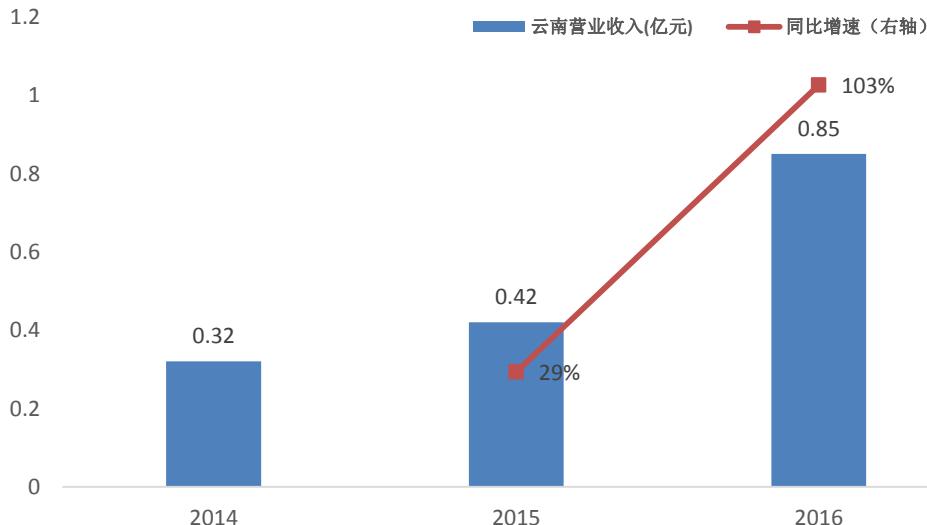
公司省外业务拓展初见成效。云南业务发展成效最大，2016 年云南省业务占省外业务收入的 48%。2014~2016 年公司在云南省的工程咨询收入年均增长率为 65.98%，实现快速增长。2016 年新承接云南省高速公路勘察设计合同额达 3.64 亿，约占同期云南省高速公路勘察设计总合同额的五分之一左右。

另外，公司在西藏地区也有所拓展，签订了 G4218 线邦达兵站至林芝公路勘察设计第五标段合同，合同金额高达 1.99 亿元。

公司凭借山区高速公路的核心竞争力，如特殊桥梁、超长隧道、复杂地质等方面的优势经验，随着云南“十三五”规划的进行，有望在云南市场进一步扩展。

**图 32：2014-2017Q3 省外营收及增速**


资料来源：Wind，民生证券研究院

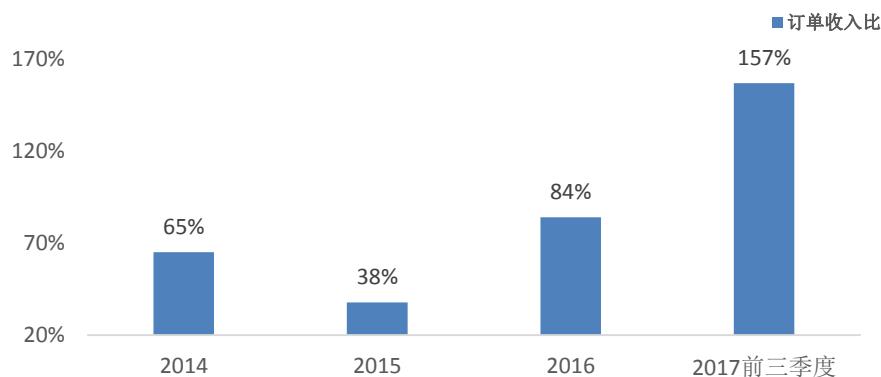
**图 33：2014-2016 年勘设股份在云南省的营收及增速**


资料来源：Wind，民生证券研究院

## 四、2017 前三季度新接订单 25 亿元，业绩持续增长可期

### (一) 2017 年前三季度新签订单接近营收 2 倍，2018 年业绩预计仍较快增长

根据公司 2017 年三季报显示，2017 年前三季度公司新承接订单总额为 25 亿元，而同期营业收入仅为 12.9 亿元，公司目前在手订单为 2018 年持续增长提供保障。

**图 34: 2014-2017Q3 勘设股份订单收入比**


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

**表 4: 2014-2017Q3 勘设股份剩余合同额与订单收入比**

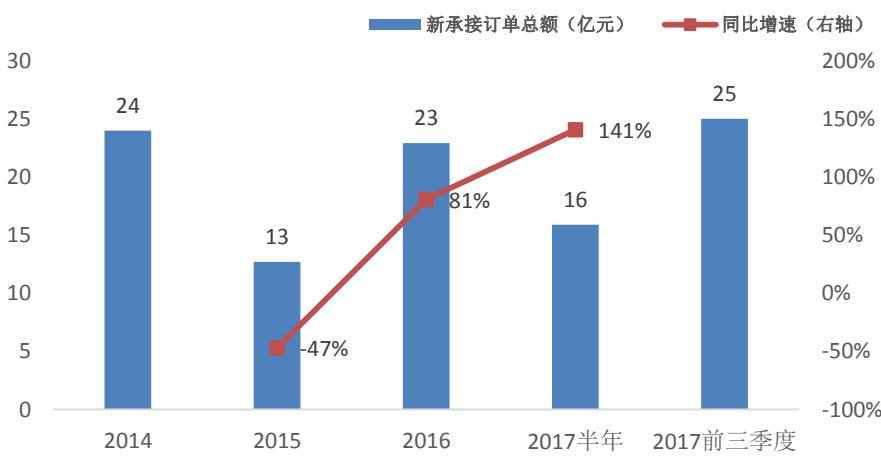
年份	新承接订单总额	营业收入	当年剩余合同额	累积剩余合同额	订单收入比
2014	23.97	15.5	8.47	8.47	65%
2015	12.68	15.3	-2.62	5.85	38%
2016	22.9	15.9	7	12.85	84%
2017 前三季度	25.00	12.9	12.1	24.95	157%

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

## (二) 高毛利率的工程咨询业务新承接合同额稳步增长, 占 2017Q1~Q3 新承接额的 90%, 订单质量高

### 1、2017 年上半年新承接订单额大幅增长 140%

2017 年上半年新承接订单额 16 亿元, 同比增长 140%, 2017 年前三季度的新承接合同额 25 亿元, 是 2016 年全年 (22.9 亿元) 新承接订单额的 109%, 预计 2017 年订单增速将进一步提高。

**图 35: 2014-2017Q3 勘设股份新承接合同额及增速**


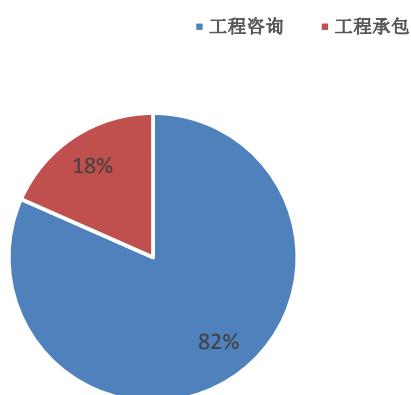
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

## 2、工程咨询新接合同额占比 90%，保证订单质量

2016 年、2017 年前三季度工程咨询的订单承接额分别占比 82%、90%，而公司 2016 年工程咨询业务的毛利率为 43%，高于综合毛利率，因此新承接订单中，工程咨询订单的高占比将对公司未来整体毛利率有所支撑。2016 年新承接工程咨询业务合同额约为 19 亿元，同比增长 57%，比 2015 年增速提高 50 个百分点。2017 年前三季度新承接工程咨询合同额为 22 亿元，超过 2016 年全年的承接额，是 2016 年的 116%。

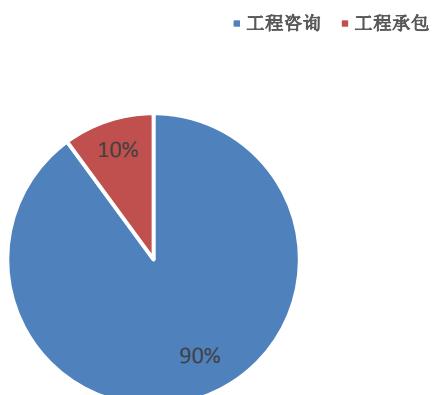
工程承包业务在 2014 年签订并开工了白黔线、息黔线、开息线和花安线 4 条高速公路的土建总承包工程，占用了较高的生产资源，到 2016 年底才基本完工。2016 年与 2017 年前三季度工程承包承接额分别为 4.2、2.5 亿元，占比有所降低，不足 20%。受益于云贵高路桥投资建设，勘察设计订单大增，在低毛利率的工程承包合同的承接额较低，公司未来预计将主要业务资源偏向高毛利的勘察设计业务上。

图 36：2016 工程咨询的新承接订单占比 82%



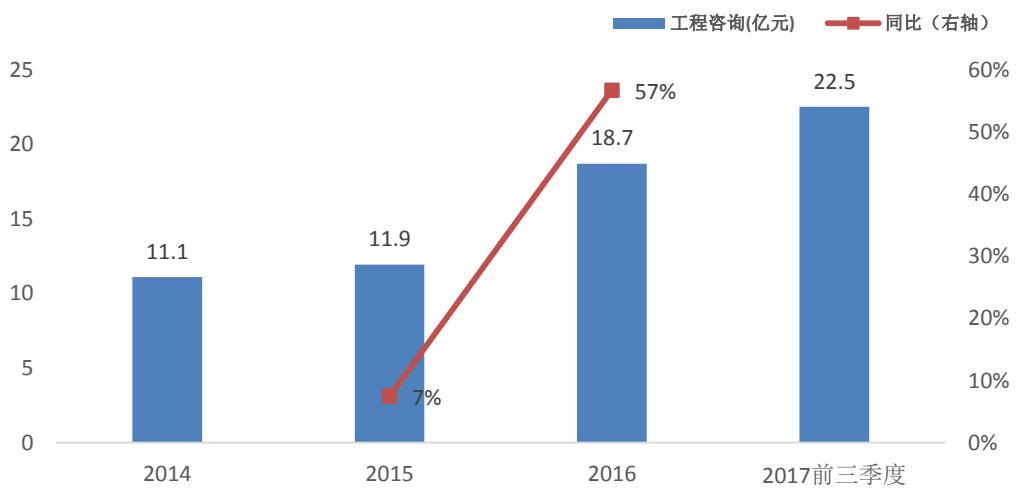
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 37：2017 年前三季度工程咨询的订单占比 90%

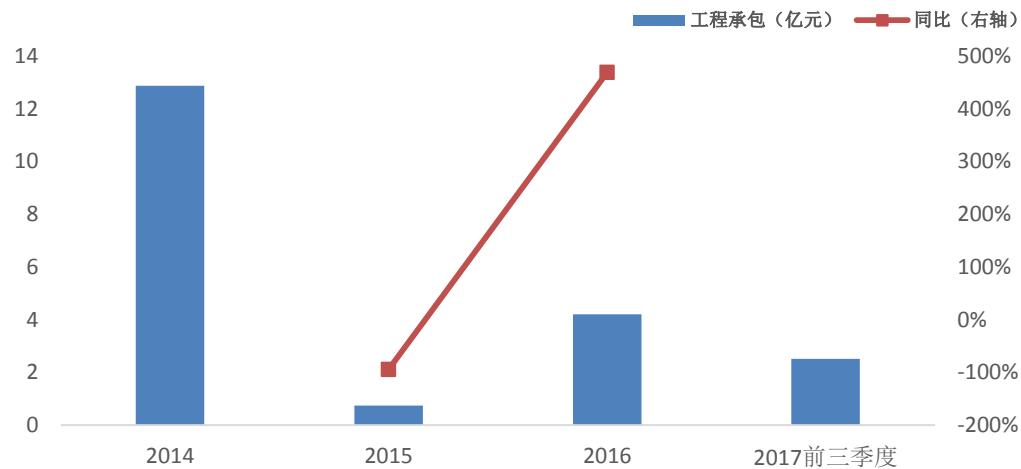


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 38：2014-2017Q3 工程咨询业务新承接合同额及增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

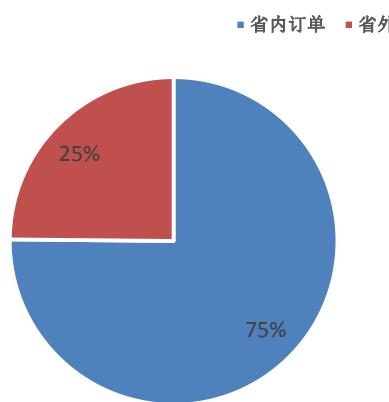
**图 39：2014-2017Q3 工程承包业务新承接合同额及增速**


资料来源：公司公告，民生证券研究院

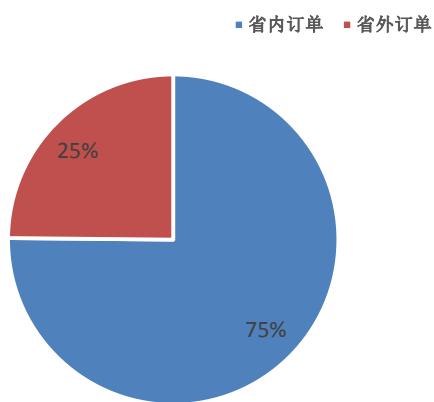
### （三）省内订单占比 75%，省外订单持续增长

2016 和 2017 年前三季度公司省内承接订单额占比 75%，省内新承接订单额依然占比最大。贵州省路桥建设高景气，将持续为公司贡献订单，带动省内业务收入持续高占比，公司将继续维持较高增速增长。

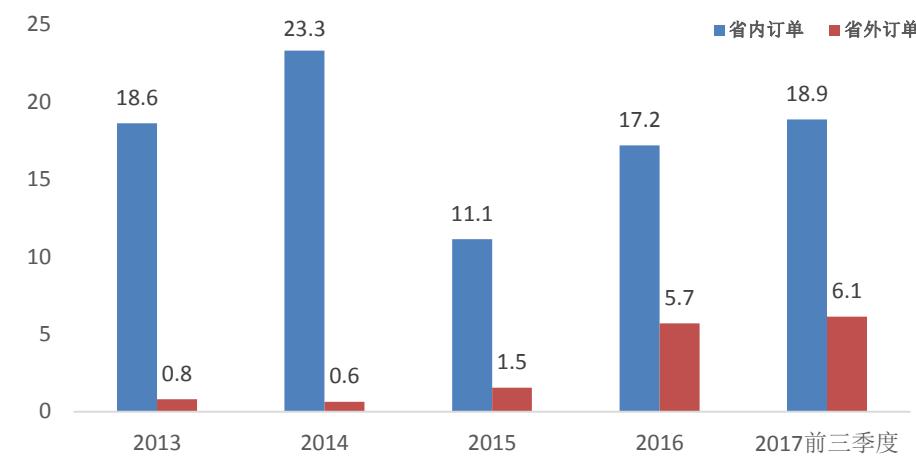
省外新承接订单额逐年提升，从 2014 年 0.8 亿元提高到 2016 年的 5.7 亿元，公司省外业务扩展效果明显。2017 年前三季度省外订单额已超 2016 年全年，为 6.1 亿元。省外市场主要在云南省，云南省在公路建设投资也超千亿，也将为公司持续贡献省外订单。

**图 40：2016 年勘设股份省内业务订单额占比 75%**


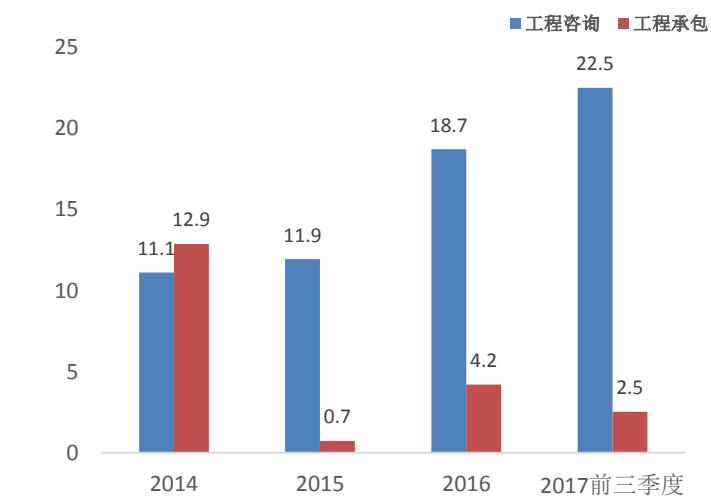
资料来源：公司公告，民生证券研究院

**图 41：2017Q3 勘设股份省内业务订单额占比 75%**


资料来源：公司公告，民生证券研究院

**图 42: 2013-2017Q3 省内外新承接合同额情况 (亿元)**


资料来源：公司公告，民生证券研究院

**图 43: 2014-2017Q3 工程咨询与承包业务新承接合同额 (亿元)**


资料来源：公司公告，民生证券研究院

#### (四) 公路行业的订单额在勘察设计业务中占比高达 77%，市政行业未来将成为新动力

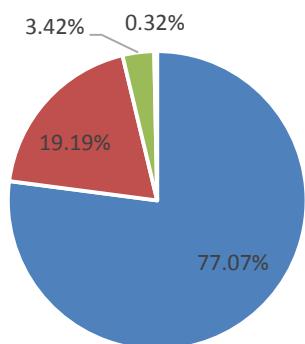
勘察设计业务新承接订单中、公路行业 2016 年占比 77%，2017 年前三季度占比提高到 85%。占比第二的是市政行业，占比在 10% 左右。建筑与水运行业占比低于 5%。

目前贵州省公路交通固定资产投资主要在高速公路上，将打造 6 横 7 纵 8 联 4 环线高速公路网，在市政道路上投资相对较低，因此公路行业的订单额在勘察设计业务中占比高达 77%。

2014 年到 2016 年市政行业的勘察设计承接额也在不断增加，从 1.3 亿增长到 4.4 亿元。未来贵州省内高速公路网达到成熟阶段，可能将在市政道路的建设方面加大投资，公司在市政行业的勘察设计承接订单将有望为公司的发展增添动力。

**图 44：2016 年勘察设计各行业新承接合同额构成**

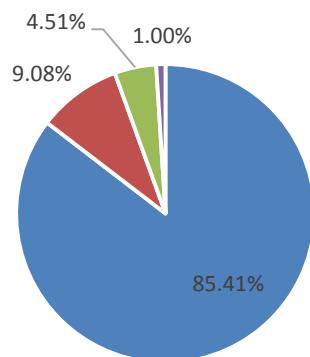
■ 公路行业 ■ 市政行业 ■ 建筑行业 ■ 水运及其他行业



资料来源：公司公告，民生证券研究院

**图 45：2017Q3 勘察设计各行业新承接合同额构成**

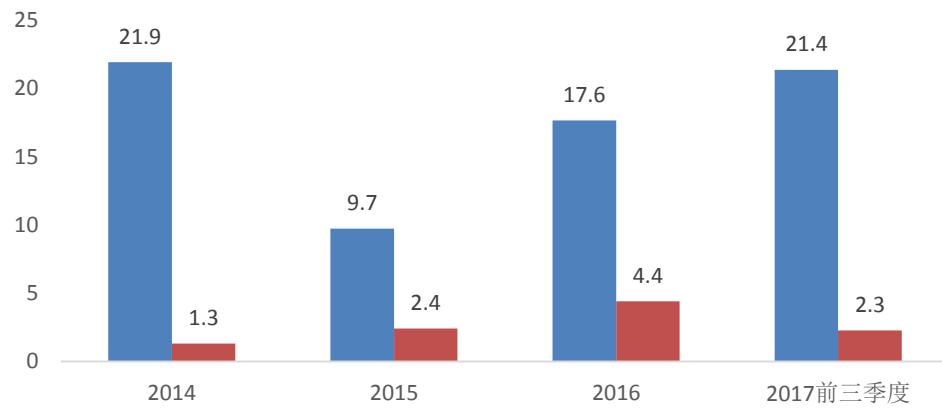
■ 公路行业 ■ 市政行业 ■ 建筑行业 ■ 水运及其他行业



资料来源：公司公告，民生证券研究院

**图 46：2014-2017Q3 公司勘察设计公路与市政行业新承接合同额（亿元）**

■ 公路行业 ■ 市政行业



资料来源：公司公告，民生证券研究院

## （五）海外业务实现突破，中标 7.1 亿美元特别重大合同

公司与瓮福科技股份有限公司、贵州省公路工程集团组成联合体中标肯尼亚卡莱郡希莫尼综合发展项目 1809 公里道路建设工程第一部分 EPC 合同。合同总金额 26.29 亿美元，施工份额占合同总金额扣除前期费用后的 30%，即 7.1 亿美元。《联合体协议书》约定，公司负责勘察设计、组建中心实验室并负责运行。因此公司在该合同中的份额超过 7.1 亿美元。

项目分两期实施，第一期在签署合同并收到预付款之后进场开工，从开工之日起计算工期，2 年内完成。第二期拟在第一期计划工期的 16 个月内开始实施，从开工之日起计算工期，2 年内完成。因此预计对未来两三年的业绩产生积极影响，不影响 2017 年业绩。

## 六、盈利预测

不考虑未来并购因素，我们预计公司 2017 至 2019 年净利润分别为 3.47 亿元、4.82 亿

本公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

证券研究报告 24

元和 6.79 亿元, EPS 为 2.79、3.88 和 5.47 元, 对应 PE 分别为 25、18 和 13 倍。

## 七、风险提示

1、项目结算对利润确认的影响；2、海外业务进度缓慢。

**公司财务报表数据预测汇总**

利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业总收入</b>	1586	1776	3728	5111
营业成本	1055	1005	2401	3270
营业税金及附加	14	16	33	45
销售费用	19	18	37	51
管理费用	173	186	422	570
EBIT	223	444	611	868
财务费用	27	36	43	69
资产减值损失	100	107	224	307
投资收益	-3	0	0	0
<b>营业利润</b>	195	408	567	799
营业外收支	1	0	0	0
<b>利润总额</b>	196	408	567	799
所得税	35	61	85	120
<b>净利润</b>	161	347	482	679
<b>归属于母公司净利润</b>	161	347	482	679
<b>EBITDA</b>	253	475	642	899
<hr/>				
资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	436	0	0	0
应收账款及票据	1539	1731	3634	5143
预付款项	5	1	-2	-11
存货	64	55	132	224
其他流动资产	5	9	48	76
<b>流动资产合计</b>	2050	1796	3811	5432
长期股权投资	11	12	13	14
固定资产	296	279	262	246
无形资产	25	25	24	23
<b>非流动资产合计</b>	487	471	455	438
<b>资产合计</b>	2537	2267	4266	5871
短期借款	466	466	612	1119
应付账款及票据	497	487	1164	1586
其他流动负债	746	176	524	335
<b>流动负债合计</b>	1709	1129	2300	3040
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	17	59	488	792
<b>非流动负债合计</b>	17	59	488	792
<b>负债合计</b>	1726	1188	2788	3833
股本	93	93	93	93
少数股东权益	0	0	0	0
<b>股东权益合计</b>	811	1079	1478	2038
<b>负债和股东权益合计</b>	2537	2267	4266	5871

资料来源：Wind、民生证券研究院

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	3.57%	11.95%	109.94%	37.11%
EBIT 增长率	46.17%	99.34%	37.51%	42.15%
净利润增长率	50.60%	115.85%	39.13%	40.75%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	33.51%	43.38%	35.59%	36.01%
净利润率	10.13%	19.52%	12.94%	13.28%
总资产收益率 ROA	6.33%	15.29%	11.31%	11.56%
净资产收益率 ROE	19.79%	32.12%	32.64%	33.30%
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.20	1.59	1.66	1.79
速动比率	1.16	1.54	1.60	1.71
现金比率	0.26	0.00	0.00	0.00
资产负债率	68.02%	52.40%	65.36%	65.28%
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	289	272	212	248
存货周转天数	18	12	9	13
总资产周转率	0.6	0.7	1.1	1.0
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.3	2.8	3.9	5.5
每股净资产	6.5	11.6	15.9	21.9
每股经营现金流	2.5	4.9	3.5	2.3
每股股利	0.2	0.6	0.9	1.3
<b>估值分析</b>				
PE	57.6	26.7	19.2	13.6
PB	11.4	6.4	4.7	3.4
EV/EBITDA	27.3	15.5	11.7	8.9
股息收益率	0.30%	0.87%	1.21%	1.70%
<hr/> <b>现金流量表 (百万元)</b>				
净利润	161	347	482	679
折旧和摊销	100	107	224	307
营运资金变动	-2	87	-340	-805
<b>经营活动现金流</b>	309	608	440	281
资本开支	32	-27	-415	-289
投资	-72	12	400	275
<b>投资活动现金流</b>	-39	-15	-15	-15
股权募资	-28	-60	-84	-118
债务募资	-116	-36	103	438
<b>筹资活动现金流</b>	-160	-96	19	320
<b>现金净流量</b>	110	497	445	586

## 插图目录

图 1: 勘设股份发展历程	3
图 2: 山地交通工程技术服务领域技术领先	4
图 3: 2015 年工程咨询与工程承包营收占比	5
图 4: 2016 年工程咨询与工程承包营收占比	5
图 5: 2015 年公司各业务营业收入占比	5
图 6: 2016 年公司各业务营业收入占比	5
图 7: 公路行业勘察设计收入占比 74%	6
图 8: 2015 年公司省内外营业收入占比	6
图 9: 2016 年公司省内外营业收入占比	6
图 10: 勘设股份股权结构 (截止 2017 三季报)	7
图 11: 勘设股份股权结构与控股及参股公司情况	8
图 12: 2011-2017Q3 全国交通固定资产投资完成额增速情况	9
图 13: 全国及西部地区交通固定资产投资完成额增速	9
图 14: 勘察设计行业景气度回升, 全国 2016 年收入同比增长 23%	10
图 15: 勘察设计行业收入占建筑业总收入比重	10
图 16: 贵州公路建设固定资产投资完成额及增速	11
图 17: 云南公路建设固定资产投资完成额及增速	11
图 18: 中国喀斯特区域分布情况	12
图 19: 2014-2017Q3 营业收入及增速情况	13
图 20: 2014-2017Q3 净利润及增速情况	13
图 21: 2012-2016 年各业务毛利率情况	14
图 22: 2012-2016 年工程咨询分业务毛利率情况	14
图 23: 2015-2017Q3 勘设股份工程咨询业务营收占比	14
图 24: 2014-2017H1 勘设股份与同行业其他企业毛利率比较	15
图 25: 2014-2017Q3 工程咨询与承包业务营收及增长情况	15
图 26: 2012-2017Q3 勘察设计业务营收及增长情况	16
图 27: 2012-2017Q3 勘设股份综合毛利率变动情况	16
图 28: 勘察设计各主要业务营收 (亿元)	17
图 29: 2014-2017Q3 勘设股份勘察设计各业务结构占比情况	17
图 30: 2014-2016 年勘设股份省内业务营收占比	18
图 31: 2014-2017Q3 省内业务营收及增速情况	18
图 32: 2014-2017Q3 省外营收及增速	19
图 33: 2014-2016 年勘设股份在云南省的营收及增速	19
图 34: 2014-2017Q3 勘设股份订单收入比	20
图 35: 2014-2017Q3 勘设股份新承接合同额及增速	20
图 36: 2016 工程咨询的新承接订单占比 82%	21
图 37: 2017 年前三季度工程咨询的订单占比 90%	21
图 38: 2014-2017Q3 工程咨询业务新承接合同额及增速	21
图 39: 2014-2017Q3 工程承包业务新承接合同额及增速	22
图 40: 2016 年勘设股份省内业务订单额占比 75%	22
图 41: 2017Q3 勘设股份省内业务订单额占比 75%	22
图 42: 2013-2017Q3 省内外新承接合同额情况 (亿元)	23
图 43: 2014-2017Q3 工程咨询与承包业务新承接合同额 (亿元)	23
图 44: 2016 年勘察设计各行业新承接合同额构成	24
图 45: 2017Q3 勘察设计各行业新承接合同额构成	24
图 46: 2014-2017Q3 公司勘察设计公路与市政行业新承接合同额 (亿元)	24

## 表格目录

表 1: 勘设股份业务范围	3
---------------	---

表 2: 2016 年勘设股份董监高及核心技术人员持股比例情况 .....	7
表 3: 全国及各区域交通固定资产投资完成额相关情况 .....	9
表 4: 2014-2017Q3 勘设股份剩余合同额与订单收入比 .....	20

## 分析师简介

蔡秋实，中小盘分析师，商学硕士，工学、金融学复合背景，制造业一年从业经验，5年行业研究经验，目前主要从事中小市值行业分析。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20% 以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10% 之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10% 以上

行业评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5% 以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5% 之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5% 以上

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。