



# 订单充沛释放业绩，股权激励释放活力

2018年08月17日

推荐/首次

勘设股份

财报点评

## ——勘设股份（603458）2018半年报点评

郑闵钢 分析师

执业证书编号：S1480510120012

zhengmgdxs@hotmail.com 010-66554031

### 事件：

公司于2018.8.16发布2018半年报。2018年上半年公司实现营业收入9.97亿元，同比增加26.93%；实现归母净利润1.73亿元，同比增加18.35%。其中Q2收入同比增加42.15%，归母净利润同比增加21.16%；扣非归母同比增加-1.04%。

**表1：公司分季度财务数据**

指标	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
营业收入（百万元）	470.44	394.67	390.96	507.55	633.69	441.44	555.74
增长率（%）	/	/	/	39.71	34.70	11.85	42.15
毛利率（%）	32.87%	38.16%	48.11%	46.83%	33.74%	32.46%	37.88%
期间费用率（%）	13.52%	15.86%	13.71%	12.17%	12.81%	12.89%	9.84%
营业利润率（%）	12.21%	15.62%	27.94%	25.71%	13.86%	15.95%	24.93%
净利润（百万元）	43.63	50.26	95.88	108.50	74.81	56.79	116.16
增长率（%）	/	/	/	120.18	71.47	12.98	21.16
每股盈利（季度，元）	0.47	/	1.03	0.87	0.60	0.46	0.94
资产负债率（%）	68.02%	66.46%	63.76%	40.86%	43.46%	39.20%	42.51%
净资产收益率（%）	5.38	6.02	10.73	7.73	3.90	2.86	5.74
总资产收益率（%）	1.72	1.97	3.74	3.78	2.25	1.68	3.39

资料来源：公司公告、东兴证券

### 观点：

#### 1. 高潜力建筑市场的工程咨询龙头，在手订单充沛，业绩基本符合预期。

- ◆ 西南区域云贵川渝等省份均为高潜力建筑市场，其中贵州省2015-2017年建筑下游投资同比增速分别高达13.9%/15.2%/11.2%，建筑产值同比增速分别高达18.7%/21.3%/24.1%，两项指标均连续位居全国前列，远高于全国平均水平。
- ◆ 公司为贵州基建工程咨询龙头，依托多年来对区域内复杂地形的技术经验积累形成了较高技术壁垒，近年来公司积极扩张省外及海外业务，伴随2017年成功上市，新承接业务量增长迅猛，订单收入比保持高位水准。2016/2017/2018H1新签订单分别为22.9亿/82.3亿/35.7亿，同期收入分别为15.9亿/19.3亿/9.98亿，订单收入比分别为1.44/4.27/3.58有显著提高，在此推动下，公司上半年业绩稳健增长，实现营收9.97亿，YOY+26.93%；营业利润2.09亿，YOY+22.2%；归母净利润1.73亿，YOY+18.35%；

## 2. 工程承包业务占比迅速提升，降低整体盈利同时迅速扩大公司规模。

- ◆ 工程承包为公司第二大业务板块。2015-2016期间公司承包业务主要围绕2014年承揽的白黔线、息黔线、开息线和花安线4条高速公路项目展开，限于公司生产能力并未主动承揽更多项目，导致2016该项业务新签订单占比仅约18%，2016-2017营收占比分别为33%/18%持续下滑。
- ◆ 公司于2017-2018H1加大承包业务拓展力度，2017全年新签订单55.1亿，同比增长1210%，占比提升至67%，2018H1新签22.4亿，占比63%。承包订单逐渐释放推动2018H1承包业务营收同比增长162%至1.97亿，未来将迅速拉动公司整体营收规模增长。2017年承包业务毛利率13.5%远低于咨询业务46.7%，业务结构调整将降低公司整体盈利水平。

## 3. 持续加码海外/省外市场打造业务新增长极。

- ◆ 公司借2017年上市之势进一步拓展环贵州区域西南省份市场份额，并积极响应国家“一带一路”宏观战略倡议，采取“造船出海”模式与国内优秀企业组建合营企业，开拓基础设施建设市场。2017/2018H1公司省外新签订单分别为54.2亿/24亿，占比分别为66%/67%，其中海外新签订单占比分别高达57%/62%。公司于2018年上半年继续增加海外布点，经营取得重大突破，承接合同额22.2亿元。包括2018.2签署的《毛里求斯怡海花园项目1期工程设计、施工总承包(EPC)合同》，暂定总价3.15亿美元。
- ◆ 2013-2017期间公司省外及海外营收合计占比从3%提升至18%，未来将持续攀升推动公司整体业绩。

## 4. 高毛利低费率保证盈利水平。

- ◆ 2017年公司主营业务毛利率46.7%，在业内处于较高水平，低于同期设研院(51.34%)、中设股份(49.6%)而高于中设集团(35.54%)、苏交科(31.27%)；
- ◆ 公司费率控制一直处于行业领先地位。2018上半年公司期间费用率仅11.2%，较2017全年降低约2.3个百分点，低于同期中设集团(12.99%)、苏交科(16.35%)。

## 5. 股权结构及股权激励计划增加公司扩张原动力。

- ◆ 中报显示公司十大股东均为公司高管/员工，合计持股25.91%与上年度年报公告结果持平；
- ◆ 根据公司2018.8.17公告，第三届董事会2018年第六次会议上审议通过了第一期限制性股票激励计划草案，该项计划旨在健全公司经营机制、完善公司激励约束机制，充分调动管理层及核心人员主动性、积极性、创造性，有效地将股东利益、公司利益和核心团队个人利益结合在一起，提升公司竞争力

## 结论：

报告期内，公司在手订单充沛推升业绩稳步增长，工程承包业务占比迅速提升拉动整体规模，持续加码省外市场，海外市场业务占比创新高，同时保持较高毛利率和较低费率以保障整体盈利水平，并通过第一期股权激励计划草案，有望充分释放业绩活力。我们预计公司2018年-2020年营业收入分别为27.01亿元、43.24亿元和58.11亿元；每股收益分别为3.64元、4.33元和4.67元，对应PE分别为11X、9.2X和8.6X，首次覆盖，给予“推荐”评级。

**表 2: 公司财务指标预测**

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,586.04	1,926.87	2,701.30	4,323.73	5,810.57
增长率(%)	3.57%	21.49%	40.19%	60.06%	34.39%
净利润(百万元)	160.59	329.45	451.49	537.94	580.11
增长率(%)	50.60%	105.15%	37.04%	19.15%	7.84%
净资产收益率(%)	19.79%	16.82%	20.20%	20.56%	19.08%
每股收益(元)	1.72	3.18	3.64	4.33	4.67
PE	23.27	12.58	11.00	9.24	8.56
PB	4.59	2.54	2.22	1.90	1.63

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

**表 3: 公司主营业务分析**

单位：亿元	本报告期	上年同期	同比增长	变动原因
营业收入	9.97	7.86	26.93	工程承包业务同比增长 162.43%
营业成本	6.43	4.47	43.94	工程承包业务同比增长 160.74%
销售费用	0.14	0.11	26.43	销售人员增加使薪酬增加，以及拓展省外和海外市场的差旅费、办公费增加
管理费用	0.96	0.92	3.97	办公差旅费增加
财务费用	0.02	0.13	-87.47	本期利息支出随着贷款本金的减少而减少
经营活动产生的现金流量净额	-3.52	-1.72	-104.72	本期销售商品、提供劳务收到的现金因回款增加同比增加 2.01 亿元；购买商品、接受劳务支付的现金同比增加 1.66 亿元；支付给职工以及为职工支付的现金同比增加 0.76 亿元；支付的其他与经营活动有关的现金因支付保证金等同比增加 1.45 亿元
投资活动产生的现金流量净额	0.91	1.50	-39.67	上期收回贵州省公路工程集团有限公司、贵州省桥梁建设集团有限责任公司借款 1.7 亿，本期基础设施支出及固定资产购置同比增加

0.26亿，此外本期赎回理财产品及收益大于理财产品支出1.40亿

**筹资活动产生的现**

0.27 -0.53 151.26 净增银行借款1.2亿元，分配股利同比增加0.52亿元

**金流量净额**

研发支出 0.09 0.09 1.27 研发用无形资产的摊销增加

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

**风险提示：**行业政策风险、市场竞争风险、省外及海外市场拓展不达预期

**表4：公司盈利预测表**

资产负债表					利润表					单位:百万元					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E				
<b>流动资产合计</b>	2050	2910	3735	5894	8287	<b>营业收入</b>	1586	1927	2701	4324	5811				
货币资金	436	731	1004	1421	1895	<b>营业成本</b>	1055	1137	1722	2997	4191				
应收账款	1264	1665	2251	3595	4898	营业税金及附加	14	14	22	34	47				
其他应收款	275	102	143	229	308	营业费用	19	28	36	60	79				
预付款项	5	7	42	61	100	管理费用	173	215	297	479	641				
存货	64	157	161	292	460	财务费用	27	17	-5	15	57				
其他流动资产	5	247	131	293	621	资产减值损失	99.79	142.40	97.99	103.77	110.99				
<b>非流动资产合计</b>	487	554	710	658	674	公允价值变动收益	0.01	0.00	0.00	0.01	0.00				
长期股权投资	11	9	11	10	10	投资净收益	-2.51	-0.74	-1.45	-1.57	-1.25				
固定资产	296	298	301	305	310	<b>营业利润</b>	195	389	530	634	683				
无形资产	25	27	24	21	19	营业外收入	1.02	0.03	3.17	1.41	1.54				
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	0.32	0.45	0.45	0.41	0.44				
<b>资产总计</b>	2537	3463	4445	6552	8961	<b>利润总额</b>	196	389	533	635	685				
<b>流动负债合计</b>	1709	1491	2204	3931	5914	所得税	35	59	81	97	104				
短期借款	466	0	120	773	1684	<b>净利润</b>	161	329	451	538	580				
应付账款	497	633	846	1504	2154	少数股东损益	0	0	0	0	0				
预收款项	72	149	227	325	502	归属母公司净利润	161	329	451	538	580				
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	<b>EBITDA</b>	322	440	560	690	789				
<b>非流动负债合计</b>	17	15	6	5	5	<b>EPS(元)</b>	1.72	3.18	3.64	4.33	4.67				
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>									
应付债券	0	0	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E				
<b>负债合计</b>	1726	1505	2210	3936	5920	<b>成长能力</b>									
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	3.57%	21.49%	40.19%	60.06%	34.39%				
实收资本(或股本)	93	124	124	124	124	营业利润增长	59.64%	99.26%	36.20%	19.57%	7.84%				
资本公积	1	813	813	813	813	归属于母公司净利润	37.04%	19.15%	37.04%	19.15%	7.84%				
未分配利润	645	918	1013	1191	1405	<b>获利能力</b>									
归属母公司股东权	811	1958	2235	2616	3041	毛利率(%)	33.51%	41.01%	36.27%	30.67%	27.87%				
<b>负债和所有者权益</b>	2537	3463	4445	6552	8961	净利率(%)	10.13%	17.10%	16.71%	12.44%	9.98%				
<b>现金流量表</b>						<b>总资产净利润(%)</b>									
							6.33%	9.51%	10.16%	8.21%					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	<b>ROE(%)</b>	19.79%	16.82%	20.20%	20.56%	19.08%				
<b>经营活动现金流</b>	309	75	633	26	-46	<b>偿债能力</b>									
净利润	161	329	451	538	580	资产负债率(%)	68%	43%	50%	60%	66%				

折旧摊销	99	35	-	41	49	流动比率	1.20	1.95	1.69	1.50	1.40
财务费用	27	17	-5	15	57	速动比率	1.16	1.85	1.62	1.43	1.32
应付帐款的变化	0	0	-586	-1344	-1303	<b>营运能力</b>					
预收帐款的变化	0	0	78	98	177	总资产周转率	0.62	0.64	0.68	0.79	0.75
<b>投资活动现金流</b>	<b>-39</b>	<b>-141</b>	<b>-236</b>	<b>-147</b>	<b>-163</b>	应收账款周转率	1	1	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	3.11	3.41	3.65	3.68	3.18
长期股权投资减少	0	0	-101	1	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	-3	-1	-1	-2	-1	每股收益(最新摊薄)	1.72	3.18	3.64	4.33	4.67
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-160</b>	<b>338</b>	<b>-163</b>	<b>481</b>	<b>699</b>	每股净现金流(最新摊	1.18	2.20	1.88	2.90	3.95
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	8.71	15.77	18.00	21.07	24.49
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	31	0	0	0	P/E	23.27	12.58	11.00	9.24	8.56
资本公积增加	0	811	0	0	0	P/B	4.59	2.54	2.22	1.90	1.63
<b>现金净增加额</b>	<b>110</b>	<b>273</b>	<b>234</b>	<b>360</b>	<b>490</b>	EV/EBITDA	11.66	9.62	7.30	6.26	6.03

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 郑闵钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经金嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出自为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看高：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。