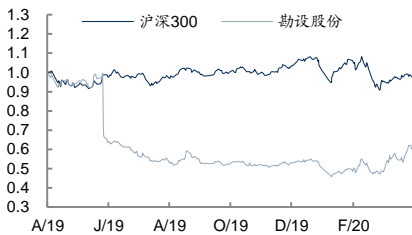


**证券研究报告—动态报告**
**建筑工程**
**设计咨询**
**勤设股份(603458)**
**增持**

2019 年年报点评

(首次评级)

2020 年 04 月 27 日

**一年该股与沪深 300 走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	186/124
总市值/流通(百万元)	3978/2660
上证综指/深圳成指	2809/10423
12 个月最高/最低(元)	35.50/16.27

**相关研究报告:**

《国信证券-建筑工程产业链报告:国之重器,四通八达》——2019-02-14

《国信证券-建筑工程 2020 年 3 月投资策略:政策强化,估值吸引力突出》——2020-03-05

《国信证券-设计咨询行业深度报告-历史造就割裂,改革加剧整合》——2020-03-18

**证券分析师:周松**

 电话: 021-60875163  
 E-MAIL: zhousong@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编码:  
 S0980518030001

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,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。

**财报点评**
**订单充沛,业绩稳健**
**● 业绩稳健,业务结构调整**

2019 年公司实现营业收入 25.63 亿,同比增长 19.14%;实现归属于上市公司股东的净利润 4.30 亿元,同比增长 21.96%。分地区来看,贵州省内收入占比 83%,省外占比 17%。业绩继续保持稳健增长,主要归功于工程承包业务的快速扩张。工程承包业务实现 9.20 亿元,同比增长 112%,工程咨询类收入 16.35 亿元,同比下滑 4.4%。2019 年公司新签订单 64 亿元,同比增长 26%,其中工程咨询类订单 20 亿元,占比 31%,工程承包类订单 44 亿元,占比 69%。新签订单中贵州省内占比 86%,省外占比 14%。

**● 盈利能力平稳,资产负债率有所上升**

2019 年,公司实现毛利率 39.55%,同比降低 0.15pct;净利率 16.87%,同比增加 0.47pct。毛利率有所降低主要是工程承包业务扩张。净利率提升归因于期间费用率的降低及受益于税收优惠政策。期间费用率为 13.86%,同比降低 0.48pct,其中管理费用降低 1.56pct 至 11.04%,财务费用率上升 0.71pct 至 0.97%,销售费用率上升 0.38pct 至 1.86%。资产负债率为 55.70%,同比提升 11.80pct。经营活动产生的现金流量净额为-3.09 亿元,较去年同期-1.14 亿元多流出 1.95 亿元。

**● 业绩季节波动性强,三四季度占比高**

分季度来看,公司 2019 年 Q1、Q2、Q3、Q4 分别完成营收 4.35 亿、4.64 亿、7.21 亿、9.44 亿,分别同比增长-1.47%、-16.49%、66.7%、30.67%;实现净利润 0.69 亿、0.60 亿、1.14 亿、1.88 亿,分别同比增长 21.08%、-48.54%、146.49%、40.59%。公司收入和利润在三四季度出现高增长主要是由于工程承包收入增加。

**● 投资建议:给予“增持”评级**

我们预计公司 2020-2022 年的归母净利润 5.05/5.84/6.66 亿元, EPS 分别为 2.71/3.14/3.58 元,当前股价对应 PE 7.9/6.8/6.0 倍,我们认为合理估值区间为 9-10 倍,对应价格为 24.39/27.10 元。首次覆盖,给予“增持”评级。

**● 风险提示:应收账款坏账,投资放缓,项目进度不及预期等。**
**盈利预测和财务指标**

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,152	2,563	3,034	3,500	4,006
(+/-%)	11.7%	19.1%	18.3%	15.4%	14.5%
净利润(百万元)	353	430	504.65	583.65	666.19
(+/-%)	7.1%	22.0%	17.3%	15.7%	14.1%
摊薄每股收益(元)	1.90	2.32	2.71	3.14	3.58
EBIT Margin	28.3%	29.1%	28.8%	28.1%	27.3%
净资产收益率(ROE)	15.8%	16.4%	16.6%	16.7%	16.5%
市盈率(PE)	11.3	9.2	7.9	6.8	6.0
EV/EBITDA	6.9	9.2	8.6	8.1	7.7
市净率(PB)	1.78	1.51	1.31	1.14	0.99

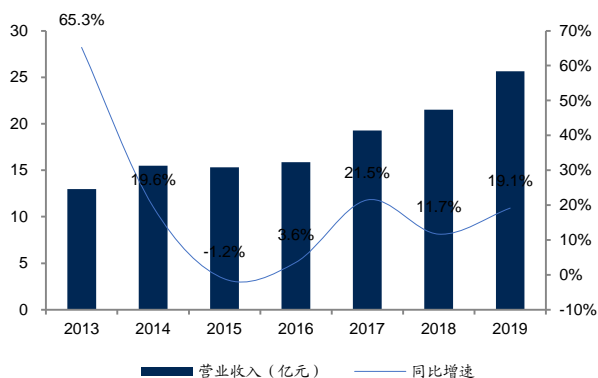
资料来源:Wind、国信证券经济研究所预测

注:摊薄每股收益按最新总股本计算

### 业绩稳健，业务结构逐步调整

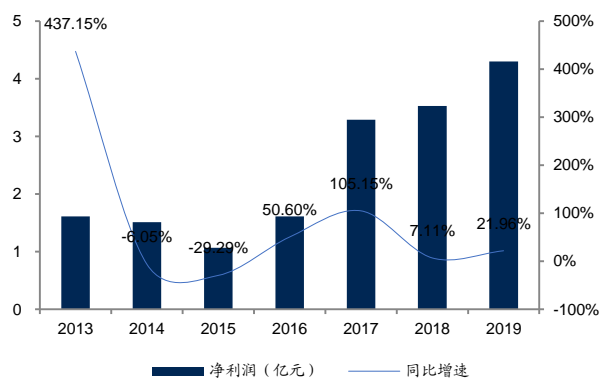
2019年公司实现营业收入25.63亿，同比增长19.14%；实现归属于上市公司股东的净利润4.30亿元，同比增长21.96%，业绩继续保持稳健增长，主要归功于工程承包业务的快速扩张。工程承包业务实现9.20亿元，同比增长111.99%。公司有工程承包和工程咨询两大主营业务，工程承包业务营收占比为36%，相比18年同期增长16%。公司在维持工程咨询业务稳定的同时，积极扩张工程承包业务规模。

图 1：公司营收及增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

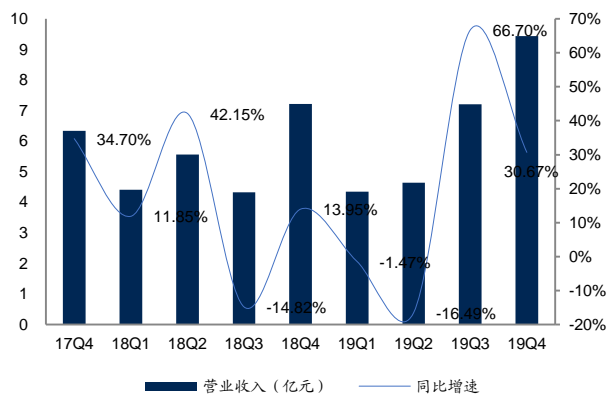
图 2：公司归母净利润及增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

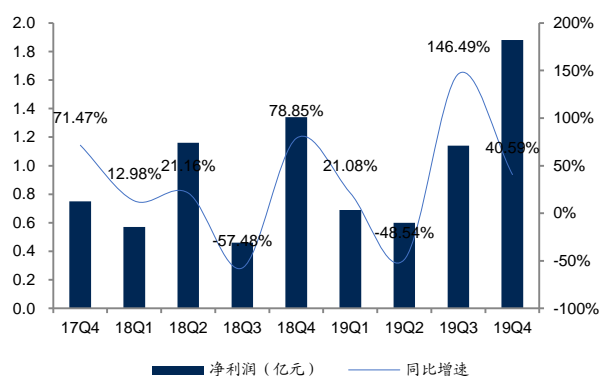
分季度来看，公司2019年Q1、Q2、Q3、Q4分别完成营收4.35亿、4.64亿、7.21亿、9.44亿，分别同比增长-1.47%、-16.49%、66.7%、30.67%；实现净利润0.69亿、0.60亿、1.14亿、1.88亿，分别同比增长21.08%、-48.54%、146.49%、40.59%。公司收入和利润在三四季度出现高增长主要是由于业务结构的变化。

图 3：公司分季度营收及增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 4：公司分季度净利润及增速

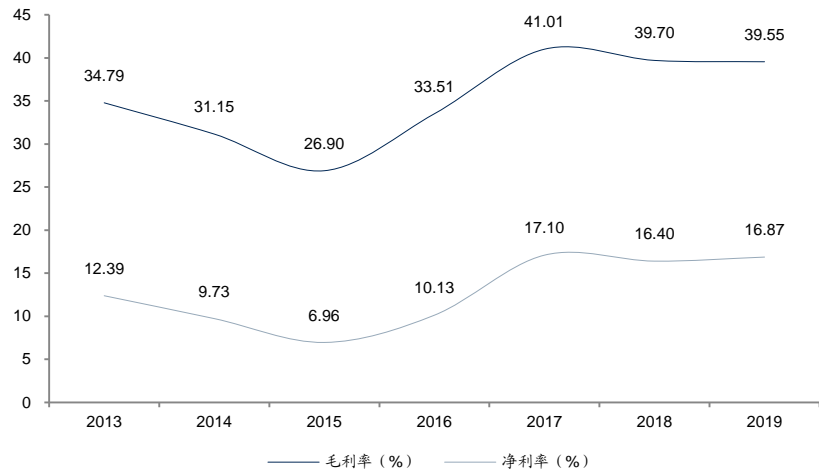


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

### 盈利能力平稳

2019年，公司实现毛利率39.55%，同比降低0.15pct；净利率16.87%，同比增加0.47pct。毛利率有所降低主要是低毛利的工程承包业务扩张增速远高于高毛利的工程咨询业务。净利率提升归因于期间费用率的降低及受益于税收优惠政策。公司下有多家子公司为高新技术企业，适用企业所得税税率15%。

图 5：公司毛利率和净利率对比

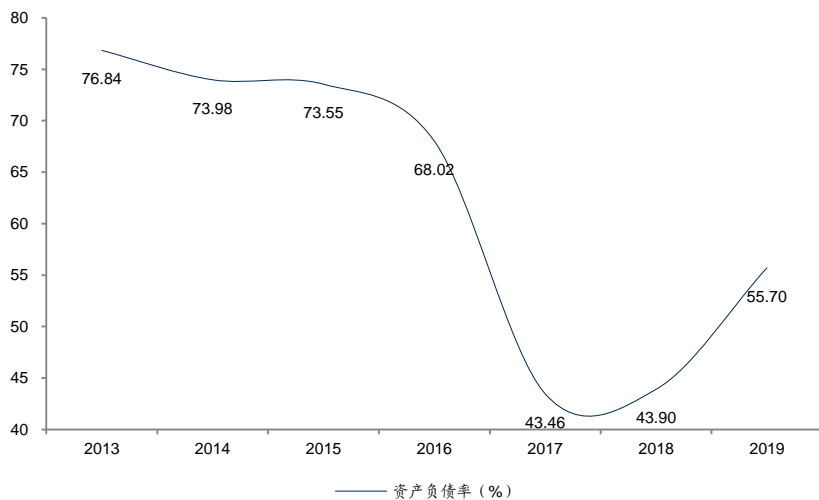


资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

### 降杠杆稳步推进，资产负债率有所回升

近几年来，公司持续推行降杠杆政策，资产负债率从2013年的76.84%稳步下降到2018年的43.90%。2019年资产负债率回升至55.70%，同比增长11.80pct。整体来看，公司目前的资产负债率依然处于建筑类企业较低水平。

图 6：公司 2019 资产负债率有所上升



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

## 盈利预测与估值

我们将公司业务进行分拆，具体每项的预测如下。

### 核心假设：

- (1) 工程承包业务在充沛订单推动下，保持较快增长；
- (2) 工程咨询业务发展仍保持稳定增长，并维持较高的毛利率水平；
- (3) 其他业务保持平稳发展。

**表 1：公司业务收入拆分（亿元）**

收入预测	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>工程咨询</b>					
收入	17.10	16.35	17.99	19.42	20.59
增长率	8.16%	-4.39%	10.00%	8.00%	6.00%
毛利率	47.04%	46.76%	47.00%	47.00%	47.00%
<b>工程承包</b>					
收入	4.34	9.20	12.24	15.42	19.27
增长率	28.02%	111.98%	33.00%	26.00%	25.00%
毛利率	9.90%	26.32%	27.00%	27.00%	27.00%
<b>其他</b>					
收入	0.08	0.08	0.11	0.15	0.20
增长率	14.29%	0.00%	40.00%	35.00%	30.00%
毛利率	89.57%	84.87%	86.00%	86.00%	86.00%
<b>合计</b>					
收入	21.52	25.63	30.33	34.99	40.06
增长率	11.66%	19.14%	18.35%	15.36%	14.47%
毛利率	39.70%	39.55%	39.08%	38.36%	37.57%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理及预测

### 可比公司估值

勘设股份的同业可比公司主要是苏文科等其他工程设计咨询企业, 根据 wind 一致预期及我们的盈利预测数据, 同行业可比公司 2019/2020 年估值均值为 16.29/14.35 倍, 我们预测公司对应的估值为 9.24/7.88 倍, 低于行业估值中枢水平。

**表 2: 行业同类公司估值比较**

公司 代码	公司 名称	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE		投资评级
				2019E	2020E	2019E	2020E	
603018.SH	中设集团	14.41	66.92	1.12	1.35	12.87	10.67	买入
300732.SZ	设研院	17.56	33.69	1.41	1.57	12.45	11.18	无评级
603357.SH	设计总院	10.18	46.27	0.71	0.86	14.34	11.84	无评级
300746.SZ	汉嘉设计	12.52	28.26	0.41	0.44	30.54	28.45	无评级
300284.SZ	苏文科	10.05	97.63	0.74	0.86	13.58	11.69	无评级
600629.SH	华建集团	7.96	42.52	0.57	0.65	13.96	12.25	无评级
	平均	12.11	52.55	0.83	0.96	16.29	14.35	
603458.SH	勘设股份	21.40	39.78	2.32	2.71	9.24	7.88	买入

资料来源: wind 一致预期、国信证券经济研究所分析师整理及预测 (除中设集团、苏文科、勘设股份外其他可比公司数据均来源于 wind 一致预期)

### 投资建议与评级

我们预计公司 2020-2022 年的利润 5.05/5.84/6.66 亿元, 按照当前股本计算, 公对应 EPS 分别为 2.71/3.14/3.58 元, 当前股价对应 PE 为 7.9/6.8/6.0 倍, 我们认为合理估值区间为 9-10 倍, 对应价格为 24.39/27.10 元。首次覆盖, 给予“增持”评级。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	699	718	718	718	营业收入	2563	3034	3500	4006
应收款项	3163	3743	4318	4943	营业成本	1550	1848	2157	2501
存货净额	488	570	652	745	营业税金及附加	23	27	31	36
其他流动资产	24	29	33	38	销售费用	48	56	65	74
<b>流动资产合计</b>	<b>4374</b>	<b>5060</b>	<b>5721</b>	<b>6443</b>	管理费用	199	227	262	300
固定资产	431	1061	1659	2178	财务费用	25	40	56	71
无形资产及其他	35	33	32	31	投资收益	(2)	0	0	0
投资性房地产	816	816	816	816	资产减值及公允价值变动	3	(100)	(100)	(100)
长期股权投资	297	393	488	584	其他收入	(211)	(140)	(140)	(140)
<b>资产总计</b>	<b>5953</b>	<b>7362</b>	<b>8716</b>	<b>10051</b>	营业利润	509	596	688	785
短期借款及交易性金融负债	730	1107	1487	1746	营业外净收支	(4)	(4)	(4)	(4)
应付款项	708	828	947	1081	<b>利润总额</b>	<b>505</b>	<b>592</b>	<b>684</b>	<b>781</b>
其他流动负债	949	1252	1434	1637	所得税费用	72	84	98	112
<b>流动负债合计</b>	<b>2387</b>	<b>3188</b>	<b>3869</b>	<b>4465</b>	少数股东损益	2	3	3	3
长期借款及应付债券	300	300	300	300	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>430</b>	<b>505</b>	<b>584</b>	<b>666</b>
其他长期负债	628	832	1036	1240					
<b>长期负债合计</b>	<b>928</b>	<b>1132</b>	<b>1336</b>	<b>1540</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>3316</b>	<b>4320</b>	<b>5205</b>	<b>6004</b>	净利润	430	505	584	666
少数股东权益	9	11	14	16	资产减值准备	9	182	158	178
股东权益	2627	3031	3498	4031	折旧摊销	52	89	145	204
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5953</b>	<b>7362</b>	<b>8716</b>	<b>10051</b>	公允价值变动损失	(3)	100	100	100
					财务费用	25	40	56	71
					营运资本变动	(1050)	142	1	(3)
					其它	(8)	(180)	(156)	(176)
					<b>经营活动现金流</b>	<b>(569)</b>	<b>837</b>	<b>832</b>	<b>970</b>
					资本开支	(45)	(1000)	(1000)	(1000)
					其它投资现金流	(0)	0	0	0
					<b>投资活动现金流</b>	<b>(325)</b>	<b>(1095)</b>	<b>(1095)</b>	<b>(1095)</b>
					权益性融资	29	0	0	0
					负债净变化	300	0	0	0
					支付股利、利息	(131)	(101)	(117)	(133)
					其它融资现金流	502	377	380	258
					<b>融资活动现金流</b>	<b>871</b>	<b>276</b>	<b>263</b>	<b>125</b>
					<b>现金净变动</b>	<b>(23)</b>	<b>18</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
					货币资金的期初余额	722	699	718	718
					货币资金的期末余额	699	718	718	718
					企业自由现金流	(405)	(19)	(10)	141
					权益自由现金流	398	324	322	338

关键财务与估值指标				
	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	2.32	2.71	3.14	3.58
每股红利	0.70	0.54	0.63	0.72
每股净资产	14.13	16.31	18.82	21.69
ROIC	23%	20%	19%	18%
ROE	16%	17%	17%	17%
毛利率	40%	39%	38%	38%
EBIT Margin	29%	29%	28%	27%
EBITDA Margin	31%	32%	32%	32%
收入增长	19%	18%	15%	14%
净利润增长率	22%	17%	16%	14%
资产负债率	56%	59%	60%	60%
息率	3.3%	2.5%	2.9%	3.3%
P/E	9.2	7.9	6.8	6.0
P/B	1.5	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA	9.2	8.6	8.1	7.7

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032