

勘设股份

603458

审慎增持 (维持)

Q4 净利润增长 40%，管理费率有所下降

2020 年 04 月 26 日

市场数据

市场数据日期	2020-04-24
收盘价(元)	21.40
总股本(百万股)	185.89
流通股本(百万股)	124.29
总市值(百万元)	3978.06
流通市值(百万元)	2659.80
净资产(百万元)	2627.46
总资产(百万元)	5952.63
每股净资产	14.13

主要财务指标

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2563	3315	4191	5401
同比增长(%)	19.1%	29.3%	26.4%	28.9%
净利润(百万元)	430	537	662	843
同比增长(%)	22.0%	24.9%	23.1%	27.3%
毛利率(%)	39.6%	36.2%	35.5%	35.4%
净利率(%)	16.8%	16.2%	15.8%	15.6%
净资产收益率(%)	16.4%	16.7%	17.0%	17.8%
每股收益(元)	2.32	2.89	3.56	4.53
每股经营现金流(元)	-1.66	1.07	1.09	-0.60

相关报告

《勘设股份: 签订 EPC 大单且近期结转, 充足订单保障业绩增长》2019-07-30

《勘设股份: 受益于西南省份补短板, 业绩迎来稳健增长》2019-05-10

《勘设股份: 盈利能力大幅提升, 工程承包拖累收入增长》2019-04-26

分析师:

黄杨

huangyang@xyzq.com.cn

S0190518070004

孟杰

mengjie@xyzq.com.cn

S0190513080002

团队成员: 孟杰、黄杨、蔡琨

投资要点

- 2019 年公司新承接合同额 63.92 亿元、同比上升 26.35%，主要系工程承包合同上升 93.23%所致，分别新签工程咨询、工程承包合同额 19.54 亿元、44.38 亿元，分别同比变动-29.26%、93.23%。
- 2019 年公司实现收入 25.63 亿元，同比增长 19.14%，主要源于工程承包业务增长较快。公司 Q1、Q2、Q3、Q4 收入分别较去年变动-1.36%、-16.55%、66.90%、30.75%，下半年收入开始大幅增长。工程承包、工程咨询业务分别实现收入 9.20 亿元、16.35 亿元，分别同比增长 111.99%、-4.37%，工程承包业务增长较快。
- 公司 2019 年实现综合毛利率 39.55%，同比下降 0.15pct，主要系低毛利率的工程承包业务毛利率提升所致；实现净利率 16.87%，同比增加 0.47pct，毛利率下降而净利率有所上升主要源于期间费率有所下降。工程承包、工程咨询业务的毛利率分别为 26.32%、46.76%，分别同比变动 16.42pct、-0.28pct，工程承包的毛利率大幅提升、工程咨询小幅回落。
- 公司 2019 年期间费用率为 13.89%，较上年下降 0.47%，主要系管理费率下降所致，销售费率同比提升 0.38pct，主要系公司业务规模扩大以及公司实行业务部管理、经营层级调整所致；管理费用占比同比下降 1.51pct，主要系收入快速增长而管理费用未增长所致。
- 公司 2019 年资产减值损失+信用损失占比为 6.32%，较去年下降 0.79pct；每股经营性现金流净额为-1.66 元、同比减少 0.76 元/股，主要系本期收现率下降及支付供应商采购款项增加所致。
- 盈利预测与评级：我们下调了对公司的盈利预测，预计 2020-2022 年的 EPS 为 2.89 元、3.56 元、4.53 元，4 月 24 日收盘价对应的 PE 分别为 7.4 倍、6.0 倍、4.7 倍，维持“审慎增持”评级。

风险提示：宏观经济下行风险、在手订单落地不及预期、施工项目进度缓慢、毛利率持续下降的风险、应收账款增加带来坏账损失

报告正文

事件

- **勤设股份发布 2019 年报:** 2019 年公司实现收入 25.63 亿元, 同比增长 19.14%; 实现归属于母公司股东的净利润 4.30 亿元, 同比增长 21.96%。其中 Q4 实现收入 9.44 亿元、同比增长 30.67%, 实现归母净利润 1.88 亿元、同比增长 40.59%。
- 同时, 公司拟每 10 股派发现金红利 7.00 元(含税), 每 10 股转增 3 股。

点评

- **2019 年公司新承接合同额 63.92 亿元、同比上升 26.35%，主要系工程承包合同上升 93.23%所致。**
 - 1) 分季度, 2019 年 Q1、Q1、Q3、Q4 新签合同额分别为 3.48 亿元、25.52 亿元、20.17 亿元和 14.75 亿元, 分别同比变动-87.7%、241.4%、155.3%和 111.1%。除 Q1 由于上年基数较大而有所下降, 其他三季度新签合同额均大幅增长;
 - 2) 分类型, 2019 年公司分别新签工程咨询、工程承包合同额 19.54 亿元、44.38 亿元, 分别同比变动-29.26%、93.23%, 工程承包合同上升幅度较大, 工程咨询合同有所下降;
 - 3) 分行业, 2019 年公司分别新签公路、市政、建筑、水运及其他行业合同额 25.59 亿元、8.58 亿元、29.56 亿元、0.20 亿元, 分别同比变动 9.38%、122.08%、27.45%、38.22%, 公司在各行业新签订单均较 2018 年有所增长, 其中市政合同增长较快;
 - 4) 分地区, 2019 年公司分别新签省内、省外合同额 55.19 亿元、8.73 亿元, 分别同比变动 126.61%、-66.72%, 公司在省内承接合同额大幅上涨。
- **2019 年公司实现收入 25.63 亿元, 同比增长 19.14%，主要源于工程承包业务增长较快。**
 - 1) 分季度来看, 公司 Q1、Q2、Q3、Q4 分别实现营业收入 4.35 亿元、4.64 亿元、7.21 亿、9.44 亿元, 分别较去年变动-1.36%、-16.55%、66.90%、30.75%, 下半年收入开始大幅增长, 也是公司 Q3、Q4 净利润大幅增长的主要原因。
 - 2) 分业务来看, 公司公路、市政、建筑、水运及其他业务分别实现营业收入 18.08 亿元、2.62 亿元、4.67 亿元、0.18 亿元, 分别同比增长 11.67%、-11.48%、132.56%、-36.48%, 本期收入增长主要系占比最大的建筑业务有所增长;
 - 3) 分产品看, 工程承包、工程咨询业务分别实现收入 9.20 亿元、16.35 亿元, 分别同比增长 111.99%、-4.37%, 工程承包业务增长较快;

- 4) 分地区来看, 省内、省外分别实现收入 21.19 亿元、4.36 亿元, 分别同比增长 17.18%、29.89%, 省内、省外收入均出现增长。
- 公司 2019 年实现综合毛利率 39.55%, 同比下降 0.15pct, 主要系低毛利率的工程承包业务毛利率提升所致; 实现净利率 16.87%, 同比增加 0.47pct, 毛利率下降而净利率有所上升主要源于期间费率有所下降。
- 1) 分季度来看, 公司 Q1、Q2、Q3、Q4 的毛利率分别为 42.30%、37.72%、38.56%、40.04%, 同比变动 9.87pct、-0.23 pct、3.37 pct、-8.16 pct, Q1 毛利率提升幅度最大;
- 2) 分业务来看, 公路、市政、建筑、水运及其他业务的毛利率分别为 44.67%、39.99%、19.66%、13.83%, 分别同比变动 2.50pct、-1.15 pct、2.63 pct、-17.05 pct, 市政业务、水运及其他业务的毛利率有所下降;
- 3) 分产品来看, 工程承包、工程咨询业务的毛利率分别为 26.32%、46.76%, 分别同比变动 16.42pct、-0.28pct, 工程承包的毛利率大幅提升、工程咨询小幅回落;
- 4) 分地区来看, 省内、省外业务的毛利率分别为 40.30%、35.04%, 分别同比变动-1.88pct、9.81pct, 省外业务毛利率大幅上升。
- 公司 2019 年期间费用率为 13.89%, 较上年下降 0.47%, 主要系管理费率下降所致, 分项来看: 销售费用占比为 1.86%, 同比提升 0.38pct, 主要系公司业务规模扩大以及公司实行事业部管理、经营层级调整所致; 管理费用占比 7.75%, 同比下降 1.51pct, 主要系收入快速增长而管理费用未增长所致; 财务费用占比 0.96%, 同比提升 0.7pct, 主要系公司借款本金增加所致; 研发费用占比为 3.29%, 同比下降 0.05pct。
- 公司 2019 年资产减值损失+信用损失占比为 6.32%, 较去年下降 0.79pct。2019 年信用减值损失为 1.62 亿元, 无资产减值损失, 占收入的比重为 6.32%, 较去年下降 0.79pct, 值得注意的是, 近几年公司应收账款余额持续走高, 报告期末余额达 26.76 亿元、为历史最高值, 主要系本期业务收入的增加且收现率下降所致。
- 从资产负债表端来看: 报告期末, 公司其他应收款余额 4.84 亿元, 同比增长 44.61%, 主要为本期支付保证金的增加, 预示公司后续订单有望快速增长; 新增长期应收款余额 3.45 亿元, 主要为本期分期收款业务增加。
- 公司 2019 年每股经营性现金流净额为-1.66 元、同比减少 0.76 元/股, 主要系本期收现率下降及支付供应商采购款项增加所致。
- 1) 分季度来看, 公司 Q1、Q2、Q3、Q4 每股经营性现金流净额分别为-2.05 元、

-1.10 元、0.63 元、0.85 元，分别同比变动-0.73 元、-0.52 元、0.68 元、-0.48 元，公司现金流在下半年略有改善；

- 2) 从收、付现比的角度来看，公司 2019 年收、付现比分别为 62.11%、94.96%，分别较去年同期下降 18.30pct、16.53pct，收现比下降幅度大于付现比降幅是公司现金流恶化的主要原因。
- **盈利预测与评级：**我们下调了对公司的盈利预测，预计 2020-2022 年的 EPS 为 2.89 元、3.56 元、4.53 元，4 月 24 日收盘价对应的 PE 分别为 7.4 倍、6.0 倍、4.7 倍，维持“审慎增持”评级。
 - **风险提示：**宏观经济下行风险、在手订单落地不及预期、施工项目进度缓慢、毛利率持续下降的风险、应收账款增加带来坏账损失

附表

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	4374	6024	7158	9159
货币资金	699	1033	1269	1624
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	2676	3464	4134	5251
其他应收款	484	663	922	1350
存货	488	846	811	907
非流动资产	1579	1323	1433	1505
可供出售金融资产	0	46	46	46
长期股权投资	297	300	320	350
投资性房地产	15	10	10	10
固定资产	431	389	348	307
在建工程	0	0	0	0
油气资产	0	0	0	0
无形资产	35	36	37	38
资产总计	5953	7348	8591	10664
流动负债	2387	2956	3396	4293
短期借款	730	650	655	918
应付票据	0	0	0	0
应付账款	708	1022	1283	1656
其他	949	1284	1458	1719
非流动负债	928	1155	1297	1631
长期借款	300	500	600	900
其他	628	655	697	731
负债合计	3316	4111	4693	5923
股本	186	186	186	186
资本公积	840	840	840	840
未分配利润	1473	1991	2601	3378
少数股东权益	9	9	9	9
股东权益合计	2637	3236	3898	4741
负债及权益合计	5953	7348	8591	10664

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	430	537	662	843
折旧和摊销	55	41	41	41
资产减值准备	-626	182	84	-8
无形资产摊销	11	0	0	0
公允价值变动损失	3	0	0	0
财务费用	25	46	49	63
投资损失	2	2	2	2
少数股东损益	2	0	0	0
营运资金的变动	175	924	567	1025

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2563	3315	4191	5401
营业成本	1550	2115	2702	3488
营业税金及附加	23	23	29	38
销售费用	48	63	80	103
管理费用	199	332	419	594
财务费用	25	46	49	63
资产减值损失	0	105	135	125
公允价值变动	3	0	0	0
投资收益	-2	-2	-2	-2
营业利润	509	630	775	989
营业外收入	0	5	7	7
营业外支出	4	1	1	1
利润总额	505	635	781	995
所得税	72	97	120	152
净利润	433	537	662	843
少数股东损益	2	0	0	0
归属母公司净利润	430	537	662	843
EPS(元)	2.32	2.89	3.56	4.53

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长性				
营业收入增长率	19.1%	29.3%	26.4%	28.9%
营业利润增长率	22.0%	23.9%	23.0%	27.6%
净利润增长率	22.0%	24.9%	23.1%	27.3%
盈利能力				
毛利率	39.6%	36.2%	35.5%	35.4%
净利率	16.8%	16.2%	15.8%	15.6%
ROE	16.4%	16.7%	17.0%	17.8%

偿债能力

资产负债率	55.7%	56.0%	54.6%	55.5%
流动比率	1.83	2.04	2.11	2.13
速动比率	1.63	1.75	1.87	1.92

营运能力

资产周转率	51.7%	49.9%	52.6%	56.1%
应收帐款周转率	96.9%	104.9%	104.2%	109.0%

每股资料(元)

每股收益	2.32	2.89	3.56	4.53
------	------	------	------	------

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

经营活动产生现金流量	-554	198	203	-111	每股经营现金	-1.66	1.07	1.09	-0.60
投资活动产生现金流量	-273	-1	-23	-33	每股净资产	14.13	17.36	20.92	25.45
融资活动产生现金流量	793	137	56	500					
现金净变动	-34	334	236	355	估值比率(倍)				
现金的期初余额	722	699	1033	1269	PE	9.2	7.4	6.0	4.7
现金的期末余额	688	1033	1269	1624	PB	1.5	1.2	1.0	0.8

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址: 北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址: 深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编: 200135	邮编: 100033	邮编: 518035
邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn