

收入增速弱于预期，收现比降至近年低点

——勤设股份(603458.SH) 2019年半年报点评

公司简报

◆事件:勤设股份发布2019年半年报,公司1H19营收9.0亿, YoY -9.8%, 归母净利1.3亿, YoY -25.7%; 其中2Q19营收4.6亿, YoY -16.5%, 归母净利0.6亿, YoY -48.5%。

◆收入增速弱于预期,股权激励费用计提等致净利率明显下滑:分业务看,公司工程咨询、承包业务1H19收入增速分别为-7.2%、-21.1%,均呈负增长态势,弱于我们预期。主要源于公司在手项目中处于准备阶段部分占比较大及部分重大项目(如肯尼亚项目、毛里求斯项目)推进进度低于预期。1H19公司综合毛利率39.9%,同比提升4.4pcts,主要源于毛利率较高的咨询业务收入占比提升(同比提升2.4pcts至82.3%)。1H19公司净利率同比下降3.0pcts至14.3%,主要源于1)股权激励费用计提致管理费用率(含研发)同比提升5.3pcts至14.9%,2)应收账款规模增长带动坏账准备增长,推动减值损失/收入比提升1.3pcts至7.4%。其中管理费用率料将均值回归,其对净利率方面影响未来有望减弱。

◆收现比降至近年低点,在手订单相对充足:截止1H19末,公司资产负债率、带息负债比率分别为45.1%、25.3%,分别同比上升2.6、17.3pcts;主要源于施工准备阶段项目占比高致短期借款增加。1H19公司收现比、付现比分别为68.7%、85.4%,分别同比变动-15.0、+4.6pcts,其中收现比为近年低点。公司1H19新签合同额29.0亿, YoY -18.8%;单2Q19新签合同额25.5亿, YoY +241.6%,主要受益于2Q19集中签订数个EPC项目。主业工程咨询业务新签订单仍疲弱,2Q19工程咨询业务新签订单额4.3亿, YoY -33.4%。3Q18-2Q19累计新签订单额43.9亿,为公司18年收入之2.0倍,在手订单相对充裕,未来业绩相对有保障。

◆下调至“中性”评级:西南地区基建投资景气度相对较高,公司作为西南工程设计咨询龙头有望持续受益;但考虑到1)部分重大海外项目推进弱于预期且后续存在不确定性,需要持续观察;2)公司综合毛利率已提升至较高水平,若高毛利率咨询业务盈利能力降低或收入占比下降,将影响综合盈利能力;下调公司19-21年归母净利预测至3.6/3.8/4.0亿(前值4.7/5.6/7.0亿),当前股价对应PE分别为10.0x/9.6x/8.9x,参考可比公司19年PE均值10.0x,下调目标价至19.59元,下调至“中性”评级。

◆风险提示:西南地区基建投资不及预期,海外项目实施不及预期

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,927	2,152	2,185	2,273	2,383
营业收入增长率	21.49%	11.66%	1.55%	4.01%	4.86%
净利润(百万元)	329	353	358	376	402
净利润增长率	105.15%	7.11%	1.51%	5.03%	6.92%
EPS(元)	1.80	1.93	1.96	2.06	2.20
ROE(归属母公司)(摊薄)	16.82%	15.83%	14.19%	13.47%	13.05%
P/E	11	10	10	10	9
P/B	1.8	1.6	1.4	1.3	1.2

资料来源:Wind,光大证券研究所预测,股价时间为2019年08月23日

中性(下调)

当前价/目标价:19.68/19.59元

分析师

孙伟凤 (执业证书编号:S0930516110003)

021-52523822

sunwf@ebsec.com

联系人

武慧东

010-58452063

wuhuidong@ebsec.com

市场数据

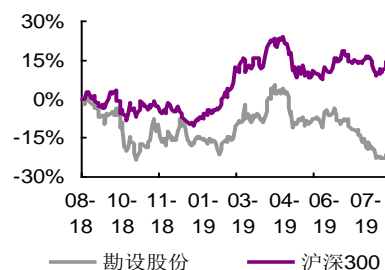
总股本(亿股):1.83

总市值(亿元):35.99

一年最低/最高(元):18.58/26.59

近3月换手率:48.39%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-5.96	-19.20	-35.07
绝对	-5.14	-12.59	-19.98

资料来源:Wind

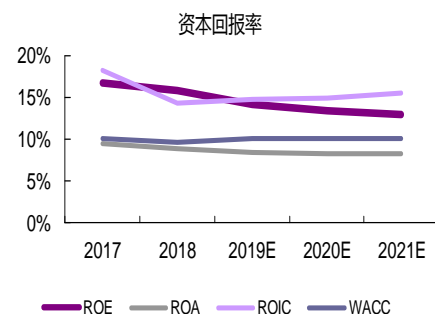
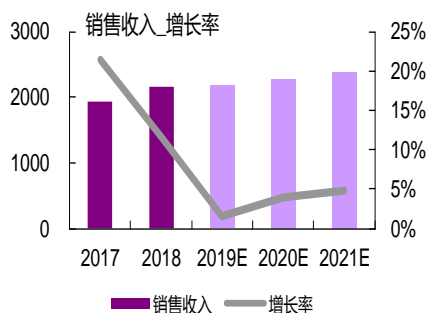
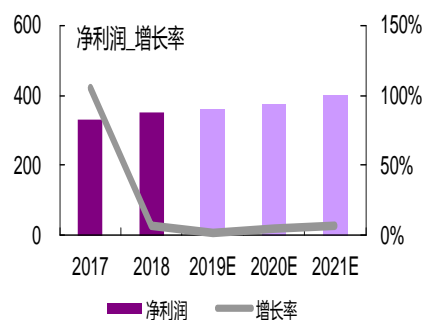
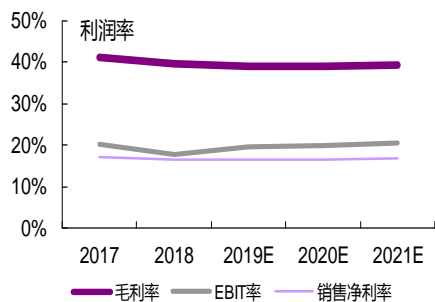
相关研报

承包业务收缩拖累营收增速,新签订单有望改善——勤设股份(603458.SH)2019年一季报点评

.....2019-04-30

4Q18收入、毛利率回暖,省外业务值得期待——勤设股份(603458.SH)2018年年报点评

.....2019-04-10



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,927	2,152	2,185	2,273	2,383
营业成本	1,137	1,297	1,333	1,389	1,449
折旧和摊销	37	43	59	66	73
营业税费	14	15	16	16	17
销售费用	28	32	32	34	35
管理费用	215	271	306	309	324
财务费用	17	6	6	8	10
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	-1	4	0	0	0
营业利润	389	417	423	444	475
利润总额	389	416	423	444	475
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	329	353	358	376	402

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	3,463	3,973	4,192	4,516	4,875
流动资产	2,910	3,297	3,473	3,762	4,094
货币资金	731	722	733	913	1,145
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	1,665	2,060	2,216	2,310	2,391
应收票据	0	1	1	1	1
其他应收款	102	275	279	286	297
存货	157	137	141	146	153
可供出售投资	50	59	59	59	59
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	9	17	17	17	17
固定资产	298	441	463	483	498
无形资产	27	32	31	29	28
总负债	1,505	1,744	1,669	1,723	1,793
无息负债	1,505	1,614	1,659	1,723	1,793
有息负债	0	130	10	0	0
股东权益	1,958	2,229	2,524	2,792	3,082
股本	124	126	183	183	183
公积金	910	985	928	928	928
未分配利润	918	1,140	1,392	1,661	1,950
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	75	-114	304	405	456
净利润	329	353	358	376	402
折旧摊销	37	43	59	66	73
净营运资金增加	432	360	130	74	66
其他	-723	-870	-244	-111	-85
投资活动产生现金流	-141	41	-103	-100	-100
净资本支出	-74	-110	-100	-100	-100
长期投资变化	9	17	0	0	0
其他资产变化	-76	134	-3	0	0
融资活动现金流	338	69	-190	-126	-124
股本变化	31	2	57	0	0
债务净变化	-466	130	-120	-10	0
无息负债变化	245	109	45	64	70
净现金流	273	-4	11	179	232

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	21.49%	11.66%	1.55%	4.01%	4.86%
净利润增长率	105.15%	7.11%	1.51%	5.03%	6.92%
EBITDA 增长率	65.12%	-0.47%	14.82%	6.15%	7.47%
EBIT 增长率	73.59%	-2.07%	12.12%	5.50%	7.07%
估值指标					
PE	11	10	10	10	9
PB	2	2	1	1	1
EV/EBITDA	5	6	7	6	6
EV/EBIT	6	7	8	7	7
EV/NOPLAT	7	8	10	9	8
EV/Sales	1	1	2	1	1
EV/IC	1	1	1	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	41.01%	39.70%	38.99%	38.86%	39.18%
EBITDA 率	22.19%	19.78%	22.36%	22.82%	23.39%
EBIT 率	20.29%	17.80%	19.65%	19.93%	20.35%
税前净利润率	20.18%	19.36%	19.35%	19.54%	19.92%
税后净利润率 (归属母公司)	17.10%	16.40%	16.39%	16.56%	16.88%
ROA	9.51%	8.88%	8.54%	8.33%	8.25%
ROE (归属母公司) (摊薄)	16.82%	15.83%	14.19%	13.47%	13.05%
经营性 ROIC	18.35%	14.31%	14.90%	15.04%	15.53%
偿债能力					
流动比率	1.95	1.90	2.10	2.20	2.30
速动比率	1.85	1.82	2.01	2.11	2.21
归属母公司权益/有息债务	-	17.14	263.19	-	-
有形资产/有息债务	-	29.46	422.48	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	1.80	1.93	1.96	2.06	2.20
每股红利	0.54	0.58	0.59	0.62	0.66
每股经营现金流	0.41	-0.62	1.66	2.22	2.49
每股自由现金流(FCFF)	0.02	0.27	1.43	1.90	2.13
每股净资产	10.71	12.19	13.80	15.27	16.85
每股销售收入	10.54	11.76	11.95	12.43	13.03

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
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。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

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。

分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、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。

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。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：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，本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且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。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。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议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，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

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，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼