

区域领军地位稳固，业绩有望持续高增

公司调研报告/建筑

2018年07月05日

报告摘要:

● 区域领军地位稳固，政府基建扩张助力订单高增长

公司16年新签勘察设计订单9.66亿元(YOY=318%)，17年H1新签订单已达6亿。根据河南省交通基建规划，17年基建投资506亿元，18年基建投资力度不减，计划投资472亿元，公司作为河南省内领军勘察设计公司，新签订单有望继续受益。

● 区域扩张成效显著，海外业务贡献增量业绩

公司深耕河南省内市场，逐步向省外及海外区域拓展。17年华中以外区域营收占比增至17.01%（提升3.43个百分点），项目布局拓展至云南、西藏、广西、新疆。海外业务市场布局日趋成熟，项目遍布亚太、非洲、拉美等20多个国家和地区，17年实现营收0.37亿元(YOY=675.97%)，占比提升至3.92%，已成新业绩增长点。

● 成本优势叠加强效费用管控，盈利水平有望持续稳增

公司费用率不断下降，盈利水平稳步提升。17年毛利率46.96%，较16年提升2.18个百分点，显著高于同行业可比公司平均毛利率水平(39.30%)，费用率13.45%，降低2.38个百分点。公司具备区域性人力成本优势，注重成本控制，不断增强费用管控，且高利润勘察设计板块业务占比逐步提升，盈利水平有望继续攀升。

● 拟收购中赞国际67%股权，资产重组稳步推进，增强核心竞争力

公司近日发布资产重组公告，拟收购中赞国际不低于67%的股份，该标的公司与公司处同行业，行业经验四十多年，业务范围覆盖国内20多个省市及自治区，并在几内亚、印度、老挝、乌兹别克斯坦等国布局工程设计咨询业务。目前资产收购项目稳步推进，重组后有望充分发挥协同效应，项目可选择性将进一步提高，增强公司行业竞争力。

● 盈利预测与投资建议

公司是区域性行业领军企业，深耕省内市场同时不断推进区域性扩张，订单充裕业绩有较高保障。预计公司2018-2020年营业收入分别为13.31亿元、18.40亿元和24.67亿元，归属母公司净利润3.10亿元、4.22亿元、5.65亿元，EPS为4.31元、5.86元、7.84元，对应当前股价PE分别为20X/15X/11X。首次覆盖给予“推荐”评级。

● 风险提示

基建投资下滑，海外业务扩张不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	935	1,331	1,840	2,467
增长率(%)	58.1%	42.3%	38.3%	34.1%
归属母公司股东净利润(百万元)	230	310	422	565
增长率(%)	77.5%	34.8%	35.9%	33.8%
每股收益(元)	3.20	2.39	3.25	4.34
PE(现价)	12.9	17.3	12.7	9.5
PB	1.9	2.9	2.4	1.9

资料来源：公司公告、民生证券研究院

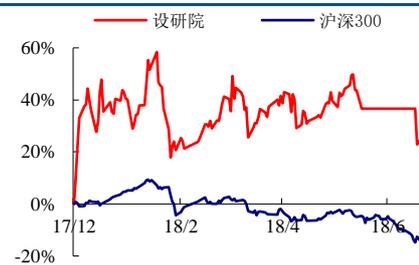
推荐 首次评级

当前价格: 41.37元

交易数据 2018-07-04

收盘价(元)	41.37
近12个月最高/最低	53.03/27.45
总股本(百万股)	129.6
流通股本(百万股)	32.4
流通股比例(%)	25
总市值(亿元)	53.62
流通市值(亿元)	13.40

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：杨林

执业证号：S0100517050001
电话：13621397096
邮箱：yanglin@mszq.com

研究助理：王介超

执业证号：S0100117060026
电话：010-85127433
邮箱：wangjiechao@mszq.com

相关研究

目录

一、区域领军地位稳固，订单业绩有望持续向好	3
(一) 公司深耕河南市场，不断进行省外区域扩张	3
(二) 18 年河南基建投资力度不减，公司订单有较高保障	4
二、海外布局稳步推进，有望持续贡献增量业绩	5
三、成本优势+强效费用管控，盈利水平有望稳步增长	6
(一) 公司具备人力成本优势，毛利率水平行业内较高	6
(二) 费用率较低，公司强效管控实力凸显	7
四、资产重组稳步推进，拟收购中赞国际增强核心竞争力	8
五、公司主要财务指标	9
六、风险提示	10
插图目录	12
表格目录	12

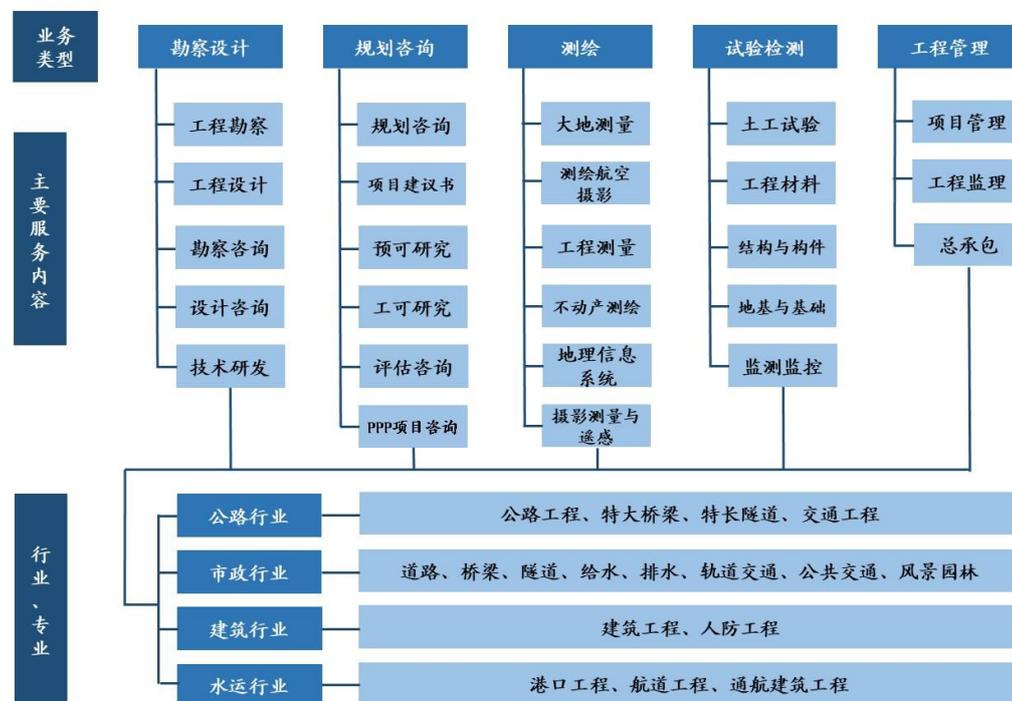
一、区域领军地位稳固，订单业绩有望持续向好

(一) 公司深耕河南市场，不断进行省外区域扩张

公司全名河南省交通规划设计研究院股份有限公司，前身为河南省交通规划勘察设计院，始建于1964年，是综合性全国性工程设计咨询单位，于2017年12月12日在深圳创业板上市(300732)。

公司主营业务包括咨询、规划、勘察、设计、测绘、试验、监测、检测、监理、项目管理等工程咨询服务，传统主业领域为公路行业，近年逐步向市政、轨道交通、民用建筑等领域扩展。

图 1: 公司业务结构



资料来源: wind, 民生证券研究院

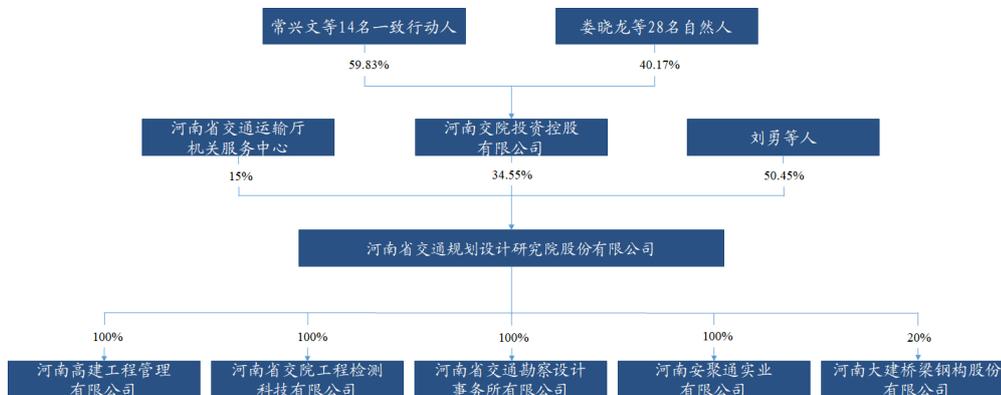
表 1: 2017 年公司业务进一步向市政、轨交、民建领域扩展

项目	领域	中标信息	工期
郑州市四环线及大河路快速化工程勘察 设计总承包项目	市政	-	330 天
郑州市轨道交通 12 号线工程土建单项设计 05 标段	轨道交通	1.6809%	-
郑州市二七区紫云路等 21 条道路代建回 购工程第二标段	EPC	勘察设计服务费固定费率: 2.256%, 建设工程建安费固定优惠率: 5.20%, 财务成本固定费率: 5.22%, 其他配套费用年投资固定回报率: 7.90%	勘察设计周期 20 日历天, 施工工期 240 日历天
河南省交通高级技工学校新校区建设勘 察设计项目	民用建筑	-	-

资料来源: wind, 民生证券研究院

公司第一大股东河南交院投资控股有限公司和第二大股东河南省交通运输厅机关服务中心持股比例合计 49.55%，自然人持股较为分散，合计比例 50.45%。

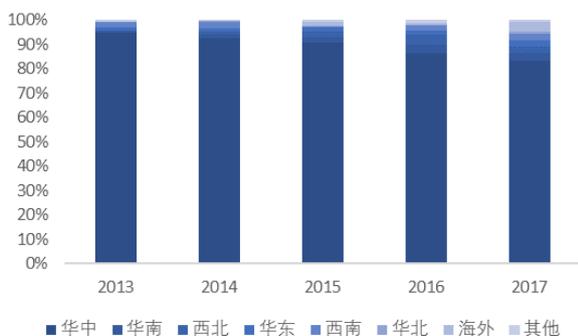
图 2: 股权结构



资料来源: wind, 民生证券研究院

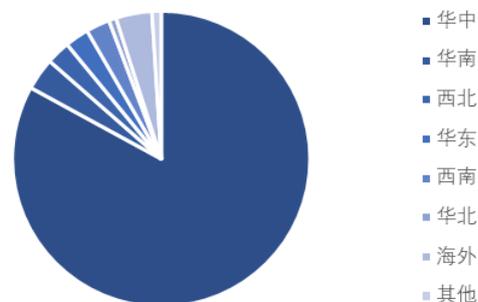
公司业务主要来自于以河南省为主的华中地区，近年不断向省外区域扩张。2017 年公司在云南、西藏、广西、新疆等地区承接多个大型公路建设项目的勘察设计和其他技术咨询服务业务，仅西藏地区的中标项目金额就达 3 亿元，占 2017 年总营收的 32%。2013 年到 2017 年，华中区域业务占比由 94.59% 降至 82.99%，下降幅度达 11.6 个百分点。

图 3: 近 5 年华中区域业务占比显著下降



资料来源: wind, 民生证券研究院

图 4: 2017 年华中区域业务占比 82.99%



资料来源: wind, 民生证券研究院

(二) 18 年河南基建投资力度不减，公司订单有较高保障

根据河南省交通基建规划，17 年基建投资 506 亿元，18 年基建计划投资 472 亿元，略减 6.74%，但高速公路计划投资 223 亿元，同比增长 42.04%，增速提升 6.69 个百分点，占比提升 16.22 个百分点至 47.25%。

公司作为河南省内领军勘察设计公司，且以公路领域业务为主业，区域性业务承接竞争力较强，未来订单有较高保障。

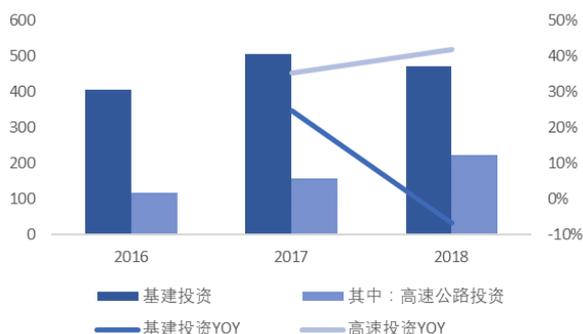
表 2: 河南省交通基建规划

领域	规划
铁路	到 2020 年全省铁路营业里程达到 7000 公里以上,其中高速铁路 2000 公里、城际铁路

	500公里,实现所有省辖市通快速铁路
航空	以连通郑州新郑国际机场与国内外枢纽机场为重点,开辟新航线、加密航班,积极发展全货机航班,推动空空中转、空陆联运,打造“郑州中转”服务品牌
公路	高速公路内联外通,到2020年全省高速公路规划达到8000公里以上,规模总量继续保持全国前列,实现所有县(市)通高速,基本建成完善的内联外通高速公路网;干线公路连县通乡,在“县县通国道、乡乡有干线”布局规划的基础上,进一步提档升级,增强服务能力,实现二级及以上公路里程达到2.3万公里,占比达到75%以上;农村公路安全畅通,实现85%以上的乡镇通二级公路、所有乡镇通三级及以上公路,每个建制村有一条通畅的出口路,公路安全防护设施逐步完善,安全畅通水平进一步提升
水运	到2020年,内河通航里程达到1855公里,其中四级航道达到690公里,水运通道功能全面提升,形成与铁路、公路等主通道和主枢纽相连接,贯通淮河水系、长江水系等水网地区的通江达海的内河水运发展格局

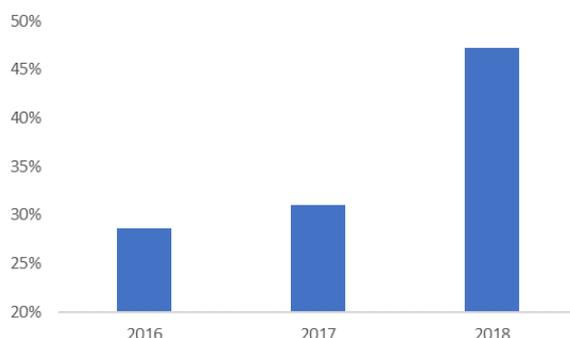
资料来源:河南省人民政府,民生证券研究院

图 5: 河南省高速公路投资增速显著提升



资料来源:中国公路网,河南交通运输厅,民生证券研究院

图 6: 河南省高速公路投资占比显著提升



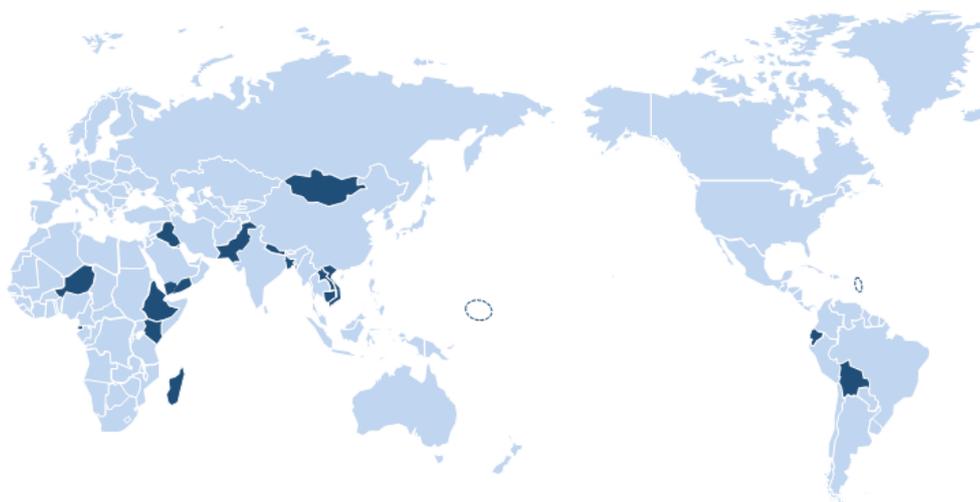
资料来源:中国公路网,河南交通运输厅,民生证券研究院

二、海外布局稳步推进,有望持续贡献增量业绩

公司立足华中区域向全国范围内扩张,围绕“一带一路”战略,积极开展海外布局。公司国际工程已遍布亚太、非洲、拉美等 20 多个国家和地区,并在柬埔寨、老挝、孟加拉国等国家设立了海外办事机构。

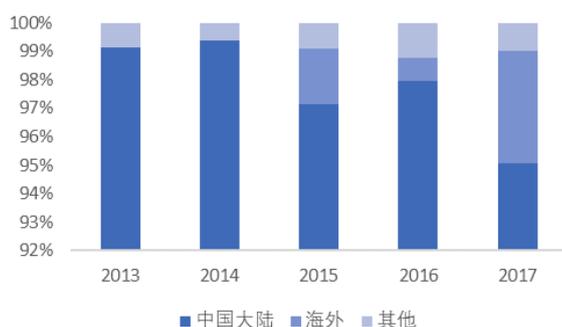
公司 2017 年海外业务开展顺利,完成孟加拉国 N8 公路改建项目的勘察设计,并新承接该项目的工程监理,完成了援西非尼日尔第三大桥项目设计工作,同时在柬埔寨、孟加拉、坦桑尼亚、乌干达、马拉维等国家项目的前期考察和项目技术报告编制工作也已顺利推进。2017 年公司海外业务收入 0.37 亿元,同比爆发增长 675.97%,占比提升至 3.92%。随着国家“一带一路”战略推进,公司海外布局和业务模式日趋成熟,有望持续贡献增量业绩。

图 7: 公司海外布局稳步推进



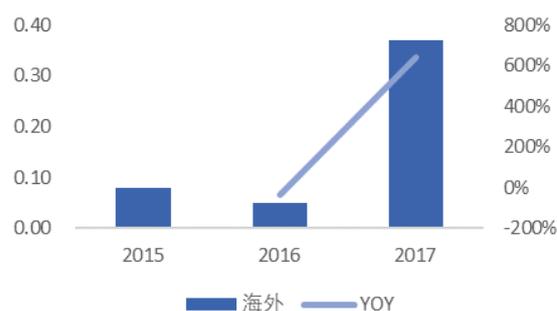
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 8: 2017 年海外业务占比显著提升



资料来源: wind, 民生证券研究所

图 9: 海外业绩高速增长



资料来源: wind, 民生证券研究所

三、成本优势+强效费用管控，盈利水平有望稳步增长

(一) 公司具备人力成本优势，毛利率水平行业内较高

工程技术服务行业属智力密集型行业，人工成本占比较高。公司 2017 年人工成本占营业成本比例 37.08%，虽然较 2016 年占比下降 3.29 个百分点，但仍然高于其他成本项。公司所在地为河南省，且业务大多承接自河南省内，该省人工成本在全国范围内处较低水平，与同行业可比公司相比，公司人工成本优势显著，毛利率也高于行业平均水平。

表 3: 17 年公司人工成本处于行业内较低水平，毛利率处于行业内较高水平

	人工成本占比 (%)	毛利率 (%)	主营区域
设计总院	31.79%	43.19%	安徽省内 80.03%
中设集团	37.67%	31.68%	江苏省内 58.52%，省外 41.48%
中设股份	48.10%	47.91%	江苏 65.51%，省外 34.49%
苏文科	49.68%	29.09%	江苏 21.12%，省外 43.12%，海外 35.76%
勘设股份	46.93%	41.01%	贵州省内 81.93%
设研院	37.08%	46.96%	河南省内近 83%
平均	41.88%	39.97%	-
平均 (剔除苏交)	40.31%	42.15%	-

科)

资料来源: wind, 民生证券研究院

注: 苏交科工程承包占比较高 (14%), 且人工成本占比较低 (0.16%), 毛利率较低 (16%), 剔除苏交科后对比可信用度较高

图 10: 全国各省建筑业就业人员工资水平情况 (元/年)

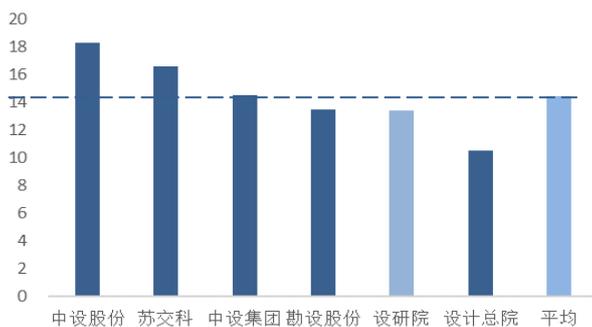


资料来源: wind, 民生证券研究院

(二) 费用率较低, 公司强效管控实力凸显

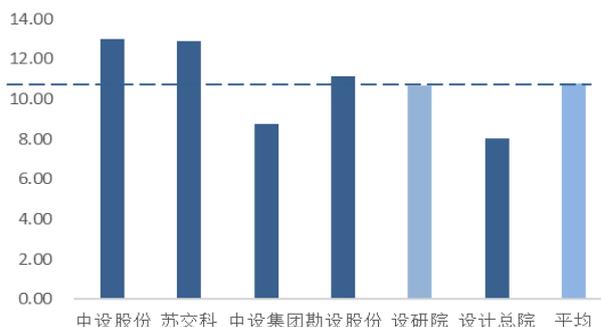
公司实施强效费用管控, 2017 年期间费用率 13.44%, 与可比公司平均水平相比低 1 个百分点。其中销售费用率 2.08%, 较可比公司平均水平低 1 个百分点, 优势较为显著。主要原因是公司业务大多布局在河南当地, 公司在省内具有较强业务竞争力。

图 11: 公司期间费用率 13.45%, 低于行业平均 1%



资料来源: wind, 民生证券研究所

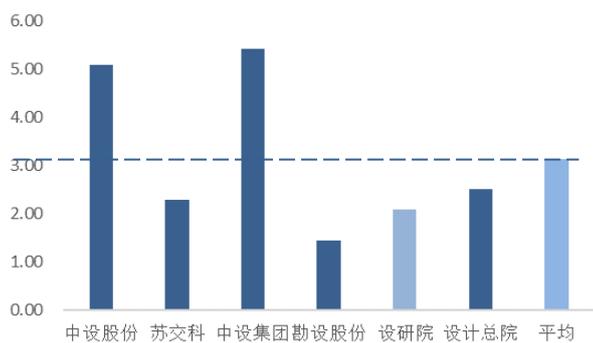
图 12: 公司管理费用率 10.69%, 低于行业平均 0.07%



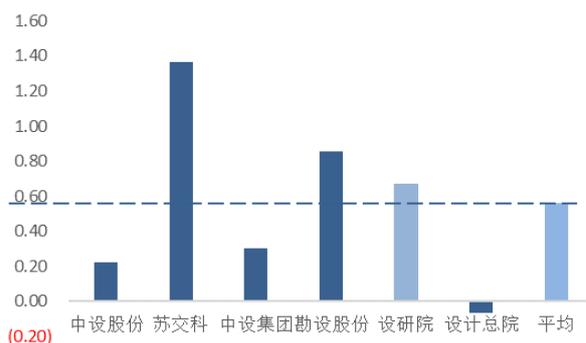
资料来源: wind, 民生证券研究所

图 13: 公司销售费用率 2.08%, 低于行业平均 1%

图 14: 公司财务费用率 0.67%, 高于行业平均 0.11%



资料来源: wind, 民生证券研究所

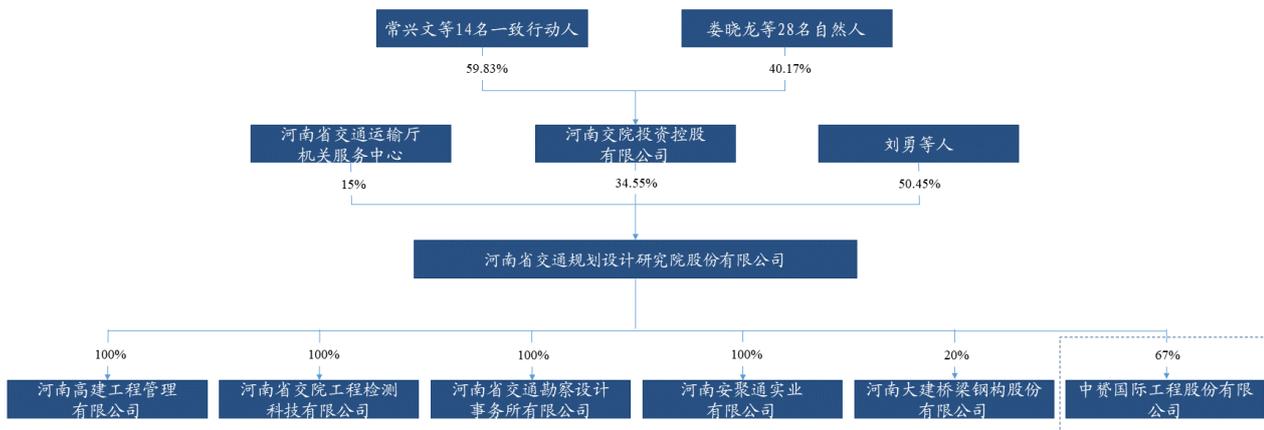


资料来源: wind, 民生证券研究所

四、资产重组稳步推进，拟收购中赞国际增强核心竞争力

公司近日发布资产重组公告，拟收购中赞国际不低于 67% 的股份。中赞国际前身是煤炭工业部郑州设计研究院，全国首批核准的甲级工业研究院，是国内较早从事煤矿矿井勘察设计、工程总承包的科技型企业，在华中区域煤炭设计、房建设计、咨询市场，及西北区域工程总承包市场占据较大的市场份额。

图 15: 公司拟收购中赞国际不低于 67% 的股权



资料来源: wind, 民生证券研究院

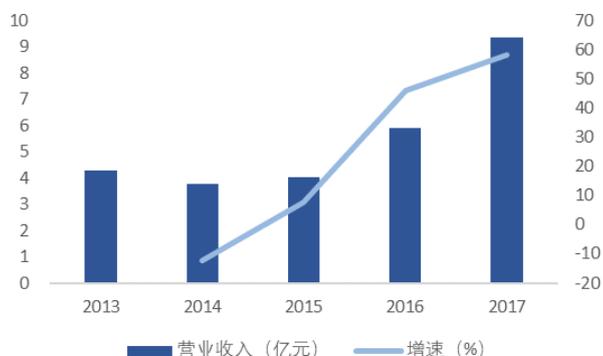
中赞国际国内业务范围覆盖广，同时布局海外工程设计咨询。其业务范围覆盖国内 20 多个省市及自治区，并在几内亚、印度、老挝、乌兹别克斯坦等国布局工程设计咨询业务。随着“一带一路”战略推进，有望跟随建筑央企共同进行海外市场开拓。

中赞国际资质数量及等级在行业内均处于领先地位。其行业经验四十多年，获得省部级以上的行业奖励近 200 多项，多次被授予全国优秀勘察设计院、全国优秀设计院、河南省勘察设计院行业杰出贡献单位等奖励。

中赞国际与公司处相同行业，目前资产收购事项目前稳步推进，重组后有望充分发挥协同效应，项目可选择性将进一步提高，增强公司行业竞争力。

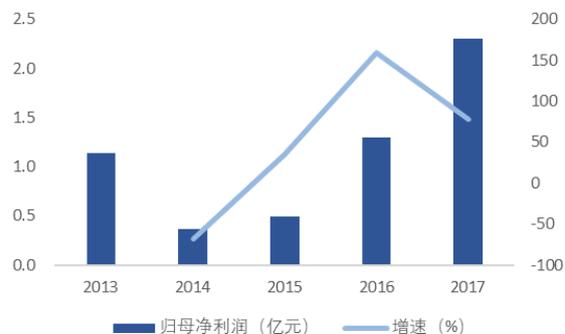
五、公司主要财务指标

图 16: 近年业绩维持高增



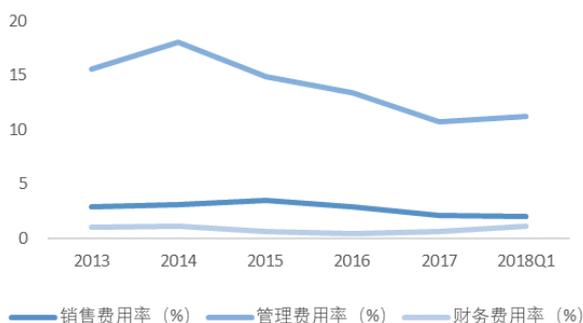
资料来源: wind, 民生证券研究所

图 17: 归母净利润维持高增



资料来源: wind, 民生证券研究所

图 18: 公司费用率管控较好



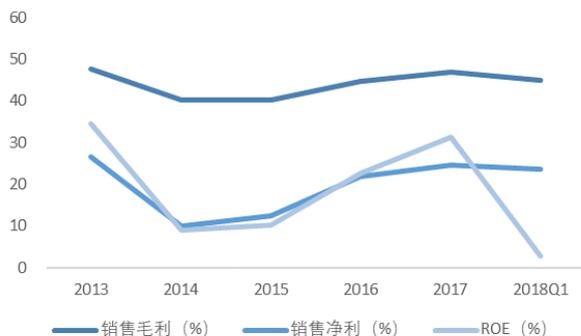
资料来源: wind, 民生证券研究所

图 19: 业务扩张较快, 借款增多, 利息支出上升显著



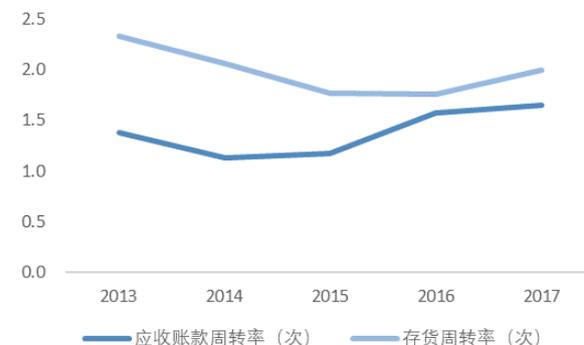
资料来源: wind, 民生证券研究所

图 20: 盈利能力持续改善



资料来源: wind, 民生证券研究所

图 21: 回款不断改善



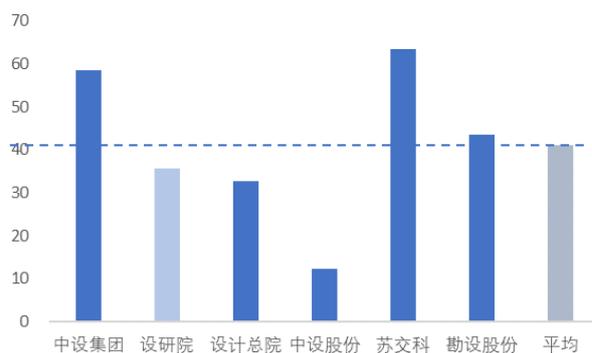
资料来源: wind, 民生证券研究所

图 22: 资产负债率显著下降

图 23: 资产负债率处于可比公司中较低水平 (2017 年)



资料来源: wind, 民生证券研究所



资料来源: wind, 民生证券研究所

六、风险提示

基建投资下滑, 海外业务扩张不及预期。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	935	1,331	1,840	2,467
营业成本	496	725	1,040	1,401
营业税金及附加	9	12	17	23
销售费用	19	29	46	62
管理费用	100	146	212	284
EBIT	311	417	526	697
财务费用	6	7	6	5
资产减值损失	32	42	18	21
投资收益	(2)	(0)	(0)	(1)
营业利润	274	369	501	671
营业外收支	(0)	0	0	0
利润总额	274	369	501	671
所得税	43	58	79	106
净利润	230	310	422	565
归属于母公司净利润	230	310	422	565
EBITDA	328	439	548	722

资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	867	1107	1410	1753
应收账款及票据	716	970	1249	1683
预付款项	2	3	4	6
存货	279	395	559	740
其他流动资产	18	18	18	18
流动资产合计	1975	2553	3314	4300
长期股权投资	3	3	3	3
固定资产	211	240	281	306
无形资产	64	61	58	56
非流动资产合计	412	446	489	520
资产合计	2387	3000	3803	4820
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	181	274	385	510
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	683	975	1346	1789
长期借款	168	178	188	198
其他长期负债	0	0	0	0
非流动负债合计	168	178	188	198
负债合计	851	1153	1534	1987
股本	72	130	130	130
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1536	1846	2268	2833
负债和股东权益合计	2387	3000	3803	4820

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入增长率	58.1%	42.3%	38.3%	34.1%
EBIT 增长率	92.4%	34.2%	25.9%	32.7%
净利润增长率	77.5%	34.8%	35.9%	33.8%
盈利能力				
毛利率	47.0%	45.5%	43.5%	43.2%
净利润率	24.6%	23.3%	22.9%	22.9%
总资产收益率 ROA	9.6%	10.4%	11.1%	11.7%
净资产收益率 ROE	15.0%	16.8%	18.6%	19.9%
偿债能力				
流动比率	2.9	2.6	2.5	2.4
速动比率	2.5	2.2	2.0	2.0
现金比率	1.3	1.1	1.0	1.0
资产负债率	0.4	0.4	0.4	0.4
经营效率				
应收账款周转天数	220.9	254.3	235.9	237.0
存货周转天数	183.0	198.7	196.3	192.7
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6
每股指标 (元)				
每股收益	3.2	2.4	3.2	4.3
每股净资产	21.3	14.2	17.4	21.8
每股经营现金流	(0.1)	2.3	2.9	3.1
每股股利	0.5	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	12.9	17.3	12.7	9.5
PB	1.9	2.9	2.4	1.9
EV/EBITDA	14.4	10.2	7.6	5.3
股息收益率	1.2%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	230	310	422	565
折旧和摊销	49	64	40	45
营运资金变动	(288)	(88)	(104)	(221)
经营活动现金流	(6)	297	371	402
资本开支	70	56	65	56
投资	(23)	0	0	0
投资活动现金流	(82)	(56)	(65)	(57)
股权募资	697	0	0	0
债务募资	42	10	10	10
筹资活动现金流	707	(1)	(2)	(2)
现金净流量	619	240	304	342

插图目录

图 1: 公司业务结构	3
图 2: 股权结构	4
图 3: 近 5 年华中区域业务占比显著下降	4
图 4: 2017 年华中区域业务占比 82.99%	4
图 5: 河南省高速公路投资增速显著提升	5
图 6: 河南省高速公路投资占比显著提升	5
图 7: 公司海外布局稳步推进	5
图 8: 2017 年海外业务占比显著提升	6
图 9: 海外业绩高速增长	6
图 10: 全国各省建筑业就业人员工资水平情况 (元/年)	7
图 11: 公司期间费用率 13.45%, 低于行业平均 1%	7
图 12: 公司管理费用率 10.69%, 低于行业平均 0.07%	7
图 13: 公司销售费用率 2.08%, 低于行业平均 1%	7
图 14: 公司财务费用率 0.67%, 高于行业平均 0.11%	7
图 15: 公司拟收购中赞国际不低于 67% 的股权	8
图 16: 近年业绩维持高增	9
图 17: 归母净利润维持高增	9
图 18: 公司费用率管控较好	9
图 19: 业务扩张较快, 借款增多, 利息支出上升显著	9
图 20: 盈利能力持续改善	9
图 21: 回款不断改善	9
图 22: 资产负债率显著下降	9
图 23: 资产负债率处于可比公司中较低水平 (2017 年)	9

表格目录

表 1: 2017 年公司业务进一步向市政、轨交、民建领域扩展	3
表 2: 河南省交通基建规划	4
表 3: 17 年公司人工成本处于行业内较低水平, 毛利率处于行业内较高水平	6

分析师和研究助理简介

杨林，化学工程与技术硕士，中国注册会计师，化工行业首席分析师，周期组组长，曾任职普华永道会计师事务所、国都证券，太平洋证券研究院化工行业组长，第一作者在国际著名学术SCI期刊发表论文2篇。

王介超，冶金工程硕士，高级工程师，一级建造师，咨询师（投资）。中国中冶工作近8年，主编钢铁行业国标GB/T 18916.31，拥有多项专利（发明专利1项），先后担任技术负责人，室主任，项目经理，并参与执行海外一带一路工程项目，有较为丰富的钢铁行业经验以及国内外项目管理经验。2017年5月加入民生证券从事钢铁、建筑、建材方向的研究工作。

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指数涨跌幅为基准。	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		
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指数涨跌幅为基准。	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。