

苏交科 (300284.SZ) 建筑施工行业

评级: 增持 维持评级

业绩点评

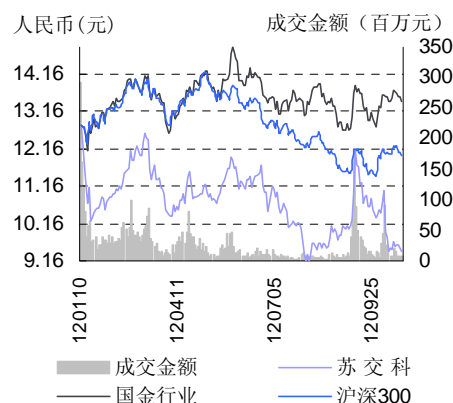
市价(人民币): 9.40元

苏交科 2012 三季度报业绩点评

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	60.00
总市值(百万元)	22.56
年内股价最高最低(元)	13.06/9.16
沪深 300 指数	2291.24



公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.527	0.549	0.608	0.775	1.020
每股净资产(元)	2.40	5.45	5.93	6.58	7.47
每股经营性现金流(元)	0.19	-0.02	1.36	0.61	0.76
市盈率(倍)	N/A	N/A	15.46	12.12	9.22
行业优化市盈率(倍)	40.83	34.11	34.11	34.11	34.11
净利润增长率(%)	16.98%	38.88%	10.71%	27.53%	31.54%
净资产收益率(%)	22.01%	10.07%	10.25%	11.79%	13.66%
总股本(百万股)	180.00	240.00	240.00	240.00	240.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 10月26日, 苏交科发布3季度业绩公告: 报告期内, 公司实现营业收入7.57亿元, 相比上年同期下降16.47%; 实现归属于上市公司股东净利润0.95亿元, 相比上年同期下降4.56%。按期末股本摊薄后每股收益为0.40元。

报告期经营概况

- **业务结构变动致使收入增速放缓:** 1、公司实现营业收入7.57亿元, 相比上年同期下降16.47%; 实现归属于上市公司股东净利润0.95亿元, 相比上年同期下降4.56%。2、工程承包业务收入快速下降致使公司营业收入增速快速下滑, 其主营的工程咨询业务依然增长8.43%。3、2011年中报以及三季报税率变动也是造成报告期内净利润较大波动的一个重要原因。
- **毛利率、净利率提升, 资产减值损失增加:** 1、业务结构变化, 公司毛利率相比上年同期增长近6个百分点, 受此影响, 公司净利率小幅上涨1.69个百分点。2、公司期间费用率相比上年同期上涨1.18个百分点, 由于应收账款增加、资产减值损失占销售收入比例相比上年同期上升1.66个百分点。

关注公司早周期订单以及回款情况

- 前三季度, 我国经济下行以及政府财政收入下降对于基础设施的设计与施工造成一定影响, 行业整体订单增速有所放缓, 随着政府稳增长政策的逐步推进, 发改委审批的项目经历一定的筹备期, 某一时点订单必然会有所回升, 而作为优秀的基础设施设计企业, 必将最先受益。
- 公司应收账款较多, 除了工程咨询业务以外, 很大一部分来自于工程承包项目, 较大型工程承包项目在去年已经基本结束, 逐步进入回款期, 根据合同约定, 每笔回款金额较大, 这对于资产减值具有较大影响, 值得关注。

孙鹏

联系人
(8621)60753921
sunp@gjzq.com.cn

贺国文

分析师 SAC 执业编号: S1130512040001
(8621)61038234
hegw@gjzq.com.cn

投资建议

- “稳定性”和“前周期”特点是我们前期对其主要观点，我们认为其出众的科研实力加上先发优势助推公司稳定发展，而其所从事的咨询业务，处在基建投资前端，未来如若基建回暖，公司必将第一批受益。
- 报告期内，公司订单周期、回款周期都有所放缓，一定程度上影响了公司的周转，从近期情况来看，公司订单增速已经开始逐步好转，利于公司后续持续增长。
- 针对周转放缓的情况，我们下调公司盈利预测，预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.61、0.78、1.02 元，分别对应 15、12、9 倍估值水平，维持“增持”评级。

风险提示

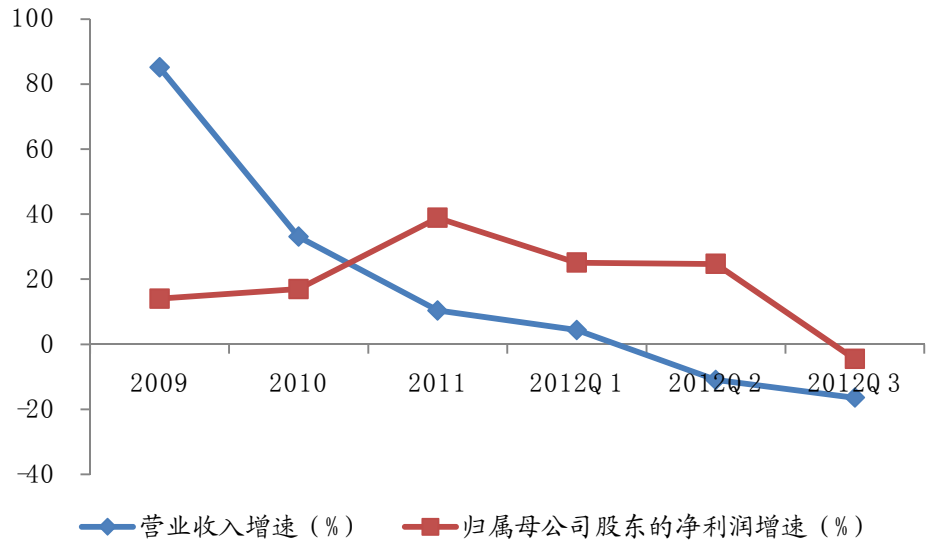
- 公路投资增速低于预期
- 回款风险

报告期经营概况

业务结构变动致使收入增速放缓

- 报告期内，公司实现营业收入 7.57 亿元，相比上年同期下降 16.47%；实现归属于上市公司股东净利润 0.95 亿元，相比上年同期下降 4.56%。
- 报告期内，工程承包业务收入快速下降致使公司营业收入增速快速下滑，其主营的工程咨询业务依然增长 8.43%。2011 年中报以及三季报税率变动也是造成报告期内净利润较大波动的一个重要原因。

图表1: 公司收入、净利润增速有所下滑

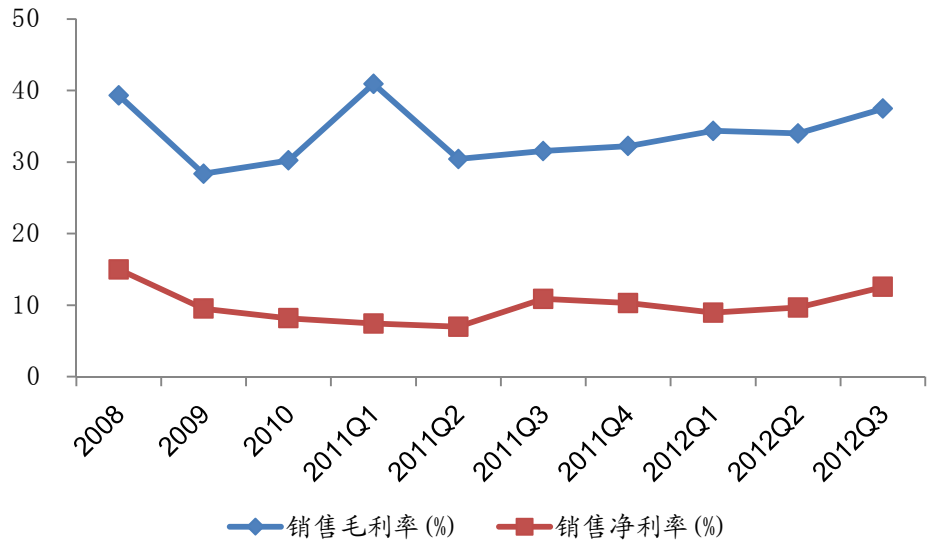


来源：公司公告 国金证券研究所

毛利率、净利率提升，资产减值损失增加

- 报告期内，由于业务结构变化，公司毛利率相比上年同期增长近 6 个百分点，受此影响，公司净利率小幅上涨 1.69 个百分点。
- 报告期内，公司期间费用率相比上年同期上涨 1.18 个百分点，由于应收账款增加、资产减值损失占销售收入比例相比上年同期上升 1.66 个百分点。

图表2: 公司毛利率、净利率

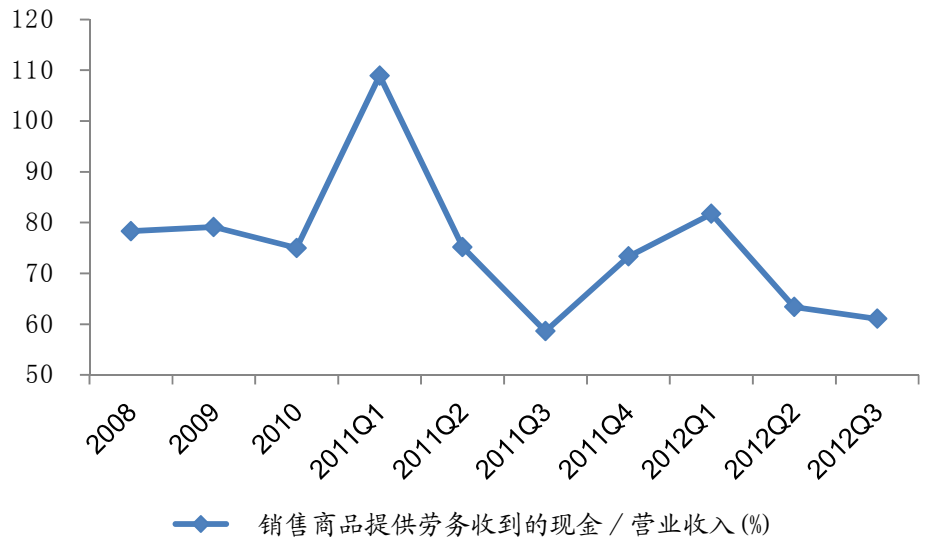


来源: 公司公告 国金证券研究所

公司应收账款持续增长, 收现比同比上升

- 报告期内, 公司应收账款持续增长, 单季度增加速度有所放缓, 受此影响公司收现比指标同比上升, 经营性现金流净值也逐步好转。

图表3: 公司首先比指标同比上升



来源: 公司公告 国金证券研究所

关注公司早周期订单以及回款情况

- 前三季度, 我国经济下行以及政府财政收入下降对于基础设施的设计与施工造成一定影响, 行业整体订单增速有所放缓, 随着政府稳增长政策的逐步推进, 发改委审批的项目经历一定的筹备期, 某一时点订单必然会有所回升, 而作为优秀的基础设施设计企业, 必将最先受益。
- 公司应收账款较多, 除了工程咨询业务以外, 很大一部分来自于工程承包项目, 较大型工程承包项目在去年已经基本结束, 逐步进入回款期, 根据合同约定, 每笔回款金额较大, 这对于资产减值具有较大影响, 值得关注。

投资建议

- “稳定性”和“前周期”特点是我们前期对其主要观点，我们认为其出众的科研实力加上先发优势助推公司稳定发展，而其所从事的咨询业务，处在基建投资前端，未来如若基建回暖，公司必将第一批受益。
- 报告期内，公司订单周期、回款周期都有所放缓，一定程度上影响了公司的周转，从近期情况来看，公司订单增速已经开始逐步好转，利于公司后续持续增长。
- 针对周转放缓的情况，我们下调公司盈利预测，预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.61、0.78、1.02 元，分别对应 15、12、9 倍估值水平，维持“增持”评级。

风险提示

- 公路投资增速低于预期
- 回款风险

图表4: 三张报表

损益表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	863	1,149	1,268	1,145	1,478	1,903
增长率		33.0%	10.4%	-9.7%	29.1%	28.7%
主营业务成本	-619	-802	-859	-729	-942	-1,213
% 销售收入	71.6%	69.8%	67.8%	63.6%	63.7%	63.7%
毛利	245	347	409	417	536	690
% 销售收入	28.4%	30.2%	32.2%	36.4%	36.3%	36.3%
营业税金及附加	-31	-41	-50	-52	-67	-86
% 销售收入	3.6%	3.5%	3.9%	4.5%	4.5%	4.5%
营业费用	-30	-41	-41	-39	-50	-65
% 销售收入	3.5%	3.5%	3.2%	3.4%	3.4%	3.4%
管理费用	-77	-91	-114	-117	-151	-194
% 销售收入	8.9%	7.9%	9.0%	10.2%	10.2%	10.2%
息税前利润 (EBIT)	107	175	204	209	269	346
% 销售收入	12.4%	15.2%	16.1%	18.3%	18.2%	18.2%
财务费用	-2	-11	-11	2	-1	-3
% 销售收入	0.2%	0.9%	0.8%	-0.2%	0.1%	0.2%
资产减值损失	-16	-46	-39	-40	-48	-52
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.6%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	90	118	155	171	219	290
营业利润率	10.5%	10.3%	12.2%	14.9%	14.8%	15.2%
营业外收支	0	8	2	3	3	3
税前利润	90	126	157	174	222	293
利润率	10.4%	11.0%	12.4%	15.2%	15.0%	15.4%
所得税	-8	-32	-26	-30	-38	-50
所得税率	8.8%	25.5%	16.6%	17.0%	17.0%	17.0%
净利润	82	94	131	144	185	243
少数股东损益	1	-1	-1	-2	-2	-2
归属于母公司的净:	81	95	132	146	186	245
净利率	9.4%	8.3%	10.4%	12.7%	12.6%	12.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	0	0	131	144	185	243
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	0	0	63	55	67	74
非经营收益	0	0	22	11	-3	-3
营运资金变动	0	0	-221	116	-102	-131
经营活动现金净流	0	0	-5	327	146	183
资本开支	-24	-29	-29	-47	-53	-41
投资	-18	-14	1	0	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-41	-43	-29	-47	-53	-41
股权募资	1	0	750	0	0	0
债权募资	134	107	270	-530	0	1
其他	-150	-90	-34	-14	-31	-31
筹资活动现金净流	-16	17	986	-544	-31	-30
现金净流量	-57	-25	952	-264	62	112

来源: 国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	177	187	1,142	878	940	1,052
应收款项	637	922	1,249	943	1,180	1,493
存货	4	6	7	5	7	9
其他流动资产	14	16	21	18	24	30
流动资产	832	1,130	2,419	1,844	2,151	2,584
% 总资产	82.1%	84.3%	91.1%	87.1%	87.4%	88.6%
长期投资	12	26	25	25	25	25
固定资产	131	149	154	193	224	241
% 总资产	13.0%	11.1%	5.8%	9.1%	9.1%	8.3%
无形资产	28	21	23	20	26	31
非流动资产	182	210	237	272	310	332
% 总资产	17.9%	15.7%	8.9%	12.9%	12.6%	11.4%
资产总计	1,014	1,341	2,656	2,116	2,460	2,916
短期借款	94	150	531	0	0	0
应付款项	325	446	551	432	558	719
其他流动负债	193	194	257	253	317	399
流动负债	611	790	1,338	685	875	1,118
长期贷款	60	107	0	0	0	1
其他长期负债	2	10	9	9	9	9
负债	674	907	1,347	694	884	1,128
普通股股东权益	336	431	1,309	1,423	1,578	1,792
少数股东权益	5	2	1	-1	-2	-4
负债股东权益合计	1,014	1,341	2,656	2,116	2,460	2,916

比率分析

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	0.451	0.527	0.549	0.608	0.775	1.020
每股净资产	1.867	2.395	5.453	5.930	6.575	7.465
每股经营现金净流	0.191	0.193	-0.021	1.362	0.609	0.764
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	24.14%	22.01%	10.07%	10.25%	11.79%	13.66%
总资产收益率	8.00%	7.08%	4.96%	6.90%	7.56%	8.39%
投入资本收益率	19.78%	18.84%	9.25%	12.22%	14.16%	16.03%
增长率						
主营业务收入增长率	85.10%	33.03%	10.39%	-9.68%	29.07%	28.73%
EBIT增长率	41.32%	63.14%	16.84%	2.50%	28.37%	28.57%
净利润增长率	14.02%	16.98%	38.88%	10.71%	27.53%	31.54%
总资产增长率	29.87%	32.17%	98.14%	-20.33%	16.26%	18.52%
资产管理能力						
应收账款周转天数	205.3	234.7	299.9	300.0	300.0	300.0
存货周转天数	4.0	2.2	2.7	2.7	2.7	2.7
应付账款周转天数	106.2	117.4	150.1	150.0	150.0	150.0
固定资产周转天数	55.5	47.2	44.4	56.1	48.3	40.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-6.94%	16.32%	-46.70%	-61.72%	-59.65%	-58.79%
EBIT利息保障倍数	67.3	16.0	19.1	-100.1	227.2	101.2
资产负债率	66.41%	67.67%	50.70%	32.78%	35.94%	38.68%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	1	4	6
增持	0	0	1	6	7
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	0	1.50	1.58	1.56

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2012-08-07	增持	9.64	11.20 ~ 12.60
2 2012-08-21	增持	10.10	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 增持：预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-20%；
- 中性：预期未来6-12个月内变动幅度在-5%-5%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在5%以下。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B