

苏交科 (300284)

证券研究报告

2017年04月18日

营收大幅增加，海外并购整合后利润有望回升

营业收入增加较快，PPP及“一带一路”沿线项目进展迅速

公司2016年实现营业收入42.01亿，同增63.95%，17年一季度营业收入10.36亿，同增112.52%，均为业绩增加与新并购子公司综合作用结果，16年剔除新并购子公司收入贡献，公司内生增长达到34.9%，PPP等项目落地带动业绩上升。公司PPP项目进展迅速，目前已有“贵阳市观山湖区小湾河环境综合整治工程PPP项目”等多个PPP工程开展实施建设。公司海外业务发展迅猛，充分利用“一带一路”政策，采取包括收购海外公司等方式助力企业“走出去”，目前公司已在巴基斯坦、印尼、阿尔及利亚等多个亚非国家有项目落地。

2016年度的毛利率为30.17%，与去年相比降低5.67个百分点，17年1季度为25.78%，比去年同期下降4.45个百分点，为公司期间较低毛利率EPC项目落地以及收购的海外公司毛利较低导致。

期间费用率有所增加，净利润稳步增长

16年与17年1季度期间费用率分别为16.08%和16.91%，比上年同期增加1.55、3.61个百分点，其中销售费用率为2.43%、2.87%，较去年下降0.61、0.21个百分点，主要因为公司业绩增加幅度高于相应销售费用增加；管理费用率12.75%、12.87%，较去年增加0.69、1.77个百分点，因并购及研发投入增加较多；财务费用率增加0.90%、1.16%，与去年同期相比增加1.47、2.05个百分点，因为收购需要大量资金贷款增加利息增加。期间内共分别实现归母净利润3.47亿、0.57亿元，同比增长22.08%、3.62%。16年并购的海外子公司EPTISA和TestAmerica因为人员及债务调整利润增速较低，海外并购带来7200万重组利得，预计未来这类费用未来将不会发生。

16年经营性现金流充足，收付现比均小幅上涨

收付现比分别为0.81、0.48，比去年增加5.97、13.14个百分点，付现比增加较多主要因为公司扩张人员薪资增加。综合起来，16年经营性现金流为7696.15万元，同比增长552.16%。

投资建议

公司主业经营充分利用PPP、“一带一路”等国家政策，大力发展省外及沿线国家项目，带动大批相关项目中标落成；16年定增预案已获发审委通过，增发价倒挂5%，若顺利发行可支持公司大项目资金需要，大股东参与彰显管理层对公司信心；海外收购落地，为公司完善环保产业链提供技术支持、海外扩张提供通道。综上，公司经营情况持续向好，我们预计2017-2019年EPS为0.78、0.97、1.27元/股。对应PE为24、20、15倍，首次覆盖，给予公司“增持”评级。

风险提示：并购对公司管理水平提出了更高的要求；PPP订单落地不及预期

投资评级

行业	建筑装饰/基础建设
6个月评级	增持（首次评级）
当前价格	19.15元
目标价格	21元

基本数据

A股总股本(百万股)	557.38
流通A股股本(百万股)	338.34
A股总市值(百万元)	10,673.82
流通A股市值(百万元)	6,479.18
每股净资产(元)	5.53
资产负债率(%)	61.78
一年内最高/最低(元)	28.18/17.51

作者

唐笑 分析师
SAC执业证书编号：S1110517030004
tangx@tfzq.com

股价走势



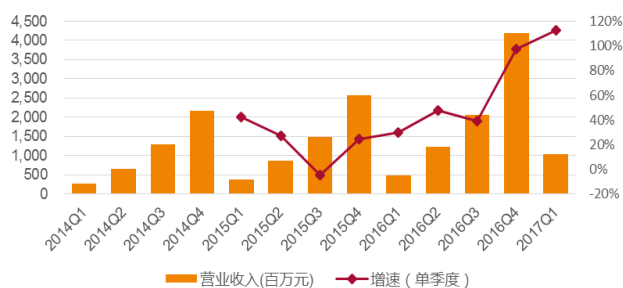
资料来源：贝格数据

相关报告

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,562.57	4,201.26	6,088.37	6,976.39	8,371.67
增长率(%)	18.48	63.95	44.92	14.59	20.00
EBITDA(百万元)	458.73	562.28	664.85	783.94	1,061.21
净利润(百万元)	310.63	379.21	437.22	541.46	708.96
增长率(%)	23.01	22.08	15.30	23.84	30.93
EPS(元/股)	0.56	0.68	0.78	0.97	1.27
市盈率(P/E)	34.39	28.17	24.41	19.71	15.06
市净率(P/B)	4.04	3.54	3.12	2.70	2.29
市销率(P/S)	4.17	2.54	1.75	1.53	1.27
EV/EBITDA	23.16	20.15	16.96	14.00	12.93

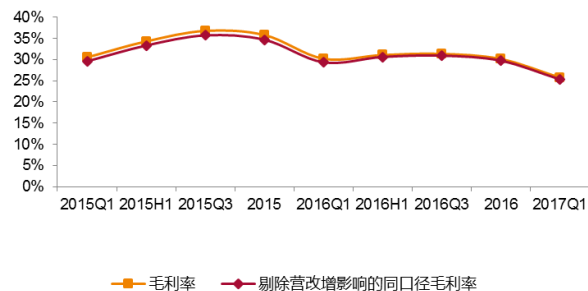
资料来源：wind，天风证券研究所

图 1: 14-17 年 1 季度营业收入及增速



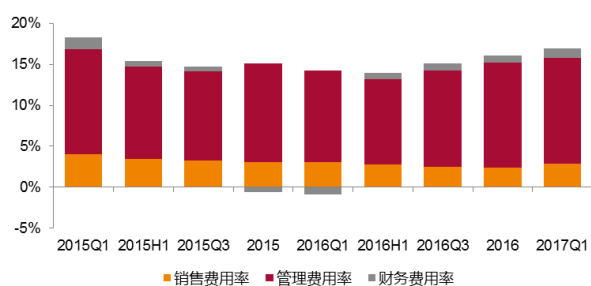
资料来源: 公司公告、天风证券研究所

图 2: 毛利率及剔除营改增后毛利率



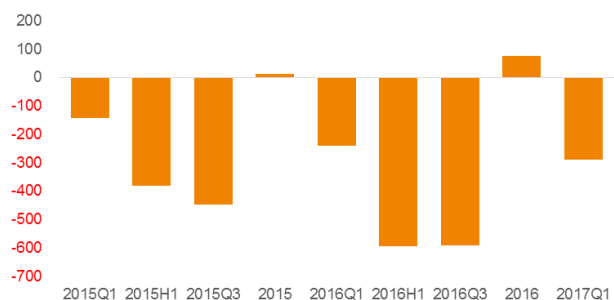
资料来源: 公司公告、天风证券研究所

图 3: 三项费用率



资料来源: 公司公告、天风证券研究所

图 4: 15-17 年 1 季度经营性现金流 (百万元)



资料来源: 公司公告、天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,142.12	1,090.45	913.26	1,046.46	1,255.75	营业收入	2,562.57	4,201.26	6,088.37	6,976.39	8,371.67
应收账款	2,603.17	3,930.44	6,552.65	6,622.19	10,582.90	营业成本	1,644.21	2,933.74	4,360.33	4,972.62	5,900.43
预付账款	26.21	56.88	54.95	68.73	86.33	营业税金及附加	28.51	16.72	24.23	27.77	33.32
存货	19.09	64.44	108.16	143.92	220.75	营业费用	77.92	102.20	148.11	169.71	203.65
其他	115.89	341.28	311.73	264.78	307.94	管理费用	308.96	535.61	748.87	851.12	1,021.34
流动资产合计	3,906.47	5,483.49	7,940.74	8,146.08	12,453.67	财务费用	(14.72)	37.64	40.41	44.08	73.02
长期股权投资	33.34	32.94	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	110.61	166.09	199.31	209.28	219.74
固定资产	326.36	750.62	141.25	239.45	373.64	公允价值变动收益	0.00	6.51	(4.34)	0.72	0.96
在建工程	102.37	225.74	28.05	47.63	61.34	投资净收益	2.45	0.77	0.77	0.77	0.77
无形资产	74.33	451.68	8.73	6.55	4.37	其他	(4.90)	(14.56)	7.14	(2.99)	(3.47)
其他	1,002.81	2,030.19	1,579.25	1,727.81	1,791.84	营业利润	409.53	416.53	563.55	703.32	921.90
非流动资产合计	1,539.21	3,491.16	1,757.28	2,021.44	2,231.18	营业外收入	21.43	95.24	20.00	20.00	20.00
资产总计	5,445.68	8,974.65	9,698.02	10,167.53	14,684.85	营业外支出	2.14	13.54	13.54	13.54	13.54
短期借款	424.00	1,077.74	992.96	1,033.10	3,399.62	利润总额	428.82	498.24	570.01	709.78	928.36
应付账款	1,058.36	1,770.18	2,199.26	2,074.55	2,647.04	所得税	89.38	84.22	96.36	119.98	156.93
其他	983.89	1,516.14	1,454.00	1,497.26	1,676.33	净利润	339.44	414.01	473.65	589.80	771.43
流动负债合计	2,466.25	4,364.05	4,646.22	4,604.91	7,722.99	少数股东损益	28.81	34.81	36.43	48.34	62.47
长期借款	0.00	848.49	1,115.07	978.86	1,558.43	归属于母公司净利润	310.63	379.21	437.22	541.46	708.96
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.56	0.68	0.78	0.97	1.27
其他	171.78	518.47	259.27	316.50	364.75						
非流动负债合计	171.78	1,366.96	1,374.34	1,295.36	1,923.18						
负债合计	2,638.03	5,731.01	6,020.56	5,900.27	9,646.17	主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	164.46	224.24	260.67	309.01	371.48	成长能力					
股本	554.51	557.38	557.38	557.38	557.38	营业收入	18.48%	63.95%	44.92%	14.59%	20.00%
资本公积	1,074.74	1,095.80	1,095.80	1,095.80	1,095.80	营业利润	27.46%	1.71%	35.29%	24.80%	31.08%
留存收益	2,088.47	2,422.20	2,859.43	3,400.89	4,109.85	归属于母公司净利润	23.01%	22.08%	15.30%	23.84%	30.93%
其他	(1,074.53)	(1,055.98)	(1,095.80)	(1,095.80)	(1,095.80)	获利能力					
股东权益合计	2,807.65	3,243.64	3,677.48	4,267.28	5,038.70	毛利率	35.84%	30.17%	28.38%	28.72%	29.52%
负债和股东权益总	5,445.68	8,974.65	9,698.04	10,167.55	14,684.87	净利率	12.12%	9.03%	7.18%	7.76%	8.47%
						ROE	11.75%	12.56%	12.80%	13.68%	15.19%
						ROIC	29.51%	30.31%	18.23%	15.45%	19.42%
						偿债能力					
						资产负债率	48.44%	63.86%	62.08%	58.03%	65.69%
						净负债率	38.28%	32.89%	69.21%	68.87%	54.85%
						流动比率	1.58	1.26	1.71	1.77	1.61
						速动比率	1.58	1.24	1.69	1.74	1.58
						营运能力					
						应收账款周转率	1.06	1.29	1.16	1.06	0.97
						存货周转率	89.29	100.59	70.55	55.35	45.91
						总资产周转率	0.53	0.58	0.65	0.70	0.67
						每股指标(元)					
						每股收益	0.56	0.68	0.78	0.97	1.27
						每股经营现金流	0.02	0.14	-2.86	0.81	-4.34
						每股净资产	4.74	5.41	6.13	7.10	8.37
						估值比率					
						市盈率	34.39	28.17	24.41	19.71	15.06
						市净率	4.04	3.54	3.12	2.70	2.29
						EV/EBITDA	23.16	20.15	16.96	14.00	12.93
						EV/EBIT	26.91	24.94	18.67	14.68	13.79

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com