

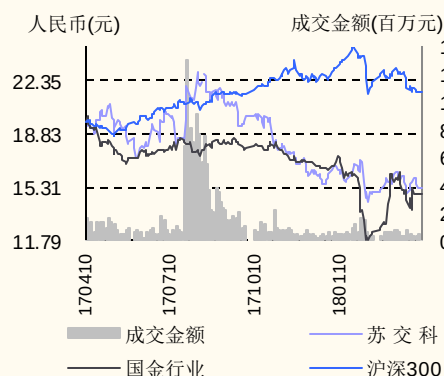
苏交科 (300284.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 16.11 元
目标价格 (人民币): 25.00-26.00 元

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股) 350.71
总市值(百万元) 9,315.09
年内股价最高最低(元) 22.88/14.40
沪深 300 指数 3927.17

**相关报告**

1. 《业绩稳健增长，订单充足市场广阔-苏交科公司点评》，2017.11.1
2. 《业绩稳步增长，内生外延动力十足-苏交科公司点评》，2017.10.16
3. 《再推事业合伙制完善激励，看好公司长期发展-苏交科公司点评》，2017.8.2
4. 《营收如期爆发，海外并购标的扭亏在即-苏交科公司点评》，2017.8.1
5. 《内外兼修保障高增，PPP/一带一路拓展边际-苏交科公司研...》，2017.4.26

内生强劲增长，海外业务边际改善**公司基本情况(人民币)**

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.680	0.802	1.021	1.260	1.520
每股净资产(元)	5.42	6.42	7.66	8.76	10.12
每股经营性现金流(元)	0.12	0.54	0.81	1.22	1.41
市盈率(倍)	30.57	20.37	14.96	12.13	10.05
行业优化市盈率(倍)	14.29	14.29	14.29	14.29	14.29
净利润增长率(%)	22.08%	22.32%	27.29%	23.36%	20.70%
净资产收益率(%)	12.56%	12.50%	13.34%	14.39%	15.03%
总股本(百万股)	557.38	578.22	578.22	578.22	578.22

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司 2017 年营收/归母净利润同增 55.2%/22.3%，拟每 10 股转增 4 股派发红利 1.60 元 (含税)；公司预计 2018 年 Q1 业绩同增 15%-35%。

经营分析

- **内生强劲增长，海外业务料边际大幅改善。**1) 公司 2017 年实现营收/净利润 65.2/4.6 亿元，分别同增 55.2%/22.3%，其中国内/国外营收增速分别为 22%/204%，根据我们测算公司 2017 年内生营收增速约 17%，内生净利润增速高达 48% (详情见正文)，内生高速增长原因系公司 2017 年国内毛利率高达 36% (较上年同期提升 6pct) 和公司国内业务期间费用率有所下降所致；2) 公司海外业务 TA/EPTISA 净利润分别为 933/-2175 万元，海外业务毛利率从 2016 年的 17% 下降至 16%，拖累公司整体毛利率下降约 1pct，海外业务总体仍处于亏损状态但我们判断相较于 2016 年有较大改善；3) 2017 年公司核心的设计业务分别为 30 亿元同增 58%，我们预测公司 2017 年设计订单有望高增 50%，2018 年设计业务持续高增可期。
- **经营现金流大幅改善，经营质量稳中有升。**1) 2017 年公司经营活动产生的现金流净额为 3.2 亿元，同增 317.6%，主要系收现比提升 5pct 至 86% 所致，我们判断和海外业务现金流量较好有关；2) 公司 2017 年资产负债率为 63.53% 和 2016 年几乎持平，业绩高增长对公司杠杆率影响较小；3) 公司业务增长及合并范围增加后使得应收账款/资产减值损失同增 34%/31.5%，应收账款同比增速低于营收增速，且 2017 年 1-2 年应收账款占比超 84%，较 2016 年不到 82% 的占比有所提升，应收账款质量稳中有升；4) 公司外延并购累计产生商誉约 8.9 亿元，累计商誉减值约 0.33 亿元，商誉减值占比仅 3.7% 显示公司并购标的处于良好发展态势；5) 公司 2017 年货币资金 13.4 亿同增 23%，拟发行 8.43 亿元可转债，业务发展具足够资金。

投资建议

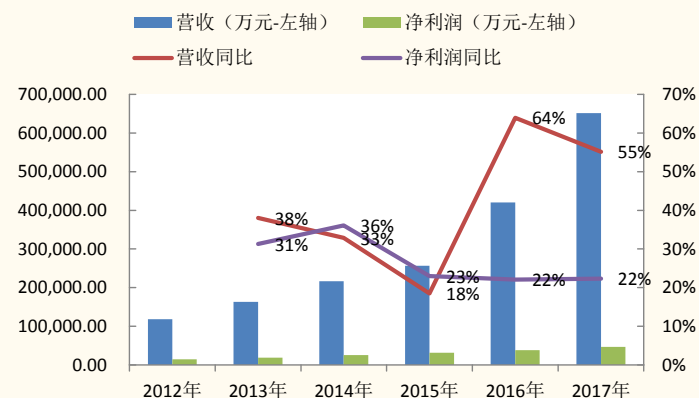
- 考虑公司事业伙伴计划催生内生动力，外延战略促集中度提升且环保业务料持续改善，我们上调盈利预测，预计公司 2018/19 年 EPS 为 1.02/1.26 元 (原 0.95/1.2 元)，维持 25.2 元目标价位，对应 18/19 年 PE 估值 25/20。

风险提示

- 政策风险、投资并购整合风险、回款风险、汇率风险。

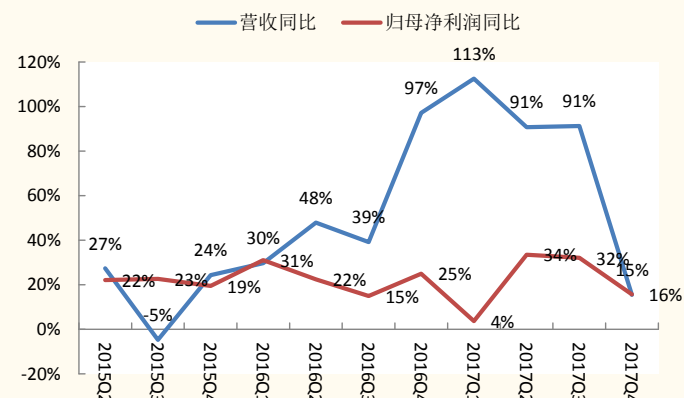
黄俊伟 分析师 SAC 执业编号: S1130517050001
(8621)60230241
huangjunwei@gjzq.com.cn

图表 1：2017 年业绩持续稳增长达 24%



来源：wind，国金证券研究所

图表 2：2017 年 Q1-Q4 单季度营收同比增速下滑



来源：wind，国金证券研究所

图表 3：公司 2016-2017 年持续进行外延式并购

2016 年外延并购	股权取得时点	股权取得成本 (万元)	股权取得比例	购买日至 2016 年年底被购买方的收入 (万元)	购买日至 2016 年年底被购买方的净利润 (万元)
中山市水利水电勘测设计咨询有限公司	2016.11.30	13614	70.00%	2614	662
EPTISA	2016.08.31	17983	99.49%	25077	3607
TA	2016.09.24	17246	100.00%	46856	2576
2017 年外延并购					
石家庄市政设计研究院有限责任公司	2017.08.31	8504	100.00%	3297	745
广州建粤路桥检测技术有限公司	2017.12.28	2,800	100.00%	0	0
中山市水利水电勘测设计咨询有限公司	-	-	70.00%-	14868	2,939
EPTISA	-	-	99.49%	77000	-2175
TA	-	-	100.00%	154000	933

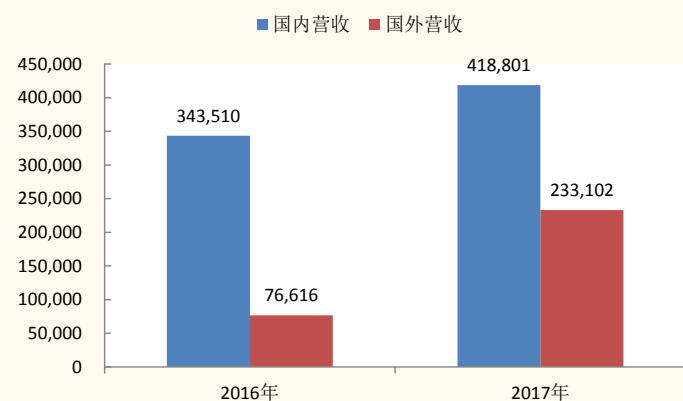
来源：公司公告，国金证券研究所，

图表 4：公司 2017 年内生营收增长 17% 单内生净利润增长近 50%

	2016	2017	同比增速
营收 (万元)	420126	651903	55%
归母净利 (万元)	37921	46386	22%
扣除外延后营收 (万元)	345580	402738	17%
扣除外延后净利 (万元)	31293	46183	48%

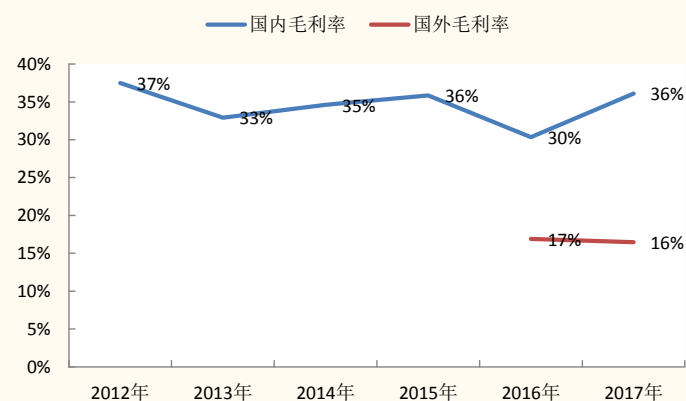
来源：公司公告，国金证券研究所（注：扣除外延营收为总营收减去各并购公司营收所得，扣除外延后净利为总归母净利润减去（并购标的净利润*公司持有并购公司股权比例）所得，此外扣除外延后净利润考虑了公司计提的事业伙伴基金 3000 万），

图表 5：公司国内营收增速较低而海外营收快速增长



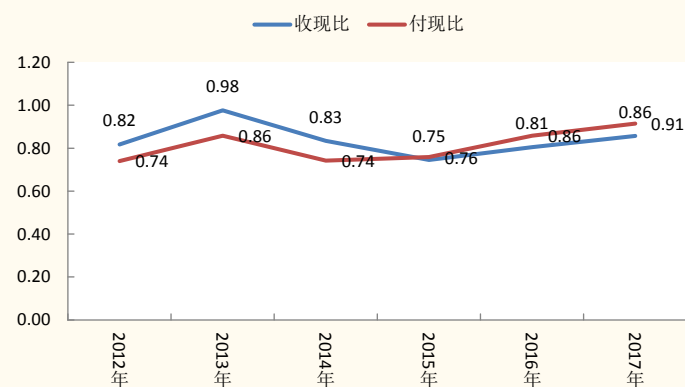
来源：wind，国金证券研究所

图表 6：公司 2017 年国内毛利率同比大幅提升 6pct



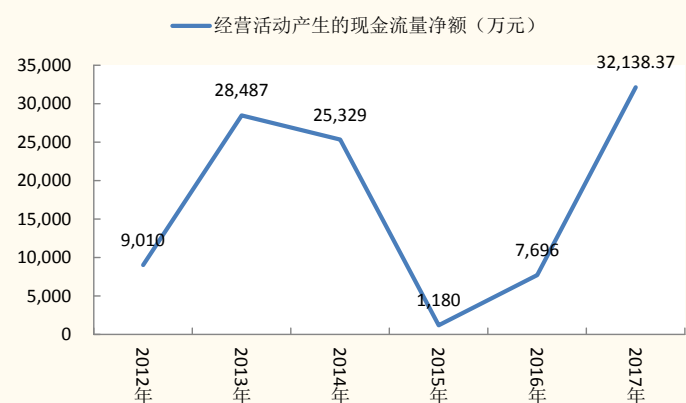
来源：wind，国金证券研究所

图表 7：2017 年公司收付现比均有所提升



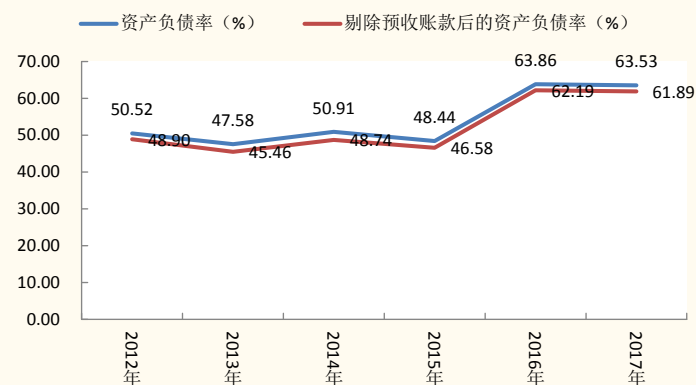
来源：wind，国金证券研究所（注：考虑公司成本主要为员工工资，付现比计算中考虑支付给职工的工资现金流出）

图表 8：2017 年经营性现金流量同比大幅增长



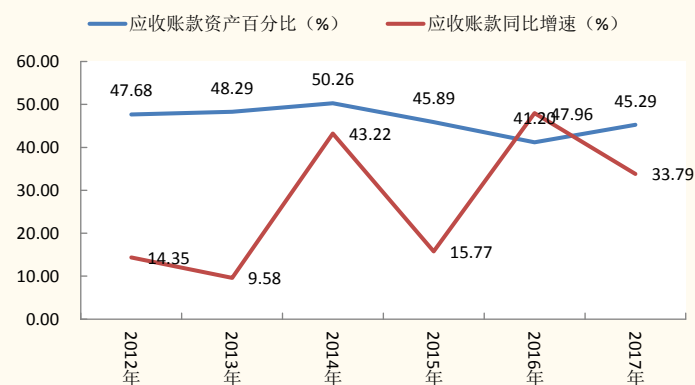
来源：wind，国金证券研究所

图表 9：公司 2017 年资产负债率保持稳定



来源：wind，国金证券研究所

图表 10：2017 年应收账款同比增速低于营收增长速度



来源：wind，国金证券研究所

图表 11：公司 2017 年 1-2 年应收账款占比提升

	应收账款（万元）	坏账准备（万元）	计提比例	应收账款余额（万元）
1 年以内小计	346384	14360	4.15%	332025
1 至 2 年	94581	9724	10.28%	84856
2 至 3 年	54999	10856	19.74%	44143
3 年以上	82021	48350	58.95%	33671
3 至 4 年	35884	11746	32.73%	24137
4 至 5 年	18938	9683	51.13%	9255
5 年以上	27199	26920	98.97%	279
合计	577985	83290		494696
2017 年 1-2 年应收账款占比				84.27%
2016 年 1-2 年应收账款占比				81.67%

来源：公司年报，国金证券研究所

图表 12：公司近年来外延并购产生商誉约 8.9 亿元

商誉账面原值				单位：万元			
被投资单位名称或形成商誉的事项	期初余额	企业合并形成的	被合并方合并前商誉	本期增加 外币报表折算 差额	本期减少 处置	其他	期末余额
常州市交通规划设计院有限公司	696	0	0	0	0	0	696
江苏苏科建设项目管理有限公司	613	0	0	0	0	0	613
北京剑平瑞华环保技术有限公司	110	0	0	0	0	0	110
江苏省建设工程设计有限公司	456	0	0	0	0	0	456
常熟市交通规划设计院有限公司	576	0	0	0	0	0	576
苏交科华东（浙江）工程设计有限公司	3046	0	0	0	0	0	3046
苏交科集团（甘肃）交通规划设计有限公司	1230	0	0	0	0	0	1230
苏交科集团（江苏）安全科学研究院有限公司	216	0	0	0	0	0	216
江苏交科交通设计研究院有限公司	11938	0	0	0	0	0	11938
厦门市市政工程设计院有限公司	5325	0	0	0	0	0	5325
英诺伟霆（北京）环保技术有限公司	668	0	0	0	0	0	668
北京中铁瑞威基础工程有限公司	196	0	0	0	0	0	196
苏交科集团（南京）城市规划设计研究有限公司	1615	0	0	0	0	0	1615
中山市水利水电勘测设计咨询有限公司	8063	0	0	0	0	0	8063
TA	36104	520	0	-2112	0	0	34512
Eptisa Servicios de Ingenieria, S.L.	14937	0	0	489	0	0	15425
石家庄市政设计研究院有限责任公司	0	3181	0	0	0	0	3181
广州建粤路桥检测技术有限公司	0	1110	0	0	0	0	1110
合计	85789	4810	0	-1623	0	0	88976

来源：公司年报，国金证券研究所

图表 13：公司 2017 年商誉减值准备约 3315 万元，商誉减值比例很小

商誉减值准备							单位：万元
被投资单位名称或形成商誉的事项	期初余额	企业合并形成的	被合并方合并前商誉	本期增加 外币报表折算差额	本期减少 处置 其他	期末余额	
常州市交通规划设计有限公司	696	0	0	0	0 0	696	
江苏苏科建设项目管理有限公司	613	0	0	0	0 0	613	
北京剑平瑞华环保技术有限公司	110	0	0	0	0 0	110	
常熟市交通规划设计院有限公司	576	0	0	0	0 0	576	
英诺伟霆（北京）环保技术有限公司	0	668	0	0	0 0	668	
江苏省建设工程设计有限公司	0	456	0	0	0 0	456	
北京中铁瑞威基础工程有限公司	0	196	0	0	0 0	196	
合计	1995	1320	0	0	0 0	3315	

来源：公司年报，国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	2,563	4,201	6,519	8,475	10,593	13,242
增长率		63.9%	55.2%	30.0%	25.0%	25.0%
主营业务成本	-1,644	-2,934	-4,623	-6,017	-7,574	-9,534
%销售收入	64.2%	69.8%	70.9%	71.0%	71.5%	72.0%
毛利	918	1,268	1,896	2,458	3,019	3,708
%销售收入	35.8%	30.2%	29.1%	29.0%	28.5%	28.0%
营业税金及附加	-29	-17	-20	-34	-42	-53
%销售收入	1.1%	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-78	-102	-149	-191	-222	-278
%销售收入	3.0%	2.4%	2.3%	2.3%	2.1%	2.1%
管理费用	-309	-536	-843	-1,102	-1,398	-1,788
%销售收入	12.1%	12.7%	12.9%	13.0%	13.2%	13.5%
息税前利润 (EBIT)	503	613	885	1,131	1,356	1,589
%销售收入	19.6%	14.6%	13.6%	13.4%	12.8%	12.0%
财务费用	15	-38	-89	-115	-137	-156
%销售收入	-0.6%	0.9%	1.4%	1.4%	1.3%	1.2%
资产减值损失	-111	-166	-218	-252	-290	-324
公允价值变动收益	0	7	-7	0	0	0
投资收益	2	1	1	2	2	2
%税前利润	0.6%	0.2%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%
营业利润	410	417	621	766	932	1,111
营业利润率	16.0%	9.9%	9.5%	9.0%	8.8%	8.4%
营业外收支	19	82	5	15	15	15
税前利润	429	498	625	781	947	1,126
利润率	16.7%	11.9%	9.6%	9.2%	8.9%	8.5%
所得税	-89	-84	-118	-141	-169	-197
所得税率	20.8%	16.9%	18.8%	18.0%	17.8%	17.5%
净利润	339	414	507	640	778	929
少数股东损益	29	35	44	50	50	50
归属于母公司的净利润	311	379	464	590	728	879
净利率	12.1%	9.0%	7.1%	7.0%	6.9%	6.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	339	414	507	640	778	929
少数股东损益	29	35	44	50	50	50
非现金支出	175	274	372	442	536	626
非经营收益	8	91	89	103	132	154
营运资金变动	-517	-710	-657	-717	-739	-893
经营活动现金净流	4	69	311	469	707	816
资本开支	-126	-147	-212	-430	-487	-389
投资	-57	-154	-418	-231	-330	-430
其他	7	-913	15	2	2	2
投资活动现金净流	-176	-1,214	-615	-659	-815	-817
股权募资	387	24	365	0	0	0
债权募资	184	1,228	435	196	465	380
其他	-129	-184	-253	-44	-257	-278
筹资活动现金净流	441	1,067	546	152	208	102
现金净流量	270	-78	242	-38	100	100

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,142	1,090	1,338	1,300	1,400	1,500
应收款项	2,622	3,936	5,195	6,256	7,593	9,303
存货	19	64	71	96	121	153
其他流动资产	123	392	406	512	558	617
流动资产	3,906	5,483	7,010	8,164	9,673	11,573
%总资产	71.7%	61.1%	64.2%	64.9%	65.9%	67.5%
长期投资	677	1,025	1,394	1,625	1,954	2,384
固定资产	429	976	963	1,108	1,300	1,339
%总资产	7.9%	10.9%	8.8%	8.8%	8.8%	7.8%
无形资产	338	1,304	1,334	1,444	1,509	1,572
非流动资产	1,539	3,491	3,914	4,414	5,015	5,562
%总资产	28.3%	38.9%	35.8%	35.1%	34.1%	32.5%
资产总计	5,446	8,975	10,924	12,578	14,688	17,135
短期借款	429	1,247	1,689	1,884	2,349	2,728
应付款项	1,248	2,165	2,785	3,194	3,807	4,525
其他流动负债	789	952	1,063	1,326	1,666	2,170
流动负债	2,466	4,364	5,536	6,404	7,822	9,423
长期贷款	0	848	846	846	846	847
其他长期负债	172	518	557	575	582	590
负债	2,638	5,731	6,940	7,826	9,250	10,860
普通股股东权益	2,643	3,019	3,709	4,427	5,063	5,850
少数股东权益	164	224	274	324	374	424
负债股东权益合计	5,446	8,975	10,924	12,578	14,688	17,135

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.560	0.680	0.802	1.021	1.260	1.520
每股净资产	4.767	5.417	6.415	7.657	8.757	10.117
每股经营现金净流	0.008	0.124	0.538	0.810	1.223	1.411
每股股利	0.120	0.140	0.160	0.160	0.160	0.160
回报率						
净资产收益率	11.75%	12.56%	12.50%	13.34%	14.39%	15.03%
总资产收益率	5.70%	4.23%	4.25%	4.69%	4.96%	5.13%
投入资本收益率	12.26%	9.52%	11.00%	12.40%	12.91%	13.31%
增长率						
主营业务收入增长率	18.48%	63.95%	55.17%	30.00%	25.00%	25.00%
EBIT增长率	34.04%	21.87%	44.30%	27.90%	19.85%	17.19%
净利润增长率	23.01%	22.08%	22.32%	27.29%	23.36%	20.70%
总资产增长率	26.79%	64.80%	21.72%	15.14%	16.78%	16.66%
资产管理能力						
应收账款周转天数	331.7	269.2	242.0	260.0	260.0	260.0
存货周转天数	6.4	5.2	5.3	6.5	6.5	6.5
应付账款周转天数	181.8	157.0	145.5	140.0	130.0	120.0
固定资产周转天数	46.5	65.2	53.4	46.9	43.8	35.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-25.40%	30.78%	30.04%	30.11%	33.02%	33.07%
EBIT利息保障倍数	-34.2	16.3	10.0	9.8	9.9	10.2
资产负债率	48.44%	63.86%	63.53%	62.22%	62.98%	63.38%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	2	3	15
增持	2	2	4	5	12
中性	0	0	0	2	2
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	2.00	1.67	1.90	1.55

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-04-26	买入	20.27	25.00~27.00
2	2017-08-01	买入	21.30	25.20~25.20
3	2017-08-02	买入	21.30	25.20~25.20
4	2017-10-16	买入	20.16	25.20~25.20
5	2017-11-01	买入	18.20	25.20~25.20

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



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
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%以上。

特别声明：

国金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专业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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者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。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH