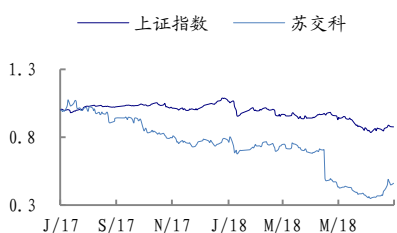


证券研究报告—动态报告
建筑工程
设计
苏交科(300284)
买入
2018年半年报业绩点评

(维持评级)

2018年07月31日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	809/526
总市值/流通(百万元)	6087/3951
上证综指/深圳成指	2814/9317
12个月最高/最低(元)	16.59/7.31

相关研究报告:

《国信证券-建筑与工程行业 3 月投资策略: 风劲帆满, 蓄势谋远》——2018-03-19

《国信证券-建筑工程行业年报&一季报总结: 业绩提速, 基本面持续向好, 重点关注低估值央企和国际工程》——2018-05-08

《苏交科(300284.SZ)深度: 设计咨询龙头, 国际国内双轮驱动, 深耕交通开拓环保》——2018-07-11

证券分析师: 周松

 电话: 021-60875163
 E-MAIL: zhousong@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码:
 S0980518030001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

财报点评

业绩稳健增长, 布局全国走向国际

事件: 公司公布 2018 年半年报。

业绩保持高增长, 环境和铁路领域显著突破: 公司 2018 年上半年完成营收 29.79 亿元, YOY+22.06%; 实现净利润 1.83 亿元, YOY+20.66%。公司主营业务工程咨询稳健增长, 完成营收 25.38 亿元, 同比增长 12.8%, 占比总营收比重为 85.2%; 工程承包业务在前期 EPC 订单的推动下, 完成营收 4.41 亿元, 同比大增 132.1%。公路业务、市政业务订单继续保持稳定增长, 环境业务、铁路业务订单实现了快速增长。

盈利能力平稳, 期间费用率有所提升: 公司 2018 年上半年综合毛利率为 27.75%, 同比提升 0.61pct; 净利率为 6.52%, 下降 0.17pct。净利率下滑的主要原因是期间费用率有所提升, 同比增长 0.35pct 至 16.35%。具体来看, 管理费用率提升 0.25pct 至 12.41%, 财务费用率提升 0.39pct 至 1.75%, 销售费用率下降 0.29pct 至 2.19%。公司应收账款有所增长, 同比增长 34.61%, 但整体风险可控, 且三年以内应收账款占比为 86%。流动比率和速动比率均大于 1.0, 偿债能力良好。

Q2 收入提速: 公司去年 Q3、Q4 和今年 Q1、Q2 分别完成营收 16.18 亿、24.61 亿、11.49 亿、18.3 亿, 分别同比增长 91.2%、15.5%、10.9%、30.3%; 实现净利润 1.53 亿、1.59 亿、0.71 亿、1.12 亿, 分别同比增长 32.1%、15.7%、25.5% 和 17.8%。公司国外两家子公司去年 Q1 全面并表, 去年高增长主要来自并表, 但今年继续保持高增长主要是内生业务的带动, 且 Q2 有提速迹象。

国际排名再攀新高, 国外子公司有序整合: 公司排名“全球工程设计公司 150 强”第 42 位, 提升 33 位, 排名“国际工程设计公司 225 强”第 45 位, 同比提升 48 位, 为年度排名上升最快的中国企业。充分利用子公司 Eptisa 的技术优势, 助力葛洲坝完成对巴西圣诺伦索供水公司 100% 股权收购, 并赢得了巴拿马 Martano 电站项目的业主工程师和项目管理服务。设立环境科学研究院, 全面推动“TestAmerica”技术在中国落地, 加快国内环保市场布局。

盈利预测与投资建议: 预计公司 18-20 年 EPS 为 0.73/0.92/1.18 元, 对应 PE 分别为 13.4/10.6/8.3 倍。维持“买入”评级。

风险提示: 应收账款坏账, 商誉减值, 交通投资增速放缓等。

盈利预测和财务指标

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	4,201	6,519	7,429	8,477	9,731
(+/-%)	63.9%	55.2%	14.0%	14.1%	14.8%
净利润(百万元)	379	464	588.05	746.19	953.89
(+/-%)	22.1%	22.3%	26.8%	26.9%	27.8%
摊薄每股收益(元)	0.47	0.57	0.73	0.92	1.18
EBIT Margin	14.6%	13.6%	13.7%	14.5%	15.4%
净资产收益率(ROE)	12.6%	12.5%	14.5%	16.7%	19.0%
市盈率 PE	20.8	17.2	13.4	10.6	8.3
EV/EBITDA	13.8	12.5	12.8	11.0	9.6
市净率(PB)	2.53	2.14	1.96	1.78	1.58

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

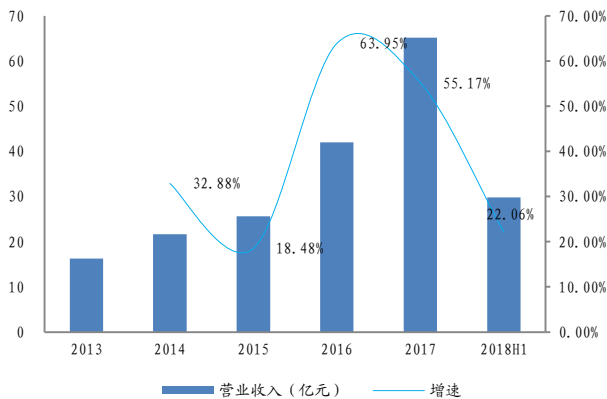
业绩优异，内生外延全面发展

营收跨越式增长，净利润平稳向上

2017年，公司完成营业收入65.19亿元，同比增长55.17%，近三年CAGR达到44.44%；实现归母净利润4.64亿元，同比增长22.32%，近三年CAGR达到22.40%。

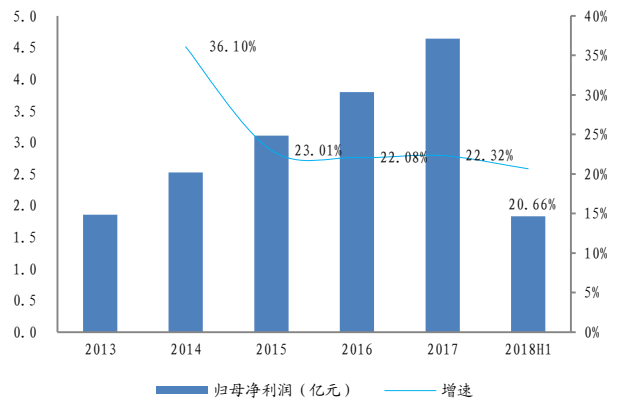
2018年上半年完成营业收入29.79亿元，同比增长22.06%；实现归母净利润1.83亿元，同比增长22.06%。业绩持续保持高增长。

图 1：公司营收实现高增长，2018H1 同比增长 22.06%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

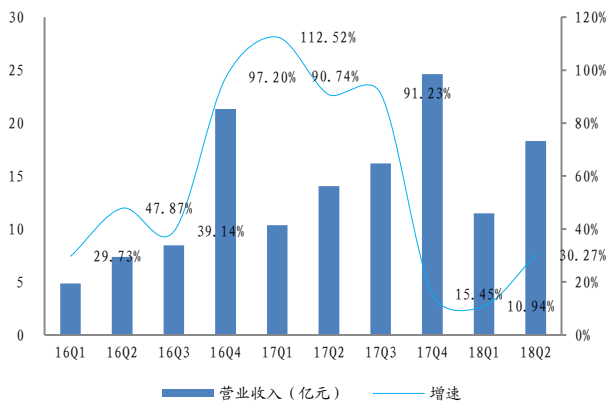
图 2：公司净利润近几年增长较快，2018Q1 增长 20.66%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

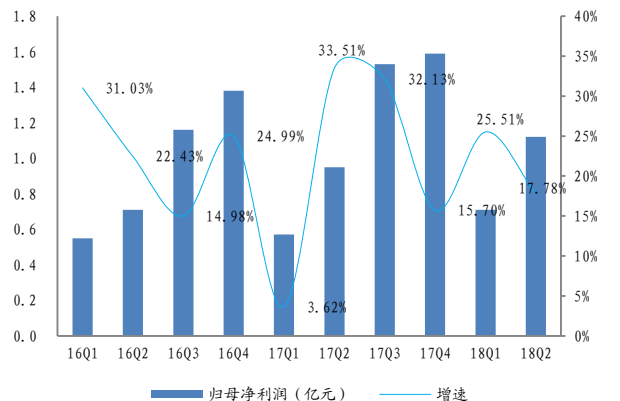
分季度来看，2017年是公司两家国外子公司全面并表的第一年，当年的各季度的营收和净利率都保持较快增长。进入2018年，公司业绩没有受到去年高基数的影响，一季度营收同比增长10.94%，净利润同比增长25.51%；二季度营收提速，同比增长30.27%，净利润同比增长17.78%。

图 3：公司近几年各季度营收情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 4：公司近几年各季度净利润情况



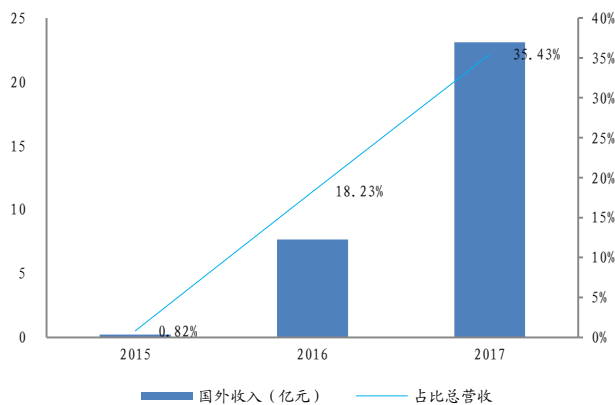
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

内生增长稳健，外延扩张创增量

公司在 2016 年先后并购了西班牙“EPTISA”公司和美国“TestAmerica”公司，两家子公司的并表为公司营收创造了显著的增量，因此，公司 2016-2017 的营收高增长，很大一部分是并表带来的。2017 年公司海外营业收入 23.10 亿元，占比当年营收的 35.43%。

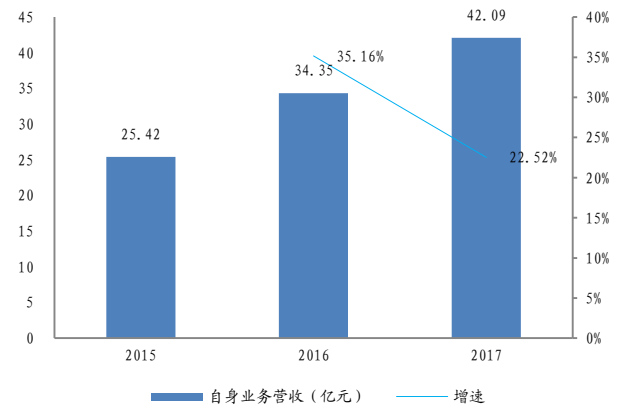
除去海外并表的增量，公司自身业务也取得了较快的增长。2017 年扣除海外营收后，公司自身业务实现营收 42.09 亿元，同比增长 22.52%。此外，国外子公司近两年均没有贡献利润（利润之和为负值），公司利润的快速增长是自身业务带来的。

图 5：公司国外营收在子公司并表后取得快速增长



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 6：公司扣除国外业务后的自身业务也取得较快增长



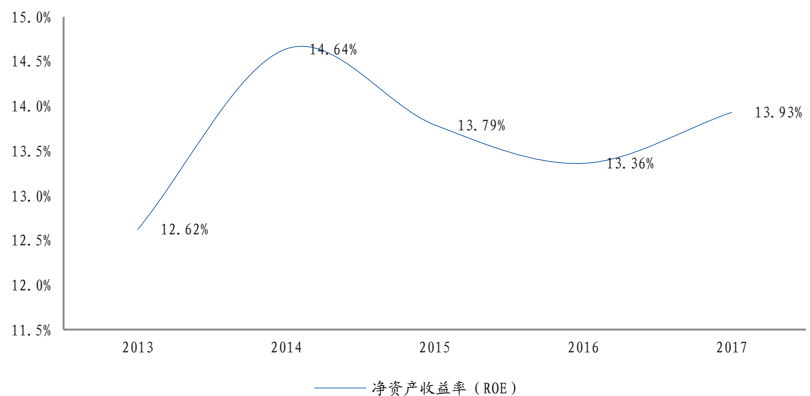
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

财务指标良好，基本面稳健

盈利能力稳健，费用率有所提升

公司在业务取得快速增长的同时，盈利能力稳中有增，净资产收益率持续提高，2017 年为 13.93%，同比提升 0.57pct。

图 7：公司净资产收益率稳中有增，2017 年为 13.93%

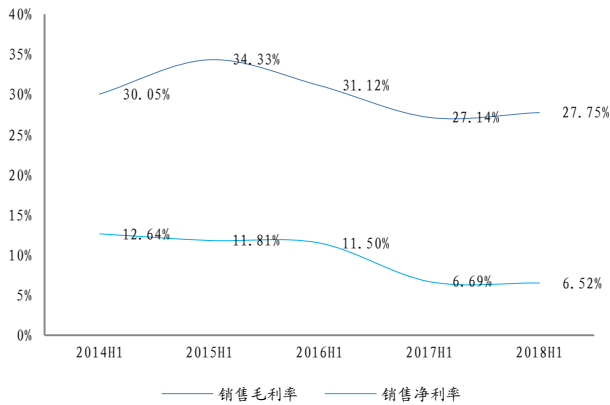


资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

从毛利率和净利率水平的情况来看，公司毛利率同比提升 0.61pct 至 27.75%，净利率同比下滑 0.17pct 至 6.52%。造成毛利率和净利率趋势不同的主要原因是期间费用率有所增长，同比提升 0.35pct 至 16.35%。

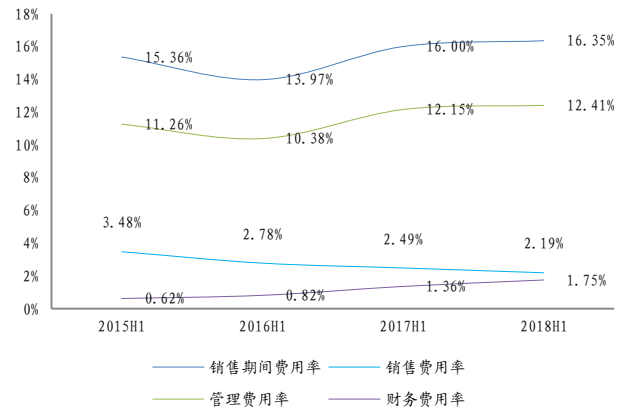
具体来看，管理费用率受业务规模增长同比提升 0.26pct 至 12.41%，财务费用率受利息费用增长同比提升 0.39pct 至 1.75%，而销售费用率有所下降，同比降低 0.30pct 至 2.19%。

图 8：公司近几年同期毛利率和净利率情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 9：公司近几年同期费用率指标情况

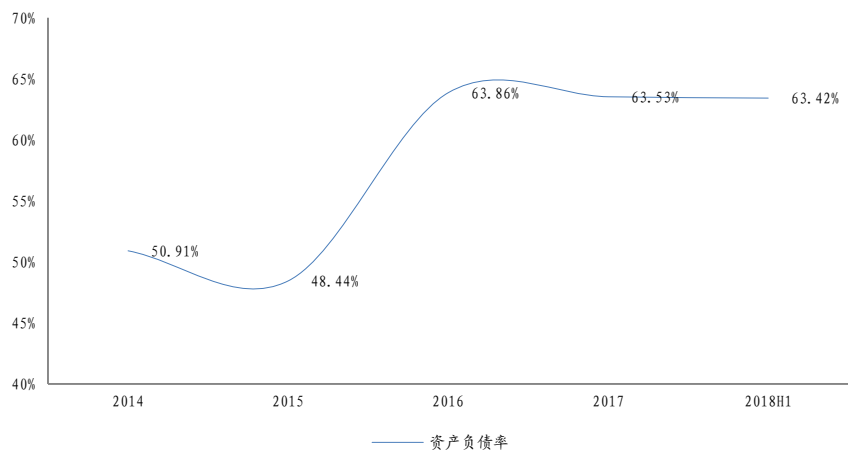


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

资产负债率趋于平稳，偿债能力良好

2016 年，受公司大举并购两个海外公司的影响，当年资产负债率明显提升。不过进入 2017 年有趋稳迹象，截止 2018 年上半年，公司资产负债率为 63.42%，比 2017 年微降 0.11pct。

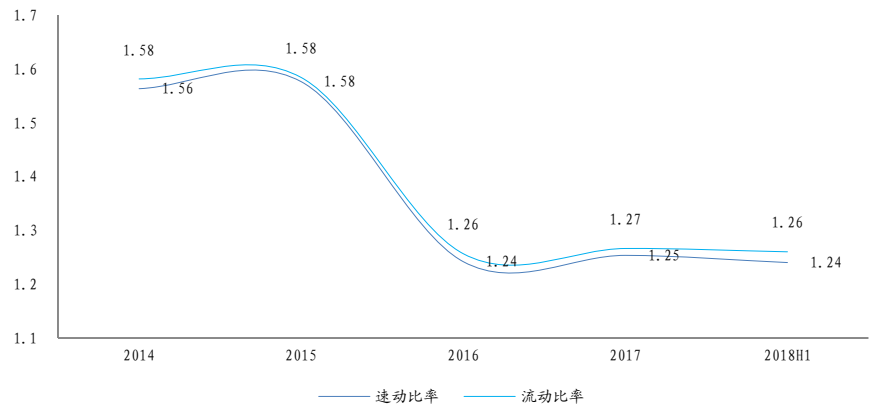
图 10：公司近几年资产负债率情况



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

从偿债能力来看，公司近两年的流动比率和速动比率均趋于稳定，且均大于 1，保持在较高水平，流动性充裕，偿债能力强。截止 2018 年上半年，公司流动比率为 1.26 倍，速动比率为 1.24 倍。

图 11: 公司近几年速动比率和流动比率情况

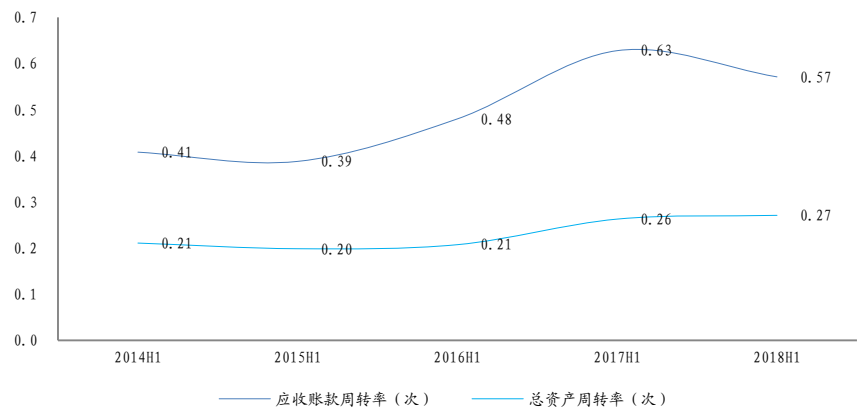


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

运营能力良好, 应收账款风险可控

近几年, 公司运营能力较为良好, 总资产周转率有所提升, 但应收账款周转率受应收账款回收影响, 有所下降。2018 年上半年, 公司总资产周转率为 0.27 次, 同比提升 3.85%; 应收账款周转率为 0.57 次, 同比下降 9.52%。

图 12: 公司总资产周转率有所提升, 应收账款周转率有所下降

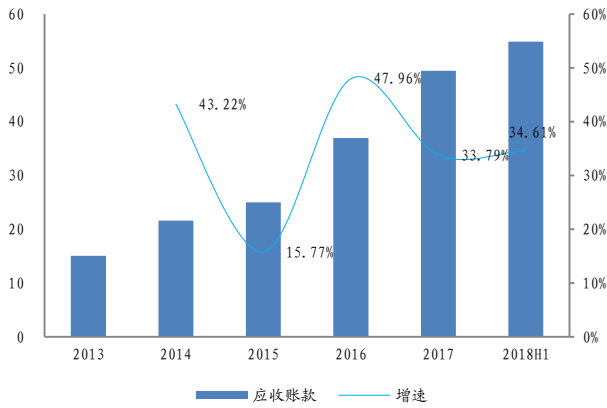


资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

随着业务的快速增长, 公司应收账款保持了较快增长。截止 2018 年上半年, 公司应收账款 (扣除掉计提坏账部分) 为 54.85 亿元, 同比增加 14.10 亿元, 同比增长 34.61%。

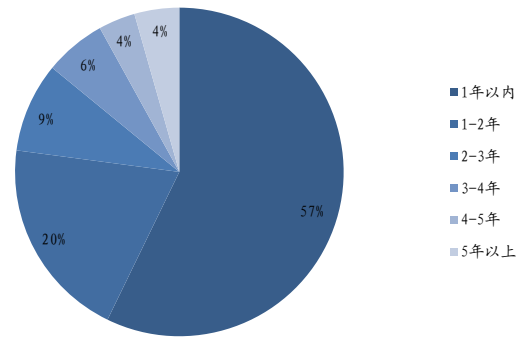
虽然公司应收账款较多, 但公司应收账款的质量较好。一方面, 公司的主要客户为地方政府部门及其下属的基础设施投资管理公司, 资信良好, 发生大额坏账的可能性较小; 另一方面, 公司的应收账款主要以 3 年以内的居多, 占比达到 86%, 风险相对较小, 且公司对不同年限的应收账款计提坏账较为充分, 其中 2017 年合计计提了 1.9 亿, 超过当年归母净利润的 40%。

图 13: 公司近几年应收账款情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 14: 公司应收账款账龄结构



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	1338	1190	1190	1190	营业收入	6519	7429	8477	9731
应收款项	5195	7531	8593	9864	营业成本	4623	5272	5973	6810
存货净额	71	86	98	111	营业税金及附加	20	22	25	29
其他流动资产	123	128	146	168	销售费用	149	170	191	209
流动资产合计	7010	9218	10310	11617	管理费用	843	947	1056	1185
固定资产	963	917	862	792	财务费用	89	96	99	84
无形资产及其他	432	415	398	380	投资收益	1	2	2	2
投资性房地产	2486	2486	2486	2486	资产减值及公允价值变动	(225)	(165)	(165)	(165)
长期股权投资	32	22	13	3	其他收入	48	0	0	0
资产总计	10924	13059	14069	15279	营业利润	621	757	970	1250
短期借款及交易性金融负债	1689	2003	1707	1348	营业外净收支	5	35	35	35
应付款项	2097	2401	2721	3105	利润总额	625	792	1006	1285
其他流动负债	1751	2740	3098	3524	所得税费用	118	149	189	242
流动负债合计	5536	7143	7526	7977	少数股东损益	44	55	70	90
长期借款及应付债券	846	846	846	846	归属于母公司净利润	464	588	746	954
其他长期负债	557	714	871	1027					
长期负债合计	1404	1560	1717	1874	现金流量表 (百万元)				
负债合计	6940	8704	9243	9851	净利润	464	588	746	954
少数股东权益	274	306	347	398	资产减值准备	52	(15)	(20)	(19)
股东权益	3709	4049	4479	5029	折旧摊销	153	142	155	169
负债和股东权益总计	10924	13059	14069	15279	公允价值变动损失	225	165	165	165
					财务费用	89	96	99	84
关键财务与估值指标					营运资本变动	(934)	(921)	(277)	(358)
每股收益	0.57	0.73	0.92	1.18	其它	(27)	47	61	70
每股红利	0.24	0.31	0.39	0.50	经营活动现金流	(67)	5	830	981
每股净资产	4.58	5.00	5.53	6.21	资本开支	59	(228)	(228)	(228)
ROIC	13%	13%	14%	17%	其它投资现金流	20	0	0	0
ROE	13%	15%	17%	19%	投资活动现金流	80	(218)	(218)	(218)
毛利率	29%	29%	30%	30%	权益性融资	365	0	0	0
EBIT Margin	14%	14%	15%	15%	负债净变化	(2)	0	0	0
EBITDA Margin	16%	16%	16%	17%	支付股利、利息	(196)	(249)	(316)	(404)
收入增长	55%	14%	14%	15%	其它融资现金流	267	314	(296)	(359)
净利润增长率	22%	27%	27%	28%	融资活动现金流	234	65	(611)	(763)
资产负债率	66%	69%	68%	67%	现金净变动	248	(148)	0	0
息率	3.2%	4.1%	5.2%	6.6%	货币资金的期初余额	1090	1338	1190	1190
P/E	17.2	13.4	10.6	8.3	货币资金的期末余额	1338	1190	1190	1190
P/B	2.1	2.0	1.8	1.6	企业自由现金流	(4)	(182)	651	798
EV/EBITDA	12.5	12.8	11.0	9.6	权益自由现金流	261	54	275	371

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032