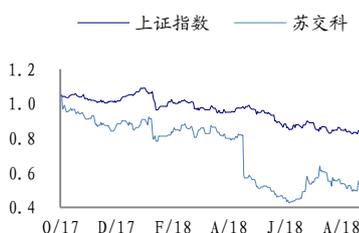


**证券研究报告—动态报告**
**建筑工程**
**设计咨询**
**苏交科(300284)**
**买入**
**2018 年三季度点评**

(维持评级)

2018 年 11 月 1 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)	810/521
总市值/流通(百万元)	6921/4451
上证综指/深圳成指	2542/7322
12 个月最高/最低(元)	13.43/7.31

**相关研究报告:**

《国信证券-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

《国信证券-苏交科(300284.SZ)点评:业绩预告符合预期,股权激励落地助力长远发展》——2018-07-17

《国信证券-深度!为什么看好工程设计咨询龙头?》——2018-07-30

《国信证券-苏交科(300284.SZ)中报点评:业绩稳健增长,布局全国走向国际》——2018-07-31

《国信证券-建筑行业 10 月投资策略:政策强化估值修复,重点推荐补短板受益央企及设计咨询龙头》——2018-10-12

**证券分析师: 周松**

电话: 021-60875163  
 E-MAIL: zhou song@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**

# 国内受益于补短板, 国际聚焦一带一路

**● 业绩稳健, 现金流持续流出**

公司 2018 年前三季度完成营收 47.01 亿元, 同比增长 15.83%, 在基建投资大环境不及预期的条件下继续保持较快增长; 实现净利润 3.66 亿元, 同比增长 20.16%。经营活动现金流净流出 9.17 亿元, 其中第三季度继续流出 2.63 亿元, 主要是业务规模扩大, 现金流支出加大以及应收账款增多, 根据公司往年“年底集中回款”的特点, 我们预计公司现金流在 Q4 有望改善。

**● 盈利能力平稳, 期间费用率有所提升**

公司 2018 年前三季度净资产收益率为 9.50%, 与去年同期基本持平; 毛利率为 28.94%, 提升 1.41pct, 我们判断主要是公司设计类业务占比提升; 净利率为 8.13%, 下降 0.07pct; 经营效率略有下降, 期间费用率上升 1.65pct 至 16.16%, 其中管理费用率(含研发费)提升 0.94pct 至 12.17%, 财务费用率提升 0.86pct 至 1.84%, 销售费用率下降 0.16pct 至 2.15%。杠杆率趋于平稳, 资产负债率为 63.31%。

**● Q3 营收增速放缓, 净利润继续保持较快增长**

公司去年 Q4 和今年 Q1、Q2、Q3 分别完成营收 24.6 亿、11.5 亿、18.3 亿、17.2 亿, 分别增长 15.5%、10.9%、30.3%、6.4%; 实现净利润 1.59 亿、0.71 亿、1.12 亿、1.83 亿, 分别增长 15.7%、25.5%、17.8%和 19.7%。公司 Q3 营收增速放缓, 我们判断主要是受美国子公司剥离等的影响, 净利润继续保持较快增长。

**● 剥离 TestAmerica, 增资 Eptisa 聚焦一带一路**

公司拟以 1.75 亿美元的价格, 将美国子公司 TestAmerica 100%股权转让给 Eurofins 公司, 预计给公司带来一定的投资收益, 公司此举主要是基于全球环境的变化, 主动调整海外业务战略。同时, 公司将进一步聚焦“一带一路”沿线市场, 并将西班牙子公司 Eptisa 2200 万欧元的债权, 通过债转股方式转变为对 EPTISA 的投资款, 提升对该子公司的控制权。

**盈利预测与投资建议:** 预计公司 18/19/20 年 EPS 为 0.69/0.88/1.10, 对应 PE 为 12.4/9.7/7.8 倍, 给予“买入”评级。

**风险提示:** 应收账款坏账, 基建投资放缓, 海外业务风险加剧等。

**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	560.23	712.48	890.37
(+/-%)	22.1%	22.3%	20.8%	27.2%	25.0%
摊薄每股收益(元)	0.47	0.57	0.69	0.88	1.10
EBIT Margin	14.6%	13.6%	13.7%	14.2%	14.7%
净资产收益率(ROE)	12.6%	12.5%	13.9%	16.0%	18.0%
市盈率 PE	18.3	14.9	12.4	9.7	7.8
EV/EBITDA	17.5	13.4	13.0	11.8	10.7
市净率(PB)	2.29	1.87	1.72	1.56	1.40

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

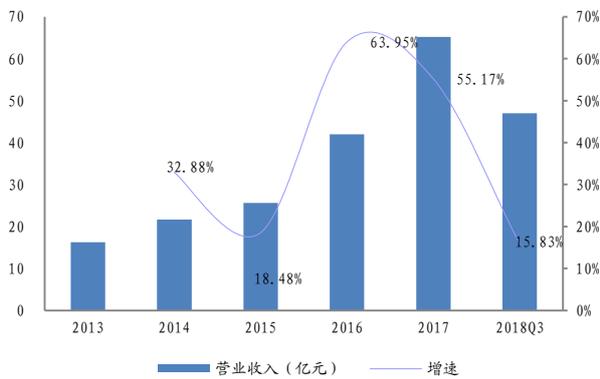
### Q3 业绩增速放缓，现金流持续流出

#### 营收保持较快增长，净利润增长稳健

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%。

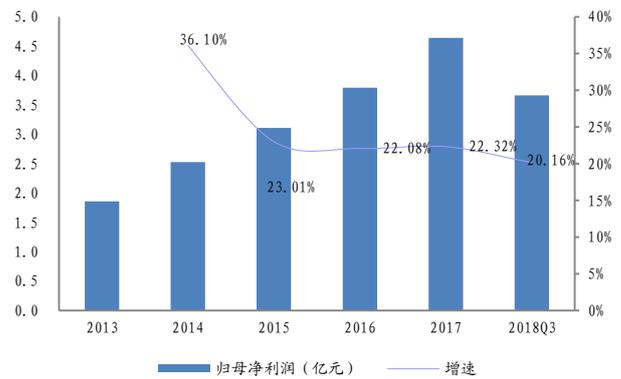
2018 前三季度完成营业收入 47.01 亿元，同比增长 15.83%，继续保持较快增长；实现归母净利润 3.66 亿元，同比增长 20.16%。

图 1：公司营收持续保持较快增长，2018Q3 增长 15.83%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 2：公司净利润保持稳健增长，2018Q3 增长 20.16%

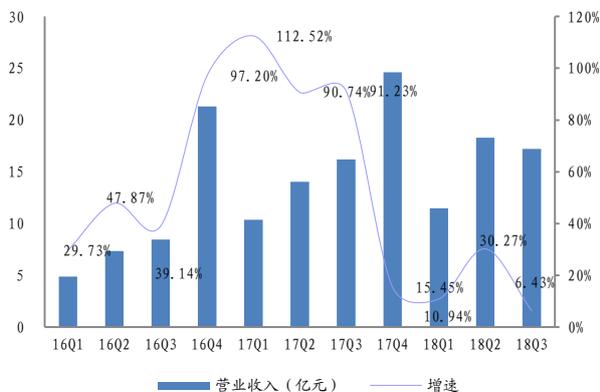


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

#### Q3 营收增速放缓，净利润继续保持较快增长

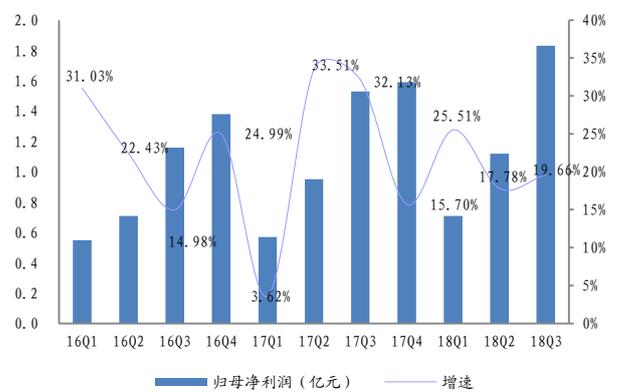
分季度来看，公司去年 Q4 和今年 Q1、Q2、Q3 分别完成营收 24.6 亿、11.5 亿、18.3 亿、17.2 亿，分别增长 15.5%、10.9%、30.3%、6.4%；实现净利润 1.59 亿、0.71 亿、1.12 亿、1.83 亿，分别增长 15.7%、25.5%、17.8%和 19.7%。公司 Q3 营收增速放缓，我们判断主要是受美国子公司 TestAmerica 剥离影响，净利润继续保持较快增长。

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

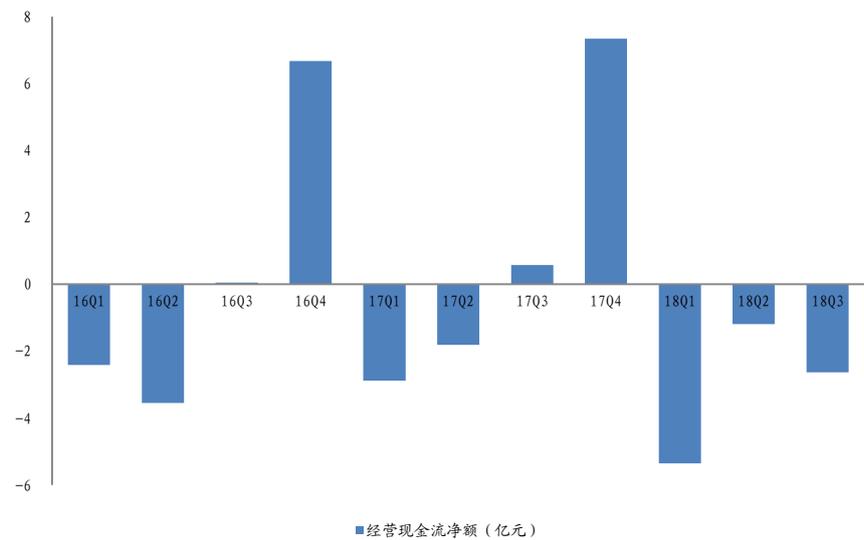


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

### 现金流持续流出，Q4 有望放缓

公司经营现金流呈现出明显的季节性特征，即每年前三个季度现金流整体都会净流出，但在第四季度会集中回款，最终实现正的经营现金流。2018 年前三季度，公司经营现金流净流出 9.17 亿元，其中 Q3 继续流出 2.63 亿元。我们预计公司在今年四季度也有望加速回款，现金流流出净额会缩小。

图 5: 公司近三年各季度经营现金流情况



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

### 盈利能力稳健，基本面良好

#### 盈利能力平稳，期间费用率有所提升

公司在业务取得较快增长的同时，盈利能力稳中向上，2017 年净资产收益率为 13.93%，同比提升 0.57pct。2018 年前三季度保持平稳，为 9.50%，基本与去年同期持平。

图 6: 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

从毛利率和净利率的情况来看，公司毛利率企稳回升，我们判断主要是公司业务结构优化，设计类业务占比提升。2018 年前三季度为 28.94%，同比提升 1.41pct；净利率为 8.13%，同比下降 0.07pct。

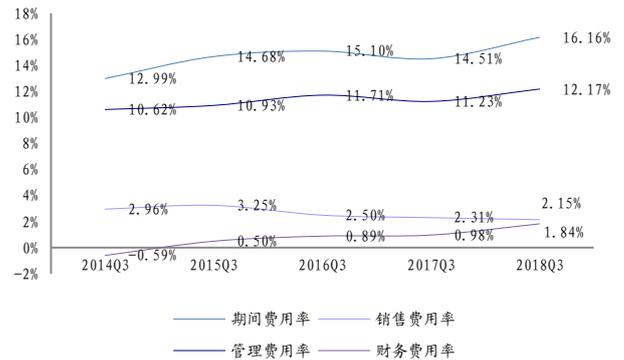
公司经营效率略有下降，期间费用率提升 1.65pct 至 16.16%；其中管理费用率（含研发费）提升 0.94pct 至 12.17%，财务费用率提升 0.86pct 至 1.84%，销售费用率下降 0.16pct 至 2.15%。

图 7：公司近几年同期毛利率和净利率水平



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 8：公司近几年同期费用率情况

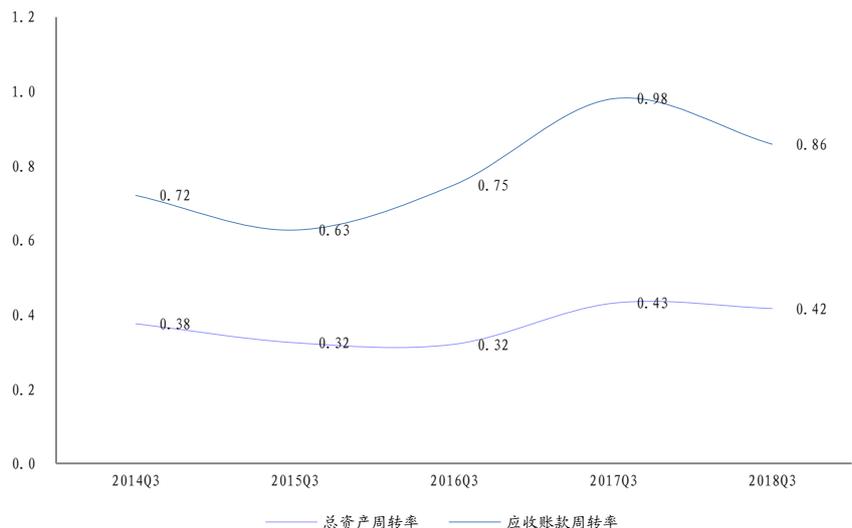


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

### 运营能力略有下降，资产负债率趋于平稳

近几年，公司运营能力较为稳健，总资产周转率、应收账款周转率稳中有升。2018 年前三季度，公司总资产周转率为 0.86 次，同比下降 12.24%；应收账款周转率为 0.42 次，与去年同期基本持平。

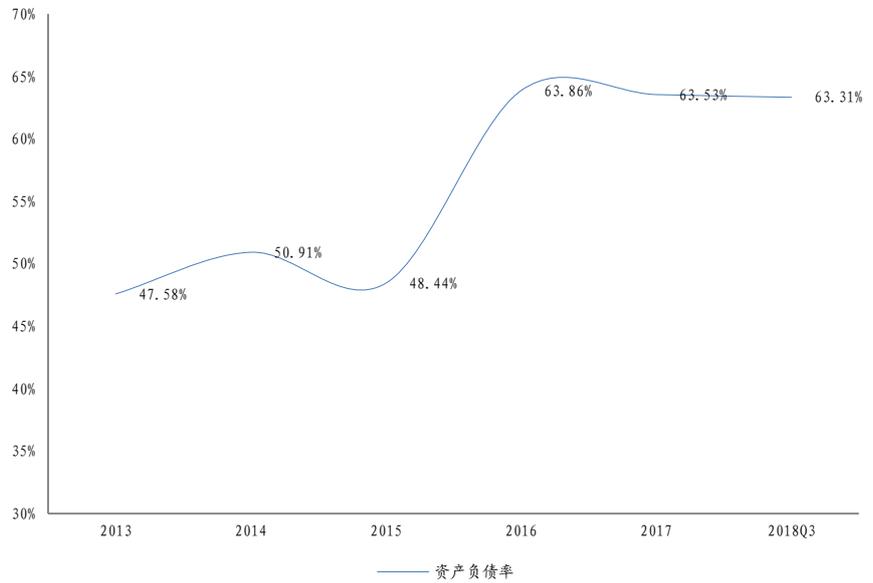
图 9：公司总资产周转率等运营指标稳中有升



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

公司资产负债率在 2016 年达到高点后，近两年稳中有降。2017 年资产负债率为 63.53%，同比下降 0.33pct。2018 年前三季度继续下降至 63.31%，比 2017 年下降 0.22pct。

图 10: 公司资产负债率有所提升



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

### 剥离 TestAmerica 转移风险，增资 Eptisa 聚焦“一带一路”

#### 国际形势巨变，公司主动调整战略转让美国子公司

因全球环境发生变化，公司经审慎决策后拟决定对海外业务进行战略调整，拟转让 TestAmerica 100% 股权。转让价格为 1.75 亿美元，转让对象为巴黎证券交易所上市公司 Eurofins Scientific 的子公司。综合考虑公司的收购成本及增资成本，本次转让预计给公司带来一定的收益。

本次股权转让预计能够给公司带来一定收益，对公司的业绩将产生一定的积极影响，并且将潜在的风险提前转出，有利于公司长期的健康发展。

表 1: 公司收购及转让 TestAmerica 公司的相关情况

时间	事项	金额
2016 年 9 月	购买 TestAmerica 子公司 100% 股权	支付约 15361 万美元
2017 年 8 月	以债转股方式增资 TestAmerica 子公司	以 5000 万美元债权增资
2018 年 10 月	转让 TestAmerica 子公司 100% 股权	亿 1.75 亿美元的价格

资料来源: wind, 国信证券经济研究所分析预测

### 聚焦“一带一路”沿线市场，增资 Eptisa 子公司

为优化子公司 Eptisa 子公司的资产负债结构，增强其业务承接能力和资本实力，加速公司“一带一路”战略布局，公司拟将应收子公司 EPTISA 的 2200 万欧元债权通过债转股方式转变为对 Eptisa 的投资款，本次增资完成后，公司子公司苏交科国际对 Eptisa 合计持股比例将由 93.98% 变更为 98.38%。

近年来，Eptisa 项目承揽和生产速度大于回款进度，导致资产负债率偏高，营运资金出现短缺。本次增资可改善 Eptisa 资产结构，补充公司经营快速发展中的营运资金需求，提升自身融资能力，提升其业务承接能力。

同时，公司拟以 Eptisa 为载体全面整合国内外优势资源，加速开拓包括“一带一路”在内的国际市场，为中国对外工程承包工程商提供各类咨询、技术支持、项目投资咨询等咨询服务。

**图 11: Eptisa 业务分布在欧美、非洲、亚洲和中东，遍布“一带一路”沿线**



资料来源：Eptisa 官网，国信证券经济研究所整理

## 盈利预测与投资建议

公司业务增长迅速，基本面稳健，内生外延多领域全面发展。且所处的设计咨询行业景气度较高，下游交通运输和环保等行业发展空间大，在行业整合的大趋势下，公司有望凭借上市的先发优势以及丰富的经验进一步巩固龙头地位。我们将公司各业务进行分拆，具体每项的预测如下。

### 核心假设：

(1) 公司勘察设计业务在外省和国外市场的推动下，保持较快增长，毛利率维持在较高水平；

(2) 环境咨询业务在国内市场开拓，国外稳定，保持稳健增长；

(3) 综合检测、项目管理及其他业务均保持平稳发展，毛利率水平趋于稳定；

**表 2：公司业务收入拆分（亿元）**

收入预测	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>勘察设计</b>					
收入	19.04	29.99	34.79	41.05	49.26
增长率	44.68%	57.51%	16.00%	18.00%	20.00%
毛利率	41.75%	38.24%	38.24%	38.30%	38.30%
<b>环境咨询</b>					
收入	5.07	15.1	16.61	18.27	20.10
增长率	1348.57%	197.83%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	22.01%	15.82%	15.00%	15.50%	16.00%
<b>综合检测</b>					
收入	3.88	4.89	5.62	6.35	7.05
增长率	-8.92%	26.03%	15.00%	13.00%	11.00%
毛利率	23.09%	36.28%	36.00%	36.00%	36.00%
<b>项目管理</b>					
收入	12.06	10.60	12.19	13.77	15.29
增长率	86.98%	-12.11%	15.00%	13.00%	11.00%
毛利率	16.44%	19.41%	19.41%	20.00%	20.00%
<b>其他业务</b>					
收入	1.97	4.62	5.09	5.34	5.62
增长率	40.71%	134.52%	10.21%	4.79%	5.41%
毛利率	37.28%	27.68%	27.24%	27.19%	27.30%
<b>合计</b>					
收入	42.02	65.20	74.30	84.79	97.33
增长率	64.01%	55.16%	13.96%	14.11%	14.79%
毛利率	30.17%	29.09%	29.03%	29.54%	30.02%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理及预测

### 可比公司估值

苏交科的同业可比公司主要是中设集团、设研院等工程设计咨询企业，同行业可比公司 2018/2019 年估值均值为 28.87/24.43 倍，我们预测公司对应的估值为 12.35/9.71 倍，低于行业估值中枢水平。

表 3: 行业同类公司估值比较

公司 代码	公司 名称	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE		投资评级
				2018E	2019E	2018E	2019E	
603018.SH	中设集团	14.78	46.38	1.27	1.66	11.64	8.90	买入
300732.SZ	*设研院	33.69	41.28	2.47	3.37	13.64	10.00	无评级
603909.SH	*合诚股份	25.80	26.45	0.68	0.75	37.94	34.40	无评级
603183.SH	*建研院	19.10	23.89	0.82	0.95	23.29	20.11	无评级
300492.SZ	*山鼎设计	21.27	17.70	0.35	0.45	60.77	47.27	无评级
603357.SH	*设计总院	17.30	56.17	1.39	1.72	12.45	10.06	无评级
002883.SZ	*中设股份	18.78	16.27	1.05	1.20	17.89	15.65	无评级
300668.SZ	*杰恩设计	19.97	21.05	0.87	1.09	22.95	18.32	无评级
300500.SZ	*启迪设计	19.48	26.15	0.65	0.80	29.97	24.35	无评级
603458.SH	勘设股份	28.02	34.79	3.46	4.23	8.10	6.62	买入
300675.SZ	*建科院	19.73	28.94	0.25	0.27	78.92	73.07	无评级
	平均	21.63	30.82	1.21	1.50	28.87	24.43	
300284.SZ	苏交科	8.51	68.89	0.69	0.88	12.35	9.71	买入

资料来源：国信证券经济研究所整理预测（带\*无评级的可比公司数据均来源于 wind 一致预期）

### 盈利预测与评级

根据公司的业务和订单情况，预计公司 2018-2020 年净利润分别为 5.60/7.12/8.90 亿元，分别同比增长 20.8%/27.2%/25.0%，对应 EPS 为 0.69/0.88/1.10 元，PE 分别为 12.4/9.7/7.8 倍，维持“买入”评级。

## 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	1393	1875	2434	<b>营业收入</b>	<b>6519</b>	<b>7429</b>	<b>8477</b>	<b>9731</b>
应收款项	5195	6827	7791	8943	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	219
<b>流动资产合计</b>	<b>7010</b>	<b>8718</b>	<b>10192</b>	<b>11939</b>	管理费用	843	947	1085	1243
固定资产	963	868	765	646	财务费用	89	74	54	41
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)	(225)	(225)	(225)
长期股权投资	32	22	13	3	其他收入	48	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>10924</b>	<b>12509</b>	<b>13854</b>	<b>15455</b>	营业利润	621	720	925	1165
短期借款及交易性金融负债	1689	1122	1122	1122	营业外净收支	5	35	35	35
应付款项	2097	2750	3117	3557	<b>利润总额</b>	<b>625</b>	<b>755</b>	<b>960</b>	<b>1200</b>
其他流动负债	1751	2740	3111	3554	所得税费用	118	142	181	226
<b>流动负债合计</b>	<b>5536</b>	<b>6612</b>	<b>7350</b>	<b>8233</b>	少数股东损益	44	53	67	84
长期借款及应付债券	846	846	846	846	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>464</b>	<b>560</b>	<b>712</b>	<b>890</b>
其他长期负债	557	714	871	1027					
<b>长期负债合计</b>	<b>1404</b>	<b>1560</b>	<b>1717</b>	<b>1874</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>6940</b>	<b>8172</b>	<b>9067</b>	<b>10106</b>	<b>净利润</b>	<b>464</b>	<b>560</b>	<b>712</b>	<b>890</b>
少数股东权益	274	305	343	392	资产减值准备	52	(26)	(31)	(30)
股东权益	3709	4033	4444	4957	折旧摊销	153	142	155	169
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>10924</b>	<b>12509</b>	<b>13854</b>	<b>15455</b>	公允价值变动损失	225	225	225	225
					财务费用	89	74	54	41
关键财务与估值指标					营运资本变动	(934)	121	(129)	(178)
每股收益	0.57	0.69	0.88	1.10	其它	(27)	56	70	78
每股红利	0.24	0.29	0.37	0.47	<b>经营活动现金流</b>	<b>(67)</b>	<b>1078</b>	<b>1001</b>	<b>1154</b>
每股净资产	4.58	4.98	5.49	6.12	资本开支	59	(228)	(228)	(228)
ROIC	13%	14%	17%	20%	其它投资现金流	20	0	0	0
ROE	13%	14%	16%	18%	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%	14%	15%	负债净变化	(2)	0	0	0
EBITDA Margin	16%	16%	16%	16%	支付股利、利息	(196)	(237)	(301)	(377)
收入增长	55%	14%	14%	15%	其它融资现金流	267	(567)	0	0
净利润增长率	22%	21%	27%	25%	<b>融资活动现金流</b>	<b>234</b>	<b>(804)</b>	<b>(301)</b>	<b>(377)</b>
资产负债率	66%	68%	68%	68%	<b>现金净变动</b>	<b>248</b>	<b>55</b>	<b>482</b>	<b>559</b>
息率	2.8%	3.4%	4.4%	5.4%	货币资金的期初余额	1090	1338	1393	1875
P/E	14.9	12.4	9.7	7.8	货币资金的期末余额	1338	1393	1875	2434
P/B	1.9	1.7	1.6	1.4	企业自由现金流	(4)	860	774	923
EV/EBITDA	13.4	13.0	11.8	10.7	权益自由现金流	261	233	730	889

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