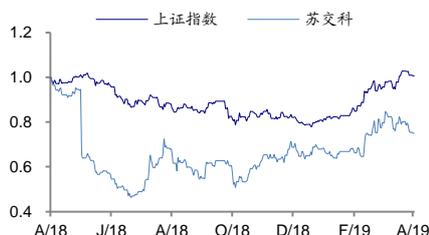


证券研究报告—动态报告
建筑工程
设计咨询
苏交科(300284)
买入

合理估值: 20.80-22.88 元 昨收盘: 11.97 元

(维持评级)

2019年04月17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)	810/544
总市值/流通(百万元)	9696/6512
上证综指/深圳成指	3254/10288
12个月最高/最低(元)	15.96/7.40

相关研究报告:

《国信证券-苏交科(300284.SZ)深度报告: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):业绩稳健增长,布局全国走向国际》——2018-08-01

《国信证券-苏交科(300284.SZ):国内受益于补短板,国际聚焦一带一路》——2018-11-01

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

联系人: 江剑

电话: 021-60933161
 E-MAIL: jiangjian@guosen.com.cn

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。

2018 年年报点评

交通设计龙头, 受益补短板业绩有望延续高增长

● 业绩高增长, 境内工程咨询业务增长稳健

2018 年公司实现营收 70.30 亿, 同比增长 7.84%, 剔除美国公司 TestAmerica 影响因素后, 较上年同期增长 15.6%; 实现归母净利润 6.23 亿, 同比增长 34.37%。主营业务工程咨询增长稳健, 实现收入 61.30 亿, 同比增长 12.16%, 其中境内部分实现营业收入 41.0 亿元, 同比增长 28.8%。

● 毛利率有所提升, 现金流保持净流入

公司 2018 年 ROE 为 15.71%, 同比提升 1.78pct。毛利率为 25.11%, 同比提升 0.46pct, 毛利率提升主要是由于低毛利率的工程承包业务占比的减少; 净利率为 9.16%, 同比提升 1.38pct。期间费用率为 16.96%, 同比提升 0.38pct; 其中管理费用率提升 0.28pct 至 13.20%, 财务费用率提升 0.30pct 至 1.66%, 销售费用率下降 0.19pct 至 2.10%。总资产周转率为 0.61 次, 同比下降 7.58%, 应收账款周转率为 1.31 次, 同比下降 13.25%; 资产负债率为 62.90%, 同比下降 0.63pct, 偿债能力有所提升。近五年公司的现金流均保持净流入, 2018 年实现经营性净现金流 0.61 亿, 经营性净现金流/营业收入为 0.86%。

● Q4 净利润增长提速

公司 2018Q1、Q2、Q3 和 Q4 分别完成营收 11.49 亿、18.30 亿、17.22 亿、23.29 亿, 同比增长 10.94%、30.27%、6.43%、-5.34%; 实现净利润 0.71 亿、1.12 亿、1.83 亿、2.57 亿, 同比增长 25.51%、17.78%、19.66%、61.54%。四季度公司净利润增长大幅提速。

● 海外聚焦“一带一路”, 国内受益基建补短板

报告期内公司完成对西班牙子公司 Eptisa 的增资, 未来将通过加强与 Eptisa 的战略联合、整合全球优势资源, 继续推进“一带一路”战略布局。近期发改委正在就长三角一体化发展规划纲要征求意见, 2018 年重启轨道交通审批以来的获批项目有超过 60% 的投资在长三角地区, 未来更多的基建项目有望加速落地, 公司作为华东地区的设计龙头有望受益。

盈利预测与投资建议: 预计公司 19-21 年 EPS 为 1.04/1.35/1.75 元, PE 分别为 11.5/8.9/6.9 倍。维持“买入”评级。

风险提示: 应收账款坏账, 固定资产投资放缓, 订单转化率不及预期等。

盈利预测和财务指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	6,519	7,030	8,143	9,392	10,839
(+/-%)	55.2%	7.8%	15.8%	15.3%	15.4%
净利润(百万元)	464	623	839.08	1092.29	1412.94
(+/-%)	22.3%	34.4%	34.6%	30.2%	29.4%
摊薄每股收益(元)	0.57	0.77	1.04	1.35	1.75
EBIT Margin	13.6%	18.8%	15.8%	17.0%	18.1%
净资产收益率(ROE)	12.5%	14.7%	17.5%	19.8%	22.0%
市盈率 PE	20.9	15.5	11.5	8.9	6.9
EV/EBITDA	13.4	11.6	12.8	10.8	9.0
市净率(PB)	2.61	2.28	2.02	1.76	1.51

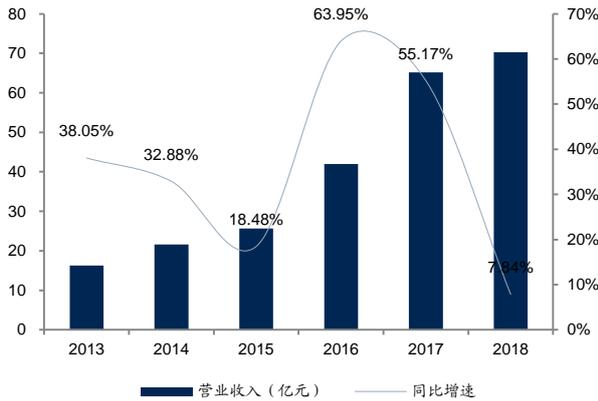
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

业绩高增长，四季度净利润增长提速

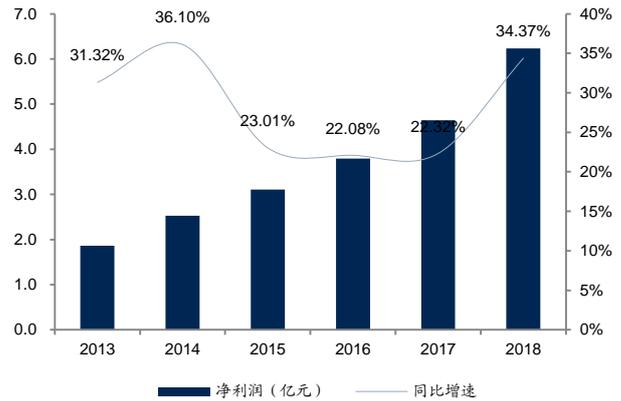
2018 年公司实现营业收入 70.30 亿，同比增长 7.84%，剔除美国公司 TestAmerica 影响因素后，较上年同期增长 15.6%；实现归属于上市公司股东的净利润 6.23 亿，同比增长 34.37%；如果扣除非经常性损益，归母净利润增长率为 21.63%。其中工程咨询业务实现收入 61.30 亿，同比增长 12.16%；工程承包业务实现收入 7.63 亿，同比减少 14.81%。

图 1：公司 2018 年营收同比增长 7.84%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

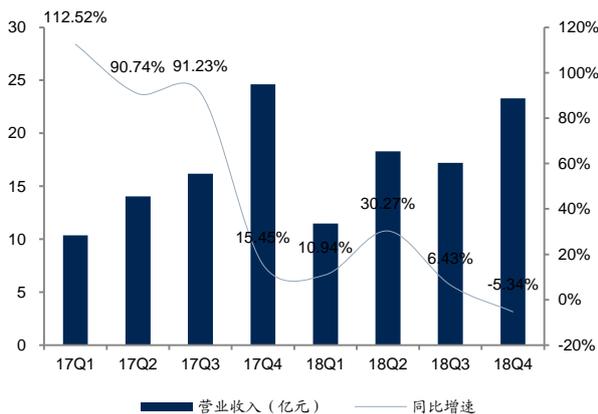
图 2：公司 2018 年归母净利润同比增长 34.37%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

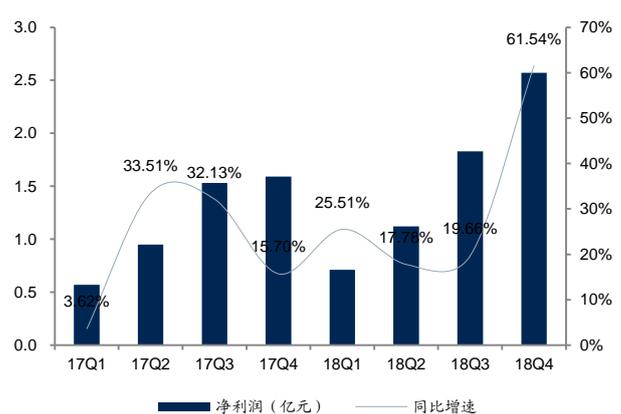
分季度来看，公司 2018Q1、Q2、Q3 和 Q4 分别完成营收 11.49 亿、18.30 亿、17.22 亿、23.29 亿，同比增长 10.94%、30.27%、6.43%、-5.34%；实现净利润 0.71 亿、1.12 亿、1.83 亿、2.57 亿，同比增长 25.51%、17.78%、19.66%、61.54%。四季度公司净利润增长大幅提速。

图 3：公司 Q4 营收增长有所下滑



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 4：公司 Q4 净利润增长大幅提速

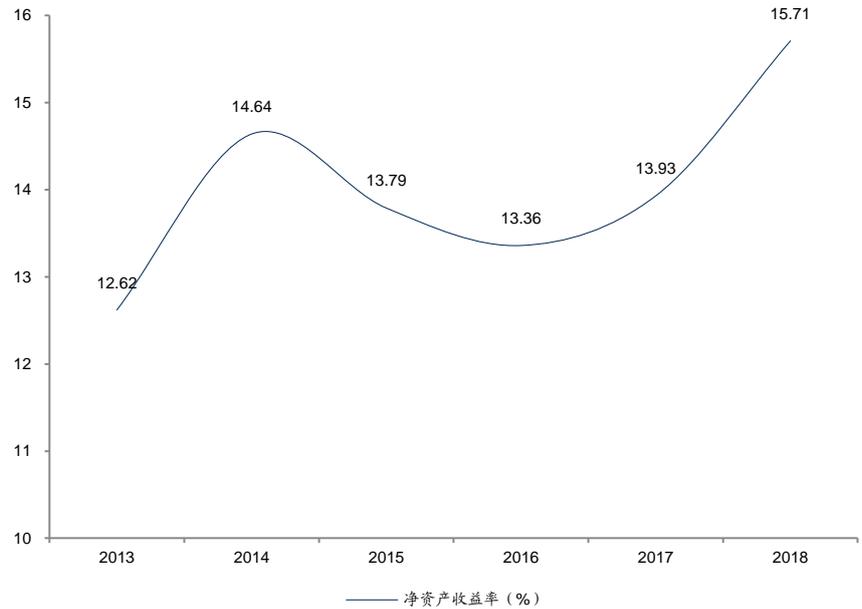


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

毛利率有所提升，期间费用率保持平稳

2018 年公司的净资产收益率为 15.71%，同比提升 1.78pct。

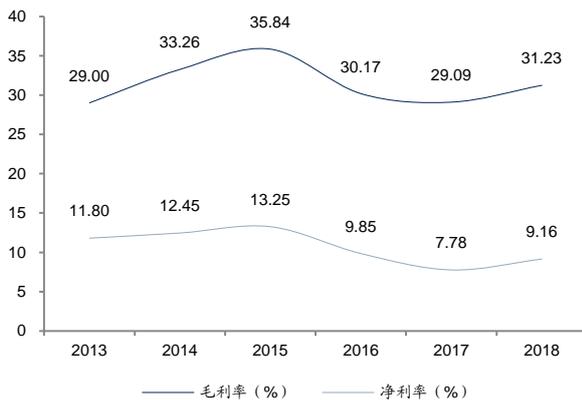
图 5: 公司的 ROE 有所提升



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

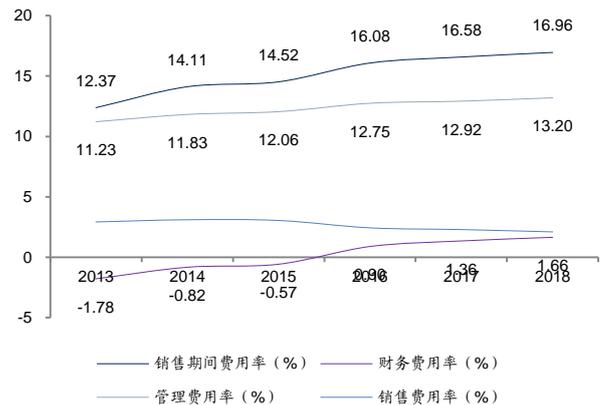
公司 2018 年的毛利率为 25.11%，同比提升 0.46pct，毛利率提升主要是由于低毛利率的工程承包业务占比的减少；净利率为 9.16%，同比提升 1.38pct。期间费用率为 16.96%，同比提升 0.38pct；其中管理费用率提升 0.28pct 至 13.20%，财务费用率提升 0.30pct 至 1.66%，销售费用率下降 0.19pct 至 2.10%。

图 6: 公司的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 7: 公司的期间费用率保持平稳

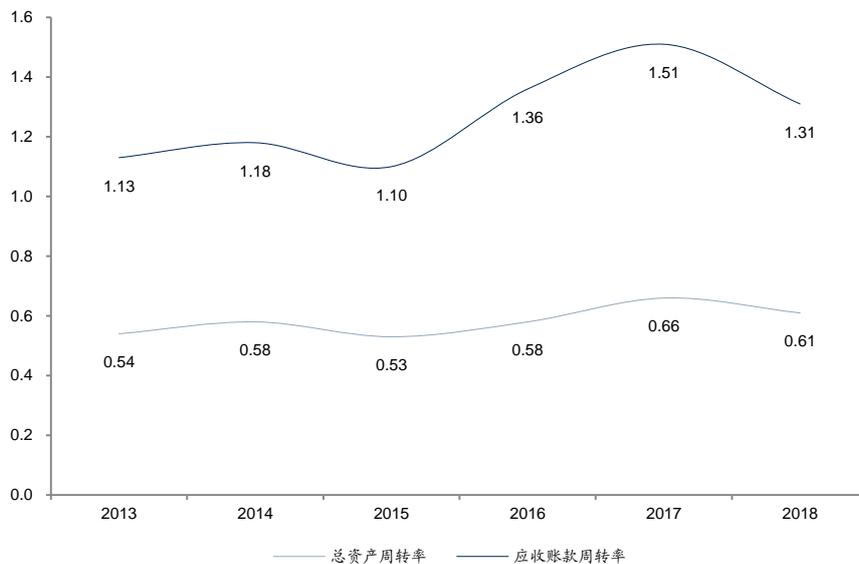


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

运营能力有所下降，资产负债率保持平稳

2018 年公司总资产周转率为 0.61 次，同比下降 7.58%，应收账款周转率为 1.31 次，同比下降 13.25%。

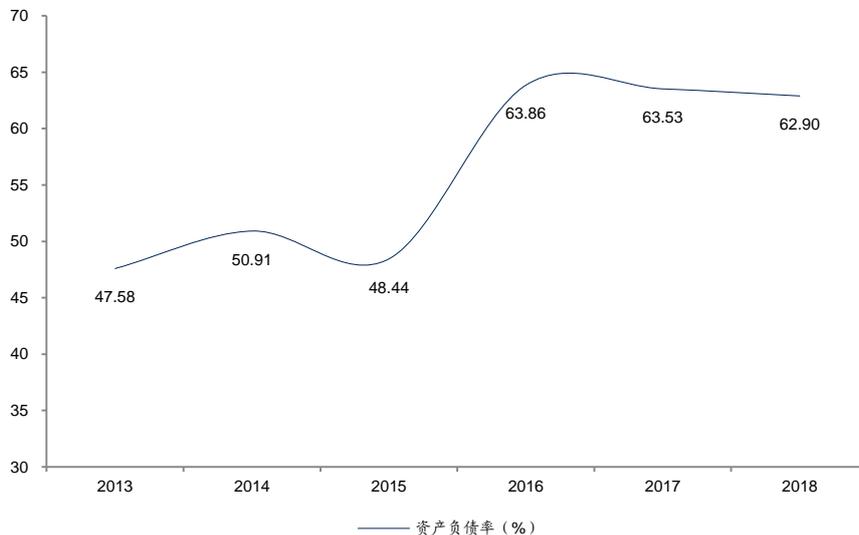
图 8: 公司近几年的总资产周转率和应收账款周转率



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

截至 2018 年底, 公司的资产负债率为 62.90%, 同比下降 0.63pct, 偿债能力有所提升。

图 9: 公司近几年的资产负债率

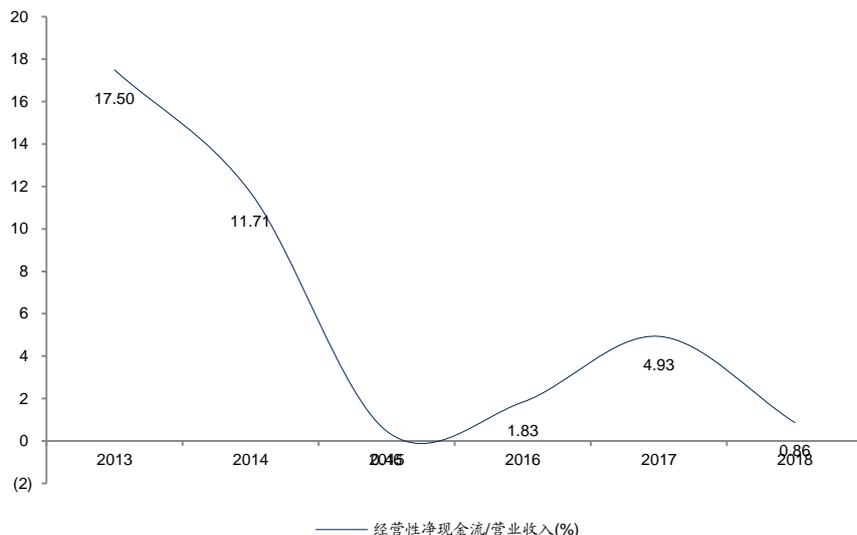


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

现金流保持净流入

近五年公司的经营性现金流均保持净流入, 2018 年实现经营性净现金流 0.61 亿, 经营性净现金流/营业收入为 0.86%, 同比下降 4.07pct。

图 10: 公司近几年的经营性净现金流

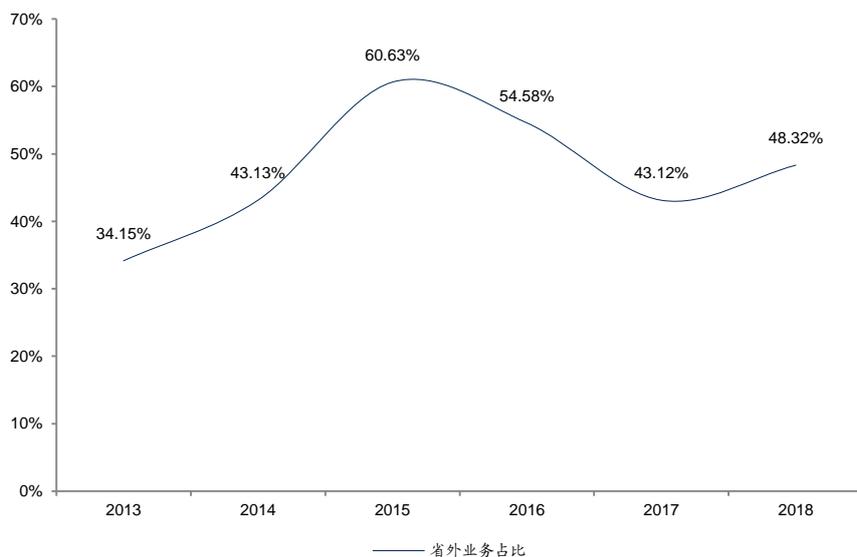


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

省外市场增长稳健，有望受益长三角地区基建补短板

公司多年来深耕江苏省，上市之后在全国化战略推动下全国布局日趋完善。2018 年公司在江苏省外实现营业收入 33.97 亿，同比增长 20.85%，占比总收入 48.32%，未来省外市场在公司的战略地位将愈发重要。

图 11: 公司近几年江苏省外业务占比



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

根据国家发改委的最新消息，发改委目前正在就长三角一体化发展规划纲要征求意见，上海正在与江苏、浙江共同研究制定长三角一体化发展示范区方案。这意味着作为国家重要战略的长三角一体化进程驶入快车道，未来相关政策有

望加速落地。

从国外的经验来看，轨道交通是建设大都市圈不可或缺的基础设施。2018年下半年发改委重启轨道交通审批以来，共有 9 个城市的轨道交通规划获得批复，总投资达到 7600 亿元，而其中上海、苏州、杭州等长三角地区城市的投资就达到 4720 亿，占比 61.61%，彰显了国家优先发展长三角地区交通基础设施、推动长三角一体化的战略意图。未来还将有更多基础设施项目逐步在长三角地区落地，公司作为华东地区的设计龙头有望受益。

表 1: 2018 年重启轨道交通审批以来的获批项目有超过 60% 的投资在华东地区

时间	项目	总投资 (亿元)
7 月 30 日	长春市第三期城市轨道交通建设规划	787.32
8 月 14 日	苏州市城市轨道交通第三期建设规划	950.00
8 月 5 日	成都市城市轨道交通第四期建设规划 (初审通过)	--
10 月 23 日	南京至句容城际轨道交通工程	209.75
11 月 26 日	杭州市城市轨道交通第三期建设规划 (增加投资)	577.6
11 月 28 日	济南市城市轨道交通第一期建设规划 (增加投资)	229
12 月 6 日	重庆市城市快速轨道交通第三期建设规划 (2018~2023 年)	455.7
12 月 11 日	上海市城市轨道交通第三期建设规划 (2018~2023 年)	2983.48
12 月 25 日	武汉市城市轨道交通第四期建设规划 (2018-2024 年)	1469.07

资料来源：发改委，国信证券经济研究所整理

聚焦“一带一路”沿线市场，增资 Eptisa 子公司

为优化西班牙 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，公司报告期内以 2,382,925.71 欧元购入 SAFER INVESTMENTS S.à.R.L 持有的 Eptisa 3.2840% 股份，另将应收 Eptisa 的 2,200 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，公司对 Eptisa 合计持股比例由 93.98% 提升为 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，未来公司整体的资产负债率和现金流有望得到显著改善。

未来公司将继续重点开拓包括“一带一路”在内的国际市场，通过加强与 Eptisa 的战略联合，整合全球优势资源，加强属地化服务，实现双方的优势互补，共同打造全球性工程咨询服务的高端平台。

盈利预测与估值

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省外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	2017	2018	2019E	2020E	2021E
勘察设计					
收入	29.99	37.42	44.90	52.99	62.52
增长率	57.51%	24.77%	20.00%	18.00%	18.00%
毛利率	38.24%	39.95%	38.24%	38.30%	38.30%
环境咨询					
收入	15.1	12.67	13.94	15.33	16.86
增长率	197.83%	-16.09%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	15.82%	16.89%	15.00%	15.50%	16.00%
综合检测					
收入	4.89	7.12	8.19	9.25	10.27
增长率	26.03%	45.60%	15.00%	13.00%	11.00%
毛利率	36.28%	34.83%	34.00%	35.00%	36.00%
项目管理					
收入	10.60	9.35	10.29	11.83	13.60
增长率	-12.11%	-11.79%	10.00%	15.00%	15.00%
毛利率	19.41%	12.73%	15.00%	15.00%	15.00%
其他主营业务					
收入	4.43	3.49	3.84	4.30	4.82
增长率	157.56%	-21.22%	10.00%	12.00%	12.00%
毛利率	26.31%	28.94%	26.00%	28.00%	28.00%
其他					
收入	0.19	0.25	0.28	0.22	0.32
增长率	-24.00%	31.58%	10.00%	15.00%	15.00%
毛利率	59.58%	68.00%	55.00%	60.00%	60.00%
合计					
收入	65.20	70.30	81.43	93.92	108.39
增长率	55.16%	7.82%	15.83%	15.34%	15.41%
毛利率	29.09%	31.21%	30.38%	30.90%	31.29%

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其他设计咨询龙头企业，根据 wind 一致预期及我们的盈利预测数据，同行业可比公司 2019/2020 年估值均值为 29.19/24.84 倍，我们预测公司对应的估值为 11.50/8.90 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
				2019E	2020E	2019E	2020E	
603017.SH	中衡设计	14.75	40.59	0.77	0.95	19.16	15.53	买入
300732.SZ	设研院	37.18	50.96	2.98	3.81	12.48	9.76	无评级
603357.SH	设计总院	21.55	69.97	1.88	2.25	11.46	9.58	无评级
002883.SZ	中设股份	26.50	22.96	0.85	1.08	31.18	24.54	无评级
603458.SH	勘设股份	37.38	47.15	3.30	4.13	11.33	9.05	买入
300675.SZ	建科院	24.18	35.46	0.27	0.30	89.56	80.60	无评级
	平均	26.92	44.51	1.68	2.09	29.19	24.84	--
300284.SZ	苏交科	11.97	96.90	1.04	1.35	11.50	8.90	买入

资料来源: wind 一致预期、国信证券经济研究所分析师整理及预测 (除中衡设计、苏交科和勘设股份外其他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 2019-2021 年净利润分别为 8.39/10.92/14.13 亿元, 分别同比增长 34.6%/30.2%/29.4%, 对应的 EPS 为 1.04/1.35/1.75 元, PE 分别为 11.5/8.9/6.9 倍。采用相对估值法给与公司 2019 年市盈率合理估值为 20-22 倍, 对应合理估值为 20.80-22.88 元, 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)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	2651	1693	1693	1693	营业收入	7030	8143	9392	10839
应收款项	6030	8255	9520	10988	营业成本	4834	5669	6490	7447
存货净额	68	98	112	129	营业税金及附加	31	36	42	48
其他流动资产	152	168	193	223	销售费用	148	186	211	233
流动资产合计	9358	10670	11976	13490	管理费用	695	962	1056	1147
固定资产	689	604	514	410	财务费用	116	96	94	80
无形资产及其他	226	217	208	199	投资收益	76	26	26	26
投资性房地产	1912	1912	1912	1912	资产减值及公允价值变动	(332)	(239)	(239)	(239)
长期股权投资	68	80	92	104	其他收入	(201)	0	0	0
资产总计	12254	13484	14702	16114	营业利润	749	981	1285	1671
短期借款及交易性金融负债	3072	2729	2468	2074	营业外净收支	1	29	29	29
应付款项	2101	2486	2848	3270	利润总额	750	1010	1315	1700
其他流动负债	1884	2467	2809	3199	所得税费用	106	143	186	241
流动负债合计	7057	7682	8125	8544	少数股东损益	21	28	36	47
长期借款及应付债券	372	372	372	372	归属于母公司净利润	623	839	1092	1413
其他长期负债	279	314	350	386					
长期负债合计	651	687	723	758	现金流量表 (百万元)				
负债合计	7708	8369	8848	9302	净利润	623	839	1092	1413
少数股东权益	303	322	345	376	资产减值准备	120	(53)	(60)	(58)
股东权益	4243	4793	5510	6437	折旧摊销	172	118	130	143
负债和股东权益总计	12254	13484	14702	16114	公允价值变动损失	332	239	239	239
					财务费用	116	96	94	80
关键财务与估值指标					营运资本变动	(308)	(1319)	(627)	(724)
每股收益	0.77	1.04	1.35	1.75	其它	(107)	71	84	88
每股红利	0.26	0.36	0.46	0.60	经营活动现金流	832	(105)	858	1101
每股净资产	5.24	5.92	6.81	7.95	资本开支	349	(209)	(209)	(209)
ROIC	17%	15%	17%	20%	其它投资现金流	(174)	0	0	0
ROE	15%	18%	20%	22%	投资活动现金流	139	(221)	(221)	(221)
毛利率	31%	30%	31%	31%	权益性融资	7	0	0	0
EBIT Margin	19%	16%	17%	18%	负债净变化	(474)	0	0	0
EBITDA Margin	21%	17%	18%	19%	支付股利、利息	(214)	(289)	(376)	(486)
收入增长	8%	16%	15%	15%	其它融资现金流	1711	(343)	(261)	(394)
净利润增长率	34%	35%	30%	29%	融资活动现金流	341	(631)	(637)	(880)
资产负债率	65%	64%	63%	60%	现金净变动	1313	(958)	0	0
息率	2.2%	3.0%	3.9%	5.0%	货币资金的期初余额	1338	2651	1693	1693
P/E	15.5	11.5	8.9	6.9	货币资金的期末余额	2651	1693	1693	1693
P/B	2.3	2.0	1.8	1.5	企业自由现金流	1348	(304)	660	895
EV/EBITDA	11.6	12.8	10.8	9.0	权益自由现金流	2584	(729)	318	432

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