

证券研究报告—动态报告/公司快评
建筑装饰
设计
苏文科 (300284)

重大事件快评

买入

(维持评级)

2019年06月21日

第三期员工持股计划推出，持续成长动力强

证券分析师：周松

021-60875163

zhousong@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980518030001

联系人：江剑

021-60933161

jiangjian@guosen.com.cn

事项：

公司近期公告了第3期员工持股计划的最新进展。目前已完成证券账号的开立、认购协议的签署、员工认购资金及公司配资的缴款、验资等相关工作，并将在6个月内择机通过二级市场购买公司股票（包括但不限于大宗交易、竞价交易等法律法规许可的方式）。

国信观点：

■ 员工持股激发活力，彰显长期发展信心

根据公司公告，在第三期员工持股计划中将有董事、高管、核心业务骨干等78人（其中董监高10人）参与认购。本员工持股计划的资金来源为员工自筹资金和公司按1:1计提的员工持股专项基金，总计4,779.36万元，如果按公告日的市值来估算，本次员工持股计划将要回购股份占总股本的比例约为0.54%。近期股票市场行情有所回暖，在目前时点进行员工持股计划能够充分为员工谋福利，有利于激发核心员工的活力，彰显了管理层及员工看好公司的长期发展和股价表现。

■ 业绩稳健高增长，连续六年净利润增速超20%

2018年公司实现营业收入70.30亿，同比增长7.84%；实现归母净利润6.23亿，同比增长34.37%，近三年CAGR达到26.06%，并已连续6年保持净利润增速超过20%。2019Q1，公司实现营业收入9.3亿元，较上年同期减少19.4%；剔除美国公司TestAmerica影响因素外，较上年同期增长10.0%；实现归属于上市公司股东的净利润为0.9亿元，较上年同期增长24.2%，业绩依然保持稳健增长。

■ 全国布局稳步推进，海外聚焦“一带一路”市场

公司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%。海外方面重点开拓包括“一带一路”在内的国际市场，2018年完成对西班牙Eptisa子公司的增资，并加强属地化服务，实现双方的优势互补，致力于打造一个全球性工程咨询服务的高端平台。

■ 投资建议

作为设计咨询板块绝对龙头，公司业绩保持稳健高增长，连续六年净利润增速超20%。全国布局稳步推进，接近一半营收来自江苏省外；国际市场聚焦“一带一路”，完成增资西班牙Eptisa子公司；近期将实施第3期员工持股计划，彰显管理层及员工看好公司长期发展的信心。我们预计公司2019-2021年EPS为0.81/0.99/1.21元，PE分别为11.3/9.2/7.6倍。维持“买入”评级。

评论:

■ 员工持股激发活力，彰显长期发展信心

根据公司公告，在第三期员工持股计划中将有董事、高管、核心业务骨干等 78 人（其中董监高 10 人）参与认购。本员工持股计划的资金来源为员工自筹资金和公司按 1:1 计提的员工持股专项基金，总计 4,779.36 万元，如果按公告日的市值来估算，本次员工持股计划将要回购股份占总股本的比例约为 0.54%。其中以个人出资购买的股票部分锁定期为 3 年，以专项基金出资购买的股票部分锁定期为 8 年。

近期股票市场行情有所回暖，在目前时点进行员工持股计划能够充分为员工谋福利，有利于激发核心员工的活力，彰显了管理层及员工看好公司的长期发展和股价表现。

表 1: 公司第 3 期员工持股计划的基本情况

项目	内容
参与认购人数	78 人
回购股份的资金规模	4,779.36 万元
占总股本的比例	0.54%
锁定期	3 年（个人出资部分）、8 年（专项基金部分）
存续期	9 年

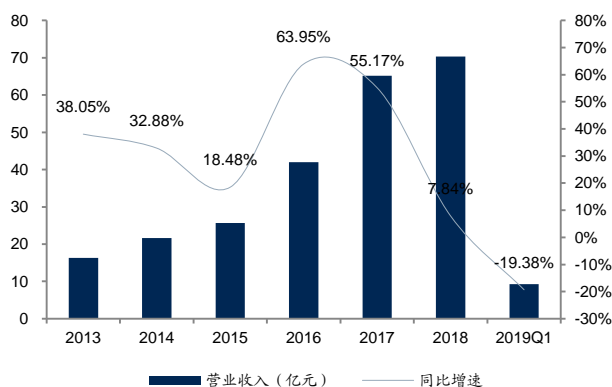
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

■ 业绩稳健高增长，连续六年净利润增速超 20%

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%，近三年 CAGR 达到 26.06%，并已连续 6 年保持净利润增速超过 20%。

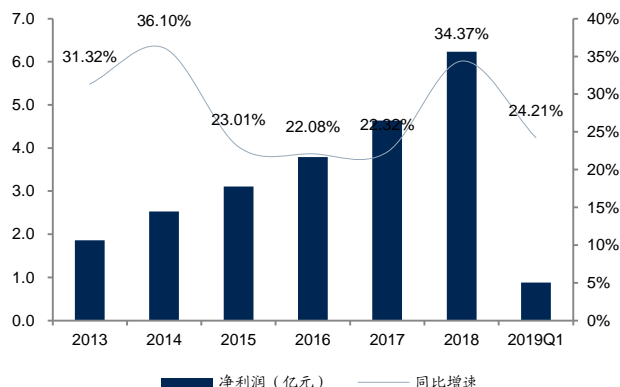
2019Q1，公司实现营业收入 9.3 亿元，较上年同期减少 19.4%；剔除美国公司 TestAmerica 影响因素外，较上年同期增长 10.0%；实现归属于上市公司股东的净利润为 0.9 亿元，较上年同期增长 24.2%，业绩依然保持稳健增长。

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及预测

图 2: 公司 2018 年归母净利润同比增长 34.37%



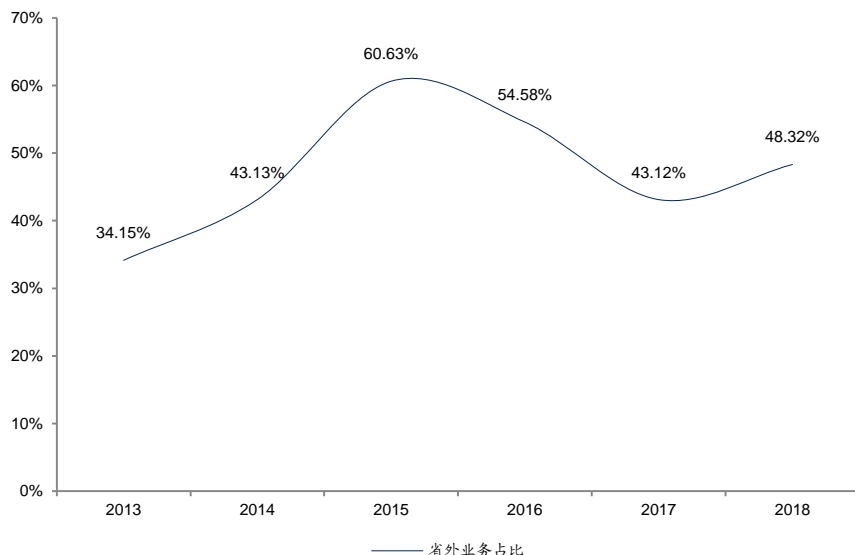
资料来源：wind、国信证券经济研究所整理及预测

■ 省外市场增长稳健，有望受益长三角一体化

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 3: 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

发改委目前正在编制长三角一体化发展规划纲要并向社会征求意见，上海与江苏、浙江将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 2: 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 2018 年以 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，共同打造一个全球性工程咨询服务的高端平台。

■ 盈利预测

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 3: 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	61.99
增长率	57.51%	24.77%	20.00%	18.00%	17.00%
毛利率	38.24%	39.95%	38.24%	38.00%	38.00%
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%	15.00%	15.00%
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%	35.00%
项目管理					
收入	10.60	9.35	10.29	11.62	13.37
增长率	-12.11%	-11.79%	10.00%	13.00%	15.00%
毛利率	19.41%	12.73%	15.00%	14.00%	13.00%
其他业务					
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%	26.00%	26.00%
合计					
收入	65.20	70.30	81.43	93.81	107.67
增长率	55.16%	7.82%	15.83%	15.20%	14.78%
毛利率	29.09%	31.21%	30.38%	30.50%	30.55%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所分析师归纳整理及预测

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 7.82/9.63/11.74 亿元，分别同比增长 25.5%/23.1%/21.9%，对应的 EPS 为 0.81/0.99/1.21 元，PE 分别为 11.3/9.2/7.6 倍。

	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	9,381	10,768
(+/-%)	55.2%	7.8%	15.8%	15.2%	14.8%
净利润(百万元)	464	623	782.42	963.12	1173.72
(+/-%)	22.3%	34.4%	25.5%	23.1%	21.9%
摊薄每股收益(元)	0.48	0.64	0.81	0.99	1.21
EBIT Margin	13.6%	18.8%	15.9%	16.0%	16.3%
净资产收益率(ROE)	12.5%	14.7%	16.6%	18.2%	19.6%
市盈率 PE	19.1	14.2	11.3	9.2	7.6
EV/EBITDA	11.8	11.1	11.3	10.1	9.0
市净率(PB)	2.39	2.09	1.88	1.68	1.48

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

■ 估值与投资建议

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企业，根据 wind 一致预期及我们的预测数据，同行业可比公司 2019 年市盈率估值均值为 21.95 倍，我们预测公司对应的估值为 11.30 倍，低于行业估值中枢水平。

表 4：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	12.90	35.49	0.77	0.95	16.75	13.58	买入
300732.SZ	设研院	20.49	39.32	2.98	3.81	6.88	5.38	无评级
603357.SH	设计总院	12.80	58.18	1.88	2.25	6.81	5.69	无评级
002883.SZ	中设股份	21.58	18.76	0.85	1.08	25.39	19.98	无评级
603018.SH	中设集团	12.71	59.03	1.12	1.41	11.35	9.01	买入
300675.SZ	建科院	18.71	27.44	0.29	0.35	64.52	53.46	无评级
	平均	16.53	39.70	1.32	1.64	21.95	17.85	--
300284.SZ	苏交科	9.13	88.69	0.81	0.99	11.30	9.20	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预测（除苏交科、中衡设计和中设集团外其他可比公司数据均来源于 wind 一致预期）

投资评级与建议

作为设计咨询板块绝对龙头，公司业绩保持稳健高增长，连续六年净利润增速超 20%。全国布局稳步推进，接近一半营收来自江苏省外；国际市场聚焦“一带一路”，完成增资西班牙 Eptisa 子公司；近期将实施第 3 期员工持股计划，彰显管理层及员工看好公司的长期发展的信心。我们预计公司 2019-2021 年 EPS 为 0.81/0.99/1.21 元，PE 分别为 11.3/9.2/7.6 倍。维持“买入”评级。

■ 风险提示

应收账款坏账风险，基建投资增长放缓，海外子公司业绩不及预期等。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	2651	1729	1814	1994
应收款项	6030	6985	8047	9236
存货净额	68	81	93	107
其他流动资产	152	176	202	232
流动资产合计	9358	9427	10613	12026
固定资产	689	542	390	223
无形资产及其他	226	217	208	199
投资性房地产	1912	1912	1912	1912
长期股权投资	68	80	92	104
资产总计	12254	12178	13215	14464
短期借款及交易性金融负债	3072	2002	2002	2002
应付款项	2101	2486	2861	3284
其他流动负债	1884	2290	2638	3020
流动负债合计	7057	6778	7501	8307
长期借款及应付债券	372	372	372	372
其他长期负债	279	0	(279)	(557)
长期负债合计	651	373	94	(185)
负债合计	7708	7151	7595	8122
少数股东权益	303	319	338	361
股东权益	4243	4709	5282	5982
负债和股东权益总计	12254	12178	13215	14464

关键财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	0.64	0.81	0.99	1.21
每股红利	0.22	0.33	0.40	0.49
每股净资产	4.37	4.85	5.44	6.16
ROIC	17%	16%	18%	20%
ROE	15%	17%	18%	20%
毛利率	31%	30%	30%	31%
EBIT Margin	19%	16%	16%	16%
EBITDA Margin	21%	17%	17%	18%
收入增长	8%	16%	15%	15%
净利润增长率	34%	26%	23%	22%
资产负债率	65%	61%	60%	59%
息率	2.4%	3.6%	4.4%	5.4%
P/E	14.2	11.3	9.2	7.6
P/B	2.1	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	11.1	11.3	10.1	9.0

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	7030	8143	9381	10768
营业成本	4834	5669	6520	7478
营业税金及附加	31	36	42	48
销售费用	148	186	211	232
管理费用	695	954	1107	1258
财务费用	116	79	66	62
投资收益	76	26	26	26
资产减值及公允价值变动	(332)	(332)	(332)	(332)
其他收入	(201)	0	0	0
营业利润	749	912	1130	1383
营业外净收支	1	29	29	29
利润总额	750	942	1159	1413
所得税费用	106	133	164	200
少数股东损益	21	26	32	39
归属于母公司净利润	623	782	963	1174

现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	623	782	963	1174
资产减值准备	120	(84)	(92)	(89)
折旧摊销	172	118	130	142
公允价值变动损失	332	332	332	332
财务费用	116	79	66	62
营运资本变动	(308)	(563)	(748)	(795)
其它	(107)	99	110	112
经营活动现金流	832	685	696	876
资本开支	349	(209)	(209)	(209)
其它投资现金流	(174)	0	0	0
投资活动现金流	139	(221)	(221)	(221)
权益性融资	7	0	0	0
负债净变化	(474)	0	0	0
支付股利、利息	(214)	(316)	(389)	(475)
其它融资现金流	1711	(1069)	0	0
融资活动现金流	341	(1385)	(389)	(475)
现金净变动	1313	(922)	85	180
货币资金的期初余额	1338	2651	1729	1814
货币资金的期末余额	2651	1729	1814	1994
企业自由现金流	1348	459	461	641
权益自由现金流	2584	(678)	405	587

相关研究报告

《苏文科（300284.SZ）：交通设计龙头，受益补短板业绩有望延续高增长》——2019-04-17

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

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