

苏交科 (300284)

证券研究报告

2019年10月29日

毛利率提升，净利润稳健增长，员工持股共享成长

公司近期公布了2019年第三季度报告，前三季度实现营业收入35.18亿元，同比减少25.17%；归母净利润4.23亿，同比增长15.64%。点评如下：

缩减工程承包业务，毛利率持续提升，长三角基建先行优势

2019年前三季度，公司实现营收35.18亿元，同比减少25.17%，主要受工程承包业务减少和去年底出售TA影响。第三季度公司营收14.09亿元，同比减少18.16%，减幅较上半年缩窄。前三季度，公司整体毛利率38.75%，同比增长9.81个百分点，主要因毛利率较低的工程承包业务减少、去年出售的TA毛利率基数较低所致。

公司环境监测业务和绿色交通业务持续开展。同时，发改委加快批复轨道交通建设规划和铁路可行性研究报告，长三角地区占比较大，经济发达区基础建设或先行，叠加无锡高架侧翻事件或使高架桥墩迎来改建潮，公司发展有望迎新机遇。

期间费用率提高，减值损失上升，净利润持续增长

2019年前三季度，公司期间费用率18.21%，同比上升2.24个百分点。其中销售费用率2.10%，同比下降0.05个百分点；管理费用率10.89%，同比上升1.67个百分点，主要为人员费用率上升所致；财务费用率1.56%，同比下降0.28个百分点，主要因汇兑收益所致；研发费用率3.66%，同比上升0.90个百分点，或因公司加大创新研发力度。2019年前三季度，公司发生资产减值损失和信用减值损失共计1.69亿元，同比增加20.37%，或因坏账损失增加所致。2019年前三季度，公司实现归母净利润4.23亿，同比增长15.64%。公司去年对子公司燕宁建设减资，燕宁建设在今年上半年亏损0.23亿元，致少数股东损益同减68.36%，使得归母净利润增速高于利润总额增速4.67个百分点。

经营现金流平稳，引入战略投资者含机遇，事业伙伴计划完成购买

报告期内公司收现比0.8241，同比下降5.26个百分点；付现比0.5042，同比下降9.41个百分点。综合来看，公司2019年第三季度经营活动现金流净额-5.85亿，较上年同期-9.17亿元有所好转，主要系剔除TA后回款增幅大于支出增幅所致。

根据公司公告，9月17日，实际控制人符冠华、王军华通过大宗交易合计减持1253.70万股，占公司总股本的1.29%。受让方服贸基金系经国务院批准的国家级产业投资基金、五星控股系赋能型的实业投资公司，已孵化汇通达、孩子王、好享家等三家独角兽企业。今年公司开展第二期事业伙伴计划（第3期员工持股计划），参与者共78人，其中董监高10人。根据近日公司公告，已累计买入公司股票547.74万股，占公司总股本的0.56%，至此公司第3期员工持股计划已完成股票购买。三期员工持股计划共计持股3096.69万股。

投资建议

公司聚焦主业，主动缩减毛利率偏低业务，环境监测业务值得期待，实际控制人减持引入战略投资者，事业伙伴计划完成购买有望发挥中长期激励效果。因此，维持“买入”评级，维持2019-2021年EPS0.78、0.95、1.18元/股，对应PE为11、9、7倍。

风险提示：基建投资下滑风险，应收账款坏账风险，订单转化不及预期。

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	6,519.03	7,030.13	6,759.99	7,976.32	9,447.44
增长率(%)	55.17	7.84	(3.84)	17.99	18.44
EBITDA(百万元)	814.58	1,237.83	1,117.19	1,334.24	1,598.82
净利润(百万元)	463.86	623.28	756.21	927.21	1,142.96
增长率(%)	22.32	34.37	21.33	22.61	23.27
EPS(元/股)	0.48	0.64	0.78	0.95	1.18
市盈率(P/E)	18.05	13.43	11.07	9.03	7.33
市净率(P/B)	2.26	1.97	1.68	1.42	1.19
市销率(P/S)	1.28	1.19	1.24	1.05	0.89
EV/EBITDA	11.06	6.22	6.18	5.44	4.09

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑装饰/基础建设
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	8.62元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	971.41
流通A股股本(百万股)	663.37
A股总市值(百万元)	8,373.52
流通A股市值(百万元)	5,718.23
每股净资产(元)	4.66
资产负债率(%)	59.47
一年内最高/最低(元)	13.60/8.12

作者

唐笑 分析师
SAC执业证书编号：S1110517030004
tangx@tfzq.com

岳恒宇 分析师
SAC执业证书编号：S1110517040005
yuehengyu@tfzq.com

肖文劲 分析师
SAC执业证书编号：S1110519040001
xiaowenjin@tfzq.com

股价走势

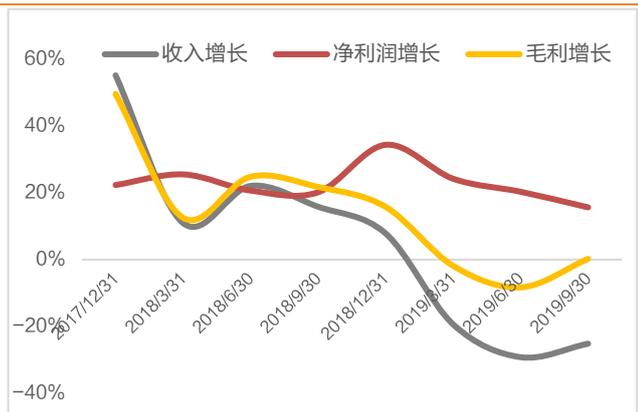


资料来源：贝格数据

相关报告

- 《苏交科-半年报点评:聚焦主业毛利率提升，环境业务有望持续增长》2019-07-30
- 《苏交科-年报点评报告:净利润增速略超预期，事业伙伴计划或促业绩增长》2019-04-16
- 《苏交科-公司点评:净利增速略超预期，目前估值已极具吸引力》2019-02-26

图 1：成长能力



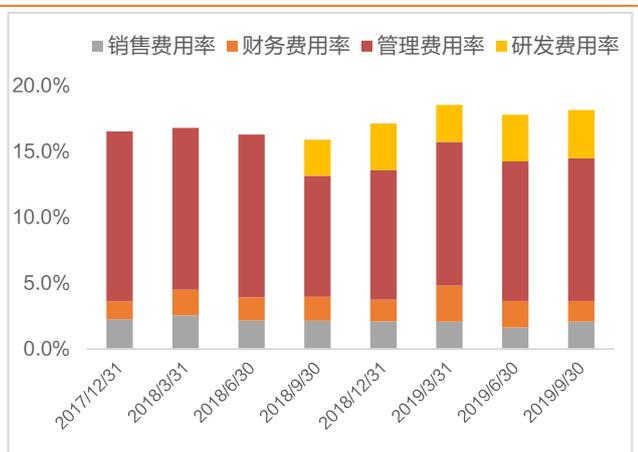
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：毛利率状况



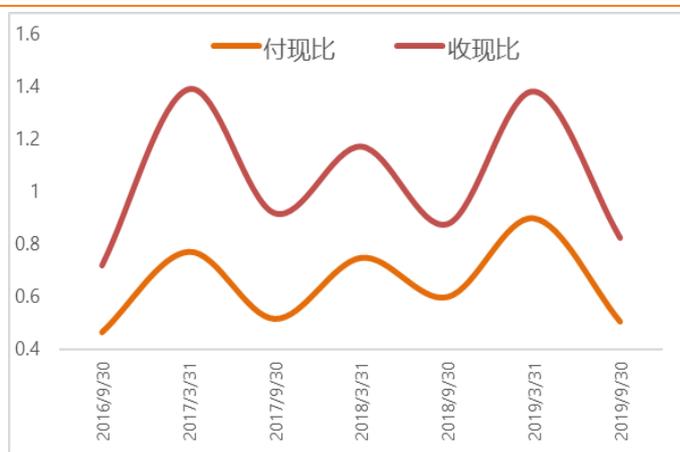
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：期间费用率状况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：收现比/付现比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：经营活动产生的现金流净额（百万元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：资产负债率



资料来源：Wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,338.41	2,651.22	1,014.00	1,196.45	1,417.12
应收票据及应收账款	4,962.71	5,821.32	5,445.34	7,848.53	8,264.60
预付账款	80.62	107.58	37.52	139.53	77.08
存货	70.97	68.28	61.22	91.20	87.67
其他	274.62	259.92	398.34	356.45	523.69
流动资产合计	6,727.32	8,908.31	6,956.43	9,632.16	10,370.16
长期股权投资	31.89	68.50	68.50	68.50	68.50
固定资产	954.22	688.85	664.13	659.41	653.68
在建工程	9.09	0.51	36.31	69.79	71.87
无形资产	432.17	226.01	201.79	177.58	153.36
其他	2,486.44	1,912.25	2,119.87	2,056.36	1,996.28
非流动资产合计	3,913.80	2,896.12	3,090.61	3,031.63	2,943.70
资产总计	10,923.67	12,253.98	10,389.91	13,022.12	13,697.44
短期借款	1,469.01	2,483.47	745.98	1,059.05	481.40
应付票据及应付账款	2,096.53	2,100.83	1,763.87	2,764.67	2,740.45
其他	1,970.56	2,472.45	2,081.54	2,370.13	2,546.25
流动负债合计	5,536.11	7,056.75	4,591.40	6,193.85	5,768.10
长期借款	846.31	372.40	0.00	63.91	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	557.46	278.81	451.58	429.28	386.56
非流动负债合计	1,403.78	651.21	451.58	493.19	386.56
负债合计	6,939.88	7,707.96	5,042.98	6,687.04	6,154.65
少数股东权益	274.36	303.45	357.99	418.93	483.67
股本	578.22	809.50	971.41	971.41	971.41
资本公积	1,418.38	1,180.22	1,018.32	1,018.32	1,018.32
留存收益	3,130.62	3,423.23	4,017.54	4,944.75	6,087.71
其他	(1,417.79)	(1,170.38)	(1,018.32)	(1,018.32)	(1,018.32)
股东权益合计	3,983.79	4,546.02	5,346.93	6,335.08	7,542.79
负债和股东权益总	10,923.67	12,253.98	10,389.91	13,022.12	13,697.44

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	507.43	643.81	756.21	927.21	1,142.96
折旧摊销	163.80	187.58	73.14	75.46	77.86
财务费用	116.00	162.80	100.57	109.65	115.34
投资损失	(1.42)	(76.26)	(87.70)	(96.47)	(110.94)
营运资金变动	(450.66)	(960.19)	(187.87)	(1,215.61)	(399.52)
其它	(13.76)	102.98	52.30	60.23	65.96
经营活动现金流	321.38	60.71	706.66	(139.53)	891.66
资本支出	99.52	(270.89)	(112.77)	102.30	92.73
长期投资	(1.05)	36.61	0.00	0.00	0.00
其他	(713.23)	828.03	251.61	(99.85)	(59.49)
投资活动现金流	(614.76)	593.75	138.84	2.44	33.24
债权融资	2,535.17	3,443.92	1,071.62	1,500.80	911.91
股权融资	275.77	(53.62)	(49.98)	(49.21)	(54.90)
其他	(2,262.30)	(2,819.34)	(3,504.36)	(1,132.06)	(1,561.24)
筹资活动现金流	548.64	570.95	(2,482.71)	319.53	(704.23)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	255.26	1,225.41	(1,637.22)	182.45	220.67

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	6,519.03	7,030.13	6,759.99	7,976.32	9,447.44
营业成本	4,622.84	4,834.40	4,488.04	5,258.95	6,193.26
营业税金及附加	19.59	31.38	33.80	39.88	47.24
营业费用	149.47	147.89	141.96	167.50	198.40
管理费用	842.56	694.70	668.00	788.19	933.57
研发费用	202.00	233.11	236.60	279.17	330.66
财务费用	88.88	116.43	100.57	109.65	115.34
资产减值损失	218.36	338.52	233.00	279.60	335.52
公允价值变动收益	(6.51)	6.61	(2.23)	(0.71)	1.22
投资净收益	1.42	76.26	87.70	96.47	110.94
其他	(240.12)	(198.12)	(170.92)	(191.51)	(224.31)
营业利润	620.52	748.97	943.48	1,149.13	1,405.62
营业外收入	14.88	11.76	11.76	12.80	12.11
营业外支出	10.32	10.63	10.63	10.63	10.63
利润总额	625.08	750.10	944.61	1,151.30	1,407.10
所得税	117.65	106.30	133.86	163.15	199.40
净利润	507.43	643.81	810.75	988.15	1,207.70
少数股东损益	43.57	20.52	54.54	60.94	64.74
归属于母公司净利润	463.86	623.28	756.21	927.21	1,142.96
每股收益(元)	0.48	0.64	0.78	0.95	1.18

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	55.17%	7.84%	-3.84%	17.99%	18.44%
营业利润	48.97%	20.70%	25.97%	21.80%	22.32%
归属于母公司净利润	22.32%	34.37%	21.33%	22.61%	23.27%
获利能力					
毛利率	29.09%	31.23%	33.61%	34.07%	34.45%
净利率	7.12%	8.87%	11.19%	11.62%	12.10%
ROE	12.50%	14.69%	15.16%	15.67%	16.19%
ROIC	20.92%	22.73%	25.25%	30.73%	27.20%
偿债能力					
资产负债率	63.53%	62.90%	48.54%	51.35%	44.93%
净负债率	30.04%	17.44%	1.08%	4.80%	-6.70%
流动比率	1.27	1.33	1.59	1.61	1.86
速动比率	1.25	1.32	1.58	1.60	1.85
营运能力					
应收账款周转率	1.50	1.30	1.20	1.20	1.17
存货周转率	96.29	100.97	104.40	104.66	105.63
总资产周转率	0.66	0.61	0.60	0.68	0.71
每股指标(元)					
每股收益	0.48	0.64	0.78	0.95	1.18
每股经营现金流	0.33	0.06	0.73	-0.14	0.92
每股净资产	3.82	4.37	5.14	6.09	7.27
估值比率					
市盈率	18.05	13.43	11.07	9.03	7.33
市净率	2.26	1.97	1.68	1.42	1.19
EV/EBITDA	11.06	6.22	6.18	5.44	4.09
EV/EBIT	13.62	7.22	6.61	5.77	4.30

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com