

苏交科 (300284)

证券研究报告

2020年04月21日

经营现金流大幅改善，疫情过后业绩有望恢复正常

公司近日公布2019年年报，报告期内公司实现收入59.67亿元，同比下降15.12%，实现归母净利润7.24亿元，同比增长16.10%。点评如下：

同口径比较全年收入增长3.6%，预计疫情过后收入增速有望快速回升

公司2019年全年实现营业收入59.67亿元，较2018年下降15.12%，剔除2018年出售TA带来的影响，同口径比较收入增长3.6%。2019年四季度单季基本消除了TA出表影响，单季增长5.15%。收入增速放缓与地方政府债务管控下基建增速放缓有关。我们预计2020年初受疫情影响公司收入增速依旧不太乐观，但考虑到近期国家逆周期宏观政策的持续加大、各地政府申报投资项目的积极性可能会有所提升，规划设计现行，公司收入增速有望随后快速恢复至正常水平。

公司2019年整体毛利率为38.32%，较2018年大幅上升7.08个百分点。我们认为主要是由于有剥离毛利率较低的TA公司、2019年研发支出归集时部分相关成本项目归集到了研发费用、公司2019年承接毛利率较低的设计总承包业务减少等原因。

归母净利润增速符合此前预期，现场作业一季度受疫情影响较大

公司2019年期间费用率17.11%，较2018年上升0.15个百分点。其中销售费用率1.78%，下降0.32个百分点；管理费用率9.25%，下降0.63个百分点，TA剥离，销售人员和管理人员相关费用均有一定幅度下降；财务费用率1.46%，下降0.20个百分点；研发费用率4.62%，大幅上升1.30个百分点，与成本项目归集至研发费用有关。资产减值损失合计3.67亿元，小幅增加2874万。综合起来，公司2019年实现归母净利润7.24亿元，同比增长16.10%，处于此前业绩预告中值水平（5%-25%）。公司2020年一季度预计较2019年同期下降80%-100%，现场作业受疫情影响不能开展，目前已逐步恢复正常，考虑到后续国家在基建方面的逆周期调节力度加大，我们预计2020年公司国内业务利润受疫情影响较小。

经营净现金流大幅改善，资产负债率小幅下降

公司2019年收现比0.8611，较2018年下降1.28个百分点；付现比0.4330，较2018年下降8.50个百分点，可能由于TA的剥离和总承包业务的减少。综合起来，公司2019年经营现金净流入6.85亿，较2018年大幅增加6.24亿。公司2019年底资产负债率61.45%，较2018年底下降1.45个百分点。

投资建议

公司2019年业绩基本符合此前预期，2020年一季度公司业绩虽有大幅下滑，考虑到疫情的结束、近期国家“六保”的要求，基建项目的审批速度有望加快，公司所处设计行业有望率先受益，后续增速有望回升至正常水平。因此，我们小幅下调2020-2021年EPS至0.86、1.07元/股（原0.95、1.18元），新增2022年EPS1.28元/股，维持“买入”评级。

风险提示：公司在西班牙的业务可能受疫情影响较大；复工进度慢于预期

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7,030.13	5,967.19	6,857.03	8,221.46	9,858.77
增长率(%)	7.84	(15.12)	14.91	19.90	19.92
EBITDA(百万元)	1,237.83	1,694.33	1,193.74	1,470.62	1,729.89
净利润(百万元)	623.28	723.61	830.78	1,035.25	1,238.77
增长率(%)	34.37	16.10	14.81	24.61	19.66
EPS(元/股)	0.64	0.74	0.86	1.07	1.28
市盈率(P/E)	16.52	14.23	12.39	9.95	8.31
市净率(P/B)	2.43	2.14	1.81	1.53	1.30
市销率(P/S)	1.46	1.73	1.50	1.25	1.04
EV/EBITDA	6.22	4.27	8.27	6.44	5.71

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	10.6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)	10,296.90
流通A股市值(百万元)	7,031.70
每股净资产(元)	4.66
资产负债率(%)	59.47
一年内最高/最低(元)	12.34/6.71

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

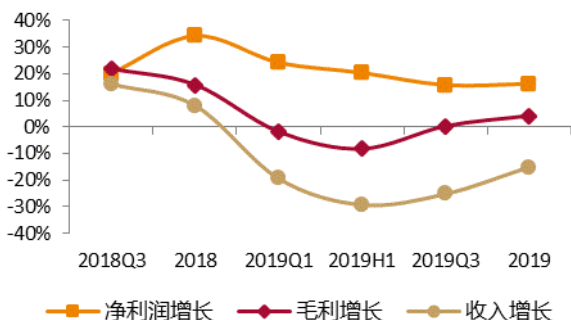


资料来源：贝格数据

相关报告

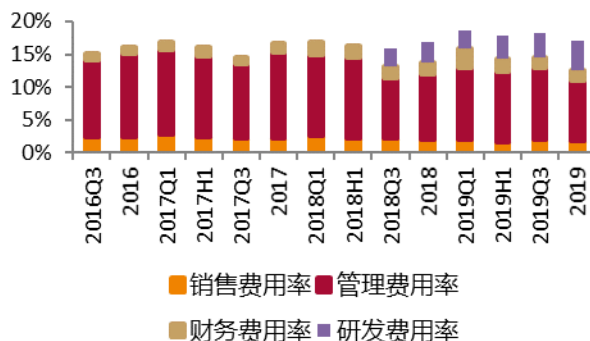
- 《苏交科-季报点评:毛利率提升，净利润稳健增长，员工持股共享成长》2019-10-29
- 《苏交科-半年报点评:聚焦主业毛利率提升，环境业务有望持续增长》2019-07-30
- 《苏交科-年报点评报告:净利润增速略超预期，事业伙伴计划或促业绩增长》2019-04-16

图 1：收入增速、毛利增速、利润增速



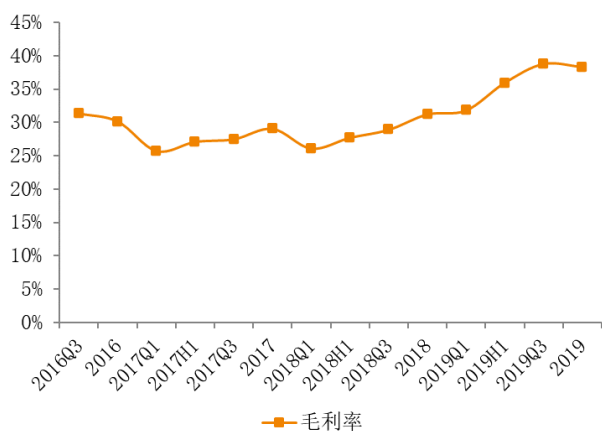
资料来源：wind、天风证券研究所

图 2：期间费用率



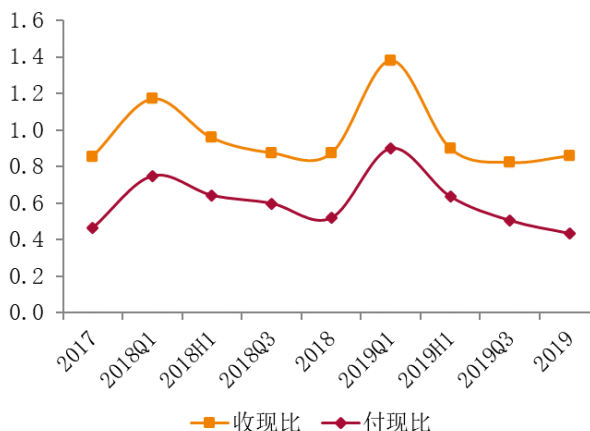
资料来源：wind、天风证券研究所

图 3：毛利率



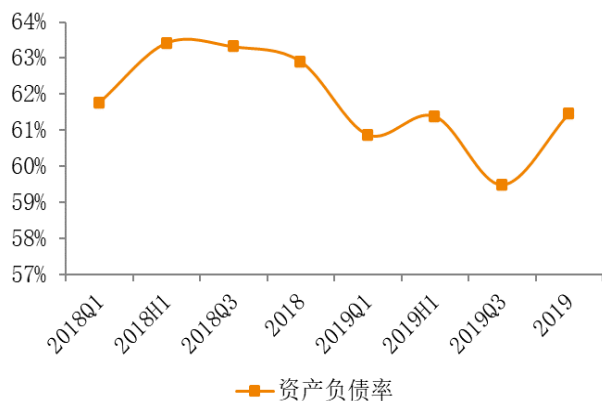
资料来源：wind、天风证券研究所

图 4：收现比和付现比



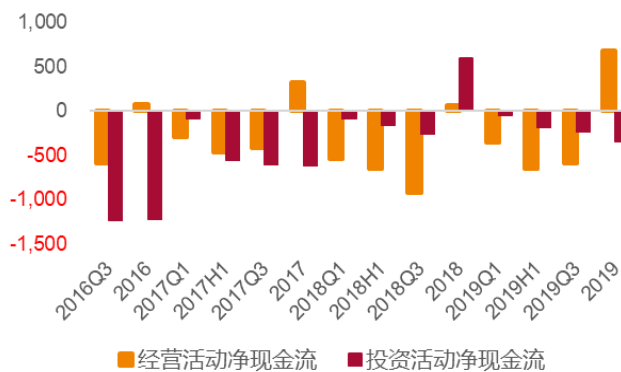
资料来源：wind、天风证券研究所

图 5：资产负债率



资料来源：wind、天风证券研究所

图 6：经营活动和投资活动净现金流（百万元）



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)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	2,651.22	2,785.40	2,976.01	3,428.99	2,894.06
应收票据及应收账款	5,821.32	7,113.37	6,219.74	9,766.42	9,403.40
预付账款	107.58	129.80	58.30	192.08	129.21
存货	68.28	39.17	84.13	63.40	113.85
其他	259.92	233.56	467.73	333.44	611.68
流动资产合计	8,908.31	10,301.30	9,805.92	13,784.33	13,152.22
长期股权投资	68.50	68.56	68.56	68.56	68.56
固定资产	688.85	682.76	674.87	685.36	693.88
在建工程	0.51	9.88	41.93	73.16	73.89
无形资产	226.01	219.64	201.49	183.35	165.20
其他	1,912.25	2,002.96	1,571.51	1,565.92	1,689.37
非流动资产合计	2,896.12	2,983.80	2,558.36	2,576.34	2,690.90
资产总计	12,253.98	13,351.14	12,630.33	16,621.21	16,040.66
短期借款	2,483.47	2,480.31	2,480.00	2,480.00	2,480.00
应付票据及应付账款	2,100.83	2,663.93	985.25	3,390.76	1,857.45
其他	2,472.45	2,186.39	2,111.19	2,715.82	2,412.16
流动负债合计	7,056.75	7,330.64	5,576.44	8,586.58	6,749.61
长期借款	372.40	695.84	700.00	700.00	700.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	278.81	177.82	338.03	264.88	260.24
非流动负债合计	651.21	873.66	1,038.03	964.88	960.24
负债合计	7,707.96	8,204.29	6,614.47	9,551.47	7,709.86
少数股东权益	303.45	327.11	342.07	360.70	382.99
股本	809.50	971.41	971.41	971.41	971.41
资本公积	1,180.22	1,018.32	1,018.32	1,018.32	1,018.32
留存收益	3,423.23	3,871.61	4,702.39	5,737.64	6,976.41
其他	(1,170.38)	(1,041.60)	(1,018.32)	(1,018.32)	(1,018.32)
股东权益合计	4,546.02	5,146.85	6,015.86	7,069.74	8,330.80
负债和股东权益总	12,253.98	13,351.14	12,630.33	16,621.21	16,040.66

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	643.81	736.64	830.78	1,035.25	1,238.77
折旧摊销	187.58	137.12	53.99	56.43	58.89
财务费用	162.80	113.41	125.30	152.17	162.58
投资损失	(76.26)	(3.93)	(30.00)	(60.00)	(50.00)
营运资金变动	(960.19)	(1,398.71)	(689.84)	(607.50)	(1,780.23)
其它	102.98	1,100.08	(2.42)	22.63	25.42
经营活动现金流	60.71	684.61	287.80	598.98	(344.57)
资本支出	(270.89)	194.78	(100.21)	153.15	54.64
长期投资	36.61	0.06	0.00	0.00	0.00
其他	828.03	(535.67)	(95.05)	(175.64)	2.11
投资活动现金流	593.75	(340.82)	(195.26)	(22.49)	56.75
债权融资	3,443.92	3,285.74	3,485.83	3,514.49	3,429.97
股权融资	(64.87)	(71.17)	(52.83)	(102.99)	(113.40)
其他	(2,808.09)	(4,001.30)	(3,334.93)	(3,535.01)	(3,563.67)
筹资活动现金流	570.95	(786.73)	98.07	(123.52)	(247.10)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1,225.41	(442.94)	190.61	452.98	(534.93)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	7,030.13	5,967.19	6,857.03	8,221.46	9,858.77
营业成本	4,834.40	3,680.83	4,237.77	5,081.83	6,094.70
营业税金及附加	31.38	34.22	39.32	47.14	56.53
营业费用	147.89	106.37	122.24	146.56	175.74
管理费用	694.70	551.71	633.98	760.14	911.52
研发费用	233.11	275.51	316.60	379.60	455.19
财务费用	116.43	87.23	125.30	152.17	162.58
资产减值损失	338.52	(12.51)	380.00	456.00	547.20
公允价值变动收益	6.61	(23.64)	(17.37)	4.00	3.13
投资净收益	76.26	3.93	30.00	60.00	50.00
其他	(198.12)	385.04	(25.25)	(127.99)	(106.25)
营业利润	748.97	878.49	1,014.46	1,262.02	1,508.42
营业外收入	11.76	9.39	2.00	2.00	2.00
营业外支出	10.63	11.79	10.63	10.63	10.63
利润总额	750.10	876.09	1,005.83	1,253.39	1,499.79
所得税	106.30	139.45	160.10	199.51	238.73
净利润	643.81	736.64	845.73	1,053.88	1,261.06
少数股东损益	20.52	13.02	14.95	18.63	22.29
归属于母公司净利润	623.28	723.61	830.78	1,035.25	1,238.77
每股收益(元)	0.64	0.74	0.86	1.07	1.28

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	7.84%	-15.12%	14.91%	19.90%	19.92%
营业利润	20.70%	17.29%	15.48%	24.40%	19.52%
归属于母公司净利润	34.37%	16.10%	14.81%	24.61%	19.66%
获利能力					
毛利率	31.23%	38.32%	38.20%	38.19%	38.18%
净利率	8.87%	12.13%	12.12%	12.59%	12.57%
ROE	14.69%	15.01%	14.64%	15.43%	15.59%
ROIC	22.73%	22.88%	23.28%	22.67%	23.89%
偿债能力					
资产负债率	62.90%	61.45%	52.37%	57.47%	48.06%
净负债率	17.44%	9.72%	8.47%	1.21%	6.43%
流动比率	1.33	1.41	1.81	1.64	1.98
速动比率	1.32	1.41	1.79	1.63	1.96
营运能力					
应收账款周转率	1.30	0.92	1.03	1.03	1.03
存货周转率	100.97	111.07	111.22	111.45	111.24
总资产周转率	0.61	0.47	0.53	0.56	0.60
每股指标(元)					
每股收益	0.64	0.74	0.86	1.07	1.28
每股经营现金流	0.06	0.70	0.30	0.62	-0.35
每股净资产	4.37	4.96	5.84	6.91	8.18
估值比率					
市盈率	16.52	14.23	12.39	9.95	8.31
市净率	2.43	2.14	1.81	1.53	1.30
EV/EBITDA	6.22	4.27	8.27	6.44	5.71
EV/EBIT	7.22	4.56	8.66	6.70	5.91

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