

证券研究报告—动态报告
建筑工程
设计咨询
苏交科(300284)
买入
2019 年年报点评

(维持评级)

2020 年 04 月 24 日

一年该股与沪深 300 走势比较

股票数据

| | |
|---------------|------------|
| 总股本/流通(百万股) | 971/663 |
| 总市值/流通(百万元) | 10025/6846 |
| 上证综指/深圳成指 | 2844/10617 |
| 12 个月最高/最低(元) | 11.82/7.16 |

相关研究报告:

《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

《国信证券-苏交科(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-苏交科(300284.SZ): 第三期员工持股计划推出, 持续成长动力强》——2019-06-21

《国信证券-苏交科-300284-深度报告-聚焦主业开拓环保, 内生外延蓄势谋远》——2019-08-06

《国信证券-苏交科(300284.SZ): 2019 年三季度点评-聚焦主业, 盈利能力提升》——2019-10-30

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

业绩稳健增长, 业务结构优化

● 业绩稳健, 结构优化

2019 年公司实现营业收入 59.67 亿元, 同比下滑 15.12%; 实现归母净利润 7.24 亿元, 同比增长 16.10%。收入下滑主要是由于出售 TestAmerica 及低毛利率的工程承包业务收入减少, 扣非后归母净利润 7.15 亿元, 同比增长 36.93%。公司近三年归母净利润复合增速达到 24.07%, 业绩维持高增长。分项业务来看, 公司勘察设计/综合检测/项目管理分别同比增长-6.9%/34.9%/-8.7%, 检测业务近几年实现快速发展, 复合增速近 35%。

● 盈利能力提升, 现金流改善

公司 2019 年毛利率为 38.32%, 同比提升 7.09pct, 净利率为 12.34%, 同比提升 3.18pct, 毛利率和净利率提升主要是由于剥离了不盈利的子公司 TestAmerica 以及业务结构优化。期间费用率为 17.11%, 同比提升 0.15pct, 其中管理费用率提升 0.66pct 至 13.86%, 财务费用率下降 0.2pct 至 1.46%, 销售费用率下降 0.32pct 至 1.78%。资产负债率为 61.45%, 同比下降 0.63pct。实现经营性净现金流 6.85 亿, 现金流大幅改善, 去年同期为 0.61 亿元。

● 剥离资产收入下滑

分季度来看, 公司 19Q1、Q2、Q3、Q4 分别完成营收 23.29 亿元、9.27 亿元、11.82 亿元、14.09 亿元, 24.5 亿元。同比增长-19.38%、-35.39%、-18.16%、5.2%; 实现净利润 0.88 亿元、1.32 亿元、2.03 亿元、3.00 亿元, 同比增长 24.21%、17.85%、10.98%、16.73%。

● 投资建议: 设计咨询龙头, 维持“买入”评级

国内一季度受疫情影响较大, 海外西班牙子公司 EPTISA 今年也将受到疫情冲击, 我们略微下调公司盈利预测, 2020 年利润从 9.1 亿元下调至 8.4 亿元, 预计公司 20-22 年公司 EPS 为 0.86/0.99/1.14 元, 当前股价对应 PE 12.0/10.4/9.1 倍, 我们合理估值区间 14-15 倍, 对应价格 12.04-12.90 元, 维持“买入”评级。

● 风险提示: 应收账款坏账, 基建投资放缓, 订单落地不及预期等。
盈利预测和财务指标

| | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|-------|--------|--------|--------|---------|
| 营业收入(百万元) | 7,030 | 5,967 | 6,832 | 7,868 | 9,030 |
| (+/-%) | 7.8% | -15.1% | 14.5% | 15.2% | 14.8% |
| 净利润(百万元) | 623 | 724 | 835.07 | 964.99 | 1105.02 |
| (+/-%) | 34.4% | 16.1% | 15.4% | 15.6% | 14.5% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.64 | 0.74 | 0.86 | 0.99 | 1.14 |
| EBIT Margin | 18.8% | 26.7% | 22.8% | 23.2% | 23.6% |
| 净资产收益率(ROE) | 14.7% | 15.0% | 15.5% | 16.1% | 16.4% |
| 市盈率(PE) | 16.1 | 13.9 | 12.0 | 10.4 | 9.1 |
| EV/EBITDA | 10.8 | 10.7 | 11.4 | 10.4 | 9.5 |
| 市净率(PB) | 2.36 | 2.08 | 1.87 | 1.67 | 1.49 |

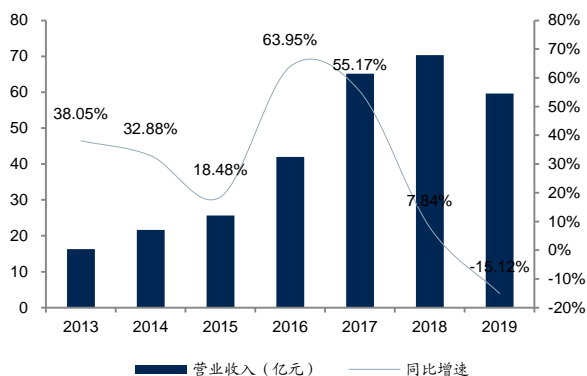
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

利润增速稳健，剥离资产致使收入下滑

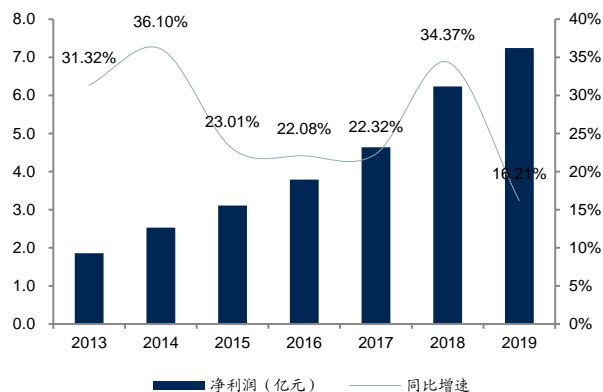
2019年公司实现营业收入59.67亿元，同比下滑15.12%；实现归母净利润7.24亿元，同比增长16.10%。收入下滑主要是由于出售TestAmerica及低毛利率的工程承包业务收入减少所致，扣非后归母净利润同比增长36.93%。公司近三年收入复合增速达到12.40%；归母净利润复合增速达到24.07%。

图 1：公司营业收入及增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

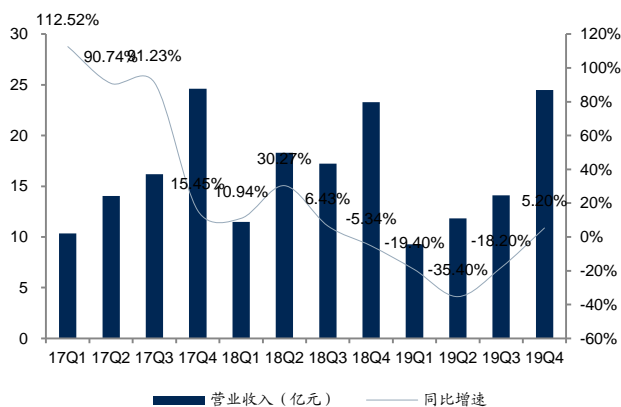
图 2：公司归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

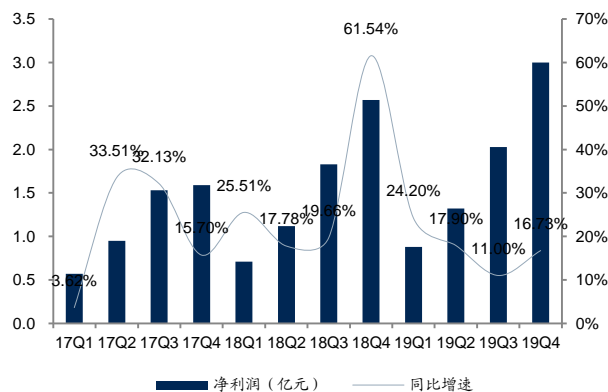
分季度来看，公司 19Q1、Q2、Q3、Q4 分别完成营收 23.29 亿元、9.27 亿元、11.82 亿元、14.09 亿元，24.5 亿元。同比增长-19.38%、-35.39%、-18.16%、5.2%；实现净利润 0.88 亿元、1.32 亿元、2.03 亿元、3.00 亿元，同比增长 24.21%、17.85%、10.98%、16.73%。公司收入下降主要是由于剥离资产。

图 3：公司分季度营收及增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 4：公司分季度净利润及增速

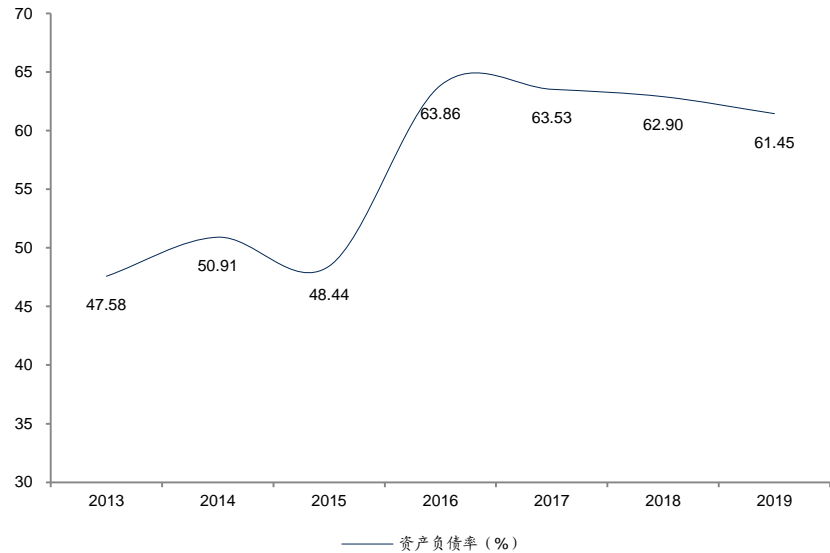


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

降杠杆稳步推进，偿债能力提升

公司近年来资产负债率持续下降，截至2019年末，公司的资产负债率为61.45%，同比下降0.63pct，偿债能力有所提升。

图 5：公司近几年的资产负债率

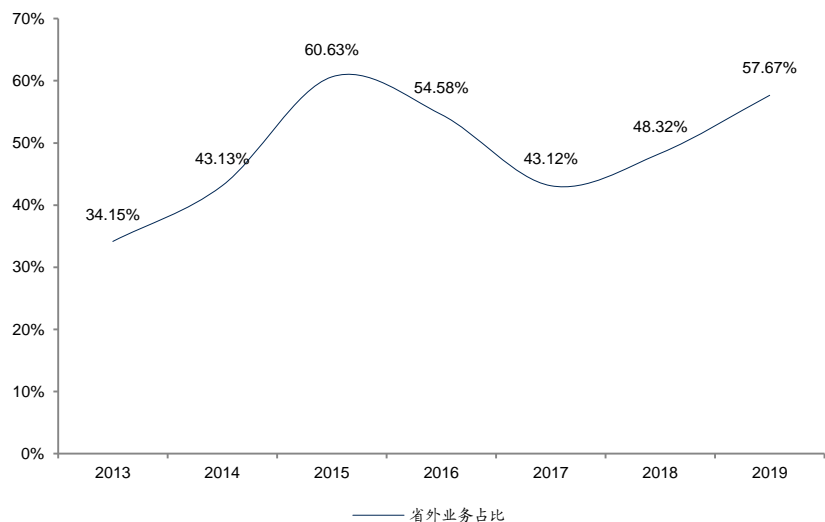


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

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。2019年公司在江苏省外实现营业收入34.41亿，同比增长1.30%，占比总收入57.67%，未来省外市场在公司的战略地位将愈发重要。

图 6：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

盈利预测与投资建议

我们将公司业务进行分拆，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) 综合检测及其他业务均保持平稳发展，毛利率水平趋于稳定；
- (3) 项目管理业务占比逐渐减少；

表 1：公司业务收入拆分（亿元）

| 收入预测 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---------------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 勘察设计 | | | | | |
| 收入 | 37.42 | 34.82 | 40.04 | 46.05 | 52.96 |
| 增长率 | 24.77% | -6.95% | 15.00% | 15.00% | 15.00% |
| 毛利率 | 39.95% | 41.04% | 40.00% | 40.00% | 40.00% |
| 环境咨询 | | | | | |
| 收入 | 12.67 | 0.97 | 0.97 | 0.97 | 0.97 |
| 增长率 | -16.09% | -92.34% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 毛利率 | 16.89% | 15.00% | 15.00% | 15.00% | 15.00% |
| 综合检测 | | | | | |
| 收入 | 7.12 | 9.60 | 12.48 | 16.22 | 20.28 |
| 增长率 | 45.60% | 34.83% | 30.00% | 30.00% | 25.00% |
| 毛利率 | 34.83% | 38.75% | 35.00% | 35.00% | 35.00% |
| 项目管理 | | | | | |
| 收入 | 9.35 | 8.53 | 8.53 | 8.53 | 8.53 |
| 增长率 | -11.79% | -8.77% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 毛利率 | 12.73% | 27.55% | 15.00% | 15.00% | 15.00% |
| 其他主营业务 | | | | | |
| 收入 | 3.49 | 5.48 | 6.03 | 6.63 | 7.29 |
| 增长率 | -21.22% | 57.02% | 10.00% | 10.00% | 10.00% |
| 毛利率 | 28.94% | 24.45% | 26.00% | 26.00% | 26.00% |
| 其他 | | | | | |
| 收入 | 0.25 | 0.27 | 0.27 | 0.27 | 0.27 |
| 增长率 | 31.58% | 8.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 毛利率 | 68.00% | 70.37% | 60.00% | 60.00% | 60.00% |
| 合计 | | | | | |
| 收入 | 70.30 | 59.67 | 68.32 | 78.67 | 90.30 |
| 增长率 | 7.82% | -15.12% | 14.50% | 15.15% | 14.78% |
| 毛利率 | 31.21% | 38.31% | 34.45% | 34.84% | 35.18% |

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勘察设计咨询龙头企业，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 15.3/13.4 倍，我们预测公司对应的估值为 13.9/12.0 倍，低于行业估值中枢水平。

表 2: 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 | |
| 603018.SH | 中设集团 | 14.65 | 68.03 | 1.12 | 1.35 | 13.1 | 10.9 | 买入 |
| 300732.SZ | 设研院 | 17.83 | 34.21 | 1.41 | 1.57 | 13.2 | 11.3 | 无评级 |
| 603357.SH | 设计总院 | 10.63 | 48.32 | 1.07 | 1.24 | 9.9 | 8.6 | 无评级 |
| 300746.SZ | 汉嘉设计 | 12.06 | 27.22 | 0.41 | 0.44 | 29.4 | 27.4 | 无评级 |
| 603458.SH | 勘设股份 | 22.00 | 40.90 | 2.05 | 2.36 | 10.7 | 9.3 | 无评级 |
| 600629.SH | 华建集团 | 8.22 | 43.91 | 0.57 | 0.65 | 14.4 | 12.6 | 无评级 |
| | 平均 | 14.23 | 43.76 | 1.22 | 1.45 | 15.3 | 13.4 | |
| 300284.SZ | 苏交科 | 10.32 | 100.25 | 0.74 | 0.86 | 13.9 | 12.0 | 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（除中设集团和苏交科外其他可比公司数据均来源于 wind 一致预期）

投资建议与评级

国内一季度受疫情影响较大，海外西班牙子公司 EPTISA 今年也将受到疫情冲击，我们略微下调公司盈利预测，2020 年归母净利润从 9.1 亿元下调至 8.4 亿元，预计公司 20-22 年公司 EPS 分别为 0.86/0.99/1.14 元，当前股价对应 PE 为 12.0/10.4/9.1 倍。公司拥有设计领域的最高资质，不断优化产业布局，我们认为公司的合理估值区间 14-15 倍，对应价格 12.04-12.90 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) | | | | |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 现金及现金等价物 | 2785 | 3203 | 3684 | 4236 | 营业收入 | 5967 | 6832 | 7868 | 9030 |
| 应收款项 | 7273 | 8327 | 9589 | 11006 | 营业成本 | 3681 | 4478 | 5127 | 5854 |
| 存货净额 | 39 | 48 | 54 | 62 | 营业税金及附加 | 34 | 30 | 35 | 40 |
| 其他流动资产 | 174 | 200 | 230 | 264 | 销售费用 | 106 | 141 | 162 | 186 |
| 流动资产合计 | 10367 | 11873 | 13653 | 15664 | 管理费用 | 552 | 624 | 717 | 822 |
| 固定资产 | 693 | 721 | 746 | 761 | 财务费用 | 87 | 80 | 80 | 87 |
| 无形资产及其他 | 220 | 211 | 202 | 193 | 投资收益 | 4 | 4 | 4 | 4 |
| 投资性房地产 | 2003 | 2003 | 2003 | 2003 | 资产减值及公允价值变动 | (11) | (11) | (11) | (11) |
| 长期股权投资 | 69 | 80 | 92 | 104 | 其他收入 | (621) | (461) | (572) | (697) |
| 资产总计 | 13351 | 14888 | 16697 | 18726 | 营业利润 | 878 | 1011 | 1168 | 1338 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 2590 | 2668 | 3088 | 3531 | 营业外净收支 | (2) | 0 | 0 | 0 |
| 应付款项 | 2664 | 3231 | 3704 | 4234 | 利润总额 | 876 | 1011 | 1168 | 1338 |
| 其他流动负债 | 2077 | 2509 | 2878 | 3292 | 所得税费用 | 139 | 161 | 186 | 213 |
| 流动负债合计 | 7331 | 8408 | 9670 | 11058 | 少数股东损益 | 13 | 15 | 17 | 20 |
| 长期借款及应付债券 | 696 | 696 | 696 | 696 | 归属于母公司净利润 | 724 | 835 | 965 | 1105 |
| 其他长期负债 | 178 | 77 | (24) | (125) | | | | | |
| 长期负债合计 | 874 | 773 | 672 | 571 | 现金流量表 (百万元) | | | | |
| 负债合计 | 8204 | 9181 | 10341 | 11629 | 净利润 | 724 | 835 | 965 | 1105 |
| 少数股东权益 | 327 | 337 | 348 | 360 | 资产减值准备 | 31 | 11 | 3 | 5 |
| 股东权益 | 4820 | 5371 | 6008 | 6737 | 折旧摊销 | 107 | 119 | 129 | 139 |
| 负债和股东权益总计 | 13351 | 14888 | 16697 | 18726 | 公允价值变动损失 | 11 | 11 | 11 | 11 |
| | | | | | 财务费用 | 87 | 80 | 80 | 87 |
| 关键财务与估值指标 | | | | | 营运资本变动 | (642) | (178) | (555) | (610) |
| 每股收益 | 0.74 | 0.86 | 0.99 | 1.14 | 其它 | (22) | (1) | 8 | 8 |
| 每股红利 | 0.25 | 0.29 | 0.34 | 0.39 | 经营活动现金流 | 209 | 796 | 561 | 657 |
| 每股净资产 | 4.96 | 5.53 | 6.18 | 6.94 | 资本开支 | (112) | (160) | (160) | (160) |
| ROIC | 17% | 15% | 16% | 17% | 其它投资现金流 | 361 | 0 | 0 | 0 |
| ROE | 15% | 16% | 16% | 16% | 投资活动现金流 | 249 | (172) | (172) | (172) |
| 毛利率 | 38% | 34% | 35% | 35% | 权益性融资 | 11 | 0 | 0 | 0 |
| EBIT Margin | 27% | 23% | 23% | 24% | 负债净变化 | 323 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 29% | 25% | 25% | 25% | 支付股利、利息 | (247) | (284) | (328) | (376) |
| 收入增长 | -15% | 14% | 15% | 15% | 其它融资现金流 | (488) | 78 | 420 | 443 |
| 净利润增长率 | 16% | 15% | 16% | 15% | 融资活动现金流 | (324) | (206) | 92 | 67 |
| 资产负债率 | 64% | 64% | 64% | 64% | 现金净变动 | 134 | 418 | 480 | 553 |
| 息率 | 2.5% | 2.8% | 3.3% | 3.7% | 货币资金的期初余额 | 2651 | 2785 | 3203 | 3684 |
| P/E | 13.9 | 12.0 | 10.4 | 9.1 | 货币资金的期末余额 | 2785 | 3203 | 3684 | 4236 |
| P/B | 2.1 | 1.9 | 1.7 | 1.5 | 企业自由现金流 | 694 | 1091 | 950 | 1159 |
| EV/EBITDA | 10.7 | 11.4 | 10.4 | 9.5 | 权益自由现金流 | 530 | 1102 | 1302 | 1529 |

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