

盈利能力修复有持续性

——苏交科 (300284.SZ) 19 年前三季度业绩点评

公司简报

◆事件：苏交科公布 19 年前三季度业绩。19 年前三季度公司收入 35.2 亿，YoY -25.2%，归母净利 4.2 亿，YoY +15.6%；单三季度收入 14.1 亿，YoY -18.2%，归母净利 2.0 亿，YoY +11.0%。

◆盈利能力继续修复，有持续性：公司 19 年前三季度收入 YoY -25.2%，收入同比明显下滑主要源于公司于去年 11 月出售 TestAmerica (TA) 影响及战略性收缩工程承包业务，剔除出售 TA 影响，推测收入同增 10% 左右。19 年前三季度综合毛利率 38.8%，同比+9.8pcts，环比+2.8pcts，盈利能力继续改善，主要源于：1) 出售 TA 影响；2) 主业设计咨询业务毛利率明显改善；3) 毛利率较低的工程承包业务收入占比继续下降。毛利率改善趋势有望延续。加大环境业务布局拓展力度致管理费用支出增加明显，带动 19 年前三季度期间费用率同比提升 2.2pcts 至 18.2%；应收账款规模增加及新金融准则应用致减值损失占收入比例同比提升 1.8pcts 至 4.8%，综合致同期归母净利率同比提升 4.2pcts 至 12.0%。随着应收账款清欠力度加大、环境业务贡献业绩，判断减值损失占收入比例及管理费用率提升空间不大，净利率存在继续提升空间。

◆负债率下降，应收账款占比有所上升，现金流向好：截止 3Q19 末，公司资产负债率、带息负债比率分别为 59.5%、42.7%，较上年同期分别下降 3.8、1.4pcts；应收账款占总资产比例同比提升 3.1pcts，考虑出售 TA 影响（其应收账款占比处于较低水平），应收账款增幅明显，判断为部分合同阶段性影响，后续有望改善。19 年前三季度收、付现比分别为 82.4%、50.4%，其差值较上年同期同比增加 4.2pcts 至 32.0%，现金流持续向好。

◆咨询主业稳健，期待环境业务，员工激励到位，维持“买入”评级：公司咨询主业稳健，Eptisa+JSTI 品牌优势逐渐显现；近年重点拓展环境检测/咨询/治理/修复全产业链业务，作为新增长点值得期待。公司第 3 期员工持股计划在二级市场已完成股票购买，绑定核心员工与公司利益，有助于进一步激发公司活力。考虑到收入增速略低于我们预期，我们小幅下调公司 19-21 年归母净利预测至 7.3/8.9/10.7 亿（前值 7.6/9.0/10.8 亿），对应 EPS 0.75/0.91/1.10 元，当前股价对应 19 年 PE 11x，维持“买入”评级。

◆风险提示：Eptisa 整合协同、工程回款不及预期、基建投资大幅下滑

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	6,519	7,030	6,405	7,411	8,598
营业收入增长率	55.17%	7.84%	-8.89%	15.70%	16.02%
净利润（百万元）	464	623	733	886	1,072
净利润增长率	22.32%	34.37%	17.62%	20.82%	21.05%
EPS（元）	0.48	0.64	0.75	0.91	1.10
ROE（归属母公司）（摊薄）	12.50%	14.69%	15.08%	15.77%	16.42%
P/E	18	13	11	9	8
P/B	2.3	2.0	1.7	1.5	1.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 10 月 28 日

买入（维持）

当前价：8.62 元

分析师

孙伟风（执业证书编号：S0930516110003）

021-52523822

sunwf@ebcn.com

联系人

武慧东

010-58452064

wuhuidong@ebcn.com

市场数据

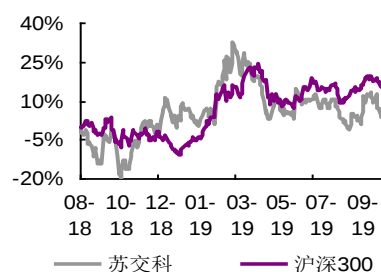
总股本(亿股)：9.71

总市值(亿元)：83.74

一年最低/最高(元)：6.69/11.20

近 3 月换手率：34.99%

股价表现(一年)



收益表现

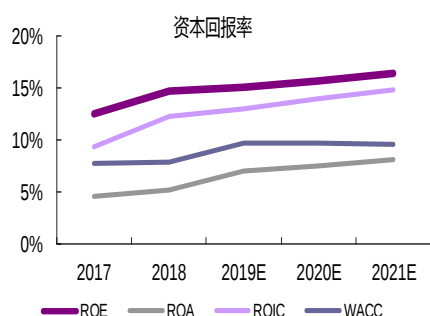
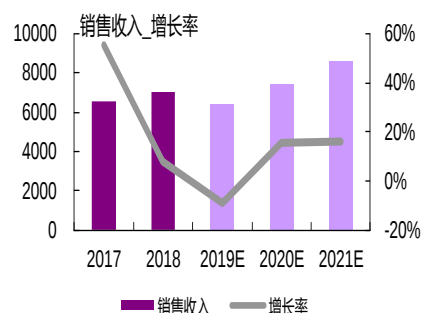
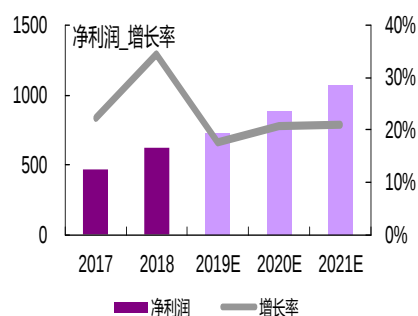
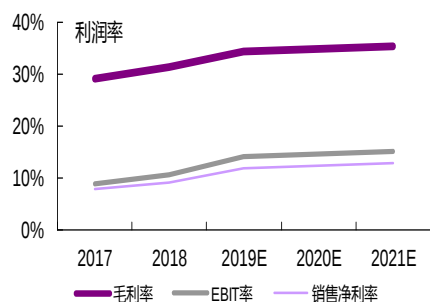
%	一个月	三个月	十二个月
相对	-3.17	-8.68	-0.73
绝对	-1.25	-6.91	23.00

资料来源：Wind

相关研报

战略性收缩承包业务，盈利能力持续改善——苏交科 (300284.SZ) 2019 半年报点评

.....2019-07-30
盈利改善延续，与 Eptisa 协同有望深化——苏交科 (300284.SZ) 2019 年一季报点评
.....2019-04-23



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	6,519	7,030	6,405	7,411	8,598
营业成本	4,623	4,834	4,208	4,831	5,567
折旧和摊销	164	188	166	172	179
营业税费	20	31	29	33	38
销售费用	149	148	135	156	181
管理费用	843	823	781	1,001	1,187
财务费用	89	116	102	100	111
公允价值变动损益	-7	7	0	0	0
投资收益	1	76	76	76	76
营业利润	621	749	877	1,060	1,272
利润总额	625	750	878	1,056	1,273
少数股东损益	44	21	21	21	21
归属母公司净利润	464	623	733	886	1,072

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	10,924	12,254	10,640	11,927	13,472
流动资产	7,010	9,358	7,590	8,714	10,083
货币资金	1,338	2,651	1,281	1,482	1,720
交易型金融资产	0	7	7	7	7
应收账款	4,947	5,783	5,893	6,750	7,811
应收票据	16	38	35	40	46
其他应收款	232	209	180	209	242
存货	71	68	59	73	85
可供出售投资	634	649	714	785	863
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	32	68	68	68	68
固定资产	954	689	664	640	615
无形资产	432	226	216	206	197
总负债	6,940	7,708	5,454	5,968	6,579
无息负债	4,405	4,264	3,860	4,348	4,912
有息负债	2,535	3,444	1,594	1,620	1,668
股东权益	3,984	4,546	5,186	5,960	6,893
股本	578	810	971	971	971
公积金	1,560	1,349	1,261	1,349	1,457
未分配利润	1,571	2,074	2,620	3,285	4,090
少数股东权益	274	303	324	344	365

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	321	61	867	633	698
净利润	464	623	733	886	1,072
折旧摊销	164	188	166	172	179
净营运资金增加	1,019	993	-121	620	786
其他	-1,325	-1,743	89	-1,045	-1,339
投资活动产生现金流	-615	594	-181	-209	-219
净资本支出	212	208	201	201	201
长期投资变化	32	68	0	0	0
其他资产变化	-859	318	-382	-410	-420
融资活动现金流	549	571	-2,056	-223	-242
股本变化	21	231	162	0	0
债务净变化	440	909	-1,850	26	48
无息负债变化	769	-141	-404	487	564
净现金流	253	1,217	-1,370	201	237

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	55.17%	7.84%	-8.89%	15.70%	16.02%
净利润增长率	22.32%	34.37%	17.62%	20.82%	21.05%
EBITDA 增长率	41.05%	24.95%	2.54%	17.51%	18.30%
EBIT 增长率	41.07%	27.92%	5.60%	20.05%	20.60%
估值指标					
PE	18	13	11	9	8
PB	2	2	2	1	1
EV/EBITDA	9	9	9	8	7
EV/EBIT	11	11	11	9	7
EV/NOPLAT	13	12	13	10	9
EV/Sales	1	1	2	1	1
EV/IC	1	2	2	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	29.09%	31.23%	34.31%	34.81%	35.25%
EBITDA 率	11.37%	13.17%	16.69%	16.95%	17.28%
EBIT 率	8.86%	10.50%	14.09%	14.62%	15.20%
税前净利润率	9.59%	10.67%	13.71%	14.25%	14.81%
税后净利润率 (归属母公司)	7.12%	8.87%	11.44%	11.95%	12.47%
ROA	4.65%	5.25%	7.08%	7.60%	8.11%
ROE (归属母公司) (摊薄)	12.50%	14.69%	15.08%	15.77%	16.42%
经营性 ROIC	9.41%	12.31%	13.07%	13.97%	14.84%
偿债能力					
流动比率	1.27	1.33	1.58	1.63	1.69
速动比率	1.25	1.32	1.57	1.62	1.68
归属母公司权益/有息债务	1.46	1.23	3.05	3.47	3.91
有形资产/有息债务	3.70	3.23	5.97	6.68	7.42
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.48	0.64	0.75	0.91	1.10
每股红利	0.10	0.12	0.14	0.16	0.20
每股经营现金流	0.33	0.06	0.89	0.65	0.72
每股自由现金流(FCFF)	-0.32	0.06	1.25	0.61	0.65
每股净资产	3.82	4.37	5.01	5.78	6.72
每股销售收入	6.71	7.24	6.59	7.63	8.85

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号 写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大 厦 A 座 17 楼