

苏文科 (300284) 研究报告

收入增长 66%，一带一路布局值得期待
买入 (维持)

2017 年 3 月 1 日

盈利预测及估值

	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	2,563	4,264	5,604	6,525
同比(+/-%)	18.5%	66.4%	31.4%	16.4%
净利润(百万元)	311	374	555	673
同比(+/-%)	23.0%	20.5%	48.7%	21.1%
毛利率(%)	35.8%	31.1%	30.7%	30.9%
净资产收益率(%)	11.8%	12.9%	13.0%	14.0%
每股收益(元)	0.56	0.67	0.93	1.12
PE	36.40	29.7	21.42	17.78
PB	4.28	3.84	2.86	2.54

数据来源: WIND 资讯, 东吴证券研究所

事件:

公司发布 2016 年业绩快报, 营收 42.64 亿, 同比+66.39%, 归母净利 3.74 亿, 同比+20.47%, EPS0.67, 同比+15.75%。

投资要点:

- 子公司并表, 收入大幅增长:** 公司于 2016 年 9 月收购 TestAmerica 100% 股权、EPTISA 90% 股权, 同年 11 月收购中山水利 70% 股权, 完成并表 (并于 2017 年 1 月对 EPTISA 增资, 目前共持有股权 90.69%)。主业增长以及子公司并表带来收入大幅增长。
- 扣非业绩增长 11%:** 根据业绩预告, 16 年非经损益为 4000-5000 万元, 按照中值计算扣非后真实业绩为 3.29 亿元, 同比增长 11.14%, 略低于预期。我们认为, 公司业绩略低于预期可能是受子公司拖累 (TA/EP 2016 年并表, 目前还处于整合期)。
- 收购 EPTISA, 布局一带一路:1)** 16 年 9 月 1600 万欧元收购西班牙 Eptisa 90% 股权完成交割, 17 年 1 月增资, 按计划将于 17 年 12 月前收购其余 8.79% 股权, 最终持有 99.49% 的股权。**2)** Eptisa 在大坝、港口、隧道及高铁等方面有丰富经验, 截止至 2015 年共有 18 个亚行项目, 此外至少有 7 个世行项目, 熟悉国际建设咨询准则, 我们认为公司本体具有与央企合作的优势, 结合 EP 海外设计咨询的能力, 未来大概率通过与央企合作走向海外或以 EP 为平台独立获得海外设计咨询项目, 借助一带一路平台在北美及西亚、东欧、南亚地区承接更多公司业务。
- 积极外延, 完善版图:** 除 EP 外, 公司还不断通过并购补充强化业务。1) 1.37 亿美元 (含债务置换) 收购美国最

首席证券分析师 袁理

执业资格证书号: S0600511080001

yuanl@dwzq.com.cn

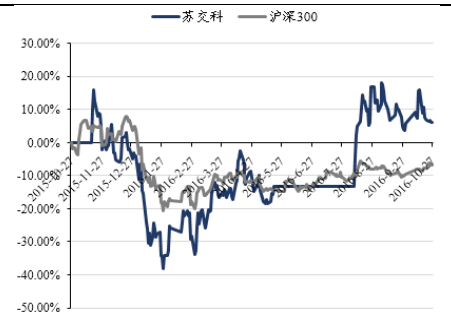
021-60199782

研究助理 翟堃

zhaik@dwzq.com.cn

021-60199789

股价走势



市场数据

收盘价(元)	19.92
一年最低价/最高价	17.51/22.38
市净率	3.92
流通 A 股市值(百万元)	6728

基础数据

每股净资产(元)	5.35
资产负债率(%)	59.66
总股本(百万股)	555
流通 A 股(百万股)	336

相关研究

- 收购加速检测布局, PPP 落地最直接受益
2016 年 8 月 10 日
- 收购水利设计资产, 加码环境领域布局
2016 年 10 月 10 日
- 业绩符合预期, 外延收购+PPP 打造多增长点
2016 年 10 月 28 日

大环境检测公司 Test America 100% 股权，已并表。收购 TA 有助于公司掌握水、空气、固废等全方位的环境检测技术，形成结合环境评价、咨询、第三方检测、工程设计、废水处理和运营服务为一体的上下游联动服务，大幅提升公司在环保咨询领域的核心竞争力，打造中国最大的第三方检测平台。2) 1.41 亿元收购中山水利 70% 股权，收购完成后公司打通水利和市政、景观专业，形成覆盖水资源、水环境全部专业的能力，a>为水环境领域 PPP 项目的推动提供技术支撑，打造新的利润增长点；b>开拓作为基础设施建设重要组成部分的水利建设市场；c>实现业务范围由长三角领域向珠三角领域的战略扩张。

- **国内工程咨询龙头，PPP 落地最直接受益：**1) 公司连续 3 年荣登“全球工程设计公司 150 强”榜单，并以第 98 名跻身百强行列。公司凭借工程咨询龙头地位优势积极探索 PPP 模式，通过绑定大型央企获取订单、自身主导 PPP 项目实施、做地方资源整合平台等模式大力拓展 PPP 市场，凭借项目全生命周期管控能力获取超额回报！。2) 报告期内，公司杭州大江东、贵阳柏枝田水库、贵阳小湾河、九华山立体停车场等多个 PPP 项目均已开展实施建设，其中贵阳市观山湖区小湾河环境综合整治工程 PPP 项目 2016 年 10 月被财政部列入国家第三批 PPP 示范项目，随着 PPP 不断落地，示范效应下未来有望进一步受益！
- **定增助力加速发展：**1) 调整非公开发行方案，19.69 元/股向六安信实、太仓铭源、宁波协慧、李威、符冠华发行 0.45 亿股募资 8.88 亿元，扣除发行费用后全部用于补充流动资金，锁定期三年，实际控制人符冠华参与认购 0.88 亿元彰显信心。2) 目前方案已过会，定增完成后公司将进一步提升资本实力，助力在 PPP 领域的加速扩张以及外延扩张。
- **盈利预测与估值：**我们预测公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.67、0.93、1.12 元（假设 2017 年完成增发），对应 PE 30、21、18 倍，估值优势明显，维持“买入”评级。
- **风险提示：**项目回款风险；业务拓展不及预期；EPTISA 在海外业务远远落后于预期；一带一路推进低于预期；公司计划不及预期；子公司整合出现问题。

图表 1 苏文科盈利预测

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	3906.5	4660.0	8718.1	10132.8	营业收入	2562.6	4263.8	5603.7	6525.1
现金	1142.1	1398.1	3133.5	3646.5	营业成本	1644.2	2182.9	3977.2	4613.9
应收款项	2622.1	3099.0	5373.4	6256.9	营业税金及附加	28.5	29.1	50.4	58.7
存货	19.1	25.3	46.2	53.6	营业费用	77.9	97.0	168.1	195.8
其他	123.1	137.5	165.1	175.8	管理费用	319.9	390.3	674.8	785.3
非流动资产	1539.2	4283.9	1787.5	1694.4	财务费用	-14.7	-10.8	-20.0	-28.3
长期股权投资	33.3	2597.8	39.3	39.3	投资净收益	2.5	0.0	0.0	0.0
固定资产	428.7	611.4	676.0	585.2	其他	-99.7	-1143.0	-77.6	-77.7
无形资产	74.3	71.9	69.5	67.1	营业利润	409.5	432.4	675.5	822.1
其他	1002.8	1002.8	1002.8	1002.8	营业外净收支	19.3	20.0	20.0	20.0
资产总计	5445.7	8943.9	10505.6	11827.2	利润总额	428.8	515.3	695.5	842.1
流动负债	2466.3	3089.0	5876.2	6658.8	所得税费用	89.4	97.2	139.1	168.4
短期借款	429.0	400.0	1000.0	1000.0	少数股东损益	28.8	0.0	0.0	0.0
应付账款	934.8	1241.1	2261.3	2623.3	归属母公司净利润	310.6	374.2	556.4	673.7
其他	1102.4	1447.9	2614.9	3035.5	EBIT	503.0	535.1	735.5	873.7
非流动负债	171.8	171.8	171.8	171.8	EBITDA	566.9	587.4	799.7	946.6
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	171.8	171.8	171.8	171.8	重要财务与估值指标	2015	2016E	2017E	2018E
负债总计	2638.0	5799.8	6047.9	6830.5	每股收益(元)	0.56	0.67	0.93	1.12
少数股东权益	164.5	164.5	164.5	164.5	每股净资产(元)	4.77	5.35	7.15	8.05
归属母公司股东权益	2643.2	2979.6	4287.3	4826.2	发行在外股份(百万股)	554.5	557.3	602.1	602.1
负债和股东权益总计	5445.7	8943.9	10499.7	11821.2	ROIC(%)	15.2%	14.0%	19.1%	21.9%
					ROE(%)	11.8%	13.2%	13.0%	14.0%
现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	毛利率(%)	35.8%	32.5%	29.0%	29.3%
经营活动现金流	11.8	571.2	565.0	707.6	EBIT Margin(%)	19.6%	16.6%	13.1%	13.4%
投资活动现金流	-176.1	-208.5	-206.3	-59.8	销售净利率(%)	12.1%	12.0%	9.9%	10.3%
筹资活动现金流	439.8	-106.7	1376.7	-134.7	资产负债率(%)	48.4%	50.9%	57.6%	57.8%
现金净增加额	277.1	256.0	1735.4	513.0	收入增长率(%)	18.5%	66.4%	31.4%	16.4%
企业自由现金流	-60.0	328.7	310.7	593.1	净利润增长率(%)	23.0%	20.5%	48.7%	21.1%

数据来源: WIND 资讯, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5% 以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

