

强烈推荐-A (维持)

苏文科 300284.SZ

目标估值: NA
 当前股价: 21.3 元
 2017年07月31日

内生增速尚可，海外标的业绩复苏

基础数据

上证综指	3273
总股本(万股)	57822
已上市流通股(万股)	34492
总市值(亿元)	123
流通市值(亿元)	73
每股净资产(MRQ)	5.4
ROE(TTM)	13.1
资产负债率	65.2%
主要股东	符冠华
主要股东持股比例	21.78%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	16	19	14
相对表现	14	9	-2



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《苏文科(300284)——半年度业绩预告增长，非公开助力业务拓展》2017-07-11
- 2、《苏文科(300284)——营收高速增长盈利性下降，17年有望多点开花》2017-04-18
- 3、《苏文科(300284)——业绩符合预期，收购并表驱动营收增长》2017-02-28

王彬鹏

021-68407543
 wangbinpeng@cmschina.com.cn
 S1090517070004

研究助理

李富华

lifuhua@cmschina.com.cn

事件:

公司 2017 年上半年实现营收 24.41 亿元，同比增长 99.41%；实现归母净利润 1.52 亿元，同比增长 20.54%。公司对 TA 公司债转股增资 5000 万美元，并收购石家庄市政设计研究院有限责任公司 100% 股权以及实行事业伙伴计划。

评论:

1、业绩增长符合预期，内生增长 16.49%，增速尚可

公司实施内生外延战略，2016 年并购的 TA、EP 和中山水利，分别贡献营收 7.56 亿、3.53 亿、0.47 亿，中山水利贡献利润约 0.095 亿，TA、EP 上半年分别亏损 40 万元，388 万元，如果除去三家公司贡献，17H1 营收增长 4.98%，净利润增长 16.49%。不过随着 TA、EP 业务恢复(公司已对 TA 债转股增资 5000 万美元，改善资产负债结构，提升融资能力和业务开展能力)，相信其利润贡献将会更大。2017 上半年，公司营收增速明显高于归母净利增速，主要因为：1) 工程咨询业务由于并表 TA/EP 等业务，毛利率下降 10.66 个 pp，工程承包业务毛利率提升 2.79 个 pp，整体毛利率下降 3.98 个 pp；2) 由于自身业务扩张及子公司并表，公司管理费用率提升 1.77 个 pp，应收账款增加导致资产减值损失增加 0.29 亿元。分业务看，工程咨询业务实现营收 22.51 亿元，同比增长 160.83%，如果除去 TA/EP/中山水利等，工程咨询营收为 10.95 亿元，同比增长 26.88%；由于公司发展战略的推进，工程承包业务下降 46.78%，符合公司的定位。

2、公司在手订单充足，2017H1 扣非净利增长 15.01%

公司 2017H1 实现非经常损益 0.11 亿元，相比 2016H1 的 0.034 亿元增长 223.53%，主要是因为公司的国家实验室资助分期摊销，导致当期收到的政府补助增加 1100 余万元，公司 2017H1 扣非后净利润为 1.41 亿元，同比增长 15.01%。公司在手订单充足，叠加公路等基建投资维持较高水平，上半年预计新签订单大幅增长。随着订单的相继落地，公司未来业绩有保障。

3、继续外延收购，推出事业伙伴计划，实行利益强绑定

为进一步完善治理结构，增加凝聚力，公司推行业伙伴计划，让骨干员工深度参与公司发展，并享受发展红利。若当年净利润增长 20%，可提取事业伙伴计划专项基金，用于购买公司股票激励事业伙伴，锁定期为 8 年，体现长期发展意图。公司不断外延收购，今日公告以 8762.52 万元收购石家庄市政设计研究院 100% 股权，进一步完善了京津冀、雄安新区等区域业务布局。标的公司承诺 2017 年度、2018 年度和 2019 年度经审计的扣除非经常性损益的净利润数分别不低于 1000 万元、1280 万元、1560 万元，将进一步增厚公司未来业绩。

4、内生外延，拓展 PPP 等业务，海外标的业绩好转，维持“强烈推荐-A”评级

公司内生增长稳定，不断外延并购，完善业务版图；拓展 PPP 等新兴业务；此外，海外标的业绩好转，我们预计 17、18 年公司 EPS 分别为 0.88 和 1.12 元/股，对应 PE 分别为 24.3 和 19.0 倍，维持“强烈推荐-A”评级。

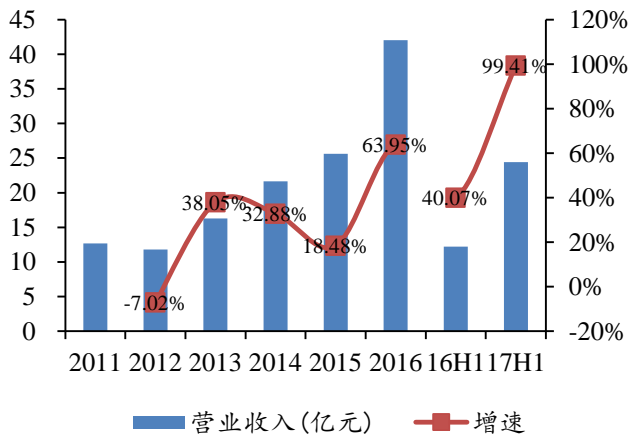
5、风险提示：投资不及预期，海外风险，回款风险

表 1: 事业伙伴计划的具体内容

名称	内容
目的及意义	进一步推动多层次骨干员在公司经营管理中的参与深度与广度, 加强骨干员工的责任感与使命感, 深化公司文化凝聚力的一种激励计划形式
适用范围	公司及其中中国大陆地区控股子公司, 海外子公司待条件成熟后纳入
激励考核标准	若公司当年度实现的归属于母公司股东的净利润较上年度增长率超过 20%, 则事业伙伴以自有资金出资, 公司按 1:1 的比例相应提取基于年度业绩的事业伙伴计划专项基金, 共同认购资管计划份额。公司提取基于年度业绩的事业伙伴计划专项基金不超过当年度公司实现的归属于母公司股东净利润的 8%。若当年度实现的归属于母公司股东的净利润较上年度增长率未超过 20%, 则公司不提取当年度业绩事业伙伴计划专项基金。
股票锁定期	在资管计划所购买股票结构中, 事业伙伴以个人出资购买的股票部分锁定期为 3 年, 3 年后方可解禁; 事业伙伴以事业伙伴计划专项基金出资购买的股票部分锁定期为 8 年, 8 年后方可解禁。锁定期自当年度资管计划所购买苏交科股票登记至资管计划名下时起算。
事业伙伴标准	截止到事业伙伴计划组织遴选的当年度 3 月 31 日, 在公司或控股子公司累计工作应满足一定年限: 高级事业伙伴满三年, 普通事业伙伴满一年; 需签订劳动合同并领取薪酬。最近三年的个人年度绩效考评结果, 应满足至少两年等级 B 或年度考核分 80 分以上。没有三年绩效成绩的, 应满足入司后各年度个人绩效考评结果均在等级 B 以上或年度考核分 80 分以上。

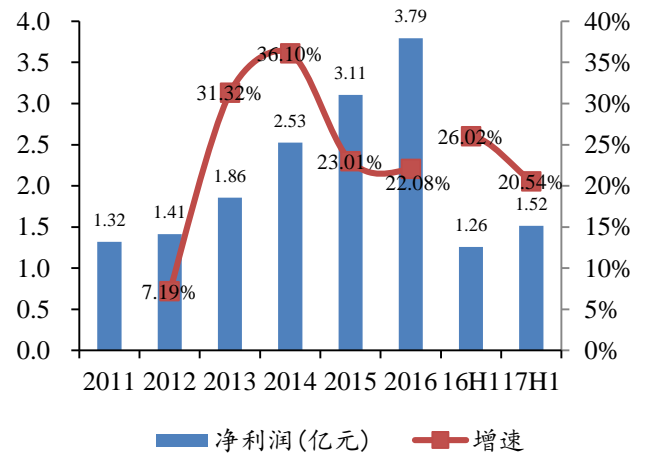
资料来源: 公司公告、招商证券

图 1: 17H1 公司营收增长 99.41%



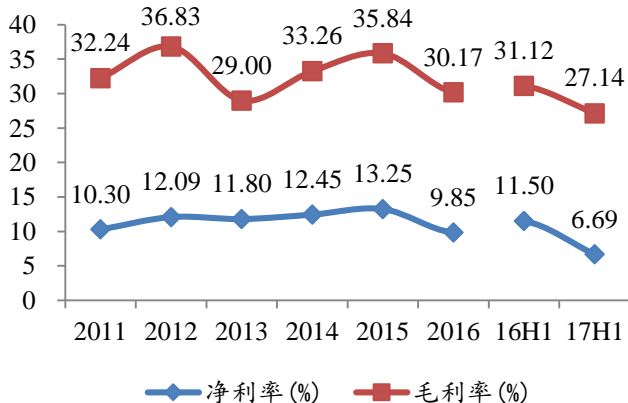
资料来源: Wind、招商证券

图 2: 17H1 公司净利润增长 20.54%



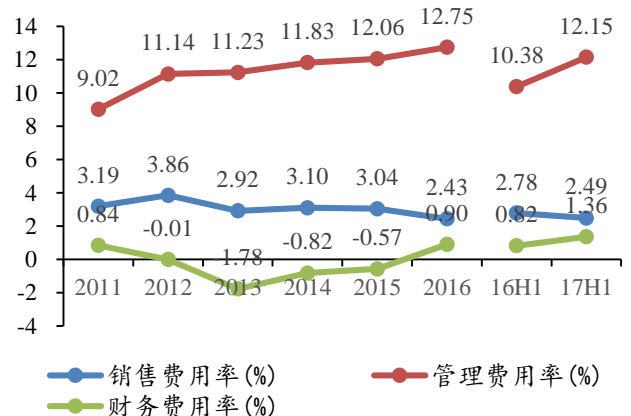
资料来源: Wind、招商证券

图 3: 17H1 毛利率降 3.98 个 pp, 净利率降 4.81 个 pp



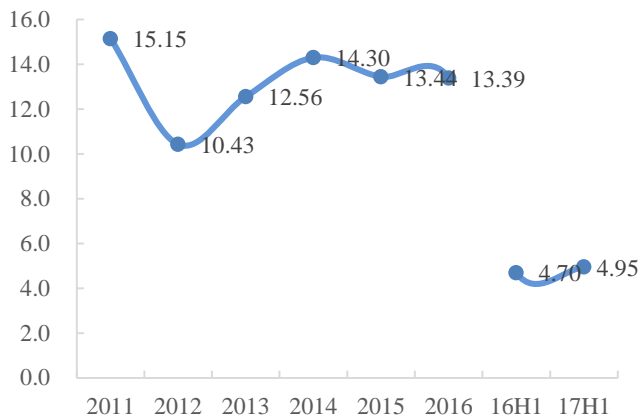
资料来源: Wind、招商证券

图 4: 17H1 期间费用率上升 2.02 个 pp



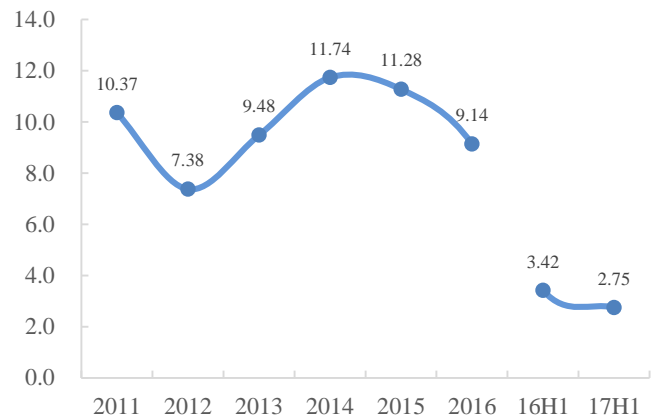
资料来源: Wind、招商证券

图 5：公司 ROE 较上年同期略有上升



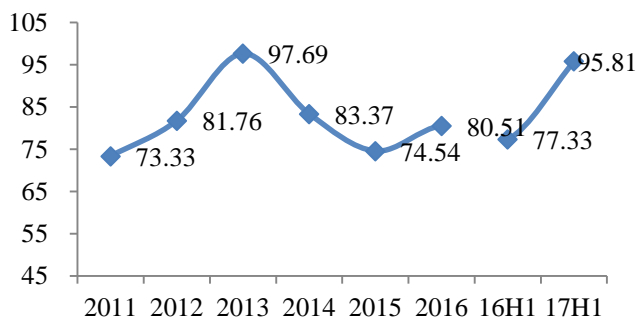
资料来源：Wind、招商证券

图 6：公司 ROIC 较上年同期有所下降



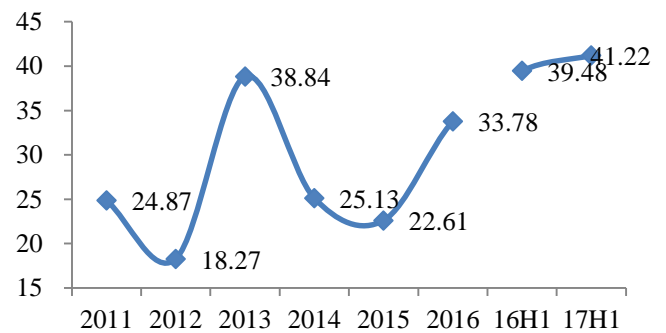
资料来源：Wind、招商证券

图 7：公司收现比大幅提升



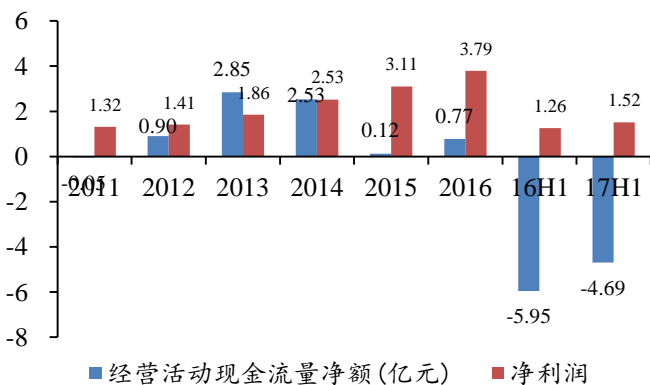
资料来源：Wind、招商证券

图 8：公司付现比较上年同期有所提升



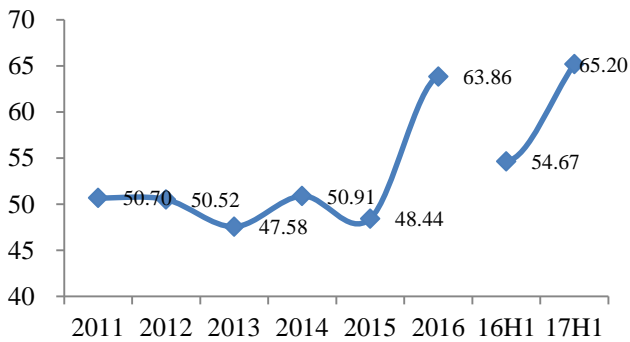
资料来源：Wind、招商证券

图 9：公司经营活动现金流净额恶化情况有所好转



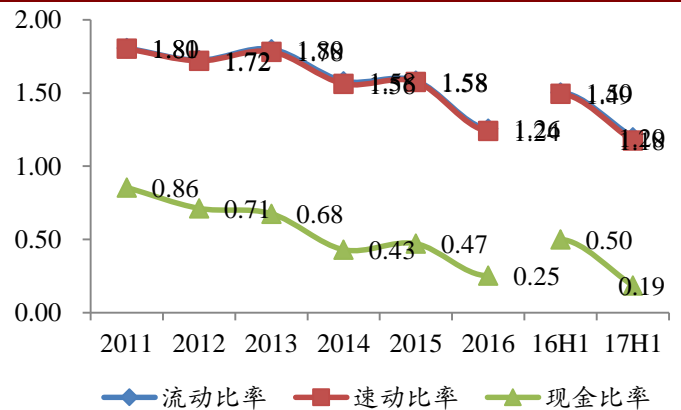
资料来源：Wind、招商证券

图 10: 公司资产负债率较上年同期上升, 达到高点



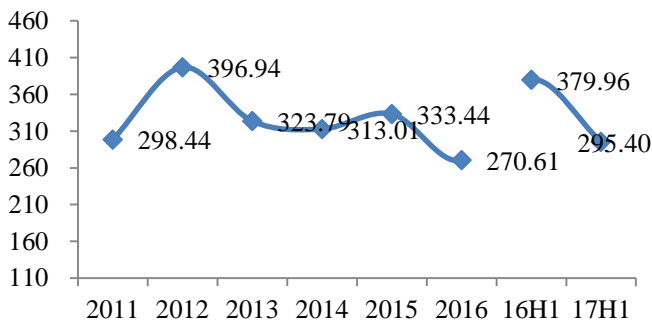
资料来源: Wind、招商证券

图 11: 短期偿债能力较上年同期有所下滑



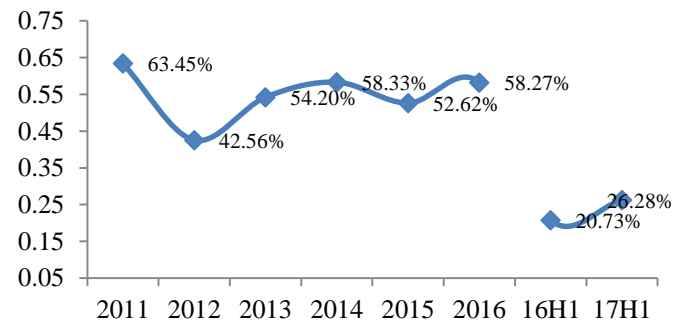
资料来源: Wind、招商证券

图 12: 营业周期较上年同期大幅减少



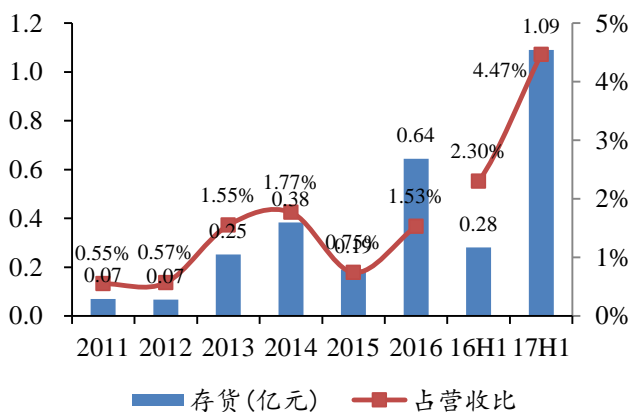
资料来源: Wind、招商证券

图 13: 总资产周转率较上年同期有所提高



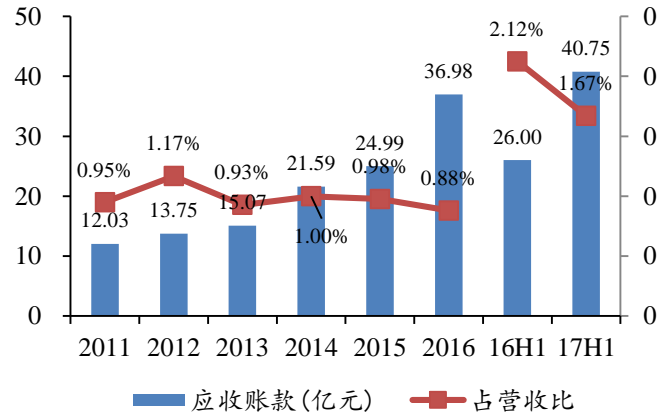
资料来源: Wind、招商证券

图 14: 存货占营收比重较上年同期几乎翻倍



资料来源: Wind、招商证券

图 15: 应收账款占营收比重较上年同期有所降低



资料来源: Wind、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	3906	5483	6315	7891	9195
现金	1142	1090	422	527	727
交易性投资	0	7	7	7	7
应收票据	19	6	8	10	11
应收款项	2499	3698	4965	6206	7137
其它应收款	104	233	314	393	452
存货	19	64	78	97	112
其他	123	386	521	652	750
非流动资产	1539	3491	3827	4111	4350
长期股权投资	33	33	33	33	33
固定资产	326	751	1135	1461	1739
无形资产	74	452	407	366	329
其他	1105	2256	2253	2251	2249
资产总计	5446	8975	10142	12001	13545
流动负债	2466	4364	5043	6368	7320
短期借款	424	1078	1210	1847	2279
应付账款	935	1589	2151	2693	3101
预收账款	190	395	535	669	771
其他	918	1302	1146	1159	1169
长期负债	172	1367	1367	1367	1367
长期借款	0	848	848	848	848
其他	172	518	518	518	518
负债合计	2638	5731	6410	7735	8687
股本	555	557	557	557	557
资本公积金	1075	1096	1096	1096	1096
留存收益	1014	1366	1810	2287	2814
少数股东权益	164	224	269	326	392
归属于母公司所有者权益	2643	3019	3463	3940	4467
负债及权益合计	5446	8975	10142	12001	13545

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	12	77	42	265	639
净利润	311	379	488	624	714
折旧摊销	71	116	163	217	262
财务费用	22	130	124	146	180
投资收益	(2)	(1)	(2)	(3)	(4)
营运资金变动	(406)	(549)	(793)	(792)	(591)
其它	17	1	62	74	79
投资活动现金流	(176)	(1214)	(505)	(504)	(504)
资本支出	(127)	(165)	(507)	(507)	(507)
其他投资	(49)	(1049)	2	3	4
筹资活动现金流	440	1065	(205)	343	65
借款变动	188	953	(36)	636	432
普通股增加	50	3	0	0	0
资本公积增加	354	21	0	0	0
股利分配	(252)	(222)	(45)	(147)	(187)
其他	100	310	(124)	(146)	(180)
现金净增加额	276	(72)	(668)	104	201

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2563	4201	5672	7090	8153
营业成本	1644	2934	3972	4972	5726
营业税金及附加	29	17	23	28	32
营业费用	78	102	138	172	198
管理费用	309	536	695	868	999
财务费用	(15)	38	124	146	180
资产减值损失	111	166	118	132	139
公允价值变动收益	0	7	2	3	4
投资收益	2	1	0	0	0
营业利润	410	417	604	773	883
营业外收入	21	95	43	53	64
营业外支出	2	14	6	7	9
利润总额	429	498	642	820	938
所得税	89	84	109	139	159
净利润	339	414	533	681	779
少数股东损益	29	35	45	57	66
归属于母公司净利润	311	379	488	624	714
EPS (元)	0.56	0.68	0.88	1.12	1.28

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	18%	64%	35%	25%	15%
营业利润	27%	2%	45%	28%	14%
净利润	23%	22%	29%	28%	14%
获利能力					
毛利率	35.8%	30.2%	30.0%	29.9%	29.8%
净利率	12.1%	9.0%	8.6%	8.8%	8.8%
ROE	11.8%	12.6%	14.1%	15.8%	16.0%
ROIC	9.6%	7.1%	10.5%	11.0%	11.1%
偿债能力					
资产负债率	48.4%	63.9%	63.2%	64.4%	64.1%
净负债比率	7.9%	23.3%	20.3%	22.5%	23.1%
流动比率	1.6	1.3	1.3	1.2	1.3
速动比率	1.6	1.2	1.2	1.2	1.2
营运能力					
资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
存货周转率	57.3	70.2	56.0	57.0	54.9
应收帐款周转率	1.1	1.4	1.3	1.3	1.2
应付帐款周转率	2.0	2.3	2.1	2.1	2.0
每股资料 (元)					
每股收益	0.56	0.68	0.88	1.12	1.28
每股经营现金	0.02	0.14	0.08	0.48	1.15
每股净资产	4.77	5.42	6.21	7.07	8.01
每股股利	0.40	0.08	0.26	0.34	0.38
估值比率					
PE	38.0	31.3	24.3	19.0	16.6
PB	4.5	3.9	3.4	3.0	2.7
EV/EBITDA	23.7	19.8	11.9	9.3	8.0

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

王彬鹏：上海财经大学数量经济学硕士，2015年7月加入招商证券，从事建筑工程行业研究。

李富华：上海交通大学产业经济学硕士，2016年4月加入招商证券，从事建筑工程行业研究。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。