

## 建筑装饰

2017年08月01日

# 苏文科 (300284)

## ——并购整合效果良好，事业伙伴计划助力公司发展

报告原因：有业绩公布需要点评

### 增持 (维持)

**市场数据:** 2017年07月31日

|             |                    |
|-------------|--------------------|
| 收盘价(元)      | 21.3               |
| 一年内最高/最低(元) | 28.18/16.84        |
| 市净率         | 3.9                |
| 息率(分红/股价)   | 0.65               |
| 流通A股市值(百万元) | 7347               |
| 上证指数/深证成指   | 3273.03 / 10505.04 |

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

**基础数据:** 2017年06月30日

|              |         |
|--------------|---------|
| 每股净资产(元)     | 5.53    |
| 资产负债率%       | 65.20   |
| 总股本/流通A股(百万) | 578/345 |
| 流通B股/H股(百万)  | -/-     |

**一年内股价与大盘对比走势:**

**相关研究**

《苏文科(300284)点评:主标外延并购提升核心能力,环境保护、PPP业务加速发展》  
2017/04/18

《苏文科(300284)点评:三起并购布局未来成长,PPP优势明显助力发展》  
2016/10/28

**证券分析师**

李杨 A0230516080004  
liyqng@swsresearch.com

**研究支持**

李峙屹 A0230115080003  
lizy@swsresearch.com

**联系人**

李峙屹  
(8621)23297818×7373  
lizy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

**投资要点:**

- **公司2017上半年度归母净利润增速同比增长20.54%，符合我们的预期(20%)。**1H17公司实现营业收入24.41亿元，同比增长99.41%；实现净利润1.52亿元，同比增长20.54%；其中2Q17公司实现营收14.05亿元，同比增长90.74%，实现净利润0.95亿，同比增长33.51%。
- **由于收购并表影响，公司综合毛利率下降3.98个百分点，管理费用提升1.77个百分点，综合影响净利率下滑4.81个百分点。如果剔除并表影响，公司综合净利率同比提升1.14个百分点。**上半年，TestAmerica实现营业收入7.55亿元，净利润为-40万元，Eptisa实现营业收入3.53亿元，净利润为-388万元；中山水利实现营业收入0.47亿元，净利润为1358万元。则剔除并表影响，公司主业上半年实现营业收入12.86亿元，同比增长5.06%；净利润1.47亿元，同比增长16.59%；综合净利率上升1.14个百分点至11.43%。
- **公司经营性现金流净额较去年同期多流入1.26亿元，收现比大幅增加。**由于公司经营性回款增加幅度大于现金支出增加幅度，1H17经营活动产生的现金流量净额-4.69亿元，同比多流入1.26亿元，收现比95.81%，较去年同期提升18.48个百分点；付现比56.58%，同比基本持平，小幅下降0.74个百分点。
- **并购整合效果良好，市场开拓力度持续加大，定增、事业伙伴计划助力公司发展：1) 境外并购整合效果良好，标的业绩表现符合预期。**1H17两家海外公司TestAmerica和Eptisa合计贡献收入11.09亿元，占总收入比重约45.41%，同比均有所提高，目前TestAmerica已完成公司中长期战略规划，Eptisa在进行人员整合以后业务承接额同比增长超过50%，预计随着整合继续推进，两者盈利能力将持续改善。**2) 市场开拓持续加大，并购手段得心应手。**公司拟以自有资金8763万元收购石家庄市市政设计研究院100%股权，以进一步完善京津冀、雄安新区等区域业务布局，加强属地化建设。**3) 拟实行事业伙伴计划，优化公司治理，激发员工活力。**公司拟开展事业伙伴计划，员工自愿参与。该计划激励方式将以事业伙伴自有资金及公司业绩提取基金，通过资管计划通道购买公司股票，若当年度实现归母净利润同比增速超过20%，则公司按与事业伙伴自有出资1:1提取专项基金参与认购，否则不予提取。事业伙伴个人出资与专项基金出资购买的股票锁定期分别为3年和8年。**4) 实际控制人参与定增，彰显对公司发展的充足信心。**上半年度公司完成定增计划，合计发行股票1729万股，发行价格19.55元/股，募集资金3.38亿元，用于补充流动资金，其中公司实际控制人符冠华认购0.88亿元，彰显对未来发展信心。
- **下调17、18年盈利预测，上调19年盈利预测，维持盈利预测，维持“增持”评级：**海外收购公司盈利恢复加速公司未来业绩增长，下调17、18年盈利预测，上调19年盈利预测，预计公司17-19年净利润为4.97亿/6.56亿/8.85亿(原值5.11亿/6.65亿/8.71亿)，增速分别为31%/32%/35%；对应PE分别为24X/18X/13X。

**财务数据及盈利预测**

|           | 2016  | 2017H1 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 4,201 | 2,441  | 6,836 | 7,489 | 8,837 |
| 同比增长率(%)  | 63.95 | 99.41  | 62.71 | 9.55  | 18.00 |
| 净利润(百万元)  | 379   | 152    | 497   | 656   | 885   |
| 同比增长率(%)  | 22.08 | 20.54  | 31.06 | 31.99 | 34.91 |
| 每股收益(元/股) | 0.68  | 0.27   | 0.89  | 1.18  | 1.59  |
| 毛利率(%)    | 30.2  | 27.1   | 29.3  | 29.8  | 30.6  |
| ROE(%)    | 12.6  | 4.9    | 11.6  | 13.7  | 16.0  |
| 市盈率       | 31    |        | 24    | 18    | 13    |

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

## 财务摘要

| 百万元, 百万股         | 2014A  | 2015A  | 2016A  | 2017E  | 2018E  | 2019E  |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入             | 2,163  | 2,563  | 4,201  | 6,836  | 7,489  | 8,837  |
| 营业收入同比增长率 (yoy)  | 32.88% | 18.48% | 63.95% | 62.71% | 9.55%  | 18.00% |
| 减: 营业成本          | 1,443  | 1,644  | 2,934  | 4,836  | 5,258  | 6,136  |
| 毛利率 (%)          | 33.26% | 35.84% | 30.17% | 29.30% | 29.80% | 30.60% |
| 减: 营业税金及附加       | 21     | 29     | 17     | 27     | 30     | 35     |
| 主营业务利润           | 698    | 890    | 1,251  | 1,973  | 2,201  | 2,666  |
| 主营业务利润率 (%)      | 32.28% | 34.72% | 29.77% | 28.86% | 29.39% | 30.17% |
| 减: 销售费用          | 67     | 78     | 102    | 164    | 180    | 212    |
| 减: 管理费用          | 256    | 309    | 536    | 854    | 917    | 1,029  |
| 减: 财务费用          | -18    | -15    | 38     | 95     | 72     | 96     |
| 经营性利润            | 393    | 518    | 575    | 860    | 1,032  | 1,329  |
| 经营性利润同比增长率 (yoy) | 55.71% | 31.72% | 11.14% | 49.57% | 20.00% | 28.78% |
| 经营性利润率 (%)       | 18.17% | 20.20% | 13.69% | 12.58% | 13.78% | 15.04% |
| 减: 资产减值损失        | 77     | 111    | 166    | 185    | 192    | 212    |
| 加: 投资收益及其他       | 6      | 2      | 1      | 5      | 3      | 13     |
| 营业利润             | 321    | 410    | 417    | 678    | 844    | 1,130  |
| 加: 营业外净收入        | 11     | 19     | 82     | -32    | 11     | 21     |
| 利润总额             | 333    | 429    | 498    | 646    | 855    | 1,151  |
| 减: 所得税           | 64     | 89     | 84     | 106    | 140    | 188    |
| 净利润              | 269    | 339    | 414    | 541    | 714    | 963    |
| 少数股东损益           | 17     | 29     | 35     | 44     | 58     | 78     |
| 归属于母公司所有者的净利润    | 253    | 311    | 379    | 497    | 656    | 885    |
| 净利润同比增长率 (yoy)   | 36.10% | 23.01% | 22.08% | 31.06% | 31.99% | 34.91% |
| 全面摊薄总股本          | 505    | 555    | 557    | 602    | 602    | 602    |
| 每股收益 (元)         | 0.52   | 0.58   | 0.68   | 0.89   | 1.18   | 1.59   |
| 归属母公司所有者净利润率 (%) | 11.68% | 12.12% | 9.03%  | 7.27%  | 8.76%  | 10.01% |
| ROE              | 12.76% | 11.75% | 12.56% | 11.60% | 13.70% | 16.00% |

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益和公允价值变动收益

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润】=主营业务利润-(销售费用+管理费用+财务费用)

【ROE】(摊薄后)=净利润÷所有者权益合计(当年期末值)

## 信息披露

### 证券分析师承诺

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。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

|    |     |              |             |  |
|----|-----|--------------|-------------|--|
| 上海 | 陈陶  | 021-23297221 | 18930809221 | <a href="mailto:chentao@swsresearch.com">chentao@swsresearch.com</a> |
| 北京 | 李丹  | 010-66500610 | 18930809610 | <a href="mailto:lidan@swsresearch.com">lidan@swsresearch.com</a>     |
| 深圳 | 胡洁云 | 021-23297247 | 13916685683 | <a href="mailto:hujy@swsresearch.com">hujy@swsresearch.com</a>       |
| 海外 | 张思然 | 021-23297213 | 13636343555 | <a href="mailto:zhangsr@swsresearch.com">zhangsr@swsresearch.com</a> |
| 综合 | 朱芳  | 021-23297233 | 18930809233 | <a href="mailto:zhufang@swsresearch.com">zhufang@swsresearch.com</a> |

### 股票投资评级说明

#### 证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

|                   |                        |
|-------------------|------------------------|
| 买入 (Buy)          | ：相对强于市场表现 20% 以上；      |
| 增持 (Outperform)   | ：相对强于市场表现 5%~20%；      |
| 中性 (Neutral)      | ：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动； |
| 减持 (Underperform) | ：相对弱于市场表现 5% 以下。       |

#### 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

|                  |                 |
|------------------|-----------------|
| 看好 (Overweight)  | ：行业超越整体市场表现；    |
| 中性 (Neutral)     | ：行业与整体市场表现基本持平； |
| 看淡 (Underweight) | ：行业弱于整体市场表现。    |

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

## 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。