

苏文科(300284.SZ) 建筑施工行业

评级: 买入 维持评级

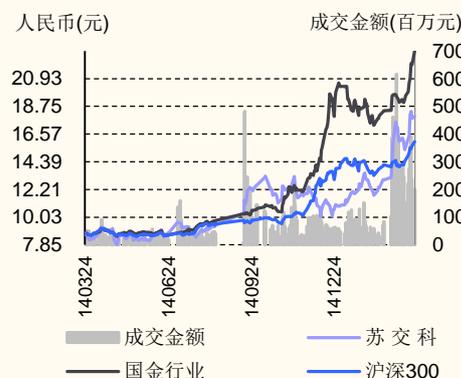
业绩点评

市场价格(人民币): 17.95元
目标价格(人民币): 25.00-25.00元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	322.23
总市值(百万元)	9,058.73
年内股价最高最低(元)	18.37/7.85
沪深300指数	3972.06



相关报告

- 《收并购战略促进公司较快增长》，2014.10.28
- 《业绩稳健增长,收并购持续推进》，2014.7.29
- 《看好外延式发展模式,驱动公司长期稳健增长》，2014.5.14

刘晨辰 联系人
(8621)61356502
liuchenchen@gjzq.com.cn

孙鹏 分析师 SAC 执业编号: S1130513090001
(8621)60230248
sunp@gjzq.com.cn

贺国文 分析师 SAC 执业编号: S1130512040001
(8621)60230235
hegw@gjzq.com.cn

业绩稳健, 扎实拓展

公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.773	0.504	0.685	0.922	1.186
每股净资产(元)	6.47	4.02	4.57	5.21	6.27
每股经营性现金流(元)	1.19	0.50	1.12	0.84	1.10
市盈率(倍)	25.69	21.78	26.19	19.47	15.14
行业优化市盈率(倍)	12.52	30.00	34.16	34.16	34.16
净利润增长率(%)	31.32%	36.10%	36.95%	34.57%	28.60%
净资产收益率(%)	11.95%	12.45%	14.98%	17.69%	18.92%
总股本(百万股)	240.00	501.49	504.71	504.71	504.71

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 苏文科 2015 年 3 月 23 日发布了 2014 年年报, 公司在 2014 年共实现总收入 21.63 亿元, 同比增长 32.86%; 实现归属上市公司股东的净利润 2.53 亿元, 同比增长 36.02%, 期末股本摊薄后每股收益 0.50 元。
- 根据公司与 2014 年年报同时发布的 2015 年第一季度业绩预告, 公司预计 2015 年一季度归属上市公司股东的净利润将比上年同期增长 25%-45%。

经营分析

- **2014 财年公司经营和净利润都实现了较快增长:** 报告期内, 公司实现营业收入增长 32.86%, 归属于上市公司股东净利润增长 36.02%, 保持了较快增长, 2015 年一季度, 公司业绩预告表明业绩增长趋势仍在延续, 考虑到 14 年业务承接情况以及收购并表因素, 预计 15 年全年公司仍将保持较快发展。
- **公司盈利能力有所提升。** 公司在 2014 年的毛利率为 33.26%, 比去年同期数值 (29.00%) 有所提高, 这主要由于公司规模扩大、业务多元化拓展后承接项目体量加大, 同时以往子公司布局的业务开始陆续贡献利润有关; 公司销售费用率 (3.10%) 和管理费用率 (11.83%) 与去年同期相比相对稳定, 财务费用率 (-0.82%) 和资产减值损失比率 (3.58%) 则比上年度同期值有所提升 (这两项指标上年同期分别为 -1.78%、1.51%), 财务费用率的上升是由于公司募集资金利息减少和燕宁建设 BT 业务及部分建造合同利息结算减少, 资产减值损失比率的上升是由于公司加大了资产减值准备的计提, 但受益公司毛利率上升, 净利率 (12.45%) 依然比去年提高 0.65%。
- **现金流情况良好,** 公司 2014 年收现比为 83.37%, 相比去年同期有所下降, 同时公司应收账款继续增加, 这一方面与公司行业特点有关, 一方面由于并购, 也加快了应收款增长, 公司经营性现金流净额与公司归属于上市公司股东净利润基本持平, 说明公司整体现金流情况依然较好, 应收款虽有增加, 但依然能有效保证资金的回笼。

未来展望

- **公司并购战略的持续有望进一步推动公司后续成长。**
 - **2014 年公司进一步加快了并购战略**，陆续开展了对厦门市政工程设计院有限公司、江苏淮安交通勘察设计研究院有限公司、北京中铁瑞威基础工程有限公司的战略并购，厦门市政院、淮安交通院都是所在区域内品牌知名度高、技术能力强的传统设计院，它们的加入不仅能够通过并表直接提升公司的营收规模，巩固公司在行业中的地位，这些并购还进一步完善了公司的区域布局，加速了公司业务多元化拓展的进程，并有助于母公司和子公司形成更多协同；
 - **并购在后续的可持续性则是公司最重要的看点之一**，首先，公司本身将并购视为快速成长的一种手段，是公司自身发展策略的特性决定的；其次，建筑领域由于市场天生存在显著的地域割据特性，同时合理的并购也是快速获取能够形成协同效应的新兴业务的方法；
- **公司拓展新业务**：公司的多元化主要涉及环境方面业务以及智慧交通，年报还提示，特别，在布局环保业务方面，今后公司将围绕形成以环境评价、咨询、第三方监测、工程设计为上游业务，以污水处理等作为主要下游方向，以期初步形成上下游联动、互为支撑依托的体系化运作能力，初步形成环境产业链布局。
- **海外业务拓展也是公司重要的发展方向**。随中国政府提出“一带一路”、“中巴和孟中印缅经济走廊”等一系列战略构想，开拓国际基础设施市场面临新的发展机遇。2014 年公司进一步加大海外业务的开拓力度，通过提供金融、技术服务等综合方式首次承接了斯里兰卡科伦坡保障房项目建设，而公司同期开展的斯里兰卡城市污水处理设计项目也进展顺利。2014 年公司配合央企在欧洲、南亚、非洲等地实施“走出去”的战略规划，承担了部分项目的可行性研究、技术咨询等业务。
- **国家对 PPP 模式的大力推进有望在相关工程行业带来全局性的机会**。PPP 是国家在不得不加码基建对冲经济下行，但由于自身债务规模所限不得不大力推进的项目融资模式，然而由于 PPP 模式自身的特性，PPP 并非适用于所有工程领域，但却对有能力产生较充沛现金流的项目（如公路、发电厂、自来水厂、加气站等）尤其适用，而作为苏交科代表性业务的公路相关设计咨询即属于特别适合引入 PPP 模式的工程领域。

投资建议

- 预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.69、0.92、1.19 元，维持“买入”评级。

风险提示

- 政府回款节奏低于预期
- 新业务拓展进度低于预期

附表：三张报表
损益表（人民币百万元）

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	1,179	1,628	2,163	2,714	3,469	4,355
增长率		38.0%	32.9%	25.5%	27.8%	25.5%
主营业务成本	-745	-1,156	-1,443	-1,778	-2,259	-2,839
% 销售收入	63.2%	71.0%	66.7%	65.5%	65.1%	65.2%
毛利	434	472	719	936	1,210	1,516
% 销售收入	36.8%	29.0%	33.3%	34.5%	34.9%	34.8%
营业税金及附加	-42	-18	-21	-27	-35	-44
% 销售收入	3.6%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-45	-47	-67	-81	-101	-122
% 销售收入	3.9%	2.9%	3.1%	3.0%	2.9%	2.8%
管理费用	-131	-183	-256	-326	-408	-501
% 销售收入	11.1%	11.2%	11.8%	12.0%	11.8%	11.5%
息税前利润（EBIT）	215	223	375	501	667	850
% 销售收入	18.3%	13.7%	17.3%	18.5%	19.2%	19.5%
财务费用	0	29	18	14	7	6
% 销售收入	0.0%	-1.8%	-0.8%	-0.5%	-0.2%	-0.1%
资产减值损失	-50	-25	-77	-81	-87	-95
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	2	6	6	7	8
% 税前利润	0.0%	0.7%	1.7%	1.3%	1.2%	1.0%
营业利润	165	229	321	441	595	769
营业利润率	14.0%	14.1%	14.9%	16.2%	17.1%	17.7%
营业外收支	4	6	11	12	12	12
税前利润	170	235	333	453	607	781
利润率	14.4%	14.4%	15.4%	16.7%	17.5%	17.9%
所得税	-27	-43	-64	-86	-115	-148
所得税率	15.9%	18.3%	19.1%	19.0%	19.0%	19.0%
净利润	143	192	269	367	491	633
少数股东损益	1	7	17	21	26	34
归属于母公司的净利润	141	186	253	346	465	599
净利率	12.0%	11.4%	11.7%	12.7%	13.4%	13.7%

现金流量表（人民币百万元）

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	143	192	269	367	491	633
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	79	60	127	129	137	146
非经营收益	27	32	1	60	3	11
营运资金变动	-159	0	-143	8	-208	-233
经营活动现金净流	90	285	254	564	424	556
资本开支	-76	-89	-125	-206	3	2
投资	-110	-47	-131	-101	-100	-100
其他	0	0	4	6	7	8
投资活动现金净流	-185	-135	-252	-301	-90	-90
股权募资	21	48	31	0	-77	0
债权募资	49	-210	-31	25	100	151
其他	-90	-80	-75	-134	-88	-96
筹资活动现金净流	-19	-243	-75	-110	-65	55
现金净流量	-114	-93	-73	154	269	521

来源：国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	1,026	932	865	1,019	1,287	1,808
应收款项	1,423	1,581	2,256	2,353	2,943	3,642
存货	7	25	38	39	50	62
其他流动资产	39	33	160	20	25	30
流动资产	2,494	2,571	3,319	3,430	4,304	5,543
% 总资产	86.5%	82.4%	77.4%	74.7%	77.9%	81.2%
长期投资	115	178	236	337	436	536
固定资产	155	217	338	302	263	223
% 总资产	5.4%	6.9%	7.9%	6.6%	4.8%	3.3%
无形资产	73	107	319	522	521	520
非流动资产	391	550	968	1,164	1,223	1,282
% 总资产	13.5%	17.6%	22.6%	25.3%	22.1%	18.8%
资产总计	2,885	3,121	4,287	4,594	5,527	6,825
短期借款	580	371	247	290	390	540
应付款项	600	679	990	1,064	1,353	1,699
其他流动负债	267	379	862	782	977	1,211
流动负债	1,446	1,428	2,099	2,136	2,720	3,450
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	11	56	30	0	0	0
负债	1,458	1,485	2,130	2,136	2,720	3,451
普通股股东权益	1,402	1,553	2,028	2,308	2,631	3,164
少数股东权益	25	83	129	150	176	210
负债股东权益合计	2,885	3,121	4,287	4,594	5,527	6,825

比率分析

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益	0.589	0.773	0.504	0.685	0.922	1.186
每股净资产	5.842	6.471	4.019	4.573	5.213	6.269
每股经营现金净流	0.375	1.187	0.502	1.117	0.840	1.102
每股股利	0.200	0.200	0.200	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	10.08%	11.95%	12.45%	14.98%	17.69%	18.92%
总资产收益率	4.90%	5.95%	5.89%	7.53%	8.42%	8.77%
投入资本收益率	9.01%	9.10%	12.56%	14.78%	16.91%	17.58%
增长率						
主营业务收入增长率	-7.02%	38.05%	32.88%	25.49%	27.81%	25.53%
EBIT增长率	5.34%	3.86%	67.89%	33.65%	33.09%	27.30%
净利润增长率	7.19%	31.32%	36.10%	36.95%	34.57%	28.60%
总资产增长率	8.60%	8.18%	37.36%	7.17%	20.31%	23.48%
资产管理能力						
应收账款周转天数	399.1	323.2	309.3	310.0	310.0	310.0
存货周转天数	3.4	5.1	8.0	8.0	8.0	8.0
应付账款周转天数	212.8	152.0	151.7	150.0	150.0	150.0
固定资产周转天数	47.4	43.0	42.5	30.2	20.6	13.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-31.23%	-34.28%	-28.63%	-29.63%	-31.97%	-37.56%
EBIT利息保障倍数	-2,262.3	-7.7	-21.1	-35.6	-89.1	-144.8
资产负债率	50.52%	47.58%	49.67%	46.48%	49.21%	50.56%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	13
增持	0	0	0	0	3
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.19

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2013-07-30	增持	11.00	N/A
2	2014-03-19	增持	19.20	N/A
3	2014-05-14	买入	17.01	N/A
4	2014-07-29	买入	8.82	N/A
5	2014-10-28	买入	11.43	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-61620767

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD