

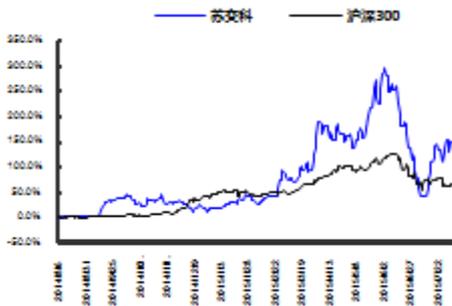
研究所

证券分析师：谭倩 S0350512090002
010-88576939-808 tanq@ghzq.com.cn

联系人：王鑫 S0350115070006
010-88576686-810 wangx04@ghzq.com.cn

苏文科 (300284) 中报点评：内生外延发展并重，期待 PPP 及地下管廊项目突破

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1m	3m	12m
苏文科	41.4	4.9	151.5
沪深 300	1.6	-24.5	69.4

市场数据

2015-08-05

当前价格 (元)	22.76
52 周价格区间 (元)	8.94-36.6
总市值 (百万)	12599.65
流通市值 (百万)	7375.86
总股本 (万股)	55358.72
流通股 (万股)	32407.14
日均成交额 (百万)	190.60
近一月换手 (%)	80.32

相关报告

《苏文科 (300284) 公告点评：试水 PPP 产业基金，完善产业布局 (买入)》20150715

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超该公司已发行股份的 1%

中报要点：

- 2015 年上半年，公司实现营业收入 87,375.22 万元，同比增长 33.33%；实现营业利润 12,624.05 万元，同比增长 27.50%；归属于上市公司普通股股东的净利润为 9,977.36 万元，同比增长 27.55%；EPS 0.19 元，同比增长 19.39%。工程咨询业务收入同比增长 30.63%，毛利率 36.59%；工程承包业务收入同比增长 79.90%，毛利率 18.82%。

我们的观点：

- 内生增长、外延发展共助业绩增长，毛利率保持较高水平。** 本报告期内，苏文科营业收入增长 33%，净利润增长 27.5%，工程咨询及承包业务收入分别增长 30.6% 及 79.9%，综合毛利率 34.3%，符合我们的预期。在当前国家不断加大基础设施建设投资规模，推行“一带一路”、京津冀一体化、长江经济带等重大战略的背景下，交通基础设施的新建和改造升级投资保持在高位，公司抓住机遇积极拓展交通工程咨询与工程承包业务，并于 2014 年以来相继收购了厦门市政院、淮交院、中铁瑞威、英诺伟霆等设计院 (公司)。我们看好公司内生增长和外延发展并举的战略方向，公司有望利用自身的资本优势，不断整合上下游产业链中的优质企业，积极拓展环保和智能交通领域，在集中度较低的国内工程设计咨询行业中成长为全产业链整合者，未来将带来更大的业绩弹性。

- 稳步推进对外投资，试水 PPP 产业基金，完善产业布局。** 公司与中国电建共组项目公司投资中山至开平高速公路项目，成功中标福建省两条公路 BT 项目，与贵州道投融资管理有限公司联合发起 PPP 产业基金，我们认为公司积极向产业链上游拓展，以小投资撬动大项目，从传统意义上仅提供设计咨询、EPC 总包服务向提供项目规划+融资+勘察+设计+施工+系统集成+运营维护的全生命周期、综合性服务方向转型。

目前国家已明确鼓励在城市轨道交通建设等领域大力推行 PPP 模式，公司作为勘察设计企业，将获得重大发展机遇。在 PPP 模式下，设计咨询企业既可以作为社会资本方参与组建 PPP 项目公司，也可以与 PPP 项目公司合作作为设计承包商或施工单位，商业模式具有更大的灵活性和不可替代性。我们看好公司卡位项目前端优势，PPP 模式下有望巩固至不

断提升其盈利水平。

- **并购获得市政设计及铁路隧道资质，切入地下管廊建设领域。** 资质是工程勘察设计企业最核心的竞争要素之一，而受制于我国传统设计院体制下基于地区和行业的壁垒限制，公司初始的专业资质主要集中在交通工程及检测领域。在并购厦门市政院及中铁瑞威之后，公司获得了市政工程专业甲级设计资质及隧道工程专业承包二级资质，解决了市政工程（隧道）的设计和施工资质问题，特别是中铁瑞威在隧道险难施工技术及特种岩土工程施工领域有良好的业绩和信誉，增强了公司在隧道工程领域的技术实力。我们认为，当前国家部署大力推进城市地下综合管廊建设，公司具有上述资质后，将极大增强公司参与地下管廊建设项目的竞争力，看好未来公司在地下管廊项目设计和施工端的技术优势。
- **推行员工持股计划，实际控制人承诺增持，公司安全边际较高。** 公司 2014 年 9 月推出员工持股计划，向公司实际控制人及苏文科第 1 期员工持股计划发行 4,600 万股，发行价为 8.13 元，募集资金 3.61 亿元，用于补充流动资金，股份锁定 3 年，6 月 10 日已完成新增股份发行上市。7 月 9 日公司实际控制人承诺再次增持公司股份，体现了对公司未来发展和长期投资价值充足信心。我们认为员工持股计划和公司实际控制人的增持彰显了公司从上至下对于未来发展的信心，有利于实现股东、公司和员工利益的一致，充分调动员工的积极性和创造性，实现公司可持续发展。
- **维持“买入”评级** 我们预测公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.62 元、0.83 元、1.07 元，当前股价对应估值分别为 37 倍、27 倍、21 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示** 宏观经济大幅波动风险，业务拓展及并购不达预期风险，PPP 项目推进程度不达预期风险。

预测指标	2014	2015E	2016E	2017E
主营收入（百万元）	2163	2748	3525	4496
增长率(%)	33%	27%	28%	28%
净利润（百万元）	253	340	456	591
增长率(%)	36%	35%	34%	30%
摊薄每股收益（元）	0.50	0.62	0.83	1.07
ROE(%)	11.98%	12.33%	14.62%	16.50%

表 1: 苏文科盈利预测

证券代码:	300284.sz				股票价格:	22.76		投资评级:	买入		日期:	2015-08-05	
财务指标	2014	2015E	2016E	2017E	每股指标与估值	2014	2015E	2016E	2017E				
盈利能力					每股指标								
ROE	12.0%	12.3%	14.6%	16.5%	摊薄EPS	0.50	0.62	0.83	1.07				
毛利率	33.3%	32.3%	32.2%	31.3%	BVPS (最新股本)	3.59	4.72	5.32	6.09				
期间费率	15.1%	14.7%	14.1%	13.2%	估值								
销售净利率	11.7%	12.4%	12.9%	13.1%	P/E	45.5	36.9	27.6	21.2				
成长能力					P/B	6.3	4.8	4.3	3.7				
收入增长率	32.9%	27.0%	28.3%	27.6%	P/S	5.3	4.6	3.6	2.8				
利润增长率	36.1%	34.7%	34.0%	29.7%									
营运能力					利润表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E				
总资产周转率	0.50	0.53	0.62	0.71	营业收入	2163	2748	3525	4496				
应收账款周转率	0.96	0.95	1.09	1.28	营业成本	1443	1859	2391	3087				
存货周转率	n/a	n/a	n/a	n/a	营业税金及附加	21	29	52	66				
偿债能力					销售费用	67	70	78	85				
资产负债率	50.9%	46.6%	45.6%	43.7%	管理费用	256	307	368	442				
流动比	1.58	1.81	1.88	1.99	财务费用	(18)	(3)	(2)	(0)				
速动比	1.56	1.80	1.86	1.96	其他费用/(-收入)	(72)	(50)	(50)	(50)				
					营业利润	321	435	587	766				
资产负债表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E	营业外净收支	11	13	13	13				
现金及现金等价物	865	1256	1443	1751	利润总额	333	448	600	779				
应收款项	2256	2904	3243	3520	所得税费用	64	86	115	149				
存货净额	38	40	45	58	净利润	269	362	486	630				
其他流动资产	160	163	166	171	少数股东损益	17	22	30	39				
流动资产合计	3319	4213	4747	5351	归属于母公司净利润	253	340	456	591				
固定资产	252	231	215	202									
在建工程	87	87	87	87	现金流量表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E				
无形资产及其他	66	66	110	153	经营活动现金流	253	266	424	606				
长期股权投资	60	60	60	60	净利润	269	362	486	630				
资产总计	4295	5168	5730	6364	少数股东权益	17	22	30	39				
短期借款	240	240	240	240	折旧摊销	44	57	53	54				
应付款项	732	906	1092	1253	公允价值变动	0	0	0	10				
预收帐款	182	232	249	256	营运资金变动	(77)	(1128)	(550)	(464)				
其他流动负债	945	945	945	945	投资活动现金流	(252)	20	16	13				
流动负债合计	2099	2322	2525	2694	资本支出	(122)	20	16	13				
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	(33)	0	0	0				
其他长期负债	88	88	88	88	其他	(97)	0	0	0				
长期负债合计	88	88	88	88	筹资活动现金流	390	287	(127)	(165)				
负债合计	2187	2410	2613	2781	债务融资	(131)	0	0	0				
股本	505	552	552	552	权益融资	31	382	0	0				
股东权益	2108	2758	3117	3582	其它	490	(95)	(127)	(165)				
负债和股东权益总计	4295	5168	5730	6364	现金净增加额	391	573	314	455				

资料来源: wind、国海证券研究所

【分析师承诺】

谭倩，本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。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。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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和征价。本公司及其公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。