

业绩增长稳定，外延发展与 PPP 潜力大

苏文科 (300284.SZ)

推荐 维持评级

核心观点:

- **主营业务增速加快，外延式发展增厚公司业绩。**公司 2015H1 实现营业收入 8.74 亿元、归属上市公司股东净利润 9977.38 万元，YOY+33.33%/+27.55%；扣非后归母净利润 9659.22 万元，YOY+26.81%，符合我们预期。其中，工程咨询业务稳定增长，同比增长 30.63%；工程承包业务增长较快，同比增长 79.90%。这主要受益于公司业务规模扩大，稳步推进区域收购开拓新市场，全国化布局战略持续进行。
- **盈利能力保持稳健，财务费用提升空间大。**公司综合毛利率 34.33%，上升 4.28pct，净利率 11.81%，下降 0.83pct。综合毛利率大幅提升主要是源于工程咨询业务、工程承包业务毛利率分别上升 11.29pct、121.38pct；而净利率却相对下降，主要原因是财务费用和资产减值损失占比明显提升，财务费用率（0.62%）和资产减值损失比率（3.51%）分别提升 1.96 pct 和 2.63 pct。
- **应收账款增加，现金流受累施工有所恶化。**截止 2015 年 6 月末公司应收账款账面余额 27.10 亿元，其中工程咨询业务应收账款占比较大，账面余额 21.85 亿元，工程承包业务和商品销售业务应收账款账面余额 5.24 亿元。收现比、付现比分别为 0.84/0.64，收现比下降 20.73%、付现提升 5.23%，收现比的大幅下降和付现比的提升共同导致了现金流的恶化。
- **节能环保、智能交通、铁路等领域持续加码，海外拓展加速。**(1) 公司已经通过子公司苏科物联布局智能交通，有望使公司在交通基建主业优势上延伸产业链，创造增量空间。(2) 公司在公路、检测业务上的积累有助于公司横向拓展行业咨询业务，预计公司将通过环评等咨询业务逐步介入环保等新领域，创造新业务增长点，拓宽目标市场空间。(3) 收购中铁瑞威，有助于公司切入铁路设计领域和检测市场，提升公司在铁路市场占有率。(4) 公司海外收入占比从 2010 年 1.2% 逐渐提升至 2014 年 6.46%，为顺应一带一路政策发展，公司或将加速海外扩张，未来公司海外收入或有较大的提升。
- **PPP 项目有望放量，打开广阔市场。**公司作为民营设计企业龙头，在国家大力推广 PPP 模式的趋势下，前端设计业务具有 PPP 项目优先承接优势，同时由于设计业务贯穿项目全生命周期，设计业务在整个产业链上的价值有望得到更充分的释放。未来可进一步在环保、交通等业务领域复制 PPP 模式，打开更广阔的市场空间。目前公司已与贵州道投融资联合成立 PPP 产业投资基金管理机构，并发起设立及管理贵州 PPP 产业投资基金，推动贵州省内 PPP 项目合作。
- **风险提示：**固定资产投资变动，回款风险，区域扩张不及预期。
- **盈利预测与估值。**我们预测公司 15/16/17 年 EPS 分别为 0.61/0.79/1.01 元。给予公司 2016 年 35-40 倍 PE，对应目标价 28.0-32.0 元，维持“推荐”评级。

项目/年度	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万)	1628	2163	2822	3621	4458
增长率 YoY%	-7.0	32.9	30.5	28.3	23.1
净利润(百万)	186	253	338	435	556
增长率 YoY%	31.3	36.1	33.8	28.6	27.8
EPS (元)	0.34	0.46	0.61	0.79	1.01
PE	61	45	34	26	21
PB	7.3	5.8	5.1	4.5	3.8

资料来源：中国银河证券研究部，股价为 2015 年 8 月 3 日股价

分析师

鲍荣富

☎: 021-68097609

✉: baorongfu@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130514050003

周松

☎: 021-68596786

✉: zhousong_yj@chinastock.com.cn

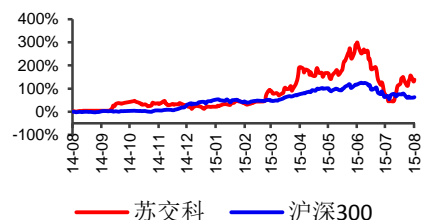
执业证书编号: S0130515050001

丁艳对此报告亦有贡献

市场数据 时间 2015.08.03

A 股收盘价(元)	20.69
A 股一年内最高价(元)	36.60
A 股一年内最低价(元)	8.42
上证指数	3622.91
市净率	4.87
总股本(万股)	55201.22
实际流通 A 股(万股)	32314.90
限售的流通 A 股(万股)	22886.32
流通 A 股市值(亿元)	66.86

相对指数表现图



资料来源：中国银河证券研究部

相关研究

《公司点评报告-苏文科 (300284): 业绩持续向好，加快外延布局》

2015/1/12

利润表(百万元)

指标名称	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	332,487	366,673	403,341	443,675	488,042
营业成本	289,166	316,765	348,809	383,690	422,059
毛利率	13.0%	13.6%	13.5%	13.5%	13.5%
营业税金及附加	8,642	9,265	10,191	11,211	12,332
营业费用	480	528	581	639	702
营业费用率	0.14%	0.14%	0.14%	0.14%	0.14%
管理费用	14,647	17,986	17,142	18,901	20,839
管理费用率	4.41%	4.91%	4.25%	4.26%	4.27%
财务费用	4,142	6,994	9,832	9,346	9,787
财务费用率	1.25%	1.91%	2.44%	2.11%	2.01%
投资收益	1,619	3,312	2,500	2,500	2,500
营业利润	18,980	19,581	18,844	21,201	23,762
营业利润率	5.71%	5.34%	4.67%	4.78%	4.87%
营业外收入	634	838	880	880	880
营业外支出	163	254	200	210	221
利润总额	19,452	20,164	19,523	21,870	24,421
所得税	3,842	3,800	3,679	4,374	4,884
所得税率	19.8%	18.8%	18.8%	20.0%	20.0%
少数股东损益	-271	-125	-121	-134	-149
归母净利润	12,139	13,887	15,966	17,630	19,686
净利率	3.65%	3.79%	3.96%	3.97%	4.03%
EPS (元)	0.75	0.86	0.99	1.09	1.22

现金流量表 (百万元)

指标名称	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	12,139	13,887	15,966	17,630	19,686
少数股东权益	-271	-125	-121	-134	-149
折旧和摊销	98,135	145,161	7,309	8,592	9,480
营运资金变动	162,979	168,124	2,337	-17,195	-6,410
其他	25,289	3,768	6,324	8,035	8,348
经营现金流	298,271	330,815	31,814	16,928	30,955
资本支出	11,548	14,973	-9,952	-8,376	-6,447
投资收益	26,339	28,480	2,500	2,500	2,500
资产变卖	-298,17	-345,508	0	0	0
其他	260,288	302,055	-504	-184	-194
投资现金流	0	0	-7,956	-6,061	-4,140
发行股票	0	0	0	0	0
负债变化	38,345	64,734	65,724	97,849	96,849
股息支出	0	0	-3,440	-3,799	-4,242
其他	-37,931	-60,474	-9,832	-9,346	-9,787
融资现金流	414	4,259	52,451	84,704	82,820
现金及等价物	298,685	335,074	76,310	95,571	109,635

资产负债表(百万元)

指标名称	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	85,487	78,040	154,350	249,921	359,556
存货	98,891	119,016	128,297	137,312	138,456
应收账款	58,737	59,954	65,534	84,786	102,591
其他流动资产	75,661	97,600	100,573	115,016	129,967
流动资产	318,776	354,609	448,753	587,035	730,571
固定资产	1,249	1,206	29,687	42,390	45,816
长期股权投资	9,598	10,086	10,086	10,086	10,086
无形资产	0	0	0	0	0
其他长期资产	188,370	264,487	239,006	226,118	219,692
非流动资产	199,216	275,778	278,779	278,594	275,595
资产总计	517,992	630,388	727,532	865,630	1,006,165
短期借款	64,876	68,125	30,000	30,000	30,000
应付账款	116,966	128,706	139,524	153,476	168,824
其他流动负债	122,133	141,225	150,874	163,473	176,518
流动负债	303,975	338,056	320,397	346,949	375,341
长期负债	68,925	101,849	105,849	105,849	106,849
其他长期负债	39,545	58,287	158,135	255,984	351,833
非流动性负债	108,470	160,135	263,984	361,833	458,681
负债合计	412,445	498,191	584,381	708,781	834,022
股本	16,175	16,175	16,175	16,175	16,175
资本公积	27,449	21,065	21,065	21,065	21,065
股东权益合计	94,119	98,476	111,001	124,832	140,277
少数股东权益	10,041	15,120	14,999	14,866	14,716
负债权益总计	517,992	630,388	727,532	865,630	1,006,165

主要财务指标

主要财务指标	2013	2014	2015E	2016E	2017E
增长率 (%)					
营业收入	12.24	10.28	10.00	10.00	10.00
营业利润	7.85	3.16	3.76	12.51	12.08
净利润	1.58	14.41	14.96	10.42	11.66
利润率 (%)					
毛利率	13.03	13.61	13.52	13.52	13.52
EBIT Margin	5.88	6.04	6.60	6.59	6.58
EBITDA Margin	35.40	45.62	8.41	8.53	8.52
净利率	3.65	3.79	3.96	3.97	4.03
回报率 (%)					
净资产收益率	12.90	14.42	15.24	14.95	14.85
总资产收益率	2.39	2.47	2.40	2.26	2.14
其他 (%)					
资产负债率	79.62	79.03	80.32	81.88	82.89
所得税率	19.75	18.84	18.84	20.00	20.00
股利支付率	23.90	21.55	21.55	21.55	21.55

资料来源:wind, 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

鲍荣富、周松，建筑与工程行业证券分析师。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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

港股：中国铁建（01186.HK）、中国中铁（00390.HK）、中国交建（01800.HK）、中国中冶（01618.HK）、

A 股：中国建筑（601668.SH）、中国海诚（002116.SZ）、苏文科（300284.SZ）、达实智能（002421.SZ）、延华智能（002178.SZ）、赛为智能（300044.SZ）、中国化学（601117.SH）、三维工程（002469.SZ）、国海股份（002586.SZ）、东华科技（002140.SZ）、金螳螂（002081.SZ）、洪涛股份（002325.SZ）、亚厦股份（600237.SZ）、普邦园林（002663.SZ）等。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn