

研究所

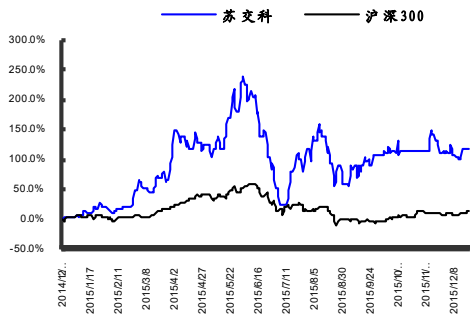
证券分析师: 谭倩 S0350512090002  
010-88576939-808 tanq@ghzq.com.cn

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

PPP 模式下设计专业优势尽显, 积极拓展铁路

勘察设计业务——苏文科 (300284) 跟踪点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1m	3m	12m
苏文科	-9.6	10.3	109.9
沪深 300	2.4	9.7	12.2

市场数据

2015-12-22

当前价格 (元)	23.01
52 周价格区间 (元)	10-36.6
总市值 (百万)	12757.72
流通市值 (百万)	7508.84
总股本 (万股)	55444.24
流通股 (万股)	32632.92
日均成交额 (百万)	238.88
近一月换手 (%)	44.38

相关报告

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

《苏文科 (300284): 内生外延发展并重, 期待 PPP 及地下管廊项目突破 (买入)》20150805

《苏文科 (300284): 业绩维持较快增长, 看好确定性成长及多元化发展格局 (买入)》20151028

《苏文科 (300284): 定增有效改善财务状况, 看好 PPP 及外延发展空间 (买入)》20151118

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过公司已发行股份的 1%

近期事件要点:

1. 苏文科 (以下简称“公司”) 拟与中电建路桥集团、中电建华东勘测设计研究院、中证基金、杭州大江东投资开发有限公司按照 45%、10%、5%、10%、30% 的持股比例共同组建项目公司投资建设杭州大江东产业集聚区基础设施 PPP+EPC 项目。项目总投资约 142.58 亿元。项目资本金占投资总额的 25%，公司在本项目中拟出资资本金的 5%，即 1.82 亿元。
2. 公司与中铁第五勘察设计院集团有限公司合作参与竞标盐城至南通铁路建设项目的可行性和勘察项目，现已作为项目中标候选人，中标金额 2.95 亿元。
3. 公司位列 2015 年“中国工程设计企业 60 强”第 18 位。

我们的观点:

■ **卡位 PPP 产业链前端, 以自身设计能力优势带动 PPP+EPC 项目承揽, 具有可复制性和广阔发展机遇。** 公司作为综合实力较强的工程设计咨询企业, 处于整个 PPP 产业链前端, 能够在 PPP 项目中提供可行性研究、投融资规划、勘测设计、咨询监理、科研试验、检验检测、工程总包等全过程服务。在 PPP+EPC 模式下, 公司既作为社会资本方参与投资组建 PPP 项目公司、获得投资收益, 也在 EPC 模式下作为承包商承揽相应专业工作内容、获得工程收入, 由此其商业模式具有更大的灵活性和不可替代性。按照国内现行设计工作 2% 左右的取费标准, 142.58 亿元项目总投资造价对应设计费约为 2.85 亿元左右。我们此前所判断的公司将在 PPP 模式下维持至不断提升其业务发展和盈利水平的逻辑得以兑现。我们认为此项目将对公司后续 PPP 项目的承揽和 PPP 平台的创建奠定良好基础。

■ **切入铁路勘察设计领域, 分享铁路基建巨大市场空间。** 根据中铁总的数, 2015 年全国铁路将完成 8000 亿元固定资产投资, 剔除车辆采购金额约 1500 亿元外, 新建线路土建及四电部分基本建设投资有望达 6500 亿元, 以 2% 设计取费标准估算, 铁路建设勘察设计市场总量高达 130 亿元。长年以来, 铁路设计领域多被中国中铁、中国铁建旗下大型铁路设计院所垄断, 其他大型建企设计院特别是民营设计院较难获得机会。公司近年来积极拓展公路交通基建外的业务领域, 并购中铁瑞威后在铁路隧道险难施工技术及特种岩土工程施工领

域增强了技术实力。我们看好公司以盐南铁路项目为契机，继续与大型铁路设计院合作拓展铁路勘察设计业务领域。

- **行业排名同比上升，看好公司持续发展动力。**公司 2014 年位列“中国工程设计企业 60 强”第 22 位，今年上升 4 位排名第 18 位。公司 2014 年设计营业收入达到 17.32 亿元，虽较此次第 10 名中国联合工程公司设计营收 28.88 亿元仍有近 10 亿元的差距，但公司自 2005 年以来已连续 11 年上榜且排名持续上升，我们看好公司继续通过产业+资本双轮驱动的方式加快以交通基建产业链为主业的发展速率，通过积极布局智能交通、环保、互联网等新兴业务，打开公司外延发展空间，探索业务新支点。
- **非公开发行申请已获行政许可申请受理，补充资金后有助于公司开展 PPP 项目建设及外延拓展。**公司 12 月 10 日公告，收到关于非公开发行申请的行政许可申请受理通知书。我们认为公司作为综合实力较强的工程勘察设计企业，将在 PPP 模式下获得重大发展机遇，如此次非公开发行顺利完成获得资金支持后，更有望在 PPP 模式下以资金杠杆撬动前后端资源，成为以资本运作为发展驱动的 PPP 平台级公司。此外，公司补充资金后有利于进一步进行外延拓展，我们看好公司利用自身资本优势，不断整合上下游产业链中优质企业，在集中度较低的国内工程设计咨询行业中快速成长为全产业链的整合者。
- **发力轨道交通、地下管廊及海绵城市建设，受益于城市基础设施建设加快发展。**我们长期看好稳增长政策对于基建的拉动，基建投入将更加聚焦于民生，如欠账较多的城市基础设施建设有望作为稳增长新的抓手和增长点，由此我们更加看好相关细分领域的项目增量和利润空间。公司抓住机遇积极拓展轨道交通、市政工程咨询与工程承包业务，我们认为公司从传统意义上提供项目设计咨询、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，且并购厦门市政院获得市政工程专业甲级设计资质，积极关注地下综合管廊和海绵城市建设项目，未来有望充分受益于城市基础设施建设中长期高景气度运行，具有确定性发展机会。
- **公司内生外延发展并重，受益于 PPP 模式和城市基础设施建设，积极拓展环保、智能交通、互联网业务，成长性及安全性俱佳，维持“买入”评级。**谨慎起见，我们暂未考虑非公开发行因素的影响，预测公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.62 元、0.83 元、1.07 元，当前股价对应的市盈率估值分别为 37.3、27.9、21.5 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示。**宏观经济大幅波动风险，非公开增发实施的不确定性风险，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:	23.01				投资评级:	买入				日期:	2015-12-22			
<b>财务指标</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>每股指标与估值</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>										
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>														
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%	<b>估值</b>														
销售净利率	11.7%	12.4%	12.9%	13.1%	P/E	46.0	37.3	27.9	21.5										
<b>成长能力</b>					P/B	6.4	4.9	4.3	3.8										
收入增长率	32.9%	27.0%	28.3%	27.6%	P/S	5.4	4.6	3.6	2.8										
利润增长率	36.1%	34.7%	34.0%	29.7%															
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>										
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										
<b>偿债能力</b>					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)										
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	营业利润	321	435	587	766										
现金及现金等价物	865	1256	1443	1751	营业外净收支	11	13	13	13										
应收款项	2256	2904	3243	3520	利润总额	333	448	600	779										
存货净额	38	40	45	58	所得税费用	64	86	115	149										
其他流动资产	160	163	166	171	净利润	269	362	486	630										
流动资产合计	3319	4213	4747	5351	少数股东损益	17	22	30	39										
固定资产	252	231	215	202	归属于母公司净利润	253	340	456	591										
在建工程	87	87	87	87	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>										
无形资产及其他	66	66	110	153	经营活动现金流	253	13	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										
预收账款	182	232	249	256	营运资金变动	(77)	(875)	(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	321	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。本公司及其本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。