

## 设立产业基金、成立项目公司，PPP加速推进

### 核心观点：

- **4亿元设立PPP产业投资基金，发挥PPP模式放大效应。**公司12月25日公告与贵州PPP基金管理公司发起设立贵州PPP产业投资基金，计划总规模20亿元，贵州PPP基金管理公司作为GP认购1000万元；苏文科、贵阳观泰投资作为基金的劣后级有限合伙人，分别认购4亿元、1亿元。基金管理公司是公司7月与贵州道投融资联合成立的贵州省首家PPP专业产业基金投资管理公司，公司持股20%。产业基金的投资方向包括环保、交通、市政、水务、水利、水环境治理、生态修复、医疗、大健康、海绵城市等相关行业的股权及债权投资和融资租赁公司的股权投资。公司多方位积极参与PPP项目，有利于打造成成熟可复制的PPP模式，进一步提升竞争力，拓展公司在基础设施及公用事业以外的建设项目。
- **组建PPP项目公司，交通基础设施PPP项目推进加快，保证公司核心业务稳定增长。**公司公告拟参股设立项目公司中电建路桥集团大江东投资发展有限公司，注册资本36.5亿元，公司出资1.82亿元，占5%股权。项目总投资额约142.58亿元，将推进杭州大江东产业集聚区基础设施PPP+EPC项目建设，项目实施有望带来3亿元左右工程咨询业务收入。PPP模式推广背景下国内交通基础设施建设市场需求旺盛，公司前端设计业务具有PPP项目优先承接优势，未来PPP项目有望继续放量，促进公司核心业务稳定增长。
- **非公开发行10亿元补充流动资金，PPP项目打开广阔市场。**公司拟非公开发行股票数量不超过5048万股，发行价格19.81元/股，募集资金不超过10亿元，锁定期为36个月。拟募集资金用来补充公司流动资金。一方面满足现有业务扩大的融资需求，另一方面为PPP项目提供资金支持。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，在整个产业链上的价值有望得到更充分的释放，并且可以在其他业务领域复制PPP模式，打开更广阔的市场空间。参与并主导PPP项目是公司未来提升自身竞争力的重要途径。
- **节能环保、智能交通、铁路等领域持续加码，海外拓展稳步布局。**(1)公司已经通过子公司苏科畅联布局智能交通，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。(3)预计公司将通过自身团队发展及外延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。(4)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。(5)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。
- **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，对应合理估值区间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
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	65	48	36	28	22

苏文科 (300284.SZ)

**推荐** 维持评级

合理估值区间：28-32元

分析师

周松

☎：021-68596786

✉：zhousong\_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130515050001

黄骥

☎：021-20252617

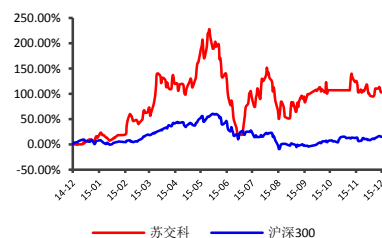
✉：huangji@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130515100001

市场数据 时间 2015.12.25

A股收盘价(元)	22.2
A股一年内最高价(元)	36.60
A股一年内最低价(元)	9.96
上证指数	3627.91
市净率	4.88
总股本(万股)	55444.42
实际流通A股(万股)	32632.92
限售的流通A股(万股)	22811.32
流通A股市值(亿元)	72.3

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：定增预案补充流动资金，PPP项目有望加速落地》

2015/11/17

《公司点评报告-苏文科：业绩稳定增长，外延发展与PPP潜力大》

2015/8/4

**利润表(百万元)**

指标名称	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	1,628	2,163	2,822	3,621	4,458
营业成本	1,156	1,443	1,884	2,417	2,975
毛利率	29.0%	33.3%	33.3%	33.3%	33.3%
营业税金及附加	18	21	28	35	44
营业费用	47	67	88	112	138
营业费用率	2.92%	3.10%	3.10%	3.10%	3.10%
管理费用	183	256	334	428	527
管理费用率	11.23%	11.83%	11.83%	11.83%	11.83%
财务费用	-29	-18	0	0	0
财务费用率	-1.78%	-0.82%	0.00%	0.00%	0.00%
投资收益	2	6	5	5	20
营业利润	229	321	438	566	725
营业利润率	14.10%	14.86%	15.54%	15.62%	16.26%
营业外收入	7	13	9	9	10
营业外支出	2	2	2	2	3
利润总额	235	333	445	573	732
所得税	43	64	85	109	140
所得税率	18.3%	19.1%	19.1%	19.1%	19.1%
少数股东损益	7	17	22	29	37
归属于母公司股东的净利	186	253	338	435	556
净利率	11.40%	11.68%	11.97%	12.00%	12.47%
EPS (元)	0.34	0.46	0.61	0.79	1.01

**现金流量表(百万元)**

指标名称	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	186	253	338	435	556
少数股东权益	7	17	22	29	37
折旧和摊销	668	447	28	33	38
营运资金变动	2,146	2,109	-473	-473	-471
其他	-62	-24	51	63	49
经营现金流	2,944	2,801	-34	86	208
资本支出	65	134	-225	-104	-67
投资收益	359	527	5	5	20
资产变卖	65	134	0	0	0
其他	-490	-794	0	0	0
投资现金流	0	0	-220	-98	-47
发行股票	0	0	0	0	0
负债变化	329	262	-40	0	0
股息支出	0	0	-84	-109	-139
其他	-281	-258	0	0	0
融资现金流	48	4	-124	-109	-139
现金及现金等价物	2,992	2,805	-379	-121	22

**资产负债表(百万元)**

指标名称	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	932	865	486	365	387
存货	25	38	17	22	26
应收账款	1,507	2,159	2,687	3,418	4,172
其他流动资产	107	258	529	759	999
流动资产	2,571	3,319	3,720	4,564	5,584
固定资产	192	252	429	525	559
长期股权投资	27	60	60	60	60
无形资产	46	66	129	125	131
其他长期资产	285	597	580	586	604
非流动资产	550	976	1,199	1,297	1,354
资产总计	3,121	4,295	4,919	5,861	6,939
短期借款	371	240	200	200	200
应付账款	497	703	1,130	1,450	1,785
其他流动负债	561	1,156	1,117	1,384	1,674
流动负债	1,428	2,099	2,447	3,035	3,659
长期负债	0	0	0	0	0
其他长期负债	56	88	88	88	88
非流动性负债	56	88	88	88	88
负债合计	1,485	2,187	2,535	3,122	3,747
股本	240	505	551	551	551
资本公积	764	720	674	675	675
股东权益合计	1,553	1,979	2,232	2,558	2,975
少数股东权益	83	129	152	180	217
负债股东权益总	3,121	4,295	4,919	5,861	6,939

**主要财务指标**

主要财务指标	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>增长率 (%)</b>					
营业收入	38.05	32.88	30.50	28.30	23.09
营业利润	38.92	40.01	36.47	28.98	28.13
净利润	31.32	36.10	33.82	28.62	27.84
<b>利润率 (%)</b>					
毛利率	29.00	33.26	33.26	33.26	33.26
EBIT Margin	13.73	17.35	17.35	17.35	17.35
EBITDA Margin	54.79	38.01	18.34	18.26	18.21
净利率	11.40	11.68	11.97	12.00	12.47
<b>回报率 (%)</b>					
净资产收益率	11.95	14.30	16.05	18.15	20.09
总资产收益率	6.11	7.01	7.57	8.32	8.96
<b>其他 (%)</b>					
资产负债率	47.58	50.91	51.53	53.27	54.00
所得税率	18.26	19.10	19.10	19.10	19.10
股利支付率	0.00	0.00	25.00	25.00	25.00

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。

**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