

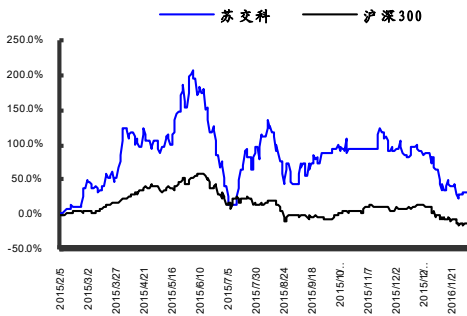
研究所

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

业绩符合预期，参股互联网保险公司打开全新成长空间——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	-23.7	-32.1	31.2
沪深300	-15.0	-19.8	-11.0

市场数据 2016-02-04

当前价格(元)	15.35
52周价格区间(元)	11.52-36.6
总市值(百万)	8510.69
流通市值(百万)	5009.15
总股本(万股)	55444.24
流通股(万股)	32632.92
日均成交额(百万)	239.53
近一月换手(%)	29.05

相关报告

《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

《苏文科(300284)：PPP模式下设计专业优势尽显，积极拓展铁路勘察设计业务(买入)》20151222

近期事件要点：

1. 苏文科(以下简称“公司”)1月29日发布业绩预告,2015年预计实现归属于上市公司股东的净利润27,778.76万元—32,829.45万元,比上年同期增长10%—30%。
2. 公司2月1日公告,拟以自有资金1.5亿元人民币参与发起设立新一站在线财产保险有限公司,出资后公司拟占新一站财险公司注册资本的15%。

我们的观点：

■ **业绩增速基本符合预期，看好公司在PPP模式下的营收和利润增长潜力。**我们判断公司2015年业绩增速中位数在20%左右，基本符合我们此前的预期，单季来看，Q1至Q4增速分别为36.05%、27.55%、25.05%、10.21%，Q4降幅较大。公司2013、2014年业绩增速YOY分别达到38.05%和32.88%，虽然2015年增速有所下滑，但在国内建筑业总产值增速降至历史低位的大背景下已属不易。我们仍然看好公司作为综合实力较强的工程设计咨询企业，处于整个建筑产业链的前端，特别是在PPP项目中能够提供可行性研究、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。我们看好公司将在PPP模式下维持至不断提升其业务发展和盈利水平，此前签署的杭州大江东产业集聚区基础设施PPP+EPC项目、九华山风景区核心景区立体停车场PPP项目以及发起设立贵州PPP产业投资基金都将对公司后续PPP项目的承揽和PPP平台的创建奠定良好基础。

■ **试水互联网金融业务，提升产融结合和投资能力，优化收入结构和利润水平。**公司通过参与设立在线保险公司，获得了此前所不具备的互联网金融平台及入口，对于公司致力打造的智能交通业务板块形成了较好的基础和新的盈利增长点。对于公司参与的多数PPP项目，通过引入保险资本、探索与险资共同参与项目投资的产融结合模式也是区别于其他建筑企业的优势所在。此外，新一站财险也可以依托公司的工程专业背景及在产业链中的前端优势，对接国内企业在承揽“一

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%

带一路”及其他海外项目时所必须的工程、财产、人员等保险需求，提供专业准确的解决方案，从而增加公司的投资收益，优化公司的收入结构和利润水平。

- **实际控制人增持计划完成，看好公司持续发展动力。**公司实际控制人符冠华和王军华自 2015 年 7 月 10 日起增持公司股票，至 2016 年 1 月 11 日共增持公司 100.66 万股，完成了承诺的增持计划，增持前二人持有公司 37.163% 的股份，增持完成后合计持有股份数达 37.31%，我们计算的二人增持均价分别为：23.40 元（符冠华）、16.70 元（王军华）。我们认为，公司实际控制人如约增持体现了对于公司未来发展前景和长期投资价值的坚定信心，看好公司持续发展动力。
- **非公开发行正在按步骤推进，补充资金后有助于公司开展 PPP 项目建设及外延拓展。**公司公告正在按计划和相关规定推进非公开发行的各项工作，并已于 2016 年 1 月 18 日收到证监会出具的“审查反馈意见通知书”，将逐项落实相关问题后及时上报有关材料。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。
- **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 24.9、18.6、14.3 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:	15.35				投资评级:	买入				日期:	2016-02-04			
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	30.7	24.9	18.6	14.3										
成长能力					P/B	4.3	3.2	2.9	2.5										
收入增长率	32.9%	27.0%	28.3%	27.6%	P/S	3.6	3.1	2.4	1.9										
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)										
资产负债表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E	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	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	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。