

苏文科 (300284)

2016年3月2日

业绩符合预期，劣后级 PPP 投资创新盈利模式

投资评级：增持（首次）

证券分析师 黄海方

执业资格证书号码：S0600511010016

0512-62938653

huanghf@dwzq.com.cn

2015 业绩快报及 2016 一季度业绩预告

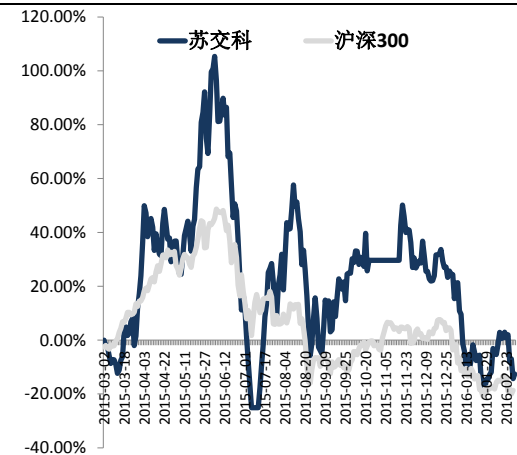
公司 2015 年实收入 25.8 亿元，同比增长 19.32%，归母净利润为 3.1 亿元，同比增长 22.95%，基本每股收益为 0.58 元，同比上升 12.51%，公司工程咨询业务和工程承包业务均有所增长。

公司预告 2016 年第一季度归母净利润 4996 万元-5829 万元，同比增长 20%-40%。

投资要点

- **公司业绩复合预期，上市以来复合增长率 30%：**苏文科集团股份有限公司，公司前身是 1978 年成立的隶属于江苏省交通厅的江苏省交通科学研究所。公司主营业务为交通工程咨询和工程承包业务，主要提供交通项目前期咨询与科研，道路、桥梁、铁路等工程的勘察、设计、咨询等服务。自 2012 年上市以来，收入三年复合增长率为 29.8%，净利润复合增长率为 29.9%。
- **出资 4 亿元以劣后级有限合伙人参与贵州 PPP 产业投资基金，占比 20%；利用项目设计规划成本优势创新 PPP 项目的盈利模式：**PPP 业务是公司未来主要发展方向，公司对 PPP 业务有创新、深刻的理解，认为 PPP 是工程设计服务企业复制盈利模式的优秀途径。我们认为 PPP 业务将促进行业洗牌，打破标段工程模式，实现总体规划的协调，有效节约社会资本，提高工程效率，明确工程责任，提升工程质量。公司通过多年咨询检测服务，具有强大的工程质量数据库，可对全项目生命周期做到成本最优化，在 PPP 模式下，必将成为项目领袖，受到社会资本的追捧。在规模逐步做大的情况下，公司有望率先成为 PPP 交易平台类公司。
- **实际控制人出资 1.5 亿元通过券商资管理财产品参与非公开发行，彰显大股东信心。**非公开发行计划：拟以不低于 19.81 元发行不超过 5048 万元募集不超过 10 亿元，扣除发行费用，将全部用于补充流动资金。考虑到使用资金的合理性和有效性，非公开发行预案没有详细披露募投方向。我们根据公司近期动态公告研究认为募投将主要用于：1) 工程项目前期垫资；2) PPP 项目投资；3) 智能交通；4) 外延并购。
- **盈利预测与投资评级：**假设 1) 非公开发行将于 2016 年顺利完成；2) 原有业务按照公司一贯增长轨迹运行；3) PPP 业务在 2017 年有投资回报，劣后级回报率不低于 10%；4) 2015 年收购中铁瑞威 85% 的股份，业绩对赌 16-17 年扣非净利润分别不低于 1200 万元和 1440 万元。我们预计 2016-2017 年公司收入分别为 30.69 和 36.47 亿元，实现 EPS 分别为 0.70 和 0.90 元，对应 PE 分别为 22 和 17 倍。考虑目前股价倒挂增发价格 24%，估值较低，公司未来成长确定，给予公司“增持”评级。
- **风险提示：**PPP 投资回报或有低于预期风险。

公司上市后股价走势



市场数据

收盘价(元)	15.24
一年最低价/最高价	13.05 / 36.60
市净率	1.80
流通A股市值(百万元)	4973.3

基础数据

每股净资产(元)	4.54
资产负债率(%)	45.0
总股本(百万股)	554.44
流通A股(百万股)	326.33

相关研究

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2014	2015E	2016E	2017E		2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	3319.4	4145.5	5250.6	5611.3	营业收入	2162.8	2589.3	3069.7	3647.3
现金	864.8	800.0	1284.7	900.3	营业成本	1443.5	1712.5	2025.4	2367.5
应收款项	2256.4	3263.3	3868.6	4596.6	营业税金及附加	21.2	25.9	30.7	36.5
存货	38.3	56.3	66.6	77.8	营业费用	67.1	82.9	95.2	109.4
其他	159.9	25.9	30.7	36.5	管理费用	262.7	287.0	333.7	385.2
非流动资产	975.7	1111.3	1415.1	1796.0	财务费用	-17.8	-2.5	-11.6	-16.4
长期股权投资	60.4	60.4	60.4	60.4	投资净收益	5.7	0.3	2.0	2.0
固定资产	338.2	476.0	782.0	1165.1	其他	-70.5	-82.8	-47.8	-47.8
无形资产	66.2	64.0	61.8	59.6	营业利润	321.3	401.1	550.5	719.4
其他	510.9	510.9	510.9	510.9	营业外净收支	11.4	11.0	11.0	11.0
资产总计	4295.1	5256.8	6665.7	7407.2	利润总额	332.7	412.1	561.5	730.4
流动负债	2099.1	2467.7	2692.0	3142.9	所得税费用	63.5	81.2	112.3	149.0
短期借款	247.2	187.4	0.0	0.0	少数股东损益	16.6	19.9	27.0	34.9
应付账款	731.9	1032.2	1220.8	1427.0	归属母公司净利润	252.5	311.0	422.3	546.5
其他	1120.1	1248.1	1471.2	1715.9	EBIT	375.2	483.3	586.9	751.0
非流动负债	87.6	87.6	87.6	87.6	EBITDA	419.3	526.5	653.1	852.0
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	87.6	87.6	87.6	87.6	重要财务与估值指标	2014	2015E	2016E	2017E
负债总计	2186.7	2555.3	2779.5	3230.4	每股收益(元)	0.50	0.56	0.70	0.90
少数股东权益	129.4	139.3	152.8	170.2	每股净资产(元)	3.92	4.57	6.12	6.57
归属母公司股东权益	1979.0	2532.2	3703.3	3976.5	发行在外股份(百万股)	504.7	554.4	604.9	604.9
负债和股东权益总计	4295.1	5226.8	6635.7	7377.2	ROIC(%)	14.7%	15.5%	15.2%	16.3%
					ROE(%)	12.8%	12.3%	11.4%	13.7%
					毛利率(%)	33.3%	33.9%	34.0%	35.1%
					EBIT Margin(%)	17.3%	18.7%	19.1%	20.6%
					销售净利率(%)	11.7%	12.0%	13.8%	15.0%
					资产负债率(%)	50.9%	48.6%	41.7%	43.6%
					收入增长率(%)	32.9%	19.7%	18.5%	18.8%
					净利润增长率(%)	36.1%	23.2%	35.8%	29.4%
					P/E	35.61	28.91	23.24	17.95
					P/B	4.54	3.55	2.43	2.26
					EV/EBITDA	26.66	21.93	18.03	14.35

数据来源：东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 -5% 以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

