

## 业绩持续高增长，新业务布局不断推进， PPP 有望迎来爆发

苏文科 (300284.SZ)

**推荐** 维持评级

### 投资要点:

- **事件:**  
公司公告 2015 年公司年度报告及 2016 年 1 季报。
- **全年营收快速增长，业绩持续向好发展。**公司 2015 年实现营业收入 25.63 亿元，同比增长 18.48%，归属上市公司股东净利润 3.11 亿元，同比上升 23.01%；对应 EPS0.58 元/股，同比上升 11.54%。2016 年 Q1 公司实现营业收入 4.87 亿元，同比上升 29.73%，归属上市公司股东净利润 5455 万元，同比上升 31.03%，公司业绩持续高速增长。
- **盈利明显上升，期间费用小幅增加，现金流量情况有所下降。**2015 年公司综合毛利率 35.84%，上升 2.58pct，净利率上升 0.80pct 至 13.25%。2015 年期间费用率上升 0.42pct 至 14.53%，其中销售费用率小幅度下降，管理费用率、财务费用率分别上升 0.23pct 和 0.25pct，收现比为 0.75 下降 0.09pct。经营性净现金流从 14 年 2.53 亿元下降 95.26% 至 0.12 亿元；应收账款大幅上升 15.75% 至 24.99 亿元，公司现金流和应收账款有较大的改善空间。情况有所恶化。
- **公司去年三季度利润小幅下降，其余季度业绩良好。**2015 年分季度来看，公司 Q1、Q2、Q3、Q4 分别实现营业收入 3.76 亿元、4.98 亿元、6.08 亿元、10.81 亿元，分别同比增长 42.22%、27.33%、-4.75%、24.35%，分别实现归母净利润 4163.32 万元、5814.04 万元、10072.98 万元、11013.00 万元，同比增长 36.05%、22.09%、22.67%、19.45%。
- **不断拓展培育新业务，保障公司增长源泉持续丰富。**15 年全年，公司在江苏以外的业务营收达到 60.63%，咨询业务承接省外达到 65%，公司经营地域不断拓展，同时公司通过收购南京博来获得了城乡规划编制甲级资质，延伸设计产业链；与诚诺未来业务合作开展国内外电力、EPC 业务；投资力维检测切入检测环保领域；再次通过参股复凌科技完善环保产业、环保大数据服务，公司通过投资不断完善经营范围，公司全面发展保证未来业绩，未来发展前景广阔。
- **设立 PPP 产业投资基金，组建 PPP 项目公司，发挥 PPP 模式放大效应，保证公司核心业务稳定增长。**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，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。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。公司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，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。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，外延拓展或将加速推进，控股股东认购 15% 彰显信心。**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。发行对象包括六安信实 (2.5 亿)、太仓铭源 (2 亿)、宁波协慧 (2 亿)、李威 (2 亿)、中信建投 (1.5

### 分析师

周松

☎: 021-68596786

✉: zhousong\_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130515050001

特此鸣谢:

袁锋 对此报告亦有贡献

### 市场数据

时间 2016-04-27

A 股收盘价(元)	20.22
A 股一年内最高价(元)	22.25
A 股一年内最低价(元)	13.90
上证指数	2953.67
市净率	4.23
总股本(亿股)	5.55
实际流通 A 股(亿股)	3.26
限售的流通 A 股(亿股)	2.28
流通 A 股市值(亿元)	67.26

### 相关研究

- 《公司点评报告-苏文科 300284: 设立产业基金、成立项目公司, PPP 加速推进》  
2015/12/18
- 《公司点评报告-苏文科 300284: 定增 10 亿补充流动资金, PPP 项目有望加速落地》  
2015/11/19
- 《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
- 《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

亿), 锁定期为 36 个月。拟募集资金用来补充公司流动资金。公司现有业务对流动资金需求日益增大, 公司新业务的配需发展也亟需资金的投入。公司控股股东通过中信建投资产管理计划认购 15%, 也反映了公司管理层的信心, 未来发展值得期待。

- **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 16-18 年 EPS 分别为 0.71/0.85/0.99 元。给予公司 2016 年 35-40 倍 PE, 对应合理估值区间 25-29 元, 维持“推荐”评级。

项目/年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万)	2163	2563	3203	3844	4420
增长率 YoY%	32.9	18.5	25.0	20.0	15.0
净利润(百万)	252.5	310.6	393.8	469.5	547.6
增长率 YoY%	36.1	23.0	26.8	19.2	16.6
EPS (元)	0.46	0.56	0.71	0.85	0.99
PE	44	36	28	24	20

资料来源: 中国银河证券研究部, 截止 2015 年 4 月 26 日

利润表(百万元)						资产负债表(百万元)					
指标名称	2014	2015	2016E	2017E	2018E	指标名称	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	2,163	2,563	3,203	3,844	4,420	货币资金	865	1,142	1,428	1,713	1,970
营业成本	1,443	1,644	2,034	2,460	2,829	存货	38	19	24	29	33
毛利率	33.3%	35.8%	36.5%	36.0%	36.0%	应收账款	2,159	2,499	3,124	3,637	4,182
营业税金及附加	21	29	34	40	47	其他流动资产	258	246	221	155	117
营业费用	67	78	97	117	134	<b>流动资产</b>	<b>3,319</b>	<b>3,906</b>	<b>4,796</b>	<b>5,533</b>	<b>6,303</b>
营业费用率	3.10%	3.04%	3.04%	3.04%	3.04%	固定资产	252	326	390	427	458
管理费用	256	309	381	457	526	长期股权投资	60	33	33	33	33
管理费用率	11.83%	12.06%	11.90%	11.90%	11.90%	无形资产	66	74	145	141	136
财务费用	-18	-15	17	17	10	其他长期资产	597	1,105	1,086	1,094	1,116
财务费用率	-0.82%	-0.57%	0.53%	0.44%	0.23%	<b>非流动资产</b>	<b>976</b>	<b>1,539</b>	<b>1,654</b>	<b>1,695</b>	<b>1,743</b>
投资收益	6	2	7	7	7	<b>资产总计</b>	<b>4,295</b>	<b>5,446</b>	<b>6,450</b>	<b>7,229</b>	<b>8,046</b>
<b>营业利润</b>	<b>321</b>	<b>410</b>	<b>525</b>	<b>625</b>	<b>733</b>	短期借款	240	424	609	482	367
营业利润率	14.86%	15.98%	16.38%	16.26%	16.58%	应付账款	703	935	1,156	1,399	1,609
营业外收入	13	21	21	26	26	其他流动负债	1,156	1,107	1,332	1,553	1,762
营业外支出	2	2	3	3	3	<b>流动负债</b>	<b>2,099</b>	<b>2,466</b>	<b>3,097</b>	<b>3,434</b>	<b>3,738</b>
<b>利润总额</b>	<b>333</b>	<b>429</b>	<b>544</b>	<b>648</b>	<b>756</b>	长期负债	0	0	0	0	0
所得税	64	89	113	135	158	其他长期负债	88	172	194	217	241
所得税率	19.1%	20.8%	20.8%	20.8%	20.8%	<b>非流动性负债</b>	<b>88</b>	<b>172</b>	<b>194</b>	<b>217</b>	<b>241</b>
少数股东损益	17	29	37	44	51	<b>负债合计</b>	<b>2,187</b>	<b>2,638</b>	<b>3,291</b>	<b>3,651</b>	<b>3,979</b>
<b>归母净利润</b>	<b>253</b>	<b>311</b>	<b>394</b>	<b>470</b>	<b>548</b>	股本	505	555	555	555	555
净利率	11.68%	12.12%	12.29%	12.21%	12.39%	资本公积	720	1,075	1,075	1,075	1,075
EPS (元)	0.46	0.56	0.71	0.85	0.99	<b>股东权益合计</b>	<b>1,979</b>	<b>2,643</b>	<b>2,958</b>	<b>3,334</b>	<b>3,772</b>
						少数股东权益	129	164	201	245	295
						<b>负债权益总计</b>	<b>4,295</b>	<b>5,446</b>	<b>6,450</b>	<b>7,229</b>	<b>8,046</b>
现金流量表 (百万元)						主要财务指标					
指标名称	2014	2015	2016E	2017E	2018E	指标名称	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	253	311	394	470	548	<b>增长率 (%)</b>					
少数股东权益	17	29	37	44	51	营业收入	32.88	18.48	25.00	20.00	15.00
折旧和摊销	49	71	56	87	87	营业利润	40.01	27.46	28.13	19.11	17.27
营运资金变动	-157	-529	-154	-95	-104	净利润	36.10	23.01	26.76	19.24	16.64
其他	92	130	15	127	25	<b>利润率 (%)</b>					
<b>经营现金流</b>	<b>253</b>	<b>12</b>	<b>349</b>	<b>632</b>	<b>606</b>	毛利率	33.26	35.84	36.50	36.00	36.00
资本支出	-125	-126	-139	-95	-100	EBIT Margin	17.35	19.63	20.51	20.01	19.99
投资收益	4	1	7	7	7	EBITDA Margin	19.63	22.41	22.27	22.28	21.95
资产变卖	0	6	-17	-18	-19	净利率	11.68	12.12	12.29	12.21	12.39
其他	-131	-57	0	0	0	<b>回报率 (%)</b>					
<b>投资现金流</b>	<b>-252</b>	<b>-176</b>	<b>-150</b>	<b>-106</b>	<b>-112</b>	净资产收益率	12.76	13.44	14.06	14.93	15.41
发行股票	505	387	0	0	0	总资产收益率	6.06	6.58	6.83	7.10	7.43
负债变化	-108	39	183	-129	-117	<b>其他 (%)</b>					
股息支出	1	7	-79	-94	-110	资产负债率	50.91	48.44	51.02	50.50	49.45
其他	-474	8	-17	-17	-10	所得税率	19.10	20.84	20.84	20.84	20.84
<b>融资现金流</b>	<b>-76</b>	<b>440</b>	<b>87</b>	<b>-240</b>	<b>-237</b>	股利支付率	0.00	0.00	20.00	20.00	20.00
<b>现金及等价物</b>	<b>-75</b>	<b>276</b>	<b>286</b>	<b>286</b>	<b>257</b>						

资料来源: 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。

## 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 26 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](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

深广地区：詹璐 0755-83453719 [zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)

海外机构：李笑裕 010-83571359 [lixiaoyu@chinastock.com.cn](mailto:lixiaoyu@chinastock.com.cn)

北京地区：王婷 010-66568908 [wangting@chinastock.com.cn](mailto:wangting@chinastock.com.cn)

海外机构：刘思瑶 010-83571359 [liusiyao@chinastock.com.cn](mailto:liusiyao@chinastock.com.cn)

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)