

2016年08月04日

公司研究

评级：买入（维持）

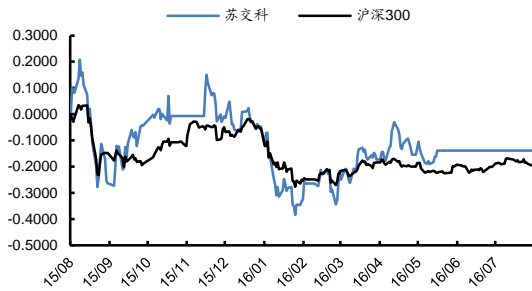
研究所  
证券分析师： 谭倩 S0350512090002

联系人： 王鑫 S0350115070006  
010-88576950-8096 wangx04@ghzq.com.cn

## 业绩持续稳步增长，PPP及海外并购亮点纷呈

### ——苏文科（300284）2016年中期报告点评

#### 最近一年走势



#### 相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
苏文科	0.0	-1.6	-5.8
沪深300	1.2	-0.6	-16.6

#### 市场数据 2016/08/04

当前价格（元）	19.49
52周价格区间（元）	12.97 - 36.38
总市值（百万）	10807.47
流通市值（百万）	6357.89
总股本（万股）	55495.00
流通股（万股）	33283.04
日均成交额（百万）	160.98
近一月换手（%）	22.90

#### 相关报告

《苏文科（300284）：业绩符合预期，参股互联网保险公司打开全新成长空间（买入）\*建筑行业\*谭倩》——2016-02-04

《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）\*建筑行业\*谭倩》——2015-12-22

《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）\*建筑行业\*谭倩》——2015-11-18

《苏文科（300284）三季报点评：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）\*建筑行业\*谭倩》——2015-10-27

#### 事件：

苏文科集团股份有限公司（以下简称“苏文科”或“公司”）发布2016年半年度报告，报告期内公司实现营收12.24亿元，同比增加40.07%；实现归属于上市公司普通股股东的净利润1.26亿元，同比增加26.02%，扣非后同比增加26.63%。基本每股收益0.23元，同比增加16.44%。

#### 投资要点：

■ **业绩稳步增长，外延成为公司发展重要推动力。**公司并表子公司营业收入及归属于上市公司股东的净利润分别同比增长72.79%、+566.67%，我们认为外延并购已成为公司持续高速发展的重要推动力之一。工程承包业务收入同比增长177.07%，占比29.19%。毛利及销售净利率微降。

■ **期间费用总管控较为有效，资产负债率增幅较大，现金流有所下滑。**公司销售、管理及财务费用分别同比增加11.99%、29.11%、84.03%，财务费用受贷款利息增加影响增长较快。资产负债率增幅较大（上升11.21个pct），达到5年同期以来的较高水平（54.67%），我们认为公司工程承包业务增长及以现金为主要方式的并购导致资本结构“变重”，但判断工程承包业务不会继续大幅增加，未来公司资本结构有望保持均衡。现金流受承包垫资支出增加及收购Test America交易影响同比大幅下滑56.19%，下半年有望改善。

■ **“产业基金+PPP项目”模式落地，看好PPP平台型公司综合优势。**我们认为贵阳小湾河环境综合整治项目将为公司“产业基金+PPP项目”模式打下良好基础，更有利于发挥公司PPP平台型公司的各项优势，看好年内PPP项目的放量及较高毛利水平对于公司2016年业绩的助推作用。

■ **收购TestAmerica打造国内领先第三方检测平台，外延发展助力公司业务深度多元化。**我们认为，环境产业是公司重点打造的主要业务板块之一，公司有望通过产业并购形成结合环境评价、咨询、第三方检测、工程设计、废水处理和运营服务为一体的上下游联动服务，而收购TestAmerica是其中重要的一环。我们看好第三方检测未来在国内庞大的市场需求和发展潜力，以及由此给公司带来的“重磅级”新兴业务发展空间。

《苏交科（300284）中报点评：内生外延发展并重，期待 PPP 及地下管廊项目突破（买入）\* 建筑行业\*谭倩》——2015-08-05

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

- **盈利预测和投资评级：**公司内生外延发展并重，受益于 PPP 模式加速落地及基础设施建设投资的大幅增加，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，我们暂未考虑此次收购 TestAmerica 公司等因素的影响，预测公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.68 元、0.86 元、1.10 元，当前股价对应的市盈率估值分别为 28.64、22.63、17.67 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济大幅波动风险，在手项目履约进度不达预期风险，应收账款无法收回风险，PPP 项目推进程度不达预期风险，环保等新兴业务拓展不达预期风险，海外并购不确定性及不达预期风险。

预测指标	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入（百万元）	2563	3199	4100	5260
增长率(%)	18%	25%	28%	28%
净利润（百万元）	311	377	478	612
增长率(%)	23%	21%	27%	28%
摊薄每股收益（元）	0.56	0.68	0.86	1.10
ROE(%)	11.06%	11.73%	12.79%	13.92%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

## 事件:

苏交科集团股份有限公司（以下简称“苏交科”或“公司”）发布 2016 年半年度报告，报告期内公司实现营收 12.24 亿元，同比增加 40.07%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.26 亿元，同比增加 26.02%，扣非后同比增加 26.63%。基本每股收益 0.23 元，同比增加 16.44%。

## 评论:

### 1、业绩稳步增长，外延成为公司发展重要推动力

公司报告期内实现营业收入 12.24 亿元 (+40.07%)，其中母公司实现 5.57 亿元 (+14.12%)，并表子公司实现 6.67 亿元 (+72.79%)。实现归属于上市公司股东的净利润 1.26 亿元 (+26.02%)，其中母公司实现 0.75 亿元 (-17.47%)，并表子公司实现 0.51 亿元 (+566.67%)。我们认为公司此前并购的淮交院（已更名为“江苏交科交通设计研究院”）、厦门市政院等多家设计院为公司的业绩形成了有效增长极，外延并购已成为公司持续高速发展的重要推动力之一。

盈利能力及收入结构方面，公司毛利率 31.12%（下降 2.96 个 pct），销售净利率 11.50%（下降 0.31 个 pct）。工程咨询业务实现营业收入 8.63 亿元 (+16.90%)，毛利率 38.85%（上升 2.26 个 pct）；工程承包业务实现营业收入 3.57 亿元 (+177.07%)，毛利率 12.00%（下降 6.82 个 pct）。工程承包业务占比由 2015 年中期的 14.75% 上升至报告期内的 29.19%。我们认为公司当前业务结构仍较为合理，毛利水平较低的工程承包业务虽增速较快，尚处于与公司营收规模相匹配的程度，且为公司后续大规模实施 PPP 项目贮备了必要的经验和人才。

### 2、期间费用总体的管控较为有效，资产负债率有所增加

报告期内，公司销售费用、管理费用、财务费用分别同比增加 11.99%、29.11%、84.03%，但销售及管理费用率均同比出现下降，我们认为公司营收规模的扩大及外延并购并未导致销售及及管理费用的超比例增加，表明公司对于上述两项费用的管控较为有效。财务费用率同比增加 0.2 个 pct 且绝对数额增加较多主要是由于贷款利息增加所致。同时，报告期内公司资产负债率增幅较大（上升 11.21 个 pct），达到 5 年同期以来的较高水平（54.67%，剔除预收账款后为 52.97%），流动比率和速动比率也同比出现了下降，我们认为主要由于公司工程承包业务增长及以现金为主要方式的外延并购活动导致公司资本结构向“较重”的方向发展，但我们判断公司的工程承包业务不会继续大比例增加，未来公司资本结构有望保持在较为均衡的水平。

公司经营性现金净流量大幅下滑（-56.19%），主要由于报告期内公司工程承包业务垫资支出增加及支付收购美国 TestAmerica 公司交易保证金所致，我们预计随着下半年公司在手项目结算数量及金额的增加，现金流情况有望得到改善。

### 3、“产业基金+PPP项目”模式落地，看好PPP平台型公司综合优势

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，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。2015年以来，公司已陆续签署了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项目及发起设立贵州PPP产业投资基金。

6月底，公司公告与贵州PPP产业投资基金、中铁二十局集团有限公司组成联合体，成功中标贵阳市观山湖区小湾河环境综合整治工程PPP项目。项目中标金额14.62亿元，建设期2年，特许运营期30年。该项目为公司首次运用PPP产业基金工具，作为该基金劣后级合伙人以间接投资的模式，获得了项目的设计、总承包管理以及运营维护等服务合同。我们认为，贵阳小湾河项目将为公司“产业基金+PPP项目”模式打下良好基础，更有利于发挥公司PPP平台型公司的各项优势，看好年内PPP项目的放量及较高毛利水平对于公司2016年业绩的助推作用。

### 4、收购TestAmerica打造国内领先第三方检测平台，外延发展助力公司业务深度多元化

公司5月20日起停牌筹划收购美国最大环境检测公司TestAmerica 100%股权，拟打造中国最大的第三方检测平台，收购完成后，公司环保领域的业务范围将大幅拓展，并将覆盖环保工程项目承接、环保解决方案优化、环保治理运营成本控制、环保大数据等环保全产业链服务。我们认为，环境产业是公司重点打造的主要业务板块之一，公司有望通过产业并购形成结合环境评价、咨询、第三方检测、工程设计、废水处理和运营服务为一体的上下游联动服务，而收购TestAmerica是其中重要的一环。我们看好第三方检测未来在国内庞大的市场需求和发展潜力，以及由此给公司带来的“重磅级”新兴业务发展空间。

此外，公司还于7月对西班牙工程设计咨询服务商EPTISA公司增资1600万欧元获取90%的股权。收购EPTISA有利于加快公司“走出去”的步伐，同时可利用EPTISA作为公司海外项目承接平台，突破国际市场人员及资质壁垒，将公司工程咨询主业向包括“一带一路”沿线国家在内的海外市场拓展。

公司于2月参股设立新一站在线财产保险公司，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。

## 5、盈利预测与评级

公司内生外延发展并重，受益于 PPP 模式加速落地及基础设施建设投资的大幅增加，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，我们暂未考虑此次收购 TestAmerica 公司等因素的影响，预测公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.68 元、0.86 元、1.10 元，当前股价对应的市盈率估值分别为 28.64、22.63、17.67 倍，维持“买入”评级。

## 6、风险提示

宏观经济大幅波动风险，在手项目履约进度不达预期风险，应收账款无法收回风险，PPP 项目推进程度不达预期风险，环保等新兴业务拓展不达预期风险，海外并购不确定性及不达预期风险。

预测指标	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入（百万元）	2563	3199	4100	5260
增长率(%)	18%	25%	28%	28%
净利润（百万元）	311	377	478	612
增长率(%)	23%	21%	27%	28%
摊薄每股收益（元）	0.56	0.68	0.86	1.10
ROE(%)	11.06%	11.73%	12.79%	13.92%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

表 1: 苏文科盈利预测表 (暂不考虑收购 TestAmerica 影响)

证券代码:	300284.SZ				股价:	19.49	投资评级:	买入		日期:	2016/08/04
财务指标	2015	2016E	2017E	2018E	每股指标与估值	2015	2016E	2017E	2018E		
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>						
ROE	11%	12%	13%	14%	EPS	0.56	0.68	0.86	1.10		
毛利率	36%	33%	33%	33%	BVPS	4.77	5.44	6.29	7.39		
期间费率	16%	17%	17%	17%	<b>估值</b>						
销售净利率	12%	12%	12%	12%	P/E	34.79	28.64	22.63	17.67		
<b>成长能力</b>					P/B	4.09	3.58	3.10	2.64		
收入增长率	18%	25%	28%	28%	P/S	4.22	3.38	2.64	2.05		
利润增长率	23%	21%	27%	28%							
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>		
总资产周转率	0.47	0.50	0.54	0.59	营业收入	2563	3199	4100	5260		
应收账款周转率	0.98	0.98	0.98	0.98	营业成本	1644	2139	2735	3499		
存货周转率	86.11	86.11	86.11	86.11	营业税金及附加	29	36	46	59		
<b>偿债能力</b>					销售费用	78	95	125	165		
资产负债率	48%	50%	50%	51%	管理费用	309	385	495	640		
流动比	1.58	1.62	1.67	1.71	财务费用	(15)	23	35	47		
速动比	1.58	1.62	1.66	1.70	其他费用 / (-收入)	(108)	0	(5)	(5)		
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	营业利润	410	521	659	844		
现金及现金等价物	1142	1561	1775	1978	营业外净收支	19	0	0	0		
应收款项	2622	3273	4195	5382	利润总额	429	521	659	844		
存货净额	19	25	32	41	所得税费用	89	109	137	176		
其他流动资产	123	131	141	154	净利润	339	412	522	668		
<b>流动资产合计</b>	<b>3906</b>	<b>4896</b>	<b>6050</b>	<b>7462</b>	少数股东损益	29	35	44	57		
固定资产	326	294	264	238	归属于母公司净利润	311	377	478	612		
在建工程	102	102	102	102	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>		
无形资产及其他	74	74	79	83	经营活动现金流	12	171	75	78		
长期股权投资	33	33	33	33	净利润	339	412	522	668		
<b>资产总计</b>	<b>5446</b>	<b>6403</b>	<b>7532</b>	<b>8922</b>	少数股东权益	29	35	44	57		
短期借款	424	624	824	1024	折旧摊销	64	40	37	34		
应付款项	935	1236	1581	2023	公允价值变动	0	0	0	0		
预收帐款	190	237	304	390	营运资金变动	(420)	(1013)	(1351)	(1737)		
其他流动负债	918	918	918	918	投资活动现金流	(176)	33	29	26		
<b>流动负债合计</b>	<b>2466</b>	<b>3015</b>	<b>3626</b>	<b>4354</b>	资本支出	(91)	33	29	26		
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	27	0	0	0		
其他长期负债	172	172	172	172	其他	(113)	0	0	0		
<b>长期负债合计</b>	<b>172</b>	<b>172</b>	<b>172</b>	<b>172</b>	筹资活动现金流	583	196	195	194		
<b>负债合计</b>	<b>2638</b>	<b>3187</b>	<b>3798</b>	<b>4526</b>	债务融资	184	200	200	200		
股本	555	555	555	555	权益融资	387	0	0	0		
股东权益	2808	3216	3734	4396	其它	12	(4)	(5)	(6)		
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5446</b>	<b>6403</b>	<b>7532</b>	<b>8922</b>	现金净增加额	419	400	299	299		

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

## 【建筑建材组介绍】

谭倩，美国罗切斯特大学理学硕士、上海财经大学管理学学士，2010年进入国海证券，任新能源、电力设备、电力环保、锂电池行业分析师，带领团队获得2013年水晶球公用事业行业公募榜单第四名。

王鑫，清华大学经管学院工商管理硕士，2015年年进入国海证券，从事建筑和工程、非金属类建材行业研究。

## 【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】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见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。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【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。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。