

## PPP 助力高增长, 海外并购推动大环保布局及国际化战略

苏文科 (300284.SZ)

**推荐** 维持评级

### 投资要点:

- **事件:**  
公司复牌。
- **8.76 亿元收购美国环境检测龙头企业, 布局大环保, 打造国内最大第三方检测平台。**公司 2016 年 5 月公告拟投资 8.76 亿元收购美国 TestAmerica 公司 100% 股权, TestAmerica 是全美领先的环境检测公司, 全美市场占有率高达 11%, 2015 年实现营业收入 14.34 亿元, 占苏文科同期收入的 56%, 高昂系统开发整合支出及年化利率达 11% 的高息借款, 导致公司 2015 年净利润仅为 -0.87 亿元。公司收购标的后将着力优化其负债结构, 改善其盈利能力, 预测 2017-2019 年, TestAmerica 将分别实现净利润 5433 万元、6421 万和 7605 万元, 年增速达 19% 左右。TestAmerica 成立于 1986 年, 为全美领先的环境检测公司, 拥有完整的环境检测服务产业链, 支持超过 1000 种环境监测方法。其在水源检测、空气检测、固废检测领域都领先于全美, 且布局完善, 在全美 50 个州都具备检测资格, 拥有行业内最全面的网络覆盖率, 其拥有基于云计算平台的独特专有实验室管理系统 TALS, 高效整合管理信息, 形成公司检测“大数据”云平台, 减少系统风险, 使客户获得真实、准确的数据。公司拥有忠诚稳定的高端客户群, 包括联邦机构、城市供水和污水处理机构, 合作客户收入占比达到 90% 以上。近年国内检测市场业务规模迅速扩大, 环保政策相继出台, 已逐步开放第三方检测市场。完成收购后, 公司将引进领先的环境检测技术和质量监管经验, 延伸业务范围至环保检测、大健康数据跟踪以及环保工程项目实施等, 进一步完善公司环保产业链布局。并借助 TestAmerica 在美国环境检测领域的优势基础, 或将公司现有工程咨询业务拓展至美国市场。
- **1.19 亿收购工程咨询全球领先服务商, 推进国际化战略。**公司 2016 年 7 月公告以现金方式向西班牙 EPTISA 公司增资 1.19 亿元, 持有该公司 90% 股份, 并在约定时间内购入剩余股份中的 9.49% 股份。增资完成后, 公司将 EPTISA 提供总计 1.48 亿元的股东借款及运营资金信用贷款支持。EPTISA 2015 年全年营业收入 7.4 亿元, 净利润 -0.85 亿元, 负债总额 6.79 亿元, 净利润为负源于大量债务。收购完成后, 苏文科将对公司提供最高为 1000 万欧元的信用贷款和成本 6% 的 1000 万欧元股东贷款, 有效降低公司负债成本, 公司净利润有望扭亏为盈。EPTISA 2014 年在美国《工程新闻纪录》(ENR) 国际工程设计公司 225 强中排名第 94 位, 在全球 16 个国家设有办事处, 尤其在西亚、东欧等“一带一路”地区服务多年, 具有丰富的政府及高端客户资源。其核心技术覆盖水利、交通等业务, 其在大坝、港口、隧道及高铁方面具有长期、丰富的工程经验及一大批优秀的技术人才。此次收购为公司“全产业链”布局和“国际化”战略的重要组成部分, 有利于公司围绕主营业务进一步拓宽业务领域, 突破市场壁垒, 分享“一带一路”市场红利。
- **设立 PPP 产业投资基金, 获 14 亿大型 PPP 项目, PPP 或将迎来放量。**公司 12 月 25 日公告投资 4 亿元与贵州 PPP 基金管理公司发起设立贵州 PPP 产业投资基金。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 2016 年 6

### 分析师

周松

☎: 021-68596786

✉: zhousong\_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130515050001

### 市场数据 时间 2016-8-9

A 股收盘价(元)	19.49
A 股一年内最高价(元)	28.30
A 股一年内最低价(元)	13.90
上证指数	2953.39
市净率	4.10
总股本(亿股)	5.55
实际流通 A 股(亿股)	3.33
限售的流通 A 股(亿股)	2.22
流通 A 股市值(亿元)	63.58

### 相关研究

《公司点评报告-苏文科 300284: 业绩持续高增长, 新业务布局不断推进, PPP 有望迎来爆发》

2016/4/27

《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

月公告联合中标贵阳市观山湖区小湾河环境综合治理工程 PPP 项目，中标金额 14.62 亿元，占公司 2015 年营业收入 55.40%。公司作为贵州 PPP 产业基金的劣后级合伙人，首次通过间接投资模式，取得项目设计、施工总承包管理及后期运营维护资格，PPP 模式将大幅改善公司现金流，打造“工程+运营”持续、稳定的收入结构。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。

- **公司业绩飞速增长，业务覆盖范围持续扩大。**公司 2016 上半年实现营业收入 12.24 亿元，同比上升 40.07%，归属上市公司股东净利润 1.26 亿元，同比上升 26.02%，对应每股收益 0.23 元，同比增速 16.44%。公司 2016 上半年基建承包、工程咨询板块业绩增速迅猛，其中工程承包业务收入同比增长 177.07%，咨询业务承接额同比增长超 60%，公司在长三角区域业绩稳健发展，西南和西部内陆地区同比业绩增速较快，东北三省连续取得全新订单突破，全国化战略布局日益完善。
- **毛利率微降，期间费用率降低，现金流情况有待提高。**公司 2016 上半年综合毛利率 31.12%，同比增长 3.21pct；净利率小幅下滑 0.31pct 至 11.50%；期间费用率 13.97%，同比降低 1.38pct。报告期内，资产负债率上升 11.21pct 至 54.67%，达 5 年同期最高水平，经营性现金流净额从 2015 年同期的-3.81 亿增至-5.95 亿，公司资产结构大幅“增重”、现金流承压痕迹明显，主要源于公司连续并购海外资产支付交易保证金、全国化业务扩张及工程基建承包项目工程垫资所致。
- **坚持专业技术自主创新，提供业绩增速内动力。**公司 2016 年上半年斩获授权专利 31 项，“复合浇筑式沥青钢桥面铺装 (PGA+AC) 设施施工成套技术研究”等 3 项专利技术获国家级、省级奖项，2 项专业技术平台项目获江苏省工业和信息产业转型升级专项资金补助。公司下半年将持续围绕节能环保、综合检测、智慧城市等重点方向坚持技术优化与创新，由内而外提升业务能力。
- **风险提示：**宏观经济波动风险，并购不及预期，业务扩张不及预期等。
- **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，对应 PE 分别为 28/24/20，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 2016 年 8 月 9 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)