

2018年01月16日

联合中标 25.6 亿大单，彰显规范&专业性！ 买入(维持)

证券分析师 袁理

执业证书编号：

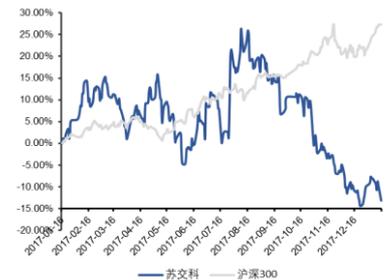
S0600511080001

02160199782

yuanl@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4,201	5,604	6,525	7,631
同比(%)	63.9%	33.4%	16.4%	16.9%
净利润(百万元)	379	557	665	721
同比(%)	22.1%	46.9%	19.4%	8.4%
毛利率(%)	30.2%	29.0%	29.3%	29.5%
ROE(%)	12.6%	14.7%	15.3%	14.7%
每股收益(元)	0.68	0.96	1.15	1.25
P/E	23.15	16.40	13.69	12.59
P/B	2.91	2.39	2.10	1.99

股价走势



事件：

公司公告与子公司燕宁建设、北新路桥联合中标 G576 石河子至 149 团公路新改建工程 PPP 项目，项目总投资 25.6 亿元。

投资要点：

■ **项目情况：1)** 项目为国道公路 G576 (石河子-北屯) 部分的新改建项目，项目除投资和建设外，还提供公路养护服务、服务设施的管理和运营维护服务，公路主线全长 94.051km，含双向四车道公路、桥梁通道、养护工区、收费站、服务区等，项目总投资 25.6 亿，项目资本金约为 20%，公司及子公司出资共计 2.5 亿。**2) 联合体权责比例为：**此次项目由北新路桥牵头，公司及子公司燕宁建设为联合体成员，北新路桥占比 47.475%，联合体成员燕宁建设与本公司分别占比 47.475%、5.05%。**3) 项目采用“BOT+政府股权合作+可行性缺口补助”，**回报率 6.4%，收益除缺口补助外主要为通行费、广告经营收益、服务设施经营收益，以及 6 万元/公里/年的年度日常养护服务费。

■ **保守计算，项目设计施工贡献利润约 0.9 亿：**项目建设期为两年，1) 公司取得本项目的勘察设计业务，按照业内收费水平，假设此项目收费占总投资 3%，预计带来设计收入 0.77 亿，按照公司 17Q3 的净利率估算，带来利润 0.06 亿。2) 子公司燕宁建设获得 50% 的施工业务，保守假设工程施工净利率 10%，预计燕宁建设 (公司持股 65%) 施工带来并表利润为 0.83 亿。

■ 三维度受益彰显公司实力：

■ **1) 第一维：打开新疆基础设施建设市场，**本项目是国家普通国道网中 81 条联络线 G576 (石河子—北屯) 的重要组成部分，已列入兵团重点建设项目，同时本项目为新疆第八师石河子市党委重点推动公路建设项目之一，对公司及子公司燕宁建设在新疆区域基础设施类项目设计、建设、运营等业务的市场开拓具有显著的提升拉动作用。

■ **2) 第二维：规范性利好燕宁建设打开 PPP 业务。**公司在国家连续发文规范、各地收紧 PPP 项目的前提下中标，从侧面证明公司投标运营项目的规范性。同时此次公路项目对于运营期的考核进行了合理设置，为后续基建项目带来充分的参考意义，为燕宁建设在新疆自治区、西部区域交通、市政工程类 PPP 业务的持续拓展奠定了稳固基础。

市场数据

收盘价(元)	15.74
一年最低/最高价	15.42/23.47
市净率(倍)	2.55
流通 A 股市值(百万元)	5520

基础数据

每股净资产(元)	6.16
资本负债率(%)	61.35
总股本(百万股)	578
流通 A 股(百万股)	351

相关研究

1. 斩获海外大单，Q3 稳健增长！

-2017 年 10 月 17 日

2. 增速拐点、先进激励、外延持续
-2017 年 8 月 1 日

3. 收购水利设计资产，加码环境领域布局-2017 年 3 月 1 日

4. 收购加速检测布局，PPP 落地最直接受益-2016 年 8 月 10 日

- **3) 第三维：工程咨询龙头，彰显峥嵘。**公司获得此项目全部的勘察设计业务，涵盖内容多，对项目全生命周期把握要求高，彰显公司设计实力：除道路外，涵盖大桥 1 座，桥式通道 24 座，分离式立交桥 3 座，小桥 14 座，涵洞 54 道，互通式立交 3 处、平面交叉 23 处，养护工区 2 处，收费站 1 处，服务区 1 处。
- **斩获印度大单，验证海外业务实力，一带一路布局兑现！**1) 子公司 EP 于 17 年 10 月中标印度国家水文工程技术援助和管理顾问咨询服务 (TAMC) 项目。TAMC 项目由世界银行资助，总投资约 4 亿欧，**工程咨询部分竞标价近 1700 万欧。**Eptisa 公司通过丰富的技术经验和属地化的团队，将向所有执行机构提供项目规划、采购、技术开发、培训、能力建设以及总体协调的支持和援助等服务；同时向世界银行提供项目报告，并监测项目进展情况。2) 公司 16 年 9 月收购西班牙 Eptisa 90% 股权完成交割，17 年 1 月增资，经历半年整合 EP2017H1 营收 7.56 亿元，业务承接额同比增长超过 50%。**证明了公司海外业务整合的成功与业务实力。**3) 我们认为公司本体具有与央企合作的优势，结合 EP 海外设计咨询的能力，未来大概率通过与央企合作走向海外或以 EP 为平台独立获得海外设计咨询项目，借助一带一路平台在北美及西亚、东欧、南亚地区承接更多公司业务。
- **发行 8.4 亿可转债，加速 TA 环境检测布局：**公司 16 年收购美国最大环境检测公司 TestAmerica 100% 股权 (含债务置换)，17 年 7 月以债转股的方式增资 5000 万美金。9 月公告，拟公开发行不超过 8.43 亿元可转债，其中 67.4% 的募集资金投入环境检测业务，加速 TA 技术的引进&国内环境检测业务布局。
- **5 年 12 次外延，低估值收购完成全国布局：**公司 12 年以来共进行 12 次外延收购，最新一次为 2017 年 8 月收购石家庄设计院，公司以 1744 万元收购标的非业绩承诺方 26.2% 股权，以 7018 万元收购标的业绩承诺方 73.8% 股权 (业绩承诺方为核心管理人员)，业绩承诺方承诺 2017 年净利润不低于 1000 万元；2017、2018 两年累计实现的净利润总和不低于 2280 万元；2017、2018、2019 三年累计实现的净利润总和不低于 3840 万元，以三年平均净利润 1280 万元计算，承诺方/非承诺方对应 PE 分别仅为 7.43/5.2 倍。
- **先进管理激励机制，事业伙伴计划实现员工深度激励：**公司 17 年 8 月公告，借鉴国际先进企业经验，实施事业伙伴计划。事业伙伴群体分为高级事业伙伴和普通事业伙伴，具有评议公司内部董事、年度审议经营层人员、参与公司战略研讨的权力与职责。1) 资金来源：分为事业伙伴的自有资金和公司基于年度业绩提取的专项基金 (不超过当年归母净利润的 8%)。2) 实施形式及考核标准：若当年归母净利润增速超过 20%，则公司按自有资金:专项基金=1:1 的比例，通过资管计划认购苏交科股票，其中员工持股不超过总股本的 10%，单个员工不超过总股本的 1%；若当年归母净利润增速未超过 20%，则公司不提取当年度专项基金。3) 锁定期：自有资金购买股票锁定期 3 年，专项基金购买股票锁定期 8 年。
- **盈利预测与估值：**暂不考虑可转债转股，我们预测公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.96、1.15、1.25 元，对应 PE16、14、13 倍，估值优势明显，维持“买入”评级。
- **风险提示：**项目回款风险；业务拓展不及预期；EPTISA 在海外业务远远落后于预期；公司计划不及预期；子公司整合出现问题。

图表 1 苏文科盈利预测

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	5483.5	8239.4	9878.8	11437.3	营业收入	4201.3	5604.3	6525.4	7630.6
现金	1090.5	2487.8	3311.8	3709.1	营业成本	2933.7	3977.6	4614.1	5378.2
应收款项	3936.1	5492.6	6254.5	7396.2	营业税金及附加	16.7	80.1	93.3	109.1
存货	64.4	66.8	89.4	97.2	营业费用	102.2	147.4	164.8	305.2
其他	392.5	192.2	223.1	234.8	管理费用	560.6	576.1	668.4	777.1
非流动资产	3491.2	3660.2	3681.2	3692.2	财务费用	37.6	81.7	107.9	113.5
长期股权投资	32.9	5.9	5.5	5.5	投资净收益	0.8	0.0	0.0	0.0
固定资产	976.4	1187.5	1223.4	1248.5	其他	-134.6	-64.9	-65.4	-65.9
无形资产	451.7	436.6	422.1	408	营业利润	416.5	676.5	811.4	881.6
其他	2030.2	2030.2	2030.2	2030.2	营业外净收支	81.7	20.0	20.0	20.0
资产总计	8974.7	11899.6	13560	15129.5	利润总额	498.2	696.5	831.4	901.6
流动负债	4364	4855.2	5983.5	6976	所得税费用	84.2	139.3	166.3	180.3
短期借款	1246.7	400	1000	1000	少数股东损益	34.8	0.0	0.0	0.0
应付账款	1588.9	2207.9	2530.1	2967.2	归属母公司净利润	379.2	557.2	665.1	721.2
其他	1528.4	2247.3	2453.4	3008.8	EBIT	613.0	838.2	999.3	1075.1
非流动负债	1367	3017	3017	3017	EBITDA	721.1	954.1	1131.2	1220.7
长期借款	848.5	2498.5	2498.5	2498.5					
其他	518.5	518.5	518.5	518.5	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
负债总计	5731	7872.2	9000.5	9993	每股收益(元)	0.68	0.96	1.15	1.25
少数股东权益	224.2	224.2	224.2	224.2	每股净资产(元)	5.42	6.58	7.50	8.50
归属母公司股东权益	3019.4	3803.2	4335.3	4912.3	发行在外股份(百万股)	557.4	578.2	578.2	578.2
负债和股东权益总计	8974.7	11899.6	13560	15129.5	ROIC(%)	12.6%	13.0%	14.6%	15.1%
					ROE(%)	12.6%	14.7%	15.3%	14.7%
					毛利率(%)	30.2%	29.0%	29.3%	29.5%
					EBIT Margin(%)	14.6%	15.0%	15.3%	14.1%
					销售净利率(%)	9.0%	9.9%	10.2%	9.5%
					资产负债率(%)	63.9%	66.4%	66.6%	66.2%
					收入增长率(%)	63.9%	33.4%	16.4%	16.9%
					净利润增长率(%)	22.1%	46.9%	19.4%	8.4%

数据来源: WIND 资讯, 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 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

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>

