



建筑工程业/工业

苏文科 (300284)

同业并购增业绩，新兴领域见未来

——苏文科 2014 年 3 季报点评

张琨 (分析师)
0755-23976003
zhangkun008742@gtjas.co
证书编号 S0880512080001

本报告导读:

公司采取并购方式，有效地突破了区域和领域的限制，打开成长空间，助力业绩腾飞，维持增持评级，维持目标价 17 元。

投资要点:

同业并购增厚业绩，跨区扩张打开空间。 苏文科 2014 年前 3 季度归属于上市公司股东的净利润同比增 32.97%，符合预期。公司此前通过收购同业企业实现外延式扩展，现项目并购完成，增厚公司业绩，后续公司将继续依托资金、品牌、人才等优势加强主业，拓展省外收入，复制 AECOM 工程设计巨头的经营传奇。我们维持盈利预测不变，2014/15 年 EPS 0.51、0.66 元，给予公司 2014 年 PE 33 倍，维持增持评级，维持目标价 17 元。

参与基建改、扩建，切入智能交通、环保新领域。 在经济转型、投资放缓的背景之下，苏文科采取“旧里寻新，新中突破”的发展思路。在传统基建领域，公司加大研究投入，积极探索公路、桥梁等改扩建新技术，参与江苏省内绝大部分项目建造，分享日益增长的基建存量改造市场；在新兴细分领域，公司抓住信息化、绿色化等时代发展潮流，以并购方式切入，迈向智能交通和节能环保等细分领域，为公司发展打开广阔空间。

员工持股激励机制到位，海外业务有望扬帆起航。 公司于 9 月发布员工持股计划，发行融资不低于 3.74 亿元，涉及公司及其控股子公司核心员工，此举将有利于建立起良好的激励机制，实现公司与员工同进退的局面，为后续对外扩展奠定资金和人才基础。此外，苏文科于 10 月完成马来西亚海外子公司的注册，该公司将作为苏文科海外扩张的平台之一，后续公司将在审慎经营的原则之下，积极探索海外项目，向产业上下游拓展。

风险提示： 并购难以整合、省外扩张受阻。

财务摘要 (百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,179	1,628	1,999	2,396	2,958
(+/-)%	-7%	38%	23%	20%	23%
经营利润 (EBIT)	215	223	322	415	521
(+/-)%	5%	4%	44%	29%	26%
净利润	141	186	244	315	397
(+/-)%	7%	31%	31%	29%	26%
每股净收益 (元)	0.28	0.37	0.48	0.63	0.79
每股股利 (元)	0.10	0.10	0.13	0.15	0.18

利润率和估值指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营利润率 (%)	18.3%	13.7%	16.1%	17.3%	17.6%
净资产收益率 (%)	10.1%	11.9%	14.1%	16.0%	17.4%
投入资本回报率 (%)	20.9%	20.3%	24.9%	24.3%	27.2%
EV/EBITDA	9.4	8.4	14.6	11.6	9.0
市盈率	19.4	14.8	23.6	18.2	14.5
股息率 (%)	0.9%	0.9%	1.1%	1.3%	1.6%

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **17.00**

上次预测: 17.00

当前价格: 11.43

2014.10.27

交易数据

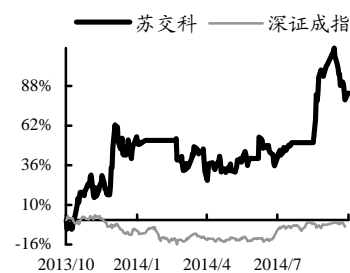
52 周内股价区间 (元)	8.02-21.35
总市值 (百万元)	5,733
总股本/流通 A 股 (百万股)	502/274
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	55%
日均成交量 (百万股)	4.95
日均成交值 (百万元)	56.30

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	1,592
每股净资产	3.17
市净率	3.6
净负债率	-14.77%

EPS (元)	2013A	2014E
Q1	0.05	0.06
Q2	0.08	0.10
Q3	0.12	0.16
Q4	0.13	0.17
全年	0.39	0.48

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-7%	34%	83%
相对指数	-7%	26%	89%

相关报告

《现金并购又一单，外延扩张由慢到快》
2014.09.29

《管理层认购定增，多元创新正当时》
2014.09.14

《加速外延步伐，拓展创新空间》2014.07.29

《跨领域与跨区域战略持续推进》2014.04.11

《开启 2014 年外延式发展大幕》2014.03.18

模型更新时间: 2014.10.27

股票研究

工业
建筑工程业

苏文科 (300284)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 17.00

上次预测: 17.00

当前价格: 11.43

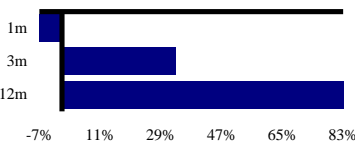
公司网址

www.jsti.com

公司简介

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与工程承包业务，主要提供交通项目前期咨询及科研，道路、桥梁、铁路与轨道交通、岩土与隧道工程、水运工程与市政工程的勘察、设计、咨询、试验检测、监理、相关技术服务，工程总承包及其他承包业务等服务，为交通工程提供综合解决方案。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

8.02-21.35

市值 (百万)

5,733

财务预测 (单位: 百万元)

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
损益表					
营业总收入	1,179	1,628	1,999	2,396	2,958
营业成本	745	1,156	1,386	1,636	2,015
税金及附加	42	18	20	24	30
销售费用	45	47	55	65	78
管理费用	131	183	216	256	314
EBIT	215	223	322	415	521
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	2	3	4	5
财务费用	0	-29	0	1	-2
营业利润	165	229	297	385	486
所得税	27	43	52	67	84
少数股东损益	1	7	8	11	14
净利润	141	186	244	315	397
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	1,026	932	745	817	731
其他流动资产	2	1	0	0	0
长期投资	115	178	178	178	178
固定资产合计	155	217	258	282	301
无形及其他资产	73	107	121	136	150
资产合计	2,885	3,121	3,468	4,065	4,658
流动负债	1,446	1,428	1,644	1,989	2,259
非流动负债	11	56	1	3	6
股东权益	1,402	1,553	1,731	1,971	2,277
投入资本(IC)	867	898	1,072	1,415	1,588
现金流量表					
NOPLAT	181	183	267	344	433
折旧与摊销	29	36	32	39	45
流动资金增量	-131	19	-204	-347	-197
资本支出	-76	-89	-81	-70	-69
自由现金流	4	149	15	-34	211
经营现金流	90	285	164	56	301
投资现金流	-185	-135	-78	-66	-64
融资现金流	-20	-243	-273	82	-322
现金流净增加额	-115	-93	-186	72	-85
财务指标					
成长性					
收入增长率	-7.0%	38.0%	22.8%	19.8%	23.5%
EBIT 增长率	5.3%	3.9%	44.2%	28.7%	25.7%
净利润增长率	7.2%	31.3%	31.3%	29.2%	26.1%
利润率					
毛利率	36.8%	29.0%	30.7%	31.7%	31.9%
EBIT 率	18.3%	13.7%	16.1%	17.3%	17.6%
净利润率	12.0%	11.4%	12.2%	13.1%	13.4%
收益率					
净资产收益率(ROE)	10.1%	11.9%	14.1%	16.0%	17.4%
总资产收益率(ROA)	4.9%	5.9%	7.0%	7.7%	8.5%
投入资本回报率(ROIC)	20.9%	20.3%	24.9%	24.3%	27.2%
运营能力					
存货周转天数	3	5	6	5	6
应收账款周转天数	399	323	320	340	340
总资产周转天数	858	673	601	574	538
净利润现金含量	0.64	1.54	0.67	0.18	0.76
资本支出/收入	6%	5%	4%	3%	2%
偿债能力					
资产负债率	50.5%	47.6%	47.4%	49.0%	48.6%
净负债率	-31.8%	-36.1%	-33.1%	-24.4%	-27.6%
估值比率					
PE	19.4	14.8	23.6	18.2	14.5
PB	2.0	1.8	3.3	2.9	2.5
EV/EBITDA	9.4	8.4	14.6	11.6	9.0
P/S	2.3	1.7	2.9	2.4	1.9
股息率	0.9%	0.9%	1.1%	1.3%	1.6%

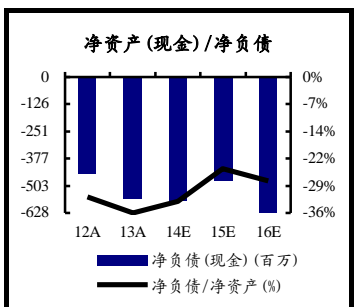
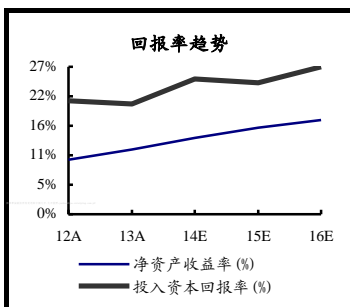
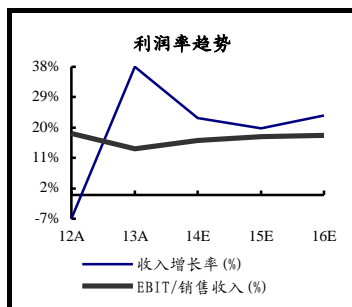


表 1: 公司前期收购项目及目的

收购方式	公司名称	时间	转让方基本情况	持股比例		收购/增资价格 (万元)		目的及影响
				收购前	收购后	价格	定价依据	
收购取得 控制权	常熟设计院	09.7-09.9	苏骏等改制时 18 位原股东	20%	100%	2,101.27	经审计的净资产	扩大当地市场份额
	江苏建工院	09.11	胡小钟、齐婷、石娅莎、陈灿、谭美华	0%	75%	487.50	协议 6.5 元/份出资额	取得建筑设计的资质
	杭州华龙交通	12.7	王虎、罗杰慧	0%	70%	3636	股权评估价值	完善布局, 整合人力资源
	甘肃科地工程	13.1	张世武, 张红云等	0%	70%	2551.5	股权评估价值	完善布局, 整合人力资源
	江苏三联安全	13.10	胡红、张美山	0	100%	600	股权评估价值	获取交通安全评价资质
	厦门市政工程设计院	14.4	叶诚补等	0	84%	15990	股权评估价值	扩大市场份额
	淮安交通勘察设计院	14.4	淮交院 33 人	0	100%	18974.55	股权评估价值	扩大市场份额
增资取得 控制权	中铁瑞威	14.9	王卓等	0	85%	13987.6	股权评估价值	加强铁路领域承接能力
	剑平瑞华	08.6	剑平国际	0%	0.98%	208	1 元/份出资额	进北京市场
	兆通路桥	09.6	剑平国际 耿小平、周建华(公司员工)	50.98%	9.86%	0	承诺为实现的补偿	
收购少数 股东权益	兆通路桥	09.6	耿小平、周建华(公司员工)	65%	100%	610.38	协议 4.36 元/份出资额	规范持股
	泰州新通	08.2	卢拥军(公司员工)	90%	100%	20.00	出资成本	规范持股
	金邦科技	10.10	香港金邦科技发展有限公司	30%	70%	11.00	账面净资产	拓展业务
参股	交科能源	13.3	江苏燕宁公路工程	0%	17%	100	账面价 1.06 倍	涉及节能领域
	重庆鼎丰国际	13.7	以自有资金 230 万元 参股获 23% 股权	0	23%	-	1 元/份出资额	完善布局

数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。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。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

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或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，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。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		