

苏交科(300284.SZ) 建筑施工行业

评级: 买入 上调评级

公司研究

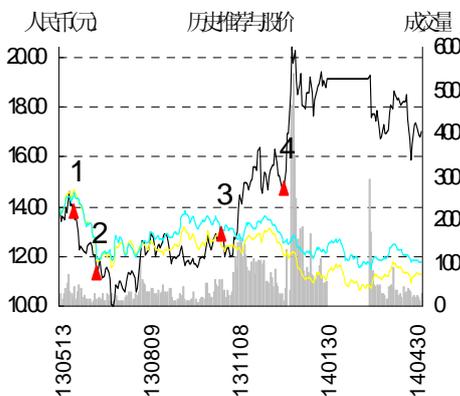
市价(人民币): 8.41元

看好外延式发展模式, 驱动公司长期稳健增长

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	136.49
总市值(百万元)	81.65
年内股价最高最低(元)	20.41/9.99
沪深300指数	2133.91



相关报告

1. 《增发收购准交院, 公司外延式发展继续推进》, 2014.3.19
2. 《苏交科 2013 半年报业绩点评》, 2013.7.30

孙鹏 分析师 SAC 执业编号: S1130513090001
(8621)60230248
sunp@gjzq.com.cn

贺国文 分析师 SAC 执业编号: S1130512040001
(8621)60230235
hegw@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
摊薄每股收益(元)	0.589	0.773	0.980	1.204	1.389
每股净资产(元)	5.84	6.47	7.32	8.14	9.40
每股经营性现金流(元)	0.38	1.19	1.06	0.98	1.24
市盈率(倍)	16.32	25.69	17.77	14.47	12.53
行业优化市盈率(倍)	18.36	12.52	11.21	11.21	11.21
净利润增长率(%)	7.19%	31.32%	26.69%	22.87%	15.44%
净资产收益率(%)	10.08%	11.95%	13.38%	14.78%	14.78%
总股本(百万股)	240.00	240.00	240.00	240.00	240.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **外延式发展符合行业趋势, 推动公司业绩稳步增长:** 外延式并购是苏交科发展重要战略, 历史上来看, 公司进行过多次并购, 上市以后该进程不断加快, 并购体量在不断加大, 并购手段也更加丰富。对比 AECOM, 从行业发展趋势来看, 未来咨询设计龙头要突破区域壁垒, 实现业务领域多元化, 细分领域专业化的目标, 在一个传统行业领域内逐步做大做强, 并购是较为成熟和快捷的发展方式。对比蓝色光标, 可以看到在公司自身体量相对不大的情况下, 收购边际贡献较大, 不断推动公司业绩和市值的上涨, 并且并购模式被市场认可后, 也有助于公司整体估值相对稳定, 相比行业具有一定溢价。
- **公司外延式发展具备可持续性:** 外延式发展需借助资金和股权, 资金方面, 公司目前在手资金 8.78 亿元, 除了短期借款, 其他融资手段使用较少, 对比蓝色光标, 在过去几年在手资金一直少于 7 亿元, 但并不妨碍几次涉及资金的较大并购; 股权方面, 目前苏交科行动一致实际控制人持股比例 37.47%, 加上公司其他相关人员持股比例则更高, 相比蓝色光标以及国际巨头 AECOM, WPP, 公司运用换股等方式并购仍有较大空间, 而且低估值收购的公司可以一定程度上增厚公司业绩和市值, 虽然股权有所稀释, 但仍然保证了控制人以及投资者的利益。
- **行业存增长空间, 公司竞争实力较强:** 交通固定资产投资增速较“十一五”期间有所趋缓, 但在公司优势领域一二级公司、轨交等领域仍存增长空间, 且咨询设计费率相比国外有较大差距, 近年来看也在逐步攀升, 利好公司发展, 公司目前在行业内已经具备较强竞争实力, 在体制、人才、科研、融资等方面均有自身优势, 随着外延式发展, 这种优势还在不断强化。

投资建议

- 预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.98、1.20、1.39 元, 分别对应 18、14、13 倍估值水平, 给予“买入”评级。

风险

- 交通基建投资低于预期

内容目录

苏文科基本情况.....	4
业务概览	4
公司股权结构与组织架构	4
外延式并购助力苏文科综合成长.....	5
回顾：苏文科近年来并购频发	5
并购策略助苏文科突破壁垒，实现增长.....	7
并购经验借鉴案例一：AECOM 集团，并购战略要符合行业发展趋势	8
并购经验借鉴案例二：蓝色光标，从营收和市值变动，以及并购操作角度	13
小结：外延式并购将进一步推动苏文科成长	16
交通领域建筑设计咨询行业本身仍存在增长空间.....	19
随经济转型，交通基建投资已由快速增长阶段步入稳步增长阶段	19
一二级公路、水运、城轨建设细分领域依旧值得期待	19
设计咨询付费率的稳步提高有望进一步增强龙头的盈利能力	20
苏文科设计咨询业务的优势.....	20
业内地位~苏文科属于我国交通设计咨询行业第一梯队公司，优势显著 ...	20
苏文科在人才、资质、过往业绩、区域性渠道和科研能力上均具备优势 ...	22
投资建议	24
风险提示	24
附录：三张报表预测摘要	25

图表目录

图表 1：苏文科业务范围随公司成长不断扩大.....	4
图表 2：苏文科主要业务收入对主营业务收入占比.....	4
图表 3：苏文科主营业务省外扩张收效显著.....	4
图表 4：苏文科股权情况	5
图表 5：苏文科并购事件回顾	6
图表 6：部分省份的等级公路年度新增里程（公里）——江苏和浙江整体趋势 向下，甘肃福建整体上行.....	7
图表 7：苏文科近年来省内业务增速整体下滑，业务向省外拓展是必然趋势 ..	7
图表 8：苏文科收购对象年度营收（加上苏文科在当地年度营收，如果之前 有）在并购发生后增长往往非常显著.....	8
图表 9：AECOM 的部分并购事件（2000 年至今）	9
图表 10：AECOM 营收、市值、盈利能力变动（百万美元）	10
图表 11：AECOM 完成的专业化程度较高的环境工程示例	11
图表 12：城市综合体项目涉及到多种关联的工程领域	12

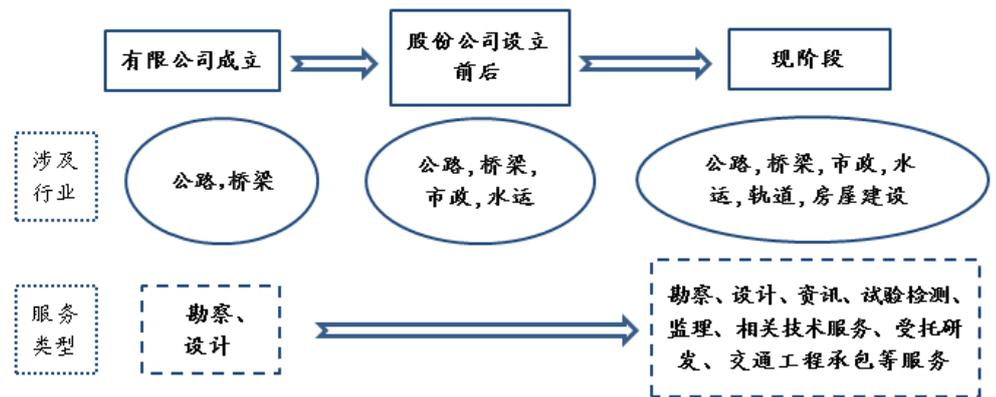
图表 13: 新型城市建设对综合化服务能力提出更高要求.....	12
图表 14: 蓝标收购对象的业务以及收购方式.....	14
图表 15: 蓝色光标收购对象及其的资产和营收体量.....	15
图表 16: 在蓝标快速成长阶段, 并购对公司营收、盈利、资产规模推动的效应均十分显著.....	15
图表 17: 蓝色光标市值增长显著, 且估值水平显著高于所在传媒板块均值..	16
图表 18: 总包模式的优点.....	17
图表 19: 苏交科上市后并购和拟并购对象的体量相对自身均较小.....	17
图表 20: 苏交科公司营收和利润稳步成长.....	18
图表 21: 苏交科市值整体呈上行, 估值中枢相对稳定.....	18
图表 22: 苏交科上市后并购事件支付对价的等效 PE.....	18
图表 23: 交通固定资产投资增速已显著下滑.....	19
图表 24: “十二五”交通运输发展部分指标.....	19
图表 25: 二级及以上公路里程仍保持相对较快增长.....	19
图表 26: 轨道交通运营里程.....	20
图表 27: 勘探设计取费标准整体呈上升趋势.....	20
图表 28: 勘探设计取费标准仍有显著上涨空间.....	20
图表 29: 苏交科主要竞争对手和同比公司.....	21
图表 30: 主要类型设计咨询公司的竞争优和竞争劣势.....	22
图表 31: 苏交科设计咨询业务毛利率高于上市竞争对手.....	22
图表 32: 工程师及以上职称占员工人数比例逐年上升.....	23
图表 33: 公司核心技术.....	24
图表 34: 键入图表的标题 XXXX.....	错误! 未定义书签。

苏文科基本情况

业务概览

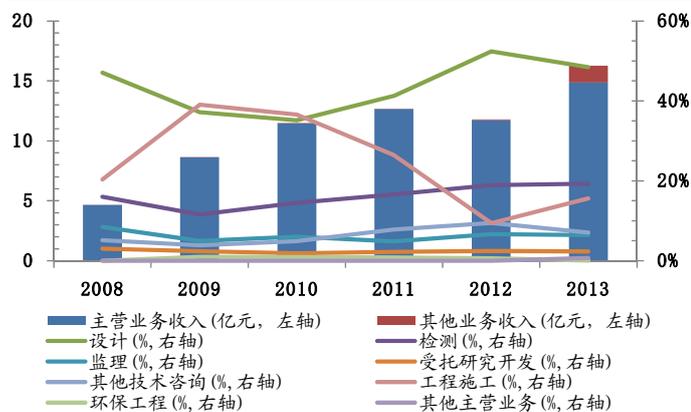
- 前身为交通业省属设计院的苏文科是国内首家登陆资本市场的交通工程咨询类企业，08 年至今，经一系列持续并购后，不仅夯实了公司交通领域原有竞争力，而且拓展了新业务领域，公司现已成为以公路相关设计咨询业务为核心的，公路、市政、水工、城市轨道交通、建筑、环评等多领域设计咨询业务共同发展的企业集团，综合服务能力不断加强，且公司业务在江苏省外的扩张亦取得显著进展，公司业务目前已覆盖至全国 31 个省级单位。

图表1: 苏文科业务范围随公司成长不断扩大



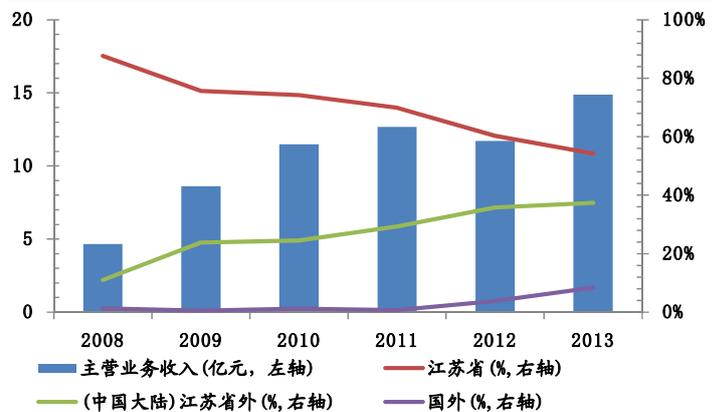
来源: 国金证券研究所整理

图表2: 苏文科主要业务收入对主营业务收入占比



来源: 根据年报整理

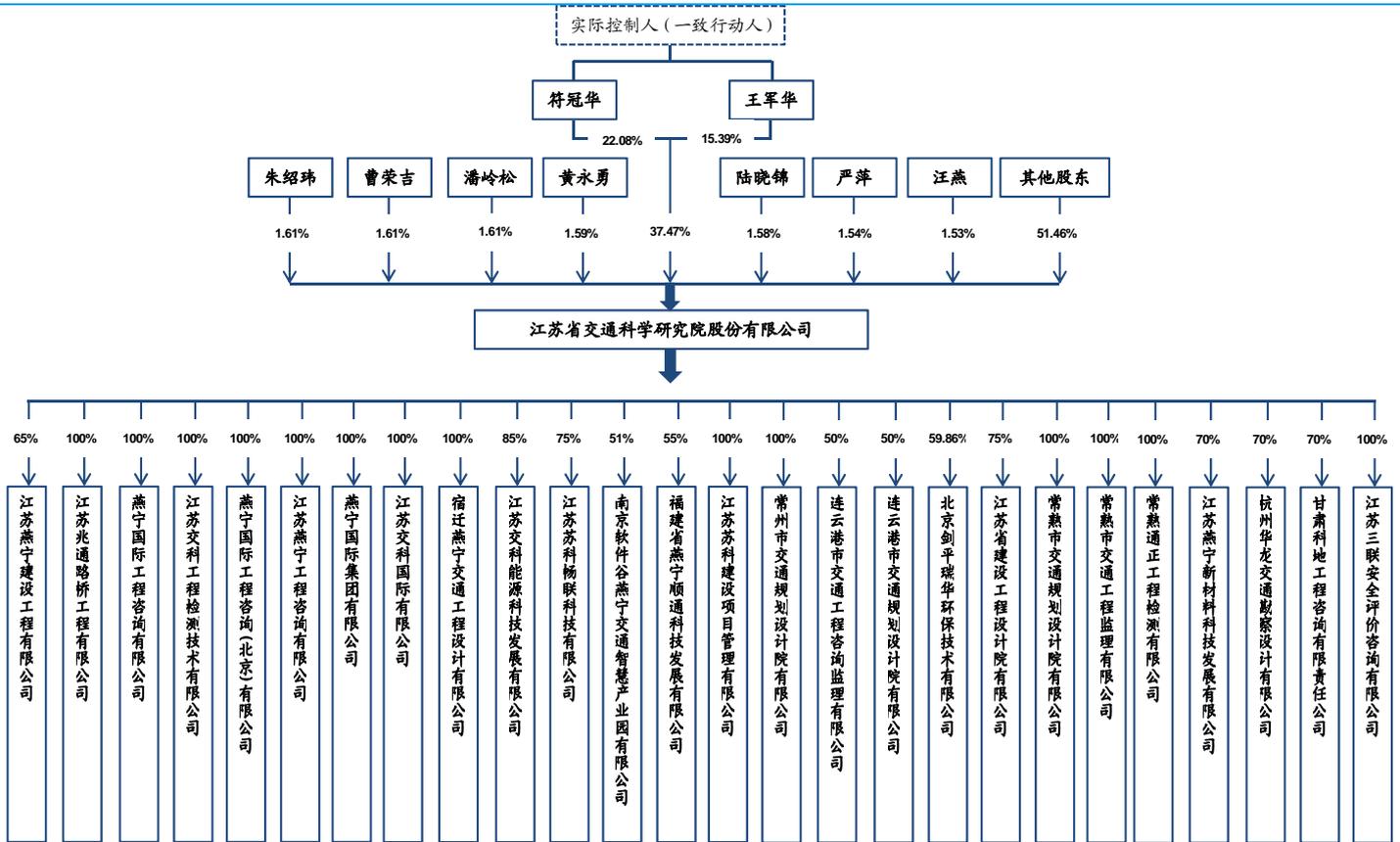
图表3: 苏文科主营业务省外扩张收效显著



公司股权结构与组织架构

- 公司实际控制人符冠华（董事长）和王军华（董事兼总经理）共控股 37.47%，控股权较集中，有利于公司在管理和战略层面的稳定。同时，由于公司其他重要管理人员均持有股份以及上市之后的股权激励，公司利益和骨干利益实现了较充分的绑定，有利于核心人员齐心协力致力于公司的长远发展。
- 公司架构上，苏文科的一个显著特点是目前半数的子公司都由收购获得，08 年、09 年以及 13 年是公司收购事件相当密集的年份，且在当前这种外延式收购仍在继续。这种态势一方面同设计咨询行业整体近年来出现的并购潮有关，另一方面也和公司本身的战略定位密切相关。

图表4: 苏文科股权情况



来源: 国金证券研究所整理

注: 2014年4月公司第二届董事会第三十二次会议通过了拟使用超募资金收购厦门市政院83.58%股权的预案; 2014年3月公司发布拟通过定向增发收购淮交院100%股权的预案, 预计定向发行股份10114349股; 该两项收购预案未反映在公司架构图中。

外延式并购助力苏文科综合成长

回顾: 苏文科近年来并购频发

- 苏文科的一个显著特色就是外延式并购的发展策略突出, 有着如下特点:
 - 从收购目的看, 苏文科不仅追求业务领域扩大与区域范围的拓展, 收购后还追求规模优势和协同效应的发挥;
 - 从收购体量看, 上市给苏文科带来的资金和融资方面的优势, 上市后苏文科收购涉及的金额量显著增加, 收购的公司规模逐步扩大;
 - 从收购方式看, 苏文科的并购也从单纯的现金收购向更适合于大体量并购的定向增发换股方式拓展, 资金支付方面, 多次使用分步支付, 能有效降低单次大笔资金支付的压力, 加速苏文科的外延并购战略;
 - 从收购协议看, 采取对赌协议来锁定业绩, 控制并购风险;
 - 从未来发展看, 公司最新的关于收购厦门市政院和淮交院的公告暗示, 公司仍将延续外延式并购策略;

图表5: 苏交科并购事件回顾

收购标的	收购时间	收购股权比例	完成收购后持股比例	收购对价	收购目的	对赌协议
连云港设计院	2005年7月	50%	50%	---	获取港口、航道工程等相关资质,同时完善区域布局	---
常州设计院	2006年8月	100%	100%	---	获取港口、航道工程等相关资质,同时完善区域布局	---
泰州新通	2008年2月	10%	100%	20万元	一般增持	---
剑平瑞华	2008年6月	51%	51%	208万元	进入节能减排和污水处理领域	---
兆通路桥	2009年6月	35%	100%	610.38万元	一般增持	---
常熟设计院	2009年7月、9月	80%	100%	2101.27万元	完善区域布局	---
江苏建工院	2009年11月	75%	75%	487.5万元	获取建筑设计资质	---
金邦科技	2010年10月	40%	70%	11万元	完善区域布局	---
杭州华龙交通勘察设计有限公司	2012年7月	70%	70%	2472.48万元	完善区域布局	40%支付对价分四年支付,每年10%,若当年达不到目标业绩,当年价款暂扣押,若2015年累计利润不达总目标,扣押价款不予支付
甘肃科地工程咨询有限责任公司	2013年1月	70%	70%	2551.5万元	完善区域布局	40%支付对价分四年每年10%支付,若当年达不到目标业绩,当年价款暂扣押,若2016年累计利润不达总目标,扣押价款不予支付,且大原股东张世武无偿再转让科地15%股权给苏交科
江苏三联安全评价咨询有限公司	2013年9月	100%	100%	600万元	获取安评资质,进入安评领域,加强综合业务能力	未支付的41.23%部分分别在3个考核期末支付,若业绩不达标,当期价款不予支付;若期间江苏三联原业务范围出现亏损由原股东胡红予以补偿
江苏淮安交通勘察设计研究院有限公司	(进行中)	100%	100%	约1.897亿元,拟以18.76元每股定向发行1011.43万股	完善区域布局,实现协同效应	淮交院原股东所获定向增发的苏交科股权解锁比例与业绩承诺达标情况挂钩;淮交院在2014~2018年业绩若不达承诺业绩,须以现金或股权按协议规定的方式给苏交科补偿
厦门市市政工程设计院有限公司	(进行中)	83.50%	84.08%	15,990.30万元	完善区域布局,实现协同效应和规模效应,进一步拓展环境业务	(1)业绩承诺期内厦门市政院当年净利润未达当年承诺的78%,苏交科暂扣当年对应股权转让款; (2)业绩承诺期内厦门市政院当年净利润达到或超过承诺的78%但不足100%,须补偿苏交科; (3)承诺期满总业绩达到承诺,暂扣转让款予以支付,补偿予以退还

来源: 根据招股书、年报和公告整理

并购策略助苏交科突破壁垒，实现增长

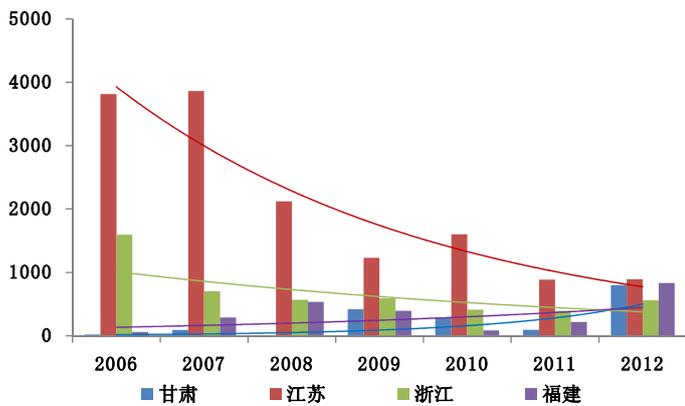
■ 并购从目的的角度可分为进攻型并购和防御型并购。

- **进攻型并购**更注重公司自身业务能力的提升，能够直接提升公司的业务规模、市场份额、地区覆盖率，帮助公司向产业链上下游或相关行业产业链扩充，扩大公司的人才队伍，从而加强公司的规模优势和综合服务能力，扩展公司涉及的生态圈。相比自行新设立分公司介入相关业务，进攻型并购的实质是用资源（现金或股权）来换取时间，以求尽快介入目标领域，同时规避采用设立新公司进入该领域的方式同目标领域原有的、已形成优势的公司竞争时失败的风险。典型的偏进攻型并购近年来在 IT、传媒、互联网领域频频发生，如在我国百度收购 91 无线、糯米网，阿里巴巴收购高德等事件，国际上还有微软收购诺基亚，雅虎收购 Tumblr 等著名并购事件。
- **防御型并购**则更注重通过收购目标领域公司防止真正忌惮的竞争对手在目标领域继续扩大优势，如腾讯为防止奇虎 360 在收购搜狗后搜索业务稳居我国第二把交椅而抢先与之战略合作。

■ 苏交科的并购更侧重稳健的进攻，有助于公司突破建筑设计咨询行业的特有壁垒，同时在当前设计院行业整体并购潮的背景下也兼具防守作用。

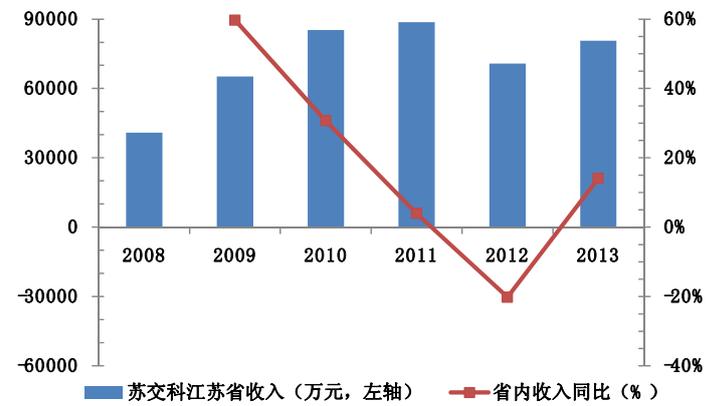
- **我国建筑设计咨询行业存在着两个主要壁垒**：一是政府投资主导的基建项目的招标上存在地方保护，基建项目招标时，在公关上具备更强优势的当地企业在获取项目上通常比外地企业容易得多；二是资质的限制成为设计单位承揽工程的重要门槛。
- **业务跨地域已经是苏交科必须解决的课题，并购策略则是非常高效的手段**，不仅已有效帮助苏交科突破了地方保护的壁垒，同时也确实实通过并购后的协同作用推动了交易双方的内生增长。
- ✓ **跨地域扩展业务已成公司保持稳健成长的必须**。基建投资具有很强的政府规划性，公司业务覆盖区域有限，则会受制于各地基建投资规划的制约，并且某一个地区某一领域的基建投资存在一定的上限，比如对等级公路新建的空间而言，公司所在的江苏由于经济更早腾飞和政府以往的相对重视，等级公路已获得较好的建设，新增里程整体已逐年下滑，相比之下随经济从沿海地区向中西部以及国家重点扶持区位的转移，相关区域公路建设存在更多空间，拓展在这些区域的业务有助于公司及时把握机会，减弱原有区域投资波动对公司业绩的影响。

图表6：部分省份的等级公路年度新增里程（公里）——江苏和浙江整体趋势向下，甘肃福建整体上行



来源：wind & 公司年报，国金证券研究所整理

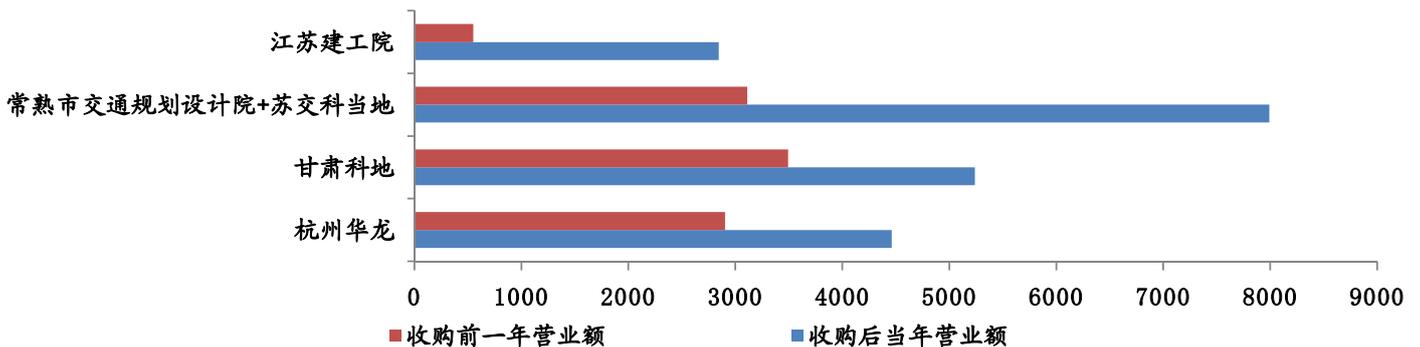
图表7：苏交科近年来省内业务增速整体下滑，业务向省外拓展是必然趋势



- **行业的地域性成为业务跨区的主要壁垒**。对于苏交科而言，并购已为公司业务向省外拓展作出了显著贡献。

- ✓ **并购作为区域扩张策略合理。**地方保护实际上将建筑设计咨询市场分割为众多的、规模不一的细分市场，在这些市场中，当地企业拥有着较强的先发优势，以至于外地企业难以介入，随着行业多年发展，当地企业市占率往往已相当高（如江苏省交通科学研究院和江苏省交通规划设计院二者占到江苏高等级公路建设 70% 以上的份额，淮交院亦占据淮安当地交通基建 70% 以上的份额），已有市场能够继续不断养大的公司在数量上本就有限，从而进一步限制了设立新公司后新公司的发展空间。相比需耗费更多资源更多时间、同时需承担竞争失败的风险在其他地区设立分部，以合理的价格和更低的风险将能够通过协同优势互相提携的竞争对手收为自己的一部分无疑是更佳选择。
- ✓ **并购策略的成效显著。**苏交科的收购能够通过苏交科的资质和被收购方的渠道通过互补能够实现协同优势。苏交科通过收购外地有影响力的设计院，可以利用被并购方在当地的渠道加速苏交科业务在江苏省外的拓展进程，克服了行业的地域性制约。二者的资质实现互通，若被并购方资质较低，苏交科更高的资质可直接扩大被并购方能够承揽的业务范围，同时，若被并购方具备苏交科不具备的资质，资质的互通又能够让苏交科整体业务承揽范围实现拓展。这种渠道和资质的互相撬动本质上是外延并购对内生增长的推动，被并购对象以及苏交科在当地的营收之和在并购后的大幅增加则是产生协同效应的最好证据。

图表8: 苏交科收购对象年度营收 (加上苏交科在当地年度营收, 如果之前有) 在并购发生后增长往往非常显著



来源: 根据公司公告和招股书整理

并购经验借鉴案例一: AECOM 集团, 并购战略要符合行业发展趋势

- **AECOM 经验的可借鉴性:** 从可比性的角度, AECOM 作为通过外延式并购成长的建筑设计咨询集团, 对当前采取同样发展策略、同样作为建筑设计咨询集团的苏交科在行业趋势、并购对象选择、并购后整合方式上都存在较强可借鉴性。
- **AECOM 概览:** AECOM 集团是全球排名第一的建筑业设计咨询巨头, 是国际上仅有的几个有能力独立承揽像重建一座城市这种超大规模综合性项目的建筑巨头之一, 服务涵盖基础设施、交通运输、环境工程和环境安全、水务和污水处理、能源、政府服务等多种领域, 遍及全球 120 个以上的国家和地区。AECOM 创始于 1990 年, 成长为国际巨头仅用了 20 年左右, 堪称商业奇迹。相比 Bechtel、Fluor 等其他的工程领域巨头, 整体而言, AECOM 战略上最显著的特点在于不断的并购, 这成为了 AECOM 高速成长的关键——通过外延式并购产生的协同效应, 促进内生增长, 并通过内生增长创造的现金流进一步推动外延式并购。在 AECOM 上市前的五年中, AECOM 营业额年平均增长达 16%, 而 Bechtel 和 Fluor 相应增速则仅分别为 7% 和 5%。AECOM 自成立至 2011 年年度复合增长达 20% 以上, 其中外延式并购和内生增长的贡献分别约为 10%。

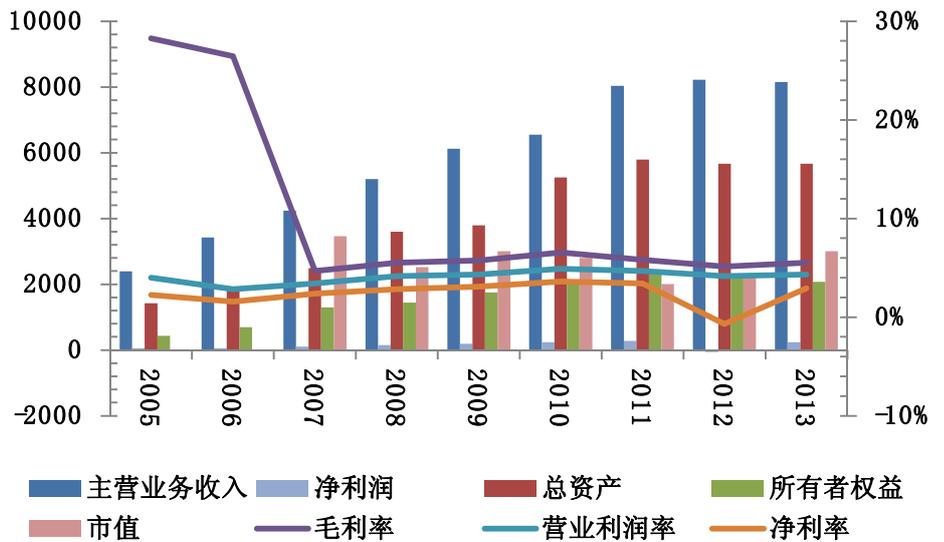
图表9: AECOM 的部分并购事件 (2000 年至今)

并购年份	并购对象	并购目的
2000	Metcalf and Eddy	介入水处理和污水处理行业;
	Maunsell Group	扩大在英国、香港、中国大陆、澳大利亚的区域性优势;
2001	Oscar Faber Plc	进一步巩固集团在英国区域性优势;
2004	UMA Group	扩大在加拿大的地域优势;
	ENSR Corporation	进一步加强在能源、环境领域的优势, 并进一步扩大客户覆盖区域;
2005	EDAW	强强联合的并购, 双方通过交叉服务对方客户, 业务范围均得到显著扩大;
	ENSR	加强双方在环境方面业务的服务能力和市场覆盖范围;
	Austin Company	收购 Austin 并组建 Austin AECOM, 涉足了涵盖生命科学、制药、食品、消费品等多种业务;
2006	Cansult	加强在中东地区的区域优势;
	Economics Research Associates	收购 ERA 使 AECOM 进一步将业务拓展至娱乐、房地产、旅游等方向的咨询领域, 进一步加强综合服务能力;
	CityMark	通过收购位于深圳的中国建筑公司 CityMark, 进一步便于 AECOM 把握快速发展的中国市场的机遇;
2007	Gartner Lee Limited	进一步加强 AECOM 在加拿大的环境工程服务能力;
	KMK Consulting Ltd.	进一步加强 AECOM 在加拿大的环境业务、水务业务、废水处理业务能力;
	HLA-Envirosciences	进一步加强 AECOM 在澳大利亚环境与安全方向的服务能力;
	STS Consultants	进一步强化在美国本土和阿拉伯联合酋长国的区域布局;
	RETEC	进一步加强 AECOM 的环境与安全业务在美国、欧洲、亚洲、拉丁美洲的区域性优势;
	HSMM	加强 AECOM 在全球 60 多个国家的业务布局和服务能力;
2008	Earth Tech, \$5.10 亿美元总额全部用现金支付	进一步加强 AECOM 在美国、欧洲、澳大利亚、亚洲的区域布局和服务能力;
	TSH	加强 AECOM 在加拿大的服务能力;
	Boyle Engineering	进一步加强 AECOM 在水务和污水处理领域的服务能力;
	Tecscult	进一步强化了 AECOM 当时属于核心战略一部分的能源、水务、运输方向的服务能力;
	TSG	进一步强化 AECOM 为新兴市场和美国政府服务的能力;
2009	SSI Services Inc.	进一步强化 AECOM 环境业务的服务能力;
	Ellerbe Becket	进一步完善 AECOM 在美国和中东地区的业务布局;
	Lim and Nascimento (LAN) Engineering Corporation	进一步强化 AECOM 在交通运输领域的服务能力;
	Savant, \$5.6 billion	进一步强化 AECOM 自身在项目管理、成本控制、工程管理方面的能力, 以及在这些领域的服务能力;
2010	RSW Inc.	进一步完善 AECOM 业务的全球布局;
	Davis Langdon	进一步强化 AECOM 自身在项目管理、成本控制、工程管理方面的能力, 以及在这些领域的服务能力和全球布局;
	McNeil Technologies	通过收购专业为政府提供安全和智能技术服务的 McNeil, AECOM 进一步强化和扩充了同政府机构的关系;
	Tishman Construction Corp. 总价 \$2.45 亿美元以现金和股票支付	进一步强化在美国和阿拉伯联合酋长国的业务布局, 以及 AECOM 的综合服务能力;
2011	INOCSA Ingenieria, S.L.	进一步强化业务在包括 Romania 和 Bosnia 在内的全球布局;
	India's Spectral Services Consultants Pte. Ltd.	进一步完善 AECOM 在 Asia 和 India 的业务布局, 并与 AECOM 在这两地原有的业务形成互补;
2012	KPK	进一步强化 AECOM 在亚洲的业务布局;
	South Africa-based BKS 80% 股权	进一步完善 AECOM 的全球布局;

来源: 根据公开信息、公司公告、公司年报整理

注: 根据 2012 年年报披露, 在 2012 年以后 AECOM 的公司战略已由早期的外延式并购为重点转向以内生增长为核心新战略

图表10: AECOM 营收、市值、盈利能力变动 (百万美元)



来源: 国金证券研究所

注: AECOM 上市之后市值随并购的变化不显著, 收入增速至 2011 年却较显著。我们认为 AECOM 体量已经很大, 其收购对营收和盈利的增幅已相对有限, 再加之上市时恰逢美国金融危机对股市产生影响, 我们认为并购对 AECOM 市值的影响对苏交科的当前情况而言参考性非常有限

- 我们认为, 行业在发展中都存在关键点, 这些关键点往往表现为固有瓶颈或是新趋势, 而采取与行业发展趋势相契合的竞争策略能使公司尽早立足于行业发展的关键点, 有效帮助公司突破行业瓶颈和把握业内新机遇, 使公司有望获得远超行业平均成长速率的成长。在研究 AECOM 时, 我们重点考察:
 - AECOM 的并购战略建立在怎样的行业发展背景之上;
 - 并购标的选择以及后续整合;
- **AECOM 并购战略所处的行业背景: 项目专业化程度和综合化程度同时加深。**
 - **新的高成长细分领域不断涌现, 且这些领域对专业化的要求越来越高:** 以 AECOM 战略核心之一的环境工程为例, 从上世纪起美国经济发展即带来一系列污染问题, 随步入新世纪世界范围内对可持续发展越来越关注, 政府对环保的投入不断加大, 且环境工程科研方面不断取得的成果也使高效解决这些问题在技术层面变得越来越可行, 污水处理、废气处理、环境恢复以及绿色建筑等领域也出现巨大机遇, 这种领域的相关项目, 比如大型污水处理厂、环境修复, 对环境工程专业知识的要求越来越高, AECOM 因而进行了一系列能不断提升自己在环境工程领域专业化能力的并购, AECOM 在并购后的整合和矩阵化管理模式则为 AECOM 在跨领域的不同子公司间挑选人选, 组建最适合专业化项目的团队提供了很大便利, 从而使 AECOM 能够更及时地把握环境工程建设领域涌现的新的机遇。

图表11: AECOM 完成的专业化程度较高的环境工程示例



来源: 根据公开信息整理; 从左到右依次为 AECOM 完成的大型污水处理项目 (Boston Harbor Cleanup Program, Deer Island Treatment Plant)、废气处理项目、发电厂环境工程项目、涉及珊瑚礁修复工程的机场建设项目

- **项目综合化程度加深, 要求企业跨领域发展:** AECOM 的收购行为中有很多为加强业务多元化优势的并购, 这些并购重点集中在环境水务和能源领域, 甚至对生命科学和制药等专业领域有所涉及, 这种跨界主要是为了便于集团紧抓这些领域的兴起拉动的相关基建市场的机遇。此类工程最大的特点是随相关领域不断发展, 要求施工方具备越来越专业的建筑设计学科以外的相关领域的知识和经验, 单纯只具备过硬的建筑设计能力变得越来越无法满足相关工程的建设要求, 从而使通过跨领域并购提升相关领域专业化能力, 以辅助集团本身就具备的强大设计能力成为必要。综合化程度加深得益于 AECOM 经一系列并购后服务能力的综合化, 但也与行业特质与发展趋势密切相关。AECOM 通过并购使自己的综合能力不断加强, 有利于 AECOM 更好把握行业综合化发展带来的机遇。

 - ✓ **一方面, 现代化城市建设涉及的子项目本身即互相关联。**以城市建设为例, 某一城区商务楼和住宅的数量以及层数又必须综合考虑公路的交通承载能力和合理的配套交通设施布局, 公路和地铁建设又必须考虑地下的水、电、通讯系统等合理布局, 而这种布局又同公路周边的建筑布局密切相关, 另外公路设计又要同时综合考虑公路的绿化等等。公司业务综合化有利于更好地对这些环节进行总领和协调, 从而提升工程整体的完成质量和完成效率, 节约费用。AECOM 在我国圆满完成上海新天地、重庆化龙桥多地块综合发展、上海国际金融中心、上海某国际乐园、深圳地王大厦、深圳嘉里中心二期等大型综合项目正得益于其强大综合服务能力带来的直接好处。
 - ✓ **另一方面, 新型城市建设理念对综合化提出了更高要求。**以近来兴起的智慧城市理念为例, 智慧城市在传统的城市建设理念基础上, 进一步整合了互联网、物联网、电信网、广电网、无线宽带网等网络组合, 对城市的商业、交通、居民的医食住娱等各领域的精细化、互相协调、有机整合提出了高于以往的要求, 需要城市建设时对涉及的商业区、住宅区、交通、医疗娱乐设施等的布局和运营方式能够实现更加合理的规划和协调, 这无疑也对建设项目的承包方综合业务的能力提出了更高要求。

图表12: 城市综合体项目涉及到多种关联的工程领域



来源: 互联网

图表13: 新型城市建设对综合化服务能力提出更高要求



注: 此图中的新型城市建设以智慧城市建设为例

- 不同区域的建设进展存在显著差异。对国际巨头 AECOM 而言, 这种地区差异主要来源于不同国家和地区发展程度的差异, 比如因快速增长而产生巨大基建市场的新兴国家和基本建设已高度完善的发达国家间的行业差异。对 AECOM 而言, 并购策略的好处同苏交科的情形类似, 与其建立分部与当地公司激烈竞争不如通过并购将竞争对手收为自己的一部分。
- 并购能够推动 AECOM 业务提升——针对性很强的并购, 以及并购后有效的整合帮助 AECOM 高效把握行业机会, 拓展业务。
 - 并购标的严格选择, AECOM 对目标要求相当严格, AECOM 要求并购能尽可能同时撬动双方的业绩, 收购对象如果和自己在服务种类上重叠显著, 则服务地区或是服务客户要有尽量少的重叠, 如收购易道, 收购对象如果是跨业务种类的, 在并购完成后集团整体综合能力都应尽量得到显著加强, 如跨界收购很多环境工程、能源工程类公司, 而不论业务是否有所重叠, AECOM 都会尽量吸取和学习被收购方项目管理、成本控制等方面的优势, 并将这种优势推广到集团整体;
 - 并购后成功的整合是并购成功的关键。以近十年中国企业的海外并购为例, 按业界公认的数字, 60%-70%的并购没有达到当初设定的目标, 而这些失败案例中 30%的主要原因是本来就不应该做或者收购价过高, 另外 70%则源于整合失败。
 - ✓ 成功的并购应做到 1+1>2 的效果, 这需要通过整合充分实现协同作用。协同作用一般可涉及公司整合后规模效应产生, 业务种类、品牌、经营地区、服务能力等方面的互相撬动, 管理、财务等方面的精简整合使成本降低和管理能力提升, 公司纵向和横向一体化带来的资源在集团内部更高效的配置, 公司规模扩大带来的资金利用能力、融资能力、全面税务筹划能力的改善。
 - ✓ 在 AECOM 的并购后整合中, 被收购对象在并购完成后将使用 AECOM 的品牌, AECOM 在业务上一方面给予被并购方相当大的自由度, 以便让被收购方更因地制宜地发展适合自己的业务; 另一方面, AECOM 采用矩阵化管理, 在承揽项目时能够充分发挥并购后的协同优势, 以环境工程项目为例, AECOM 能够做到在某一个优势显著的环境工程子公司中挑选项目总负责人, 并在另外数个各自擅长于建筑、交通、市政等与项目需求有关的公司中挑选其他适用人选, 专门为项目量身定制最合适的团队, 从而在保持分公司个性化发展的前提下尽可能地实现了整合带来的综合优势。

- AECOM 与苏交科所处行业相同，业务类型非常相似，战略上外延式并购同内生增长的相互促进经验更是可以借鉴。但同时，AECOM 在成立之初即已为行业翘楚，且上市之时业务不论营收规模或地域覆盖范围都比苏交科大得多，业务在服务能力或涵盖种类的优势也强得多，因而上市后 AECOM 的并购行为对 AECOM 整体现金流、业务体量的增幅、公司市值变动等方面的影响对当前的苏交科而言可参考性相对有限，因而为了理清这些问题，以及研究 A 股市场中收购战略对市值的影响，我们选择了 A 股市场中处于早期快速成长阶段的、以外延式并购为显著特色的公司蓝色光标进行参考。

并购经验借鉴案例二：蓝色光标，从营收和市值变动，以及并购操作角度

- **蓝标概览：**蓝色光标主营业务为公共关系服务，核心业务是为企业提供品牌管理服务，主要内容为品牌传播、产品推广、危机管理、活动管理、数字媒体营销、企业社会责任等一体化的链条式服务，其战略上鲜明的特点亦是强调了外延式并购的作用。
- **与 AECOM 和苏交科类似，迅速成长的蓝色光标采用的并购策略亦同公关行业的发展趋势紧密结合，再次验证我们先前提出的合理的战略需同行业固有特点和发展趋势紧密结合的论点。**
 - ✓ 我国公共关系行业当前已经进入并购整合阶段，且随我国经济全球化进程深入，海外公司以并购方式进入国内市场成为业内趋势，在这种大潮下，蓝标若不参与并购而竞争对手却在积极参与并购，在行业整体高速发展的背景下会使蓝标丧失先机，并大幅增大自己被并购的风险。换言之，即便公司对扩张不感兴趣，仅仅为了防御而言，并购也成为了一种非常重要的手段。并购大潮之下，不进则退。
 - ✓ 对于公关公司而言，开展业务时必须的至关重要的地方性人脉资源也使行业具备鲜明的地域特征，这也同建筑设计行业的地域特征非常相似。因而，通过外延式并购打破地域特征的特性也与蓝标的行业特质一致。
 - ✓ 蓝标与 AECOM 或苏交科并购策略最大的不同点在于整合。行业特点决定同一个公关公司无法同时服务于互为对手的两个客户，因而被收购的新品牌公司一般不会被整合，收购方仅从股权关系上对被收购方给予控制，被收购原品牌仍旧保留，独立运作，以便于在保留原有客户的同时增加潜在客户数，扩大市场份额。

图表14: 蓝标收购对象的业务以及收购方式

交易时间	收购标的	目标公司业务	收购方式
2008年(上市前)	博思瀚扬 51%股权	企业形象策划; 技术开发、服务; 通讯及计算机技术培训; 信息咨询(不包含中介服务); 劳务服务; 承办展览展示活动; 市场调查; 计算机软件开发; 欣风翼品牌的所有者	二阶段收购, 第一阶段 1800 万元, 第二阶段按约定 PE 倍数的现金和收购条件收购剩余 49% 股权;
	上海蓝标	市场信息咨询与调查, 市场营销策划, 企业形象策划, 企业管理咨询, 会务服务(涉及行政许可的, 凭许可证经营)。主营业务为公共关系服务。	合计 120 万元现金;
	广州蓝标	市场调研, 企业形象策划, 公关策划, 信息咨询服务。主营业务为公共关系服务。	
	蓝标信息	计算机软件的研究、开发; 市场信息咨询; 市场调研; 文化交流活动策划; 企业形象策划。主营业务为公共关系服务。	
2011年4月	北京思恩客广告 51%股权	产品定位、产品营销策略、目标用户洞察、媒介策略及媒介采购、公关服务、互动创意及实施, 客户群覆盖 IT, 网络游戏, 快速消费品等行业	19,019.84 万元超募资金;
2011年7月	美广互动广告 51%股权	网站建设、网络维护、网络营销活动、媒介策略及媒介采购、网络公共等。目前服务客户群覆盖汽车, 快速消费品等行业, 拥有多家世界 500 强企业的优质客户, 并已经连续多年作为这些客户的互联网营销伙伴	2,550 万元现金;
2011年7月	北京精准阳光传媒 51%股权	高端社区内户外高清灯箱广告及生活杂志广告服务, 主营业务为户外广告发布及发行生活类杂志, 业务覆盖城市主要包括北京、上海、广州及深圳等一线城市。	基本价格 17,400 万元, 实际价格根据条款按 2011 年盈利情况调整;
2011年6月	新加坡金融公关 (ARIES CAPITAL LIMITED) 40% 股权	金融公关是一家以新加坡为主体, 涵盖香港、台湾等大中华区的跨国性财经公关企业, 公司致力于为包括新加坡、香港、台湾在内的大中华区上市公司提供全方位、一站式的专业财经公关服务, 其中包括: 上市公司日常投资者关系服务、上市公司市值管理服务、企业 IPO 及再融资的财经公关服务等。	8000 万港元;
2012年4月	北京今久广告	是一家提供广告全案代理、媒介代理购买、公关活动服务的综合性广告公司, 客户以国内大型房地产开发企业为主	现金加定向增发: 标的资产预估约 4.4 亿元, 交易价格最高不超过 4.35 亿元, 对价 25% 以现金支付, 剩余对价由定向增发支付, 发行股数合计不超过 1067.2224 万股, 交易完成后总股本不超过 13067 万股
2013年1月	西藏山南东方博杰	许可经营项目: 设计、制作、代理、发布国内广告; 一般经营项目: 企业形象策划; 广告信息咨询;	16.02 亿元, 现金 (2 亿元) + 向博杰定向增发股票; 结合向特定投资者定向增发募集配套资金, 并有对赌协议配套;
2013年4月	Huntsworth 公司 19.8% 股权	公关和综合医疗通讯集团, 重点提供消费、金融、公共关系、医疗和技术领域的服务, 在全球 32 个国家拥有 72 个主要办事处, 在伦敦证交所上市, 代码 HNT; 蓝色光标的国际化战略的一部分;	折合人民币约 3.5 亿元, 以自有资金支付;
2013年4月	We Are Very Social 公司 82.84% 股权	WeAreVerySocial Limited 主要服务包括: 市场研究、市场营销策划、数字媒体营销、品牌咨询、社会化客户关系管理、危机公关、创意策划、社会活动管理、社交媒体应用与平台研发等, 8 家子公司分别位于伦敦、纽约、巴黎、米兰、慕尼黑、新加坡、悉尼和圣保罗; 蓝色光标的国际化战略的一部分;	首期支付 1,871 万英镑, 后续根据目标公司经营情况调整;

来源: 根据公开信息整理; 红色字体表示体量较大的并购;

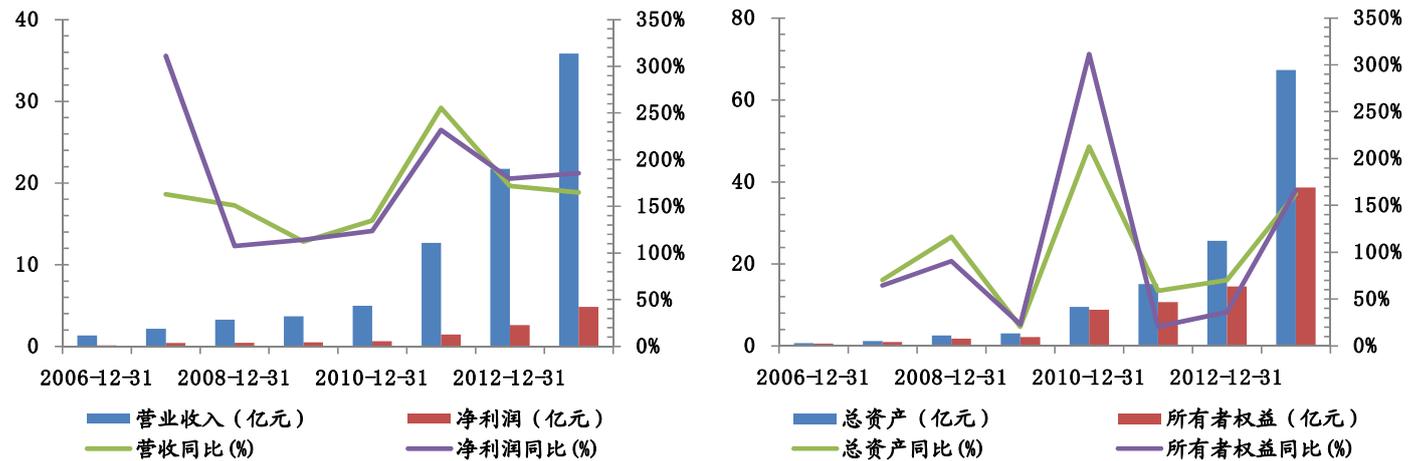
- 营收和盈利增长显著:** 由于蓝标上市最初公司规模比 AECOM 这种巨头小得多, 至今为止的并购对象中也存在营收相对蓝标自身而言规模较大的公司(思恩客、今久、博杰), 由于蓝标当前公司仍处于快速发展阶段, 公司规模远算不上巨大, 并购对蓝标营收及盈利推动的边际效用比并购对上市之初已为巨头的 AECOM 要高得多。但同时, 随着蓝标规模的快速膨胀, 即便考虑并购后的协同作用, 同样规模的并购对蓝标业绩和规模的推动效果长期看也会不断降低。

图表15: 蓝色光标收购对象及其的资产和营收体量

交易时间	收购标的	目标资产/蓝标资产	目标营收/蓝标营收	采用何时的资产和营收数据计算
2008年(上市前)	博思瀚扬 51%股权	4.14%	3.71%	2008-5-1
	上海蓝标	合计 15.23%	合计 9.30%	2008-4-1
	广州蓝标			
	蓝标信息			
2011年4月	北京思恩客广告 51%股权	12.31%	35.07%	2011-12-31
2011年7月	美广互动广告 51%股权	0.84%	1.78%	2011-6-30
2011年7月	北京精准阳光传媒 51%股权	5.85%	19.08%	2010-12-31
2011年6月	新加坡金融公关 40%股权	4.56%	4.11%	2010-12-31
2012年4月	北京今久广告	9.78%	33.36%	2011-6-30
2013年1月	西藏山南东方博杰	20.84%	52.90%	2012-12-31
2013年4月	Huntsworth 公司 19.8%股权	139.20%	80.82%	2012-12-31
2013年4月	We Are Very Social 公司 82.84%股权	3.34%	7.77%	2013-6-30

来源: 根据公开信息整理; 红色字体表示体量相对较大的并购;

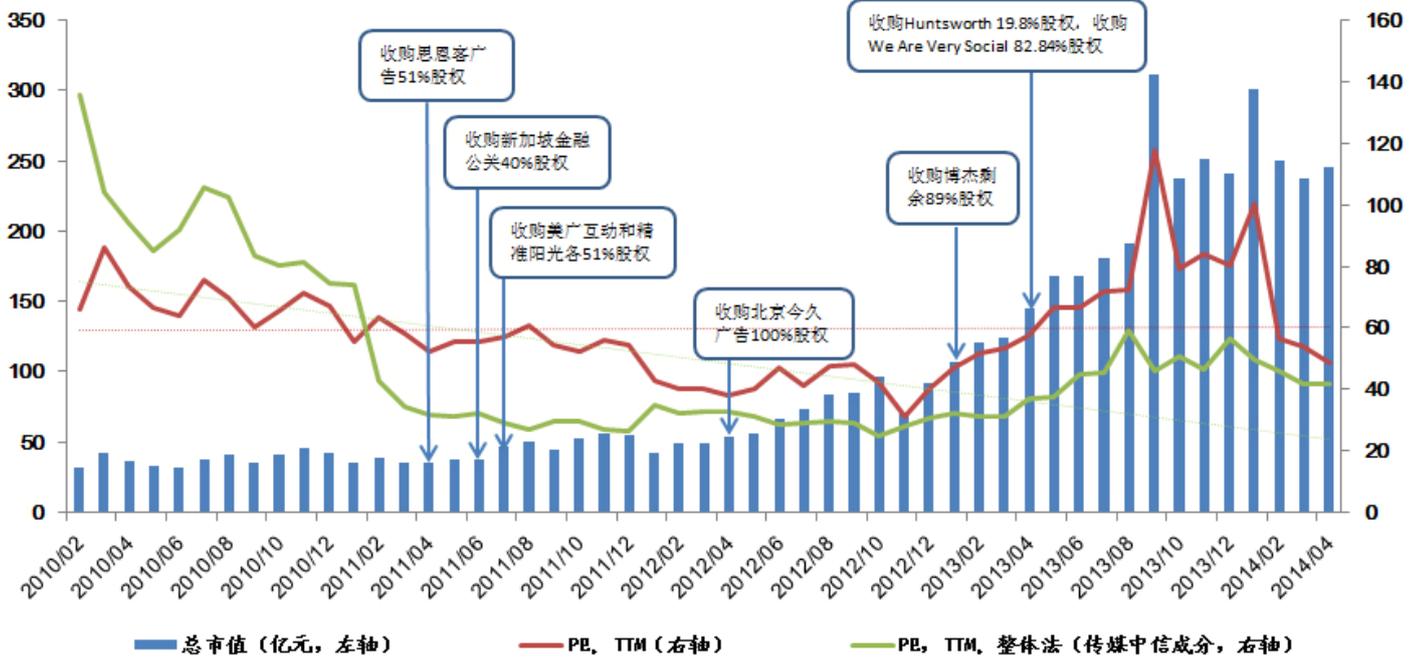
图表16: 在蓝标快速成长阶段, 并购对公司营收、盈利、资产规模推动的效应均十分显著



来源: 根据 wind 数据整理

- 市值角度:** 在并购策略推动公司快速成长的基础上, 蓝标市值亦整体上实现了连续稳步的增长, 估值中枢整体也呈现平稳缓慢上行趋势, 且估值水平显著高于传媒板块平均水平。这点与蓝标处在成长早期阶段, 并购对公司成长带来的推动非常显著密不可分。但长期而言, 随公司规模不断扩大, 外延式增长能够带来的边际成长率将降低, 市值增速也将变得越来越不明显; 且随公司规模增大, 估值中枢也会出现下行趋势。

图表17: 蓝色光标市值增长显著, 且估值水平显著高于所在传媒板块均值



来源: 国金证券研究所

- 并购操作角度:** 相比苏交科, 蓝标的并购操作技巧更加多样。蓝标与苏交科都采用过的并购操作方式有单次现金支付, 分步并购, 以及采用对赌协议降低并购风险; 除此以外蓝标在并购上还采用了选择适时并购(博思瀚扬)的协议、选择恰当平台(通过香港蓝标收购 Huntsworth 股权)参与收购以规避法律风险、定向增发换股、向特定投资者发行股票为并购筹资(收购博杰)的方式。同时, 蓝标收购还多次采用只收购目标公司 51% 的股权份额的方式, 这虽同行业不适于品牌整合、更适于利用控股模式的特点有关, 但也便于公司用有限的资金在更短时间内控制更多的企业, 对苏交科有很好的借鉴意义。

小结: 外延式并购将进一步推动苏交科成长

- 产业角度:** 参考 AECOM 的发展历程, 我国建筑设计行业的发展趋势同国外建筑设计行业相比虽有差异, 但存在更多共性。由于发达国家早处于后工业化阶段, 其整体建筑设计行业的发展程度领先于我国的建筑设计行业, 从而能为我国建筑设计行业以及业内公司的发展趋势提供良好的前瞻性借鉴。从这一角度看, 苏交科并购策略符合我国建筑设计咨询行业发展的内在逻辑和大趋势, 短中长期内有着持续的价值。
- 拓展区域优势成为必然要求, 并购至少在短中期仍为理想方式。** 我国当前面临经济转型, 基建投资长期趋势放缓, 龙头咨询公司为维持高速增长, 充分利用基建的区域差异, 跨区抢夺别人的份额成为重要途径, 并购选择合适对象, 则能通过双方渠道和资质的互通实现协同优势。
- 细分专业化要求不断加深也是我国当前咨询设计行业发展的趋势, 同时, 对于苏交科这类龙头公司, 更要注重业务多元化, 跨领域综合发展。** 外延式并购能够有效推动业务的综合化进程。总包模式是指对大型综合性项目进行总招标, 总包方对工程项目的勘察、设计、采购、施工、试运行等实行全方位设计、统筹、协调, 并在必要时再进行分包。同国外建筑行业主流的总包模式相比, 我国建筑行业项目受过往的招标习惯、地方保护等制约, 存在着显著的割裂特征, 总包占比很低, 同一大型项目内部相关性较高的各个子项目往往给不同的公司做。然而随着工程综合化趋势越来越显著, 城市建设中单独招标方式

无法有效权衡和协调各项目的弊端也将越发明显，单独招标会加大本应综合统筹的项目在设计、工期等方面相互冲突和掣肘的可能性，从而影响整体规划的质量，并增加成本。项目总包模式招标则能够尽可能解决单独招标存在的这些问题，即便存在着地方保护使总包模式进展缓慢，总包模式因能改善行业整体的运营效率和服务质量，并推动业内更精细的分工和细分领域专业化水平的进一步上升，是一种更先进的模式，符合工程综合化发展大背景下行业的客观要求。苏交科已通过并购，在等级公路和桥梁业务的基础上涉足了市政和轨道建设，这无疑为公司将来进行城市综合交通项目的总承包做出了很好的铺垫。此外，未来交通咨询设计将不仅局限在传统交通领域，在环保、智能化等方面也将会有更多的要求，这也给龙头公司提出了新的方向。

图表18: 总包模式的优点

1.总包能发挥工程设计的主导作用，有利于开展综合性项目	5. 业主可能不必另行费力另找一套基建班子
2.总包便于做好限额设计，有效控制投资，保证合理价位	6.业主能够部分或完全解脱冗繁的各种托关系的公关事项
3.设计院做总包有助于优化设计，避免浪费	7.责任明确，业主能够避免与各分包商之间的纠纷
4.总包便于统筹协调，有利于保证工程质量，有效控制工期	

来源：根据公开信息整理

- **并购对苏交科营收、业绩和规模的推动潜力：**苏交科同蓝色光标在成长所处的阶段和采取的外延式成长战略相似，而且苏交科相比同行巨头AECOM 规模也小得多，因而相比 AECOM 的并购，外延式增长对苏交科而言能够带来更显著的边际效用。从苏交科上市后收购对象的规模看，相比蓝色光标，目前进行的并购体量偏小，考虑到目前公司资金和股权结构，未来仍有更大的进一步利用外延式并购推动公司快速成长的潜力。

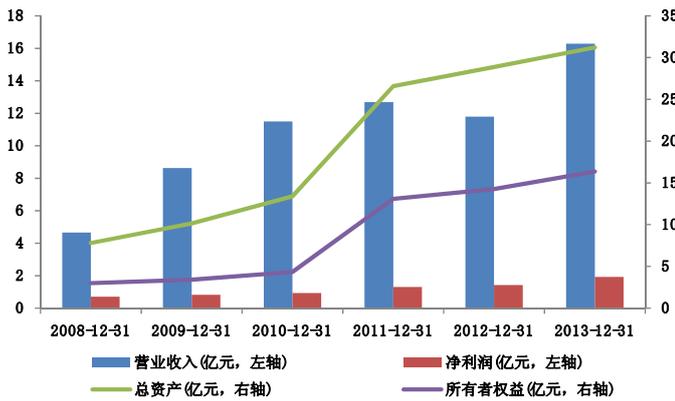
图表19: 苏交科上市后并购和拟并购对象的体量相对自身均较小

收购标的公司	营收和资产占比考察财年	目标营业额/苏交科营业额	目标资产/苏交科资产
杭州华龙	2011	1.03%	1.33%
甘肃科地	2012	2.96%	1.21%
江苏三联	2012	0.66%	0.26%
淮交院	2013	6.16%	5.92%
厦门市市政工程设计院	2013	11.04%	9.14%

来源：根据公开信息整理

- **市值上：**如果不考虑蓝标和苏交科因行业差异导致的估值水平的差异，二者并购策略以及成长的特性相似，并购带动公司业绩以及市值的增长。只是苏交科业绩的增长不像蓝标那样显著，这主要受交通行业投资增速影响。我们预计，随着并购战略持续推进，区域范围逐步扩大，基建规划区域性不平衡与不可控带给苏交科的风险有望得到有效减弱，苏交科的业绩也有望进一步被平滑，增长会更稳健，公司市值也有望得到更显著和平稳的提升。

图表20: 苏文科公司营收和利润稳步成长



来源: 国金证券研究所

图表21: 苏文科市值整体呈上行, 估值中枢相对稳定



- 并购操作上:** 苏文科在并购中分步付款的方式使用频繁, 并将付款同对赌协议结合, 能够在推动并购的同时有效缓解资金瓶颈和促进收购对象改善业绩, 目前苏文科开始尝试增发换股的收购方式, 更多收购方式的采用有助于公司。
- 并购在操作层面的局限和空间:** 并购过程主要涉及标的选择, 对价支付, 以及并购后的整合。标的角度, 考虑到区域和行业两个层面, 理论上并不缺乏适宜收购的标的; 整合上, 苏文科目前通过并购后通过资质和市场的互通相当有利于实现协同效应, 整合亦暂不构成瓶颈。因而关键在于对价支付涉及的现金和股权, 公司正常资金情况, 以及可以忍受的增发带来的股权稀释的程度, 将决定公司未来并购战略能否持续实施, 能否带动公司收入、市值持续上升。
- 资金:** 目前公司在手资金 8.78 亿元, 资产负债率 45%, 目前除了短期借款外, 其他融资手段用的比较少, 可以说目前时点资金暂时还构不成未来收并购战略瓶颈, 参考蓝色光标, 在过去几年中公司货币资金一直处在 7 亿元以下, 但并不影响公司几次涉及资金的较大并购。
- 股权:** 苏文科股权相对集中, 不仅行动一致实际控制人控股比例达 37.47%, 公司全部相关内部人员持股比例则更高。相比之下, 通过并购实现迅速增长、股权亦被多次稀释的 WPP, 公司核心内部人员控股比例较低, 而 AECOM 在 2014 年 5 月内部人员控股比例亦仅为 2.89%。即便在国外股市的双重结构下, 持股比例小的公司发起人也能够享有更大的投票权, 从而在持股比例很低的情况下也能够保持对公司的控制这点制度上的便利使他们在增发并购上有更大余地, 但苏文科相对于这两个公司而言仍存在很大的通过定向增发筹资或换股进行并购的空间。收购公司估值相对较低, 可以一定程度上增厚公司业绩, 对于公司控制人以及投资者均有利。

图表22: 苏文科上市后并购事件支付对价的等效 PE

收购对价	收购时间	对价 (万元)	收购部分前一年净综合收益 (万元)	等效 PE
杭州华龙	2012	2472.48	-2.63	—
甘肃科地	2013	2551.50	247.36	10.31
江苏三联	2013	600.00	-5.07	—
淮交院	2014	18974.52	2014.65	9.42
厦门市市政工程设计院	2014	15990.30	1565.64	10.21
整体情况		40588.80	3819.96	10.63

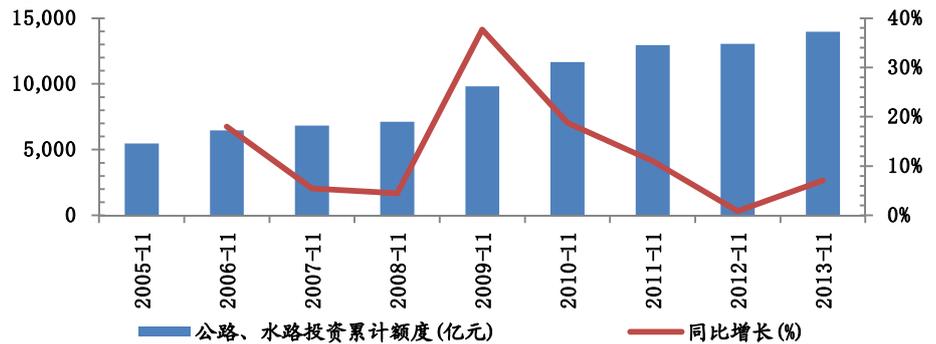
来源: 国金证券研究所整理, 根据公司公告整理; 红色字体已将收购标的综合收益根据收购股权比例调整为属于苏文科的部分

交通领域建筑设计咨询行业本身仍存在增长空间

随经济转型，交通基建投资已由快速增长阶段步入稳步增长阶段

- 随国家经济增长模式从投资拉动型向内需拉动型转变，基建投资难现“十一五”期间的快速增长，但中国潜在的交通需求仍将推动基建投资在一段时期内平稳增长。交通运输部预计“十二五”期间，公路、水路投资规模将达到 6.2 万亿，以“十一五”期间 4.7 万亿投资规模为基准，投资总额年均复合增速为 5.7%，较“十一五”期间大幅放缓。在这种背景下，大行业内部增速高于整体均值的细分领域将变得特别有价值。

图表23：交通固定资产投资增速已显著下滑



来源：Wind，国金证券研究所

一二级公路、城轨建设细分领域依旧值得期待

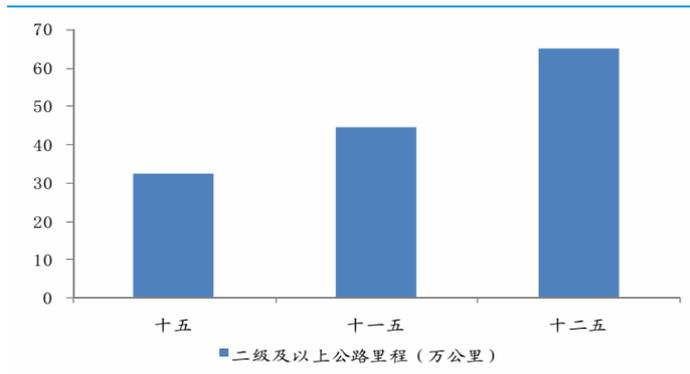
- 一二级公路里程仍然保持较快增长，“十二五”期间规划要建的二级及以上公路里程比“十一五”期间的完成量增长 72.3%，对应约 11.5%的年度复合增长，因而，对包括苏交科在内的主要定位高等级公路（一二级公路）设计咨询业务这一细分领域的、优势显著的一线交通设计院而言，业务即使在交通基础建设投资整体放缓的背景下，成长依然能够得到优于整体行业的保障。

图表24：“十二五”交通运输发展部分指标

指标	2010	2015
公路网总里程(万公里)	398.4	450
高速公路总里程(万公里)	7.4	10.8
高速公路覆盖20万以上城镇人口城市比例	80%	≥90%
二级及以上公路总里程(万公里)	44.5	65
国省道总体技术状况(MQI, %)	72%	>80%
农村公路总里程(万公里)	345.5	390

来源：交通运输部 国金证券研究所

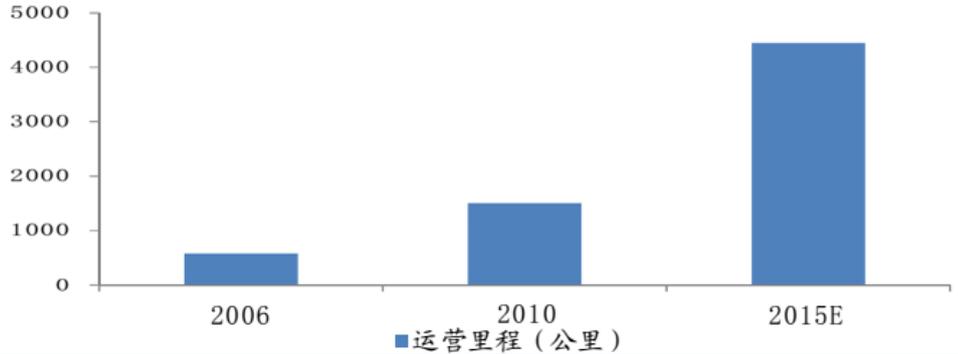
图表25：二级及以上公路里程仍保持相对较快增长



- 城市轨道交通建设有望加速增长。《“十二五”综合交通运输体系规划》提出以轨道交通和高速公路为骨干，建设城际快速网络，推进重点开发区域城市群的城际干线建设，构建都市交通圈。城市轨道交通在“十二五”期间有望迎来快速发展，预计新增里程近 3000 公里，投资超万亿。在江苏省，12 年 4 月“江苏省沿江城市群城际轨道交通网规划”获批，规划在 2012-2015 年，开工建设 4 条线路，总里程 161 公里；而根据江苏省轨道交通十二五与中长期发展规划，至 2015 年完成新增运营里程 200 公里以上，总运营里程达到 300 公里以上，十二五完成投资 1500 亿以上。

这对于包括苏交科在内的具备轨道交通设计甲级资质的公司无疑是重大利好。

图表26: 轨道交通运营里程

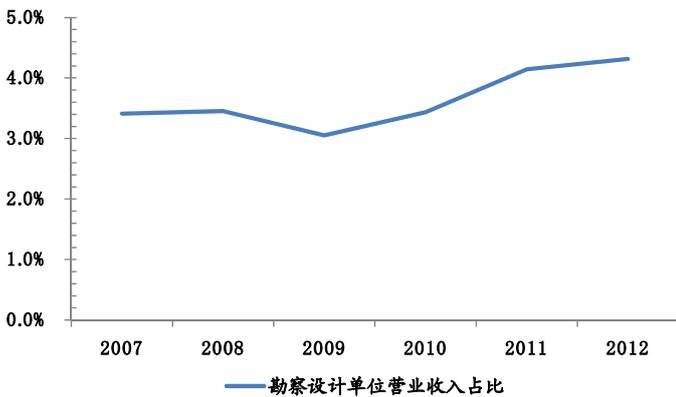


来源: 国金证券研究所

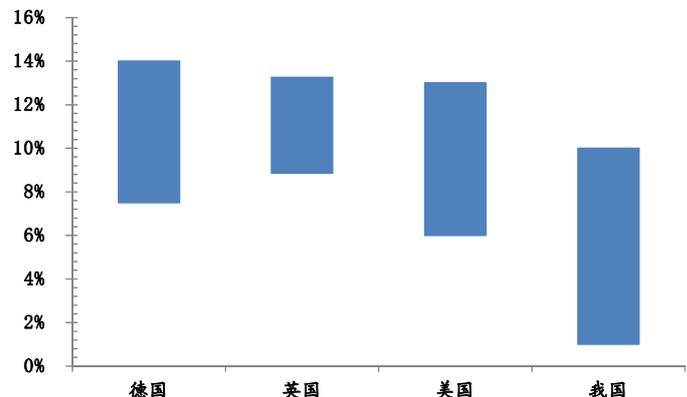
设计咨询付费率的稳步提高有望进一步增强龙头的盈利能力

- 我们用勘察设计行业营业收入占全社会固定资产投资规模的比重来估算我国勘察设计咨询行业的平均费率, 该比重已经从 2001 年的 1.93% 上升到 2012 年的 4.32%。然而目前我国勘察设计取费标准相比国外发达国家仍然较低, 从工程咨询费约占工程造价的比例看, 德国约为 7.5%-14%, 英国约为 8.85%-13.25%, 美国约为 6%-15%, 我国则费率较低, 依然存在较大提升空间。

图表27: 勘察设计取费标准整体呈上升趋势



图表28: 勘察设计取费标准仍有显著上涨空间



来源: 根据公开资料整理

苏交科设计咨询业务的优势

业内地位~苏交科属于我国交通设计咨询行业第一梯队公司, 优势显著

- 苏交科在我国交通设计咨询行业中属第一梯队公司, 主要竞争对手为中交建旗下的中交一院、中交二院、中交公路规划设计院、中国公路工程咨询集团。除此以外, 由于苏交科业务现已涉及市政、水运、轨道等领域, 公司同中交建旗下部分其他设计院, 以及中国中铁、中国铁建旗下部分设计院等设计院亦存在一定程度竞争或同比关系。
- 错位竞争策略有助于业务扬长避短和稳健成长。相比大型央企旗下设计院, 在全国范围内公司不论在品牌、资质、案例上均无明显优势, 对此公司充分利用了建筑设计行业地域性强的特点采取了错位竞争策略, 即在江苏省省内充分利用自己渠道和服务的便利大力开展高速公路、特大型桥梁等对创品牌极为有利的高端市场项目, 在江苏省省外利用自己品牌、资质、案例、资金等方面的相对优势与当地省级设计院展开竞争, 重点定位一、二级公路为主的高等级公路、大型桥梁、

市政领域。同时，公司还充分利用自己作为民企经营上更灵活的特点，仍在通过外延式并购稳步扩大着自己业务在江苏省省外的区域性渠道优势。

图表29：苏交科主要竞争对手和同比公司

	控股母公司	ENR 2013		ENR 2012		ENR 2011	
		排名	上年设计收入 / 苏交科上年设计收入	排名	上年设计收入 / 苏交科上年设计收入	排名	上年设计收入 / 苏交科上年设计收入
苏交科	---	37	1.00	36	1.00	43	1.00
公路、桥梁							
中交一院	中交建	20	1.43	27	1.29	20	1.69
中交二院	中交建	27	1.15	24	1.40	2	1.43
中交公路规划设计院	中交建	25	1.25	23	1.42	17	1.82
中国公路工程咨询集团	中交建	41	0.86	32	1.4	27	1.40
中铁大桥勘测设计院	中国中铁	—	---	53	0.52	—	---
中交路桥	中交建	60	0.1	—	---	—	---
轨道、航务							
中铁二院	中国中铁	6	3.83	4	5.18	4	6.42
中铁第四勘察设计院	中国铁建	8	2.97	7	3.78	6	4.80
铁道第三勘察设计院	中国中铁	9	2.82	9	3.52	5	4.9
中交水运规范设计院	中交建	28	1.14	35	1.02	40	1.06
中交第四航务工程勘察设计院	中交建	29	1.09	30	1.07	46	0.86
中交第三航务工程勘察设计院	中交建	30	1.09	38	0.93	39	1.06
中交第一航务工程勘察设计院	中交建	—	---	46	0.69	58	0.55
中交第二航务工程勘察设计院	中交建	55	0.41	57	0.47	60	0.54
上海市隧道工程轨道交通设计研究院	---	—	---	—	---	55	0.60
市政							
上海市政工程设计研究总院	---	23	1.36	20	1.55	19	1.80
上海市城市建设设计研究总院	---	39	0.98	44	0.75	—	---
北京城建设计研究总院	---	—	---	—	---	26	1.40
安徽省城建设计研究院	---	—	---	59	0.40	—	---
苏交科上年度设计业务收入(万元)			106141.56		92321.44		71714.73

来源：根据公开信息整理

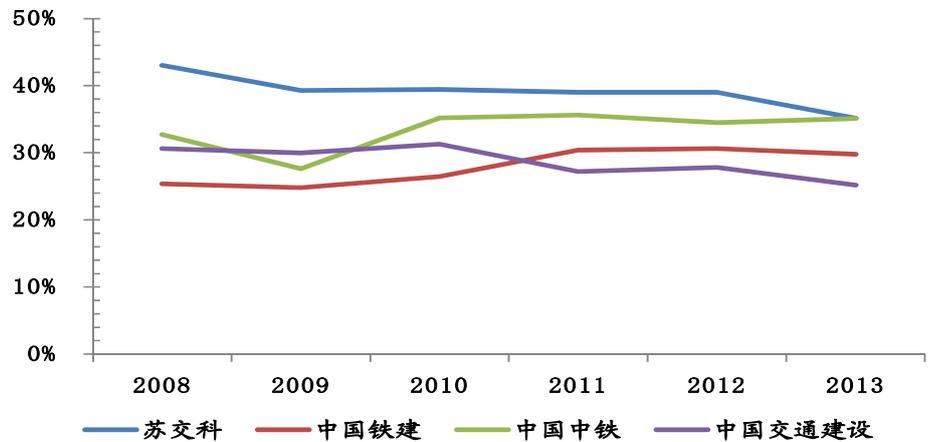
图表30: 主要类型设计咨询公司的竞争优和竞争劣势

类型	竞争优势	竞争劣势
原部属国家级的 大型工程设计院	工程咨询业务的资质、设计能力以及历史项目 成绩和经验在全国范围内居于领先地位	从事的行业较单一，经常直属于某大型建筑央 企，经营上缺乏灵活性，可拓展性不强
地方设计院	专注于某一地方的较小地域范围内的业务领 域，在当地人脉关系和市场资源比较稳定，具 备可能非常显著的地域优势	资质、设计、历史业绩和经验上弱于国家级大 型工程设计院，规模一般较小，通常缺乏承接 大型的、难度较高的项目的的能力
海外工程设 公 司	如 AECOM 一类 世界级巨 不论在品牌、设 计能力、综合服务能力、管理理念、业务模 式、继往业绩和经验上的优势都非常突出	技术成本相对较高，对国内法规、标准、政 策、市场规则把握有限，在国内的渠道有限， 且在中国开展业务受到资质要求的显著制约
非设计类工程企 业	地方性大型建筑公司一类的工程企业具备一定 工程管理经验、业绩和专业管理人员，主要凭 借经营管理能力承接项目，之后再行分包	缺乏自有工程咨询专业的技术团队

来源：根据招股书和公开信息整理

- **苏文科设计咨询业务盈利能力更强。**相对同比公司，苏文科的业务特点是完全以设计咨询业务为核心，设计咨询业务收入占比大幅高于同比公司，同工程承包和施工收入构成收入更大部分的中交建、中国铁建等公司相比对设计业务的定位有显著差异。由于轻质资产的设计咨询业务毛利率更高，加之不同公司对设计业务的不同定位，同时作为纯粹民营设计咨询企业业务开展和企业战略上具备更大的灵活性，苏文科设计业务的盈利能力显著高于中交建、中国铁建等设计业务。

图表31: 苏文科设计咨询业务毛利率高于上市竞争对手

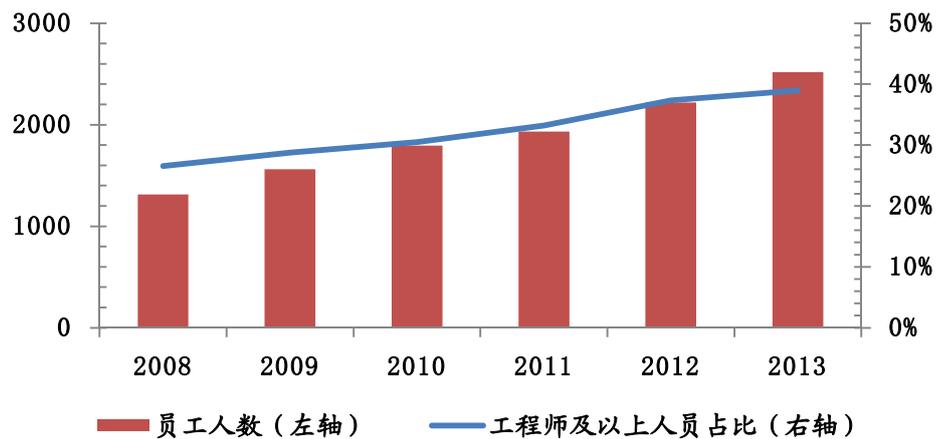


来源：根据公司年报整理

苏文科在人才、资质、过往业绩、区域性渠道和科研能力上均具备优势

- 建筑设计咨询行业产出主要靠脑力劳动，决定设计能力的关键人才，决定业务承揽能力的资质，影响投标中标率的以往过往业绩，以及在项目所在地的人脉关系成为了对公司业务影响最为重大的因素。
- **人才优势：**苏文科高度重视员工队伍建设，每年都会引进高素质的科研和技术人员，在人才队伍上已具备较强优势。
 - ✓ 公司员工规模不仅在逐年扩大，其中工程师及以上人员占比更是连年提升，已形成了一支包括享受国务院特殊津贴的专家、高级工程师、青年科技领军人才等高层次人才在内、专业配置齐全、结构合理的科研创新队伍，2013 年公司 2517 名员工中已有高级工程师 285 名，工程师 696 名，助理工程师 767 名。

图表32: 工程师及以上职称占员工人数比例逐年上升



来源: 根据年报整理

- ✓ 已有人才固然是重要的指标, 但更重要的是如何更有效地留住人才和吸引更多人才。苏交科的股权结构和股权激励措施有助于凝聚集团上下的力量, 推动业务发展。
- **资质优势:** 苏交科自 08 年起至今通过一系列并购, 公司业务资质已涉及到公路、市政、水工、环评安评等多个领域, 一体化服务优势已具雏形, 成为国内少数几家能够为交通工程咨询业务提供综合技术解决方案的企业之一。横向看, 公司在勘察设计、检测、监理等业务领域都具备了甲级资质; 纵向看, 在单体项目工程中, 公司可以覆盖公路、桥梁、轨道等不同范围的设计、检测和监理工作。一体化服务能力的强化有助于公司的设计咨询服务能尽可能兼顾和协调同一个总承包工程中涉及的不同细分环节, 从而达到进一步保证服务质量、有效减少业主招投标环节工作量的效果, 同时, 公司一体化服务能力的不断加强也符合行业向总包模式发展的客观趋势, 有助于公司能够在行业的发展和变迁中走得更远。
- **过往业绩:** 公司在公路、桥梁、铁路、轨道、岩土及隧道工程咨询方面已承接过多项大型重点项目, 公司亦已连续多年入围 ENR 中国建筑设计企业 60 强, 在行业中已形成了较强的品牌影响力。
- **地域性渠道:** 目前地方政府和相关部门在选择交通工程咨询企业和交通工程承包商时, 仍不同程度地存在当地或本部门企业优先的现象, 使行业具备显著地域性特色。公司在不断巩固作为江苏地区区域龙头地位的同时, 通过一系列并购收购了一些在所在地影响力显著的设计院, 有效扩大了自己在其他地区的渠道优势, 公司业务在江苏省外的扩张现已取得积极的成果, 省外收入占比连年提升。
- **科研能力:** 苏交科凭借较强的科研和技术实力承建了八个实验室、工程中心或服务平台等项目, 这些项目能够与公司的设计咨询业务通过实验室研发和实际业务开展实践的互相带动形成良好协同。公司已获得了多项专利技术, 并已在京沪高速、沪宁高速、宁杭高速、南京地铁、润扬长江大桥、江阴长江大桥、苏通长江大桥等国家级、省级重点工程均广泛应用, 其中的沥青路面技术还处于国际领先地位, 为改扩建领域业务打下良好基础。

图表33: 公司核心技术

核心技术	具体类别	研究成果
沥青路面技术	沥青路面再生技术 (国际领先)	承接和完成多项省部级科研课题; 在沪宁高速公路改扩建工程中提供了 200 公里的扩建技术服务, 节约工程费用近 2 亿元;
	环保概念的橡胶沥青技术	公司承担项目《橡胶改性沥青在高速公路上的应用研究》的研究成果达到国际先进水平;
	Superpave 沥青技术	公司已参与了全国 10 个省(区、市)共 3400 余公里的 Superpave 技术服务;
	沥青玛蹄脂碎石混合料技术	公司先后承担了《SMA 路面推广应用》、《SMA 面层试验研究》等研究课题, 提出了诸多技术观点, 至 2009 年, 本公司参与推广的 SMA 路面已超过 3,000 公里;
桥梁检测咨询技术	长大桥安全预警技术及结构健康状态评估技术	1、结构损伤机理与识别; 2、传感器优化布设; 3、数据传输与管理;
	梁式桥损伤机理与状态快速评定成套技术	1、梁式桥梁病害情况的识别与处理; 2、梁式桥承载能力快速评定解决方案;
	桥梁结构耐久性设计与评价技术	1、高性能混凝土施工质量控制; 2、跨江海大型桥梁结构混凝土劣化机理与耐久性对策措施; 3、长大型桥梁高性能结构混凝土质量控制标准研究;
道路、桥梁改扩建技术		借助公司在老路老桥方面检测与评价的优势, 形成了以路基拼接、路基不均匀沉降控制、路面加铺、老桥拓宽与加固等公路及桥梁评价、改建的技术成果;

来源: 公司公告, 国金证券研究所

投资建议

- 交通基础设施建设领域仍有较大拓展空间, 作为咨询设计龙头, 苏交科通过收并购外延发展方式, 可以有效的补充产业链, 拓展业务区域, 推动公司业绩稳定增长。我们看好公司拓展方式的持续性。
- 预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.98、1.20、1.39 元, 分别对应 18、14、13 倍估值水平, 给予“买入”评级。

风险提示

- 交通基建投资低于预期

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	1,268	1,179	1,628	2,032	2,482	2,954	货币资金	1,142	1,026	932	1,094	1,092	1,256
增长率	-7.0%	38.0%	24.8%	22.2%	19.0%		应收款项	1,249	1,423	1,581	1,891	2,276	2,669
主营业务成本	-859	-745	-1,156	-1,412	-1,713	-2,032	存货	7	7	25	19	23	28
% 销售收入	67.8%	63.2%	71.0%	69.5%	69.0%	68.8%	其他流动资产	21	39	33	44	53	63
毛利	409	434	472	620	770	922	流动资产	2,419	2,494	2,571	3,049	3,445	4,016
% 销售收入	32.2%	36.8%	29.0%	30.5%	31.0%	31.2%	% 总资产	91.1%	86.5%	82.4%	85.3%	83.0%	81.9%
营业税金及附加	-50	-42	-18	-22	-27	-32	长期投资	25	115	178	279	478	678
% 销售收入	3.9%	3.6%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	固定资产	154	155	217	199	179	158
营业费用	-41	-45	-47	-61	-74	-89	% 总资产	5.8%	5.4%	6.9%	5.6%	4.3%	3.2%
% 销售收入	3.2%	3.9%	2.9%	3.0%	3.0%	3.0%	无形资产	23	73	107	48	49	51
管理费用	-114	-131	-183	-234	-279	-325	非流动资产	237	391	550	527	708	888
% 销售收入	9.0%	11.1%	11.2%	11.5%	11.3%	11.0%	% 总资产	8.9%	13.5%	17.6%	14.7%	17.0%	18.1%
息税前利润 (EBIT)	204	215	223	303	389	476	资产总计	2,656	2,885	3,121	3,576	4,153	4,904
% 销售收入	16.1%	18.3%	13.7%	14.9%	15.7%	16.1%	短期借款	531	580	371	421	521	671
财务费用	-11	0	29	21	7	-12	应付款项	551	600	679	814	988	1,173
% 销售收入	0.8%	0.0%	-1.8%	-1.0%	-0.3%	0.4%	其他流动负债	257	267	379	498	599	705
资产减值损失	-39	-50	-25	-37	-42	-55	流动负债	1,338	1,446	1,428	1,732	2,107	2,549
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	0	0	2	0	0	0	其他长期负债	9	11	56	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	1,347	1,458	1,485	1,732	2,107	2,550
营业利润	155	165	229	287	353	409	普通股股东权益	1,309	1,402	1,553	1,757	1,954	2,256
营业利润率	12.2%	14.0%	14.1%	14.1%	14.2%	13.8%	少数股东权益	1	25	83	87	92	98
营业外收支	2	4	6	5	5	5	负债股东权益合计	2,656	2,885	3,121	3,576	4,153	4,904
税前利润	157	170	235	292	358	414	比率分析						
利润率	12.4%	14.4%	14.4%	14.4%	14.4%	14.0%		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
所得税	-26	-27	-43	-52	-65	-75	每股指标						
所得税率	16.6%	15.9%	18.3%	18.0%	18.0%	18.0%	每股收益	0.549	0.589	0.773	0.980	1.204	1.389
净利润	131	143	192	239	294	339	每股净资产	5.453	5.842	6.471	7.319	8.140	9.400
少数股东损益	-1	1	7	4	5	6	每股经营现金净流	-0.021	0.375	1.187	1.058	0.977	1.244
归属于母公司的净	132	141	186	235	289	333	每股股利	0.000	0.200	0.200	0.130	0.130	0.130
净利率	10.4%	12.0%	11.4%	11.6%	11.6%	11.3%	回报率						
							净资产收益率	10.07%	10.08%	11.95%	13.38%	14.78%	14.78%
							总资产收益率	4.96%	4.90%	5.95%	6.57%	6.95%	6.80%
							投入资本收益率	9.25%	9.01%	9.10%	10.96%	12.42%	12.89%
							增长率						
							主营业务收入增长率	10.39%	-7.02%	38.05%	24.82%	22.18%	19.00%
							EBIT增长率	16.84%	5.34%	3.86%	35.42%	28.37%	22.40%
							净利润增长率	38.88%	7.19%	31.32%	26.69%	22.87%	15.44%
							总资产增长率	98.14%	8.60%	8.18%	14.58%	16.14%	18.07%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	299.9	399.1	323.2	330.0	330.0	330.0
							存货周转天数	2.7	3.4	5.1	5.0	5.0	5.0
							应付账款周转天数	150.1	212.8	152.0	150.0	150.0	150.0
							固定资产周转天数	44.4	47.4	43.0	31.1	22.5	16.3
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-46.70%	-31.23%	-34.28%	-36.54%	-27.93%	-24.84%
							EBIT利息保障倍数	19.1	-2,262.3	-7.7	-14.7	-58.7	40.8
							资产负债率	50.70%	50.52%	47.58%	48.44%	50.74%	51.99%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	10	10	13
增持	1	3	8	8	8
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.80	1.52	1.49	1.45

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2012-08-07	增持	9.61	11.20 ~ 12.60
2 2012-08-21	增持	10.06	N/A
3 2012-10-25	增持	9.38	N/A
4 2013-01-15	增持	11.06	N/A
5 2013-03-06	增持	13.13	N/A
6 2013-07-30	增持	10.56	N/A
7 2013-10-22	增持	12.71	N/A
8 2014-03-19	增持	19.29	N/A

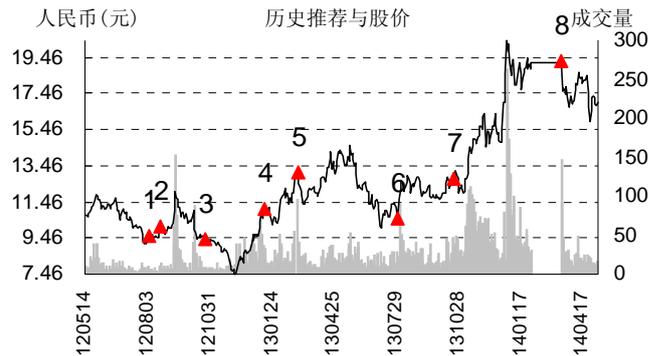
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 增持：预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-20%；
- 中性：预期未来6-12个月内变动幅度在-5%-5%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在5%以下。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4
层**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7BD