

2014年06月30日

证券研究报告·公司研究·建筑装饰

苏文科(300284)深度报告

买入(维持)

当前价: 8.75元



并购助力，跨区域、跨领域成长

投资要点

- **工程咨询行业佼佼者:** 公司主营业务为交通工程咨询与工程承包业务，其中工程咨询为主要收入及利润来源。2008-2013年公司营业收入、净利润年均复合增速分别为28.39%、21.13%。2006年以来连续入选ENR/建筑时报“中国工程设计企业60强”，2013年排名第37位。
- **传统业务领域交通工程咨询业务，仍将保持较快增长。** (1) 在经济转型的背景下，交通固定资产投资整体趋稳，呈现增速下滑态势，但仍然保持相当投资规模；而在细分领域，如城市轨道交通、高等级公路投资方面，仍将保持较快增速。(2) 随着对工程设计的认知度、重视度的提高以及技术服务定价水平的提高，工程勘察设计费率将保持稳步提升的态势。
- **环保、智能交通将成为新的增长点。** (1) 目前城市智能交通仍处于起步阶段，苏文科凭借数据分析、综合决策等方面的优势，在现有公路设计咨询业务的基础上，通过整合相关技术和数据，实现现有设计咨询业务与智能交通的良性互动。业务切入点将沿着政府决策、民生两个角度，发展方式将继续秉承自身发展与并购结合的模式，具体项目将和设备商合作，以保持轻资产运营模式。(2) 环保业务看好煤化工、石油等工业污水处理领域的发展机会。随着公众对废水污染认识的提高、更严厉的环保措施出台，未来相关领域废水处理的投资额将快速增长。公司的优势在于业务资源、项目组织能力，劣势在于技术短板，因此预计公司在该领域存在收购预期，以实现快速布局。
- **并购是公司发展的重要驱动力。** 大行业小公司背景下，并购是企业实现跨区域、跨领域成长的有效手段。目前以现金收购为主，淮交院收购，作为股权方式收购的尝试，为后续扩张积累经验。并购的关键在于公司强大的整合能力。通过管理整合实现管理输出、制度复制，通过资源整合实现优势互补。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司2014-2016年EPS分别为0.49元、0.61元、0.76元，对应2014年动态PE18.03倍，3年净利润复合增速25.04%。同时考虑到公司在环保、智能交通等新业务良好发展前景以及并购预期，维持公司“买入”评级。
- **风险提示:** 交通基建投资低于预期、并购及整合效果低于预期、新业务进展慢于预期。

指标年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	1627.61	1989.37	2410.55	2912.38
增长率	38.05	22.23	21.17	20.82
归属母公司净利润(百万元)	185.55	232.91	291.96	362.72
增长率	31.32	25.52	25.35	24.24
每股收益EPS(元)	0.39	0.49	0.61	0.76
净资产收益率ROE	11.95	13.12	14.22	15.08
PE	22.63	18.03	14.39	11.58
PB	2.70	2.37	2.05	1.75

数据来源: 西南证券

西南证券研究发展中心

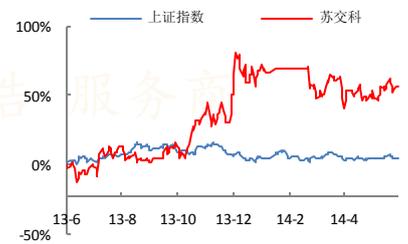
分析师: 徐永超

执业证号: S1250512110002

电话: 010-57631186

邮箱: xycho@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	4.8
流通A股(亿股)	2.65
52周内股价区间(元)	4.78-10.55
总市值(亿元)	42.00
总资产(亿元)	30.64
每股净资产(元)	6.61

相关研究

1. 建筑行业2014年度策略报告: 估值修复与持续成长 (2013-12-13)

目 录

一、公司概况.....	1
（一）工程咨询佼佼者.....	1
（二）业绩快速增长.....	2
二、交通工程咨询业务稳步增长.....	3
（一）交通固定资产投资整体趋稳.....	3
（二）咨询设计费率有望进一步提高.....	4
（三）大行业小公司，行业集中度有望提升.....	5
三、环保、智能交通将成为新的增长点.....	6
（一）智能交通业务.....	6
（二）环保业务.....	7
四、并购是公司业务扩张的亮点.....	9
（一）并购实现跨区域、跨领域快速扩张.....	9
（二）尝试股权收购.....	10
（三）强大的整合能力.....	10
五、盈利预测及评级.....	10

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

插图目录

图 1: 公司业务演变过程.....	1
图 2: 2008 年以来营业收入及增速.....	2
图 3: 2008 年以来净利润及增速.....	2
图 4: 业务收入结构.....	2
图 5: 区域收入结构.....	2
图 6: 交通固定资产投资及增速.....	3
图 7: 城市轨道交通总里程.....	3
图 8: 公路投资额及增速.....	4
图 9: 十一五、十二五新增公路里程对比.....	4
图 10: 工程勘察设计行业营业收入及增速.....	5
图 11: 工程勘察设计行业营业收入占固定资产投资额的比例.....	5

www.jztzw.net

中国价值投资网 最多、最好用研究报告 服务商

表格目录

表 1: ENR/建筑时报“中国工程设计企业 60 强”中专门从事交通工程咨询的企业.....	1
表 2: 智能交通发展的阶段、目标、措施.....	6
表 3: 部分水处理下游需求端预测.....	8
表 4: 公司历年并购情况.....	9
附: 财务预测表（单位：百万元）.....	11

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

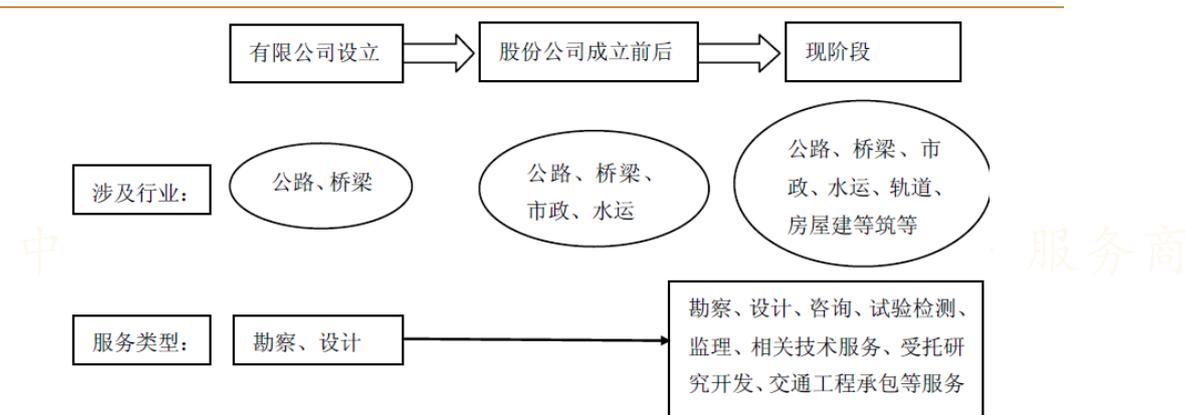
www.jztzw.net

一、公司概况

（一）工程咨询佼佼者

公司主营业务为交通工程咨询与工程承包业务，业务领域包括道路、桥梁、铁路与轨道交通、岩土与隧道工程、水运工程、市政工程等交通项目，业务链条包括交通工程咨询的全产业链（前期咨询和科研、勘察、设计、咨询、试验检测、监理、相关技术服务）以及工程总承包、其他承包等服务项目。

图 1：公司业务演变过程



资料来源：西南证券整理

2006-2013年，公司连续进入由美国《工程新闻纪录》ENR和中国《建筑时报》主办的ENR/建筑时报“中国工程设计企业60强”，且排名不断上升。2013年，公司排名第37位，是“工程设计企业60强”专门从事交通工程咨询的企业中，为数不多的民营企业之一。排名靠前的中铁二院四院、中交公路一院二院等机构，均是中铁、中交系统下属央企，在技术实力、资源等方面强于苏交科；但作为一家民营企业，苏交科在市场化程度、管理机制等方面具有一定优势。

表 1：ENR/建筑时报“中国工程设计企业60强”中专门从事交通工程咨询的企业

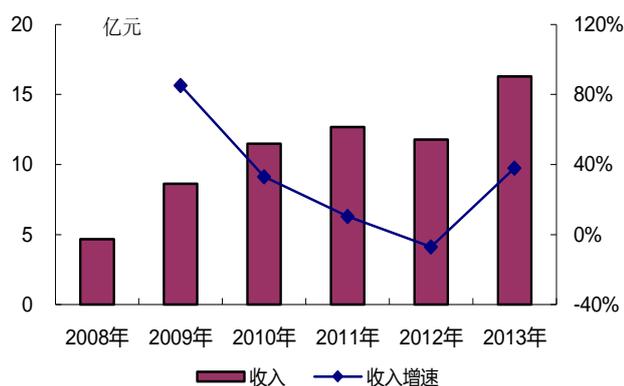
排名	企业名称	主要收入来源	2012年营业收入(亿元)
6	中铁二院工程集团有限责任公司	铁路咨询	40.64
8	中铁第四勘察设计院集团有限公司	铁路咨询	31.51
20	中交第一公路勘察设计院有限公司	道路咨询	15.15
25	中交公路规划设计院有限公司	道路咨询	13.23
27	中交第二公路勘察设计院有限公司	道路咨询	12.22
29	中交第四航务工程勘察设计院有限公司	航道咨询	11.56
30	中交第三航务工程勘察设计院有限公司	航道咨询	11.55
37	江苏省交通科学研究院股份有限公司	道路咨询	10.61
41	中国公路工程咨询集团有限公司	道路咨询	9.10
55	中交第二航务工程勘察设计院有限公司	航道咨询	4.38

资料来源：西南证券整理

(二) 业绩快速增长

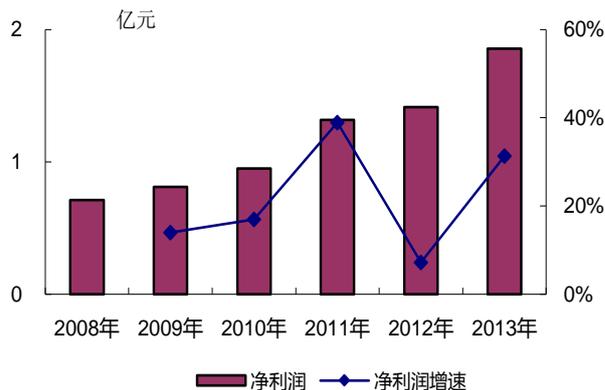
2008-2013年，公司业绩保持快速增长，营业收入、净利润年均复合增速分别为28.39%、21.13%。2013年公司实现营业收入16.28亿元，同比增长38.05%；营业利润2.29亿元，同比增长38.92%；归属于母公司所有者净利润1.86亿元，同比增长31.32%；按最新股本摊薄每股收益0.39元。根据业绩预告，2014年中报净利润7,182-8,379万元，同比增长20%-40%。

图 2: 2008 年以来营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券

图 3: 2008 年以来净利润及增速

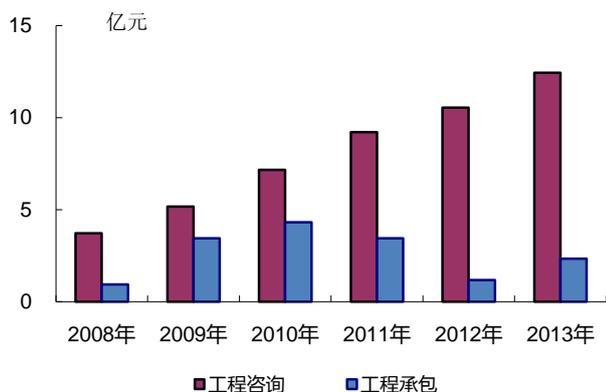


数据来源：公司公告，西南证券

从业务结构看，工程咨询为主要收入及利润来源。2013年工程咨询、工程承包营业收入占比分别为76.42%、14.33%，毛利占比分别为92.67%、4.92%。

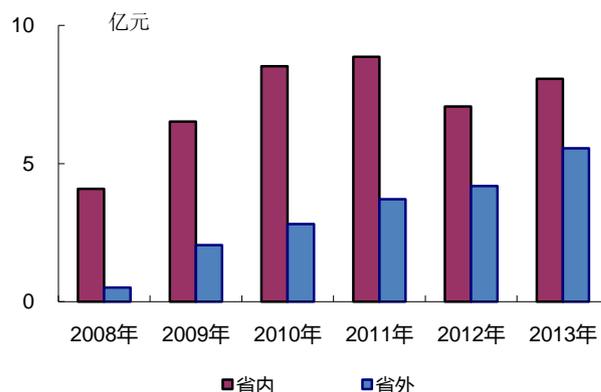
区域结构来看，异地扩张推动下，江苏省外业务占比逐步扩大。2013年江苏省内、省外、国际市场营业收入占比分别为54%、37%和9%，省外市场拓展良好，其中四川、新疆、云南等地的营业收入已连续多年超过5,000万元。2013年公司咨询订单17个亿，其中省内8.3亿，省外8.7亿。

图 4: 业务收入结构



数据来源：公司公告，西南证券

图 5: 区域收入结构



数据来源：公司公告，西南证券

从盈利水平看，2013年公司整体毛利率29%，其中省内、省外毛利率分别为35.8%、28.7%。省内业务大幅高于省外毛利率，其主要原因在于省外大幅扩张，相应成本较高。随着省外业务规模的扩大、本地办事处的设置，预计省外毛利率将会稳步提升。

二、交通工程咨询业务稳步增长

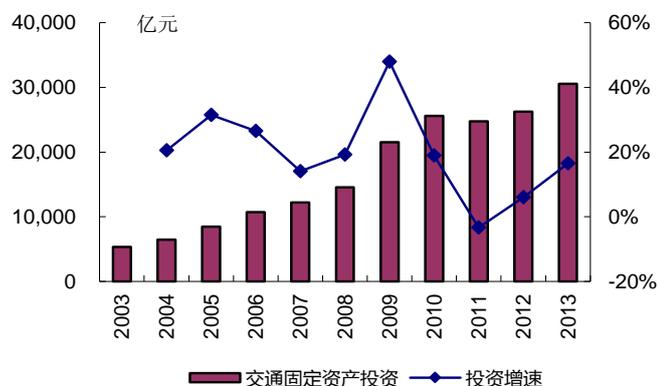
交通工程咨询业务，是公司的传统业务领域，下游行业包括道路、桥梁、铁路与轨道交通、岩土与隧道工程、水运工程、市政工程等。（1）在经济转型的背景下，交通固定资产投资整体趋稳，呈现增速下滑态势，但仍然保持相当投资规模；而在细分领域，如城市轨道交通、高等级公路投资方面，仍将保持较快增速。（2）随着对工程设计的认知度、重视度的提高以及技术服务定价水平的提高，工程勘察设计费率将保持稳步提升的态势。（3）大行业小公司现状下，业绩、品牌的溢价有望提升优秀企业市场份额，并购是企业实现跨区域、跨领域快速增长的有效手段。

（一）交通固定资产投资整体趋稳

2000年以来，我国宏观经济增长的动力主要来自于投资拉动，因此固定资产投资保持较高增速，十五、十一五期间固定资产投资年均复合增速分别为23.42%、26.31%。在转变经济增长模式的背景下，经济面临结构性调整，固定资产投资的依赖程度将逐步下降，因此投资增速将逐步下台阶，交通固定资产投资亦然。2011-2013年交通固定资产投资年均复合增速9.09%，相比十一五期间25.77%，增速有较大幅度下滑。

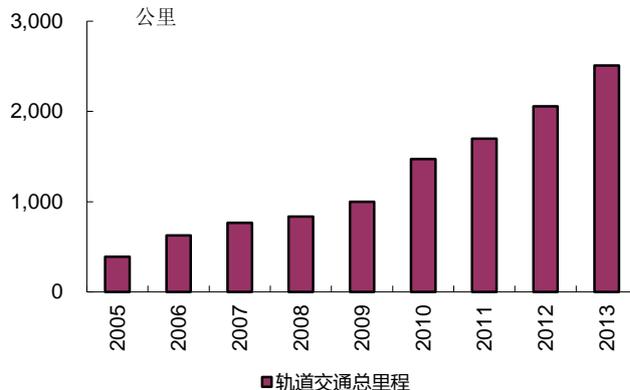
从交通投资的细分领域看，高等级公路、市政交通投资仍将保持较快增长。

图 6：交通固定资产投资及增速



数据来源：wind，西南证券

图 7：城市轨道交通总里程



数据来源：wind，西南证券

1、轨道交通快速发展

由于运量大、效率高、节能环保等优点，城市轨道交通是世界各国解决城市交通问题的重要手段，以轨道交通为骨干的城市公共交通系统处于优先发展地位；在我国城镇化战略目标下，提高城市交通综合承载力也要求加快城市轨道交通建设。近年来，国家相继出台《国务院办公厅关于加强城市轨道交通建设管理的通知》等政策，轨道交通建设发展迅速。2013年末，我国19个城市共建成投运城轨线路87条，运营里程2539公里。

根据《“十二五”综合交通运输体系规划》，2011-2015年城市轨道交通总投资1.2万亿元左右，至2015年末城市轨道交通运营里程将达到3000公里，2020年末运营里程6000-7000公里，届时轨道交通将覆盖全国主要大中城市。在既有和新开工项目双高的作用下，预计2014年轨道交通投资需求将首次突破3000亿元。

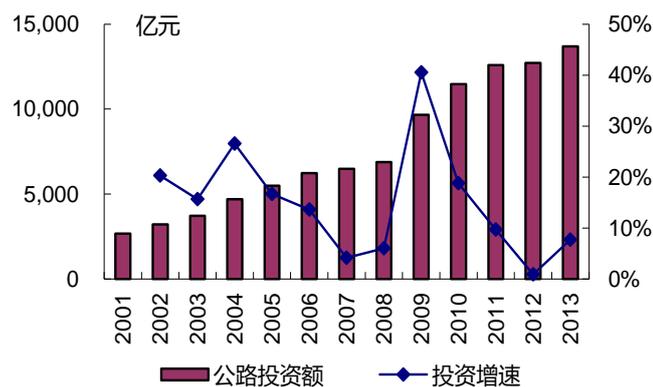
2、高等级公路

在 4 万亿投资刺激下, 2009-2010 年我国公路固定资产投资实现快速增长, 并持续回落。经历 2012 年的低谷后, 2013-2014 年公路固定资产投资实现恢复性增长。2013 年我国公路固定资产投资额 13692 亿元, 同比增长 7.7%; 2014 年前 4 个月, 公路固定资产投资额 4059 亿元, 同比增长 9.3%。

根据规划, “十二五” 期间我国新增公路总里程 49.2 万公里, 相比“十一五” 期间新增里程 66.3 万公里, 同比减少 26%。尽管公路建设的新增总里程有所下降, 但建设重点向二级以上高等级公路倾斜。

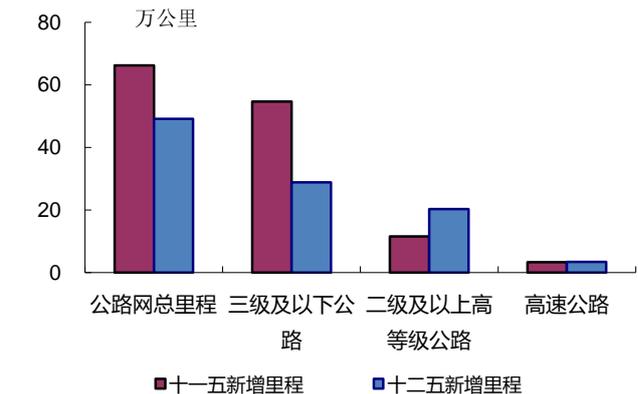
预计 2015 年末二级及以上的高等级公路总里程将达到 65 万公里, 其中, 高速公路通车总里程达 10.8 万公里, 形成由中心城市向外放射、横贯东西、纵贯南北的国家高速公路网。“十二五” 期间, 二级及以上的高等级公路新增里程 20.3 万公里, 高于“十一五” 期间新增里程 11.6 万公里, 同比增长 75%。其中, 高速公路新增里程 3.4 万公里, 超过“十一五” 期间新增里程 3.3 万公里。

图 8: 公路投资额及增速



数据来源: wind, 西南证券

图 9: 十一五、十二五新增公路里程对比

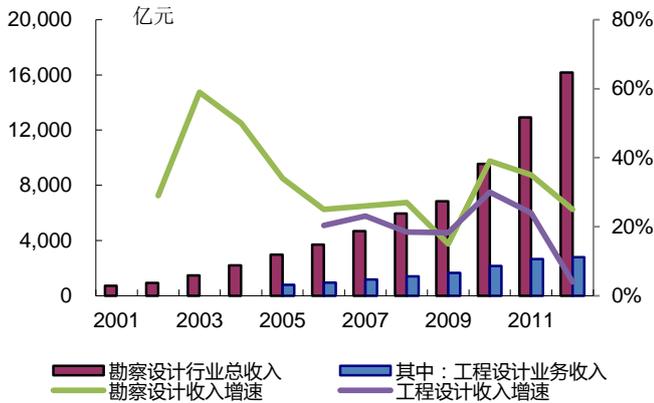


数据来源: wind, 西南证券

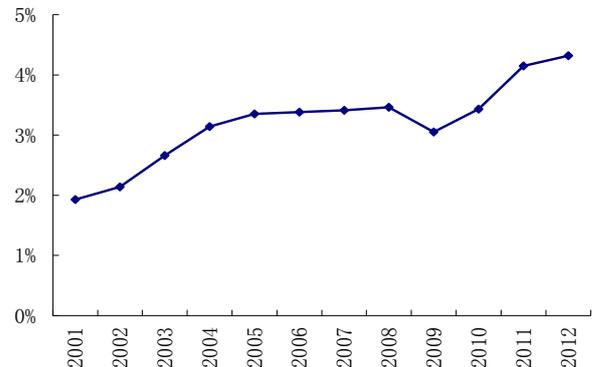
(二) 咨询设计费率有望进一步提高

伴随着固定资产投资规模的快速增长, 我国工程咨询行业收入也呈现较快增长态势。2001-2012 年全国工程勘察设计行业营业收入由 719 亿元增加至 16170 亿元, 年复合增长率 33%。其中, 2005-2012 年工程勘察设计企业实现工程设计业务收入由 797 亿元增加至 2,785 亿元, 年复合增长率达到 19.57%。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

图 10：工程勘察设计行业营业收入及增速


数据来源：wind，西南证券

图 11：工程勘察设计行业营业收入占固定资产投资额的比例


数据来源：wind，西南证券

我国工程勘察设计业务费率呈现稳步增长态势，2001-2012 年我国工程勘察设计行业营业收入占当年固定资产投资总额的比例，由 1.93% 提高到 4.32%，平均每年提高 0.22 个百分点。但是，与发达国家相比，我国工程勘察设计行业费率仍然处于较低水平。其中，德国工程咨询费率 7.5%-14%；英国工程咨询收费率为 8.85%-13.25%；美国工程咨询费率为 6%-15%。

我们认为未来我国工程勘察设计费率将保持稳步提升的态势，主要基于以下理由：

- (1) 下游建造施工行业对工程设计的认知度、重视度的提高；同时建筑美观、规模等要求的提高，致使工程难度加大，从而设计环节在整个工程中的重要性得到提高；
- (2) 作为知识密集型行业，随着社会人力成本的增加以及对人才、技术重要性认识的提高，知识技术服务的社会定价也会提高；
- (3) 随着社会对建筑工程中安全、质量、环保等环节的重视提高，工程咨询业务涉及的细目有望增加，从而提高整体费率。

（三）大行业小公司，行业集中度有望提升

工程勘察设计行业，属于典型的“大行业小公司”。根据 ENR/建筑时报“中国工程设计企业 60 强”数据显示，2012 年排名前 10 的企业合计营业收入 488.76 亿元，占当年工程勘察设计行业营业收入 16170 亿元的 3.02%，其中排名第一的中国水电工程顾问集团有限公司营业收入 101.73 亿元，市场占有率仅为 0.63%。

工程勘察设计行业集中度相对较低的原因，在于区域壁垒、行业壁垒。地方政府在选择交通工程咨询企业或交通工程承包商的时候，不同程度地优先考虑当地企业的利益，存在一定的地域性；同时，由于较高的专业性或安全性要求，高铁、航道等工程咨询或工程承包项目，更多的考虑系统内部企业，存在一定的行业壁垒。

提高行业集中度的措施，可以分为两种：优秀企业自身发展、并购扩张。(1) 优秀企业凭借较强的科研能力和技术平台，实现科技成果、工程业绩的积累，不断加强自身竞争力；同时，通过全国设立分支结构，实现区域扩张。(2) 并购扩张则是跨越性的发展形式，通过跨区域并购，有效打破区域壁垒，实现区域快速扩张；通过跨领域并购，进入新的业务领域，快速获得相应的工程资质、科研成果、团队资源。

三、智能交通、环保将成为新的增长点

（一）智能交通业务

随着社会经济的发展，城市化进程加快，汽车保有量迅速增长，交通拥挤、交通事故等问题已经成为世界各国面临的共同问题。由于可供修建道路的空间已经越来越小，依靠大规模修建道路解决交通问题的传统方法，并不具备持续性。另外，交通系统是一个复杂的巨系统，仅仅单独从道路方面或者车辆方面考虑，都难以从根本上解决问题。

在此背景下，智能交通系统成为解决交通问题的最佳方式，通过把交通基础设施、交通运输工具和交通参与者综合起来系统考虑，改进（通常是实时地）交通网络的管理者和其他用户的决策，从而改善整个运输系统的运行，有效提高交通运输效益。统计表明，智能交通将使得交通拥挤降低 20%，延误损失减少 10%-25%，车祸降低 50%-80%，油料消耗减少 30%。

表 2：智能交通发展的阶段、目标、措施

阶段	目的	措施
起步阶段	解决拥堵，改进中心监控系统，改善交通结构	<ul style="list-style-type: none"> •完善道路路网功能，实施主干道交通监控； •加强交通管理，实施主要道路收费管理，缓解交通压力； •提高公交服务水平，建立公交线路网智能调度系统
发展阶段	在综合信息网络平台上，实现交通信息双向交互，实施交通指挥控制	<ul style="list-style-type: none"> •建立城市信息管理系统、道路交通信息采集系统 •形成 ITS 产学研一体化，推进产品研制和开发 •加快智能车辆的研究制造，以适应 ITS 提出的新要求
成熟阶段	建立全国范围内的实时准确高效的智能化运输综合管理系统	<ul style="list-style-type: none"> •数据的智能化全处理和智能决策； •逐步实现全国各交通方式的综合运输规划、管理运营智能化； •完成车间通信系统，智能车辆成熟商用

数据来源：西南证券整理

1、我国智能交通行业将面临快速发展

从行业规模来看，我国智能交通行业尚不足 600 亿，ITS America 报告显示美国智能交通终端产品和服务收入 2011 年已达到 480 亿美元。从投资结构来看，我国智能交通建设以硬件投入为主，占投入总金额的 70% 以上，而欧美发达国家的智能交通投入主要集中于软件与服务方面，两者差距立见。从发展阶段来看，目前中国的智能交通产业仍处于起步阶段，现阶段发展目的在于解决交通拥堵，改进中心监控系统，改善交通结构。预计未来几年我国智能交通产业仍会高速发展，且会向纵深阶段发展，呈现出由一线发达城市向二三线城市、由东部沿海向中西部城市转移的态势。未来 5 年内，中国将在 200 个以上大中型城市建立城市交通指挥中心。

整个智能交通领域大体包括四个方面：城市交通、轨道交通、高速公路智能化、港口桥梁智能化。有关研究表明，未来 10 年我国智能交通市场规模将达到 1250 亿元，其中城市交通 450 亿元、轨道交通 300 亿元、高速公路智能化 300 亿元、港口桥梁智能化 200 亿元。其中城市智能交通发展前景最为看好：目前城市智能交通仍集中在一线城市，如北京、上海、广州等特大城市需要大量投入城市快速环路及干道交通监控、诱导系统的规划与投入建设细

分市场，看好城市智能交通、高速公路智能交通；而二三线城市目前仍处于空白状态，未来发展空间巨大。

目前我国城市智能交通仍处于起步阶段，行业竞争仍然以割据化、分散化、多元化为主要特征，目前，各主要竞争主体在各子系统拥有相对优势，没有一家企业在整个城市智能化行业取得全面竞争优势。因此，对于具有一定技术优势的苏文科来说，面临良好的发展机会。苏文科的优势在于数据分析和综合决策方面，在现有公路设计咨询业务的基础上，通过整合相关技术和数据，有望实现现有公路设计咨询业务与智能交通的良性互动。

2、公司智能交通业务的构想

从业务切入点来看，我们认为公司将从政府决策、民生两个角度。一方面，通过为具体的交通设施安装智能软硬件，并进行交通网点的有效对接，提供一整套综合化的方案，为政府决策提供科学依据，如交通线路设置、线路优化等。另一方面，则侧重居民的日常体验，通过将公交运行的状况提供给居民，为居民出行决策提供指导。

从发展方式来看，我们认为公司将继续秉承自身发展与并购结合的模式。通过并购的方式深耕智能交通业务，一方面使得公司在该领域较快成长，另一方面通过差异化的竞争，实现细分领域的竞争优势培养。在具体项目上，公司有望保持轻资产运营的模式，采取与设备商合作的方式进行。

公司切入智能交通行业较早，在上市前，子公司江苏智运即涉足该领域，具有丰富的业绩经验。2012年成立子公司苏科畅联，作为智能交通业务的平台，目前在该领域实现规模布局。2013年苏科畅联实现营业收入、净利润分别为2203万元、587万元，同比增长分别为179.95%、3158.49%；目前苏科畅联在公司整体业务中所占比例仍然较小。

（二）环保业务

1、污水处理行业面临快速发展

近年来，随着水污染事件频发，对环境和人类自身都造成了重大危害，政府污水治理的重视度也不断提升，十八大“美丽中国”概念中，更是将污水处理提升至战略高度。2012年后，各项重磅水污染政策相继出台，国家从污水处理，供水设施建设到流域污染防治等方面巨资投入，全方位布局水处理产业链。

根据《“十二五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》、《“十二五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》、《重点流域水污染防治规划(2011-2015年)》等规划要求，各项水处理投资总额达到约1.2万亿。

在新一届政府“调结构、保增长”的发展模式下，对煤化工、钢铁、造纸、石化等废水的治理要求将更严格。我们对部分污染度高，水处理需求大的下游火电、核电、新型煤化工行业水处理需求进行估算，预计到2015年火电、核电、新型煤化工工业废水治理投资总需求为700-1000亿元左右，若累计造纸、纺织和石油化工等工业废水的治理，将会有巨大的污水处理空间。其中，预计“十二五”期间新型煤化工投资8500亿元，按照水处理系统占煤化工投资比例约5%测算，新型煤化工污水处理投资大约425亿元。

表 3: 部分水处理下游需求端预测

时间	名称	主要内容	需求估算
火电			
2015 年火电装机预计	9.33 (亿千瓦)	火电投资成本	3700 (元/千瓦)
2012 年火电装机容量	8.19 (亿千瓦)	火电系统中水处理投资占比	3%-5%
2013-2015 年预计新增数	1.14 (亿千瓦)	2013-2015 年新增水处理额约	120-200 亿元
核电			
2015 年预计装机容量	4000 (万千瓦)	核电投资成本	约 7000 (元/千瓦)
2012 年装机容量	1370 (万千瓦)	核电系统中水处理占比	3%-5%
2013-2015 年新增数量	2630 (万千瓦)	2013-2015 水处理投资大约	50-90 亿元
新型煤化工			
“十二五”新型煤化工投资	8500 亿元	新型煤化工投资大约	425 亿元
水处理系统占煤化工投资比例	约 5%		

数据来源: 西南证券

从国内污水处理市场的竞争态势看, 目前行业集中度仍然较低, 同时考虑到行业快速增长的趋势, 为新进入者提供了发展机会。根据建设运营项目的污水处理能力测算, 排名前 10 位的企业合计市场占有率为 20% 左右; 同时在细分市场中, 优秀企业依靠技术、业绩形成各自的核心竞争力。

2、公司环保业务的发展构想

我们认为公司环保业务的着力点将放在煤化工、石油等工业污水处理领域, 主要基于以下判断:

(1) 未来 10 年石油废水处理的投资额将得到进一步的加强。过去缺乏相应的惩罚机制、对污染认识不足, 国内石油行业的废水污染非常严重; 随着公众对石油行业废水污染认识的提高、更严厉的环保措施出台, 未来石油废水处理的投资额将快速增长。同时, 新环保法提出对企业法人的处罚, 将推动处理力度的加强。

(2) 煤化工市场前景好, 下游行业的快速发展将拉动煤化工工业污水处理领域的投资需求。2014 年初国家又批了 6-7 个项目, 总投资在万亿规模。公司与一些煤制气方污水处理企业进行洽谈, 但由于最终处理标准尚未明确, 目前仍处于持续关注阶段。

(3) 相比城市污水处理行业而言, 煤化工、石油等工业污水处理具有较高的技术门槛、竞争相对温和, 符合公司战略选择中“快速发展、高门槛、适度竞争”的标准。

(4) 业主资金雄厚, 由政府主导, 因此在盈利水平、回款方面具有较好的环境; 同时项目单体体量大, 如果成功承接订单, 为公司业绩提供较好的弹性。

介入环保业务的方式, 仍将以收购为突破口。(1) 公司的优势在于业务资源、项目组织能力。在公司原有业务开展过程中, 很多环节与环保业务具有类似之处; 如煤制气项目的审批部门、政府审批流程等, 因此可以将原业务资源移植到环保业务中。同时, 公司具有较强的项目管理能力, 在具体项目实施过程中, 能够有效的控制成本。(2) 而公司的劣势在于技术短板, 由于技术的高门槛, 单纯依靠公司自身研发并不经济, 因此预计公司将收购行业内具有一定技术实力的企业, 快速切入环保领域。

四、并购是公司业务扩张的亮点

在公司发展过程中，坚持自身发展与并购两条途径，其中并购是公司业务扩展的亮点。

（1）自身发展方面，在巩固江苏省内优势市场的同时，积极拓展江苏以外地区的交通工程咨询业务市场，通过建立分支机构，拓展业务未覆盖地区、加强业务拓展较弱地区的市场营销力度。（2）并购扩张方面，招股说明书中即提出“战略联合（并购）是公司发展的重要驱动力”。作为公司外延式扩张的重要战略之一，并购活动一直是公司快速发展的主线。

（一）并购实现跨区域、跨领域快速扩张

从并购的目的来看，主要包括以下情况：（1）打破传统地方保护壁垒，进入新的市场区域，如 2008 年 6 月收购剑平国际进入北京市场；（2）获取相关工程设计资质，进入新的市场领域，如 2009 年 11 月收购江苏建工院 75% 股权取得建筑设计资质、2010 年 4 月 收购金邦科技 40% 股权拓展沥青业务；（3）巩固原有市场区域内的份额，如 2009 年 7 月 收购常熟设计院 80% 股权；（4）规范持股关系，如 2008 年 2 月收购泰州新通 10% 股权、2009 年 6 月 收购兆通路桥 35% 股权，收购完成后，两家公司成为全资子公司。

上市后，公司并购扩展步伐明显加快，其目的主要以跨区域、跨领域拓展为主。（1）2012 年 7 月收购杭州华龙 70% 股权，进入浙江及周边市场；2013 年 1 月收购甘肃科地 70% 股权，进入甘肃及周边市场；2013 年 3 月收购淮交院 100% 股权，扩大淮安及周边地区市场份额；2014 年 4 月收购厦门市政院 83.58% 股权，拓展福建市场；（2）2013 年 9 月 收购三联安全 100% 股权，获得安评资质；2014 年 4 月收购厦门市政院 83.58% 股权，强化给排水能力，支撑环保业务拓展。

表 4：公司历年并购情况

	时间	事件	收购目的
上市前	2009 年 7 月	收购常熟设计院 80% 股权	扩大当地市场
	2008 年 6 月	收购剑平国际 50.98% 股权	进入北京市场
	2010 年 3 月	收购剑平国际 8.88% 股权	
	2009 年 11 月	收购江苏建工院 75% 股权	取得建筑设计资质
	2010 年 4 月	收购金邦科技 40% 股权	拓展沥青业务
	2008 年 2 月	收购泰州新通 10% 股权	规范持股关系
	2009 年 6 月	收购兆通路桥 35% 股权	规范持股关系
上市后 收购步伐加快	2012 年 7 月	收购杭州华龙 70% 股权	进入浙江及周边市场
	2013 年 1 月	收购甘肃科地 70% 股权	进入甘肃及周边市场
	2013 年 9 月	收购三联安全 100% 股权	获得安评资质
	2013 年 3 月	收购淮交院 100% 股权	扩大淮安及周边地区市场份额
	2014 年 4 月	收购厦门市政院 83.58% 股权	拓展福建市场 强化给排水能力，支撑环保业务拓展

数据来源：公司公告，西南证券

（二）尝试股权收购

从收购方式来看，以现金收购为主，并尝试股权收购、股权合作等模式。由于涉及金额相对较小，目前仍以现金收购为主。2014年1季度末，公司货币资金8.77亿元，尽管在手现金充裕，但对于大规模收购仍具有一定的资金压力。按照收购PE10倍简单匡算，可收购资产的净利润在8000万元左右。

2014年拟进行的淮交院股权收购，突破在手现金的瓶颈，为后续大规模股权收购积累经验。苏交科拟以18.76元/股，非公开发行股份1011万股购买淮交院公司100%股权，交易作价为1.9亿元，对应于淮交院2013年9倍市盈率；同时，淮交院做出了2014-2016年业绩承诺。

（三）强大的整合能力

并购扩张的关键及后盾，是公司强大的整合能力。（1）管理整合：并购后，苏交科凭借其在公司规范建设、制度建设方面的优势，对标的公司进行管理输出；通过派驻相关管理人员，将自身先进的企业文化、管理制度和财务制度进行复制，从而提高标的公司的管理效率。（2）资源整合：借助标的公司在当地多年积累的品牌和关系，实现业务快速拓展；借助苏交科良好的业绩、品牌，有助于提高标的公司的订单承接能力，从而实现优势互补。

从整合业绩来看，收到良好效果。以杭州华龙为例，2012年收购杭州华龙，2013年该公司实现营业收入、净利润分别为4462万元、1156万元，分别同比增长53.68%、134.58%，超额完成承诺业绩，实现了良好的整合效应。

五、盈利预测及评级

预计公司2014-2016年净利润分别为2.33亿元、2.92亿元、3.63亿元，3年净利润复合增速25.04%，EPS分别为0.49元、0.61元、0.76元（未考虑增发摊薄），目前股价8.75元，对应动态PE分别为18.03倍、14.39倍、11.58倍。同时考虑到公司在环保、智能交通等新业务良好发展前景以及并购预期，维持公司“买入”评级。

风险提示：交通基建投资低于预期、并购及整合效果低于预期、新业务进展慢于预期。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

附：财务预测表 (单位：百万元)

资产负债表	2013	2014E	2015E	2016E	利润表	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	2,571	2,885	3,374	3,982	营业收入	1,628	1,989	2,411	2,912
应收和预付款项	932	1,072	1,279	1,580	减:营业成本	1,156	1,403	1,684	2,019
存货	1,541	1,695	1,951	2,239	营业税金及附加	18	22	26	31
其他流动资产	25	26	30	34	营业费用	47	57	68	78
长期股权投资	73	93	114	128	管理费用	183	201	239	274
投资性房地产	550	620	680	741	财务费用	-29	-11	-5	16
固定资产和在建工程	27	27	27	27	资产减值损失	25	30	36	44
无形资产和开发支出	323	388	444	500	加:投资收益	-	-	-	-
其他非流动资产	49	54	59	64	公允价值变动损益	-	-	-	-
资产总计	3,121	3,505	4,054	4,723	其他经营损益	2	-	-	-
短期借款	1,428	1,581	1,840	2,134	营业利润	229	288	363	452
应付和预收款项	371	445	534	640	加:其他非经营损益	2	2	2	2
长期借款	501	518	591	673	利润总额	235	294	368	457
其他负债	121	125	143	163	减:所得税	43	54	67	84
负债合计	436	493	573	657	净利润	192	240	301	374
股本	56	94	128	166	减:少数股东损益	7	7	9	11
资本公积	-	25	45	65	归属母公司股东净利润	186	233	292	363
留存收益	56	69	83	101	现金流量表	2013	2014E	2015E	2016E
归属母公司股东权益	1,485	1,675	1,969	2,300	经营性现金净流量	187	201	263	361
少数股东权益	83	90	98	109	投资性现金净流量	-192	-189	-189	-189
股东权益合计	1,553	1,776	2,053	2,405	筹资性现金净流量	-99	128	133	128
负债和股东权益合计	3,121	3,505	4,054	4,723	现金流量净额	-105	140	208	301

数据来源: 西南证券

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

独立性与免责声明

本报告主要作者具有证券分析师资格，报告所采用的数据均来自合法、合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，研究过程及结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员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。我公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，仅限内部使用，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

西南证券研究发展中心

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼
邮编：400023
电话：(023) 63725713
网站：www.swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：(010) 57631234
邮箱：research@swsc.com.cn

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net