

内生外延全国扩张，深耕传统布局新兴

苏文科 (300284.SZ)

推荐 维持评级

目标价 11.2 元

分析师

鲍荣富

☎: 021-68097609

✉: baorongfu@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130514050003

傅盈

☎: 021-20252605

✉: fuying@chinastock.com.cn

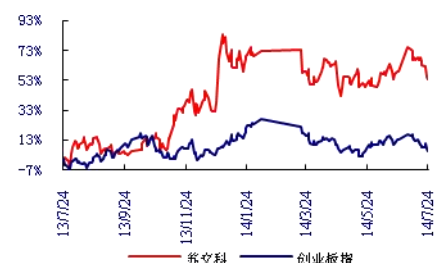
执业证书编号: S0130514050008

朱耀对本报告亦有贡献

市场数据 时间 2014.07.25

A 股收盘价(元)	8.55
A 股一年内最高价(元)	21.35
A 股一年内最低价(元)	8.02
上证指数	1285.77
市净率	2.64
总股本(万股)	48000.00
实际流通 A 股(万股)	27298.56
限售的流通 A 股(万股)	20701.44
流通 A 股市值(亿元)	23.34

相对指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

相关研究

《行业专题报告之三 * 工程咨询行业: 行业整合渐破局, 外延拓展价值》

2014/6/30

核心观点:

- **公路工程产值增速平稳, 市政、轨道交通需求趋势向上, 我们预计公司内生增速将维持高位。**(1) 公路业务是公司传统优势领域, 新增投资进入平稳增长期, 随着公路里程基数扩大和设计标准的提高, 存量公路改扩建需求强劲。我们测算公路工程咨询年产值为 925-1340 亿, 未来三年增速 5%-10%。(2) 市政业务是近年来拓展的新领域, 在城镇化背景下进入快速增长期。2012 年行业产值大幅回落, 部分企业的退出为具有资金实力的龙头企业提高市占率提供契机。公司通过跨区域收购实现快速扩张, 预计未来市政业务将持续提升。预计“十二五”期间市政咨询 CAGR 达 15%, 至 2015 年市政设计产值在 85-100 亿。(3) 轨道交通是交通基建新热点, 我们预计十二五期间城市轨道交通设计咨询行业总产值将达 600 亿, 年均产值达 120 亿, 未来 3 年 CAGR 达 20%。我们判断公司传统设计咨询业务领域将超越行业增速, 预计未来三年平均增速维持在 30% 以上。
- **全国化布局战略持续推进, 跨区域收购持续开拓新市场。**(1) 2008-2013 年公司省外收入占比由 12.35% 提升至 37.37%, 省外扩张效果显著。(2) 公司自 2008 年起先后收并购 11 家公司, 2014 年完成了对厦门市政和准交院的收购, 持续加码公路、市政业务。准交院承诺 2014-18 年度净利润总额达 20,325 万元, CAGR 22.81%。厦门市政院承诺 2014-17 年实现净利润总额 12,239 万元, 未来 4 年净利 CAGR 为 20.43%。(3) 若业绩承诺兑现, 按照准交院 9 月份并表, 厦门市政 7 月份并表, 上下半年收入确认比例 4: 6 推算, 两例收购增厚 2014/2015/2016 年投资收益 2242 万/5576 万/6526 万, EPS 分别增厚 0.044/0.116/0.136, 对应 2014/15/16 年增速贡献率 11.3%/20.7%/17.7%。
- **节能环保、智能交通领域持续加码, 创新业务成长提高估值中枢。**(1) 智能交通行业正呈爆发式增长, 至 2015 年投资规模将达 350 亿, CAGR 达 30%。公司已经通过子公司苏科畅联布局智能交通, 有望使公司在交通基建主业优势上延伸产业链, 创造增量空间。(2) 公司在公路、检测业务上的积累有助于公司横向拓展行业咨询业务, 预计公司将通过环评等咨询业务逐步介入环保监测等新领域, 并借助并购手段增强团队实力, 创造新业务增长点, 拓宽目标市场空间。(3) 凭借公司多年的渠道布局和咨询业务规模实力, 公司外延新领域业务订单获取能力较强, 有望较快做大规模, 从而提高公司业绩与估值水平。
- **盈利预测与估值。**我们预测公司 2014/15/16 年 EPS 分别为 0.56/0.77/1 元, 公司内生外延持续高成长逻辑未变, 目前股价对应 14 年 PE 仅 15 倍, 近期公司股价回落受创业板指数整体性回调影响较大, 我们预计公司未来一年基本面趋势向上, 且 14 年下半年催化剂较多, 目标价 11.2 元, 维持“推荐”评级。

主要经营指标	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	1628	2227	2866	3669
增长率(%)	38	37	29	28
归母净利润(百万)	186	270	371	480
增长率(%)	31	45	38	29
每股收益	0.39	0.56	0.77	1
市盈率	15	10	7	6

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

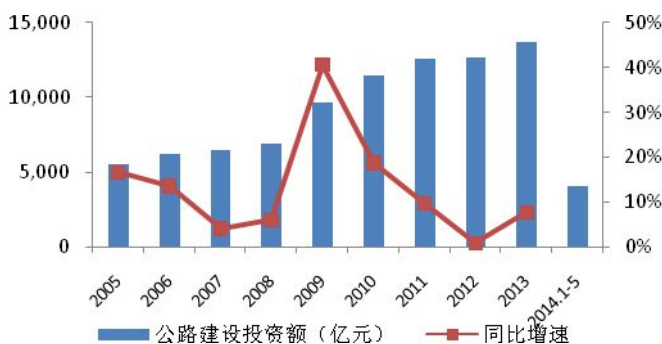
一、.....主 营业务下游行业需求稳定，将持续高增长

(一) 公路：市场规模平稳提升，存量业务规模逐步扩大

公司在公路领域积累了雄厚的技术基础并拥有较强的科研技术平台，具有为公路建设提供全过程的技术服务能力，公司核心技术主要有沥青路面技术、道路改扩建路面技术等，是最早获得交通部甲级试验室资质的单位之一；公司已积累了路面各种技术参数的大数据库，在公路业务领域内具有较强的竞争优势。

对于市场担忧的公路投资增速下滑，我们认为公路投资增速只是从08年大规模刺激背景下的异常高增长，向稳定增长的常态过度。作为交通基建的主体，2009年起公路投资占交通基建投资比维持在86%以上，公路作为地面交通系统的主要组成部分，未来这一趋势有望延续；同时随着公路里程数的积累，以及公路设计标准的不断提高与过去完工路线的低标准之间的矛盾，存量公路的改扩建需求将持续提升。2005年以来，我国每年改建公路总里程几乎均超过新建公路里程。根据“十二五”规划，每年实施国道大中修工程比例目标也将由13%提高到17%，这些都验证了我们对于公路存量业务规模逐步扩大的判断。根据我们的测算“十二五”期间公路设计咨询增量业务约3400亿-4800亿，年均约680-950亿。公路改扩建咨询市场空间广阔，年均创造产值245-390亿元。公路工程咨询行业总产值未来三年增速将在5%-10%之间。

图 1：2005-2014.05 公路建设投资额



资料来源：交通部，中国银河证券研究部

图 2：2005-2013 年等级公路里程

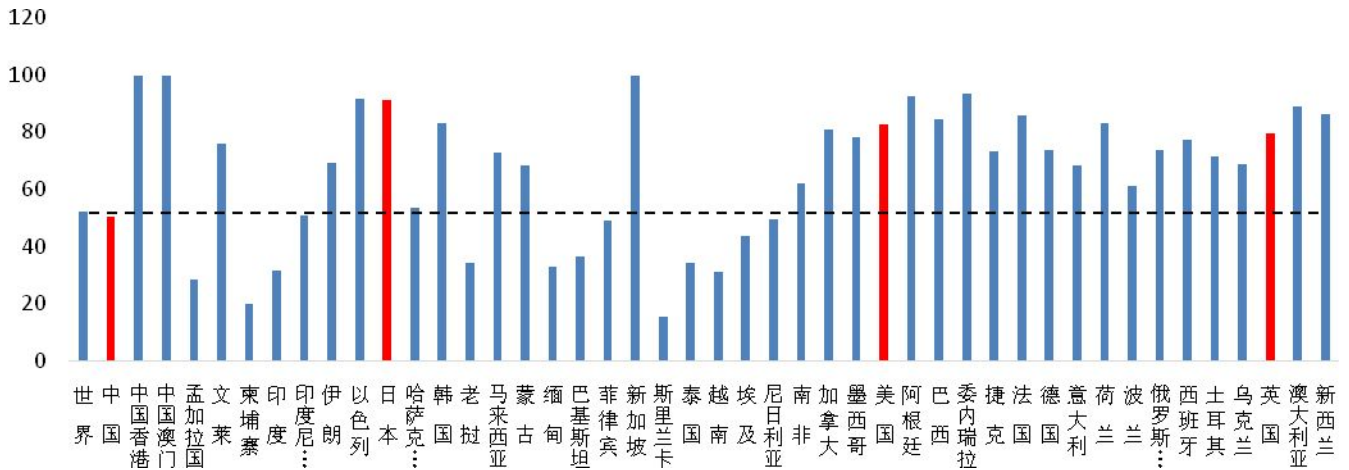


资料来源：国家统计局，中国银河证券研究部

(二) 市政：新型城镇化催生新空间

公司从2004年开始涉足市政业务，2009年开始加速发展，在省内份额排名前列，但份额不足5%，整个市场集中度较低，由于市政业务区域性极强，通过自建渠道异地扩张难度较高。我们认为并购整合是实现快速扩张的最佳途径，而融资能力形成的资金优势是市政业务占有率持续提高的核心优势，这也是公司在市政领域的核心竞争力。

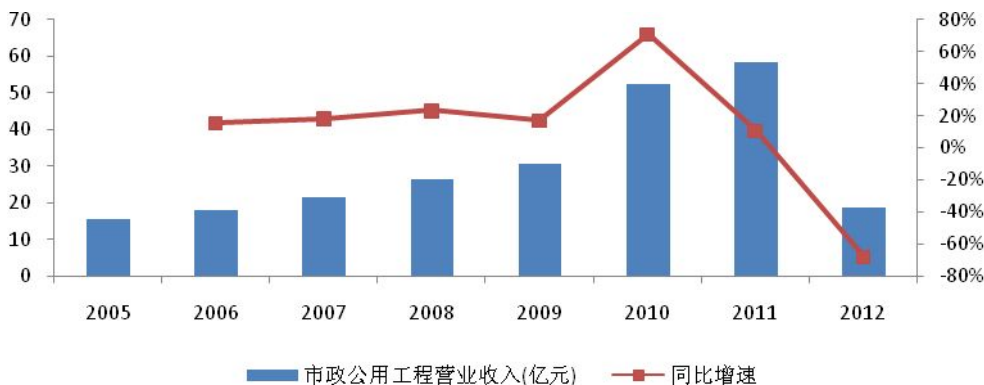
图 3: 世界主要国家城镇化率



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究部

市政基础建设是实现新型城镇化的基础, 而目前大部分城市市政建设落后, 城市规划不合理, 所以市政建设的大发展是城市化背景下的必然结果。2013 年我国城镇化率为 53.73%, 刚达世界平均水平, 相对于发达国家还有很大提升空间。我们预计随着城镇化率的不断提高, “十二五” 间市政建设将进入快速增长期, 设计咨询总产值将达 400 亿, 年均产值 80 亿元。市政公用工程企业营收从 2005 年 15.62 亿增长至 2011 年 58.31 亿元, 年复合增长率达 24.56%, 在 2010-2011 年整个行业的大幅增长后, 2012 年行业产值大幅回落, 我们认为部分企业的亏损退出为行业龙头提高市占率提供了契机, 而具有资金优势的上市公司可以通过收购实现在市政行业的快速扩张, 而公司正是遵循这一发展路径, 我们预计公司在市政领域的业务将快速成长。我们判断“十二五” 期间市政咨询 CAGR 在 15% 左右, 至 2015 年市政设计产值在 85-100 亿区间。

图 4: 2005-2012 年市政公用工程营业收入



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究部

（三）轨道交通：交通基建新领域，开拓长期增长点

公司已在省内外参与多条城市轨道交通建设，在轨道交通领域业务量呈现持续上升趋势。公司城轨技术已逐步受到市场认可，我们认为公司在轨道交通领域市场份额加速上升可期。

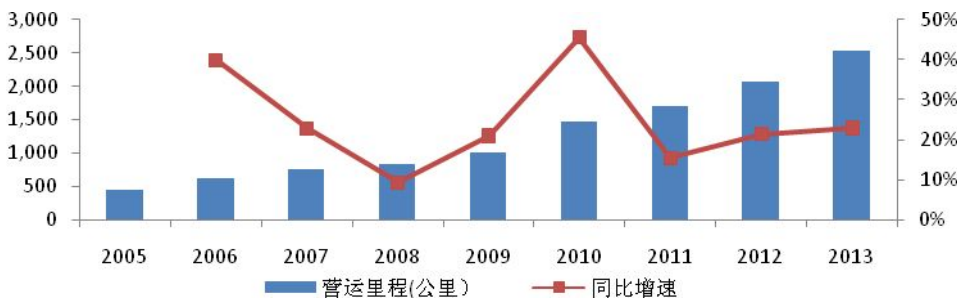
表 1：苏文科已披露城轨项目

区域	工程项目
省内	苏州地铁 2 号线土建设计
	无锡地铁 2 号线土建设计
	南京地铁 3 号线土建设计
	南京地铁 4 号线土建设计
	南京地铁 3 号线、10 号线车辆段、停车场设计
	无锡地铁 2 号线车辆段、停车场设计
	南京地铁检测中心
省外	昆明地铁检测中心
	昆明地铁首期工程土建设计
	武汉地铁 3 号线土建设计
	哈尔滨地铁 2 号线

资料来源：公司网站，中国银河证券研究部

轨道交通近期成为交通基建新的热点领域，轨交项目获得集中批复。根据交通部《城市轨道交通“十二五”发展规划纲要》，“十二五”末全国城市轨道交通线路运营里程达到 3300 公里。全国“十一五”期间完成建设 1,500 公里左右，十二五期间预计新增 2000 公里，较十一五期间增长 133%，以每公里 5 亿元造价估算，十二五期间城市轨道交通投资额将达到一万亿左右，年均投资达 2000 亿，城市轨道交通设计咨询行业总产值将达 600 亿元，年均产值达 120 亿元，未来三年 CAGR 达 20%。

图 5：2005-2013 年轨道交通运营里程增长情况



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究部

我们认为有轨电车建设综合优势明显，有望成为地方政府基建新热点。从需求角度来看，有轨电车相对公交车更高效，乘坐舒适性较高。同时由于有轨电车造价相对地铁大大降低，成本

回收压力较低, 票价相对地铁更便宜。从供给端来看, 有轨电车项目审批条件更加宽松, 建设周期更短, 先期投入较少, 后期运营维护费用较低。从政策角度来说, 有轨电车由于其经济性和环保性, 更加贴合新型城镇化的发展要求, 预计未来将持续获得政策支持。

表 2: 不同公交工具比较

交通方式	单项运力 / 小时	平均运行速度	单辆最大载	车体宽度	单位造价/公里	施工期
现代有轨电车	0.6-1.0 万人次	15-25 千米/时	200 人	2.6 米	1 亿元左右	1-2 年
地铁	3.0-7.5 万人次	32-40 千米/时	310 人	2.8-3.0 米	4-7 亿元	4-5 年
轻轨	0.8-3.0 万人次	25-40 千米/时	320 人	2.6 米	3-5 亿元	2-3 年
BRT	0.8-1.2 万人次	15-25 千米/时	80 人	2.6 米	4500 万	<18 个月

数据来源: 城市轨道交通技术等级, 中国银河证券研究部

综合以上几点, 我们认为有轨电车未来在地方政府的基建规划中吸引力极大, 尤其是二、三线城市, 未来可能成为有轨电车建设的主要区域。而近年来有轨电车规划里程数的爆发式增长也验证了我们的判断, 公司目前已经承接了相关项目, 为今后在该领域的进一步拓展打下基础, 随着规划项目的逐渐落实, 有轨电车建设对业绩增长的贡献将逐步凸显。

表 3: 有轨电车规划情况

城市	规划内容
北京	未来科技城及朱家镇地区线路, 全长 16 公里
上海	长期规划 800 公里以上, 计划先在松江新城试点。
苏州	已规划 6 条线路全长约 80 公里。1 号线 18 公里, 投资 31 亿元, 计划年内开工, 2015 年上半年开通
武汉	蔡甸区线路全长 16.66 公里, 投资 41.6 亿元, 工期拟定为 3 年, 计划 2013 年 11 月土建全面开工, 2016 年 11 月底建成通车; 光谷将建设 11 条线路, 近期将开工 1、3、5、6 号线, 全长为 77 公里。
青岛	城阳区示范线路全长 6 公里, 总投资 10 亿元, 2013 年 12 月前开工, 建设周期两年
深圳	龙华新区试点线路全长 9.1 公里; 大和路转向环观南路至观澜新兴产业园支线, 全长 2.6 公里。
广州	增城、荔湾、萝岗和广州国际金融城总规划将超过 250 公里。广州海珠环岛首段试验段工程 (万胜围广州塔) 将于年底开工, 线路全长约 7.7 公里, 总投资 79783 万元。预计将于 2014 年完工。
成都	新津示范线一期工程线路, 线路全长 20.24 公里, 总投资 21.5 亿元, 计划建设周期 18 个月
天津	滨海新区已确定将引进有轨电车, 具体规划尚在研究
杭州	余杭地区 5 个街道的线路, 已于今年 5 月完成项目审查稿
南京	河西新城线路全长约 7.76 公里, 计划于 2014 年 7 月试运行, 8 月正式运行; 麒麟科技创园线路两期全长约 18 公里, 总投资 25.42 亿元
泰州	预计将建设 4 条线路, 全长将达到 71 公里

合肥	已经规划 2 条现代有轨电车线路
泉州	初步规划 20 条线路，全长 299 公里。15-20 公里的示范工程已于 2012 年完成设计工作
珠海	1 号线约 40 公里，到 2020 年规划总长度将达到 156 公里，投资 76 亿元
锦州	线路全长 31.7 公里，总投资 36.44 亿元。
沈阳	4 条线路总长 59.5 公里，总投资 40 亿元，2013 年 6 月开始运营。
淮安	规划线路 20.3 公里，总投资 37 亿
长春	4 条线路总长 43.3 公里；另有 54 路电车延长线全长 5.119 公里。

数据来源：公开资料，中国银河证券研究部

二、.....跨 区域收购实现外延扩张

自上市起，公司立足江苏，巩固本土市场地位，不断开拓省外市场，2008-2013 年省外收入占比由 12.35% 提升至 37.37%，13 年省外订单已提升至 50% 以上，公司长期目标是省外收入达到 70% 以上。我们认为公司通过并购及新设网点进行全国化布局的战略将持续推进，预计未来省外收入将步入快速增长轨道。

公司实现区域扩张除了利用自有渠道，另一途径是跨区域收购。公司自 2008 年起先后收并购 11 家公司，不断扩展业务范围和地方政府市场。2014 年公司完成了两例收购：3 月 18 日公告以 18.76 元/股非公开发行 10,114,349 股全资收购陈大庆等 33 名自然人持有的淮交院公司 100% 股权，淮交院主营公路与市政设计业务，且承诺 2014-18 年度净利总额达 20,325 万元，CAGR 22.81%。公司 4 月 10 日公告拟使用超募资金 15,990.30 万元收购厦门市市政工程设计院有限公司 83.58% 股权，以标的公司 2013 年净利润 1873 万元和 14 年承诺净利润 2280 万元计算，收购价格对应 13/14 年 PE 分别为 10.21X/8.39X。加上公司今年 3 月份已收购厦门市市政院约 0.5% 股份，本项收购完成后苏交科将合计持有厦门市市政院 84% 股权，成为苏交科又一子公司。厦门市市政院同时承诺 2014-17 年实现净利润总额 12,239 万元，未来 4 年净利 CAGR 为 20.43%。

表 4：公司近年收并购情况

时间	公司名称	持股比例	交易金额（万元）
2008.02	泰州新通	90%→100%	20.00
2008.06	剑平瑞华	0%→50.98%	208.00
2009.06	兆通路桥	65%→100%	610.38
2009.09	常熟设计院	20%→100%	2,101.27
2009.11	江苏建工院	0%→75%	487.50
2010.10	香港金邦科技发展有限公司	30%→70%	11.00
2012.07	杭州华龙交通勘察设计有限公司	0%→70%	3,636.00
2013.01	甘肃科地工程咨询有限责任公司	0%→70%	2,551.50
2013.09	江苏三联安全评价咨询有限公司	0%→100%	600.00
2014.03	淮交院公司	0%→100%	18,974.55（预估值）

2014.04 厦门市市政工程设计院 0%0%→83.58% 15,990.3

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

若业绩承诺兑现，假设按江苏淮交院 9 月份并表、厦门市政 7 月份并表、上下半年收入确认比例 4: 6 推算，两例收购将分别增厚公司 2014/15/16 年净利 2242 万/5576 万/6526 万，相应增厚 0.044/0.116/0.136 元，对应 2014/15/16 年 EPS 增长率贡献为 11.3%/20.7%/17.7%。

三、新 领域方兴未艾，成长可期

公司已经通过子公司苏科畅联和交科能源布局智能交通、环保节能新兴市场，营造长期盈利增长点。我们判断未来公司将在环保节能，智能交通等新业务领域逐步进行全国布局，新兴领域广阔的成长空间与公司丰富的历史业绩将协助公司持续获取订单，并带动估值中枢逐步上移。

我们测算至 2015 年智慧交通投资规模将达 350 亿，CAGR 达 30%。智能交通作为智慧城市的重要一环，目前正呈现爆发式增长，单体项目金额不断提高，投资从一线城市向二三线城市延伸，过亿项目不断涌现。同时行业内并购整合活跃。子公司苏科畅联专攻智能交通系统研发设计，我们认为智能交通业务与母公司在公路建设方面的积累有很强的协同效应，可能成为未来公路建设的增值服务，未来有望做大规模，为公司业绩增长提供新动力。

表 5: 苏科畅联主要智能交通项目

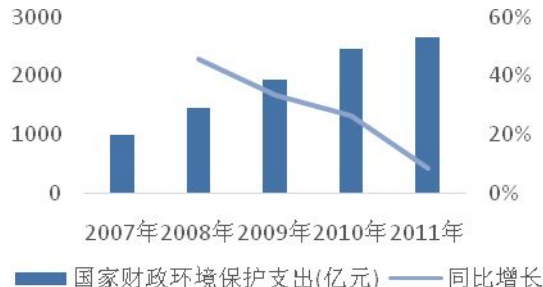
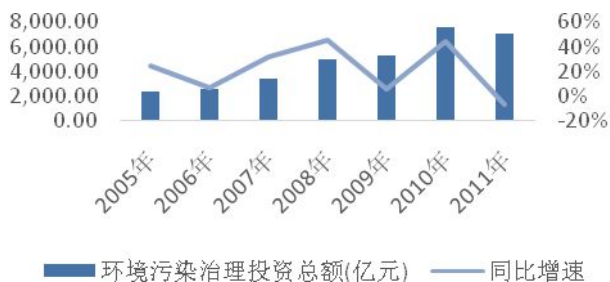
产品类型	项目名称
移动智能公交抓拍系统	成都市公交移动智能图像识别系统
	苏州公交场站管理有限公司移动智能公交抓拍系统
	南京移动智能公交抓拍系统
公路（桥梁）超限监测系统	江苏宿迁轴载数据采集分析系统、不停车检测系统； 江苏镇江、常州、连云港、淮安、无锡不停车检测系统；
结冰预警系统	南京绕越公路秦淮河大桥结冰预警

资料来源：公司网站，中国银河证券研究部

节能业务方面，公司充分发挥自身在交通领域的相对优势，主攻综合交通枢纽的照明节能以及合同能源管理等项目，下属于交科能源主营在节能改造设计、咨询、施工，节能环保产品开发、合同能源管理、能源项目开发等业务领域均有布局，为公司未来在节能领域的进一步拓展奠定良好的市场与技术基础。环保业务方面，我们认为公司将主要通过横向收购实现向环保领域的扩张，而凭借公司的全国性渠道优势和多年的业务积累，新领域的订单获取能力较强，做大规模的可能性较大，这也将长期推动公司整体估值中枢的上移。

图 6: 2005-2011 年环境污染治理投资总额

图 7: 2007-2011 年国家财政环境支出



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究部

资料来源：国家统计局，中国银河证券研究部

环保行业处于高速增长期，至2015年交通环保市场规模有望达到390亿，未来三年保持30%高增长。从城市环境基建投资来看，2007年至2011年，投资额从1468亿增长至4557亿，年复合增长高达33%，环保财政支出从996亿增加至2441亿，年复合增长率达到25%。考虑到经济转型背景下，经济发展质量高于数量，预计未来三年环保投入将持续增长。2012年交通运输行业环境保护投入176亿元，预计交通环保投资增速将在环保行业整体增速水平，预计未来三年年复合增长达30%，至2015年交通环保市场规模有望达到390亿。

四、.....投资建议与风险因素

盈利预测与估值

我们预测公司2014/15/16年EPS分别为0.56/0.77/1.00元，3年净利润CAGR达30.7%，考虑公司轻资产属性及成长性，给予14年20倍PE较为合理，目标价11.2元，维持“推荐”评级。

表6: A股可比公司估值情况

简称	收盘价	EPS (元)				PE				PEG
		2013	2014E	2015E	2016E	2013	2014E	2015E	2016E	
中国海诚	11.87	0.52	0.65	0.81	1.01	18.98	18.26	14.65	11.75	0.74
中工国际	16.82	0.94	1.15	1.44	1.77	18.09	14.62	11.68	9.50	0.62
建研集团	12.47	0.86	1.00	1.26	1.62	15.66	12.47	9.90	7.70	0.53
可比公司平均						17.58	15.12	12.08	9.65	0.63

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部 *注：收盘价为7月25日收盘价

风险因素

(1) 固定资产投资规模波动; (2) 应收账款无法及时回收; (3) 区域扩张不达预期等。

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	2571	3475	4428	5609
现金	932	1336	1720	2202
应收账款	1507	1971	2492	3128
其它应收款	41	52	67	85
预付账款	33	44	56	72
存货	25	31	44	59
其他	34	41	50	64
非流动资产	550	604	671	758
长期投资	27	28	28	28
固定资产	192	187	173	154
无形资产	46	57	68	79
其他	285	332	402	496
资产总计	3121	4078	5099	6367
流动负债	1428	2170	2898	3769
短期借款	371	799	1168	1558
应付账款	497	669	840	1088
其他	561	703	890	1122
非流动负债	56	41	46	45
长期借款	0	0	0	0
其他	56	41	46	45
负债合计	1485	2212	2945	3813
少数股东权益	83	92	104	119
股本	240	480	480	480
资本公积	764	524	524	524
留存收益	549	771	1046	1430
归属母公司股东权益	1553	1775	2050	2434
负债和股东权益	3121	4078	5099	6367

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	285	41	108	197
净利润	192	279	383	495
折旧摊销	36	31	33	35
财务费用	-29	1	12	21
投资损失	-2	-23	-56	-65
营运资金变动	1	-295	-331	-370
其它	87	49	65	80
投资活动现金流	-135	-15	15	12
资本支出	89	0	0	0
长期投资	-27	1	0	0
其他	-73	-15	15	12
筹资活动现金流	-243	379	261	273
短期借款	-209	428	369	391
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	240	0	0
资本公积增加	13	-240	0	0
其他	-47	-49	-108	-117
现金净增加额	-93	405	384	482

资料来源：银河证券研究所，单位：百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1628	2227	2866	3669
营业成本	1156	1556	2001	2561
营业税金及附加	18	24	31	40
营业费用	47	62	77	95
管理费用	183	247	310	389
财务费用	(29)	1	12	21
资产减值损失	25	29	37	48
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	2	23	56	65
营业利润	229	331	453	581
营业外收入	7	10	13	17
营业外支出	2	3	3	4
利润总额	235	338	463	593
所得税	43	60	80	98
净利润	192	279	383	495
少数股东损益	7	9	12	15
归属母公司净利润	186	270	371	480
EBITDA	237	362	499	637
EPS (元)	0.77	0.56	0.77	1.00

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	38.0%	36.8%	28.7%	28.0%
营业利润	38.9%	44.1%	37.1%	28.1%
归属于母公司净利润	31.3%	45.4%	37.6%	29.2%
获利能力				
毛利率	29.0%	30.1%	30.2%	30.2%
净利率	11.4%	12.1%	13.0%	13.1%
ROE	11.9%	15.2%	18.1%	19.7%
ROIC	15.7%	21.5%	25.2%	27.8%
偿债能力				
资产负债率	47.6%	54.2%	57.8%	59.9%
净负债比率	24.97%	36.11%	39.66%	40.87%
流动比率	1.80	1.60	1.53	1.49
速动比率	1.78	1.59	1.51	1.47
营运能力				
总资产周转率	0.54	0.62	0.62	0.64
应收账款周转率	1	1	1	1
应付账款周转率	2.40	2.67	2.65	2.66
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.39	0.56	0.77	1.00
每股经营现金流(最新摊薄)	0.59	0.09	0.22	0.41
每股净资产(最新摊薄)	3.24	3.70	4.27	5.07
估值比率				
P/E	22.12	15.21	11.05	8.55
P/B	2.64	2.31	2.00	1.69
EV/EBITDA	15	10	7	6

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。

鲍荣富、傅盈，建筑与工程行业证券分析师。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。本报告清晰准确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到任何形式的补偿。（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）。

覆盖股票范围：

港股：中国铁建（01186.HK）、中国中铁（00390.HK）、中国交建（01800.HK）

A 股：中国建筑（601668.SH）、中国海诚（002116.SZ）、苏交科（300284.SZ）、达实智能（002421.SZ）、延华智能（002178.SZ）、赛为智能（300044.SZ）、中国化学（601117.SH）、三维工程（002469.SZ）、围海股份（002586.SZ）、东华科技（002140.SZ）、金螳螂（002081.SZ）、洪涛股份（002325.SZ）、亚厦股份（600237.SZ）、尚荣医疗（002551.SZ）、普邦园林（002663.SZ）、棕榈园林（002431.SZ）、蒙草抗旱（300355.SZ）等。

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 15 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
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn