

苏文科 (300284)

内生驱动外延发展，新兴业务值得期待

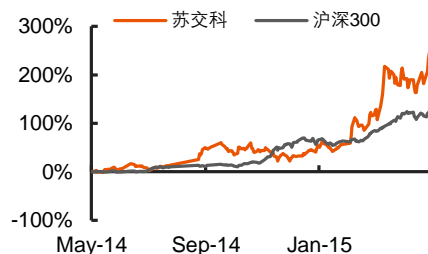
强烈推荐 (首次)

现价: 28.50 元

主要数据

行业	建筑
公司网址	www.jsti.com
大股东/持股	符冠华/21.00%
实际控制人/持股	符冠华/22.08%
总股本(百万股)	505
流通 A 股(百万股)	322
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	143.83
流通 A 股市值(亿元)	91.84
每股净资产(元)	4.01
资产负债率(%)	46.60

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

苏多永 投资资格编号
S1060515050001
02138639691
SUDUOYONG627@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

平安观点:

- **专注工程咨询，盈利能力较强：**公司致力于成为“国内一流的工程咨询公司”，主要从事工程咨询服务、工程总承包等业务。公司专注于工程咨询业务，2014年工程咨询业务营收占比78%，利润占比93%。公司盈利能力较强，综合毛利率维持在30%左右，工程咨询业务毛利率维持在35%以上。
- **联合央企，涉足PPP：**公司以微参股的形式联合中国电建涉足PPP项目，不仅获得了勘测设计及其他相关业务，而且能够分享项目25年的收益权。此模式下，公司能够获得5%-7%的勘测设计、监理、技术服务等工程咨询业务，公司在工程咨询业务上实现的利润基本覆盖了资本金投入。我们认为苏文科利用勘测设计等前端优势能够获得更多的PPP项目，其盈利模式更清晰，投资风险更小。
- **借船出海，积极布局海外业务：**随着中国政府提出“一带一路”、“中巴和孟中印缅经济走廊”等一系列战略构想，开拓国际基础设施市场面临新的发展机遇。公司采取“借船出海”战略，配合央企布局欧洲、南亚、非洲等海外市场，通过提供金融、技术服务等综合方式首次承接了斯里兰卡科伦坡保障房项目建设和斯里兰卡城市污水处理设计项目。
- **进军环保、智能交通等新领域：**2015年初公司完成了对英诺伟霆的战略收购，进入了水处理行业，引进万邦达团队，环保业务有望发力。同时，公司大力发展智能交通业务，控股子公司苏科畅联主要从事智能交通系统的咨询、设计、研发、生产以及销售业务，能够提供智能公交整体解决方案，智能交通业务快速发展，2014年苏科畅联实现了1478万元的净利润。
- **外延扩张仍值得期待。**公司上市后加大并购力度，收购频率加快，收购金额趋大，被收购企业在苏文科管理和技术输出支撑下，实现了快速增长，业绩承诺超额完成。我们认为公司拥有丰富的并购经验，成熟的并购模式，较强的资源整合能力，能够在外延扩张中实现新的发展。后续公司外延扩张仍值得期待，尤其是在环保和智能交通等新兴业务领域的并购。

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	1628	2,163	2,742	3,623	4,887
YoY(%)	38.0	32.9	26.8	32.1	34.9
净利润(百万元)	185.6	253	314	374	463
YoY(%)	31.3	36.1	24.5	19.1	23.7
毛利率(%)	29.0	33.3	33.2	32.9	32.7
净利率(%)	11.8	12.4	12.3	11.3	10.5
ROE(%)	11.7	12.8	14.0	14.9	15.9
EPS(摊薄/元)	0.37	0.50	0.62	0.74	0.91
P/E(倍)	77.83	57.2	45.9	38.6	31.2
P/B(倍)	9.30	7.3	6.4	5.6	4.9

- **股权激励和员工持股激发积极性：**公司股权结构呈现出管理层持股+员工持股的特点，公司发起人为公司高管和核心员工。上市后，公司推出了股权激励，对除董事长和董事总经理外的高管、核心员工进行激励，期权份数 1551 万份，预留份数 49 万份。2014 年 9 月，公司又推出第一期员工持股计划，对核心员工和管理层非公开发行股票不超过 2040 万股。管理层和员工大量持股彰显高管、核心员工对公司的长期看好，激发积极性，后续市值管理动力强。
- **估值与投资建议：**预计 2015-2017 年公司每股收益为 0.62 元、0.74 元和 0.91 元，对应 2015 年 5 月 21 日收盘价的 PE 分别为 45.95 倍、38.57 倍和 31.17 倍，PB 分别为 6.39 倍、5.63 倍和 4.87 倍。公司积极探索 PPP 模式，进军智能交通和环保领域，外延扩张持续加码，公司有望迎来业绩和估值的“戴维斯”双击。通过股权激励和员工持股计划，激发公司高管、核心员工的积极性，实现了员工利益与公司利益的统一。我们看好公司未来的成长空间，首次覆盖并给予“强烈推荐”评级，目标价 37.2 元，对应 2015 年 60 倍的 PE。
- **风险提示：**核心技术员工流失、工程咨询业务需求下降、PPP 项目推进缓慢，并购外延不及预期等风险。

正文目录

一、公司简介	5
1.1 历史沿革：由“事业单位”到“交通工程咨询第一股”	5
1.2 股权结构：管理层持股+员工持股	5
1.3 业务结构：专注工程咨询	6
1.4 盈利能力：业绩稳健增长，盈利能力较强	6
二、行业分析	7
2.1 上下游关系：下游需求影响行业发展	7
2.2 行业经营模式：单一型和综合型	8
2.3 行业壁垒：资质+人才+经验	8
2.4 竞争格局：四足鼎立，各有千秋	9
2.5 行业发展：受益于固定资产投资，勘测设计行业快速增长	9
三、经营分析	10
3.1 深耕省内，全国布局	10
3.2 借船出海，积极布局海外业务	11
3.3 聚焦公路，多元布局	12
3.4 并购重组，外延扩张	12
3.5 联合央企，涉足 PPP	13
3.6 布局新兴业务，形成业务增长点	14
四、成长能力	16
4.1 竞争优势：资质+技术+人才+经验	16
4.2 成长能力：订单充足，外延助力	18
五、投资建议	19
5.1 盈利预测与估值	19
5.2 可比公司估值比较	19
5.3 投资建议	19
5.4 风险提示	20

图表目录

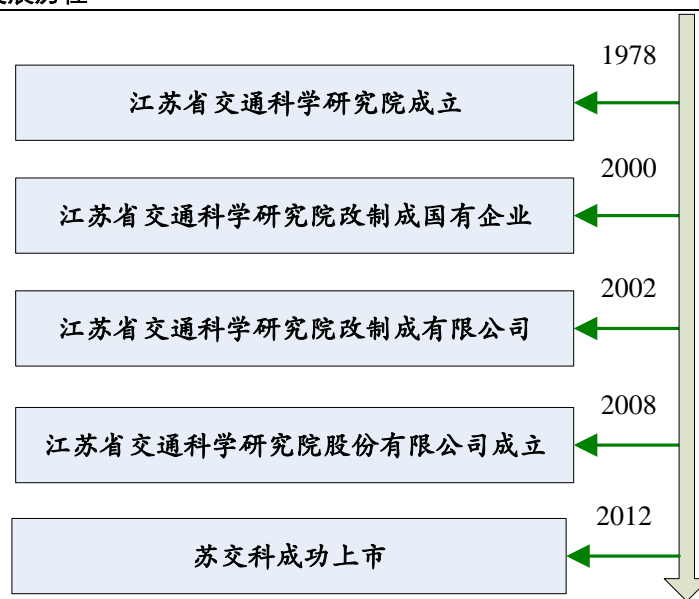
图表 1	公司发展历程	5
图表 2	公司管理层持股一览表（2014 年末数据）	6
图表 3	2014 年公司营业收入构成	6
图表 4	2014 年公司主营业务利润构成	6
图表 5	2008-2014 年公司营业收入及增速（万元）	7
图表 6	2008-2014 年公司毛利率变化情况(%)	7
图表 7	交通工程咨询行业上下游关系	8
图表 8	交通工程咨询公司类型	8
图表 9	工程咨询行业资质的一般要求	9
图表 10	行业竞争格局	9
图表 11	勘测设计行业总收入及增速（亿元）	10
图表 12	工程设计行业总收入及增速（亿元）	10
图表 13	我国工程咨询费率走势图	10
图表 14	工程咨询费率国际比较（最低和最高）	10
图表 15	公司区域机构分布图	11
图表 16	2014 年公司业务分布示意图（亿元）	11
图表 17	公司海外业务营业收入及增速（万元）	11
图表 18	公司海外业务毛利及毛利率（万元，%）	11
图表 19	公司业务涉及的领域	12
图表 20	公司近年来的收购案例	12
图表 21	公司收购方式	13
图表 22	标的公司业绩承诺及完成情况（单位：万元）	13
图表 23	交通工程咨询项目涉及的主要环节	14
图表 24	英诺伟霆水处理设计图	15
图表 25	苏科畅联的智能交通领域的解决方案	15
图表 26	公司拥有的主要资质	16
图表 27	公司旗下的科研平台	16
图表 28	公司员工总人数及增速（人）	17
图表 29	2014 年末公司在职工岗位构成	17
图表 30	公司近年来在中国工程设计企业 60 强排名	18
图表 31	公司在手订单的结构	18
图表 32	公司近年来收购的个数和金额（万元）	18
图表 33	公司两大业务营收及增速预测	19
图表 34	可比公司估值比较	19

一、 公司简介

1.1 历史沿革：由“事业单位”到“交通工程咨询第一股”

苏交科集团股份有限公司（以下简称“苏交科”或公司）的前身是成立于 1978 年的江苏省交通科学研究院（以下简称“江苏交科院”），江苏交科院隶属于江苏省交通厅，是全民事业单位。2000 年江苏省全面启动省属应用类科研院所（26 家）改制工作，江苏交科院改制为国有企业。2002 年 8 月江苏交科院进行第二次改制，成为全国交通行业省属科研设计院所中第一个由事业单位改制为员工持股的科技型民营企业——江苏省交通科学研究院有限公司。2008 年 9 月江苏省交通科学研究院有限公司整体变更为股份有限公司，并于 2012 年 1 月成功登陆资本市场，成为国内“交通工程咨询第一股”。

图表1 公司发展历程



资料来源：公司公告、平安证券研究所

1.2 股权结构：管理层持股+员工持股

公司股权结构呈现出管理层持股+员工持股的特点。公司由符冠华、王军华、朱绍玮、潘岭松等 48 名自然人发起成立，上市后 48 名发起人合计持有 75% 的股权。截至 2014 年末，公司董事长符冠华、董事总经理王军华、董事副总经理朱绍玮和财务总监董事会秘书潘岭松等 10 名高管共持有公司 21598 万股，持股比例 42.79%。2013 年 3 月，公司推出股权激励计划，拟对除董事长和董事总经理外的高管和核心员工进行激励，期权份数 1551 万份，预留份数 49 万份；2014 年 9 月，公司推出第一期员工持股计划，拟对公司核心员工和管理层非公开发行股票不超过 2040 万股。

图表2 公司管理层持股一览表（2014年末数据）

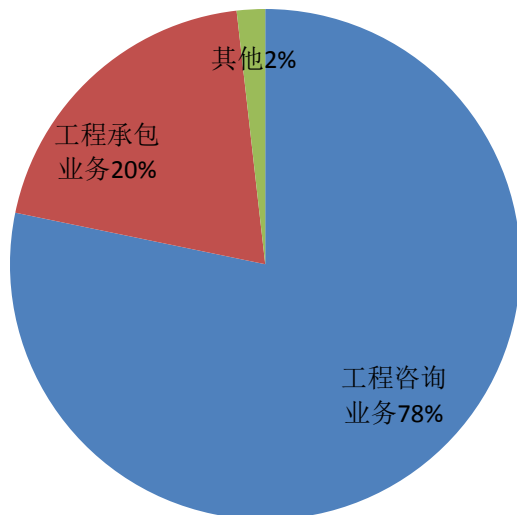
姓名	职务	2014年末持股数(万股)	持股比例
符冠华	董事长	10,600	21.00%
王军华	董事,总经理	7,387	14.64%
朱绍玮	董事,副总经理	804	1.59%
曹荣吉	副总经理	804	1.59%
潘岭松	董事会秘书,财务负责人	792	1.57%
张海军	副总经理	310	0.61%
梁新政	副总经理	310	0.61%
朱晓宁	副总经理	302	0.60%
李大鹏	副总经理	261	0.52%
王家强	副总经理	28	0.06%
合计		21,598	42.79%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

1.3 业务结构：专注工程咨询

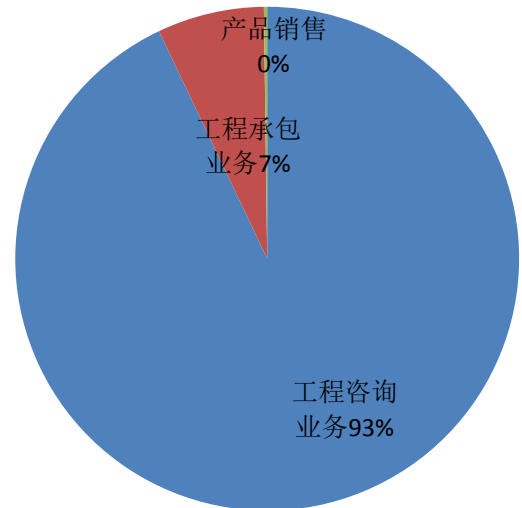
公司致力于成为“国内一流的工程咨询公司”，工程咨询业务是公司核心业务。2014年公司工程咨询业务实现营业收入16.87亿元，占比78%；实现主营业务利润6.49亿元，占比93%。其中，设计业务实现营业收入12.37亿元，占比57%；检测业务实现营业收入2.93亿元，占比14%；项目管理业务实现营业收入5.02亿元，占比23%。同时，公司还从事工程总承包业务，2014年公司工程总承包业务实现营业收入4.30亿元，占比20%；实现主营业务利润0.48亿元，占比7%。

图表3 2014年公司营业收入构成



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表4 2014年公司主营业务利润构成



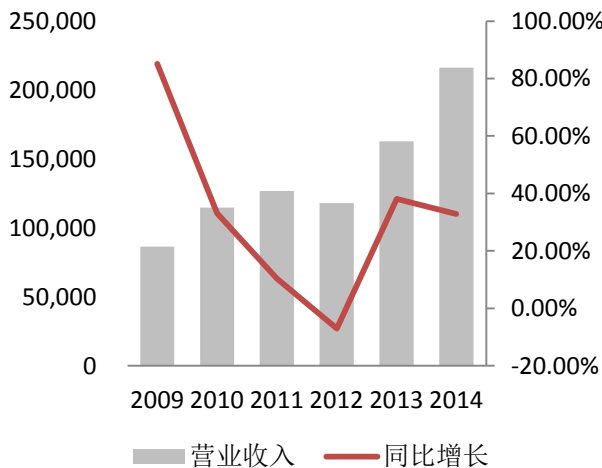
资料来源：公司公告、平安证券研究所

1.4 盈利能力：业绩稳健增长，盈利能力较强

公司营业收入稳健增长，2011-2014年公司营业收入复合增长率约24.5%，净利润复合增长率约19.83%。公司毛利率维持高位，综合毛利率维持在30%左右，工程咨询业务毛利率维持在35%以

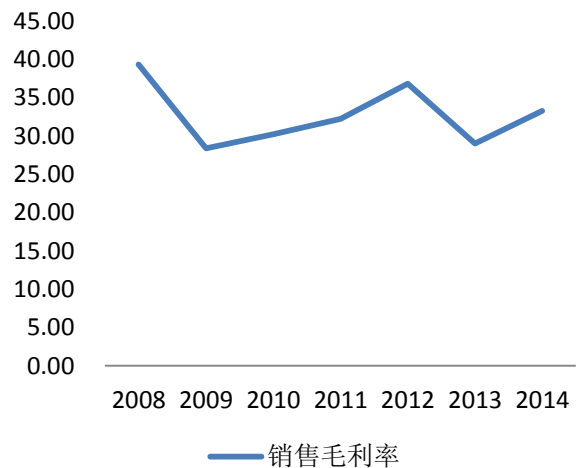
上，工程总承包业务毛利率维持在 10%左右，盈利能力较强。2014 年公司综合毛利率 33.26%，其中工程咨询业务毛利率 39.46%，工程总承包业务毛利率 12.10%。分产品看，2014 年公司设计业务毛利率 39.35%，检测业务毛利率 36.38%，项目管理业务毛利率 15.20%。

图表5 2008-2014 年公司营业收入及增速（万元）



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表6 2008-2014 年公司毛利率变化情况(%)



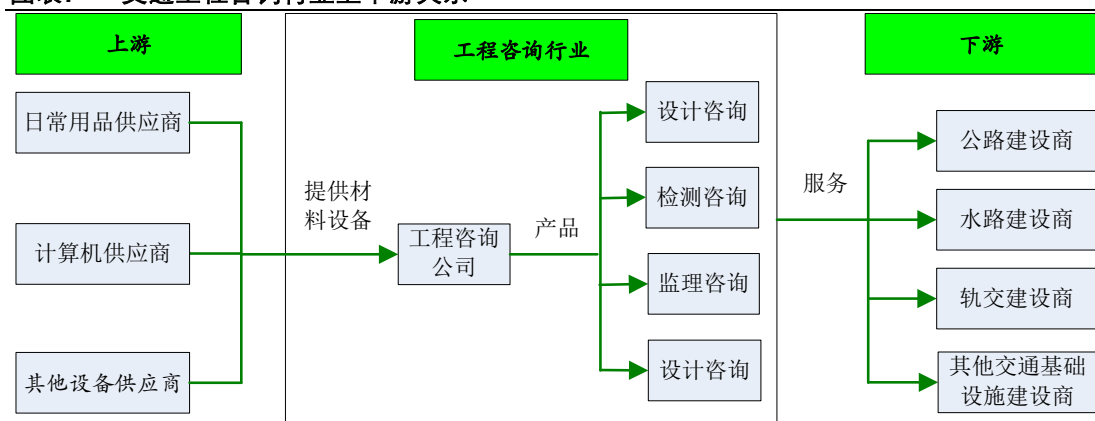
资料来源：公司公告、平安证券研究所

二、 行业分析

2.1 上下游关系：下游需求影响行业发展

工程咨询是指遵循独立、科学、公正的原则，运用工程技术、科学技术、经济管理和法律法规等多学科方面的知识和经验，为政府部门、项目业主及其他各类客户的工程建设项目提供前期咨询、设计、检测和项目管理等服务。作为工程咨询重要的细分子行业，交通工程咨询主要包括设计咨询、检测咨询、监理咨询及其他技术咨询，业务领域涉及交通建设工程的规划、勘察设计、建设及建成后使用运营的全过程。从上下游来看，交通工程咨询行业处于交通基础设施建设价值链的前端，上游主要是日常用品、计算机等设备材料，上述的设备材料均为市场供应充裕，竞争充分，质量、价格高度透明的产品，不存在依赖特定供应商的情形。交通工程咨询对下游交通基础设施建设行业存在较强的依附性，下游客户（包括公路、水路、市政轨交等）需求变化直接影响行业发展前景，这种需求包括交通基础设施新增建设和改扩建。

图表7 交通工程咨询行业上下游关系

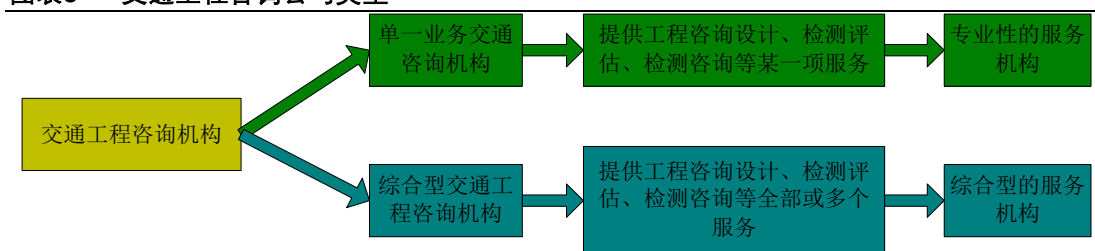


资料来源：《工程咨询单位资格认定办法》，平安证券研究所

2.2 行业经营模式：单一型和综合型

交通工程咨询行业居于技术水平较高的层次，需具备丰富的行业经验、雄厚的专业知识和较高的技术造诣，才能提供有价值的交通工程咨询服务意见和方案。根据各交通工程咨询公司自身的差异和提供范围的不同，交通工程咨询行业经营模式有单一业务交通工程咨询机构和综合型交通工程咨询机构。单一业务交通工程咨询机构仅能够为项目提供交通工程设计咨询、检测评估咨询、监理咨询及其他技术咨询中某一项服务。综合型交通工程咨询机构能够为建设项目提供交通工程设计咨询、检测评估咨询、监理咨询及其他技术咨询中的全部业务或其中的几项服务。从目前的发展形势来看，业主或工程承包商对交通工程咨询机构的要求越来越高，更多的要求工程咨询机构提供“一揽子”的解决方案，提供投资策划、项目设计、融资、建设、运营、人员培训、后期维护等全过程咨询服务。

图表8 交通工程咨询公司类型



资料来源：《工程咨询单位资格认定办法》，平安证券研究所

2.3 行业壁垒：资质+人才+经验

根据《建设工程勘察设计企业资质管理规定》、《工程勘察资质分级标准》、《工程设计资质分级标准》等行业规章，住建部、发改委、商务部、交通局及地方各级主管部门对交通工程咨询企业实施资格和从业人员资格两方面的市场准入制度。工程咨询行业资质按照公司基本条件、技术力量、技术水平、技术装备、管理水平等不同分为甲级、乙级和丙级三个等级。其中甲级工程咨询单位基本条件：从事工程咨询业务年限不低于5年，专业服务范围相应的咨询成果不少于5项，注册资本不低于500万元，办公场所人均使用面积不低于6平方米。技术力量：专职从事工程咨询业务的技术人员不少于60人，其中高级专业技术、经济职称的人员不少于30%，注册咨询师（投资）不得低于技术人员的15%，每个专业领域配备相应的专业技术人员不少于5人和至少2名注册咨询师（投

资), 主要技术负责人员应具备注册工程师(投资)执业资格, 从业经验不少于 10 年。由于资质、人才和经验是相辅相成的, 共同构成了交通咨询行业准入的主要壁垒。

图表9 工程咨询行业资质的一般要求

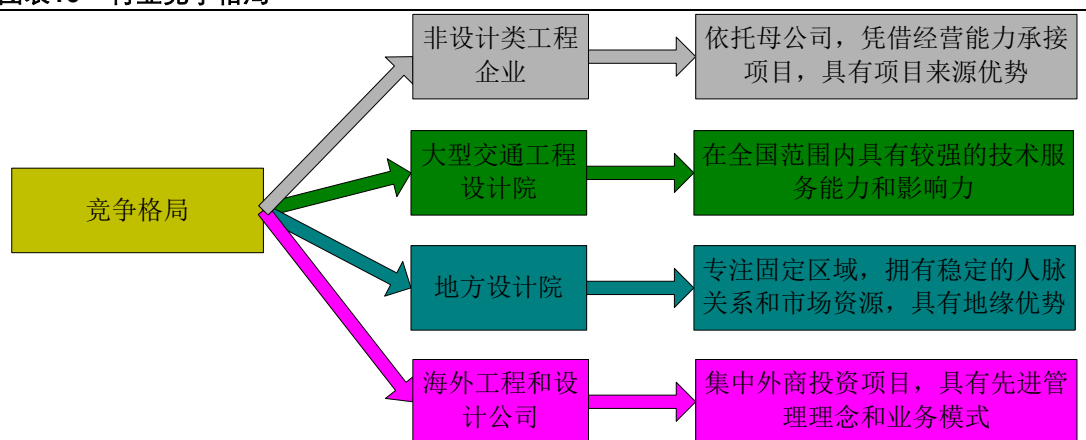
资质	注册资本 (不低于)	从业 经验	专业成果 (不少于)	技术人员 (不少于)	高工占比 (不低于)	注册咨询师占 比(不低于)	办公场所 (不低于)
甲级	500 万	5 年	5 项	60 人	30%	不少于 15%	6 平米/人
乙级	200 万	3 年	5 项	30 人	30%	不少于 15%	6 平米/人
丙级	50 万	无	无	15 人	30%	不少于 15%	6 平米/人

资料来源:《工程咨询单位资格认定办法》, 平安证券研究所

2.4 竞争格局：四足鼎立，各有千秋

工程咨询行业主要参与企业既有原部属的国家级设计企业和地方设计院, 也有海外工程公司与设计公司和非设计类工程企业。原部属的国家级设计企业主要指国内大型交通工程设计研究院, 其特点是在全国工程咨询服务领域内具有较强的技术能力和影响力。地方设计院较原部属设计院一般规模较小, 但其专注于固定地域范围内相对稳定的业务领域, 拥有相对稳固的人脉关系和市场资源, 并具有一定的地缘优势。海外工程公司与设计公司其竞争范围主要集中在外商投资企业的项目, 其不仅拥有国外品牌和知名度, 与外商客户有一定的渊源关系, 而且项目管理理念和业务模式相对先进。非设计类工程企业具有一定的工程管理经验、业绩和专业管理人员, 主要凭借经营管理能力承接项目, 项目承接以后把各项工程业务分别分包给相应的资质单位。

图表10 行业竞争格局

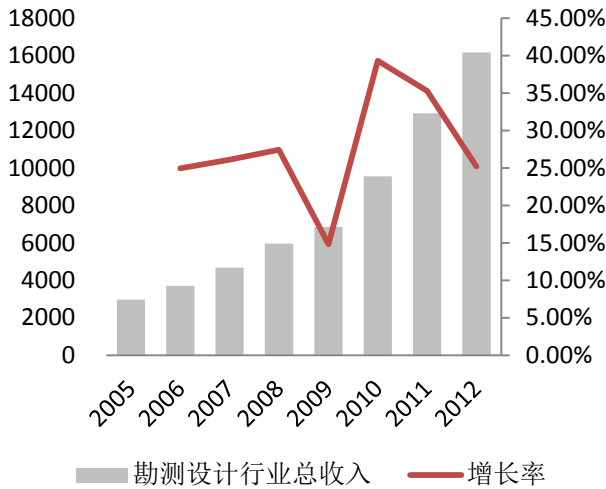


资料来源:《工程咨询单位资格认定办法》, 平安证券研究所

2.5 行业发展：受益于固定资产投资，勘测设计行业快速增长

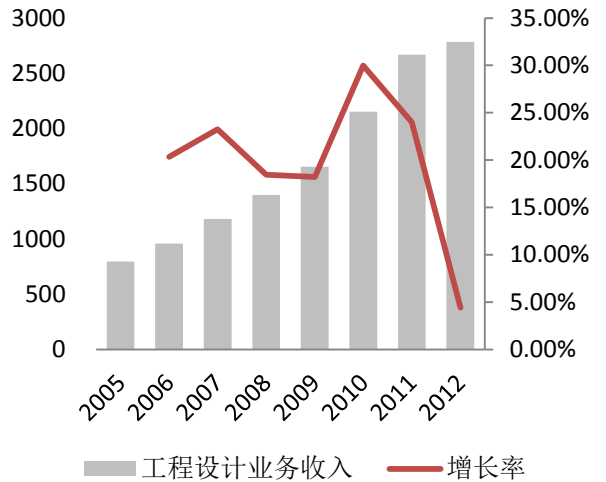
伴随固定资产投资快速增长, 我国工程勘察设计业务收入大幅增长, 2012 年我国工程勘测设计行业总收入 16171 亿元, 同比增长 25.21%, 2005-2012 年复合增长率 27.37%。其中, 工程设计行业 2012 年总收入 2785 亿元, 同比增长 4.44%, 2005-2012 年复合增长率 19.58%; 工程监理行业 2012 年总收入 1717 亿元, 同比增长 15.06%, 2006-2012 年复合增长率 24.21%。

图表11 勘测设计行业总收入及增速（亿元）



资料来源：《中国勘察设计年鉴（2012）》、平安证券研究所

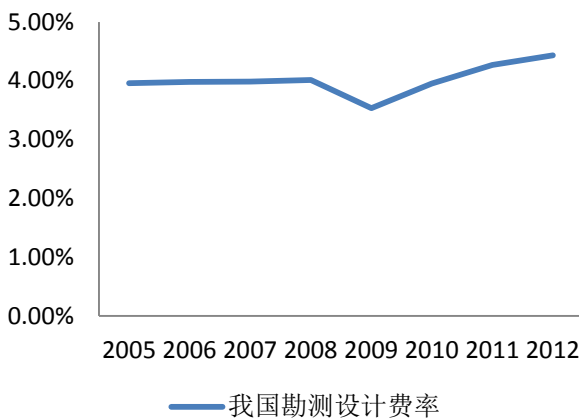
图表12 工程设计行业总收入及增速（亿元）



资料来源：《中国勘察设计年鉴（2012）》、平安证券研究所

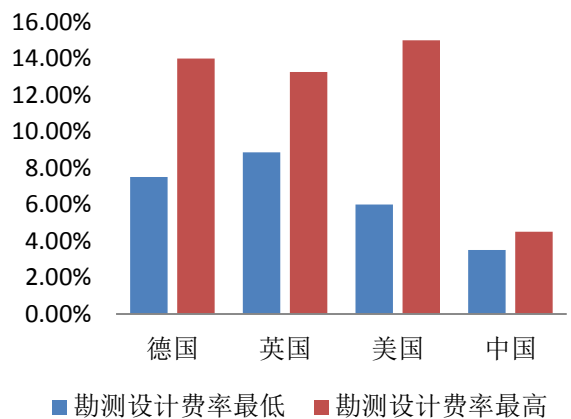
与发达国家相比，我国工程勘察设计业务费率仍有较大提升空间。2012年我国工程勘察设计行业营业收入占当年固定资产投资总额的比率为4.32%，与2001年提高2.39个百分点，但收费水平普遍偏低。在发达国家，德国的工程咨询费率7.5%-14%；英国的工程咨询收费标准为8.85%-13.25%；美国的工程咨询费率为6%-15%，我国工程咨询费率仍有50-100%的提升空间。

图表13 我国工程咨询费率走势图



资料来源：《中国勘察设计年鉴（2012）》、平安证券研究所

图表14 工程咨询费率国际比较（最低和最高）



资料来源：《中国勘察设计年鉴（2012）》、平安证券研究所

三、 经营分析

3.1 深耕省内，全国布局

公司定位于“国内一流的工程咨询公司”，公司坚持“深耕省内，全国布局”的战略，省内业务稳步增长，省外业务快速推进，业务已经覆盖全国31个省、自治区、直辖市，下设华东、华北和华南三个营销大区，共有22个办事处，3个分院。2014年公司省内业务占比49%，省外业务占比43%。2011-2014年公司省内业务营业收入从8.86亿元增加到10.84亿元，复合增长率5.14%；省外业务

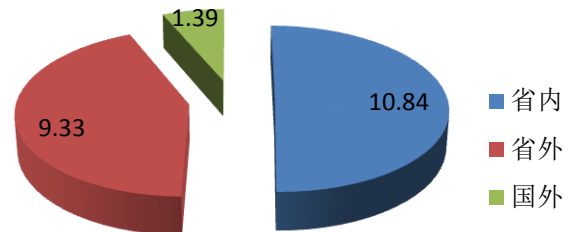
营业收入从 3.71 亿元增加到 9.33 亿元，复合增长率 25.90%。从盈利能力来看，省内业务毛利率呈下降趋势，省外业务毛利率呈上升态势。2014 年公司省内业务毛利率为 32.76%，同比下降 3.07 个百分点；省外业务毛利率为 36.74%，同比提高 8.05 个百分点。

图表15 公司区域机构分布图



资料来源：公司网站、平安证券研究所

图表16 2014 年公司业务分布示意图 (亿元)

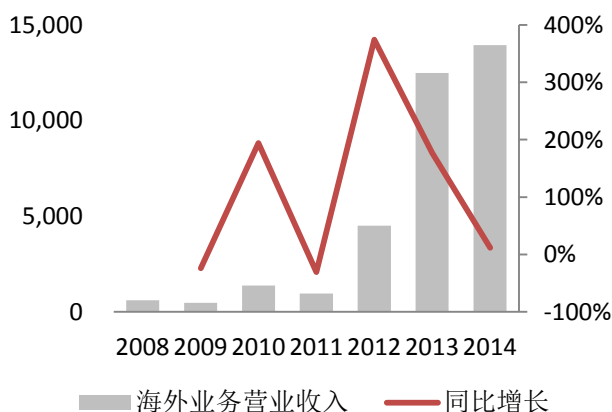


资料来源：公司公告、平安证券研究所

3.2 借船出海，积极布局海外业务

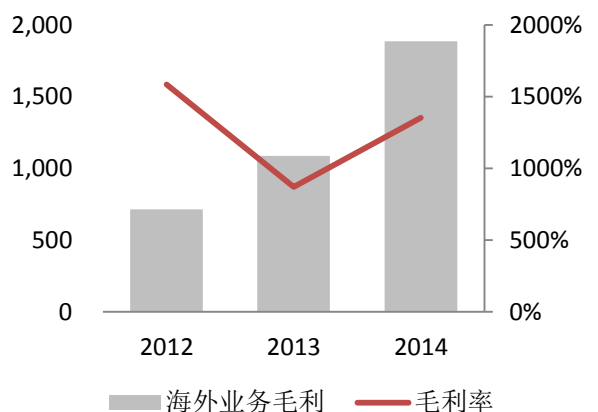
随着中国政府提出“一带一路”、“中巴和孟中印缅经济走廊”等一系列战略构想，开拓国际基础设施市场面临新的发展机遇。2014 年公司进一步加大海外业务的开拓力度，通过提供金融、技术服务等综合方式首次承接了斯里兰卡科伦坡保障房项目建设和斯里兰卡城市污水处理设计项目。同时，公司采取“借船出海”战略，配合央企在欧洲、南亚、非洲等地实施“走出去”的战略规划，承担了部分项目的可行性研究、技术咨询等业务。2014 年公司海外业务实现营业收入 1.39 亿元，同比增长 11.64%；实现主营业务利润 0.19 亿元，同比增长 73.48%。

图表17 公司海外业务营业收入及增速 (万元)



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表18 公司海外业务毛利及毛利率 (万元, %)



资料来源：公司公告、平安证券研究所

3.3 聚焦公路，多元布局

公司是“交通工程咨询第一股”，核心竞争力集中在公路咨询服务，能够为客户提供公路规划咨询、勘测设计、检验检测、工程总承包、科学研究、工程监理等系列服务。近年来，公司积极向市政、水工、城市轨道交通、铁路、航空和建筑、环境等多个领域拓展，进行多元化布局。目前，公司业务已经涵盖公路、市政、水工、城市轨道交通、铁路、航空、建筑、环境等领域，为客户提供规划咨询勘测设计、检验检测、工程总承包、科技研发、工程监理等业务。同时，公司进入信息服务、综合服务等领域，为客户提供信息产业咨询、智慧城市、交通信息等服务和交通事故司法鉴定、安全评价咨询等服务。

图表19 公司业务涉及的领域

业务领域	规划咨询	勘测设计	检验检测	工程总承包	科技研发	工程监理
公路	√	√	√	√	√	√
市政	√	√	√	√	√	√
城轨	√	√	√			
水运	√	√	√			
铁路	√	√	√			
航空	√	√	√			
建筑	√	√	√			
环境	√	√				

资料来源：公司网站，平安证券研究所

3.4 并购重组，外延扩张

2005年起，公司加大了资本市场运作，通过并购整合开拓市场做大规模实现外延式发展。公司外延扩展基本沿着两条路径，一是市场开拓型的并购，如收购常熟设计院、江苏建工院、杭州龙华、甘肃科地、厦门市政、淮交院公司等并购对于进入当地市场、增强当地及周边的业务承接量具有重要意义；二是进入新兴业务领域的并购，如收购建平瑞华、江苏三联、中铁瑞威和英诺伟霆等并购对于进入环保、安全评价、铁路咨询等领域具有战略意义。

图表20 公司近年来的收购案例

收购标的	收购股份	完成时间	经营范围	影响
常州设计院	100%	2006年8月	公路、桥隧、码头、港口、航道工程、工程测量	交通工程业务范围进一步拓宽
常熟设计院	80%	2009年9月	公路、桥隧、交通附属工程设计、测试、咨询服务	拓展了当地市场
江苏建工院	75%	2009年11月	建筑工程设计，室内外装饰，建筑技术咨询服务	拓展了当地市场
剑平瑞华	8.88%	2010年3月	污水处理工程建设承包合同，并组织施工	入了污水处理等环保工程领域
杭州华龙	70%	2012年7月	公路工程勘察、设计、咨询，市政工程咨询	进入浙江、江西两地市场
甘肃科地	70.00%	2013年1月	工程勘察设计的咨询服务	增强甘肃及周边市场的业务承接能力
江苏三联	100.00%	2013年9月	安全评价（估）、职业病危害因素监测、环境监测等	大交通领域安全评价市场
淮交院公司	100.00%	2014年4月	公路、市政、园林规划、土地、规划、建筑工程设计	进入苏北市场

收购标的	收购股份	完成时间	经营范围	影响
厦门市政	83.58%	2014年4月	城市道路、桥梁等市政工程及公路工程的咨询、设计	增强福建及其周边市场的业务承接能力，
中铁瑞威	85%	2014年9月	铁路工程咨询设计、隧道和特种工程咨询设计	增强公司在铁路系统市场的业务承接能力

资料来源：公司公告，平安证券研究所

近年来，公司收购标的规模越来越大，收购方式日益多元化。2013年及之前的收购标的基本上控制在3000万元以内，最大的收购标的为甘肃科地，70%的股权对应2552万元的收购价款。2014年以来，公司收购标的规模越来越大，淮交院公司、厦门市政、中铁瑞威的收购金额分别为18975万元、15990万元、13988万元。同时，公司收购方式日益多元化。公司多以现金支付方式收购标的公司，2014年公司开始探索发行股份方式收购标的公司，其中公司最大收购标的淮交院公司即是采取发行股份收购资产方式。

图表21 公司收购方式

收购标的	收购股份	完成时间	收购方式	收购金额
杭州华龙	70%	2012年7月	现金方式	3636
甘肃科地	70.00%	2013年1月	现金方式	2552
江苏三联	100.00%	2013年9月	发行股份	600
淮交院公司	100.00%	2014年4月	现金方式	18975
厦门市政	83.58%	2014年4月	现金方式	15990
中铁瑞威	85%	2014年9月	现金方式	13988

资料来源：公司公告，平安证券研究所

收购之后的整合和协同更为重要。公司收购标的公司后，改选董事会，公司委派3人，并担任董事长，标的公司推荐2人。同时，公司委派监事1人和会计经理，实现财务的垂直管理，并对标的公司的管理制度、激励机制等各种体制机制性问题进行理顺，激活标的公司的活力。借助苏交科的资质优势和标的公司的地缘优势与人脉优势，苏交科和标的公司均能实现快速发展。公司收购标的公司一般要求后者承诺业绩，2014年公司收购的主要标的除中铁瑞威和江苏三联未公布业绩情况外，其它4家均超额实现了业绩承诺，其中甘肃科地业绩完成情况最好。

图表22 标的公司业绩承诺及完成情况（单位：万元）

收购标的	业绩承诺					业绩实现 2014年	完成情况 2014年
	2013	2014	2015	2016	2017		
中铁瑞威		1745	2601	3381	4395	未披露	
淮交院公司		2731	3278	3769	4335	2775	102%
厦门市政		2280	2736	3283	3940	2509	110%
江苏三联	42	105	168			122	116%
甘肃科地	444	544	544	544		604	111%
杭州龙华	1100	1200	1206			1321	110%

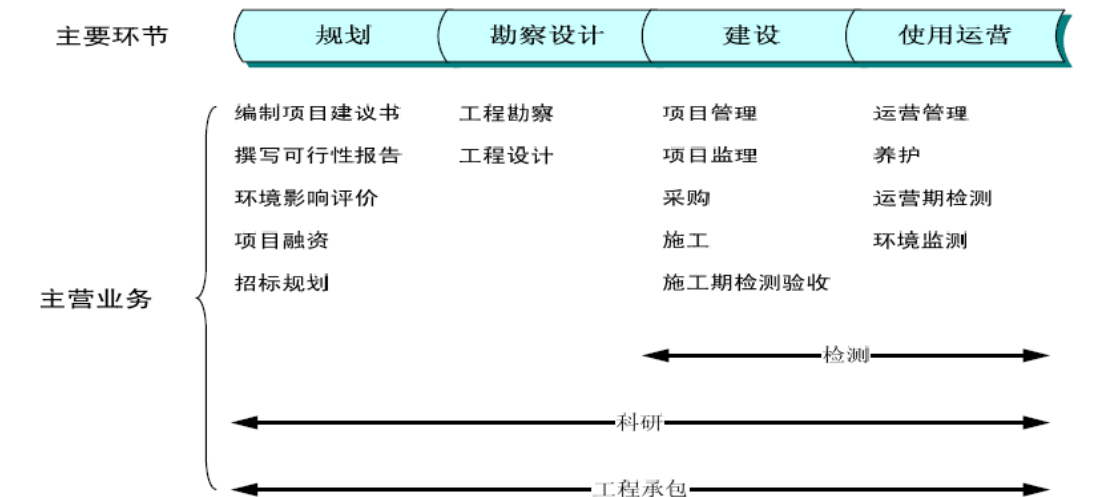
资料来源：公司公告，平安证券研究所

3.5 联合央企，涉足 PPP

公司积极把握国家 PPP 政策带来的新机遇，尝试和布局 PPP。2015年4月，公司联合中国电建成功取得中山至开平高速公路建设项目，该项目总投资250亿元，采取 BOT+EPC 模式建设运营，公司持有项目公司 0.8% 的股份。公司依托设计优势切入 PPP，项目获取逻辑得到验证。公司拟以微

参股的形式参与中山至开平高速公路建设项目，不仅获得了勘测设计及其他相关业务，而且能够分享项目 25 年的收益权。预计该项目能够给公司带来 5%至 7%的勘测设计、监理、技术服务等业务，预计业务量在 12.5 亿元至 17.5 亿元之间。如果按照 0.8%的项目投入计算，公司投入约为 2 亿元，而公司在勘测设计等业务上实现的利润完全能够覆盖资本金投入。因此，我们认为苏交科利用勘测设计等前端优势能够获得更多的 PPP 项目，其盈利模式更清晰，投资风险更小。

图表23 交通工程咨询项目涉及的主要环节

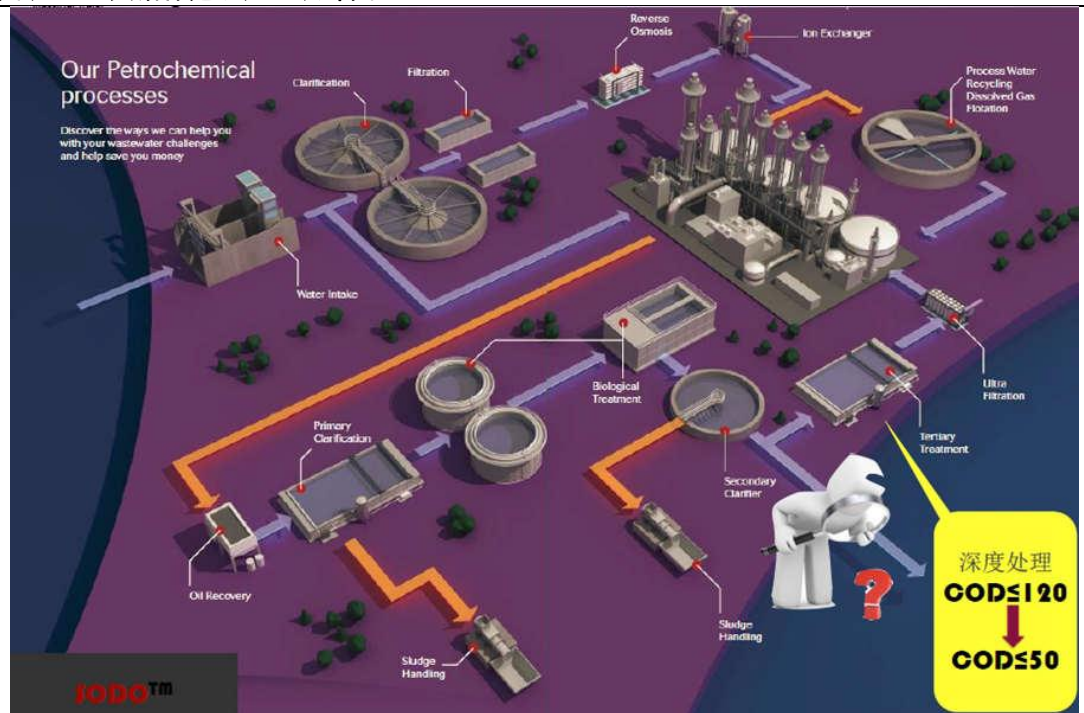


资料来源：公司招股说明书、平安证券研究所

3.6 布局新兴业务，形成业务增长点

公司积极发展环保业务，旗下拥有北京剑平瑞华环保技术有限公司（以下简称“瑞华环保”）。瑞华环保主要从事工业废水处理、农业废水和废弃物处理等。2015 年公司加码环保业务，战略收购了英诺伟霆（北京）环保技术有限公司（以下简称“英诺伟霆”）。英诺伟霆成立于 2008 年，是一家专注于为工业水处理系统提供技术研发、工艺包设计和现场调试运转等专业化服务的环保高科技公司，拥有博士后 1 名，博士 2 名，硕士研究生 5 名，高级工程师 5 名。英诺伟霆技术来源于美国 Innovating 公司，广泛引进、吸收水处理专项技术，与国内外众多环保企业和科研院所紧密合作，成为以污水深度处理系统和近零排放系统为核心的专业化工艺包供应商。

图表24 英诺伟霍水处理设计图



资料来源：英诺伟霍网站 (<http://no.my628.com>)、平安证券研究所

公司积极发展智能交通业务，旗下拥有江苏苏科畅联科技有限公司（以下简称“苏科畅联”）。苏科畅联主要从事智能交通系统的咨询、设计、研发、生产以及销售。目前，公司业务主要涵盖城市公共交通、高速公路和普通公路三大领域，能够提供智能公交解决方案、公路科技治超整体解决方案、公路基础设施检测整体解决方案、高速公路事件检测与预警解决方案。近几年苏科畅联高速发展，2012年4月成立，成立当年即实现盈利，2013年实现净利润587万元，2014年实现净利润1478万元。目前，交通部依托公司建设的江苏省交通环境监测站，CMA认证项已增加到91项，公司第三方监测的能力及范围进一步得到提升。

图表25 苏科畅联的智能交通领域的解决方案

解决方案	主要产品	典型案例
智能公交整体解决方案	自主产品：3G视频监控终端、客流统计分析仪、电子站牌、移动智能公交抓拍系统 集成产品：车载GPS智能调度终端、头牌尾牌腰牌、IC卡刷卡机、LED导乘屏/发车屏 软件产品：公交智能调度系统软件、公交综合业务系统软件、行业监管系统软件、公交安全管理系统软件、公交指挥决策系统软件、公交优先系统软件	南京市智能公共交通系统（一期）可行性研究 天津滨海新区公共交通集团智能调度应用系统 南京市移动智能公交抓拍系统
公路科技治超整体解决方案	公路（桥梁）超限监测系统 公路（桥梁）超限监测系统软件	已在多个城市应用：常州、淮安、连云港、无锡、镇江、南通
公路基础设施检测整体解决方案	落锤式弯沉仪 路面摩擦系数检测仪 路面噪声测试仪 路面图像分析系统	产品销售——北京、成都、兰州、南宁、大兴安岭等 现场检测服务——湖北、浙江、四川等
高速公路事件检测与预警解决方案	视频巡航系统 高速公路拥堵事件检测系统	苏嘉杭高速公路视频巡航系统 苏嘉杭高速公路拥堵事件检测与预警系统

资料来源：苏科畅联网站 (<http://www.skcl.cn>)、平安证券研究所

四、 成长能力

4.1 竞争优势：资质+技术+人才+经验

公司资质优势显著，具有在基础设施领域从规划、设计到施工等全产业链资质的绝对优势。目前，公司拥有工程勘察综合类甲级资质；工程设计公路、市政、轨道交通、水运、建筑行业专业甲级资质；环境工程设计乙级、工程咨询专业甲级资质；公路工程和市政公用工程、水运工程监理甲级资质；公路工程综合、桥隧专项和交通工程专项、水运工程材料结构甲级试验检测资质；公路工程施工总承包一级资质等。

图表26 公司拥有的主要资质

行业	专业领域	等级种类	公司资质情况
公路行业	公路	甲级、乙级、丙级	甲级
	特大桥梁	甲级	甲级
	特长隧道	甲级	甲级
	交通工程	甲级、乙级	甲级
市政行业	道路工程	甲级、乙级、丙级	甲级
	桥梁工程	甲级、乙级	甲级
	轨道交通工程	甲级	甲级
房建行业	建筑工程	甲级、乙级、丙级、丁级	甲级
水运行业	港口工程	甲级、乙级	甲级
	航道工程	甲级、乙级	甲级

资料来源：公司网站 (<http://www.jstri.com/>)，平安证券研究所

公司研发实力强大，拥有企业院士工作站、博士后工作站，江苏省公路运输工程重点实验室、江苏省公路桥梁工程技术研究中心、江苏省路面养护工程技术研究中心、长大桥梁健康检测与诊断技术交通行业重点实验室、江苏省公路运输工程试验室等多个科研平台。公司在“大交通”领域的研发独树一帜，拥有土木工程新型传感器和测试技术、传感器的优化布设、系统集成与数据传输网络技术、桥梁结构健康检测数据管理与控制技术、长大桥安全预警技术及结构健康状态评估技术等。截至2014年末，公司专利拥有量总数达到131项，专利拥有量位居交通行业前列。

图表27 公司旗下的科研平台

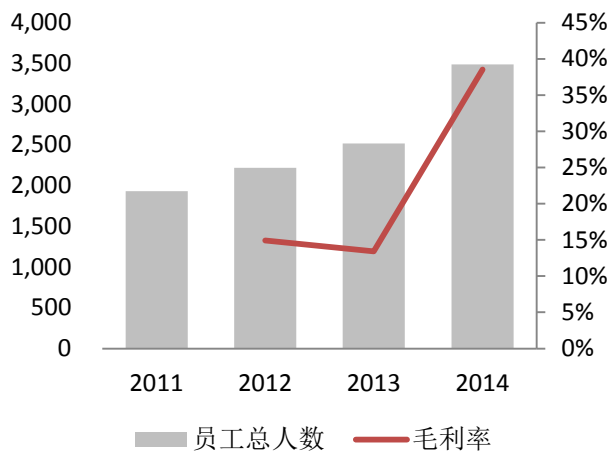
科研平台	主管部门	成立时间
江苏省轨道工程技术研究中心	江苏省交通运输厅	2014年
先进道路养护材料协同创新平台	交通运输部	2014年
江苏省地下空间探测技术工程实验室	江苏省发改委	2013年
江苏省交通运输安全与应急科技研究中心	江苏省交通运输厅	2013年
江苏省桥梁安全防护工程实验室	江苏省发改委	2011年
南京市城市地下交通设施工程技术研究中心	南京市科学技术委员会	2011年
新型道路材料国家工程实验室	国家发改委	2011年
江苏省长大桥梁健康监测数据中心	江苏省交通控股有限公司	2010年
江苏省桥梁质量检测及运营安全评价公共服务中心	江苏省科技厅	2008年
长大桥梁健康检测与诊断技术交通行业重点实验室	交通运输部	2008年
江苏省路面养护工程技术研究中心	江苏省发改委	2007年
江苏省公路桥梁工程研究中心	江苏省科技厅、交通运输厅	2004年
江苏省交通环境监测中心	江苏省交通运输厅	2001年
江苏省公路运输工程重点实验室	江苏省科技厅	1996年

科研平台	主管部门	成立时间
博士后工作站		
企业院士工作站		

资料来源：公司网站 (<http://www.jstri.com/>)，平安证券研究所

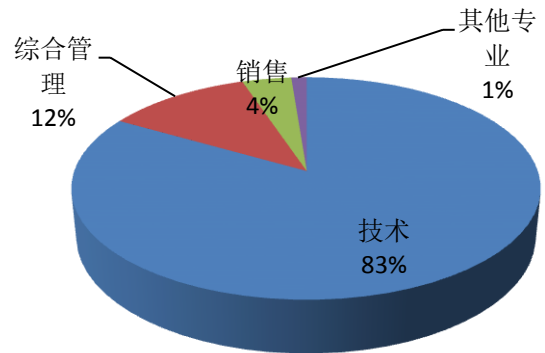
公司坚持“一切从人开始”，打造了一支专业、高效，富于创新活力和创业精神的知识型团队。截至 2014 年末，公司员工人数已达到 3478 人；其中，中高级人才超过 35%，形成了一支包括“国家千人计划领军人才”、“333 高层次人才培养工程”中青年科技领军人才、享受国务院特殊津贴专家、全国百名优秀工程师、“新世纪十百千人才工程”第一层次等高层次人才在内、专业配置齐全、结构合理的科研创新队伍，人才优势十分显著。

图表28 公司员工总人数及增速（人）



资料来源：公司公告、平安证券研究所

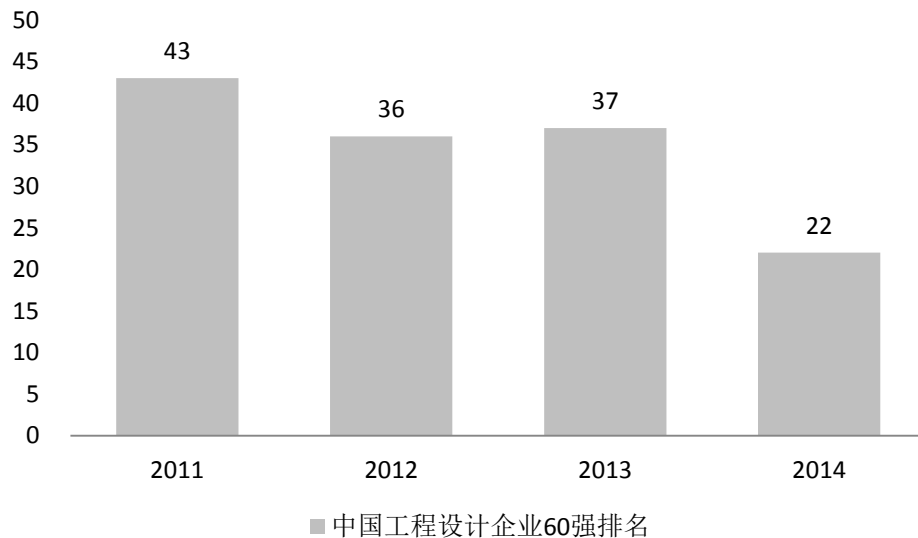
图表29 2014 年末公司在职工岗位构成



资料来源：公司公告、平安证券研究所

公司致力于建立科学、高效的现代企业管理体系，坚持不断创新，持续改进经营管理机制，提升综合管理水平。2004 年与国际一流的管理咨询机构合作，完成了对公司战略管理体系、人力资源管理体系和项目管理体系的系统建设工作。2006 年及 2008 年公司被科技部认定为“国家火炬计划重点高新技术企业”；2011 年被国家科学技术部、国务院国资委和中华全国总工会三部门联合授予“国家创新型领军企业”称号；2012 年度入选江苏省科技厅第一批创新型领军企业培育库入库名单。2005-2014 年，公司连续 9 年入选 ENR/建筑时报“中国工程设计企业 60 强”，2014 年位列第 22 位；在 2014 年度美国 ENR“全球工程设计公司 150 强”中，苏交科位列第 131 位。

图表30 公司近年来在中国工程设计企业 60 强排名

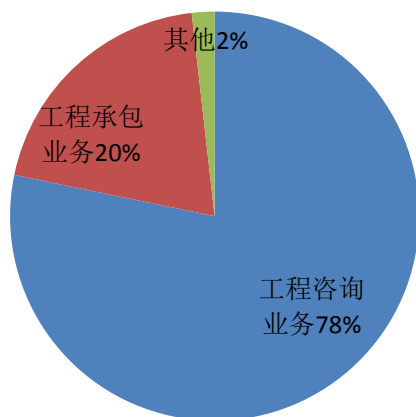


资料来源：公司公告、平安证券研究所

4.2 成长能力：订单充足，外延助力

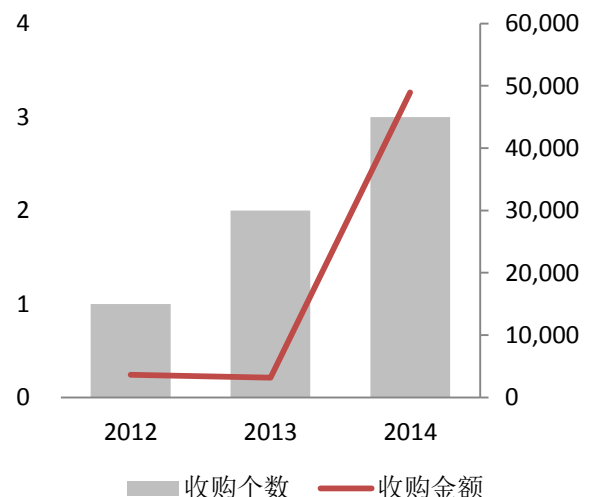
截至 2014 年末，公司工程咨询类在手订单约 25 亿元，其中公路新增订单占比约 50%，市政、轨道新增订单约 40%，水路、铁路和建筑等新增订单占比约 10%，公司工程咨询类在手订单是 2014 年工程咨询业务营业收入的 1.48 倍。2014 年公司取得西安渭北秦王二路至秦汉大道渭河特大桥 BT 项目，该项目合同金额 6.77 亿元，是 2014 年公司工程总承包业务营业收入的 1.57 倍。同时，公司将加快收购步伐。公司将并购重组外延发展作为公司既定发展战略，近几年呈现出收购频率加快，收购标的加大的特点。2015 年公司仅收购英诺伟，且未达到披露标准，预计公司将加快收购进程。

图表31 公司在手订单的结构



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表32 公司近年来收购的个数和金额（万元）



资料来源：公司公告、平安证券研究所

五、投资建议

5.1 盈利预测与估值

公司工程咨询业务和工程总承包业务预计都将保持较快增长，预计2015-2017年公司咨询业务增速分别为30%、35%、37%，咨询业务营业收入21.92亿元、29.60亿元、40.55亿元；总承包业务增速分别为15%、20%、25%，总承包业务营业收入4.95亿元、5.94亿元、7.43亿元。预计2015-2017年公司实现营业收入27.42亿元、36.23亿元、48.87亿元，每股收益分别为0.62元、0.74元和0.91元，对应2015年5月21日收盘价PE为45.95倍、38.57倍和31.17倍，PB分别为6.39倍、5.63倍和4.87倍。

图表33 公司两大业务营收及增速预测

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
工程咨询业务（百万）	1243.76	1686.56	2192.52	2959.90	4055.07
同比增长	17.97%	35.60%	30.00%	35.00%	37.00%
工程总承包业务（百万）	233.19	430.49	495.07	594.08	742.60
同比增长	98.27%	84.61%	15.00%	20.00%	25.00%
主营业务（百万）	1,627.61	2,162.79	2,742.48	3,622.60	4,886.87
同比增长	38.05%	32.88%	26.80%	32.09%	34.90%

资料来源：公司公告、平安证券研究所

5.2 可比公司估值比较

公司可比上市公司主要有设计股份、园区设计。从WIND一致预期看，2015-2017年设计股份的动态PE分别为34.82倍、26.78倍、23.99倍；2015-2017年园区设计的动态PE分别为67.04倍、57.39倍、51.93倍。设计股份因重大事项于2015年4月7日起停牌，如果剔除停牌因素，设计股份的动态PE要远远大于目前的动态PE。苏交科2015-2017年动态PE分别为43.83倍、33.95倍、27.29倍，与可比公司平均估值水平比较，苏交科的估值水平偏低。

图表34 可比公司估值比较

证券代码	证券简称	最新股价	14PE	15PE	16PE	17PE
603017.SH	园区设计	64.04	40.18	67.04	57.39	51.93
603018.SH	设计股份	79.92	44.00	34.83	26.78	23.99
300284.SZ	苏交科	28.50	57.61	43.83	33.95	27.29
	均值	57.49	47.26	48.57	39.37	34.40

资料来源：WIND、平安证券研究所

5.3 投资建议

作为交通工程咨询第一股，苏交科坚持内生驱动、外延发展的战略，实现了快速发展。目前，公司积极探索PPP模式，进军智能交通和环保领域，外延扩张持续加码，公司有望迎来业绩和估值的“戴维斯”双击。通过股权激励和员工持股计划，激发公司高管、核心员工的积极性，实现了员工利益与公司利益的统一。我们看好公司未来的成长空间，首次覆盖并给予“强烈推荐”评级，目标价37.2元，对应2015年60倍的PE。

5.4 风险提示

核心技术员工流失、工程咨询业务需求下降、PPP项目推进缓慢，并购外延不及预期等风险。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
流动资产	2571	3319	4867	6435
现金	932	865	1783	2463
应收账款	1507	2159	2744	3606
其他应收款	41	61	80	100
预付账款	33	8	38	10
存货	25	38	23	47
其他流动资产	34	189	199	208
非流动资产	550	976	1095	1261
长期投资	11	60	80	104
固定资产	192	252	307	387
无形资产	46	66	78	89
其他非流动资产	301	597	630	681
资产总计	3121	4295	5962	7696
流动负债	1428	2099	3470	4858
短期借款	371	240	1396	2242
应付账款	497	703	898	1174
其他流动负债	561	1156	1176	1441
非流动负债	56	88	79	83
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	56	88	79	83
负债合计	1485	2187	3549	4941
少数股东权益	83	129	154	189
股本	240	505	507	507
资本公积	764	720	735	735
留存收益	549	754	1092	1502
归属母公司股东权益	1553	1979	2259	2566
负债和股东权益	3121	4295	5962	7696

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
经营活动现金流	285	253	-47	135
净利润	192	269	339	410
折旧摊销	0	49	45	60
财务费用	-29	-18	-4	25
投资损失	-2	-6	-8	-9
营运资金变动	0	-143	-408	-346
其他经营现金流	123	101	-11	-5
投资活动现金流	-135	-252	-146	-212
资本支出	89	126	89	119
长期投资	-27	-47	-20	-25
其他投资现金流	-73	-173	-77	-118
筹资活动现金流	-243	-76	-26	-68
短期借款	-209	-131	20	20
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	265	2	0
资本公积增加	13	-43	15	0
其他筹资现金流	-47	-167	-62	-88
现金净增加额	-93	-74	-219	-145

利润表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	1628	2163	2742	3623
营业成本	1156	1443	1832	2431
营业税金及附加	18	21	28	37
营业费用	47	67	86	114
管理费用	183	256	302	399
财务费用	-29	-18	-4	25
资产减值损失	25	77	96	127
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	2	6	8	9
营业利润	229	321	411	498
营业外收入	7	13	16	18
营业外支出	2	2	2	5
利润总额	235	333	423	512
所得税	43	64	85	102
净利润	192	269	339	410
少数股东损益	7	17	24	35
归属母公司净利润	186	253	314	374
EBITDA	230	371	478	619
EPS (元)	0.77	0.50	0.62	0.74

主要财务比率

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	38.0	32.9	26.8	32.1
营业利润(%)	38.9	40.0	27.9	21.3
归属于母公司净利润(%)	31.3	36.1	24.5	19.1
获利能力				
毛利率(%)	29.0	33.3	33.2	32.9
净利率(%)	11.8	12.4	12.3	11.3
ROE(%)	11.7	12.8	14.0	14.9
ROIC(%)	9.5	11.3	9.3	9.2
偿债能力				
资产负债率(%)	47.6	50.9	59.5	64.2
净负债比率(%)	-34.3	-29.3	-16.0	-8.0
流动比率	1.8	1.6	1.4	1.3
速动比率	1.8	1.6	1.4	1.3
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.6	0.5	0.5
应收账款周转率	1.1	1.2	1.1	1.1
应付账款周转率	2.4	2.4	2.3	2.3
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.37	0.50	0.62	0.74
每股经营现金流(最新摊薄)	0.36	0.52	-0.09	0.27
每股净资产(最新摊薄)	3.06	3.91	4.46	5.06
估值比率				
P/E	77.83	57.18	45.95	38.57
P/B	9.30	7.30	6.39	5.63
EV/EBITDA	61.08	37.9	29.8	23.4

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代替行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2015 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033