

2016年09月23日

公司研究

评级：买入（维持）

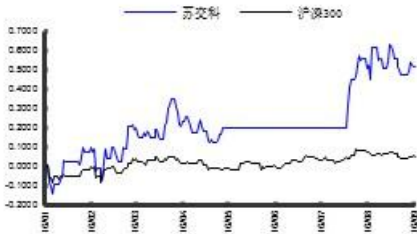
研究所  
证券分析师： 谭倩 S0350512090002

联系人： 王鑫 S0350115070006  
010-88576950-8096 wangx04@ghzq.com.cn

## 海外收购顺利推进，协同效应提升核心竞争力

### ——苏文科（300284）事件点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
苏文科	0.6	27.0	18.6
沪深 300	-1.8	4.5	-1.9

市场数据 2016/09/23

当前价格（元）	24.75
52 周价格区间（元）	13.82 - 28.18
总市值（百万）	13738.46
流通市值（百万）	8321.73
总股本（万股）	55508.92
流通股（万股）	33623.16
日均成交额（百万）	96.08
近一月换手（%）	54.29

相关报告

《苏文科（300284）2016 年中期报告点评：业绩持续稳步增长，PPP 及海外并购亮点纷呈》——2016-08-04

《苏文科（300284）：业绩符合预期，参股互联网保险公司打开全新成长空间（买入）\*建筑行业\*谭倩》——2016-02-04

《苏文科（300284）：PPP 模式下设计专业优势尽显，积极拓展铁路勘察设计业务（买入）\*建筑行业\*谭倩》——2015-12-22

《苏文科（300284）：定增有效改善财务状况，看好 PPP 及外延发展空间（买入）\*建筑行业\*谭倩》——2015-11-18

## 事件：

苏文科集团股份有限公司（以下简称“苏文科”或“公司”）发布公告，于 9 月 20 日收到美国外国投资委员会（CFIUS）通知函，已正式审阅公司收购美国 TestAmerica Environmental Service LLC.（“TA 公司”）100% 股权的交易材料，并已确定上述交易不存在未解决的国家安全考虑因素。

## 投资要点：

- **收购 TA 及 EPTISA 初步形成海外布局，国际化进程有望加速。**我们认为，苏文科收购 TA 及 EPTISA 公司后已初步形成海外业务布局。我们看好公司继续利用资本市场优势进行并购重组，与产业链上下游的优势企业进行整合，提高一体化竞争优势，打造国内多专业领域、多业务形态、全生命周期的设计咨询龙头企业。
- **收购 TA 完善环保产业链条，协同效应提升环保咨询核心竞争力。**我们认为，公司有望通过产业并购形成结合环境评价、咨询、第三方检测、工程设计、废水处理和运营服务为一体的上下游联动服务，从而提升公司在环保咨询领域的核心竞争力。我们看好第三方检测未来在国内庞大的市场需求和发展潜力，以及由此给公司带来的“重磅级”新兴业务发展空间。
- **循序渐进，打造 PPP 平台综合管理运营能力。**我们认为，贵阳小湾河项目将为公司“产业基金+PPP 项目”模式打下良好基础，更有利于发挥公司 PPP 平台型公司的各项优势，看好年内 PPP 项目的放量及较高毛利水平对于公司 2016 年业绩的助推作用。
- **盈利预测和投资评级：**公司内生外延发展并重，受益于 PPP 模式加速落地及基础设施建设投资的大幅增加，积极拓展环保、智能交通、互联网业务，成长性及安全性俱佳，维持“买入”评级。谨慎起见，我们暂未考虑此次收购 TA 公司等因素的影响，预测公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.68 元、0.86 元、1.10 元，当前股价对应的市盈率估值分别为 36.37、28.74、22.44 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济大幅波动风险，在手项目履约进度不达预期风险，应收账款无法收回风险，PPP 项目推进程度不达预期风险，环保等新兴业务拓展不达预期风险，海外并购不确定性及不达预期风险。

《苏交科（300284）三季报点评：业绩维持较快增长，看好确定性成长及多元化发展格局（买入）\*建筑行业\*谭倩》——2015-10-27

#### 合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

预测指标	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入（百万元）	2563	3199	4100	5260
增长率(%)	18%	25%	28%	28%
净利润（百万元）	311	377	478	612
增长率(%)	23%	21%	27%	28%
摊薄每股收益（元）	0.56	0.68	0.86	1.10
ROE(%)	11.06%	11.73%	12.79%	13.92%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

## 事件:

1. 苏交科集团股份有限公司（以下简称“苏交科”或“公司”）发布公告，于9月20日收到美国外国投资委员会（CFIUS）通知函，已正式审阅公司收购美国 TestAmerica Environmental Service LLC.（“TA 公司”）100%股权的交易材料，并已确定上述交易不存在未解决的国家安全考虑因素。
2. 公司收购西班牙 EPTISA SERVICIOS DE INGENIERIA,S.L.（“EPTISA 公司”）90%的股份已完成交割。

## 评论:

### 1、收购 TA 及 EPTISA 初步形成海外布局，国际化进程有望加速

公司收购 TA 公司已获得美国外国投资委员会（CFIUS）的审批通过，我们预计相关交割事宜有望在较短的时间内完成，标志着公司收购 TA 公司已接近最终完成。此外，公司收购 EPTISA 公司 90%股权亦于9月初完成交割，这两起海外并购的顺利实施标志着继 2012 年中国建筑设计研究院集团收购新加坡 CPG 集团、2014 年上海现代建筑设计集团收购美国威尔逊室内设计公司以来，中国设计咨询企业又一次将海外优质资源收于麾下。

表 1: 国内企业近年并购国外设计咨询企业情况统计

序号	收购日期	国内并购企业	被并购国外设计企业	收购金额	当前状态
1	2011 年 9 月 2015 年 11 月	棕榈生态城镇发展股份有限公司	贝尔高林国际（香港）有限公司	共计 11.7 亿港元	交易已完成
2	2011 年 11 月	中国水电顾问集团国际工程有限公司 中国水电顾问集团成都勘测设计研究院	哈萨克斯坦水利设计院有限公司	不详	交易已完成
3	2012 年 4 月	中国建筑设计研究院集团	新加坡 CPG 集团	1.47 亿澳元	交易已完成
4	2013 年 1 月	苏州金螳螂建筑装饰股份有限公司	美国 HBA International	7500 万美元	交易已完成
5	2014 年 3 月	上海现代建筑设计(集团)有限公司	美国威尔逊室内设计公司 (Wilson & Associates Inc.)	不详	交易已完成
6	2016 年 9 月	苏交科集团股份有限公司	西班牙 EPTISA SERVICIOS DE INGENIERIA,S.L.	3600 万欧元	交易已完成
7	2016 年 9 月	苏交科集团股份有限公司	美国 TestAmerica Environmental Service LLC.	1.09 亿美元（含债务置换金额）	通过审批

资料来源：公司公告，国海证券研究所整理

我们认为，中国基础设施建设近三十年的快速发展已培育出一批具有较强实力的工程设计咨询企业，随着中国对外工程承包的蓬勃发展及“一带一路”战略的不断推进，此前较少独立“走出去”的设计咨询企业面临着开拓海外市场的良机和挑战。对标 AECOM、Worley Parsons、Fluor、Jacobs 等国际顶尖设计咨询企业，我国设计企业的国际化程度、收入规模、市场份额及业务结构仍有较大差距，而海外并购作为一种快速实现国际化的策略，可有效缩短海外拓展进程，对延伸完善我国设计企业在世界建筑工程市场中的产业链条、提升价值链地位都将起到重要作用。

图2：美国 ENR 杂志 2016 年 Top Design Firms 排名前 20 企业

RANK 2015	RANK 2014	FIRM	FIRM TYPE	2014 INT'L REVENUE		GENERAL BUILDING	MANUFACTURING	POWER	WATER SUPPLY	SEWER / WASTE	INDUS. / PETROLEUM	TRANSPORTATION	HAZARDOUS WASTE	TELECOM
				IN \$ MIL	% OF TOTAL REV.									
1	4	AECOM, Los Angeles, Calif., U.S.A.	EA	4,991.7	48	22	2	11	8	3	14	32	7	0
2	1	WORLEYPARSONS, North Sydney, NSW, Australia†	EC	3,945.2	83	1	0	8	1	1	84	2	0	0
3	6	ARCADIS NV, Amsterdam, The Netherlands†	E	3,561.0	89	34	6	2	10	2	5	11	31	0
4	5	FUGRO NV, Leidschendam, The Netherlands†	GE	3,002.0	88	9	0	3	2	0	78	3	0	2
5	2	JACOBS, Pasadena, Calif., U.S.A.	EAC	2,915.3	49	9	2	6	3	2	55	17	3	1
6	14	WSPIPARSONS BRINCKERHOFF, Montreal, Quebec, Canada†	E	2,908.1	81	30	0	13	1	1	3	46	1	0
7	3	FLUOR CORP., Irving, Texas, U.S.A.†	EC	2,674.0	67	0	1	1	0	0	97	0	1	0
8	8	DAR AL-HANDASAH CONSULTANTS (SHAIR AND PARTNERS), Cairo, Egypt†	EA	2,373.0	100	51	0	3	3	4	5	32	0	1
9	7	AMEC PLC, Knutsford, Cheshire, U.K.†	EC	1,950.6	47	5	0	15	1	1	49	5	2	0
10	11	CH2M HILL, Englewood, Colo., U.S.A.†	EAC	1,517.2	43	8	5	1	13	10	18	37	8	0
11	12	TECHNIP, Paris, France†	EC	1,431.9	99	0	0	0	0	0	100	0	0	0
12	10	SNC-LAVALIN INT'L INC., Montreal, Quebec, Canada†	EC	1,429.5	49	9	0	14	1	0	41	13	0	0
13	9	BECHTEL, San Francisco, Calif., U.S.A.†	EC	1,428.0	65	2	0	4	0	0	87	7	0	0
14	13	MOTT MACDONALD GROUP LTD., Croydon, Surrey, U.K.†	E	1,427.3	69	11	0	9	8	7	20	36	1	0
15	17	TECNICAS REUNIDAS, Madrid, Spain†	EC	1,316.1	96	0	0	3	2	0	95	0	0	0
16	18	ARUP, London, U.K.†	E	1,130.3	71	41	3	2	2	2	6	40	2	2
17	15	KBR, Houston, Texas, U.S.A.†	EC	1,112.0	73	0	0	4	3	0	89	5	0	0
18	20	ATKINS, Epsom, Surrey, U.K.†	EA	1,105.4	44	25	1	11	8	0	6	47	0	0

资料来源：Engineering News Record (ENR)，国海证券研究所

综上，我们认为苏交科收购 TA 及 EPTISA 公司后已初步形成海外业务布局，不仅使公司直接拥有成熟的海外业务拓展平台，而且对公司国内业务形成有效协同。公司上市以来通过外延发展已相继并购了多家国内外同行企业，我们看好公司继续利用资本市场优势进行并购重组，与产业链上下游的优势企业进行整合，提高一体化竞争优势，打造国内多专业领域、多业务形态、全生命周期的设计咨询龙头企业。

## 2、收购 TA 完善环保产业链条，协同效应提升环保咨询核心竞争力

TestAmerica 是美国最大的环境检测服务商，在水资源、固废和空气三领域检测水平排名均位列美国第一，它在全美 50 个州有超过 80 个实验室和服务中心。TA 公司拥有先进的实验室信息管理系统平台 (LIMS)，检测范围包括无机物、有机物、金属及特殊物品等，是美国内环境检测市场最大的“一站式”服务商，市场占有率超过 10%。客户范围包括世界 500 强公司、政府机构、市政供水系

统、律师事务所、废物管理公司、环境服务和咨询公司，排名前十的客户平均合作期限为 23 年。TA 公司旗下还拥有 2 个业界领先的空气质量检测服务商——EMLab P&K（显微镜分析和室内空气检测）和 METCO Environmental（专注于大气排放物的检测等）。TA 公司当前拥有近 2000 名员工，2015 年实现营业收入 14.34 亿元。

检测业务一直是苏交科的核心业务，公司在桥梁检测、铁路检测等方面处于行业领先地位。根据公司公告，本次收购完成后，公司将加快在环保领域的布局，进一步深度整合行业，成为行业整合者，逐步占领市场，力争 5 年内成为拥有 10% 市场份额的行业领军人。拟打造中国最大的第三方检测平台。

我们认为，收购完成后公司环保领域的业务范围将大幅拓展，并将覆盖环保工程项目承接、环保解决方案优化、环保治理运营成本控制、环保大数据等环保全产业链服务。公司有望通过产业并购形成结合环境评价、咨询、第三方检测、工程设计、废水处理和运营服务为一体的上下游联动服务，从而提升公司在环保咨询领域的核心竞争力。我们看好第三方检测未来在国内庞大的市场需求和发展潜力，以及由此给公司带来的“重磅级”新兴业务发展空间。

### 3、循序渐进，打造 PPP 平台综合管理运营能力

6 月底，公司公告与贵州 PPP 产业投资基金、中铁二十局集团有限公司组成联合体，成功中标贵阳市观山湖区小湾河环境综合整治工程 PPP 项目。项目中标金额 14.62 亿元，建设期 2 年，特许运营期 30 年。该项目为公司首次运用 PPP 产业基金工具，作为该基金劣后级合伙人以间接投资的模式，获得了项目的设计、总承包管理以及运营维护等服务合同。我们认为，贵阳小湾河项目将为公司“产业基金+PPP 项目”模式打下良好基础，更有利于发挥公司 PPP 平台型公司的各项优势，看好年内 PPP 项目的放量及较高毛利水平对于公司 2016 年业绩的助推作用。

公司作为综合实力较强的工程设计咨询企业，处于整个建筑产业链的前端，在 PPP 项目中能够提供可行性研究、投融资规划、勘测设计、咨询监理、科研试验、检验检测、工程总包等全过程服务。在 PPP+EPC 模式下，公司既作为社会资本方参与投资组建 PPP 项目公司、获得投资收益，也在 EPC 模式下作为承包商承揽相应专业工作内容、获得工程收入，由此其商业模式具有更大的灵活性和不可替代性。2015 年以来，公司已陆续签署了杭州大江东产业集聚区基础设施 PPP+EPC 项目、九华山风景区核心景区立体停车场 PPP 项目及发起设立贵州 PPP 产业投资基金。

### 4、盈利预测与评级

公司内生外延发展并重，受益于 PPP 模式加速落地及基础设施建设投资的大幅增加，积极拓展环保、智能交通、互联网业务，成长性及安全性俱佳，维持“买入”评级。谨慎起见，我们暂未考虑此次收购 TestAmerica 公司等因素的影响，

预测公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.68 元、0.86 元、1.10 元，当前股价对应的市盈率估值分别为 36.37、28.74、22.44 倍，维持“买入”评级。

## 5、风险提示

宏观经济大幅波动风险，在手项目履约进度不达预期风险，应收账款无法收回风险，PPP 项目推进程度不达预期风险，环保等新兴业务拓展不达预期风险，海外并购不确定性及不达预期风险。

预测指标	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入（百万元）	2563	3199	4100	5260
增长率(%)	18%	25%	28%	28%
净利润（百万元）	311	377	478	612
增长率(%)	23%	21%	27%	28%
摊薄每股收益（元）	0.56	0.68	0.86	1.10
ROE(%)	11.06%	11.73%	12.79%	13.92%

资料来源：公司数据、国海证券研究所



表 1: 苏文科盈利预测表 (暂不考虑本次收购 TA 公司影响)

证券代码:	300284.SZ		股价:	24.75	投资评级:	买入	日期:	2016/09/23	
<b>财务指标</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>每股指标与估值</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>				
ROE	11%	12%	13%	14%	EPS	0.56	0.68	0.86	1.10
毛利率	36%	33%	33%	33%	BVPS	4.77	5.44	6.29	7.39
期间费率	16%	17%	17%	17%	<b>估值</b>				
销售净利率	12%	12%	12%	12%	P/E	44.18	36.37	28.74	22.44
<b>成长能力</b>					P/B	5.19	4.55	3.93	3.35
收入增长率	18%	25%	28%	28%	P/S	5.36	4.29	3.35	2.61
利润增长率	23%	21%	27%	28%					
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
总资产周转率	0.47	0.50	0.54	0.59	<b>营业收入</b>	<b>2563</b>	<b>3199</b>	<b>4100</b>	<b>5260</b>
应收账款周转率	0.98	0.98	0.98	0.98	营业成本	1644	2139	2735	3499
存货周转率	86.11	86.11	86.11	86.11	营业税金及附加	29	36	46	59
<b>偿债能力</b>					销售费用	78	95	125	165
资产负债率	48%	50%	50%	51%	管理费用	309	385	495	640
流动比	1.58	1.62	1.67	1.71	财务费用	(15)	23	35	47
速动比	1.58	1.62	1.66	1.70	其他费用 / (-收入)	(108)	0	(5)	(5)
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>营业利润</b>	<b>410</b>	<b>521</b>	<b>659</b>	<b>844</b>
现金及现金等价物	1142	1561	1775	1978	营业外净收支	19	0	0	0
应收款项	2622	3273	4195	5382	<b>利润总额</b>	<b>429</b>	<b>521</b>	<b>659</b>	<b>844</b>
存货净额	19	25	32	41	所得税费用	89	109	137	176
其他流动资产	123	131	141	154	<b>净利润</b>	<b>339</b>	<b>412</b>	<b>522</b>	<b>668</b>
<b>流动资产合计</b>	<b>3906</b>	<b>4896</b>	<b>6050</b>	<b>7462</b>	少数股东损益	29	35	44	57
固定资产	326	294	264	238	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>311</b>	<b>377</b>	<b>478</b>	<b>612</b>
在建工程	102	102	102	102					
无形资产及其他	74	74	79	83	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
长期股权投资	33	33	33	33	<b>经营活动现金流</b>	<b>12</b>	<b>171</b>	<b>75</b>	<b>78</b>
<b>资产总计</b>	<b>5446</b>	<b>6403</b>	<b>7532</b>	<b>8922</b>	净利润	339	412	522	668
短期借款	424	624	824	1024	少数股东权益	29	35	44	57
应付款项	935	1236	1581	2023	折旧摊销	64	40	37	34
预收帐款	190	237	304	390	公允价值变动	0	0	0	0
其他流动负债	918	918	918	918	营运资金变动	(420)	(1013)	(1351)	(1737)
<b>流动负债合计</b>	<b>2466</b>	<b>3015</b>	<b>3626</b>	<b>4354</b>	<b>投资活动现金流</b>	<b>(176)</b>	<b>33</b>	<b>29</b>	<b>26</b>
长期借款及应付债券	0	0	0	0	资本支出	(91)	33	29	26
其他长期负债	172	172	172	172	长期投资	27	0	0	0
<b>长期负债合计</b>	<b>172</b>	<b>172</b>	<b>172</b>	<b>172</b>	其他	(113)	0	0	0
<b>负债合计</b>	<b>2638</b>	<b>3187</b>	<b>3798</b>	<b>4526</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>583</b>	<b>196</b>	<b>195</b>	<b>194</b>
股本	555	555	555	555	债务融资	184	200	200	200
股东权益	2808	3216	3734	4396	权益融资	387	0	0	0
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5446</b>	<b>6403</b>	<b>7532</b>	<b>8922</b>	其它	12	(4)	(5)	(6)
					<b>现金净增加额</b>	<b>419</b>	<b>400</b>	<b>299</b>	<b>299</b>

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

## 【建筑建材组介绍】

谭倩，美国罗切斯特大学理学硕士、上海财经大学管理学学士，2010年进入国海证券，任新能源、电力设备、电力环保、锂电池行业分析师，带领团队获得2013年水晶球公用事业行业公募榜单第四名。

王鑫，清华大学经管学院工商管理硕士，2015年进入国海证券，从事建筑和工程、非金属类建材行业研究。

## 【分析师承诺】

谭倩，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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；  
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；  
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；  
增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；  
中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；  
卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

## 【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

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，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。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。

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。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。