



2016年10月13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 外延逻辑不断兑现,打造 PPP 咨询设计领军企业

——苏交科(300284)事件点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
苏交科	-2.5	23.8	4.5
沪深 300	1.2	0.5	-4.2

市场数据	2016/10/13
当前价格 (元)	24.12
52 周价格区间 (元)	13.82 - 28.18
总市值 (百万)	13388.75
流通市值 (百万)	8109.91
总股本 (万股)	55508.92
流通股 (万股)	33623.16
日均成交额 (百万)	94.88
近一月换手(%)	23.18

相关报告

《苏交科(300284)事件点评:海外收购顺利推进,协同效应提升核心竞争力》——2016-09-23

《苏交科(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

《苏交科(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

《苏交科(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

事件:

苏交科集团股份有限公司(以下简称"苏交科"或"公司")公告,拟以自有资金 1.4 亿元收购中山市水利水电勘测设计咨询有限公司("中山水利")70%股权,以进一步完善产业布局,开拓水利设计市场。

投资要点:

- 外延并购再下一城,打造国内工程咨询行业领军企业。公司今年以来相继完成美国 TA 公司、西班牙 EPTISA 公司及中山水利的收购,外延发展逻辑不断兑现。我们看好公司利用自身的资本优势,不断整合上下游产业链中的优质企业,在集中度较低的国内工程设计咨询行业中成长为全产业链整合者。
- 收购估值合理,开拓珠三角区域具有重要意义。如按中山水利承诺利润计算,则公司收购中山水利 PE 估值在 6 倍左右,我们认为收购价格相对合理。公司此次股权对价支付采取了创新的"A+B"方式,奖励对价的设置将为中山水利超额完成业绩承诺形成实质动力,同时中山水利有望形成公司珠三角区域营销、生产中心,为后续项目的承揽和运营奠定基础。
- 切入水利市场完善大环保产业链布局,增强水环境 PPP 项目全生命周期 运营能力。在相继收购 TestAmerica、EPTISA 及中山水利后,公司将打 通水环境检测、咨询、评价、设计、融资、施工、运营维等水环境全产业 链及全生命周期参与能力,为后续承揽水环境及海绵城市类 PPP 项目提供技术及资源保障。
- 重启定增方案,有助开展 PPP 项目及外延并购。募集资金由原 10 亿元 调整为 8.88 亿元,发行股份数由 5048 万股调整为 4510 万股,发行价格保持不变仍为 19.81 元。我们认为此次定增有望改善公司流动资金状况、优化资本结构并降低财务费用,更有助于公司以充足的资金开展 PPP 项目建设及外延并购。
- **盈利预测和投资评级**: 考虑到并购带来的业绩增厚,同时谨慎起见未考虑增发因素的影响,我们预测公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.71元(上调)、0.92元(上调)、1.28元(上调),当前股价对应的市盈率估值分别为 34.18、26.34、18.86倍。如考虑增发完成后新增股份对于股价的摊薄,则 2016-2018 年 EPS 分别为 0.71元、0.85元、1.18元,当前股价



《苏交科(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

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%。

对应的市盈率估值分别为 34.18、28.50、20.41 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,国内并购标的业绩承诺不达预期风险,非公开发行不能顺利完成的风险等。

预测指标	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入 (百万元)	2563	3389	5238	6881
增长率(%)	18%	32%	55%	31%
净利润 (百万元)	311	391	508	709
增长率(%)	23%	26%	30%	40%
摊薄每股收益 (元)	0.56	0.71	0.92	1.28
ROE(%)	11.06%	12.11%	13.43%	15.59%

资料来源:公司数据、国海证券研究所



事件:

苏交科集团股份有限公司(以下简称"苏交科"或"公司")公告,拟以自有资金 1.4 亿元收购中山市水利水电勘测设计咨询有限公司("中山水利")70%股权,以进一步完善产业布局,开拓水利设计市场。中山水利 2015 年实现营业收入 1.01 亿元,实现净利润 2,129.41 万元。

评论:

1、 外延并购再下一城, 打造国内工程咨询行业领军企业

公司近期外延并购动作不断。今年以来继接连完成美国 TestAmerica 公司及西班牙 EPTISA 公司的海外收购后,公司又拟以现金收购中山水利 70%的股权,我们认为此举体现了公司内生外延发展并重的战略思路。公司上市以来在国内已相继并购了杭州华龙、甘肃科地、江苏三联、淮交院、厦门市政院、英诺伟霆、中铁瑞威、南京博来等设计咨询企业,上述被收购企业为公司获得相关技术、资质、新市场区域、新业务领域等资源奠定了坚实的基础。

此次收购的中山水利成立于 1996 年,是水利行业甲级设计院,主营业务是水利业务勘察设计,拥有工程设计甲级证书(水利)、岩土工程乙级证书、水文水资源调查评价资质证书、编制开发建设项目水土保持方案资格证书等资质,经营范围涉及水利、市政、建筑工程的设计与咨询、工程测量、工程勘察、承接给排水等多个领域。

表 1: 苏交科上市以来外延并购情况一览

收购时间	标的企业	股权比例	收购金额	收购目的
2012.07	杭州华龙	70%	3,636 万元	提升在浙江市场的占有率
2013.01	甘肃科地	70%	2551.5 万元	提升在甘肃市场的占有率
2013.09	江苏三联	100%	600 万元	获得安全评价资质
2014.03	江苏淮交院	100%	1.90 亿元	拓展苏北地区公路、市政业务
2014.04	厦门市政院	84.08%	1.60 亿元	提升在福建市场的占有率
2014.09	中铁瑞威	85%	1.40 亿元	增强铁路市场业务承接能力
2015.01	英诺伟霆	60%	1800 万元	增强工业污水处理业务能力
2015.09	南京博来	51%	1640 万元	提升城市规划领域业务能力
2016.09	TestAmerica	100%	1812 万美元(另 提供债务置换金 额 1.09 亿美元)	拓展海外市场及第三方检测 业务能力
2016.09	EPTISA	90%	1600 万欧元	拓展海外业务,加快"走出去" 步伐
2016.10	中山水利	70%	1.40 亿元	开拓水利设计市场,提升华南 市场占有率

资料来源:公司公告,国海证券研究所



根据住建部统计,至 2014 年底全国勘察设计企业已有 1.9 万多家,从业人员达到 250 万人,营业收入从 2006 年的 3714 亿元增加到 27152 亿元,但存在较为明显的行业集中度较低、单个企业市场份额不高的特点,尚未出现能够主导国内市场格局的规模化企业。我们看好公司有望利用自身的资本优势,不断整合上下游产业链中的优质企业,积极拓展环保和智能交通领域,在集中度较低的国内工程设计咨询行业中成长为全产业链整合者,未来将带来更大的业绩弹性。

2、 收购估值合理,开拓珠三角区域具有重要意义

公司此次收购中山水利 70%股权价格为 14,139 万元,后者承诺 2016~2019 年净利润复合增长率不低于 15%/年,四年累计净利润不低于 11,598 万元,各年度净利润目标为: 2016 年不低于 2,323 万元、2017 年不低于 2,671 万元、2018 年不低于 3,072 万元、2019 年净利润不低于 3,532 万元。如按中山水利承诺利润计算,则公司收购中山水利 PE 估值在 6 倍 (2016 年) 左右,我们认为收购价格相对合理。此外,公司在此次股权对价支付上采取了创新的"A+B" 方式,A 为双方约定的估值对应转让价格,分三次支付;B 为苏交科对中山水利的业绩承诺奖励对价,为超额累计实现净利润总和的 40%,在业绩承诺到期后一次性支付。我们认为奖励对价的设置将为中山水利超额完成业绩承诺形成实质动力。

公司通过收购地方性专业设计院的方式进入相关区域市场的做法已经证实行之有效。此前通过收购剑平瑞华进入北京市场、收购杭州华龙进入浙江市场、收购甘肃科地进入西北市场、收购淮交院进入苏北市场、收购厦门市政院进入福建市场等均达到了预期的目标,而作为基建重地的华南及珠三角市场公司则长期未能实质进入,而中山水利位于珠三角中心区域,在公司营销支持体系、生产管理体系和优势业务模式的支持下,有望形成公司区域营销、生产中心,为后续项目的承揽和运营奠定基础。

3、 切入水利市场完善大环保产业链布局,增强水环境 PPP 项目全生命周期运营能力

水利建设是"十三五"基础设施建设领域重点方向之一,近期全国人大及国务院均明确表示要集中力量加快建设一批全局性、战略性排水、节水、供水重大水利工程,水资源合理利用、水环境整治、城市防洪排涝、海绵城市建设等日益受到各级政府重视,水利建设重点正在从堤防加固向流域治理、城市排涝转变,存在巨大的市场机遇。在全国 PPP 入库项目中,水利建设投资额 3069 亿,占比 3%左右,未来有望成为 PPP 基础建设及公共服务领域的一个重要分支。开拓水利设计业务,符合公司业务战略发展方向,亦有利于培育新的利润增长点,是实现公司"基础设施领域一站式供应商"的重要举措。

水环境治理是公司推动 PPP 模式的重要方向之一,公司联合贵州 PPP 产业投资基金、中铁二十局中标的 14.62 亿元贵阳市观山湖区小湾河环境综合整治工程 PPP 项目内容主要包括水质提升、河道治理、河道景观改造及保水引水四大工程。公司目前涉水专业包括市政给排水、水运、景观等,在相继收购 TestAmerica、



EPTISA 及中山水利后,公司将打通水环境检测、咨询、评价、设计、融资、施工、运营维等水环境全产业链及全生命周期参与能力,为后续承揽水环境及海绵城市类 PPP 项目提供技术及资源保障。

4、 重启定增方案,有助开展 PPP 项目及外延并购

公司此前因收购 TestAmerica 公司而暂时中止的非公开发行股票方案已重启申请,方案最新修订稿中募集资金由原定 10 亿元调整为 8.88 亿元,发行股份数由 5048 万股调整为 4510 万股,发行价格仍维持 19.81 元/股,发行对象为六安信实(12,696,800 股,28%)、太仓铭源(10,157,441 股,23%)、宁波协慧(7,618,080 股,17%)、李威(10,157,440 股,23%)、符冠华(4,470,011 股,10%)。

我们认为此次定增募集资金有望改善公司流动资金状况、优化资本结构并降低财务费用,更有助于公司以充足的资金开展 PPP 项目建设及外延并购。此外,上述发行对象特别是公司实际控制人之一以"真金白银"的方式认购/增持公司股份,彰显了对公司未来发展和长期投资价值的充足信心,上海海外、太仓国资等地方国资背景投资者也为公司在相关领域的发展创造了多种可能性。

5、盈利预测与评级

我们看好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,积极拓展生态环保、智能交通、互联网业务,成长性及安全性俱佳。鉴于公司相关收购股权均已交割完成,考虑到并购带来的业绩增厚,同时谨慎起见未考虑增发因素的影响,预测公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.71元(上调)、0.92元(上调)、1.28元(上调),当前股价对应的市盈率估值分别为 34.18、26.34、18.86倍。如考虑增发完成后新增股份对于股价的摊薄,则2016-2018年 EPS 分别为 0.71元、0.85元、1.18元,当前股价对应的市盈率估值分别为 34.18、28.50、20.41倍,维持"买入"评级。

6、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,国内并购标的业绩承诺不达预期风险,非公开发行不能顺利完成的风险等。

预测指标	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	2563	3389	5238	6881
增长率(%)	18%	32%	55%	31%
净利润 (百万元)	311	391	508	709
增长率(%)	23%	26%	30%	40%
摊薄每股收益 (元)	0.56	0.71	0.92	1.28
ROE(%)	11.06%	12.11%	13.43%	15.59%

资料来源:公司数据、国海证券研究所



表 2: 苏交科盈利预测表 (暂不考虑本次发行股份摊薄因素影响)

证券代码:	300284.SZ		股价:	24.12	投资评级:	买入		日期:	2016/10/13
财务指标	2015	2016E	2017E	2018E	每股指标与估值	2015	2016E	2017E	2018E
盈利能力					毎股指标				
ROE	11%	12%	13%	16%	EPS	0.56	0.71	0.92	1.28
毛利率	36%	34%	33%	33%	BVPS	4.77	5.47	6.37	7.64
期间费率	16%	17%	19%	18%	估值				
销售净利率	12%	12%	10%	10%	P/E	43.06	34.18	26.34	18.86
成长能力					P/B	5.06	4.41	3.78	3.16
收入增长率	18%	32%	55%	31%	P/S	5.22	3.95	2.55	1.94
利润增长率	23%	26%	30%	40%					
营运能力					利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
总资产周转率	0.47	0.52	0.60	0.66	营业收入	2563	3389	5238	6881
应收账款周转率	0.98	0.98	0.98	0.98	营业成本	1644	2231	3498	4581
存货周转率	86.11	86.11	86.11	86.11	营业税金及附加	29	38	58	77
偿债能力					销售费用	78	100	160	210
资产负债率	48%	50%	57%	56%	管理费用	309	450	640	840
流动比	1.58	1.62	1.74	1.76	财务费用	(15)	25	80	95
速动比	1.58	1.61	1.73	1.75	其他费用/(-收入)	(108)	(5)	(100)	(100)
					营业利润	410	540	701	979
资产负债表(百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	营业外净收支	19	0	0	0
现金及现金等价物	1142	1446	1762	1786	利润总额	429	540	701	979
应收款项	2622	3468	5360	7041	所得税费用	89	113	146	204
存货净额	19	26	41	54	净利润	339	428	555	775
其他流动资产	123	133	154	173	少数股东损益	29	36	47	66
流动资产合计	3906	4979	7224	8961	归属于母公司净利润	311	391	508	709
固定资产	326	294	264	238					
在建工程	102	102	102	102	现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
无形资产及其他	74	74	79	83	经营活动现金流	12	58	(420)	(91)
长期股权投资	33	33	33	33	净利润	339	428	555	775
资产总计	5446	6486	8705	10421	少数股东权益	29	36	47	66
短期借款	424	624	824	1024	折旧摊销	64	40	37	34
应付款项	935	1290	2022	2648	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	190	251	388	510	营运资金变动	(420)	(1279)	(2798)	(2461)
其他流动负债	918	918	918	918	投资活动现金流	(176)	33	29	26
流动负债合计	2466	3082	4152	5099	资本支出	(91)	33	29	26
长期借款及应付债券	0	0	600	600	长期投资	27	0	0	0
其他长期负债	172	172	172	172	其他	(113)	0	0	0
长期负债合计	172	172	772	772	筹资活动现金流	468	196	795	193
负债合计	2638	3254	4924	5871	债务融资	184	200	800	200
股本	555	555	555	555	权益融资	387	0	0	0
股东权益	2808	3231	3782	4550	其它	(102)	(4)	(5)	(7)
负债和股东权益总计	5446	6486	8705	10421	现金净增加额	304	287	404	129
次划击跖 八刁虬妇	田冶工光研点	44.							

资料来源:公司数据、国海证券研究所

请务必阅读正文后免责条款部分



【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。本报告清晰准确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、展示或以其他任何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。