

苏交科(300284.SZ)

PPP 与一带一路蓄势待发的设计龙头

评级: 买入 **前次:** 买入
目标价(元): 28.2
 分析师: 夏天 分析师: 杨涛
 S0740517010001 S0740516080005
 021-20315190 021-20315167
 xiatian@r.qlzq.com.cn yangtao@r.qlzq.com.cn
 2017年02月07日

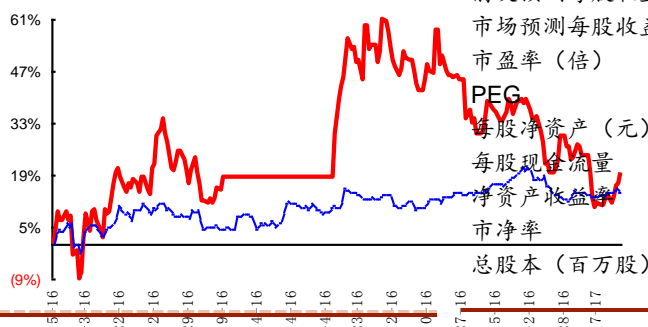
基本状况

总股本(百万股)	556
流通股本(百万股)	337
市价(元)	19.71
市值(百万元)	10,965
流通市值(百万元)	6,652

业绩预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	2,162.8	2,562.6	3,589.4	6,422.9	7,579.0
营业收入增速	32.9%	18.0%	40.1%	78.9%	18.0%
归属于母公司的净利润	252.5	310.6	373.7	565.5	730.6
净利润增长率	36.1%	23.0%	20.3%	51.3%	29.2%
摊薄每股收益(元)	0.45	0.56	0.62	0.94	1.22
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
市盈率(倍)	43.2	35.1	32	20.9	16.2
PEG	1.4	1.2	1.0	0.7	0.6
每股净资产(元)	3.57	4.76	5.33	7.7	8.61
每股现金流量	-0.12	0.46	-1.31	1.75	-1.12
净资产收益率	12.8%	11.8%	12.6%	12.8%	14.1%
市净率	5.5	4.1	3.7	2.7	2.3
总股本(百万股)	504.7	554.5	555.1	600.2	600.2

股价与行业-市场走势对比



备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 对标全球领头羊 AECOM, 内生外延实现持续成长。** 对标全球设计咨询龙头 AECOM, 公司近些年来通过内生加外延, 实现收入和盈利的持续快速增长, 2012-2015 年公司收入从 11.8 亿元增长到 25.6 亿元, CAGR 为 29.5%; 净利润从 1.4 亿元增长到 3.1 亿元, CAGR 为 30.2%。2016 年, 公司不仅订单趋势强劲, 还收购了 TestAmerica、EPTISA 及中山水利设计院三家公司, 今年并表有望助业绩大幅增长。
- 利用设计业务切入 PPP 市场空间极为广阔。** 作为设计咨询龙头, 公司天然占据了 PPP 项目业务链的关键环节, 带动 PPP 项目投融资及总包业务具有天然优势。此前公司一直在为 PPP 业务扩张做基础性准备, 2016 年通过收购填补公司在环保和水环境治理等领域的专业能力, 今年 PPP 业务开拓有望明显加速。
- 打造国际设计咨询龙头, 积极参与一带一路。** 公司成功收购美国最大环境检测公司 TestAmerica, 2015 年收入/利润为 14.34/-0.87 亿元, 2016 年有望扭亏盈利 0.54 亿元, 公司将借此开拓国内环境检测市场, 完善大环保业务模块。所收购西班牙 EPTISA 在 ENR225 排名 94 位, 在东亚、东欧等区域具有较强市场能力, 2015 年收入近 8 亿元。此前公司已承接科伦坡保障房项目, 未来将更深入参与一带一路建设。
- 大股东认购增发彰显信心, 资金实力提升增强外延与 PPP 能力。** 公司 8.88 亿三年期定增已获过会, 大股东参与认购彰显信心。本次定增也将增强公司资本实力, 助力外延与 PPP。
- 投资建议:** 我们预测 16/17/18 年净利润为 3.74/5.66/7.31 亿元, EPS 为 0.62/0.94/1.22 元(增发摊薄后), 对应 PE 为 32/21/16 倍。考虑到公司高成长性, 给予目标价 28.2 元(17 年 30 倍 PE), “买入”评级。
- 风险提示:** 宏观经济下行风险、收购整合不达预期的风险。

内容目录

1. 投资聚焦	- 4 -
2. 对标 AECOM, 内生外延实现持续增长	- 4 -
2.1 对标 AECOM 实现持续增长	- 4 -
2.2 内生外延双轮驱动, 业务版图日益完善	- 4 -
2.3 并购经验丰富, 具备整合优势	- 6 -
3. 依托设计切入 PPP 市场前景广阔	- 8 -
4. 并购全美龙头 TestAmerica, 进军第三方检测市场	- 8 -
4.1 标的为美国检测市场龙头, 品牌和网络造就强劲实力	- 8 -
4.2 并购后标的卸下费用包袱, 盈利之路畅通无阻	- 9 -
4.3 加码检测板块, 完善环保布局, 协同效应突出	- 12 -
5. 投资西班牙 EPTISA, 加码一带一路建设	- 13 -
5.1 标的足迹遍布全球, 海外资源成最大宝藏	- 13 -
5.2 工程设计业务再加码, 打通海外业务渠道	- 13 -
6. 股东认购增发彰显信心, 资金实力提升强化外延与 PPP	- 14 -
7. 盈利预测、估值与投资建议	- 14 -
8. 风险提示	- 15 -

图表目录

图表 1: 2012~2015 营业收入 CAGR=29.54%	- 4 -
图表 2: 2012~2015 归母净利润 CAGR=30.18%	- 4 -
图表 3: 分地区收入占比	- 5 -
图表 4: 公司海外业务分布	- 5 -
图表 5: 苏文科业务种类	- 6 -
图表 6: 苏文科历年并购标的及目的	- 6 -
图表 7: TestAmerica 核心业务流程及市占率情况	- 9 -
图表 8: TestAmerica 美国分布图	- 9 -
图表 9: TestAmerica 历年收入及预测	- 10 -
图表 10: TestAmerica 历年分业务收入	- 10 -
图表 11: TestAmerica 前 5 大供应商采购额占比	- 11 -
图表 12: TestAmerica 历年毛利率情况	- 11 -
图表 13: TestAmerica 历年归母净利润及预测	- 11 -
图表 14: TestAmerica 财务费用预测	- 11 -
图表 15: EPTISA 分地区业务分布	- 13 -

图表 16: 公司与收购标的盈利预测表	- 14 -
图表 17: 可比公司估值表	- 14 -
图表 18: 财务报表摘要	- 16 -

1. 投资聚焦

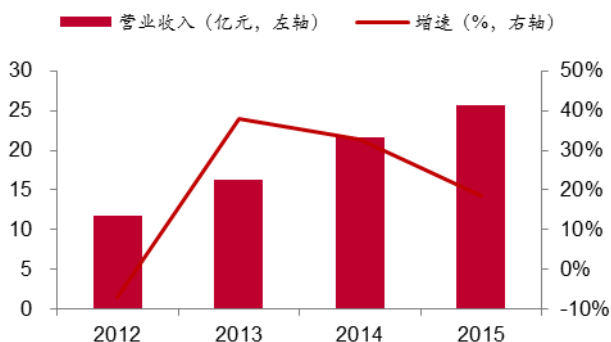
- 公司作为行业内设计咨询龙头，一直以来对标国际标杆 AECOM，通过内生外延实现了业绩的持续成长。去年公司通过三单外延并购，分别填补了在环境检测、水环境、一带一路海外市场三个领域的专业能力，为今年 PPP 与一带一路市场开拓积极蓄势，今年相关业务有望分别取得明显进展。
- 考虑到公司去年良好的订单趋势有望促今年内生业绩快速增长，加上三单收购今年全年并表带来业绩进一步增厚，今年公司业绩有望实现大幅度增长。
- 经过前期调整，当前公司 2017 年 21 倍市盈率估值水平已具有极大吸引力。公司三年期增发在即，大股东认购也充分彰显信心。我们认为公司此处具有较大投资价值，给予 2017 年 30 倍的目标市盈率，“买入”评级。

2. 对标 AECOM，内生外延实现持续成长

2.1 对标 AECOM 实现持续成长

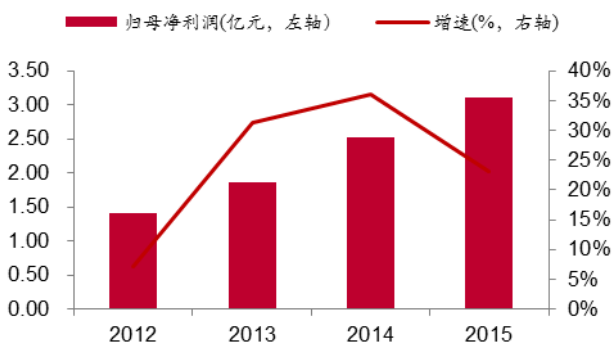
- 公司对标 AECOM，内生外延并举，收入与盈利能力也得到了大幅度改善。以兼并最为集中的 2012~2015 年来看，公司的营业收入从 2012 年的 11.79 亿元增长为 2015 年的 25.63 亿元，3 年复合增速 29.54%。净利润从 2012 年的 1.41 亿元增长为 2015 年的 3.11 亿元，年复合增速 30.18%，实现了持续增长。

图表 1：2012~2015 营业收入 CAGR=29.54%



来源：wind，中泰证券研究所

图表 2：2012~2015 归母净利润 CAGR=30.18%



来源：wind，中泰证券研究所

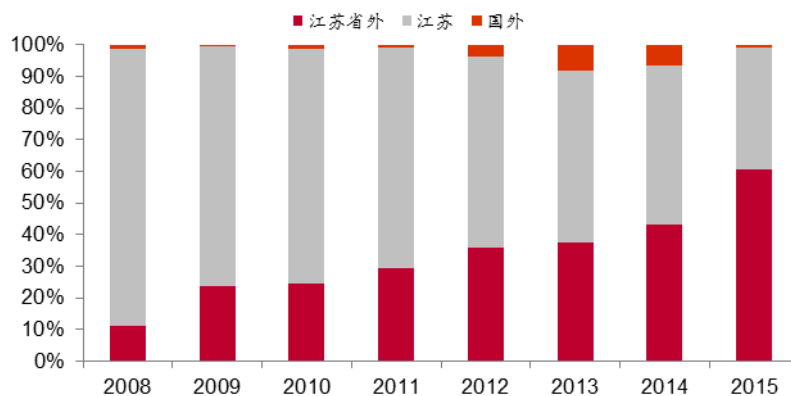
2.2 内生外延双轮驱动，业务版图日益完善

- 由于我国工程咨询和工程承包行业在一定程度上存在“条块分割，行业保护、地区封锁”现象，外地项目招投标只能获取少部分项目份额，长

期市场开拓难度较大，公司更多考虑并购方式开拓异地市场。

- 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，通过并购或参股设立北京剑平瑞华、杭州华龙、甘肃科地、重庆鼎丰等区域性公司，重点拓展北京、浙江、江西、西北西南地区业务。2015年省外业务占比60.7%，未来有望继续通过并购拓展外省政府关系及业务。

图表 3: 分地区收入占比



来源: wind, 中泰证券研究所

- 公司为拓展海外业务，成立海外部，在多个国家开展战略布局及具体项目跟踪，近些年已经在巴基斯坦、斯里兰卡、印度尼西亚、安哥拉等国开展海外交通行业咨询设计、施工监理、试验检测业务。此次收购 Test America，是公司海外并购的重要一步，公司业务范围延伸至北美，扩大了国际客户群，未来有望利用境外子公司平台，推动咨询业走向世界。

图表 4: 公司海外业务分布



来源: 公司官网, 中泰证券研究所

- **并购拓展新的业务领域。**公司自成立以来，通过不断并购和投资，业务

领域扩展到公路、桥梁、市政、水运、轨道交通、房屋建筑和环保工程、安全评价等领域。Test America 收购完成后，苏交科在环保领域的业务能力将得到大幅度提升，进一步推进公司环保业务战略的实施。公司环保业务范围将延伸至环境大数据跟踪、环境解决方案优化、环境治理运营成本控制以及环保工程项目实施等。EPTISA 业务与苏交科主业互补性较强，其水利技术在中国及东南亚发展潜力大，该收购将促成苏交科对主业的扩充。

图表 5: 苏交科业务种类



来源：公司官网，中泰证券研究所

2.3 并购经验丰富，具备整合优势

- 近三年连续收并购 6 家公司。**2014-2016 年，公司连续收并购整合 6 家公司，不断扩展业务范围和区域市场。公司 2014 年 4 月 10 日公告收购厦门市市政工程设计院有限公司 83.58% 股权，厦门院主营市政设计，承诺 2014-2018 净利润 CAGR 20.00%。4 月 14 日公告收购淮交院公司 100% 股权，淮交院主营公路与市政设计业务，承诺 2014-18 年度净利润 CAGR 65.17%。同年收购北京中铁瑞威，开拓新领域及资质拓展。其次，公司 2016 年以来三项收购均围绕公司短板，收购完成后提升公司在环境检测、环保、水处理业务核心竞争力。后续公司外延依然可期，有望继续做强做大。
- 公司并购类型包含横向与多元化并购，在实施大量并购的过程中积累了丰富经验。**并购使得苏交科获得新业务领域的资质、团队和经验，从而快速进入新市场，同时输出自身管理经验和体系，用信息化管理平台提高被收购方管理效率，快速复制管理模式。此外通过业绩承诺、管理层入股，也将有效地激励子公司提升业绩。

图表 6: 苏交科历年并购标的及目的

公告日期	收购/增资对象及比例	对价	被收购方主营业务	被收购方业绩承诺	过往业绩	目的
2012/7/29	收购杭州华龙交通勘察设计有限公司 70%股权	3636 万	公路工程勘察设计、咨询, 市政工程咨询	2012M8-12/2013/2014/2015 扣非后净利润 700/1100/1200/1206 万元	预计 2013 年实现营业收入 4000-5000 万元、净利润 900-1100 万元; 业绩增长 20% 以上。	完善市场布局、获取人力资源团队、输出管理
2012/10/2	与中水电建设集团路桥工程有限公司合资投资中水电路桥勘察设计有限公司持有 49% 股权	980 万				借助央企品牌和业务平台获取业务
2012/10/29	全资子公司江苏燕宁公路工程技术有限公司与漳州市顺通路桥建设有限公司共同出资设立福建省燕宁顺通科技发展有限公司, 前者占 55% 股权	2750 万				对在路面新材料领域拥有先进的研究成果进行市场化
2013/1/28	甘肃科地工程咨询有限责任公司 70% 股权	2552 万	公路、市政领域的工程咨询、勘察设计	2013/14/15/16 年扣非后净利润不低于 444/544/544/544 万元	2012 年净利润 353 万元	完善市场布局、获取人力资源团队、输出管理
201 /7/29	参股 23% 投资组建重庆鼎丰国际工程咨询有限公司	230 万	公路、隧道、桥梁的试验、检测、咨询			与具有资源优势股东合作, 开拓重庆及周边市场
2013/9/10	收购江苏三联安全评价咨询有限公司 100% 股权	600 万	安全评价、职业病危害监测、职业卫生评价等	2013/14/15 年扣非后净利润不低于 42/105/168 万元	原业务范围未来 2 年年均净利润为 136.5 万元, 并购后至 2015 年, 新增业务可另累计新增税后利润 472 万元	进入安全评价市场, 获取人力资源团队、输出管理
2014/4/10	收购厦门市市政工程设计院有限公司 83.58% 股权	15990.3 万	市政工程设计	2014/15/16/17 年扣非净利润不低于 2280/2736/3283/3940 万元	2013 年收入 17965 万元, 净利润 1873 万元	拓展市场、进军水处理
2014/4/14	收购淮安市交通规划设计院有限公司 100% 股权	18974.55 万	公路、市政工程勘察设计 & 咨询业务	2014/15/16/17/18 年扣非后净利润不低于 2731/6009/9778/14113/20325 万元	2013 年收入 10033.2 万元, 净利润 2092.7 万元	拓展市场、输出管理
2014/9/30	收购北京中铁瑞威基础工程有限公司 85% 股权	10041.6 万	铁路病害整治服务和隧道特种工程施工	2014 年扣非后净利润不低于 1745 万元, 2015-2017 年累计净利润目标为 10377 万元	2013 年收入 14485.3 万元, 净利润 1548.2 万元	增强在铁路系统市场的业务承接能力
2016/7/5	收购 TestAmerica 100% 股权	11706.21 万	环境检测		2016 年 1-3 月/2015/2014 年, 净利润分别是 -3964.43/-8686.02/-10184.94 万元	加快在环保领域的布局, 打造中国最大的第三方检测平台
2016/7/18	收购西班牙 EPTISA SERVICIOS DE INGENIERÍA, S.L. 90% 股权	1600 万欧元	水利、交通			拓展海外市场, 布局一带一路, 为中国企业走出去提供咨询服务
2016/10/9	收购中山市水利水电勘测设计咨询有限公司 70% 股权	1.14 亿元		水利、市政、建筑工程的设计与咨询	以中山水利 2015 年净利润基准, 2016-2019 年四年净利润复合增长率不低于 15%/ 年, 2016-2019 年净利润不低于 2323 万元、2671 万元、3072 万元、3532 万元	2016 年 1-3 月/2015 年净利润分别为 43.48、2129.41 万元

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

3. 依托设计切入 PPP 市场前景广阔

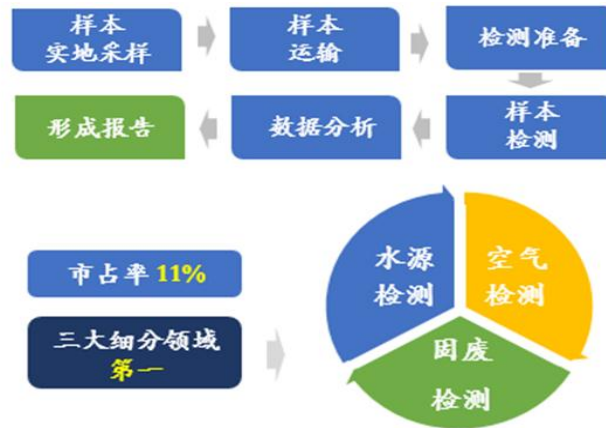
- 作为交通设计咨询龙头，公司天然的占据了 PPP 项目业务链的关键位置，利用设计带动 PPP 项目投融资及总包业务具有先天优势。一方面，公司长期跟踪服务地方政府，对地方政府城市发展规划及基建市政需求有清晰的了解，对政府决策有较大影响力，因此在 PPP 项目承接上具有显著优势。另一方面，公司作为设计方，能站在公共品全生命周期视角设计项目、运作项目，最能满足 PPP 项目对政企长期合作的要求，在项目操作上能够胜任 PPP 项目牵头人角色。
- 2016 年 6 月底公司参与设立的贵州 PPP 产业基金与中铁二十局联合体中标贵阳小湾河环境综合整治 PPP 项目，金额 14.62 亿元，公司通过产业基金实践工程咨询 PPP 模式，未来有望复制带动收入快速增长。
- 此前公司在 PPP 推广初期项目承接较为谨慎，但一直在储备相关能力。公司近日收到住建部颁发的工程设计综合甲级资质，资质实力更上一层楼。去年收购中山水利设计院，填补公司在水利、水环境治理领域的的能力短板。预计公司今年将在 PPP 领域开拓将明显加速。

4. 并购全美龙头 TestAmerica，进军第三方检测市场

4.1 标的为美国检测市场龙头，品牌和网络造就强劲实力

- **市场占有率稳居全美第一。**TestAmerica 在第三方环境检测专业领域声名在外。其服务链条完整，检测范围覆盖化学液体检测、有机物及特殊物品检测、金属及无机物的检测等，是美国环境检测市场最大的“一站式”服务商。在美国设有超过 90 个布点，拥有 23 个认证实验室和 36 个销售和服务中心。公司主营环境检测服务及相关采样产品。检测业务每年接收来自 40 多个国家的样本，完成超 60 万次测试，提供超 1000 种分析方法。
- **TA 在美市场占有率达到 11%，收入为第二名的两倍。**旗下拥有两个业界领先的空气检测服务商，在美国第三方环境检测市场的三大主要细分市场---水源检测、空气检测、固废检测领域均保持第一。

图表 7：TestAmerica 核心业务流程及市占率情况



来源：公司官网，中泰证券研究所

- **忠诚持续的高端客户群。**客户群包括世界上最大的工业企业、联邦机构、主要的环境和水务公司、州政府、城市供水和污水处理机构，公司 90% 的收入来自于老客户。
- **领先的全球服务网络。**TestAmerica 覆盖面广，拥有行业领先的第三方检测服务网络，触角深探美国 50 个州，足迹遍布全球。其服务网络涵盖 40 多个国家，并在泰国曼谷设有服务共享中心，利用跨时区优势做到 7×24 无休高效服务。规模效应显著，实验室间相互协作可以降低工作中的系统性风险，检测结果更为高效准确，对大型高端客户具备充分吸引力。

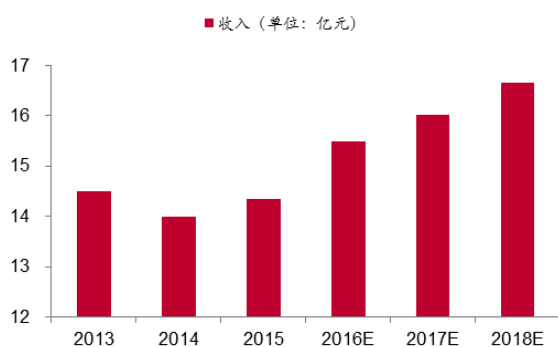
图表 8：TestAmerica 美国分布图



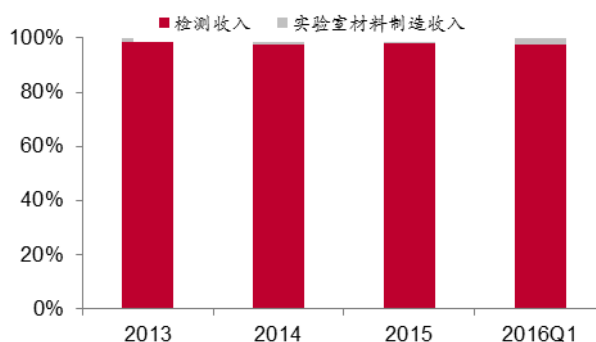
来源：公司官网，中泰证券研究所

4.2 并购后标的卸下费用包袱，盈利有望显著改善

- **收入保持稳定。**2015 年 TestAmerica 的营业收入为 14.34 亿元，同比增长 2.5%，在近三年业务重整后收入重回增长通道。公司 2015 年营业收入约占美国第三方环境检测市场总份额的 11%，是第二名的 2 倍左右，在业内保持绝对领先优势。
- **检测收入为主要收入来源。**TestAmerica 主营业务包括环境检测和实验室材料制造。其中，环境检测是公司最为专注的业务和最关键的收入来源，营收占比一直稳定在 97% 以上。

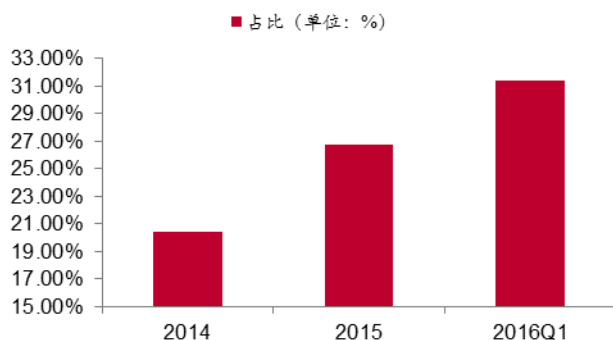
图表 9: TestAmerica 历年收入及预测


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

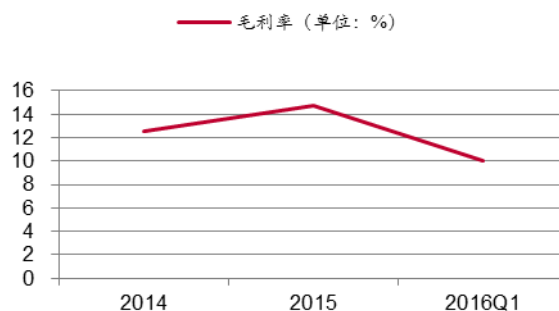
图表 10: TestAmerica 历年分业务收入


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- **并购后将实现稳定的收入增长。**凭借全国性的经营网络、长期保持领先的市场份额、较高的客户认可度以及实验室信息管理系统 (LIMS) 完成整合后带来的技术优势, 其未来检测业务营业收入增长可维持在 3%-4%。未来若 TestAmerica 拓展发展中国家市场, 该增长趋势将得到进一步加强。
- **毛利率有望持续提升。**经过 3 年业务重整, 公司更新了系统并关闭了部分低效率的实验室, 有效改善了服务质量和盈利能力。2015 年综合毛利率为 14.76%, 同比增长 2.12 个百分点。2016Q1 的毛利率低于前两年则主要是由于公司业务明显的季节性因素。
- 过去两年, TestAmerica 对各类材料等供应商进行选择以形成长期合作关系, 前五大供应商采购额的占比已从 2014 年的 20.43% 提升到 31.43%, 公司的议价能力将因为集中采购而得到有效提升, 未来将显著减少采购成本。此外, 随着新的实验室信息管理系统的使用、原有资源的继续整顿, 毛利率有进一步提高的空间。

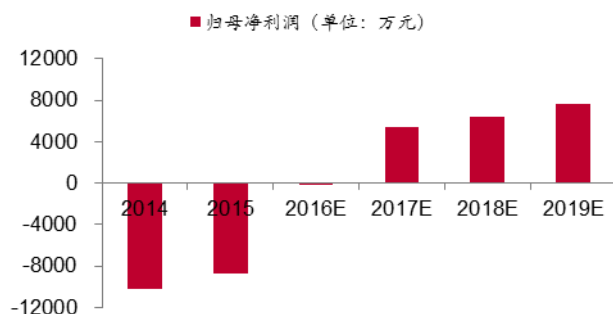
图表 11: TestAmerica 前 5 大供应商采购额占比


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

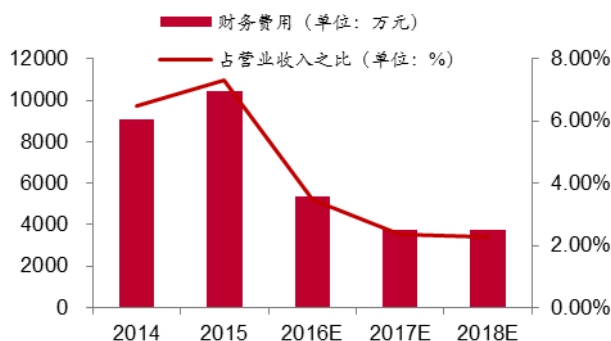
图表 12: TestAmerica 历年毛利率情况


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 近几年较高财务费用侵蚀利润。** 高额的财务费用是影响公司盈利的重要因素, 这归因于历次杠杆收购过程中股东向公司借出的较高的付息负债和高昂利率。2016 年 Q1 公司长期借款的账面余额为 6.69 亿元, 平均年化利率约为 11%, 该季度长期利息支出 1818.96 万元, 财务费用为 2573.24 万元, 占同期收入的 8%。
- 受高额利息债务的影响, 公司近几年处于亏损状态。** 不过随着去年以来毛利率有所提升, 公司亏损状况得到了显著改善。2015 年 TestAmerica 的归母净利润为 -8686.02 元, 相较 2014 年的亏损额同比减少 14.72%。
- 并购后债务置换将大幅减少财务费用, 盈利可期。** 苏交科拟通过债务重组的方式为标的公司偿还原有的高成本债务, 并将未来的债务成本年化利率控制在 4%-6%。此次债务置换将大幅减少公司的财务费用, 假设公司的长期借款规模保持不变, 年化利率降为 5.6%, 财务费用占收入之比在未来三年将迅速下降到约 2%的水平, 每年平均将释放超过 5000 万利润。

图表 13: TestAmerica 历年归母净利润及预测


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 14: TestAmerica 财务费用预测


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 在此次收购后, 我们认为 TestAmerica 将依靠稳定的收入增长、毛利率的进一步提升和债务成本的大幅下降这三大驱动力实现未来盈利的持续**

改善。根据预测，2017~2019 三年间平均实现净利润约 6486 万元，估计未来三年净利润复合增速 18.31%。

4.3 加码检测板块，完善环保布局，协同效应突出

- 公司主营业务为勘察设计、项目管理、综合检测、环境咨询等，其中，勘察设计业务收入占公司总收入半壁江山，为最重要的业务，2015 年占比 52.1%；综合检测业务收入占比 16.85%，较 2014 年提高了 3.24 个百分点，公司抢占国内第三方检测市场动作迅速，而收购 TestAmerica 也是公司发展第三方检测业务的重要举措。TestAmerica 完成并表后，以现有收入规模测算，公司营收将突破 40 亿，检测部分收入将由 4.7 亿增至 19 亿，占比将接近 50%。
- 此外，公司 2015 年以参股 10% 的方式战略投资江苏力维检测科技公司，吹响了构建大检测平台的号角。江苏力维检测是华东地区领先的第三方检测机构，检测项目涵盖环境检测、土壤（危废鉴定）检测、二噁英检测、食品农产品检测及工作场所环境监测与评价等。这是公司应对国内第三方检测市场新机遇的重要举措，大检测平台已经初露头角。此外，公司亦参股复凌科技(上海)有限公司，定位于环保大数据服务提供商，主要针对工业企业的工艺水和循环水提供数据采集和分析服务。而收购美国龙头企业 TestAmerica，集先进技术、规模优势于一身，标志着公司大检测平台框架已经成型，全国最大的第三方检测平台即将诞生。
- 公司跨境并购全美领先环境监测公司 TestAmerica，实现布局环保产业、搭建大检测平台的战略，朝“全球检测业务的领导者”目标迈进。并购后，标的公司除了增厚公司业绩，亦将在研发、采购、销售、客户关系维护 and 信息技术等方面实现资源共享，取得产品和客户的双重提升，公司将达国内检测行业规模最大。
- 以技术优势和检测前端特性切入环保，形成上下游联动。TestAmerica 助力苏交科完善环保业务链条。并购成功后，TestAmerica 将成为公司旗下首家专门从事环境检测细分领域的子公司，其在水资源、空气和固废检测领域颇具优势。借助技术优势和检测业务在方案和处理前端环节的特性，公司环保业务范围将进一步延伸至环境大数据跟踪、环境解决方案优化、环境治理运营成本控制以及环保工程项目实施等。并购完成后，公司业务将实现上下游联动，同时提供环保评价、咨询、第三方检测等上游业务与废水处理、固废处理等下游业务。
- 共享优质客户。工程咨询企业是检测实验室的重要上游企业。公司作为中国知名的工程咨询企业，在纳入标的公司环境监测全产业链条后，将提供其稳定可靠的客户来源。同时，凭借 TestAmerica 在美国得天独厚的优势，苏交科的品牌也得以延展至海外，客户服务范围更加广阔。
- 工程设计咨询业务将借力进军全球。2014 年以来，公司持续贯彻“内生增长”和“外延发展”并重的总体发展战略，海外扩张步伐加快。

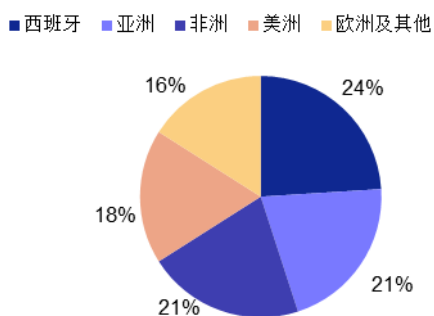
TestAmerica 在美国市场的长期经验有助于公司深化对美国商业文化和法律社会环境的理解，其品牌优势和客户积淀有助于客户导流。之后，公司将有机会实现中国咨询服务业的对外输出，利用境外子公司平台走向世界。

5. 投资西班牙 EPTISA，加码一带一路建设

5.1 标的足迹遍布全球，海外资源成最大宝藏

- **EPTISA 为西班牙老牌工程设计公司，世界百强实力强劲。**标的成立于 1956 年，主营水利、环境、交通、社会经济发展、信息化、工业建筑和能源等业务。在全球拥有超 1000 名员工，在 16 个国家设有办事处，运营项目遍布 43 个国家。EPTISA 为世界百强国际工程设计公司，在 2014 年美国《工程新闻记录》(ENR) 国际工程设计公司 225 强中排名第 94。
- **EPTISA 深耕工程设计市场，海外经验丰富。**标的公司 2015 年营业收入近 8 亿元人民币，其中在西班牙以外的业务超七成。标的已在西亚、东欧、南亚地区运营多年，尤其在“一带一路”地区拥有完善布局，海外项目经验丰富，客户多为欧盟发展基金、世界银行、亚洲开发银行及当地政府部门等。凭借标的公司充足的海外高端客户资源及完备的业务布局，苏交科工程咨询业务将快速进入全球市场。

图表 15: EPTISA 分地区业务分布



来源：公司官网，中泰证券研究所

5.2 工程设计业务再加码，打通海外业务渠道

- **业务协同，技术加码。**EPTISA 工程设计业务与苏交科主业具有较强互补性。其核心技术覆盖水利、交通、社会经济发展等方面，在大坝、港口、隧道及高铁等方面具备丰富经验，具有明显的国际竞争力。标的公司的水利技术在中国及东南亚有很大的发展潜力，将有利于苏交科围绕主业进一步拓宽业务领域。
- **EPTISA 全球布局为苏交科工程咨询业务“走出去”铺路。**EPTISA 海外经验丰富，布局广阔。业务分布西亚、东欧、南亚地区，目前在 43 个国家有运营中的项目，尤其在“一带一路”地区布局完善。苏交科实

行国际化战略，致力于跨国经营，拓展海外市场。吸纳优质标的作为公司海外项目承接平台，可突破市场壁垒，减少投资新设公司的经营风险；坚实的客户基础也将使公司业务出海计划事半功倍，大大降低海外市场拓展的成本。这为苏交科工程咨询业务快速进入全球市场铺平了道路。

- 助力苏交科国际化经营。收购完成后，EPTISA 将成为苏交科的国际人才平台，实现人才资源国际化、属地化，打造苏交科进入欧美等高端市场的有效经营管理平台。

6. 大股东认购增发彰显信心，资金实力提升强化外延与 PPP

- 公司 11 月底非公开增发 8.88 亿元已获过会，大股东认购 8800 万锁定三年彰显信心。8.88 亿定增资金全部用于补充现金流，发行对象均以现金认购。本次定增将有效增强公司资本实力，满足公司业务转型以及外延并购的资金需求，有助于公司全面铺开 PPP 业务。定增价格 19.69 元与目前股价接近，具有一定安全边际。

7. 盈利预测、估值与投资建议

- 我们预测公司 2016/2017/2018 年净利润分别为 3.74/5.66/7.31 亿元，EPS 分别为 0.62/0.94/1.22 元（增发摊薄后），当前股价对应 PE 为 32/21/16 倍，考虑到公司未来从事 PPP 业务及外延整合带来的成长性，给予目标价 28.2 元（对应 17 年 30 倍 PE），“买入”评级。

图表 16: 公司与收购标的盈利预测表

	2015	2016E	2017E	2018E
苏交科内生收入 (百万元)	2562.57	3016.70	3948.34	4906.11
苏交科内生净利润 (百万元)	310.63	373.71	465.47	615.19
TA 收入 (百万元)	1434.01	1548.91	1601.98	1664.75
TA 净利润 (百万元)	-	-	54.33	64.21
EPSTIA 收入 (百万元)	800.31	824.32	865.53	995.36
EPSTIA 净利润 (百万元)	-78.00	-	30.00	33.00
EPSTIA 并表利润 (持股 90%)	-	-	27.00	29.70
中山水务收入 (百万元)	101.29	111.42	133.70	160.44
中山水务净利润 (百万元)	20.20	23.23	26.71	30.72
中山水务并表利润 (持股 70%)	-	-	18.70	21.50
上市公司收入合计 (百万元)	2562.57	3589.40(注)	6422.89	7579.00
上市公司净利润合计 (百万元)	310.63	373.71	565.50	730.60

来源：公司公告，中泰证券研究所，注：数据考虑四季度单季 TA 及中山水务并表

图表 17: 可比公司估值表

证券代码	证券简称	股价	EPS (元)			PE		
			2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
600629.SH	华建集团	20.16	0.46	0.53	0.60	44	38	34
603018.SH	中设集团	34.77	1.00	1.31	1.60	35	27	22
603017.SH	中衡设计	20.39	0.44	0.56	0.69	46	36	30
002116.SZ	中国海诚	13.05	0.56	0.70	0.82	23	19	16
603909.SH	合诚股份	48.61	0.61	0.67	-	80	73	-
	平均值					46	38	25

来源：wind 一致预期，中泰证券研究所，股价为 2017 年 2 月 7 日收盘价

8. 风险提示

- 宏观经济下行风险、收购整合不达预期的风险。

图表 18: 财务报表摘要

损益表 (人民币百万元)					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	2,162.8	2,562.6	3,589.4	6,422.9	7,579.0
增长率	38.05%	18.5%	40.1%	78.9%	18.0%
营业成本	-1,443.5	-1,644.2	-2,417.6	-4,401.2	-5,249.1
% 销售收入	66.7%	64.2%	67.4%	68.5%	69.3%
毛利	719	918	1,172	2,022	2,330
% 销售收入	33.3%	35.8%	32.6%	31.5%	30.7%
营业税金及附加	-21.2	-28.5	-35.9	-64.2	-60.6
% 销售收入	1.0%	1.1%	1.0%	1.0%	0.8%
营业费用	-67.1	-77.9	-109.1	-228.0	-250.1
% 销售收入	3.1%	3.0%	3.0%	3.5%	3.3%
管理费用	-255.8	-309.0	-466.6	-891.5	-985.3
% 销售收入	11.8%	12.1%	13.0%	13.9%	13.0%
息税前利润 (EBIT)	375	503	560	838	1,034
% 销售收入	17.3%	19.6%	15.6%	13.0%	13.6%
财务费用	17.8	14.7	-10.2	-50.3	-46.1
% 销售收入	-0.8%	-0.6%	0.3%	0.8%	0.6%
资产减值损失	-77.4	-110.6	-80.0	-60.0	-50.0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	5.7	2.5	5.0	7.0	6.0
% 税前利润	1.7%	0.6%	1.0%	0.9%	0.6%
营业利润	321	410	475	735	944
营业利润率	14.9%	16.0%	13.2%	11.4%	12.5%
营业外收支	11.4	19.3	23.0	19.0	18.0
税前利润	333	429	498	754	962
利润率	15.4%	16.7%	13.9%	11.7%	12.7%
所得税	-63.5	-89.4	-89.6	-135.7	-163.5
所得税率	19.1%	20.8%	18.0%	18.0%	17.0%
净利润	269	339	408	618	798
少数股东损益	16.6	28.8	34.7	52.5	67.8
归属于母公司的净利润	253	311	374	566	731
净利率	11.7%	12.1%	10.4%	8.8%	9.6%

资产负债表 (人民币百万元)					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	864.8	1,142.1	358.9	1,411.7	742.4
应收款项	2,219.3	2,603.2	4,176.8	8,312.1	6,424.8
存货	38.3	19.1	65.3	88.3	94.9
其他流动资产	197.0	142.1	166.5	258.8	223.0
流动资产	3,319	3,906	4,768	10,071	7,485
% 总资产	77.3%	71.7%	78.9%	90.2%	85.7%
长期投资	60.4	33.3	123.3	123.3	123.3
固定资产	251.6	326.4	365.5	366.8	326.8
% 总资产	5.9%	6.0%	6.0%	3.3%	3.7%
无形资产	66.2	74.3	69.5	63.5	56.2
非流动资产	975.7	1,539.2	1,278.8	1,089.8	1,244.0
% 总资产	22.7%	28.3%	21.1%	9.8%	14.3%
资产总计	4,295	5,446	6,046	11,161	8,729
短期借款	240.0	424.0	132.7	-	-
应付款项	779.0	1,058.4	1,654.7	3,211.1	1,774.2
其他流动负债	1,051.1	983.9	941.9	1,469.6	1,291.5
流动负债	2,099.1	2,466.3	2,782.9	4,719.2	3,133.7
长期贷款	-	-	-	1,714.7	-
其他长期负债	87.6	171.8	105.2	50.0	109.0
负债	2,187	2,638	2,888	6,484	3,243
普通股股东权益	2,108	2,808	3,158	4,677	5,486
少数股东权益	-	-	-	-	-
负债股东权益合计	4,295	5,446	6,046	11,161	8,729

比率分析					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标					
每股收益 (元)	0.45	0.56	0.67	0.94	1.22
每股净资产 (元)	3.57	4.76	5.33	7.37	8.61
每股经营现金净流 (元)	-0.12	0.46	-1.31	1.75	-1.12
每股股利 (元)	0.09	0.12	-	-	-
回报率					
净资产收益率	12.8%	11.8%	12.6%	12.8%	14.1%
总资产收益率	6.3%	6.2%	6.8%	5.5%	9.1%
投入资本收益率	28.4%	29.5%	31.9%	26.6%	17.7%
增长率					
营业总收入增长率	32.9%	18.5%	40.1%	78.9%	18.0%
EBIT增长率	51.3%	30.1%	22.9%	61.8%	26.1%
净利润增长率	36.1%	23.0%	20.3%	51.3%	29.2%
总资产增长率	37.6%	26.8%	11.0%	84.6%	-21.8%
资产管理能力					
应收账款周转天数	314	339	340	350	350
存货周转天数	5	4	4	4	4
应付账款周转天数	100	115	121	123	104
固定资产周转天数	37	41	35	21	16
偿债能力					
净负债/股东权益	103.7%	94.0%	91.5%	138.6%	59.1%
EBIT利息保障倍数	-17.07	-26.82	47.74	15.60	21.49
资产负债率	50.9%	48.4%	47.8%	58.1%	37.1%

现金流量表 (人民币百万元)					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	269	339	408	618	798
少数股东损益	16.6	28.8	34.7	52.5	67.8
非现金支出	395.8	521.3	451.8	659.8	835.2
非经营收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	302.1	-859.2	-850.9	-2,076.6	210.2
经营活动现金净流	253.3	11.8	-359.2	-1,321.0	1,153.2
资本开支	-	-	-100.0	-70.0	-40.0
投资	5.7	2.5	5.0	7.0	6.0
其他	-246.3	-173.0	32.7	-33.4	-
投资活动现金净流	-252.0	-176.1	-62.3	-110.4	-39.3
股权募资	0	0	0	0	0
债权募资	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金净流	-76.1	439.8	-361.6	2,484.2	-1,783.3
现金净流量	-75	276	-783	1,053	-669

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6—12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。