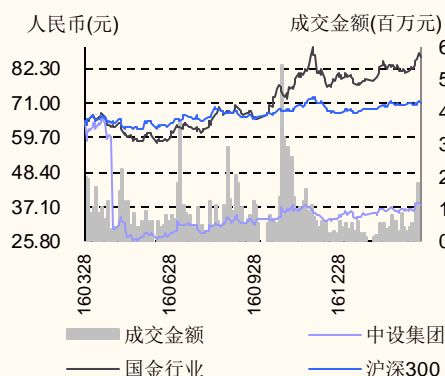


市场价格(人民币): 37.59元
 目标价格(人民币): 46.20-52.80元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	125.87
总市值(百万元)	7,818.72
年内股价最高最低(元)	66.40/25.80
沪深300指数	3478.04
上证指数	3266.96



省内外齐发展，外延并购助业绩高增

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	1.595	1.541	0.932	1.317	1.718
每股净资产(元)	15.58	16.77	20.25	22.39	25.32
每股经营性现金流(元)	0.08	1.10	3.26	0.91	4.17
市盈率(倍)	37.57	49.88	37.01	26.21	20.09
行业优化市盈率(倍)	14.29	14.29	14.29	14.29	14.29
净利润增长率(%)	10.72%	-3.41%	21.01%	41.23%	30.46%
净资产收益率(%)	10.24%	9.19%	9.21%	11.77%	13.57%
总股本(百万股)	104.00	104.00	208.00	208.00	208.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **立足江苏坐望西北，新疆基建爆发助力业绩高增长：**1) 江苏基建方兴未艾设计市场仍广阔：铁路预建“市市通”；公路网向乡村覆盖预计新改建农村公路 3500 公里桥梁 800 座；港口投资计划 2020 年前完成 580 亿；城市管廊 2020 年将达 300 公里；2) 布局西部分享新疆基建爆发“大蛋糕”：收购宁夏设计院标志公司西部“三驾马车”的市场布局正式完成，根据 17 年新疆工作会议“力争实现全社会固定资产投资 1.5 万亿以上”我们预计 17 年新疆铁路公路和水利的固定投资可以创造 68-102 亿的设计市场，对比公司 15 年营收仅 13.8 亿市场广阔弹性极大；3) 通过订单统计+市场测算我们预计公司业绩持续高增长：16 年公司订单充足预估营收 17 亿，通过省内外基建计划以及市场份额测算 17/18 年营收为 23/30 亿。
- **董事更换公司发展进入新纪元：**1) 年轻化领导班子和富有领导力的新任董事长，公司发展料提速：公司于 17 年 1 月选举前总经理杨卫东为董事长，新一届领导班子年轻化预计公司将会更加积极。2) 三大变化勾勒未来图景：①对比世界设计龙头 AECOM 和苏交科设计院外延并购利于打破行业地方保护壁垒是大势所趋；②公司收购宁夏设计院开拓西北市场/收购扬州设计院进军水利行业；③公司锐意开拓新业务，如无人机检测桥梁、港口航道系统等业务；3) 公司 3 月 6 日公布了第一批限制性股票激励计划，价格 17.73 元份额 416 万股约占总股本 2%，开启激励步伐。

投资建议

- 我们认为公司通过外延并购拓宽市场在江苏基建维持高位和新疆基建爆发的情况下业绩将持续高速增长，新领导班子年轻积极充满想象力，预测公司 17/18 净利润为 2.8/3.6 亿，增速为 41%/30%。

估值

- 我们给予公司未来 3-6 个月 46.2-52.8 元目标价位，相当于 30/24 × 17EPS/18EPS-35/31 × 17EPS/18EPS。

风险

- 新疆固定资产投资不达预期；外延并购风险；应收账款过高应注意坏账风险。

黄俊伟 联系人
 (8621)60230241
 huangjunwei@gjzq.com.cn

贺国文 分析师 SAC 执业编号: S1130512040001
 (8621)60230235
 hegww@gjzq.com.cn

内容目录

一、盈利预测与估值.....	4
1.盈利预测.....	4
2.采用 PE 估值，给予目标价 46.2-52.8 元.....	4
二、省交规院改制，江苏设计资质最高.....	6
三、立足江苏坐望西北，业绩上拐爆发可期.....	8
1.“大本营”市场广阔，省内龙头充分受益.....	9
2.市场外延迅速，西部成业绩新发动机.....	11
3.业绩预估：拐点向上，内生外延助高增长.....	15
四、董事更换公司发展进入新纪元.....	17
1、年轻化领导班子和富有领导力的新任董事长为公司注入活力.....	17
2、三大变化勾勒未来图景.....	18
五、风险提示.....	21

图表目录

图表 1：公司盈利预测表.....	4
图表 2：中设集团和苏交科估值比较.....	4
图表 3：中设集团盈利预测表.....	5
图表 4：预测估值较历史估值处于低位.....	5
图表 5：外延并购完成有望实现估值溢价.....	5
图表 6：公司为江苏省交规院改制.....	6
图表 7：中设集团股权分散.....	7
图表 8：勘察设计为绝对主营.....	7
图表 9：公司业绩稳定增长.....	7
图表 10：中设集团与苏交科对比.....	8
图表 11：公司拥有工程设计最高等级资质—工程设计综合甲级资质.....	8
图表 12：江苏省 17 年主要铁路施工项目一览.....	9
图表 13：江苏省 17 年主要公路施工项目一览.....	9
图表 14：江苏省铁路投资增速保持在 50%以上.....	10
图表 15：江苏省公路投资增速出现大幅增长.....	10
图表 16：江苏省内在手重大合同一览.....	11
图表 17：西北市场机构设置与网络布局.....	11
图表 18：西部固定资产投资完成额增速高于全国平均.....	12
图表 19：西部固定资产施工开工同放量.....	12
图表 20：城市市政公用设施投资完成额比例估计.....	12
图表 21：城市市政公用设施投资完成额估计（亿元）.....	13
图表 22：交通基建投资完成额估计（亿元）.....	13
图表 23：新疆 17 年设计市场规模估计.....	13

图表 24: 西部在手重大合同一览.....	14
图表 25: 对比新疆设计规模公司弹性极大.....	15
图表 26: 公司在手合同业绩贡献 (万元)	15
图表 27: 公司 16 年营收估计 (百万)	16
图表 28: 公司 17/18 年省内业务估计 (百万)	16
图表 29: 公司 17/18 年省外业务估计 (百万)	17
图表 30: 公司 16~18 年业绩预测汇总 (百万)	17
图表 31: 时任总经理杨卫东代表公司领取象征国际土木工程界最高荣誉的获奖 证书	18
图表 32: 时任总经理杨卫东在中德两国国家领导人的见证下签署战略合作协议	18
图表 33: 苏交科自上市以来历年并购标的.....	18
图表 34: 苏交科历年营收、归母净利润及其增速.....	19
图表 35: 中设集团历年营收、归母净利润及其增速.....	19
图表 36: 按区域区分的公司历年收入.....	19
图表 37: 无人机对湖北省荆岳长江大桥进行专项检测.....	20
图表 38: 南京四桥用中设航空固定翼无人机.....	20
图表 39: 公司近期中标港口航道类工程.....	20
图表 40: 第三届董事会董事持股.....	20
图表 41: 激励对象的人员名单及分配情况.....	21
图表 42: 首次授予的限制性股票的解除限售时间安排及业绩考核指标.....	21
图表 43: 预留限制性股票的解除限售时间安排及业绩考核指标.....	21

一、盈利预测与估值

1. 盈利预测

- 公司借助省内外市场内生外延，特别是新疆基建大爆发有望助公司业绩突增。根据公司在手订单以及新疆设计市场规模，我们预计 17 年营收为 23.47 亿元，18 年为 29.87 亿元（具体估算参考第三部分）。公司省内业务毛利率稳定在 44% 左右，省外业务毛利稍低在 34% 左右，考虑到未来公司省外业务占比上升，给予公司 17/18 毛利率 38.3%/38.2%，稍低于历史水平。由此我们预计公司 2016~2018 年净利润分别为 1.94、2.74 和 3.57 亿元。

图表 1：公司盈利预测表

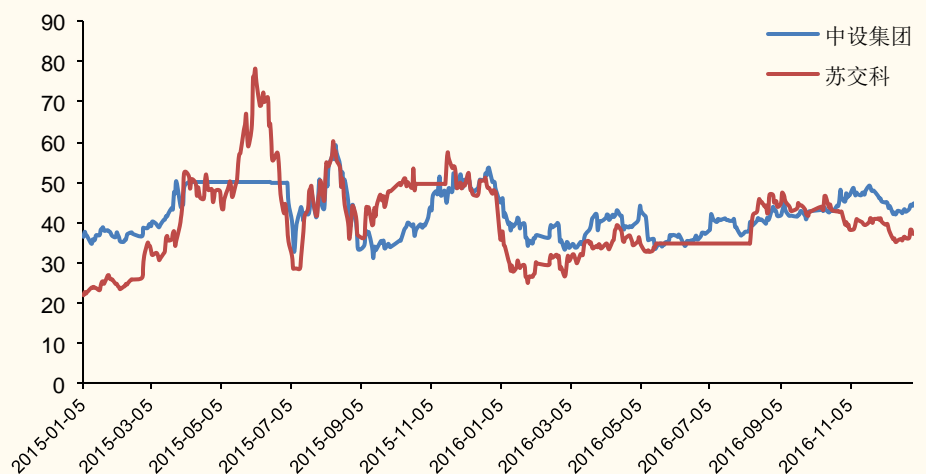
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	
营业收入（亿元）	12.61	13.97	16.67	23.47	29.87	主要根据当前在手订单、省内省外市场估算，具体参考报告第三部分
同比	10.00%	10.80%	20.08%	40.08%	27.73%	
毛利率	40.09%	39.23%	38.5%	38.3%	38.2%	公司西部业务占比上升，西部业务毛利率较低
营业税金占比	0.94%	1.05%	1.05%	1.05%	1.05%	参考历史数据
销售费用占比	6.39%	7.17%	7.17%	7.17%	7.17%	参考历史数据
管理费用占比	12.97%	13.53%	13.53%	13.53%	13.53%	参考历史数据
归母净利润（亿元）	1.66	1.60	1.94	2.74	3.57	
同比	10.72%	-3.41%	21.25%	41.24%	30.29%	
EPS（元/股）	1.60	1.54	0.93	1.32	1.72	

来源：国金证券研究所

2. 采用 PE 估值，给予目标价 46.2-52.8 元

- 与龙头苏交科比较：中设集团体量小业绩弹性大。从两者历史估值来看，除却特殊时点的估值爆发，苏交科估值水平一般低于中设集团，尤其是进入 16 年以来，中设 PE 较苏交科高 5~10 倍。从 2016 年 11 月以来，两者估值差距稳定在 8 倍左右。

图表 2：中设集团和苏交科估值比较



来源：wind、国金证券研究所

公司属于设计类公司，我们选取苏交科、华建集团、中国海诚、中衡设计，考虑到公司外延与苏交科预期估值水平，我们给予公司高于行业平均的估值水平，给予公司 17 年 35-40 倍、18 年 24-31 倍的估值。

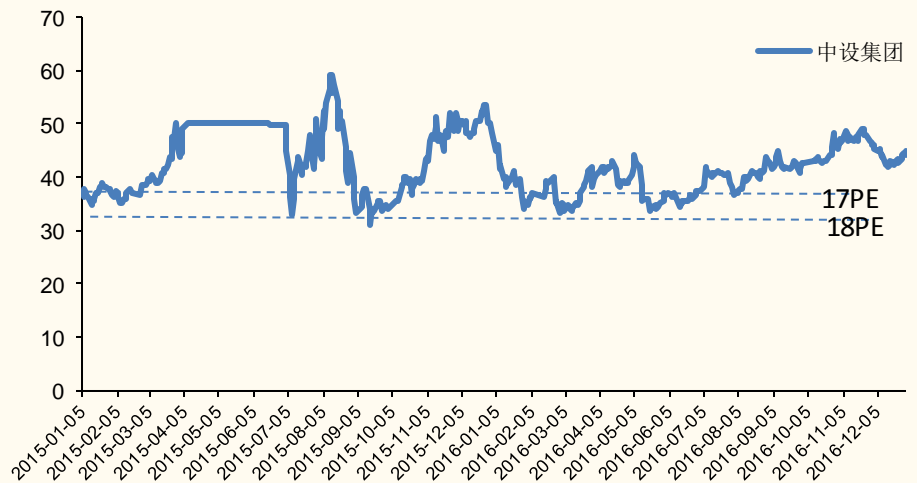
图表 3：中设集团盈利预测表

公司	总市值	净利润			PE		
		16E	17E	18E	16E	17E	18E
苏文科	108.43	3.86	5.01	6.35	28.53	22.09	17.41
华建集团	87.44	2.53	3.33	4.38	34.59	26.25	19.98
中国海诚	70.09	2.22	2.74	3.40	31.52	25.54	20.63
中衡设计	57.17	1.24	1.59	1.91	46.24	36.07	30
				均值	35.22	27.49	22
中设集团	79.77				38	35-40	24-31

来源：wind、国金证券研究所

- **与历史估值比较：**当前给出的估值远低于历史估值平均水平，历史估值中枢为 42.44 倍，最低值为 31.81 倍，最高值 59.24 倍。17 年 35 倍估值在历史分布的 10%分位数以下，18 年 31 倍估值小于历史最低估值。

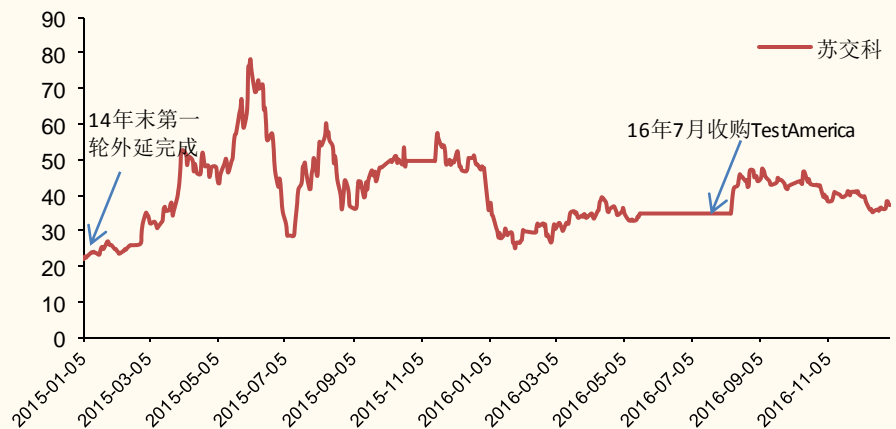
图表 4：预测估值较历史估值处于低位



来源：国金证券研究所

- **外延并购完成有望实现估值溢价：**观察苏文科历史估值水平，14 年末与 16 年 7 月苏文科两次外延扩张后，公司估值都出现了不同程度的溢价。14 年连续收购设计院与工程公司后，15 年初至年中估值快速上升，PE 中枢为 42，峰值为 78；16 年 7 月收购 TestAmerica 后，估值中枢为 41，峰值为 48，估值也有明显上升。故我们预计，中设集团本轮外延（收购宁夏设计院、扬州设计院、布局无人机检测等新业务）后也有望实现较高估值。

图表 5：外延并购完成有望实现估值溢价



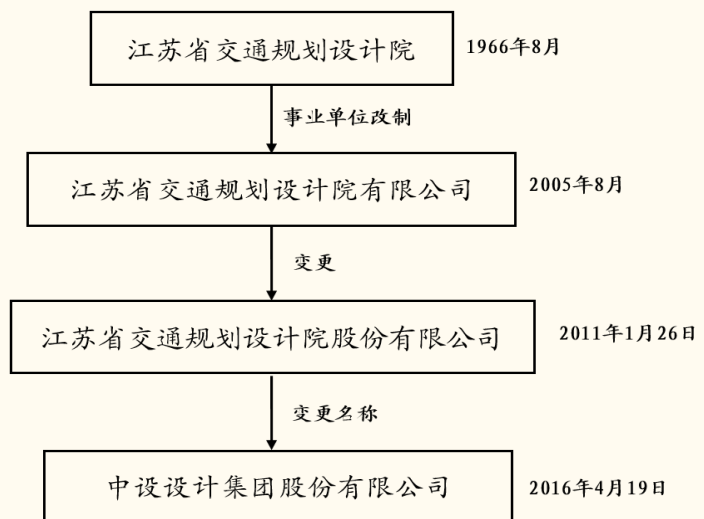
来源：wind、国金证券研究所

我们根据 PE 估值法给予公司合理目标价 46.3-52.8 元。对应 17/18 年 PE 估值水平为 35-40/24-31 倍，首次覆盖给予“买入”评级。以当前（2017/3/27）股价 37.59 元计，公司股价有 25%~40% 的上升空间。

二、省交规院改制，江苏设计资质最高

- 中设集团是一家综合性国际工程咨询公司，前身为始建于 1966 年的江苏省交通规划设计院。公司已经取得工程设计最高等级资质——综合甲级，是获此资质的江苏省第一家设计单位，可以承担住建部划定的全部 21 个行业和 8 个专项范围内的工程设计业务。
- 公司形成了以综合规划、交通、水运、城建、铁道、环保和智能、工程管理和检测等七大业务板块为引领的全行业、多领域融合发展的战略格局，可提供从战略规划、工程咨询、勘察设计到科研开发、检测监测、项目管理、专业施工、后期运营等全生命周期的一体化解决方案。2014 年，公司在上海证券交易所整体上市。

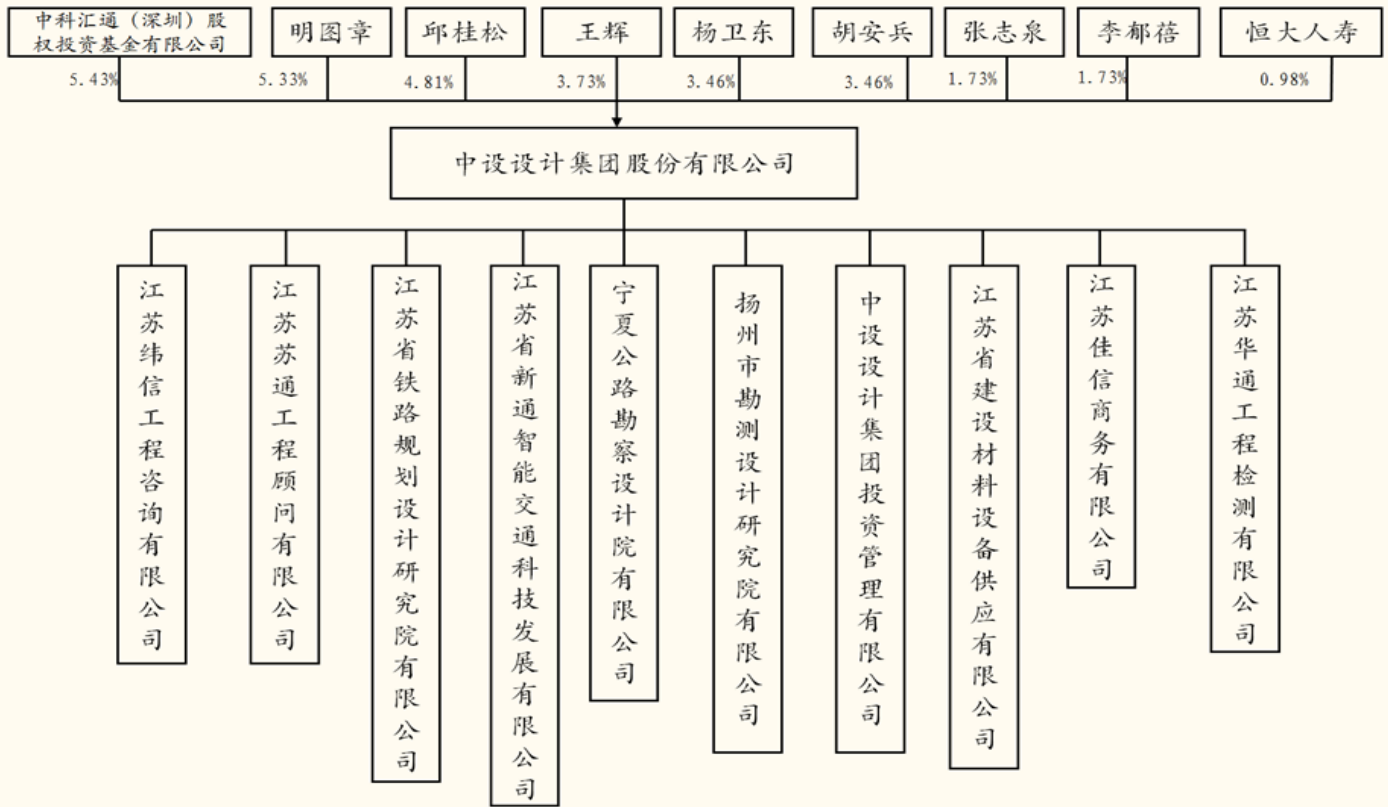
图表 6：公司为江苏省交规院改制



来源：公司公告，国金证券研究所

- 根据公司 2016 年三季报，第一大股东为中科汇通（深圳）股权投资基金有限公司，持股比例为 5.43%，但其不参与公司日常经营。第二大股东明图章为公司法人代表，持股比例为 5.33%。第三届董事会共 6 位非独立董事合计持股 15.71%。公司目前股权结构分散，不存在实际控制人。

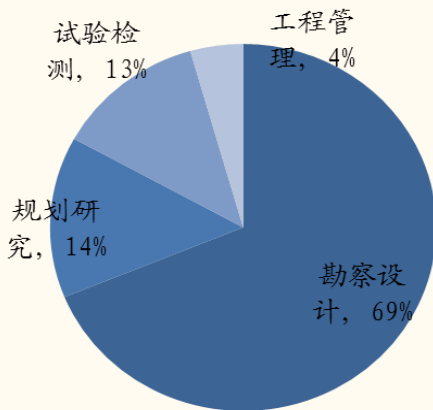
图表 7：中设集团股权分散



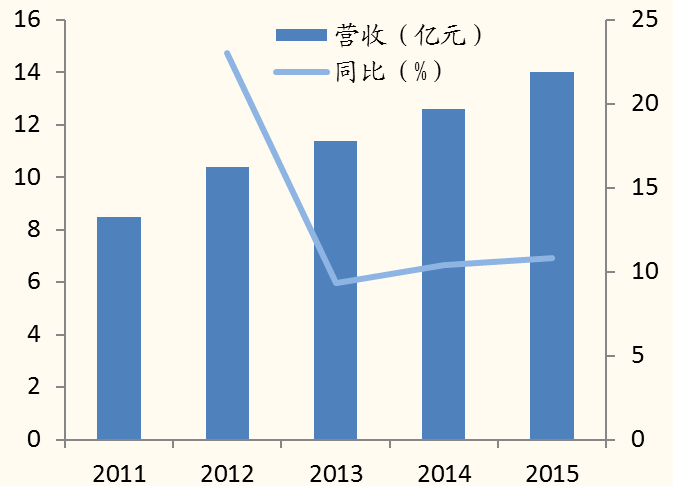
来源：wind，公司官网，国金证券研究所

- 公司主营业务分为四个部分：勘察设计、规划研究、试验检测、工程管理。勘察设计的传统核心业务，从 2016 年中报来看，勘察设计业务营收占比仍然最大，占到 69%。
- 从 2011 年底至 2015 年底，公司营业收入从 8.49 亿元上升到 13.97 亿元，CAGR 达 13.26%；净利润从 2011 年的 1.17 亿元上升到 2015 年的 1.6 亿元，CAGR 达 8.14%。从单季度来看，从 15 年四季度到 16 年三季度公司营收和净利润同比均保持增长。
- 公司 2016 年前三季度实现营收 11.52 亿元，同比上升 35.06%，归属上市公司股东净利润 1.24 亿元，同比上升 31.42%，基本每股收益 0.60 元/股。

图表 8：勘察设计为绝对主营



图表 9：公司业绩稳定增长



来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

- 公司与同属江苏的苏交科在省内交通工程设计、咨询行业形成双龙头格局。据 2016 年 3 季报，公司的营业收入约为苏交科的一半。

图表 10：中设集团与苏交科对比

	中设集团	苏交科
历史沿革	前身为成立于 1966 年的江苏省交通规划设计院，2005 年改制，2011 年变更为股份有限公司，2014 年在上交所上市	前身为成立于 1978 年的江苏省交通科学研究所，2002 年改制为员工持股的科技型民营企业，2008 年整体变更为股份有限公司，2012 年在深交所上市
股权结构	根据 2016 年三季报，公司第一大股东为中科汇通（深圳）股权投资基金有限公司，公司董事长杨卫东持股比例仅为 3.4621%，公司股权分散，目前无实际控制人	根据 2016 年三季报，董事长符冠华和总经理王军华为实际控制人和一致行动人，二人合计持股 37.19%
业务范围	工程设计咨询为主，大力开拓 PPP/EPC 和工程总包业务	工程咨询和工程承包为主，大力布局环保、智能交通和海外业务
收入区域	根据 2015 年年报，江苏省内收入约为 63%，江苏省外收入约位 36%	根据 2015 年年报，江苏省内收入约为 39%，江苏省外收入约为 61%
往期并购	2014 年上市至今仅开展两例并购	2014 年至今已开展六例并购
公司资质	工程设计综合资质甲级（第一家获此资质的民企）	工程设计综合资质甲级（2017 年 1 月 22 日取得）

来源：公司官网，wind，国金证券研究所

- 公司拥有工程设计最高等级资质—工程设计综合甲级资质，目前全国共有 70 家企业拥有该项资质，其中民企仅 2 家，公司是第一家获取该项资质的民企，苏交科在 2017 年 1 月 22 日获得该项资质。公司可以承担住建部划定的全部 21 个行业和 8 个专项范围内的工程设计业务，不受行业资质及规模的限制，公司资质优势十分显著。此外，公司还拥有工程咨询、工程勘察综合类、环境影响评价、公路工程综合、公路工程桥隧工程专项等多项甲级资质。
- 公司先后与中铁咨询公司、中铁五院签署战略合作协议，公司正式成为为数不多进入铁路设计垄断领域的设计院。

图表 11：公司拥有工程设计最高等级资质—工程设计综合甲级资质

证书名称	等级	发证部门
工程设计综合资质	甲级	住房和城乡建设部
工程咨询资格证书	甲级	国家发改委
工程勘察综合资质	甲级	住房和城乡建设部
环境影响评价资质	甲级	环境保护部
交通建设工程监理企业资质等级证书（公路工程）	甲级	交通部
交通建设工程监理企业资质等级证书（机电工程）	甲级	交通部
中华人民共和国对外承包工程资格证书	（地域）世界各地	江苏省商务厅

来源：公司官网，国金证券研究所

- 公司自 2008 年起成为中国勘察设计行业“五十强设计院”，2014 年起成为“中国工程咨询企业四十强”。

三、立足江苏坐望西北，业绩上拐爆发可期

1. “大本营”市场广阔，省内龙头充分受益

- **江苏铁路预建“市市通”，庞大铁路网提供广阔市场。**据统计，目前江苏有连盐铁路、沪通铁路江苏段、青连铁路、连淮扬镇铁路、宁启铁路二期工程、徐宿盐淮铁路、徐连客专线等九条铁路在建（其中一条为改造项目），而今年，还将有盐通铁路等5条铁路项目将要开工，多个项目在审。

图表 12：江苏省 17 年主要铁路施工项目一览

铁路段	施工期间	全长 (km)	工程状态
连盐铁路	2013-2017	232	
青连铁路	2014-2018	8	
宁启铁路二期工程	2014-2018	94	
符夹扩能改造	2014-2018	9	已开工
沪通铁路江苏段	2014-2020	120	
连淮扬镇铁路	2014-2020	305	
徐宿盐淮铁路	2015-2019	316	
徐连客专	2016-2020	180	
沿海铁路盐城至南通段	2017-2019	160	预计今年年初开工
湖苏沪城际铁路苏州段	2017-2021	51	2017 年力争开工，计划 2021 年建成
苏南沿江城际铁路	2017-2021	300+	去年 10 月勘查工作进行，年初开工
通苏嘉城际铁路	2017-2020	153	可行性与勘察设计中，预计今年开工
盐泰锡常宜铁路	2017-2020	290	进行道路改造，预计 17 年开工
淮新铁路	十三五规划	122	项目立项评审过程中
镇宣铁路	十三五规划	规划中	项目规划中
北沿江城际铁路	十三五规划	385	项目规划中
宁淮城际铁路	十三五规划	200+	项目规划中

来源：江苏省交通运输工作会议、江苏省交通运输部官网、中国招标网、国金证券研究所

- **继续拓宽公路网，农村公路提供新订单。**2017 年江苏省将继续完善公路交通网，特别是区级、农村交通网的建设。据 17 年江苏省公路工作会议，江苏预计新建农村公路 3500 公里，桥梁 800 座；新增、调整城市公交线路 100 条以上，新增城市轨道交通运营线路 2 条；实施完成公路安全生命防护工程 7000 公里。高速公路方面，全省高速网继续细化，9 条线路在建，5 条线路预计今年开工，在建公路里程 330 公里以上，预建 140 公里以上，创造大量的公路交通订单。

图表 13：江苏省 17 年主要公路施工项目一览

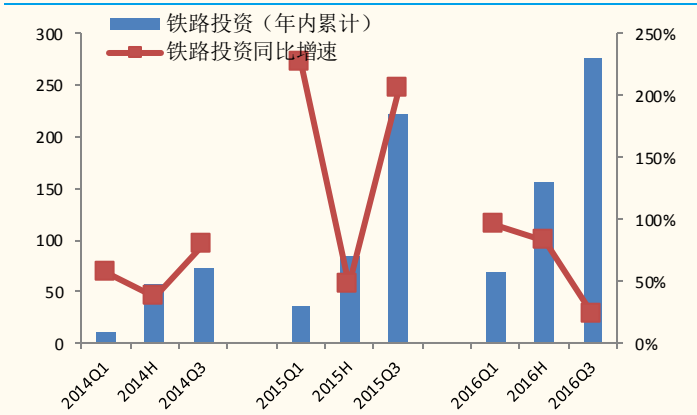
项目名称	全长 (Km)	公路类型	建成时间
建成通车 (3 个)			
宿州至扬州高速公路江苏段	34.5	双向四车道	
阜兴泰高速公路兴化至泰州段	35	双向四车道	2017
沪宁高速公路昆山高新区互通	4.1	道路互通	
续建项目 (6 个)			
泰州至镇江高速公路镇江新区至丹阳段	21.6	双向四车道	2018
江都至广陵高速公路改扩建工程	66	双向四车道	2018
海安至启东高速公路	131	双向四车道	2020
无锡至南通过江通道公路北接线	22.4	部分六车道	2020
无锡至南通过江通道公路南接线	9.7	双向六车道	2020
沪陕高速公路浦头互通	2	道路互通	2018
预计新开工项目 (5 个)			
溧阳至高淳高速公路	34	双向四车道	2020
苏锡常南部高速公路常州至无锡段	44.7	双向六车道	2021

常州至宜兴高速公路一期工程	18.1	八车道+六车道	2020
五峰山过江通道公路接线工程	33	双向八车道	2021
南京长江五桥	10.3	公路桥梁	2021

来源：江苏省交通运输部官网、中国招标投标网、国金证券研究所

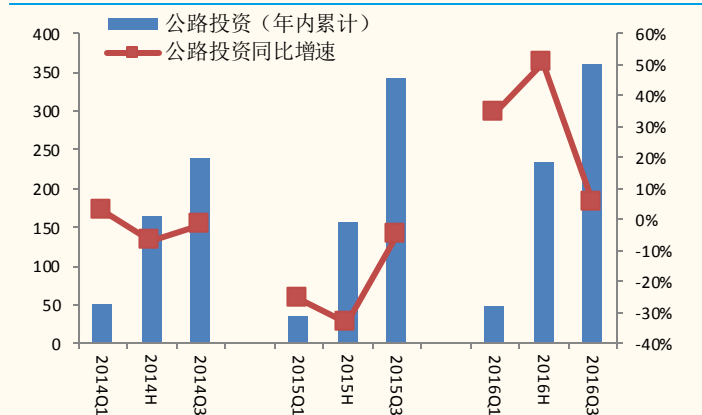
- **江苏省交通投资加速。**江苏省 16 年交通投资出现加速，多项投资超额超计划完成。据江苏省交通运输厅公布，江苏省 16 年 1~10 月份交通运输完成投资 805.7 亿元，为年度计划的 90.0%，同比增长 7.8%。其中：铁路建设完成投资 276.0 亿元，为计划的 76.7%，同比增长 23.8%。公路建设完成投资 361.5 亿元，为计划的 104.0%，同比增长 5.4%。
- **江苏省轨交建设仍处于快速发展期。**通过统计近两年公布的铁路、公路投资数据，我们认为江苏省轨交建设 17 年增长动力强劲。铁路投资方面，江苏近 3 年铁路投资增速保持在 50% 以上，仅 16 年第三季度出现季度调整；公路投资方面，在经历了 15 年公路投资负增长后，16 年公路投资出现强势反弹，预计 17 年仍有反弹空间。

图表 14：江苏省铁路投资增速保持在 50% 以上



来源：江苏省交通运输厅官网、国金证券研究所

图表 15：江苏省公路投资增速出现大幅增长



来源：江苏省交通运输厅官网、国金证券研究所

- **港口水运市场广阔。**江苏省 2016 年确保完成航道基础设施投资 33.28 亿元，计划完成港口基础设施建设投资 115 亿元。“十三五”计划到 2020 年，港口计划完成投资 580 亿元。
- **城市管廊将达 300 公里。**根据江苏省政府《关于推进城市地下综合管廊建设的实施意见》，2020 年全省开工建设城市地下综合管廊要达 300 公里以上。受益于江苏省轨交及运输市场的繁荣，公司 16 年签订了大量轨交订单，在手订单充足。公司上半年江苏省内营收 4.69 亿元，占全部营收的 63%，同比增长 12.83%。除勘察设计合同外，还有大量 EPC/PPP 合同到手；设计合同包括江苏省重点轨交工程盐泰锡常宜铁路（总金额 302 亿）等；EPC 合同两个，分包额 0.74 亿元。

图表 16：江苏省内在手重大合同一览

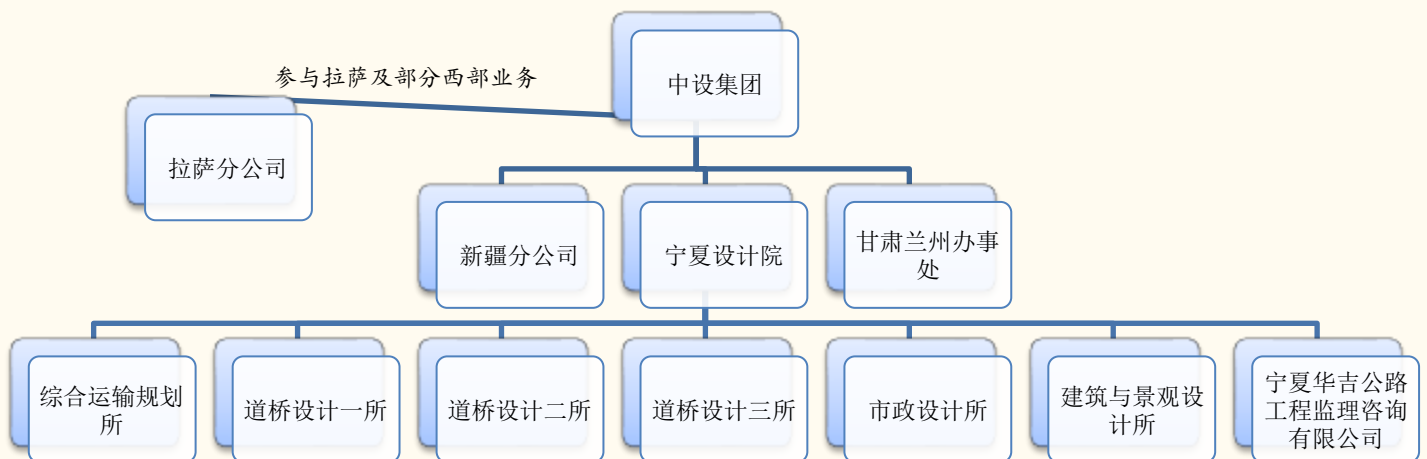
公告时间	项目名称	中标子公司	里程(km)	金额	类型
2016/2/14	南沿江城际铁路南京至常州段可研和勘察设计	铁路规划设计院	300	总金额 358 亿	勘察设计
2016/2/26	徐州至连云港客运专线论证项目	综合运输规划研究中心	181	总金额 262 亿	勘察设计
2016/4/6	南通港洋口区烂沙北水道 15 万吨航道工程	港行设计一所	--	设计总包费 0.51 亿	EPC
2016/7/22	南京港龙潭区铁路专用线工程勘察设计	铁路规划设计院	5.4		勘察设计
2016/9/19	盐城市综合交通运行指挥中心一期	江苏新通	--	设计总包费 0.23 亿元	EPC
2016/11/26	无锡市蠡湖大道快速化工程施工图设计项目	市政设计研究院	8.5	中标价 280 万	勘察设计
2016/11/26	太和县 2016 年度市政工程（勘察、设计）项目	市政设计研究院	18（道路）+8（管廊）	总投资 15 亿	勘察设计
2017/2/20	南京西坝港区（化工园区）铁路专用线扩能改造工程设计咨询项目	铁路规划设计研究院	7.4	总投资 5 亿	勘察设计
2017/2/21	通扬线（运东船闸~海安船闸段）航道整治工程高邮段航道及桥梁工程勘察设计项目	港航设计一所	--	总投资 18.5 亿	勘察设计
2017/3/13	泰州市长江大道快速化改造工程项目	城建规划设计研究院	32.5	设计费率 1.26%	勘察设计

来源：中国招标网、中国采招网、公司官网、国金证券研究所

2. 市场外延迅速，西部业绩新发动机

- **收购宁夏设计院，西北网络布局完成。**公司 2015 年 4 月投资约 3.07 亿元收购宁夏设计院，控股比例 99.86%。公司通过收购宁夏公路院，取得了公路行业（特大桥梁、公路）甲级资质，完善了在西北地区的经营网络。目前，公司已经形成了新疆分院、甘肃办事处与宁夏设计院联动的机构布局，基本建成覆盖大部分西北地区的经营网络，进一步提升在西北地区的市场竞争能力。
- **宁夏设计院是当地设计龙头。**是自治区唯一具有国家甲级资质的公路勘察设计单位，下辖道桥设计所、市政设计所、建筑与景观设计所、岩土工程勘察设计所、工程质量检测中心等，业务能力全面。16 年以来，宁夏设计院已承接 6 个西北区的重大项目。

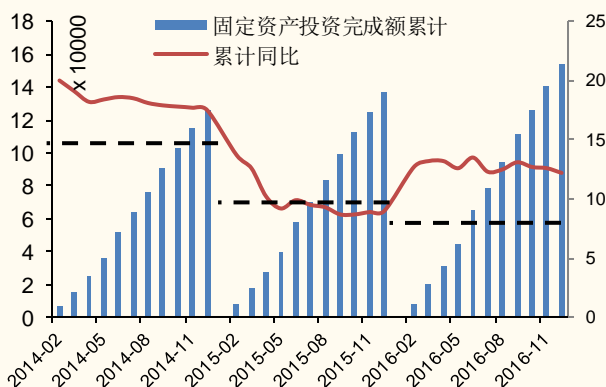
图表 17：西北市场机构设置与网络布局



来源：公司官网、国金证券研究所

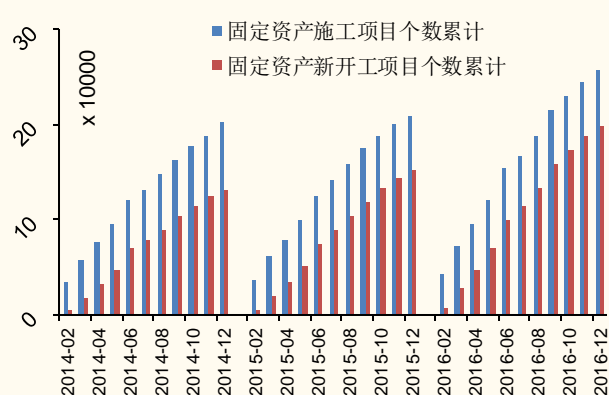
- **基建动力强劲，新疆成为业绩发动机“内核”。**2016年，西部地区固定资产投资15.4万亿元，同比增长12.2%。新疆投资同比下降5.1%，其他11个省份同比均增长，增速较快的西藏、贵州分别增长23.2%和21.1%。

图表 18：西部固定资产投资完成额增速高于全国平均



来源：wind、国金证券研究所

图表 19：西部固定资产施工开工同放量



来源：wind、国金证券研究所

- **2017年新疆工作会议要求“力争实现全社会固定资产投资1.5万亿以上”，大超市场预期，自10年以来，新疆固定资产投资增速连年下滑，16年更是首次出现负增长。工作会议上重点强调了公路、铁路、水运的建设。**
 - **公路：**2017年计划开工项目2933个、建设总里程约8.23万公里（其中新建4.28万公里，改扩建3.95万公里），项目总投资约7571亿元，力争完成投资2000亿元。包括高速公路7292公里（其中新建6096公里，改扩建1196公里），普通国省道1.03万公里，农村公路、特色小镇路4.18万公里，资源路、旅游路等2.29万公里。
 - **铁路：**将加快库尔勒至格尔木、阿克苏至阿拉尔支线、阿勒泰至富蕴至准东、克拉玛依至塔城等铁路项目建设，力争完成铁路建设投资347亿元。全面开工建设乌鲁木齐市轨道交通3号线、4号线工程。
 - **水运：**加快推进大石峡水利枢纽、玉龙喀什水利枢纽、库鲁斯台草原生态修复等重点项目前期工作，务必在2017年开工建设。力争完成水利建设投资360亿元。
- **新疆基建爆发带来设计大蛋糕**
 - **市政工程：**首先对17年城市市政工程的总投资进行估计。从历史来看2010到2015年市政公用设施投资完成额在总固定资产投资的占比呈均值回归趋势，同样，园林绿化、道路桥梁、其他市政投资的结构比例也无明显的趋势性。

图表 20：城市市政公用设施投资完成额比例估计

	固定资产投资完成额		市政公用设施建设固定资产投资完成额			
			总计	园林绿化投资完成额:	道路桥梁投资完成额:	其他
2010	3,065.10	99.51		10.91	41.75	46.8566
	占比	3.25%	占市政设施比	10.97%	41.95%	47.09%
2011	4,444.99	172.86		29.38	51.16	92.3281
	占比	3.89%	占市政设施比	16.99%	29.60%	53.41%
2012	5,857.98	368.00		36.52	98.51	232.9686
	占比	6.28%	占市政设施比	9.92%	26.77%	63.31%
2013	7,371.24	378.80		36.27	131.11	211.4198
	占比	5.14%	占市政设施比	9.57%	34.61%	55.81%
2014	9,067.79	352.31		30.06	154.46	167.7939
	占比	3.89%	占市政设施比	8.53%	43.84%	47.63%
2015	10,525.42	360.76		35.32	192.19	133.2443

占比均值	4.31%	占市政设施比	10.96%	38.34%	50.70%
------	-------	--------	--------	--------	--------

来源: wind、国金证券研究所

- 由于各成分比例无明显趋势性变化, 故假设各成分的比例分布正态, 以 10~15 年的样本均值代替总体均值。可得 17 年市政公用设施投资完成额占总固定资产投资额比例均值为 4.31%。在市政工程中, 园林绿化占比 10.96%, 道路桥梁占比 38.34%。根据新疆工作会议 15000 亿元固定资产投资目标计算, 园林绿化投资为 71 亿元, 市政道路桥梁投资为 248 亿元。

图表 21: 城市市政公用设施投资完成额估计 (亿元)

分布比例	固定资产投资完成额	市政公用建设投资完成额	市政公用设施建设		
			园林绿化投资完成额:	道路桥梁投资完成额:	其他
2017E	15000	647	10.96%	38.34%	50.70%
			71	248	328

来源: 国金证券研究所

- **交通基建部分:** 新疆交通基建投资主要估计三部分, 分别是公路、铁路、水利, 这三部分也是目前公司主要的设计业务范围。17 年两会上新疆已经对交通基建投资有了较为详尽的规划, 我们的估计依据主要是 2017 年新疆政府工作报告。

图表 22: 交通基建投资完成额估计 (亿元)

	2017E	说明
公路	2000	2017 年计划开工项目 2933 个、建设总里程约 8.23 万公里 (其中新建 4.28 万公里, 改扩建 3.95 万公里), 项目总投资约 7571 亿元, 力争完成投资 2000 亿元。
铁路	347	将加快库尔勒至格尔木、阿克苏至阿拉尔支线、阿勒泰至富蕴至准东、克拉玛依至塔城等铁路项目建设, 力争完成铁路建设投资 347 亿元。
水利	360	加快推进大石峡水利枢纽、玉龙喀什水利枢纽、库鲁斯台草原生态修复工程等重点项目前期工作, 务必在 2017 年开工建设。力争完成水利建设投资 360 亿元。

来源: 2017 年新疆政府工作报告, 2017 年新疆两会, 国金证券研究所

- **根据设计费率假设测算新疆 17 年设计市场规模为 68-102 亿:** 1) 17E 市政工程道路桥梁预计完成投资额为 248 亿元。根据《工程勘察设计收费标准 [2002]10 号》(现行本) 规定, 对道桥设计费率 (范围) 预估为 2.16%~3.24%, 则市政道桥设计市场规模为 5.36~8.04 亿元; 2) 公路工程预计完成投资为 2000 亿元, 设计费率 (范围) 预估为 2.69%~4.04%, 则公路工程设计市场规模为 53.89~80.84 亿元; 3) 铁路预计完成投资为 347 亿元, 设计费率预估为 5.86 万/km~8.80 万/km, 则铁路工程设计市场规模为 1.06~1.59 亿元; 4) 水利工程投资 360 亿元, 设计费率为 2.12%~3.18%, 市场规模为 7.62~11.43 亿元。综上, 通过新疆 17 年基建投资预估设计市场总规模为 68 亿~102 亿元。

图表 23: 新疆 17 年设计市场规模估计

		基准价	浮动价	总投资	设计金额
市政道桥	下浮	2.70%	2.16%	247.96	5.36
	上浮		3.24%		8.04
公路基建	下浮	3.37%	2.69%	2000	53.89
	上浮		4.04%		80.84
铁路	下浮	7.33 万/km	5.86 万/km	347 (1920.3km)	1.06
	上浮		8.80 万/km		1.59
水利	下浮	2.65%	2.12%	360	7.62
	上浮		3.18%		11.43
合计	下浮				67.94
	上浮				101.91

估计说明:

根据国家规定，设计费率=基价*调整系数(复杂系数、专业系数、附加系数)*浮动幅度值。此处浮动幅度值取一般值±20%，基价由附表工程设计收费基价表确定。

1. 市政道桥基价取 2 亿以下工程基价均值 2.73%，专业系数 0.9、复杂系数 1 均取一般值，附加系数 1.1 考虑了新建道桥一部分为改扩建。
2. 公路取政府规划投资均值所对应的基价 2.83%（计划开工项目 2933 个，总投资约 7571 亿元，项目均值为 2.58 亿元），专业系数 0.9、复杂系数 1.15（山路、高海拔）、附加系数 1.15（新建 4.28 万公里，改扩建 3.95 万公里，改扩建率 48%）。
3. 水利基价取 20 亿以下工程基价均值 2.43%，专业系数 0.9、复杂系数 1.1，附加系数 1.1 均取一般值。
4. 铁路计价方式有所不同，直接依照计划项目库尔勒至格尔木、阿勒泰至富蕴至准东、克拉玛依至塔城铁路类型（非电气化 IV 级）确定为 7.33 万/km，总投资公里数依照投资额/项目平均每公里投资确定。

附：库尔勒至格尔木、阿勒泰至富蕴至准东、克拉玛依至塔城每公里投资分别为 1613 万、1953 万、1857 万。

来源：《工程勘察设计收费标准 [2002]10 号》、国金证券研究所

■ 受益于新疆设计需求放量，公司业绩有望实现爆发

- 公司在西部市场有较强的承接订单能力。由于公司在西部地区布置了完整的运营网路，公司在西北，尤其是新疆设计市场上有较强的竞争力。16 年以来，公司在西部共取得重大公告合同 12 个，其中新疆三个，包括两个国家级重点高速的施工监理作业，以及新疆最长公路的设计作业。

图表 24：西部在手重大合同一览

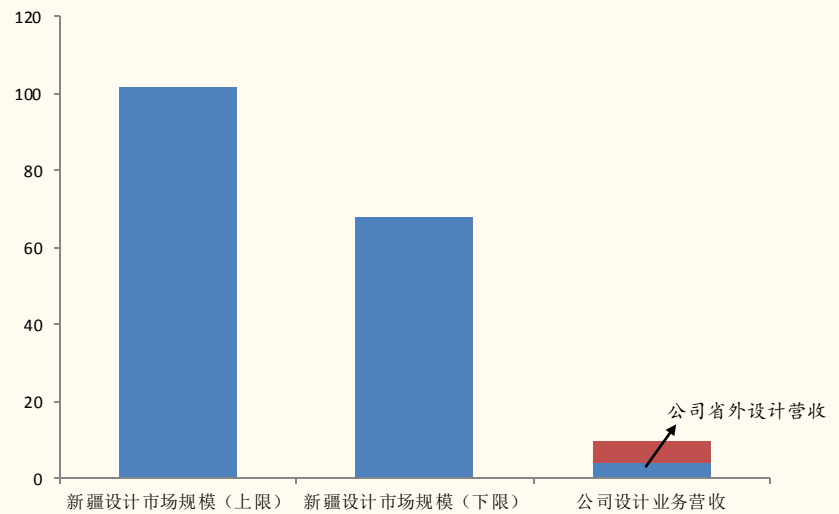
公告时间	项目名称	中标子公司	里程 (km)	金额	类型
2016/03/07	拉萨师范高等专科学校迁建工程设计	建筑设计二所	--	发包价 480 万	公共建筑
2016/03/10	陕西西咸新区沣东新城综合管廊设计	道桥设计二所	3.6	投标价 705 万	城市管廊
2016/03/17	拉萨市堆龙大道设计服务	市政设计研究院	10	总投资 6 亿	勘察设计
2016/06/14	甘肃庆阳南梁至太白高速公路初步设计	道桥设计四所	37	总投资 53.7 亿元	勘察设计
2016/09/13	拉萨市堆龙新城政工程勘察	市政设计研究院	29 (道路) +16.7 (综合管廊)	设计费 200 万	勘察设计
2016/10/10	宁夏第三排水沟平罗段水污染治理威镇湖截流净化工程	宁夏公路院	--	设计费 0.51 亿元	勘察设计
2016/10/28	拉萨市南环线建设工程勘察设计服务项目	中设集团联合体	20.5	不详	勘察设计
2016/10/24	拉萨市柳梧新区邦嘎隧道 (北中组团隧道)	道桥设计三所	4.98	总投资 10 亿	EPC
2017/03/06	拉萨市管网改造和智慧水务项目	城建规划设计研究院	--	总金额 10 亿	勘察设计
新疆					
2016/08/19	新疆 G3012 喀什疏勒-叶城-墨玉高速公路二期工程勘察	道桥设计二所	433.2	总投资 87.2 亿元	勘察设计 (新疆最长设计项目)
2016/10/19	京新高速公路 G7 新疆境内大黄山至乌鲁木齐改扩建公路施工监理	江苏纬信	28	中标价 0.13 亿	施工监理 (国家重点高速)
2016/10/19	连霍高速公路 G30 新疆境内乌鲁木齐至奎屯段改扩建工程管理	江苏纬信	31.5	中标价 0.14 亿	施工监理 (国家重点高速)

来源：中国招标网、中国采招网、公司官网、国金证券研究所

- 新疆市场空间广阔，对比公司营收弹性极大。根据我们上一节的估计，17 年新疆设计市场总规模为 68 亿~102 亿元。考虑到公司 15 年营收仅 13.79 亿，江苏省外营收仅 5 亿元；公司全部设计营收 9.92 亿仅是整个新疆设计市场的 9.7%~14.6%。若假设公司省外设计营收占比为

40%，则公司省外设计营收仅占新疆一地市场的 3.9%~5.8%，预计 17 年新疆设计市场的需求爆发会对公司业绩产生强烈驱动。

图表 25：对比新疆设计规模公司弹性极大



来源：wind、国金证券研究所

3.业绩预估：拐点向上，内生外延助高增长

- 公司在手订单充足。16 年初以来，公司官网公布合同近 30 个，主要涉及设计、咨询、施工与监理等方面。通过对这些订单收入大致估计，我们认为当前设计、施工订单可为 16 年创造营收 12.3 亿，17 年 3.94 亿。

图表 26：公司在手合同业绩贡献 (万元)

公告日	项目名称	项目收入	项目类型	备注	16 年营 收贡献	17 年营 收贡献
设计类						
2016/2/14	南沿江城际铁路南京至常州段可研和勘察设计	1600	勘察设计	工期 40 天	1600	
2016/4/14	厦门市浏五店岸壁整治工程设计	1275.58	港口水利	工期 90 天	1275.58	
2016/7/14	合裕线溪一船闸扩容改造工程可行性研究及勘察设计	1295	勘察设计	工期 4 个月	1295	
2016/7/22	南京港龙潭区铁路专用线工程勘察设计	2355.8	勘察设计	2016/12 之前	2355.8	
2016/3/7	拉萨师范高等专科学校迁建工程设计	480	公共建筑	工期 40 天	480	
2016/3/10	陕西西咸新区沣东新城综合管廊设计	1705	城市管廊	年内	1705	
2016/6/23	石家庄汇明路综合城市管廊	11160	城市管廊设计	工期 30 天	11160	
2016/10/10	宁夏第三排水沟平罗段水污染治理威镇湖截流净化工程	5100	勘察设计	预计年内	5100	
2016/9/19	盐城市综合交通运行指挥中心一期	2300	EPC 设计部分	--	2300	
2016/10/24	拉萨市柳梧新区邦嘎隧道 (北中组团隧道)	3000	EPC 设计部分	以 3%费率计算	3000	
2016/3/17	拉萨市堆龙大道设计服务	1200	勘察设计	以 2%费率计算	1200	
2016/6/14	甘肃庆阳南梁至太白高速公路初步设计	5547	勘察设计	2 个月	5547	
2016/8/19	新疆 G3012 喀什疏勒-叶城-墨玉高速公路二期工程勘察	2598	勘察设计	预计年内	2598	
2016/9/13	拉萨市堆龙新城政工程勘察	2000	勘察设计	预计年内	2000	
2017/3/6	拉萨市管网改造和智慧水务项目	2000	勘察设计	2%费率, 90 天		2000
2017/3/15	东莞市环莞快速路三期工程项目建议书及可行性研究	2,520	勘察设计			2,520
2017/3/13	泰州市长江大道快速化改造工程项目	2700	勘察设计	2017/7 之前		2700

2017/2/21	通扬线（运东船闸~海安船闸段）航道整治工程高邮段航道及桥梁工程勘察设计项目	3700	勘察设计	以2%费率计算		3700
2017/2/20	南京西坝港区（化工园区）铁路专用线扩能改造工程设计咨询项目	1000	勘察设计	以2%费率计算		1000
2016/10/28	拉萨市南环线建设工程勘察设计服务项目	5700	勘察设计	以2%费率计算		5700
2016/11/26	无锡市蠡湖大道快速化工程施工图设计项目	280	勘察设计			280
2016/11/26	太和县2016年度市政工程（勘察、设计）项目	1343	勘察设计	90天内		448
施工监理类						
2016/4/6	南通港洋口港区烂沙洋北水道15万吨级航道工程及相关辅助设施EPC总承包（BSDHD-EPC标段）	72900	EPC工程	2016/04/01~2017/09/30	48600	24300
2016/5/19	广西南化公司土壤修复	26000	环保工程	2016/10之前	26000	
2016/10/19	京新高速公路G7新疆境内大黄山至乌鲁木齐改扩建公路施工监理	1300	施工监理	35.5月	73.42	440
2016/10/19	连霍高速公路G30新疆境内乌鲁木齐至奎屯段改扩建工程管理	1400	施工监理	36月	78	467
2016/10/24	青海省G345线杂多至查吾拉段公路改扩建工程	4200	工程管理	37月	227	1362
合计					123023	39384

来源：中国招标网、中国采招网、公司官网、国金证券研究所

- **公司16年营收估计为16.67亿**。由于公司检测、规划等业务未公告，这里采用增速法估计。考虑到规划与设计业务往往共生进行，公司在徐州至连云港客运专线论证等国家项目担任咨询工作，公司规划业务预期增速较去年有所升高。检测方面，公司无人机检测的业务拓展使得检测业务出现新的增长动力，预计增速恢复到14年的增速水平。设计与施工业务由公司在手订单估计。

图表 27：公司16年营收估计（百万）

		2012	2013	2014	2015	2016E
规划研究	营收	153.69	150.51	174.05	206.91	271.0521
	YoY	32.2%	-2.1%	15.6%	18.9%	31.0%
试验检测	营收	73.35	73.32	137.54	103.31	165.296
	YoY	38.7%	0.0%	87.6%	-24.9%	60.0%
设计与施工	营收	819.57	919.34	944.88	1068.83	1230.23
	YoY	20.9%	12.2%	2.8%	13.1%	15.1%
合计	营收	1046.61	1143.17	1256.47	1379.05	1666.58
	YoY	--	9.2%	9.9%	9.8%	20.08%

来源：wind、国金证券研究所

- **预计公司17/18年营收估计为23.47/29.87亿**

- **省内业务预计17/18年贡献营收11.36/12.83亿**。省内设计市场总体拐点向上。据江苏省交通运输工作会议，16年铁路方面：有9条铁路在施工、5条铁路新开工，江苏省到2020年预计新建10条铁路，40多个铁路枢纽。16年公路方面：全省高速网继续细化，9条线路在建，5条线路预计今年开工，在建公路里程330公里以上，预建140公里以上，创造大量的公路交通订单。从整体交通运输投资来看，我们认为未来江苏省内设计业务仍是公司重要的业绩保障，业绩增速与前几年相近。

图表 28：公司17/18年省内业务估计（百万）

	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营收	670.97	779.27	863.83	951.69	1027.83	1135.75	1283.39
YoY	16.14%	10.85%	10.17%	-7.63%	8.00%	10.50%	13.00%

来源：wind、国金证券研究所

- 省外业务预计 17/18 年贡献营收 12.11/17.03 亿。**公司省外业务主要分布于西部、东南沿海等地，其中西部是最主要的业务来源。根据最新的新疆两会决议，17 年之后新疆基建投资大幅放量，预计创造 67.94 亿~101.91 亿元的设计市场（取 17 年 90 亿，18 年 100 亿）。考虑到当前公司省外业务新疆占比较少（小于 30%），市场空间广阔，假设公司 17 年可以占据新疆设计市场 5% 份额，18 年占据 6%，（当前市占率低于 5%）其他地区营收增速正常，则预计公司 17 年省外营收 12.11 亿，18 年 17.03 亿。

图表 29：公司 17/18 年省外业务估计（百万）

		2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
新疆	市场规模						9000	10000
	市占率			--			5%	6%
	营收						450	600
其他	营收	187.14	195.55	213.35	349.97	524.94	761.18	1103.71
	YoY	51.96%	4.49%	9.10%	64.04%	50.00%	45.00%	45.00%

来源：wind、国金证券研究所

图表 30：公司 16~18 年业绩预测汇总（百万）

	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营收	1048.24	1145.88	1260.88	1397.29	1666.58	2346.93	2987.10
YoY	23.5%	9.3%	10.0%	10.8%	20.08%	40.08%	27.73%

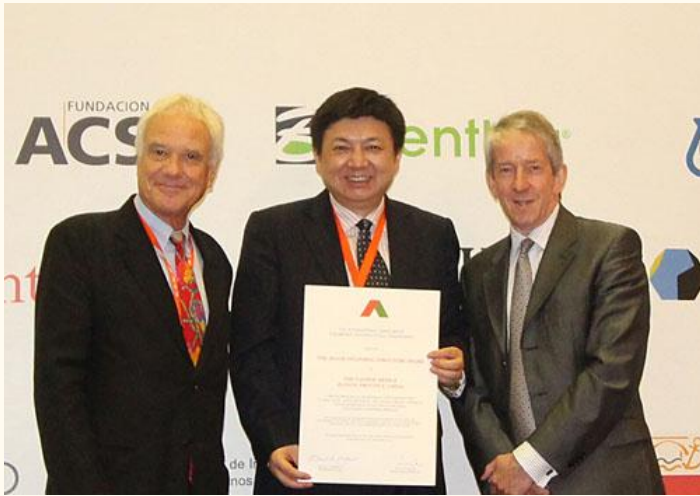
来源：国金证券研究所

四、董事更换公司发展进入新纪元

1、年轻化领导班子和富有领导力的新任董事长为公司注入活力

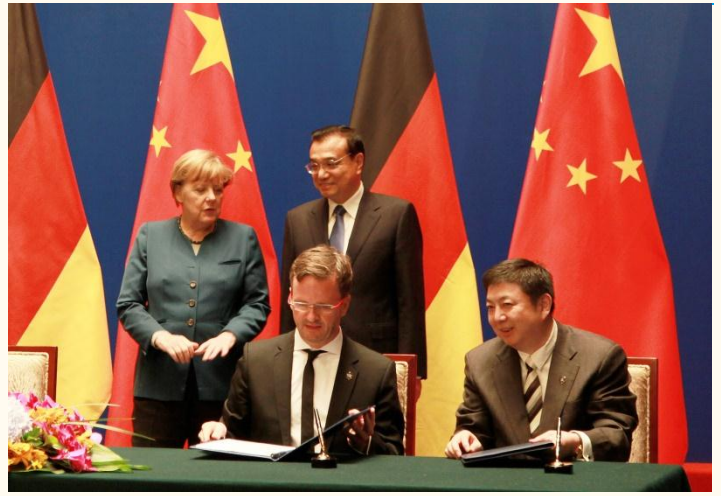
- 公司于 2017 年 1 月 18 日召开 2017 年度第一次临时股东大会进行董事会换届选举，会议选出 6 名非独立董事、3 名独立董事组成第三届董事会，同时选出 2 名监事。在股东大会结束后进行的第三届董事会第一次会议上，选举了杨卫东为公司第三届董事会董事长，任期三年。根据董事长提名，聘任刘鹏为公司总经理，任期三年。
- 杨卫东原为公司总经理和董事，在此次换届后升任公司董事长。刘鹏原为公司副总经理，此次升任公司总经理并新晋为董事会董事。王仙美原为公司副总经理，此次升任公司监事长，与新晋监事欧阳敏和原职工代表监事汤书智组成公司第三届监事会。
- 公司新一届管理层较上一届年轻化，并且杨卫东和刘鹏分别毕业于南京大学和清华大学，深耕行业多年，均为行业内资深专家。根据公司官网，2014 年 9 月 3 日在西班牙马德里圣帕布洛大学举行的国际桥梁及结构工程协会第 37 届年会上，由公司承担设计的泰州长江大桥工程获 2014 年度杰出结构工程奖，时任公司总经理的杨卫东代表公司接过象征着国际土木工程最高荣誉的获奖证书。在 2015 年 10 月 30 日，时任公司总经理的杨卫东在“中德经济顾问委员会座谈会”上代表公司在中德两国国家领导人的见证下与德国 KZA 建筑设计事务所签署关于城镇化可持续发展的合作项目。在时任公司总经理时即可代表公司出席若干次重大场合，这充分彰显了杨卫东在公司的领导力。我们预计专业能力突出、更加年轻化且具备强大领导力的新一届领导班子会对公司的经营管理带来积极影响。

图表 31: 时任总经理杨卫东代表公司领取象征国际土木工程界最高荣誉的获奖证书



来源: 公司官网, 国金证券研究所

图表 32: 时任总经理杨卫东在中德两国国家领导人的见证下签署战略合作协议



来源: 公司官网, 国金证券研究所

2、三大变化勾勒未来图景

■ 公司开启外延并购步伐

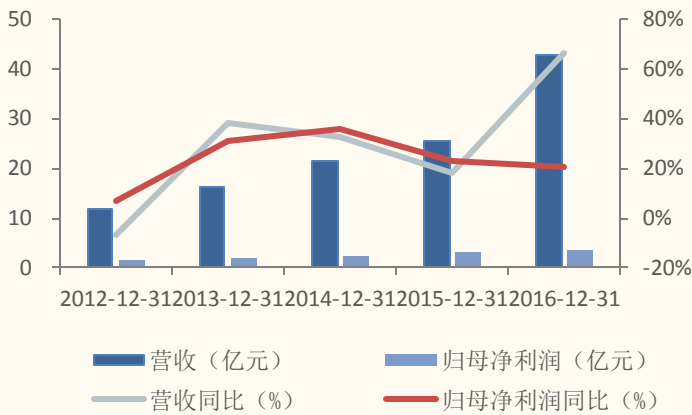
- 设计院外延并购是大势所趋。1) 外延并购有利于打破勘察设计行业的地方保护壁垒、技术壁垒和资质壁垒: 地方设计院大多属于事业单位, 而随着勘察设计行业的市场化程度不断加深, 事业单位加速转制为企业, 并购整合是勘察设计行业的大趋势。2) 常年雄踞 ENR 世界设计公司排行榜榜首的 AECOM 正是通过不断外延并购, 从 1991 年成立之初的 3.87 亿美元的营业收入增至 16 年的 174 亿美元的营业收入, CAGR 高达 16.44%, 并且并购已成为其深入亚洲和中国市场并突破中国特有的“资质壁垒”的鲜活案例。3) 可比公司苏交科从 2012 年 7 月第一例并购开始, 截至 2016 年 10 月已完成 12 例收购, 苏交科正是通过不断外延扩张并购做大做强。

图表 33: 苏交科自上市以来历年并购标的

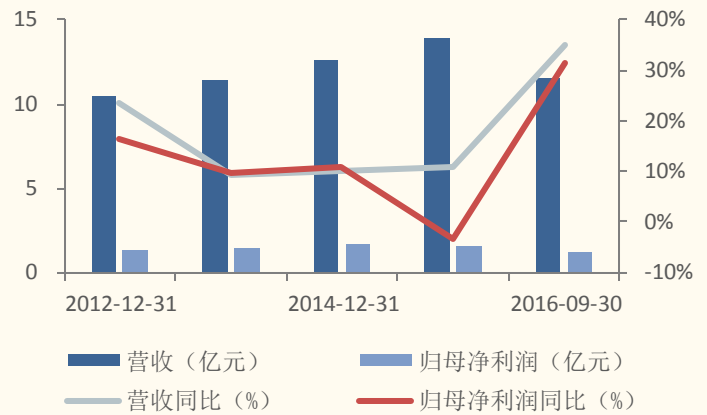
公告日期	并购对象	交易对价
2012 年 7 月 30 日	收购华龙交通勘察设计有限公司 70% 股权	3636 万元
2012 年 10 月 29 日	与中国水电建设集团路桥工程有限公司共同出资设立中水电路桥勘察设计有限公司, 苏交科持股 49%	980 万元
2012 年 10 月 29 日	子公司与漳州市顺通路桥建设有限公司共同出资设立福建省燕宁顺通科技发展有限责任公司, 子公司持股 55%	2750 万元
2013 年 1 月 28 日	收购甘肃科地工程咨询有限责任公司 70% 股权	2151.50 万元
2013 年 7 月 29 日	参与投资组建重庆鼎丰国际工程咨询有限工程, 持股 23%	230 万元
2013 年 9 月 10 日	收购江苏三联安全评价咨询有限工程 100% 股权	600 万元
2014 年 4 月 10 日	收购厦门市市政工程设计院有限公司 83.58% 股权	15990.30 万元
2014 年 4 月 15 日	收购淮安市交通规划设计院有限公司 100% 股权	18974.55 万元
2014 年 9 月 29 日	收购北京中铁瑞威基础工程有限公司 85% 股权	13987.60 万元
2016 年 7 月 4 日	收购 TestAmerica 100% 股权	11706.21 万元
2016 年 7 月 18 日	以现金方式向 EPTISA 增资, 增资完成后公司持有 EPTISA 90% 股权	1600 万欧元
2016 年 10 月 9 日	收购中山市水利水电勘测设计咨询有限公司 70% 股权	14139 万元

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 34：苏文科历年营收、归母净利润及其增速



图表 35：中设集团历年营收、归母净利润及其增速

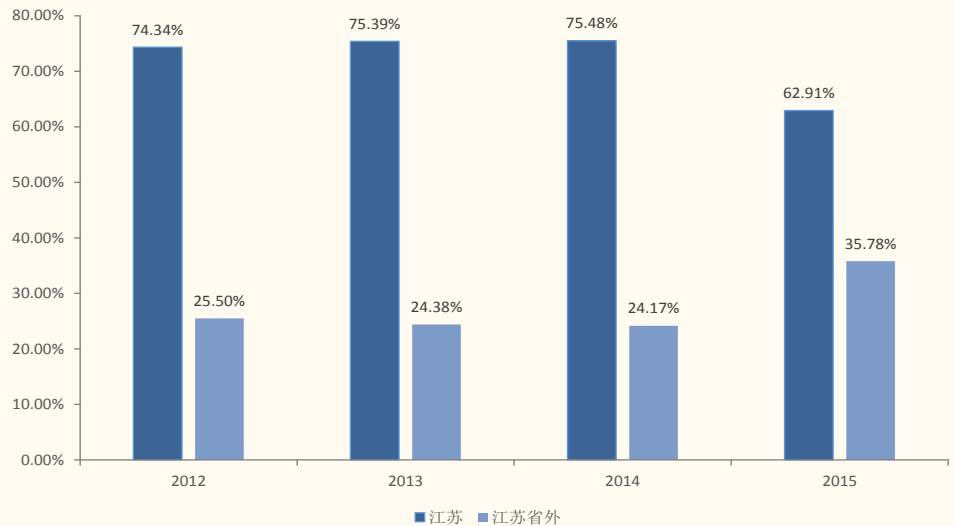


来源：wind、国金证券研究所

来源：wind、国金证券研究所

- 公司横向纵向进行外延并购。公司在 2015 年 4 月 23 日正式签署股权转让协议，收购宁夏公路勘察设计院有限公司 99.86% 股权，总价 3.07 亿元。次年 6 月 1 日，公司公告拟用自有资金 1.11 亿元收购扬州市勘测设计研究院有限公司 75.00% 的股权。自此，公司在深耕主业，立足江苏的基础上正式开启外延并购的步伐。在横向上，公司通过收购宁夏公路设计院，积极扩张公司省外业务，尤其是西北地区业务。在纵向上，并购扬州院，扬州勘测设计院为水利行业勘察设计公司，其承诺的业绩金额为：2016 年净利润不低于 1548 万元，2017 年净利润不低于 1702 万元，2018 年净利润不低于 1873 万元。对扬州勘测设计院的并购将有效拓宽公司在工程设计产业的覆盖面。

图表 36：按区域区分的公司历年收入



来源：wind，国金证券研究所

■ 公司锐意开拓新兴业务

- 运用传统作业模式对交通基础设施的“建、管、养、运”等维护措施消耗大、效率低。而采用无人机技术则可以显著提升工作效率、效果，显著降低资源消耗，应用价值巨大、前景优越。公司紧抓时代发展需要，积极推动技术变革，在 2016 年 6 月与南京航空航天大学合资成立南京中设航空科技发展有限公司。中设航空致力于为交通行业用户提供性能最强、效用最高的无人机智能解决方案，成为国内领先的交通理型无人机综合应用解决商。

图表 37: 无人机对湖北省荆岳长江大桥进行专项检测



来源: 公司官网, 国金证券研究所

图表 38: 南京四桥用中设航空固定翼无人机



来源: 公司官网, 国金证券研究所

- 公司监事会主席、水运专业总工程师王仙美和公司水运设计研究院院长翟剑峰领导公司在港口航道新业务领域取得新的突破。公司水运设计团队坚持以科研引领发展, 为各业主提供高附加值技术服务, 在现代检测监测技术与结构安全评估及健康诊断等方面业已开展二十多项科研课题, 研究成果获中国水运建设行业协会科技进步二等奖、三等奖各 1 项, 相关成果在各类生产项目中得到广泛应用; 参与水运工程相关标准、规范编制工作, 共编制部标准 1 项、地方标准 2 项; 授权专利 15 项, 核心期刊发表 20 多篇科技论文。

图表 39: 公司近期中标港口航道类工程

公布时间	项目名称	相关信息
2016 年 4 月 6 日	南通港洋口港区烂沙洋北水道 15 万吨航道工程及相关辅助设施 EPC	中标金额 8.7 亿元, 其中设计及总包管理费 5070 万元。
2016 年 4 月 14 日	厦门市浏五店岸壁整治工程(设计)项目	工程估价额 6.59 亿元, 本项目的主要建设内容包括: 岸壁工程、沙滩工程、围堰工程、陆域形成及地基处理等设计相关工作, 涉及水运、海洋、水利等多个专业。
2016 年 6 月 29 日	2016 年度江苏省水运工程质量监督检查项目(A标段)	-
2016 年 7 月 4 日	合裕线裕溪一线船闸扩容改造工程	中标金额 1295 万元

来源: 公司官网, 国金证券研究所

■ 公司激励体系打造开启

- 根据公司 2016 年三季报, 第一大股东为中科汇通(深圳)股权投资基金有限公司, 持股比例为 5.4328%, 但其并不参与公司日常经营。第二大股东明图章为公司法人代表, 持股比例为 5.3292%。第三届董事会共 6 位董事持股共计 15.71%。公司目前股权结构分散, 不存在实际控制人。

图表 40: 第三届董事会董事持股

姓名	职务	持股比例
杨卫东	董事长	3.4621%
胡安兵	董事、副总经理	3.4621%
凌九忠	董事、副总经理	0.8950%
明图章	董事、副总经理	5.3292%
刘鹏	董事、总经理	0.8336%
张志泉	董事	1.7311%

来源：公司公告，国金证券研究所

- 公司在 2017 年 3 月 6 日公布了第一期限限制性股票激励计划，该激励计划拟向激励对象授予的限制性股票总量为 416 万股，约占公司股本总额的 2.00%。其中：首次授予 363.54 万股，预留 52.46 万股。该激励计划的股票来源为公司向激励对象定向发行公司股票。该激励计划首次授予的限制性股票授予价格为 17.73 元/股，授予对象包括公司部分董事、高级管理人员以及部分中层管理人员和核心技术（业务）骨干，人数为 146 人。该股票激励计划可以有效捆绑公司管理层和公司核心骨干，提高公司董事会成员持股比例，对公司长远发展有着积极作用。

图表 41：激励对象的人员名单及分配情况

姓名	职位	获授的限制性股票数量 (万股)	获授限制性股票占授予 总量的比例	获授限制性股票占当前 总股本比例
杨卫东	董事长	8.80	2.12%	0.04%
刘鹏	董事、总经理	8.00	1.92%	0.04%
胡安兵	董事、副总经理	6.50	1.56%	0.03%
张志泉	董事	5.00	1.20%	0.02%
凌九忠	董事、副总经理、总工程师	5.00	1.20%	0.02%
侯力纲	副总经理、财务负责人	10.00	2.40%	0.05%
范东涛	副总经理、董事会秘书	5.00	1.20%	0.02%
中层管理人员、核心技术（业务）骨干（共计 138 人）		308.24	74.10%	1.48%
预留限制性股票		52.46	12.61%	0.25%
合计		416.00	100%	2.00%

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 42：首次授予的限制性股票的解除限售时间安排及业绩考核指标

解除限售安排	解除限售时间	可解除限售数量占限制性股票 总量比例	业绩考核指标
第一次解除限售	自首次授予日起 12 个月后的首个交易日起至首次授予日起 24 个月内的最后一个交易日当日止	20%	以 2016 年净利润为基数，公司 2017 年的净利润较 2016 年增长比例不低于 20%。
第二次解除限售	自首次授予日起 24 个月后的首个交易日起至首次授予日起 36 个月内的最后一个交易日当日止	30%	以 2016 年净利润为基数，公司 2018 年的净利润较 2016 年增长比例不低于 40%。
第三次解除限售	自首次授予日起 36 个月后的首个交易日起至首次授予日起 48 个月内的最后一个交易日当日止	50%	以 2016 年净利润为基数，公司 2019 年的净利润较 2016 年增长比例不低于 60%。

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 43：预留限制性股票的解除限售时间安排及业绩考核指标

解除限售安排	解除限售时间	可解除限售数量占预留限制性 股票总量比例	业绩考核指标
第一次解除限售	自预留限制性股票授予日起 12 个月后的首个交易日起至预留限制性股票授予日起 24 个月内的最后一个交易日当日止	50%	以 2016 年净利润为基数，公司 2018 年的净利润较 2016 年增长比例不低于 40%。
第二次解除限售	自预留限制性股票授予日起 24 个月后的首个交易日起至预留限制性股票授予日起 36 个月内的最后一个交易日当日止	50%	以 2016 年净利润为基数，公司 2019 年的净利润较 2016 年增长比例不低于 60%。

来源：公司公告，国金证券研究所

五、风险提示

- 新疆固定资产投资不及预期。
- 外延并购风险。
- 应收账款过高应注意坏账风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	1,146	1,261	1,397	1,667	2,347	2,987	货币资金	359	590	534	985	1,006	1,153
增长率		10.0%	10.8%	19.3%	40.8%	27.3%	应收账款	1,240	1,430	1,774	1,877	2,614	3,233
主营业务成本	-671	-755	-849	-1,025	-1,447	-1,846	存货	294	301	412	492	694	865
%销售收入	58.5%	59.9%	60.8%	61.5%	61.7%	61.8%	其他流动资产	43	195	229	286	335	392
毛利	475	505	548	641	900	1,141	流动资产	1,936	2,516	2,948	3,640	4,649	5,643
%销售收入	41.5%	40.1%	39.2%	38.5%	38.3%	38.2%	%总资产	82.9%	82.3%	79.1%	79.3%	80.4%	83.2%
营业税金及附加	-14	-12	-15	-17	-25	-31	长期投资	45	111	229	241	240	240
%销售收入	1.2%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	256	333	351	447	629	633
营业费用	-74	-81	-100	-120	-168	-214	%总资产	11.0%	10.9%	9.4%	9.8%	10.9%	9.3%
%销售收入	6.5%	6.4%	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%	无形资产	73	62	149	196	196	197
管理费用	-153	-164	-189	-225	-317	-404	非流动资产	398	541	777	949	1,131	1,138
%销售收入	13.3%	13.0%	13.5%	13.5%	13.5%	13.5%	%总资产	17.1%	17.7%	20.9%	20.7%	19.6%	16.8%
息税前利润 (EBIT)	234	249	244	279	389	491	资产总计	2,334	3,057	3,725	4,588	5,780	6,781
%销售收入	20.4%	19.8%	17.5%	16.7%	16.6%	16.4%	短期借款	150	10	212	356	565	389
财务费用	-8	-10	-6	-3	-10	-9	应付款项	983	1,085	1,320	1,525	2,151	2,740
%销售收入	0.7%	0.8%	0.5%	0.2%	0.4%	0.3%	其他流动负债	334	337	433	600	736	1,016
资产减值损失	-55	-55	-63	-55	-65	-69	流动负债	1,467	1,431	1,965	2,482	3,451	4,146
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	145	0	0	0	0	1
投资收益	5	4	12	5	5	5	其他长期负债	4	5	16	0	0	0
%税前利润	2.8%	1.9%	6.1%	2.2%	1.6%	1.2%	负债	1,616	1,436	1,980	2,482	3,451	4,147
营业利润	176	188	186	225	320	418	普通股股东权益	717	1,620	1,744	2,106	2,328	2,633
营业利润率	15.3%	14.9%	13.3%	13.5%	13.6%	14.0%	少数股东权益	1	1	1	1	1	1
营业外收支	4	8	3	3	3	3	负债股东权益合计	2,334	3,057	3,725	4,588	5,780	6,781
税前利润	180	196	189	228	323	421	比率分析						
利润率	15.7%	15.6%	13.5%	13.7%	13.7%	14.1%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-30	-30	-28	-34	-49	-63	每股指标						
所得税率	16.7%	15.5%	15.1%	15.1%	15.1%	15.1%	每股收益	1.921	1.595	1.541	0.932	1.317	1.718
净利润	150	166	160	194	274	357	每股净资产	9.188	15.580	16.771	20.251	22.385	25.321
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.339	0.078	1.098	3.262	0.911	4.168
归属于母公司的净利润	150	166	160	194	274	357	每股股利	0.000	0.350	0.500	0.500	0.500	0.500
净利率	13.1%	13.2%	11.5%	11.6%	11.7%	12.0%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	20.91%	10.24%	9.19%	9.21%	11.77%	13.57%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	总资产收益率	6.42%	5.43%	4.30%	4.23%	4.74%	5.27%
净利润	150	166	160	194	274	357	投入资本收益率	19.25%	12.93%	10.53%	9.61%	11.42%	13.80%
非现金支出	70	74	92	83	94	100	增长率						
非经营收益	-2	0	-25	-16	20	22	主营业务收入增长率	9.31%	10.04%	10.82%	19.27%	40.82%	27.28%
营运资金变动	-191	-232	-113	78	-293	-46	EBIT增长率	9.28%	6.70%	-2.11%	14.16%	39.57%	26.27%
经营活动现金净流	26	8	114	339	95	433	净利润增长率	9.86%	10.72%	-3.41%	21.01%	41.23%	30.46%
资本开支	-114	-55	-48	-171	-206	-33	总资产增长率	17.61%	30.99%	21.87%	23.17%	25.97%	17.31%
投资	0	-163	-297	-12	0	0	资产管理能力						
其他	0	0	9	5	5	5	应收账款周转天数	342.6	372.4	403.1	405.0	407.0	400.0
投资活动现金净流	-114	-217	-335	-178	-201	-28	存货周转天数	157.7	143.8	153.2	175.0	175.0	171.0
股权募资	0	777	0	0	0	0	应付账款周转天数	274.6	258.1	263.2	260.0	260.0	260.0
债权募资	95	-285	202	140	209	-175	固定资产周转天数	19.0	96.5	91.6	75.7	52.7	40.4
其他	-11	-52	-46	149	-82	-83	偿债能力						
筹资活动现金净流	84	440	156	290	127	-259	净负债/股东权益	-8.93%	-35.79%	-18.45%	-29.86%	-18.92%	-28.97%
现金净流量	-3	231	-65	452	21	147	EBIT利息保障倍数	29.2	24.2	37.9	94.8	40.3	54.4
							资产负债率	69.27%	46.97%	53.16%	54.08%	59.71%	61.15%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	2	2	5	11
增持	0	1	1	1	2
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.33	1.33	1.17	1.15

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

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%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD