

内外兼修打造综合性设计咨询龙头

——苏交科（300284）深度报告

2017年03月27日

强烈推荐/首次

苏交科 深度报告

报告摘要：

公司是国内设计咨询行业领先企业，业务范围涵盖道路、桥梁、市政、环保、建筑、水运、航空、轨道交通等领域。经过一系列的并购重组，公司实力持续增强，我们看好公司成长为综合性设计咨询龙头，核心看点如下：

- ◆ **业务经营稳健，全国化布局明显。** 1) 近年来公司业务领域不断延伸，连续10年入选ENR/建筑时报“中国工程设计企业60强”，排名稳步上升至第14位。2) 公司业务范围不再限于江苏省内，而是逐步拓展到全国乃至海外，2015年公司省外营收占比首次超过省内，全国化布局成效初现。
- ◆ **发展理念国际接轨，并购标的质地优良。** 1) 公司深知并购重组是设计咨询企业快速做强的最佳途径，自上市以来加快对优质标的收购动作。2) 2016年连续启动三起收购，分别针对环境监测检测、PPP市场以及一带一路项目机会开拓，战略意图明确，标的质地优良。
- ◆ **大股东参与定增彰显信心。** 公司定增申请已获证监会通过，公司将以19.69元/股的价格发行4509万股股份，募集资金8.88亿元用于补充流动资金。公司董事长作为实际控制人之一参与定增彰显了对于公司未来发展和投资价值的坚定信心。

公司盈利预测及投资评级。 我们预计公司2016-2018年主营业务收入分别为42.61亿、66.71亿和76.11亿元，归母净利润分别为3.73亿、5.62亿和6.65亿元，对应EPS（摊薄后）分别为0.67元、0.93元和1.11元，对应PE分别为31倍、20倍和17倍。

公司业务成长性良好，同时外延并购卓有成效，有望助力公司业绩大幅提升。通过对比行业以及可比公司估值水平，我们给予公司2017年30倍估值，对应目标价27.9元，维持公司“强烈推荐”评级。

风险提示： 并购公司业绩不达预期。

财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	2,162.79	2,562.57	4,261.00	6,671.00	7,611.00
增长率(%)	32.88%	18.48%	66.28%	56.56%	14.09%
净利润(百万元)	252.53	310.63	373.42	562.66	664.50
增长率(%)	40.13%	26.11%	20.61%	47.20%	16.90%
净资产收益率(%)	12.76%	11.75%	13.37%	18.64%	20.23%
每股收益(元)	0.52	0.58	0.67	0.93	1.11
PE	39.96	35.50	30.76	20.42	17.29
PB	5.27	4.34	4.11	3.81	3.50

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师：杨若木

010-66554032

yangrm@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480510120014

联系人：庞天一

010-66554128

pangty@dxzq.net.cn

联系人：刘博

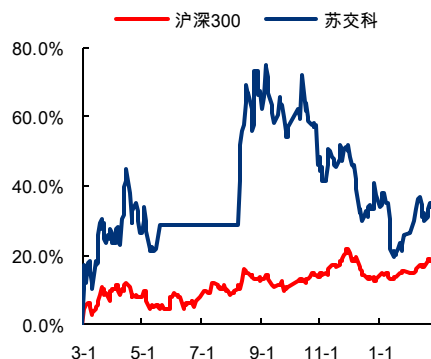
010-66555481

liubo_yjs@dxzq.net.cn

交易数据

52周股价区间(元)	28.18-17.51
总市值(亿元)	110.82
流通市值(亿元)	67.22
总股本/流通A股(万股)	55633/33747
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	1.19

52周股价走势图



资料来源：wind，东兴证券研究所

目 录

1. 公司概况.....	4
1.1 业务版图持续扩大的行业领跑者	4
1.2 股权结构稳定	5
1.3 经营风格稳健，全国化布局效果明显	6
2. 持续并购快速提升行业竞争力	7
2.1 并购是设计咨询企业快速做大的不二法门	7
2.2 公司并购之路坚定，实力迅速提升	7
3. 战略实施一：并购 TA，进军环境监测检测市场	8
3.1 环境监测检测政策风起，市场广阔	8
3.2 TA助力苏交科打开国内环境监测检测市场	10
4. 战略实施二：并购中山水利院，完善 PPP 拼图	14
4.1 PPP 市场风起云涌	14
4.2 苏交科具备竞逐 PPP 项目的综合实力	15
4.3 并购中山水利设计院，PPP 领域再加码	16
5. 战略实施三：并购 EPTISA,布局一带一路	17
5.1 一带一路步入黄金时期	17
5.2 EPTISA 业务领域高度重合一带一路，助力苏交科“走出去”	18
6. 大股东参与定增彰显信心	19
7. 盈利预测及估值	19
8. 风险提示	20

表格目录

表 1: 苏交科业务演变过程	4
表 2: 公司股权分布情况	5
表 3: 国际领先设计咨询公司近年并购情况	7
表 4: 苏交科近年并购一览	8
表 5: 近年环境监测监测重要政策	9
表 6: 环境监测检测市场空间估算	9
表 7: TA 旗下主要子公司一览	11
表 8: 美国前 5 大环境检测公司一览	12
表 9: 苏交科设计收入及国内排名不断上升	15
表 10: 苏交科积极参与 PPP 项目	16
表 11: 中山水利 2016-2019 业绩承诺	17
表 12: EPTISA2015 年财务状况	18
表 13: 公司盈利预测表	21

插图目录

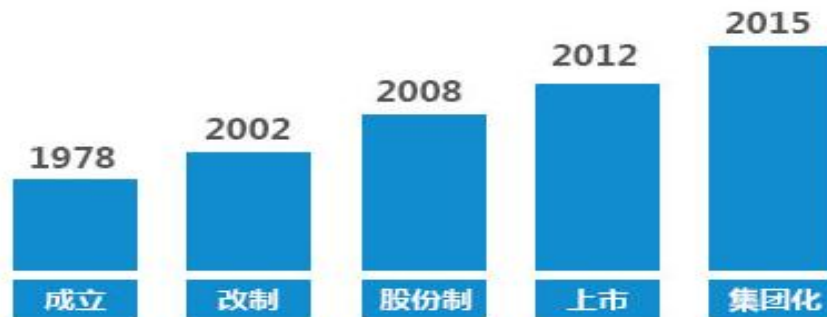
图 1: 苏文科发展大事记	4
图 2: 苏文科 2015 年营业收入拆分	5
图 3: 苏文科 2016 年上半年营业收入拆分	5
图 4: 2012-2016 年苏文科营业收入及增长率	6
图 5: 2012-2016 年苏文科归母净利润及增长率	6
图 6: 苏文科营收构成占比（分地域）	6
图 7: TA 发展历程	10
图 8: TA 环境检测业务流程	11
图 9: TA 全美业务布局	12
图 10: 2014-2019 年 TA 营收及净利润预测	13
图 11: 国内主要环境监测监测公司营收一览（亿元）	14
图 12: 苏文科与 TA 形成良好协同效应	14
图 13: 财政部 12 月新入库 PPP 项目构成	14
图 14: 项目落地率逐步提高	14
图 15: 苏文科设计施工资质齐全	15
图 16: 中山水利资质一览	16
图 17: 中山水利过往项目	16
图 18: 一带一路景气度向好	18
图 19: 苏文科 2011-2015 年海外业务营收及毛利率一览	19
图 20: 设计行业估值水平分析（截止 2017/3/7）	20
图 21: 环境监测公司估值水平分析（截止 2017/3/7）	20

1. 公司概况

1.1 业务版图持续扩大的行业领跑者

苏文科集团股份有限公司前身为“江苏省交通科学研究所”，成立于1978年，2002年由事业单位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1月10日苏文科首次公开发行A股股票并在深圳证券交易所正式挂牌上市。公司成立之初主要从事公路工程的勘察、设计业务，随后通过不断地并购和投资将业务领域拓展到道路、桥梁、市政、建筑、环境、水运、航空、轨道交通等行业。自2005年至2016年，连续10年入选ENR/建筑时报“中国工程设计企业60强”，排名从最初的45位上升至第14位。

图 1：苏文科发展大事记



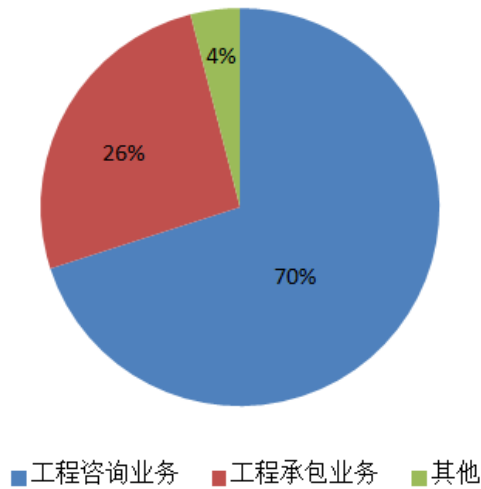
资料来源：公司网站，东兴证券研究所

表 1：苏文科业务演变过程

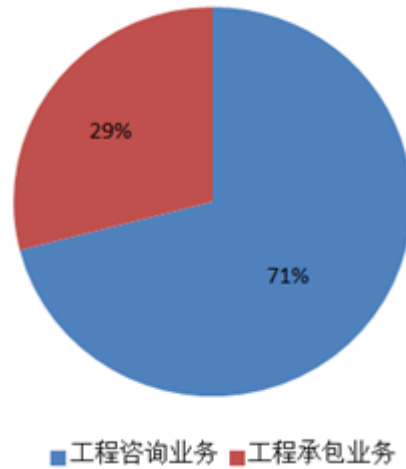
重要时点	业务范围	服务类型
2002年	公路、桥梁	勘察、设计
2008年	公路、桥梁、市政、水运、环保	勘察、设计、相关技术服务、监测 监测
2017年	公路、桥梁、市政、水运、环保、 铁路、航空、建筑	勘察、设计、相关技术服务、监测 检测、工程监理、技术研发、工程 总包

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司作为交通工程咨询领域的领军企业，当前主要业务分为工程咨询设计以及工程承包两方面，具体包括提供交通项目前期咨询和科研，道路、桥梁、铁路与轨道交通、岩土与隧道工程、水运工程与市政工程的勘察、设计、咨询、试验检测、监理、相关技术服务、工程总承包及其他承包业务等服务。从收入结构看，工程咨询业务占比超过七成，依然是公司核心业务。

图 2: 苏文科 2015 年营业收入拆分


资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 3: 苏文科 2016 年上半年营业收入拆分


资料来源: wind, 东兴证券研究所

1.2 股权结构稳定

2002 年, 江苏省交通科学研究院有限公司工会及符冠华等 10 名职工以购买的交科院整体产权共同出资组建交科有限, 其中部门正职及院领导 (其中王军华因担任工会主席除外) 以本身名义认购, 其它职工及工会主席统一以有限公司工会名义认购。特殊的历史沿革使得公司主要股东利益高度一致, 自上市以来股权结构稳定, 目前实际控制人为董事长符冠华和总经理王军华, 合计持股 37.16%。

表 2: 公司股权分布情况

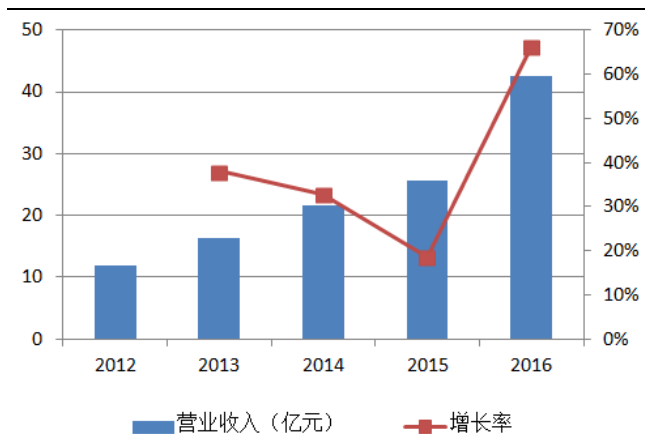
股东名称	股数 (万股)	持股比例 (%)	职务
符冠华	12144.8	21.83	董事长
王军华	8545.5	15.36	董事, 总经理
第一期员工持股计划	1797.5	3.59	-
曹荣吉	747.6	1.34	副总经理
潘岭松	700	1.26	董事会秘书, 财务负责人
陆晓锦	683.4	1.23	-
郭小峰	649.5	1.17	-
黄永勇	646.7	1.16	-

资料来源: wind, 东兴证券研究所

1.3 经营风格稳健，全国化布局效果明显

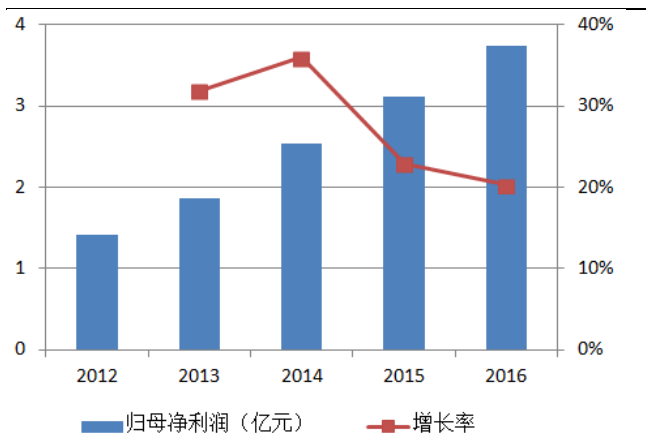
公司业绩快报显示，2016 年公司实现营收 42.64 亿元，同比增长 66.39%，归母净利润 3.74 亿元，同比增长 20.47%。整体上看公司经营风格稳健，费用控制稳定，净利润逐年上升。2016 年营收的大幅增长主要来自于外延并购并表，而营收和利润增幅不匹配的主要原因是收购的 TA 以及 EPTISA 两家公司处于业务调整期未能贡献相应利润。

图 4：2012-2016 年苏文科营业收入及增长率



资料来源：wind、东兴证券研究所

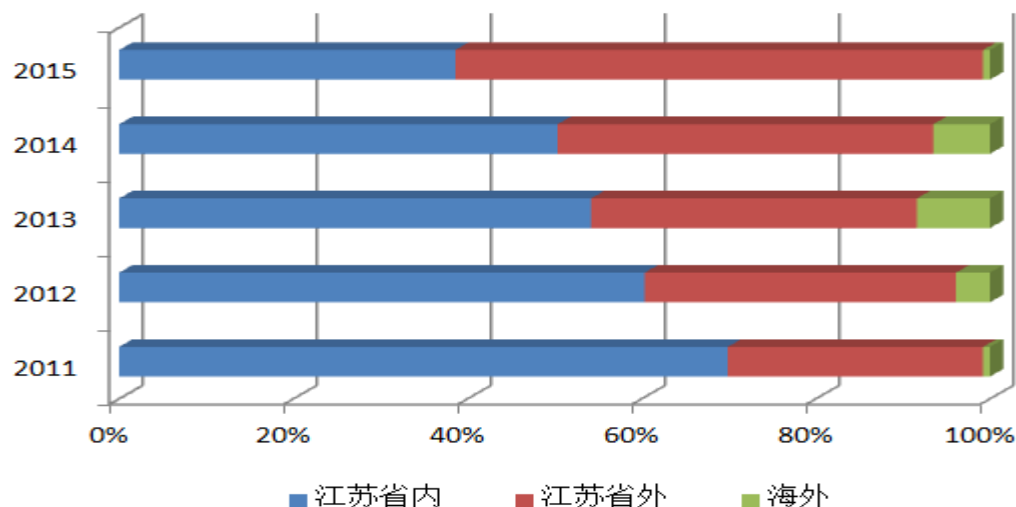
图 5：2012-2016 年苏文科归母净利润及增长率



资料来源：wind、东兴证券研究所

近年来公司在轨道交通业务实现突破，并积极探索综合管廊、海绵城市业务，大力拓展环保以及智能咨询等新领域，同时公司业务范围不再限于江苏省内，而是逐步拓展到全国乃至海外。2015 年，公司省外营收占比首次超过省内，全国化布局成效初现。

图 6：苏文科营收构成占比（分地域）



资料来源：wind、东兴证券研究所

2. 持续并购快速提升行业竞争力

2.1 并购是设计咨询企业快速做大的不二法门

从设计咨询行业的自身特点以及发展趋势来看，企业单靠内生作用很难快速提高自身体量，并购是效果显著的提升捷径。

设计咨询类行业地域壁垒明显。在行业集中度不高的时期，企业都在当地区域建立起了资源关系及过往项目经验等多方面的优势，由于市场本身具备差异性，使得当地企业的优势更加明显。即使是资质优秀的设计企业初入陌生市场时也会遇到主客观多方面的阻力，特别是体量达到一定规模开始向地区外乃至国外市场的扩张时问题会更加凸显。

设计领域细分领域众多，横向拓展难度大。一般情况下，设计咨询类企业在发展之初都是专精于一两个小的细分，之后随着影响力扩大开始面临更多领域的订单和机会，此时如采用常规的招募人才、申请资质的路线必然导致发展缓慢，进而失去大片市场空间。

设计咨询偏轻资产，磨合期较短。设计咨询类企业最重要的资产是人才和资质，没有大规模的工程建设以及运营调试，通过并购方式进入一个新的领域或者地域后，项目团队可以快速上手解决问题，磨合期短且难度较小，有助于快速提高公司业绩。

回望国际领先设计咨询企业的成长进程，我们可以清晰看到公司并购在其中起到的重要作用。

表 3: 国际领先设计咨询公司近年并购情况

公司名称	国别	并购数量	行业排名
AECOM	美国	37	1
JACOBS	美国	37	3
AMEC	英国	55	5
SNC	加拿大	53	8
FUGRO	荷兰	66	9
ARCADIS	荷兰	50	10

资料来源：彭博，东兴证券研究所

2.2 公司并购之路坚定，实力迅速提升

公司作为国内设计咨询企业的佼佼者，可谓深谙并购做强之道。2008 年，公司现金增资剑平瑞华，在完善环保工程设计能力的同时进军北京市场；2009 年至 2010 年，公司现金收购兆通路桥、常熟设计院、江苏建工院以及金邦科技股权，进一步加强公

司在江苏省内战略布局。而在 2012 年成功上市后，公司进一步加快了并购重组步伐，至今已完成十余起收购。

表 4：苏交科近年并购一览

年份	收购标的	区域	业务领域	股权比例
2008	剑平瑞华	北京	环保工程设计	51%
2009	兆通路桥	江苏	路桥市政	35%
2009	常熟设计院	江苏	路桥	80%
2009	江苏建工院	江苏	轨交	75%
2010	金邦科技	江苏	工程施工	40%
2012	杭州华龙	浙江	路政市政	70%
2013	甘肃科地	甘肃	勘察设计	70%
2013	交科能源	江苏	节能环保	17%
2013	江苏三联	江苏	安评、环评	100%
2014	淮交院	江苏	公路市政	100%
2014	厦门市政院	福建	市政	84%
2015	中铁瑞威	北京	铁路	85%
2015	贵州水业产业基金	贵州	污水处理、供水	10%
2016	TA	美国	环境监测检测	100%
2016	EPTISA	西班牙	水利交通	90%
2016	中山水利	广东	水利市政	70%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司的并购战略横向与纵向并重，在获取业务资质、技术、经验与团队，实现区域与业务协同渗透方面效果显而易见，公司 ENR 国内排名从 50 名开外稳步提升至第 14 位。同时公司在把控风险方面同样表现出色，大部分并购标的出色完成了业绩承诺，也显著增厚了上市公司业绩。

3. 战略实施一：并购 TA，进军环境监测检测市场

3.1 环境监测检测政策风起，市场广阔

环境监测检测相关政策密集出台。近年来，《国家环境监测“十二五”规划》、《生态环境监测网络建设方案》、《国家环境监测事权上收方案》等多部环境监测政策密集出台，我国环境监测检测体系逐步完善。其次，由于环境监测处于环保产业前端，具有显著的基础性，“大气十条”、“水十条”以及“土十条”等政策的出台不仅释放了几大领域的市场需求，也刺激了对环境监测行业的需求。此外，2015 年国务院中央办公厅发布了《关于推行环境污染第三方治理的意见》，文件提出在创新机制的

基础上大力推进环境污染**第三方治理模式**，也为**环境监测检测企业蓬勃发展**提供了巨大利好。

表 5: 近年环境监测检测重要政策

年份	政策文件	主要内容
2015	新环保法	建立环境检测标准体系、设备标准
2015	《关于推进环境监测服务社会化的指导意见》	推进监测检测市场化服务
2015	《生态环境监测网络建设方案》	对监测点位布局、网络安排提出细化要求
2015	“十三五”规划	实行省以下环保机构监测监察执法垂直管理制度
2015	《环境监测数据弄虚作假行为判定及处理办法》	对党政机构以及社会企业环境监测数据作假提出处理措施
2016	《生态环境监测网络建设方案实施计划》	对全国生态环境网络建设布局提出细化要求
2016	全国环保工作会议	VOC 监测及治理

资料来源：政府网站，东兴证券研究所

环境监测检测市场空间巨大。“十二五”期间我国环境监测检测行业发展开始提速，虽市场规模较小，但增速较快。随着驱动政策的陆续出台、国家环境监测技术的提升，环境监测市场将迎来更加明确的发展机遇。环境监测检测主要由环境质量、污染源两个方面构成，据我们估算“十三五”市场空间将达到千亿元以上。

表 6: 环境监测检测市场空间估算

类别	细分	设备数量（个）	单价（万元）	总价（亿元）
环境质量	水	40000	30	120
	空气	7200	80	57.6
	土壤	300	70	2.1
污染源	废水	6000	80	48
	废气	70000	70	490
	重金属	10000	100	100
总计				817.7

资料来源：环保部，国家统计局，东兴证券研究所

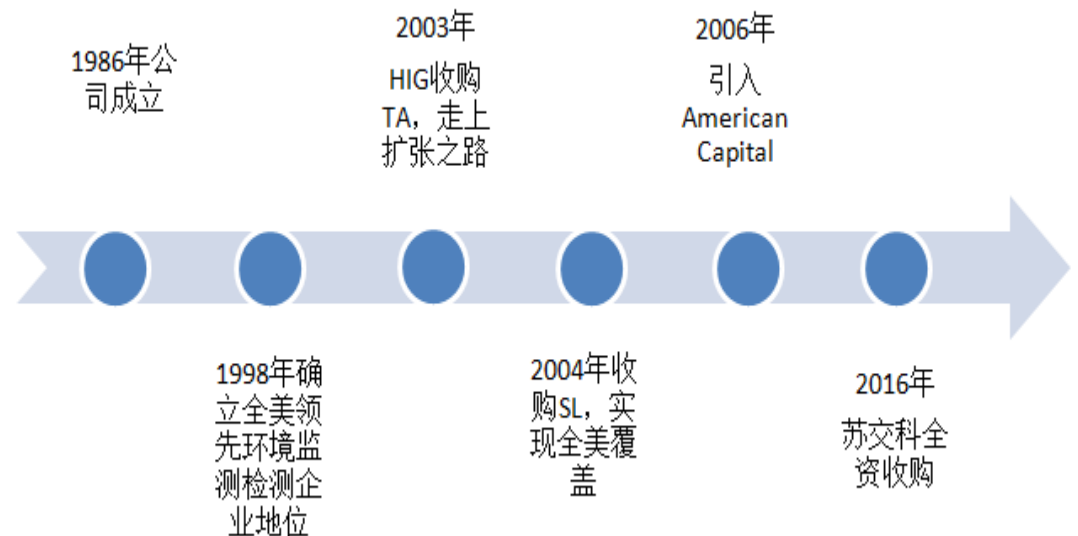
3.2 TA 助力苏文科打开国内环境监测检测市场

2016年7月5日,苏文科拟以全现金方式收购美国环境检测龙头公司 TestAmerica, 获取国际成熟市场顶尖检测技术和管理体系, 打造检测平台品牌竞争力, 同时将以环保检测为入口, 完善环保全产业链布局。

3.2.1 全美环境监测检测龙头

TestAmerica 成立于 1986 年, 是美国领先的“一站式”环境检测公司, 提供水、空气、固废等全方位的环境检测服务和生产环境检测相关的采样产品。公司实验室遍布全美, 拥有 23 个认证实验室和 36 个销售和服务中心, 营销网络覆盖全国超过 90 个地区, 并在全美 50 个州拥有环境分析资格认证, 每年接收来自 40 多个国家的样本, 可完成超过 60 万次测试, 为客户提供超过 1000 种的分析方法。公司在 2003 年和 2006 年连续引入 HIG 和 American Capital, 通过多项并购使公司进入了快速发展期。

图 7: TA 发展历程



资料来源: wind, 东兴证券研究所

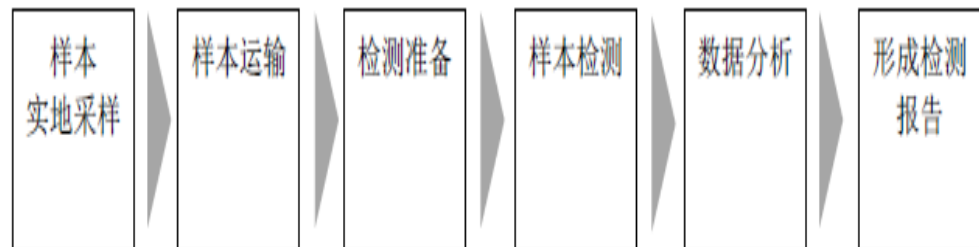
TestAmerica 旗下拥有众多子公司进行专业业务, 且网点覆盖地区广泛, 主要集中于东部沿海地区, 服务的范围覆盖汽车、建筑、化工、消费、矿业、石油和天然气、电力公共事业、水处理、废物处理、土地污染等各个行业。

表 7: TA 旗下主要子公司一览

公司名称	成立时间	主营业务
TestAmerica Air Emission Corp	2002	空气排放检测分析业务
Environmental Sampling Supply, Inc	2000	实验室检测用品及材料制造、销售
TestAmerica Laboratories Inc	1997	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多种领域的环境相关的检测试验分析业务
NCALabs Co. Ltd.	1998	检验数据分析及校对业务
EMLab p&k LLC	2010	室内空气、表面样品的霉菌、真菌、细菌检测分析业务
Aerotech Laboratories, Inc	1993	过敏源的检测分析业务
TestAmerica Holding Inc.	2002	投资控股

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

市场占有率稳居全美第一。公司 2015 年实现营业收入 2.2 亿美元，在美国市场占有率达 11%，超出第二位接近一倍，竞争优势明显。公司在水源检测、空气检测以及固废检测三大主要领域中均排名第一，是美国最大的监测检测一站式服务商。

图 8: TA 环境检测业务流程


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

表 8: 美国前 5 大环境检测公司一览

公司名称	2015 年营收（亿美元）	市场占有率（美国）
TA	2.2	11%
Pace Analytical	1.27	6.35%
Eurofins U.S Holding	1.21	6.05%
Als Lab	1.02	5.10%
Accutest Lab	0.8	4%

资料来源：公司官网，东兴证券研究所

公司的竞争优势体现在客户、系统以及品牌三个方面。客户范围广泛稳定，其中包括财富 500 强企业、政府机构、市政供水系统，律师事务所，废物管理公司和环境服务和咨询公司，公司 90% 的收入来自于老客户。环境检测服务网络先进，技术领先。公司自主开发独一无二的实验室信息系统全程监控检测进程，同时作为大数据云平台，可进一步优化检测报价和方案规划，其服务网络遍布全美，并覆盖全球 40 多个国家。优秀的历史积淀构筑强大的品牌效应。出色的软硬件能力使得公司长期处于全美领先地位，为其奠定了良好的品牌基础，即使在前几年发展困难期依然保持了市场占有率优势。

图 9: TA 全美业务布局



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

3.2.2 TA 迎来盈利拐点

公司 2010 年更换 CEO 后，在 2011 年-2013 年间对实验室信息管理系统进行了多次更换和重整，及关闭部分效率低下的实验室，导致业务中断，报告合格率下降，客户流失，收入和毛利率下滑。此外，公司控股基金处于避税等考虑，给 TestAmerica 提供了高利息的借款，借款平均年化利率达到 11%。

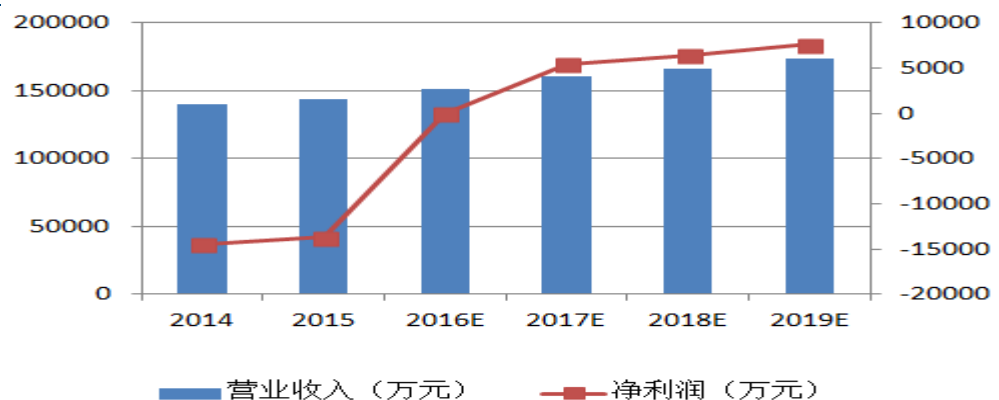
基于以下几个原因我们认为 TA 公司将迎来盈利拐点：

财务费用大幅降低。在启动本次并购前，公司债务成本较高，借款平均年化利率达到 11%，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。本次交易后苏文科拟通过债务重组的方式为 TA 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%，公司财务费用方面将释放出超过 4000 万元利润。

毛利率将持续提升。公司一方面通过改进检测手段和效率提升业绩，降低成本，另一方面对各类材料等供应商进行选择，形成长期合作关系，逐步降低采购价格。根据上个报告期采购情况显示，公司前五大供应商采购额的占比已从 2014 年的 20.43% 提升到了 31.43%，部分服务的集中采购将有效提升公司议价能力，有效控制采购成本。其中，2015 年度公司的毛利率已经从 12.6% 提升至了 14.8%。同时，根据管理层提供的相关数据公司 2014 年第一季度、2015 年第一季度及 2016 年第一季度的毛利率已处于逐步上升趋势。其中，2016 年第一季度的毛利率较 2015 年同期上升约 3 个百分点。

客户资源快速修复。由于公司前几年专注于实验室建设和相关技术研发，部分业务的中断导致了部分客户流失，在内部整合基本完毕的情况下，公司重心将转向客户关系修复和市场营销方面。2014 年起，公司重点客户订单开始迅速反弹，美国 500 强客户的迅速回归为公司未来营收增长提供了强有力的保障。

图 10: 2014-2019 年 TA 营收及净利润预测



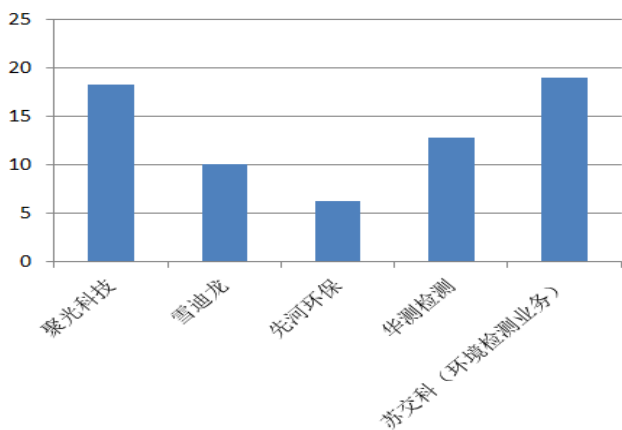
资料来源：东兴证券研究所

3.2.3 助力苏文科打开国内环境监测检测市场，完善环保布局

苏文科的检测业务一直是公司的核心业务之一，发展已经十分成熟。2014 年综合检测收入占总收入的 13.56%，2015 年公司的检测业务进一步增长，达到总收入的 16.61%。其环境检测业务起步也较早，2001 年公司就成立了环境检测实验室，2002 年成为交通部首批 4 个省级交通环境监测站之一。2003 年通过江苏省质量技术监督局计量认证，获得 CMA 资质。并购 TA 正是公司继续加码环境监测检测产业的重要

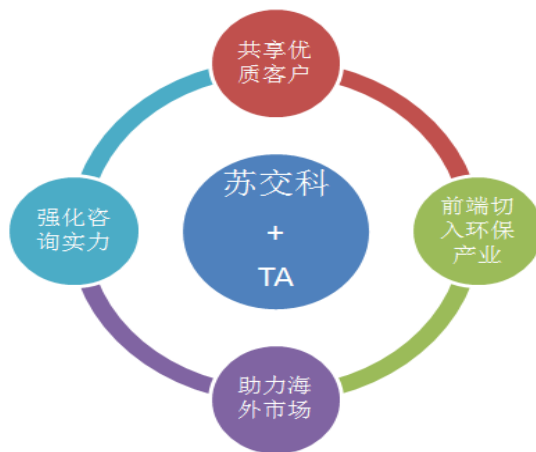
举措, 收入并表后公司检测部分收入将由 4.7 亿增至超过 19 亿, 向着打造中国最大环境监测检测平台的目标迈出了坚实一步。

图 11: 国内主要环境监测监测公司营收一览 (亿元)



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 12: 苏文科与 TA 形成良好协同效应



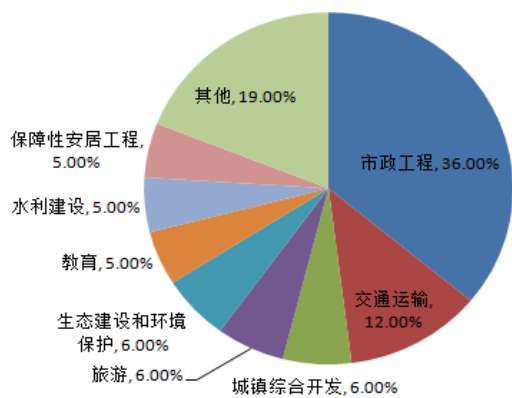
资料来源: 东兴证券研究所

4. 战略实施二: 并购中山水利院, 完善 PPP 拼图

4.1 PPP 市场风起云涌

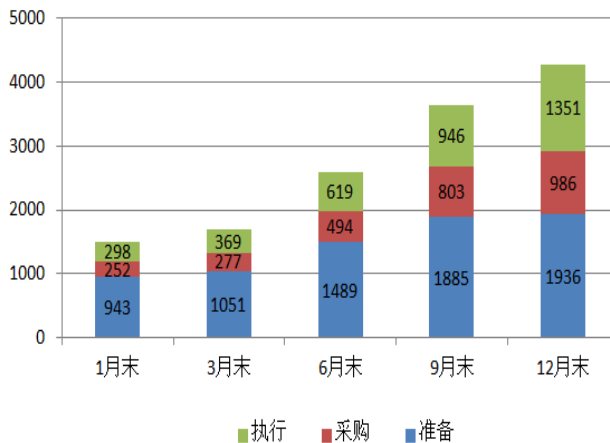
PPP 项目落地加速。 财政部发布《全国 PPP 综合信息平台项目库第五期季报》, 截至 2016 年 12 月末, 全国入库项目共 11260 个, 投资额 13.5 万亿。其中已签约落地 1351 个, 投资额 2.2 万亿, 落地率 31.6%。与 1 月末、3 月末、6 月末以及 9 月末公布的入库率 19.6%、21.7%、23.8% 以及 26.0% 相比显著提升。

图 13: 财政部 12 月新入库 PPP 项目构成



资料来源: 财政部, 东兴证券研究所

图 14: 项目落地率逐步提高



资料来源: 财政部, 东兴证券研究所

民企参与度明显提高。截至2016年12月末,签约社会资本共419家,包括民营独资104家,民营控股59家,港澳台16家,外商6家,国有独资119家,国有控股113家,另外还有类型不易辨别的基金公司和上市公司共2家。民营企业(含民营独资和民营控股)163家,占比39%,比6月末按照82个示范项目统计的结果高3个百分点。从当前PPP项目订单趋势来看,国企虽然依然占比较大,但民企具备执行力强的优势,业绩兑现也更值得期待。

4.2 苏文科具备竞逐 PPP 项目的综合实力

苏文科在多领域具备出色的设计咨询实力。PPP项目覆盖领域极广,其中市政工程、交通运输以及生态环保治理是其中最大的板块,而苏文科设计咨询业务同样布局广泛,且恰恰对上述三大领域均具备深度参与能力,在PPP项目竞争中握有主动选择权。此外,项目设计环节对全生命周期的成本至关重要,因此在PPP项目占比提升的背景下,设计类企业订单量与设计费占比均有望提升。苏文科近年来在ENR/建筑时报“中国工程设计企业60强”中排名逐年上升,其工程设计实力毋庸置疑。

表 9: 苏文科设计收入及国内排名不断上升

年份	2016	2015	2014	2013	2012	2011
排名	14	18	22	37	36	43
设计收入(亿元)	-	17.77	15.30	12.43	10.54	9.22

资料来源: wind, 公司官网, 东兴证券研究所

苏文科具备成熟的工程施工管理经验。在多年的工程项目参与过程中,苏文科通过不断地内生外延逐步培养出了成熟的施工管理经验,从而具备了设计施工一体化的总承包能力。由于具备了项目全流程管控能力,在PPP项目的竞标时既可以凭借自身强大的设计咨询能力与其他企业组成联合体争取项目,从而获取相对丰厚的前端设计咨询利润,也可以单独参与竞争,选择更加灵活。

图 15: 苏文科设计施工资质齐全



资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

苏文科参与 PPP 项目卓有成效。一方面，公司通过全流程管控能力，充分发挥设计咨询以及工程施工上的优势，仔细鉴别和筛选优质的 PPP 项目；另一方面，公司也在积极设立产业投资基金，通过深度优化设计，加大项目资金杠杆比例，获取更高的项目收益。

表 10: 苏文科积极参与 PPP 项目

时间	项目名称	投资额
2015.9	九华山核心景区立体停车场 PPP 项目	5000 万元
2015.12	杭州大江东大产业聚集区基础设施 PPP+EPC 项目	1.8 亿元
2016.6	观山湖区小湾河环境综合整治工程 PPP 项目	14.6 亿元
2015.12	发起设立贵州 PPP 产业投资基金	4 亿元

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

4.3 并购中山水利设计院，PPP 领域再加码

4.3.1 中山水利具有多项水利资质，项目经验丰富

中山水利设计公司由全民所有制企业中山市水利水电勘测设计院改组而来，经营范围包括水利、市政、建筑工程的设计与咨询；工程测量；工程勘察；承接给排水工程。当前持有工程设计资质 2 项，工程勘察资质 1 项，工程咨询单位资格 3 项，水土保持方案编制资格 1 项，水文、水资源调查评价资质 1 项，水资源认证资质 1 项，测绘资质 1 项。公司深耕华南地区多年，完成了多项大型水利设计项目。

图 16: 中山水利资质一览



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

图 17: 中山水利过往项目



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

4.3.2 并购中山水利完善苏文科 PPP 拼图，增厚公司业绩

公司以自有资金 1.41 亿元收购中山水利设计院 70% 股权，中山水利 2015 年实现净利润 0.2 亿元，未来四年业绩承诺目标为：以 2015 年经审计的净利润 2020 万元为基数，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 1.16 亿元。

表 11: 中山水利 2016-2019 业绩承诺

年份	2016	2017	2018	2019
承诺净利润（万元）	2323	2671	3072	3532

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

开拓水利设计市场，培育利润增长点。此次收购中山水利将补强公司在水利设计领域的业务水平，也有助于公司开拓作为基础设施建设重要组成部分的水利建设市场。随着社会经济和城市发展，水利建设重点正从堤防加固向流域治理、城市排涝转变，进入水利设计领域有利于为公司培育更多的利润增长点。

布局珠三角，加大覆盖区域。当前苏文科省外业务占比已经超过省内，未来这一趋势将得到延续，因此在全国化布局中建立区域业务中心有着重要意义。中山水利位于珠三角中心区域，有条件通过导入集团营销支持体系、生产管理体系有业务模式形成区域业务中心，进而形成利润中心。

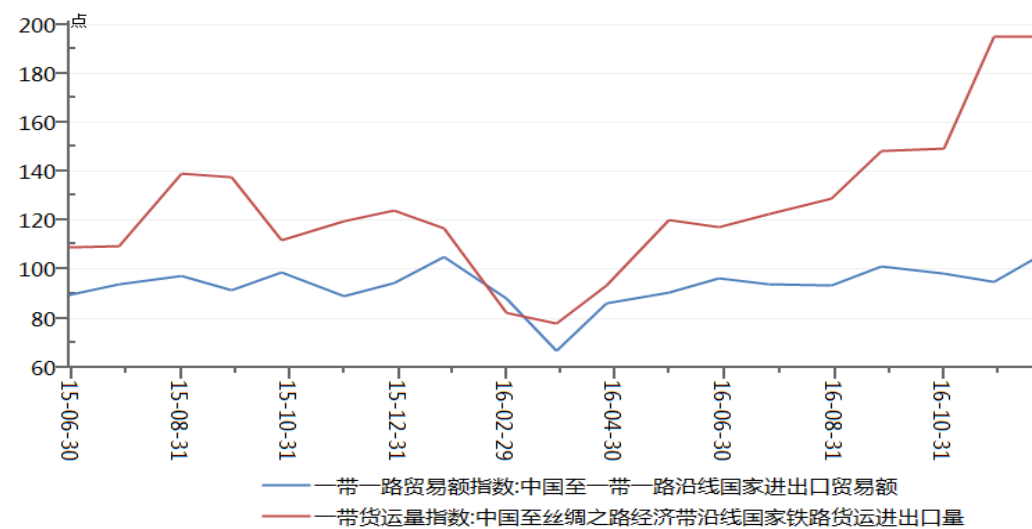
整合完善 PPP 拼图，未来前景可期。水环境治理是苏文科推动 PPP 模式的重要方向之一，而环保也是公司未来重点打造的板块。本次股权合作将打通水利与苏文科目前各板块尤其是市政景观等的协同作战渠道，形成水资源和水环境的全部覆盖，为将来争夺 PPP 项目形成强有力的支撑作用。

5. 战略实施三：并购 EPTISA, 布局一带一路

5.1 一带一路步入黄金时期

一带一路取得阶段性成果。2016 年我国企业在一带一路区域新签对外承包工程项目合同超过 8000 份，比上一年增长一倍，新签合同额超过 1200 亿美元，同比增长超过 30%。中国已开通中欧班列共计 39 条，国有企业海外签署的电站、输电等重大能源项目超过 40 项，涉及沿线 20 多个国家，对外签署自由贸易协定十余个，涉及 22 个国家和地区，多变自由贸易框架正不断完善。同时，相继成立丝路基金和亚洲基础设施投资建设银行，国内政策性金融机构提供有力支持。

图 18：一带一路景气度向好



资料来源：wind，东兴证券研究所

一带一路峰会召开在即，项目资金有望迎来突破。一带一路国际高峰合作论坛将于 5 月在北京举办，目前已有 20 多位各国领导人确认参会，此次峰会是一带一路倡议提出以来最高规格的论坛活动，也是中国举办的参会外国领导人最多的国际会议，有望给一带一路带来多重利好，包括更多订单落地、海外资金支持力度提高等。

5.2 EPTISA 业务领域高度重合一带一路，助力苏文科“走出去”

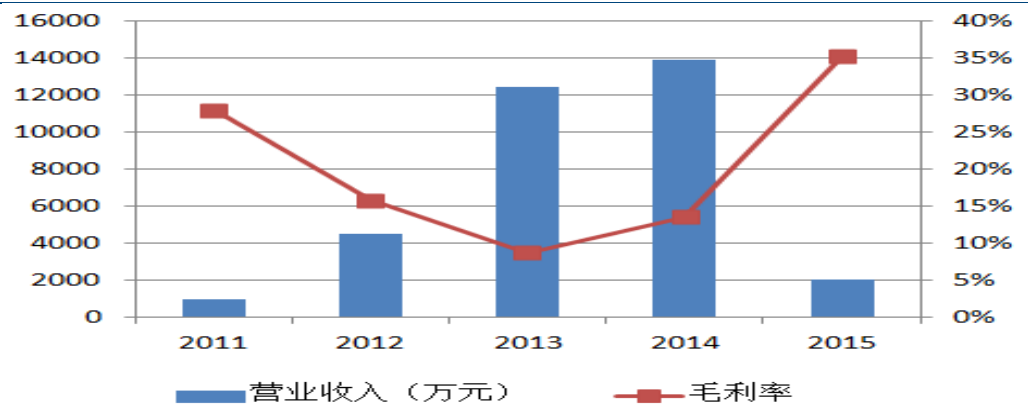
老牌设计咨询公司 EPTISA 实力强劲。EPTISA 成立于 1956 年，主营水利、环保、交通、信息化以及能源等业务。公司在全球 16 个国家设有办事处，在东欧、西亚以及南亚地区运营多年，在当地积累了丰富的项目经验和客户资源。EPTISA2014 年在美国《工程新闻记录》(ENR) 国际工程设计公司 225 强中排名第 94 名，项目经验丰富，品牌价值较高。近年来，由于西班牙本土建设需求萎靡，加上公司自身负债率较高，经营状况不容乐观。

表 12: EPTISA2015 年财务状况

财务项目	资产总额	负债总额	净资产	营业收入	营业利润	净利润
金额 (万欧元)	10647	9179	1468	10652	-636	-1164

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

苏文科海外业务开拓力度逐步加大。近年来，公司先后承接了印尼中加里曼丹省运煤铁路项目一期河码头项目、阿尔及利亚东西高速公路建设期实验室技术服务项目、斯里兰卡科伦坡保障房项目等，同时与其他企业组成联合体承担了部分海外项目的设计咨询业务，积累了一定的项目经验，但项目收入和利润收益仍不稳定，波动较大。

图 19: 苏文科 2011-2015 年海外业务营收及毛利率一览


资料来源: wind, 东兴证券研究所

EPTISA 助力苏文科布局一带一路。业务协同效应显著。 EPTISA 在大坝、港口以及隧道等方面有着丰富的项目经验，与苏文科主业互补性较强，有利于发挥工程咨询领域协同优势。**打造海外业务承接平台。** 一方面有利于苏文科突破欧美高端市场壁垒，实施国际化战略，另一方面可为中国对外工程承包工程商提供咨询、技术支持以及风险防范管理服务等。**业务区域高度重合一带一路。** 随着一带一路国家战略的实施深入，该沿线将涌现出大量的项目机会，EPTISA 在其中多个地区耕耘已久，其积累的多方面资源优势将为苏文科参与项目竞标提供巨大帮助，同时为亚投行、中国金融机构在“一带一路”国家和地区的项目投资提供咨询服务。

6. 大股东参与定增彰显信心

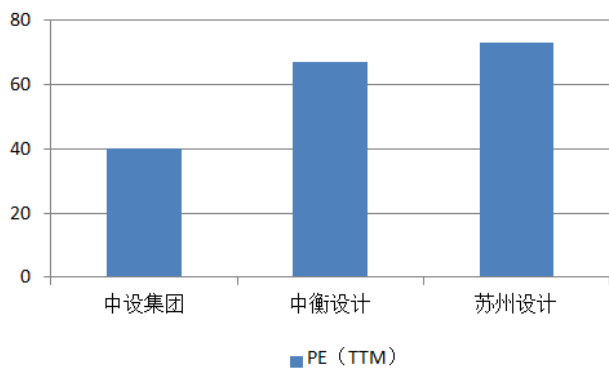
定增申请已获证监会通过，公司将以 19.69 元/股的价格向六安信实、太仓铭源、宁波协慧、李威以及符冠华发行 4509 万股股份，募集资金 8.88 亿元用于补充流动资金。定增完成后，公司流动资金状况将得到改善，为之后开始 PPP 项目及外延并购提供有效保障。公司实际控制人之一参与定增也彰显了对于公司未来发展和投资价值的坚定信心。

7. 盈利预测及估值

我们预计公司 2016-2018 年主营收入分别为 42.61 亿、66.71 亿和 76.11 亿元，归母净利润分别为 3.73 亿、5.62 亿和 6.65 亿元，对应 EPS (摊薄后) 分别为 0.67 元、0.93 元和 1.11 元，对应 PE 分别为 28 倍、20 倍和 17 倍。

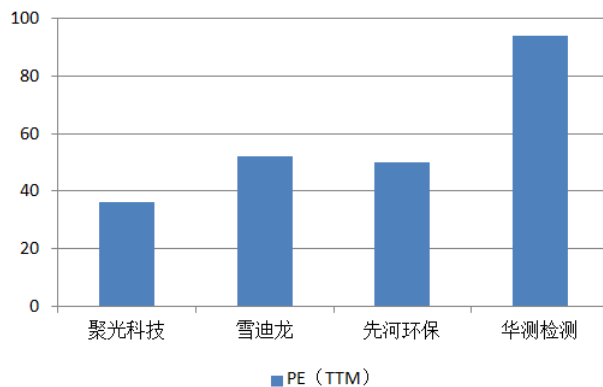
公司业务成长性良好，同时外延并购卓有成效，有望助力公司业绩大幅提升。通过对比可比公司估值水平，我们给予公司 2017 年 30 倍估值，对应目标价 27.9 元，维持公司“强烈推荐”评级。

图 20: 设计行业估值水平分析 (截止 2017/3/7)



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 21: 环境监测公司估值水平分析 (截止 2017/3/7)



资料来源: wind, 东兴证券研究所

8. 风险提示

并购公司业绩不达预期。

表 13: 公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	3319	3906	6168	9718	11137	营业收入	2163	2563	4261	6671	7611
货币资金	865	1142	1704	2668	3044	营业成本	1443	1644	2897	4703	5366
应收账款	2159	2499	4144	6488	7402	营业税金及附加	21	29	34	53	61
其他应收款	61	104	173	271	309	营业费用	67	78	85	133	160
预付款项	8	26	55	102	156	管理费用	256	309	511	801	913
存货	38	19	40	64	74	财务费用	-18	-15	220	220	220
其他流动资产	3	0	51	124	152	资产减值损失	77.43	110.61	2.00	2.00	2.00
非流动资产合计	976	1539	1429	1382	1336	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	60	33	33	33	33	投资净收益	5.72	2.45	5.00	5.00	5.00
固定资产	251.62	326.36	390.14	351.56	312.97	营业利润	321	410	516	764	894
无形资产	66	74	67	60	54	营业外收入	13.47	21.43	10.00	10.00	10.00
其他非流动资产	8	7	0	0	0	营业外支出	2.07	2.14	1.00	1.00	1.00
资产总计	4295	5446	7597	11100	12473	利润总额	333	429	525	773	903
流动负债合计	2099	2466	4072	7301	8358	所得税	64	89	115	170	199
短期借款	240	424	1573	3750	4267	净利润	269	339	409	603	705
应付账款	703	935	1350	2190	2499	少数股东损益	17	29	36	40	40
预收款项	182	190	318	518	746	归属母公司净利润	253	311	373	563	665
一年内到期的非	7	5	5	5	5	EBITDA	407	522	782	1029	1159
非流动负债合计	88	172	530	540	550	EPS (元)	0.52	0.58	0.67	0.93	1.11
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债合计	2187	2638	4603	7841	8908	成长能力					
少数股东权益	129	164	200	240	280	营业收入增长	32.88%	18.48%	66.28%	56.56%	14.09%
实收资本(或股	505	555	556	556	556	营业利润增长	40.01%	27.46%	25.97%	48.02%	17.10%
资本公积	720	1075	1075	1075	1075	归属于母公司净利润增	20.21%	50.68%	20.21%	50.68%	18.10%
未分配利润	677	916	953	1009	1076	获利能力					
归属母公司股东	1979	2643	2794	3019	3284	毛利率(%)	33.26%	35.84%	#REF!	#REF!	#REF!
负债和所有者权	4295	5446	7597	11100	12473	净利率(%)	12.45%	13.25%	9.61%	9.03%	9.26%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元						总资产净利润(%)	5.88%	5.70%	4.92%	5.07%	5.33%
2014A						ROE(%)					
2015A						12.76%	11.75%	13.37%	18.64%	20.23%	
2016E						营运能力					
2017E						总资产周转率	0.58	0.53	0.65	0.71	0.65
2018E						应收账款周转率	1	1	1	1	1
经营活动现金流	253	12	-525	-658	475	应付账款周转率	3.60	3.13	3.73	3.77	3.25
净利润	269	339	409	603	705	流动比率	1.58	1.58	1.51	1.33	1.33
折旧摊销	103.35	127.33	0.00	38.59	38.59	速动比率	1.56	1.58	1.50	1.32	1.32
财务费用	-18	-15	220	220	220	每股指标(元)					
应收账款减少	0	0	-1645	-2344	-914	每股收益(最新摊薄)	0.52	0.58	0.67	1.01	1.20
预收帐款增加	0	0	128	200	228	每股净现金流(最新摊	-0.15	0.50	1.01	1.73	0.68
投资活动现金流	-252	-176	-1462	3	3	每股净资产(最新摊薄)	3.92	4.77	5.03	5.43	5.91
公允价值变动收	0	0	0	0	0	估值比率					
长期股权投资减	0	0	189	0	0	P/E	39.96	35.50	30.76	20.42	17.29
投资收益	6	2	5	5	5	P/B	5.27	4.34	4.11	3.81	3.50
筹资活动现金流	-76	440	925	1619	-102	EV/EBITDA	24.12	20.59	14.53	12.22	10.97
应付债券增加	0	0	0	0	0						
长期借款增加	0	0	0	0	0						
普通股增加	265	50	1	0	0						
资本公积增加	-43	354	0	0	0						
现金净增加额	-75	276	562	964	376						

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长，9年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

联系人简介

庞天一

吉林大学环境科学硕士，3年环保产业从业经验，2016年加盟东兴证券研究所。

刘博

中国人民大学经济学博士，1年证券行业研究经验，2016年加盟东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。