

苏交科(300284.SZ)

建筑施工行业

评级：买入 首次评级

公司研究

市场价格(人民币): 20.27元
 目标价格(人民币): 25.00-27.00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)	337.47
总市值(百万元)	11,276.83
年内股价最高最低(元)	26.55/18.12
沪深300指数	3440.97



内外兼修保障高增, PPP/一带一路拓展边际

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.560	0.680	0.844	1.135	1.419
每股净资产(元)	4.77	5.42	6.51	7.49	8.76
每股经营性现金流(元)	0.01	0.12	2.31	0.76	0.86
市盈率(倍)	38.70	30.57	23.48	17.46	13.96
行业优化市盈率(倍)	14.29	14.29	14.29	14.29	14.29
净利润增长率(%)	23.01%	22.08%	24.01%	34.51%	25.05%
净资产收益率(%)	11.75%	12.56%	12.97%	15.15%	16.20%
总股本(百万股)	554.51	557.38	557.38	557.38	557.38

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **外延并购 5 年落地 9 起, 业务拼图几近完成:** 1) 工程咨询行业集中度低, 外延并购是常见发展路径, 公司上市 5 年借助资本优势完成 9 起并购, 表明外延并购战略决心; 2) 16 年公司先后收购美国环保检测巨头 TA 完善监测产业链, 增资西班牙老牌工程咨询企业 EP 开拓海外业务, 收购中山水利进军水利市场; 3) 在一系列资本运作之后公司完善了地域和行业的布局, 目前实现全国 31 省和海外市场平台的搭建, 将规划咨询、勘察设计等业务渗透到公路、市政、水工、城市轨道交通、铁路、航空和建筑、环境等行业领域, 业务版图几近完工。
- **一带一路市场广阔/基建景气度高, PPP 助业绩继续增长:** 1) ①受益于“一带一路”战略推进, 我国建筑公司海外业务继续扩张, 今年一季度“一带一路”沿线新签合同 952 分, 完成营业额 144 亿; EP 业务范围广在国际上享负盛名, 客户群多为欧盟发展基金, 世界银行等政府部门, 西班牙本土以外业务占比 80%, 有望带动苏交科更深入的进军海外市场; 2) 基建景气度高以 PPP 方式更快落地: 我国 2017 年 Q1 基建投资 1.9 万亿 (+23.5%) 维持高位, 基建景气度仍高, 我们判断因 PPP 落地加速所致; 公司以设计切入积极拓展 PPP 业务: 设计咨询处于工程项目上游环节, 带动 PPP 项目投融资及工程总承包业务具有先天优势, 公司已参与联合设立 20 亿 PPP 产业基金, 参股总投资超百亿的 PPP 项目; 3) 公司 16 年营收 42 亿元 (+64%), 净利润 3.8 亿 (+22%), 17 年 Q1 营收 10.4 亿元 (+113%), 净利润 0.56 亿 (+3.6%), 考虑到国内基建景气度高以 PPP 方式落地加速, 国外市场广阔, 叠加子公司尚在业绩承诺兑现期内, 我们看好公司业绩继续增长。
- **董事长大手笔参与定增彰显充足信心:** 1) 2017 年 4 月, 公司公告预计非公开发行股票不超过 4510 万股, 发行价格为 19.69 元/股, 董事长符冠华认购 447 万股 (8801 万元), 占发行股票 10%, 充分展现其对公司发展信心; 2) 当前股价 20.27 元/股, 与本次定增底价接近, 安全边际高。

投资建议

- 我们预计公司 2017~2019 年 EPS 为 0.84/1.14/1.42 元, 给予公司未来 6-12 个月 25.2 元目标价位, 相当于 30x2017EPS 和 22x2018EPS。

风险提示

子公司整合风险、海外项目开拓进展风险和 PPP 项目风险。

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
 hegw@gjzq.com.cn

内容目录

一. 盈利预测与估值.....	3
1.盈利预测.....	3
2.采用 PE 估值给予目标价 25.2.....	3
二. 交通咨询行业专家，资质齐全全国布局.....	3
三. 5 年完成 9 例并购：外延并购步伐惊人，业务拼图逐步补全.....	6
1.外延并购是工程咨询业做大做强的常见路径.....	6
2.布局欧美打造国际产业，海外空间版图雏形已现.....	6
3.收购中山水利，补全业务拼图.....	8
四. 基建/一带一路市场广阔，积极开拓 PPP 业务.....	9
1. EPTISA 助公司进军一带一路大市场.....	9
2.固定资产/基础设施投资稳健增长.....	9
3.工程关键链条结合总承包业务，打造 PPP 核心竞争力.....	10
五. 公司董事长参与定增彰显充足信心.....	11
六. 风险提示.....	11

图表目录

图表 1：公司盈利预测表.....	3
图表 2：可比公司估值情况.....	3
图表 3：公司股权结构图.....	4
图表 4：公司主营业务.....	4
图表 5：公司主营业务营收占比.....	5
图表 6：公司主营业务毛利率.....	5
图表 7：公司省内省外业务营收.....	5
图表 8：公司营收净利润均保持增长.....	6
图表 9：公司营收净利润及其增长率.....	6
图表 10：中设集团横向/纵向双维度并购战略.....	6
图表 11：苏文科上市 5 年以来完成 9 起并购.....	6
图表 12：十三五期间环保行业市场规模为十二五的 3.4 倍.....	7
图表 13：中山水利参与大型工程类型广，数量多（仅部分项目列示）.....	8
图表 14：一带一路新签合同加速上涨.....	9
图表 15：一带一路项目完成营业额稳步上升.....	9
图表 16：近年来固定资产投资稳健增长.....	10
图表 17：近年来基础建设投资维持高位.....	10
图表 18：工程咨询具体业务及内容.....	10
图表 19：公司工程咨询业务工期约 3-5 年.....	10
图表 20：杭州大江东大产业聚集区基础设施 PPP+EPC 各子项目建设内容... 11	11
图表 21：董事长认购非公开发行股票约 10%.....	11

一. 盈利预测与估值

1. 盈利预测

- 公司外延式并购事项逐步落地，PPP 项目初步尝试已有建树，加之具备布局一带一路，我们预测公司业绩会稳步增长。我们测算公司 2017,18 年营收分别为 56.73 亿和 68.59 亿，对应净利润分别为 4.70 亿元和 6.33 亿元。

图表 1: 公司盈利预测表

	2015A	2016A	2017E	2018E
主营业务收入/亿	25.63	42.01	56.73	68.59
同比	18.48%	63.95%	35.04%	20.90%
毛利率	35.84%	30.17%	30.00%	30.00%
营业税金占比	1.11%	0.40%	0.40%	0.40%
营业费用占比	3.04%	2.43%	2.80%	3.10%
管理费用占比	12.06%	12.75%	12.80%	13.20%
所得税率	20.84%	16.90%	18.00%	18.00%
归属于母公司的净利润	310.63	379.21	470.25	632.54
同比	23.01%	22.08%	24.01%	34.51%
EPS/ (元/股)	0.56	0.68	0.84	1.13

来源: wind、国金证券研究所

2. 采用 PE 估值给予目标价 25.2

- 公司主营工程咨询和工程施工，占主营业务的 99%，我们选取同行业中业务与公司相近的中设集团、中衡设计、启迪设计、华建集团作为可比公司，采用 PE 估值法对公司进行估值，所属行业平均 PE 为 39.99 倍。
- 结合公司近两年二级市场走势来看，公司股价均在 27 倍 PE 上轨运行，由于公司仍在快速发展期，我们看好企业未来成长价值；我们给予目标价格 25.2 元，对应 2017 年为 30 倍 PE 估值。

图表 2: 可比公司估值情况

证券简称	总市值 (亿元)	EPS			PE	
		17E	18E	17E	18E	
中设集团	72	1.39	1.8	24.78	19.10	
启迪设计	42	1.17	1.50	58.34	45.66	
中衡设计	52	0.6	0.73	31.50	25.89	
华建集团	84	0.58	0.77	33.34	25.30	
	均值			36.99	28.99	
苏文科	113	0.84	1.13	28.00	20.81	

来源: wind、国金证券研究所

二. 交通咨询行业专家，资质齐全全国布局

- 公司前身是隶属于江苏省交通厅的江苏省交通科学研究所，成立于 1978 年。2002 年成为全国交通行业省属科研设计院所中第一个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人 A 股股票并在深圳证券交易所正式挂牌上市。
- 公司高管控股，股权结构与管理团队稳定。自 2002 年公司改制为员工持股起，公司一直保持员工控股，目前公司实际控制人为董事长付冠华和总经理王军华，两人共同持股超 2 亿股，占到总股本的 37%。公司高管控股 2.38 亿股，占到总股本的 43%。公司自 2015 年展开员工持股计划，目前

第一期员工持股计划开展顺利，第一期员工持股计划合计近 2 千万股，占总股本的 3.6%、

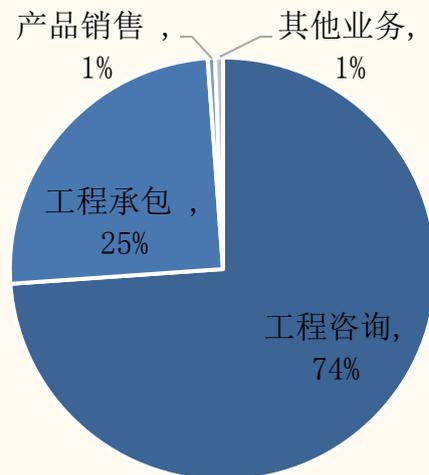
图表 3：公司股权结构图



来源：wind、国金证券研究所

- **公司资质齐全，品牌优势强。**截止截至 2016 年末，公司拥有城乡规划甲级资质、工程勘察综合类甲级资质、工程设计公路、市政、水运、建筑专业甲级资质，工程咨询市政交通、铁路、轨道交通、城市规划、港口和海专业甲级资质，公路工程综合、公路工程桥隧工程和交通工程专项、水运工程材料和水运工程结构甲级试验检测资质、公路工程和市政公用工程监理甲级资质、公路工程施工总承包一级资质、环评甲级资质、风景园林甲级资质等多项甲级资质。自 2005 年至 2016 年已连续 11 年荣登美国《工程新闻记录》(ENR) “中国工程设计企业 60 强”，2016 年排名上升至第 14 位。
- **公司作为交通运输咨询行业领军企业，主营业务为工程咨询与工程承包业务。**业务领域涉及公路、市政、水工、城市轨道、铁路、航空和建筑、环境等行业。作为公司主营业务的工程咨询和工程承包 2016 年分别实现营收 31.04 亿元、10.48 亿元，分别占到总营收的 74%、25%。

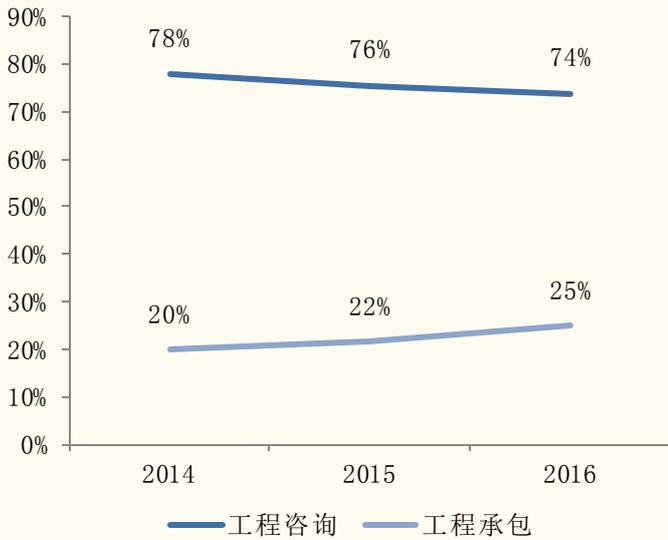
图表 4：公司主营业务



来源：公司年报、国金证券研究所

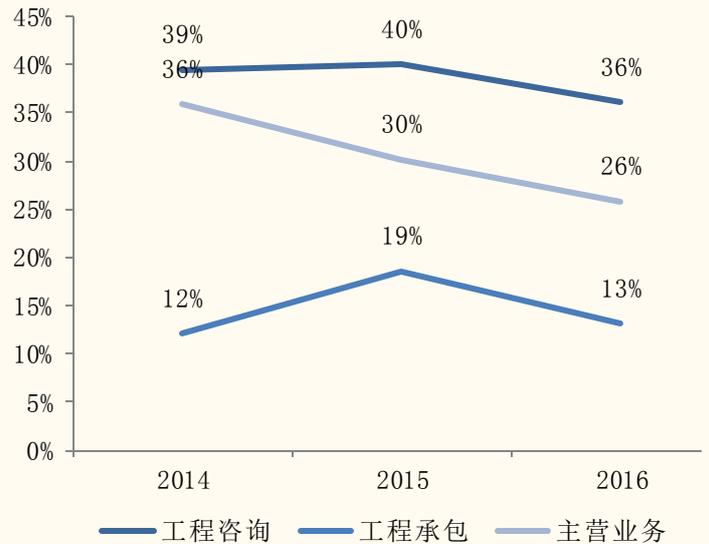
- **工程承包业务占比虽有提升，但从近年来公司并购情况来看并非长期趋势。**近年来，公司工程承包业务营收占比有所上升，值得注意的是工程承包毛利率远低于工程咨询毛利率，公司两大主营业务的结构调整导致公司主营业务的毛利率大幅下降。但从公司近年来的并购情况来看，收购公司 9 家，其中仅有 1 家为建筑工程公司，咨询公司有 7 家，可以推测公司未来发展方向并非继续做大资金推动型的工程承包业务。

图表 5：公司主营业务营收占比



来源：wind、国金证券研究所

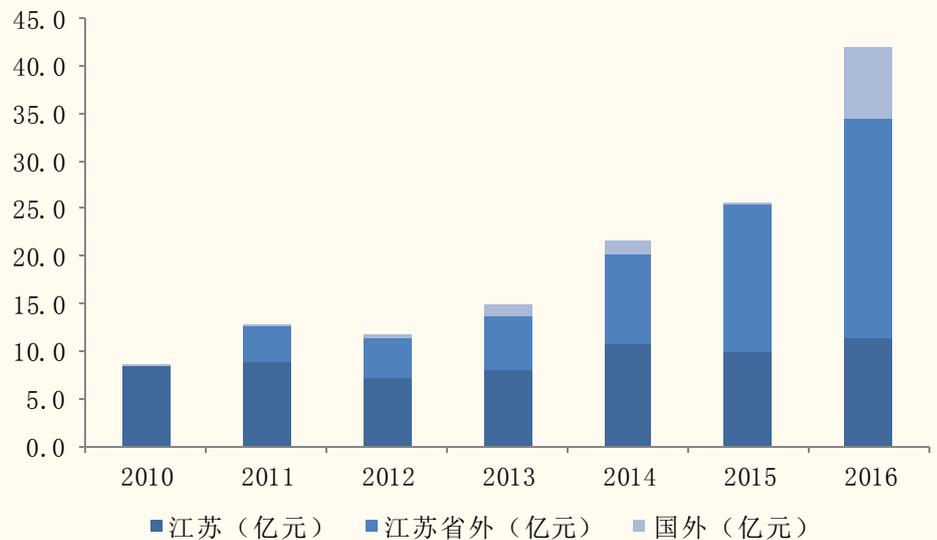
图表 6：公司主营业务毛利率



来源：wind、国金证券研究所

- 公司深耕江苏省内，积极拓展省外业务，省外业务逐年递增。公司自 2011 年开始发展省外业务，2015 年公司省外营收已超过省内，目前公司市场布局覆盖全国 31 个省、自治区、直辖市，并拓展至海外市场，设有 31 家省外分支机构、42 家全资控股子公司、8 家参股子公司。

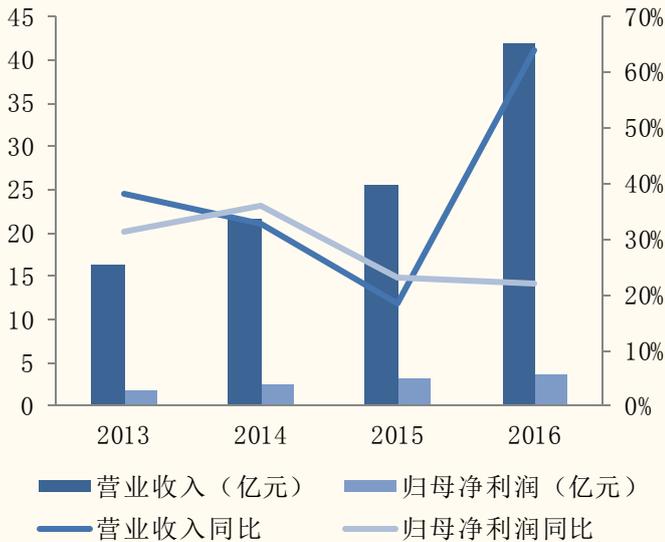
图表 7：公司省内省外业务营收



来源：wind、国金证券研究所

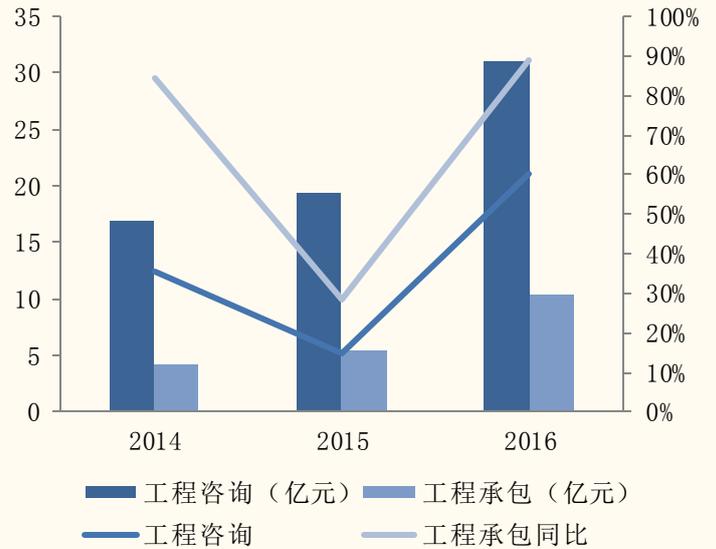
- 受益于收购公司并表，公司营收高增。公司坚持内生与外延扩张的战略，自 2012 年公司挂牌上市以来，已并购公司 11 家，近年来加快并购速度，并购公司业绩良好，并表助力营收增长。2013~2016 年，公司营收分别为 16.3 亿元/21.6 亿元/25.6 亿元/42 亿元，同比增长 38%/33%/18%/64%，2017 年一季度营收高达 10.4 亿元，同比增长 113%，主要由于公司近年并购加速，并购公司并表所致。

图表 8：公司营收净利润均保持增长



来源：公司年报、国金证券研究所

图表 9：公司营收净利润及其增长率



来源：wind、国金证券研究所

三. 5 年完成 9 例并购：外延并购步伐惊人，业务拼图逐步补全

1. 外延并购是工程咨询业做大做强的常见路径

- 行业特点决定外延并购在企业发展中的重要地位。工程咨询和工程承包行业集中度低，竞争激烈，外延式并购有利于打破行业的地方保护壁垒、技术壁垒和资质壁垒，是企业做大做强的常见路径；地方设计院多为事业单位，随着勘察设计行业市场化进程不断加快，事业单位加速改制为企业，为行业并购提供必要条件。
- 工程咨询行业外延式并购成功案例屡见不鲜。1) 常年雄踞 ENR 世界设计公司排行榜榜首的 AECOM 通过不断外延并购，营业收入从 1991 年的 3.87 亿美元增至 16 年的 174 亿美元，CAGR 高达 16.44%，并且并购已成为其突破中国特有的“资质壁垒”的典型案例。2) 江苏省交通领域工程咨询行业翘楚中设集团 2015 年 4 月以 3.07 亿元收购宁夏公路勘察设计院 99.86% 股权，2016 年 6 月以 1.11 亿元收购扬州市勘测设计研究院 75.00% 股权，开启横向纵向双维度外延并购战略。2016 年中设集团营收/净利增速分别为 +42.51%/+30.95%，2017 年营收和净利目标增速区间分别为 20%~50% 和 20%~40%，公司进入快速发展通道。

图表 10：中设集团横向/纵向双维度并购战略

公告日期	并购标的	交易金额/亿	交易股份占比	并购方向
2015.04	宁夏公路勘察设计院有限公司	3.07	99.86%	横向并购
2016.06	扬州市勘测设计研究院有限公司	1.11	75.00%	纵向并购

来源：公司公告、国金证券研究所

2. 布局欧美打造国际产业，海外空间版图雏形已现

- 5 年完成 9 例并购，并购步伐惊人。公司作为江苏省设计咨询行业排头兵，深谙并购乃行业做大做强之道，自 2012 年 1 月上市 5 年以来，利用资本市场带来的便利与机遇，累计完成 9 起并购，其中有 6 起并购金额超过 1 亿，从而实现深耕江苏，布局全国，开拓海外的空间扩张战略以及规划咨询、勘察设计、检测等业务的全产业布局。

图表 11：苏交科上市 5 年以来完成 9 起并购

公告日期	并购对象	股权比例	交易对价	利润承诺
------	------	------	------	------

2012年7月30日	华龙交通勘察设计有限公司	70%	3636万元	2013年~2015净利润不低于1100万元/1200万元/1206万元
2013年1月28日	甘肃科地工程咨询有限责任公司	70%	2152万元	2013年净利润不低于444万元, 2014~2016年均不低于544万元
2013年9月10日	江苏三联安全评价咨询有限公司	100%	600万元	2014~2015净利润分别不低于105万元/168万元
2014年4月10日	厦门市市政工程设计院有限公司	83.58%	15990万元	2014~2017年厦门市政院净利润分别为2,280万元、2,736万元、3,283万元、3,940万元
2014年4月15日	淮安市交通规划设计院有限公司	100%	18975万元	2014年净利润不低于2,731万元; 2014与2015累计不低于6009万元; 2014~2016累计不低于9778万元; 2014~2017累计不低于14113万元
2014年9月29日	北京中铁瑞威基础工程有限公司	85%	13988万元	2015~2017年扣除非经常性损益后的净利润分别不低于1000万元、1200万元和1440万元
2016年7月4日	TAmerica	100%	11706万元	
2016年7月18日	增资 EPTISA	90%	1600万欧元	
2016年10月9日	中山市水利水电勘测设计咨询有限公司	70%	14139万元	2016~2019年净利润不低于2323万元/2671万元/3072万元/3532万元

来源: 公司公告、国金证券研究所

■ 收购 TAmerica 踏出海外并购第一步, 协同完善检测产业链

- 2016年7月, 公司以1.17亿元完成对美国环境检测龙头公司TAmerica的并购, 踏出了海外并购第一步, 为深入海外市场打下坚定的基础。TAmerica是美国领先的“一站式”环境检测公司, 提供水、空气、固废等全方位环境检测服务和生产, 拥有23个认证实验室和36个销售和服务中心, 遍布全美。
- TAmerica 竞争优势凸显, 行业地位独树一帜。1) 市场占有率高。标的公司在水、空气和固废检测领域市场份额高达11%, 占有率排名第一; 2) 区域布局完善。标的公司检测资格覆盖全美50个州, 每年接收来自40个国家样本; 3) 专有的实验室管理系统。基于SaaS构架云计算平台, 搭建检测“大数据”云平台, 有效降低运行成本, 提高用户体验; 4) 高端客户忠诚度高。客户群体涵盖工业企业、联邦政府等, 公司90%收入来自老客户, 客户资质优良, 忠诚度高。
- 协同完善检测产业链, 迎接环保检测高增长。检测业务是上市公司的重要业务之一, 公司在桥梁检测、铁路检测等方面处于行业领先地位, 2016年综合检测收入占营收的9.24%。本次公司完成TAmerica的收购, 利用国际力量切入环保检测领域, 完善检测产业链; 巧妙借助“品牌”和“网络”两大行业竞争力, 实现共享客户从而达到经营业务协同效应。预计十三五期间我国环保行业规模将达到17万亿, 为十二五期间的3.4倍, 公司将借助TAmerica享受环保检测盛宴。

图表 12: 十三五期间环保行业市场规模为十二五的 3.4 倍

	环保行业市场规模/万亿
十二五规划期间	5
十三五规划期间	17 (预计)

来源: 公司公告, 国金证券研究所

■ 增资 EPTISA 布局海外再下一城, 业务渗透一带一路受益区

- 2016年7月18日公司发布公告, 公司拟以现金向西班牙EPTISA公司增资1600万欧元, 增资后苏交科持有公司股份90%, 并约定在规定时间内购入剩余股份中的9.5%。本次增资控股EPTISA标志公司在海外业务上再下一城, 业务空间版图逐步铺开。
- 优势众多 EPTISA 享负盛名。1) 公司核心技术覆盖面广, 经验丰富。EPTISA核心技术覆盖水利、交通、社会经济发展等业务, 尤其在港口、隧道和高铁等方面具有丰富经验; 2) 品牌价值高。标的公司成立

1956年，是西班牙最老牌的工程设计企业，2014年标的公司在美国《工程新闻纪录》(ENR)中排在94名(225家)，品牌历史悠久，价值高；3) 客户群高端。标的公司客户群多为欧盟发展基金，世界银行以及各地区的政府部门，客户群信誉良好；4) 业务遍及范围广。标的公司自二十世纪六十年代开始开拓海外业务，目前业务已遍及四十多个国家和地区开展，西班牙以外业务占比接近80%。

- **业务布局一带一路受益地区，协同效应明显。**EPTISA公司在一带一路受益的主要区域，如西亚、东欧和南亚等地区布局多年，熟悉当地的技术标准、商业运行规则及市场环境，同时拥有丰富的工程案例和客户资源，在当地市场中具有良好的口碑。增资EPTISA有利于苏交科突破区域壁垒，顺利打造海外项目开拓平台，实现业务协同和客户共享。

3.收购中山水利，补全业务拼图

- 2016年9月30日，公司召开董事会审议通过了《关于收购中山市水利水电勘测设计咨询有限公司70%股权的议案》，同意公司以14139万元收购中山水利70%的股权，标志着苏交科进入水利设计市场，完善公司在细分行业上的布局。
- 中山水利前身为中山市水利水电勘测设计室，成立于1996年，历史悠久。公司主营水利、市政、建筑工程的设计与咨询；工程勘察以及承接给排水工程。旗下拥有24家分公司，业务遍及广东、新疆、四川、河南等多个省市。2015年标的公司经审计净利润为2020万元，2016~2019利润承诺分别为2323万元/2671万元/3072万元/3552万元。

图表 13：中山水利参与大型工程类型广，数量多（仅部分项目列示）

工程名称	工程规模	投资金额/ 万元	设计阶段
河道整治工程			
中山市岐江河一河两岸整治工程	18600米	120000	规划、可研、初设、施工图
广州市黄埔区文涌整治工程	7.17公里	16000	施工图
广州市黄埔区庙头涌整治工程	3.52公里	12000	施工图
高要市联金大坝除险加固工程	23.73公里	14289	施工图
城市防洪工程			
增城市雅瑶河干流整治工程	14公里	22490	项目建议书
云浮市城区南山河城区防洪工程	22.933公里	18700	可研、初设、施工图
增城市干湖河干流整治工程	10公里	12976	项目建议书
灌溉、排涝工程			
中山市东河水利枢纽工程	水闸大(二)型 泵站大(一)型	20010	可研、初设、施工图
中山市火炬开发区洋关泵站	大(二)型	5900	可研、初设、施工图
中山市民三联围田基沙水闸重建工程	中型，净宽90米	6756	施工图
围垦工程			
中山市东五/东六围围垦工程	4000亩	5000	施工图
水库枢纽工程			
中山市桂山水库工程	中型，库容达 4770万立方米	64000	调查报告、可研
珠海市广昌应急水源配套调节水塘工程	小(一)型，蓄水 容量260万立方米	4000	可研报告
引水、调水工程			
中山市全禄蓄淡水水库工程	小(二)型，库容 90万立方米	2900	可研
水利规划项目			
中山市小型农田水利建设规划	1800平方公里	100000	规划

中山市岐江河综合治理可行性研究	39.2 公里	13000	可研
中山市岐江河流域综合规划	1800 平方公里	35000	规划
中山市水利现代化建设规划	1800 平方公里	26000	规划
其他工程（桥梁/道路/水工/给排水/岩土等）			
中山市水资源规划河涌测量	30 公里	350000	可研
阳春市污水处理厂	6 万吨/日	8000	施工图

来源：公司官网、国金证券研究所

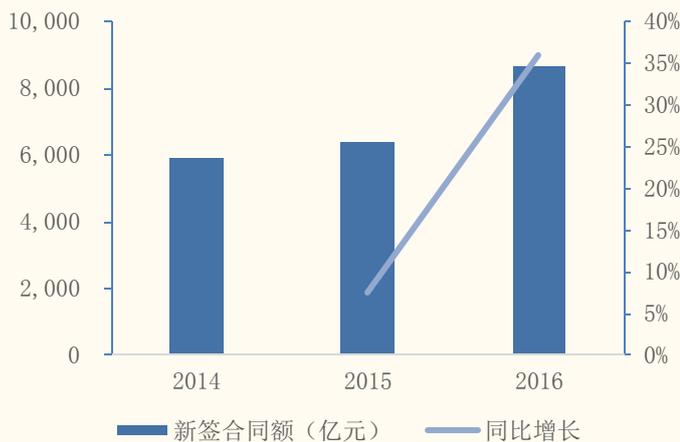
- 公司本次收购中山水利 70% 股权，借助中山水利品牌效应和珠三角区位优势，全面开拓水利设计市场，整合完善产业链条。将规划咨询、勘察设计及检测咨询等业务渗透到公路、市政、水工、城市轨道交通、铁路、航空和建筑、环境等行业领域，完成全国 31 省（涵盖自治区和直辖市）和海外市场平台的搭建。

四. 基建/一带一路市场广阔，积极开拓 PPP 业务

1. EPTISA 助公司进军一带一路大市场

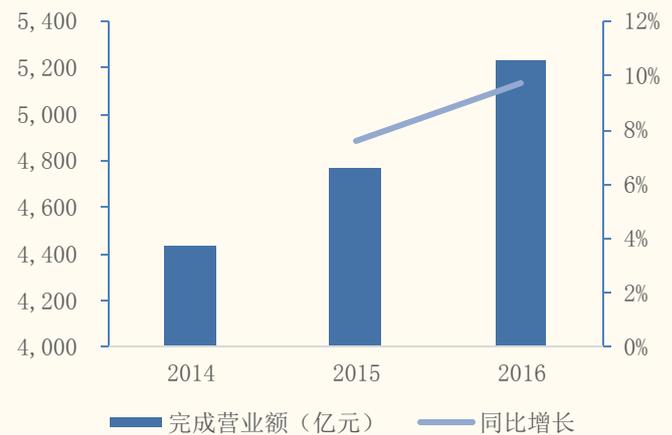
- 根据中国一带一路网，中国一季度在“一带一路”沿线 61 个国家新签对外承包工程项目合同 952 份；完成营业额 143.9 亿美元，同比增长 4.7%，占同期总额的 49.2%。新签合同额在 5000 万美元以上的项目 156 个，合计 340.7 亿美元，占新签合同总额的 79.3%。EPTISA 主要客户包括欧盟、世界银行、亚洲开发银行及当地政府等，引导公司切入一带一路业务布局。

图表 14：一带一路新签合同加速上涨



来源：中国一带一路网、国金证券研究所

图表 15：一带一路项目完成营业额稳步上升



来源：中国一带一路网、国金证券研究所

2. 固定资产/基础设施投资稳健增长

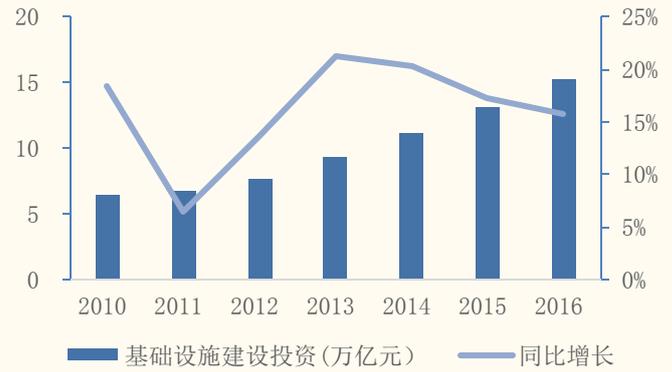
- 根据 wind 一致预期，2017 年固定资产投资达 66.1 万亿，同比增长 9%。国家统计局发布数据，2017 年 Q1 固定资产投资/基础设施投资 9.38/1.9 万亿，同比增长 9.2%/23.5%，增速比去年提高 1.1%/3.9%，基建投资持续增长，料带动公司业绩持续增长。

图表 16：近年来固定资产投资稳健增长



来源：wind、国金证券研究所

图表 17：近年来基础建设投资维持高位



来源：wind、国金证券研究所

3.工程关键链条结合总承包业务，打造 PPP 核心竞争力

- 公司作为工程咨询龙头企业之一，处于工程价值链的上游环节，技术性强，科技含量高，利用设计带动 PPP 项目投融资及工程总承包业务具有先天优势。公司工程咨询主要包括设计/检测/监理等 5 个具体业务。

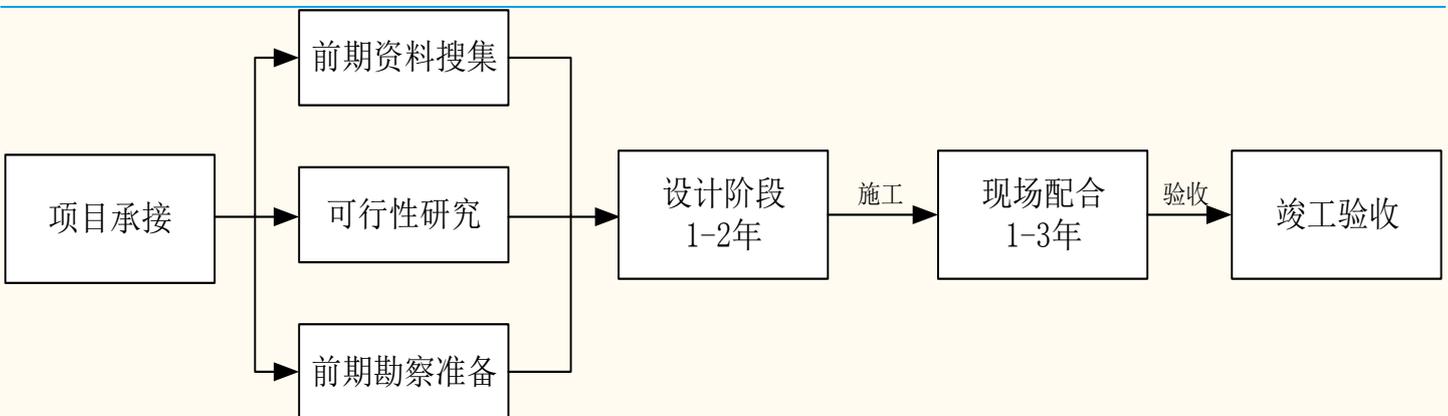
图表 18：工程咨询具体业务及内容

具体业务	内容
设计业务	为客户提供包括交通项目前期咨询，公路、桥梁、水运与市政工程勘察设计，铁路与轨道交通建设工程咨询设计等工程设计咨询业务
检测业务	道路、桥梁、岩土、市政工程、轨道交通、水运工程等检测、试验服务，以及以检测、试验为基础开展的道路、桥梁等交通工程的改造设计业务
监理业务	按照业主和国家建设主管部门的要求，从专业的角度和身份，对交通建设工程进行工程质量、工程费用、工程进度和施工安全等方面实施监督管理
受托研究开发业务	根据业主需要，从事道路、桥梁等交通工程施工所用的新材料（如沥青添加剂）、新工艺（工程施工方法）、新技术的研究和开发，从而达到提高工程质量、延长道路和桥梁的使用寿命、节约成本、保护环境的目的
其他技术咨询业务	包括交通建设项目环境影响评价、环境监测；交通建设、营运养护中的环境保护、生态建设科研和技术开发、景观设计、噪声治理设计、污水处理及回用设计等

来源：公司公告、国金证券研究所

- 大型交通工程项目一般分为多个标段，且勘察、设计、检测、监理、评价等业务会分别进行招标，具有项目数量多、单个金额小、执行周期长、实际成本费用发生先于工程结算日期、营业资金需求量较大等特点。一般交通工程项目中，工程咨询预算占总体的 2% 左右。

图表 19：公司工程咨询业务工期约 3-5 年



来源：公司公告、国金证券研究所

- 公司以自有资金联合设立贵州 PPP 产业投资基金，计划总规模 20 亿，公司作为劣后级有限合伙人投资认缴 4 亿元基金份额，占总份额 20%，公司将借助此基金拓展贵州工程咨询业务。报告期内，公司获得贵阳市观山湖区小湾河环境综合整治工程 PPP 项目，中标金额 14.62 亿。
- 公司作为联合体签署杭州大江东大产业聚集区基础设施 PPP+EPC 项目，总投资约 142.58 亿，以自有资金 1.82 亿参股设立杭州大江东聚集区基础设施 PPP 项目公司，持有 5% 股权，并按 5% 获得可分配利润。

图表 20：杭州大江东大产业聚集区基础设施 PPP+EPC 各子项目建设内容

序号	项目名称	里程 (km)	国道省名称
第一期	江东三路	7.775	大江东产业集聚区 G104 至临江连接线工程
	江东五路	3.09	大江东产业集聚区钱江通道南接线至河庄公路新建工程
	临鸿东路	4.516	大江东产业集聚区河庄至临江公路新建工程
	义蓬东二路	1.75	无
第二期	滨江二路 (南段)	2.6	G104 国道萧山机场路至江东大道段新建工程
	滨江二路 (北段)	13.76	镇海至萧山公路江东大道至十五工段新建工程
	河景路	8.3	G104 及 S204 支线
	青西三路	3.99	无
第三期	滨江二路 (东段)	15	镇海至萧山公路江东大道至新建工程
	头蓬路	7.36	镇海至萧山公路支线
	钱江通道地面道路	14.9	桐乡至永康公路新建工程
总计	83.041	根据拟定的项目起终点，扣除已建、在建里程后新建里程。滨江二路南段含江东大道互通。	

来源：公司公告、国金证券研究所

五. 公司董事长参与定增彰显充足信心

- 2015 年 11 月，公司发布非公开发行股票预案，非公开发行股票不超过 4510 万股，募集资金不超过 8.88 亿元，发行价格由 19.81 元/股调整至 19.69 元/股与现行股价接近，具有一定安全边际。2017 年 4 月，公司非公开发行股票申请获得中国证监会核准批复。
- 2016 年 9 月，公司与公司董事长符冠华签订认购协议认购 447 万股，占发行股票约 10%，体现董事长对其经营信心，业绩持续高增可期。

图表 21：董事长认购非公开发行股票约 10%

发行对象	认购股份数量 (万股)	认购金额 (亿)
六安信实资产管理有限公司	1270	2.5
太仓铭源投资中心 (有限合伙)	1016	2
宁波协慧投资合伙企业 (有限合伙)	762	1.5
李威	1016	2
符冠华	447	0.88
合计	4510	8.88

来源：公司公告、国金证券研究所

六. 风险提示

- **并购整合风险：**1) 产业链整合风险：公司通过投资、并购和参股等方式积极推进对智能交通、海绵城市、综合检测和环保等多个领域布局，完备产业链整合工作繁杂、难度大，可能无法发挥出协同效应；2) 海外公司整

合风险：海外公司商业环境、行业特征与运作模式等方面与国内差异较大，对海外子公司的整合带来较大影响。

- **PPP 模式经营风险：**1) 政策法规风险：当地政府政策法规变化可能对相关协议有效性、项目实施模式、付费机制产生重大影响，使得项目收益低于预期；2) 融资风险：PPP 项目融资方案设计不合理、融资机构选择不当和融资担保无法落实，可能导致项目难以获取项目所需资金或者融资成本过高。
- **海外业务经营风险：**1) 项目所在国政治风险：公司借助 TA 和 EP 两家子公司品牌、客户等优势在世界多个国家开展相关业务，考虑到部分项目所在国/地区政治动荡，政策稳定性变动性大，存在业务开展的政治风险；2) 项目所在地法律风险：重要子公司 EP 客户遍布欧亚等国家，地区相关法律法规发生变动概率较大，可能对项目签约到结算整个流程带来法律风险；3) 汇率变动风险：欧债危机、英国脱欧以及当下美联储加息等不确定性事件叠加国际大宗商品价格波动等事件，对人民币的汇率变动带来较大的不确定性。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	2,163	2,563	4,201	5,673	6,859	8,460
增长率		18.5%	63.9%	35.0%	20.9%	23.3%
主营业务成本	-1,443	-1,644	-2,934	-3,971	-4,801	-5,922
%销售收入	66.7%	64.2%	69.8%	70.0%	70.0%	70.0%
毛利	719	918	1,268	1,702	2,058	2,538
%销售收入	33.3%	35.8%	30.2%	30.0%	30.0%	30.0%
营业税金及附加	-21	-29	-17	-23	-27	-34
%销售收入	1.0%	1.1%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-67	-78	-102	-159	-213	-262
%销售收入	3.1%	3.0%	2.4%	2.8%	3.1%	3.1%
管理费用	-256	-309	-536	-726	-905	-1,125
%销售收入	11.8%	12.1%	12.7%	12.8%	13.2%	13.3%
息税前利润 (EBIT)	375	503	613	794	912	1,117
%销售收入	17.3%	19.6%	14.6%	14.0%	13.3%	13.2%
财务费用	18	15	-38	-65	-26	-39
%销售收入	-0.8%	-0.6%	0.9%	1.1%	0.4%	0.5%
资产减值损失	-77	-111	-166	-123	-82	-80
公允价值变动收益	0	0	7	0	0	0
投资收益	6	2	1	1	1	1
%税前利润	1.7%	0.6%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%
营业利润	321	410	417	607	805	998
营业利润率	14.9%	16.0%	9.9%	10.7%	11.7%	11.8%
营业外收支	11	19	82	15	15	15
税前利润	333	429	498	622	820	1,013
利润率	15.4%	16.7%	11.9%	11.0%	12.0%	12.0%
所得税	-64	-89	-84	-112	-148	-182
所得税率	19.1%	20.8%	16.9%	18.0%	18.0%	18.0%
净利润	269	339	414	510	673	831
少数股东损益	17	29	35	40	40	40
归属于母公司的净利润	253	311	379	470	633	791
净利率	11.7%	12.1%	9.0%	8.3%	9.2%	9.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	269	339	414	510	673	831
少数股东损益	17	29	35	40	40	40
非现金支出	122	175	274	353	368	424
非经营收益	0	8	91	77	43	55
营运资金变动	-143	-517	-710	349	-659	-829
经营活动现金净流	248	4	69	1,289	425	480
资本开支	-125	-126	-147	342	-542	-543
投资	-131	-57	-154	-1	0	0
其他	4	7	-913	1	1	1
投资活动现金净流	-252	-176	-1,214	342	-541	-542
股权募资	31	387	24	0	0	0
债权募资	-31	184	1,228	-1,049	-1	359
其他	-75	-129	-184	43	-142	-154
筹资活动现金净流	-75	441	1,067	-1,006	-143	205
现金净流量	-79	270	-78	626	-260	143

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	865	1,142	1,090	1,716	1,457	1,600
应收账款	2,256	2,622	3,936	4,676	5,973	7,799
存货	38	19	64	64	77	94
其他流动资产	160	123	392	187	204	226
流动资产	3,319	3,906	5,483	6,643	7,710	9,719
%总资产	77.3%	71.7%	61.1%	69.4%	70.6%	74.0%
长期投资	236	677	1,025	1,026	1,025	1,025
固定资产	338	429	976	1,320	1,647	1,908
%总资产	7.9%	7.9%	10.9%	13.8%	15.1%	14.5%
无形资产	319	338	1,304	400	345	298
非流动资产	976	1,539	3,491	2,935	3,206	3,421
%总资产	22.7%	28.3%	38.9%	30.6%	29.4%	26.0%
资产总计	4,295	5,446	8,975	9,578	10,916	13,140
短期借款	247	429	1,247	200	200	558
应付款项	990	1,248	2,165	2,452	2,966	3,659
其他流动负债	862	789	952	1,682	1,918	2,342
流动负债	2,099	2,466	4,364	4,334	5,084	6,560
长期贷款	0	0	848	848	848	849
其他长期负债	88	172	518	505	504	504
负债	2,187	2,638	5,731	5,688	6,437	7,913
普通股股东权益	1,979	2,643	3,019	3,626	4,175	4,882
少数股东权益	129	164	224	264	304	344
负债股东权益合计	4,295	5,446	8,975	9,578	10,916	13,140

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.500	0.560	0.680	0.844	1.135	1.419
每股净资产	3.921	4.767	5.417	6.506	7.490	8.759
每股经营现金净流	0.492	0.008	0.124	2.313	0.762	0.862
每股股利	0.100	0.120	0.140	0.150	0.150	0.150
回报率						
净资产收益率	12.76%	11.75%	12.56%	12.97%	15.15%	16.20%
总资产收益率	5.88%	5.70%	4.23%	4.91%	5.79%	6.02%
投入资本收益率	12.82%	12.26%	9.52%	13.16%	13.51%	13.78%
增长率						
主营业务收入增长率	32.88%	18.48%	63.95%	35.04%	20.90%	23.35%
EBIT增长率	67.89%	34.04%	21.87%	29.57%	14.85%	22.42%
净利润增长率	36.10%	23.01%	22.08%	24.01%	34.51%	25.05%
总资产增长率	37.62%	26.79%	64.80%	6.72%	13.97%	20.38%
资产管理能力						
应收账款周转天数	309.3	331.7	269.2	280.0	300.0	320.0
存货周转天数	8.0	6.4	5.2	6.0	6.0	6.0
应付账款周转天数	151.7	181.8	157.0	155.0	155.0	155.0
固定资产周转天数	42.5	46.5	65.2	63.9	62.3	55.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-29.29%	-25.40%	30.78%	-17.33%	-9.26%	-3.80%
EBIT利息保障倍数	-21.1	-34.2	16.3	12.2	35.1	28.7
资产负债率	50.91%	48.44%	63.86%	59.38%	58.97%	60.22%

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	0	6	8	20
增持	0	0	0	0	5
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.00	1.00	1.20

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2015-08-04	买入	20.69	N/A
2	2015-11-18	买入	22.60	28.00~32.00

来源：国金证券研究所

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