

苏交科 (300284)

证券研究报告

2018年05月09日

内生外延铸就风险收益比极高的民营设计龙头

设计主业方兴未艾迎发展契机，需重视集中度、设计费用率双提升逻辑

作为设计龙头，公司充分受益行业集中度与设计费用率双提升红利，设计业务多年保持快速增长，上市以来年均复合增速达 32.7%，远高于 6.8% 的行业平均增速。多项数据显示设计行业已度过最难时点，景气度已处上升通道。据交通部规划，“十三五”期间交通运输固定资产投资规模将达 15 万亿，若按 2% 的设计费用率保守估计，“十三五”期间交通设计市场规模将达 3000 亿元，带给公司重大发展机遇。

为进一步增强行业话语权、与国际先进管理模式接轨，公司逐渐由设计向 EPC 领域延伸，全产业链布局日臻完善，市场竞争力进一步增强，大型项目承接能力得到大幅提升，同时也为未来参与全生命周期运营类项目培养了大量优秀人才。我们预计随着运营类项目市场的逐渐规范，公司或逐步承接优质的运营类项目，该业务有望成为公司业绩稳增长的又一推动力。

外延并购补强区域及业务短板，优质标的整合效果显著

设计咨询行业资质、地域壁垒高，外延并购是行业整合的捷径，能快速实现区域渗透和业务外延。公司上市后并购不断，至今已进行多起重大并购，绝大部分收购标的在公司先进管理和领先技术的双重支持下，与母公司产生良性的协同效应，超额完成业绩承诺。境外标的方面，公司抢占市场先机于 2016 年收购美国最大的环境检测公司 TestAmerica，环境检测业务进一步补强；通过收购西班牙交通咨询龙头 EPTISA，夯实公司交通设计主业，同时在开拓“一带一路”沿线市场也具有重要意义。外延并购带来的业绩增厚将是公司未来持续增长的重要因素。

董事长持续增持显示未来经营信心，首推事业伙伴计划激励作用强

上市以来董事长共参与两次定增及一次增持且从未减持，彰显其对公司未来经营状况的十足信心。公司高管持股比例高，每年高额分红激励作用强，深入绑定高管与公司利益，充分激发公司的经营活力。公司拟开展事业伙伴计划，以事业伙伴自有资金及提取的专项基金，通过资管计划购买公司股票并长期持有。该计划一方面锁定 20% 业绩增速，另一方面较长的锁定期也将大幅提振市场信心。

投资建议

公司作为民营设计龙头充分受益设计行业集中度及设计费用率双重提升的红利；外延并购补强区域及业务短板，优质标的整合效果显著；未来有望通过外延并购持续增厚公司业绩；事业合作伙伴计划激励机制强，深度绑定公司和骨干利益。此外，公司估值已处历史低位，结合未来几年较稳健的业绩增长，风险收益比极高，投资价值已经显现。

我们预计公司 2018~2020 年归母净利润分别为 5.80、7.14、8.72 亿元，EPS 分别为 1.00、1.23、1.51 元/股，对应 PE 为 15、12、10 倍，维持“买入”评级。

风险提示：固定资产投资快速下滑；项目进度不及预期；投资并购整合风险；商誉减值风险

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	4,201.26	6,519.03	8,343.74	10,403.66	12,947.95
增长率(%)	63.95	55.17	27.99	24.69	24.46
EBITDA(百万元)	562.28	814.58	984.66	1,230.62	1,504.41
净利润(百万元)	379.21	463.86	580.33	713.75	871.98
增长率(%)	22.08	22.32	25.11	22.99	22.17
EPS(元/股)	0.66	0.80	1.00	1.23	1.51
市盈率(P/E)	22.41	18.32	14.65	11.91	9.75
市净率(P/B)	2.82	2.29	1.98	1.70	1.45
市销率(P/S)	2.02	1.30	1.02	0.82	0.66
EV/EBITDA	20.15	11.06	8.49	7.14	6.04

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑装饰/基础建设
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	14.85 元
目标价格	26.00 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	578.22
流通 A 股股本(百万股)	350.71
A 股总市值(百万元)	8,586.54
流通 A 股市值(百万元)	5,207.97
每股净资产(元)	6.47
资产负债率(%)	61.76
一年内最高/最低(元)	23.47/14.19

作者

唐笑 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030004
tangx@tfzq.com

岳恒宇 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517040005
yuehengyu@tfzq.com

陈航杰 联系人
chenhangjie@tfzq.com

肖文劲 联系人
xiaowenjin@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《苏交科-年报点评报告:外延并购促行业整合，料业绩稳增长可持续》 2018-04-11
- 《苏交科-公司点评:业绩预告符合预期，中标新疆项目享西部投资红利》 2018-01-22
- 《苏交科-半年报点评:利润持续稳定增长，事业伙伴计划深度绑定员工和公司利益》 2017-08-01

内容目录

1. 设计为纲，开枝散叶铸就设计咨询综合服务商	5
1.1. 事业单位改制，多元化发展驶上快车道	5
1.2. 设计业务具有行业领先的龙头地位	6
1.3. 省外业务拓展迅速，成业绩贡献主力	7
1.4. 劳务外包助力聚焦项目核心，降本增效显著或成发展新趋势	8
1.5. 收购西班牙交通咨询龙头 EPTISA，工程设计业务再加码	9
2. 设计主业方兴未艾，未来集中度提升将是主逻辑	10
2.1. 设计行业景气上行，龙头享行业集中度提升红利	10
2.2. 龙头引领技术更新换代，设计费用率提升在即	12
2.3. 交通投资增速回升，公路水运等领域发展潜力大	13
3. 紧锣密鼓布局环境检测，打造业绩增长新引擎	15
3.1. 环境检测起步早，千亿蓝海市场待开拓	15
3.2. 收购美国环境检测龙头，实现环检业务跨越式发展	16
3.3. 拟发行可转债，加速环检业务在国内落地	18
4. 外延并购冲破地域壁垒，大平台战略稳步推进	19
4.1. 外延并购是设计行业发展的必由之路	19
4.2. 上市后并购步伐加快，标的公司业绩稳定增长	19
4.3. 境内标的业绩承诺完成度高，海外并购整合效果初显	20
4.4. 并购标的推动省外业务扩张，内生增长强劲同样值得期待	21
4.5. 现金流充沛，未来并购潜力充足	22
5. 自上而下激励充分，业绩稳增长的又一保险	23
5.1. 高管持续增持显未来经营信心，激励充分促经营活力	23
5.2. 首推事业伙伴计划，锁定 20%业绩增速	25
6. 盈利预测与估值	25
6.1. 盈利预测	25
6.2. 相对估值	27
7. 投资建议	27
8. 风险提示	27

图表目录

图 1：公司发展大事记	5
图 2：公司主营业务	5
图 3：公司各业务营收构成(万元)	5
图 4：2012 年公司各业务构成占比	6
图 5：2017 年公司各业务构成占比	6
图 6：中山至开平高速公路项目	6
图 7：沪宁高速公路扩建工程	6

图 8: 2012-2016 年公司设计业务收入 (亿元) 及增速	7
图 9: 2013~2017 年公司在 ENR 各项榜单中排名情况	7
图 10: 公司全国化布局示意图	8
图 11: 公司省内外业务占比	8
图 12: EPTISA 多元化业务布局 (2016 年)	9
图 13: EPTISA 国际化布局 (2016 年)	9
图 14: 设计行业增速与固定资产投资额增速对比	10
图 15: 设计行业增速与固定资产投资额增速对比	10
图 16: 上市设计企业营收占比	11
图 17: 2017 年公司各业务构成占比	11
图 18: 设计行业历年设计费用率	12
图 19: 上市设计企业营收及利润占比	12
图 20: 2006-2016 年全国交通固定资产投资完成额累计值及增速 (亿元)	13
图 21: 2006-2017 年公路固定资产投资 (亿元) 及增速	14
图 22: 2006-2016 年公路运输业新增产能结构 (万公里)	14
图 23: 2008-2017 年内地铁城市轨道交通投资 (亿元) 及增速	15
图 24: 2010~2017 年全国城市轨道交通运营里程及在建里程 (公里)	15
图 25: 2008-2015 年中国第三方检测市场规模(亿元)	16
图 26: 美国墨西哥湾原油泄漏事件	17
图 27: 密西西比河乙醇泄露事件	17
图 28: TestAmerica 历年营收及预测 (亿元)	17
图 29: TestAmerica 历年分项业务收入占比	17
图 30: TestAmerica 历年毛利率	18
图 31: TestAmerica 历年净利润及预测 (万元)	18
图 32: 设计行业外延并购优势明显	19
图 33: 苏交科甘肃净利润 (万元) 及增速	20
图 34: 苏交科安全净利润 (万元) 及增速	20
图 35: 交科设计净利润 (万元) 及增速	20
图 36: 厦门市政院净利润 (万元) 及增速	20
图 37: 2012~2017 年母公司对合并报表营收与净利润的贡献比例	22
图 38: 2012~2017 年母公司经营情况(亿元)	22
图 39: 上市设计公司董事长及其一致行动人合计持股比例	23
图 40: 截至 2017 年年报公司股权结构图	24
图 41: 公司上市后董事长所持股份 (股) 与比例变动情况	24
表 1: 上市设计公司劳务外包费用及占总营收比重 (万元)	8
表 2: 设计公司 2017 年业绩概览	11
表 3: 国内标志性建筑方案中标设计公司	13
表 4: 环境检测相关政策	15
表 5: 收购 TA 前公司承接的环境检测业务的部分项目情况	16
表 6: TestAmerica 竞争优势	16

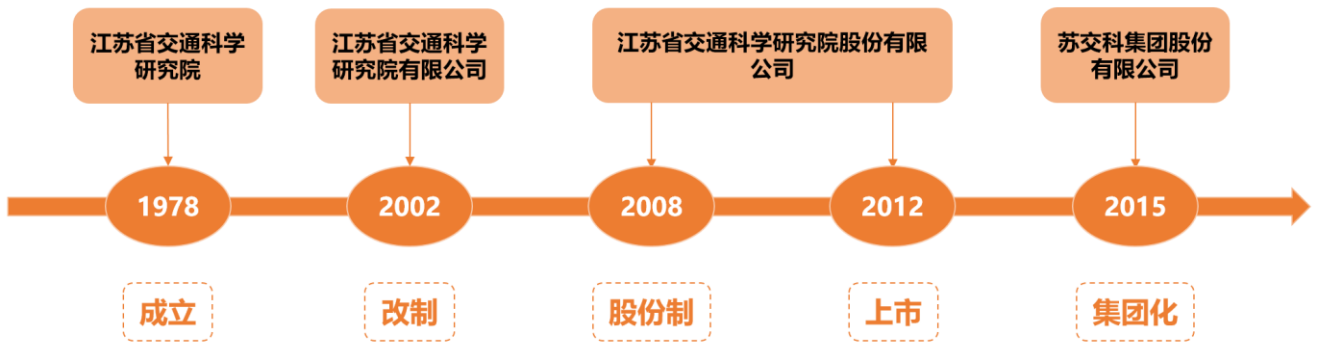
表 7: 公开发行可转债募投项目	18
表 8: 公司过往并购情况.....	19
表 9: 部分被收购企业业绩承诺完成情况(万元)	21
表 10: 2014~2017 年 TestAmerica 与 EPTISA 经营情况 (万元: 人民币)	21
表 11: 省外标的占省外业务收入 (万元) 比重.....	21
表 12: 收购标的平均市盈率.....	23
表 13: 至 2017 年年报部分上市设计公司国有资本及民营资本持股比例	23
表 14: 2012~2016 年上市设计企业高管现金分红金额 (万元)	24
表 15: 事业伙伴计划实施细则	25
表 16: 公司分项业务预测	26
表 17: 盈利预测简表.....	26
表 18: 可比公司估值.....	27

1. 设计为纲，开枝散叶铸就设计咨询综合服务商

1.1. 事业单位改制，多元化发展驶上快车道

作为基础设施领域综合解决方案供应商，苏交科成立于 1978 年，前身为“江苏省交通科学研究所”，是江苏省交通厅下属事业单位。公司在 2002 年成为全国交通行业省属科研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 年完成股份制改革；2012 年 1 月在深圳证券交易所上市，是我国首家独立上市的工程咨询类公司。公司于 2015 年正式更名为苏交科集团股份有限公司，实现集团化经营。

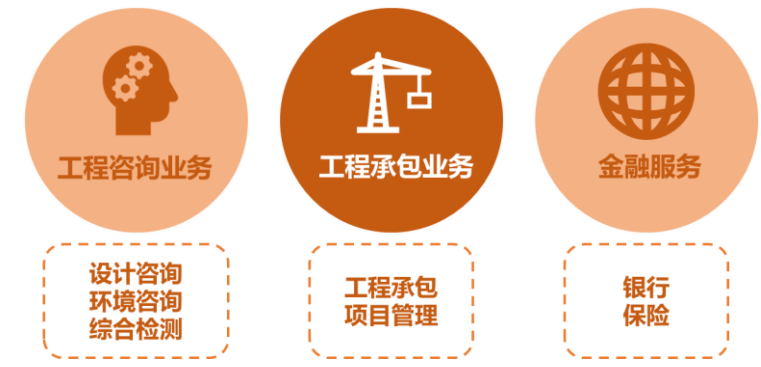
图 1：公司发展大事记



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司主营业务为交通工程咨询与工程承包业务，主要为公路、市政、铁路、水运、城轨、环境等领域的工程建设提供政策咨询、标准研究、规划设计、试验检测、工程承包、项目管理等在内的一站式综合性专业服务，并于 2016 年开始涉足金融领域，拓宽融资渠道。目前公司已形成从前期规划、工程咨询、勘察设计到项目管理、建设施工、后期运营、投融资的产业平台模式。

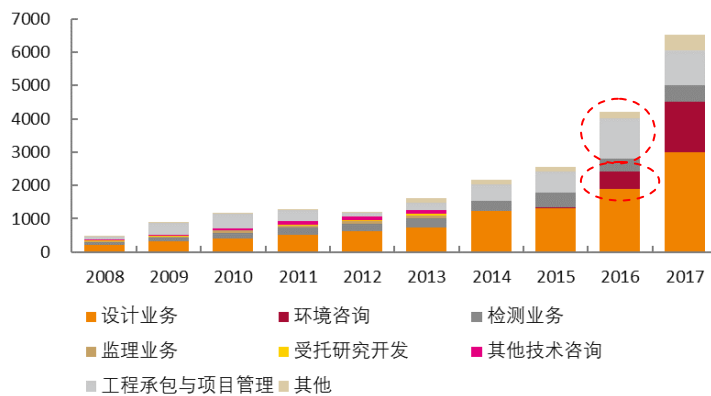
图 2：公司主营业务



资料来源：公司公告，天风证券研究所

在业务分类的统计上，公司于 2014 年年报对业务构成进行了微调，将监理业务、受托研究开发及其他技术咨询归于其他主营业务，将工程承包业务改称项目管理。公司始终以设计业务为纲，以设计带动公司其他业务的发展。随着公司逐渐往设计咨询综合服务商发展，设计业务占比有所下降，从上市初期 2012 年的 52.06% 下降至 2017 年的 46%，但始终处于核心地位。

图 3：公司各业务营收构成(万元)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

上市之后公司发展驶上快车道，以设计咨询为纲，开枝散叶发展成为设计咨询综合服务商。2016 年 7 月收购 TestAmerica，正式进军环境检测业务，进一步拓展了公司“大工程咨询”的版图，2017 年环境检测业务营收占比快速升至 23.17%；借助行业内的龙头地位和较强的资金实力，工程承包与项目管理业务也迎来高增长，营收从 2012 年的 1.18 亿元增长至 2017 年的 10.6 亿元，在总营收中的占比已达 16.25%，较上市初的 9.98%有了明显增长，已成为公司重要的营收来源。

图 4：2012 年公司各业务构成占比

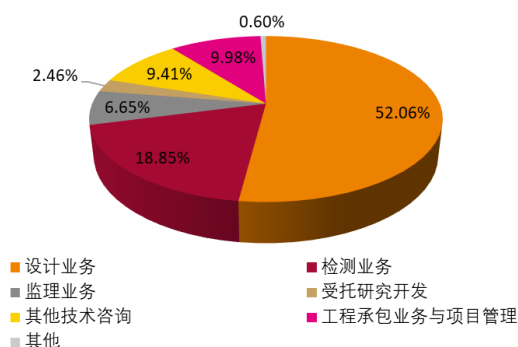
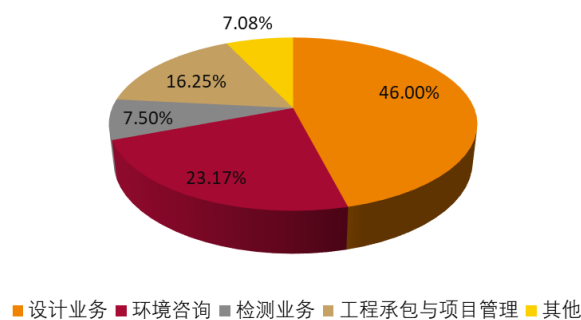


图 5：2017 年公司各业务构成占比



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

1.2. 设计业务具有行业领先的龙头地位

承接项目是行业标杆示范性强。公司已承接多项大型重点工程，品牌美誉度高。“中山至开平高速公路项目”是一带一路沿线重大公路项目，全长 150km，投资总额 275 亿，公司作为设计总承包负责全线的勘察设计工作，并完成了基于全生命周期的 BIM 平台研发与建设；“沪宁高速公路扩建工程”是国内首个八车道高速公路的扩建项目，公司承担了常州段的勘察设计工作及部分路面、桥梁拼宽各项专题研究工作，获交通部优秀勘察设计一等奖，并将对我国高速公路改扩建技术具有示范意义。

图 6：中山至开平高速公路项目



资料来源：公司官网，天风证券研究所

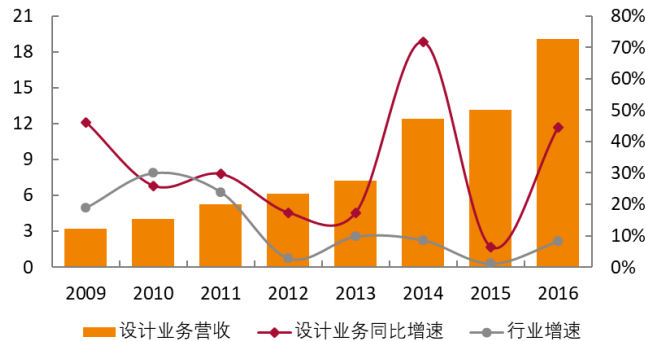
图 7：沪宁高速公路扩建工程



资料来源：公司官网，天风证券研究所

设计业务增速远高行业增速。通过内延外伸，公司设计业务多年保持较快增长。2012~2016年，公司设计业务营收从2012年的6.14亿元增长至2016年的19.03亿元，年均复合增长率达32.7%，远高于设计行业6.8%的复合增速，彰显公司作为交通设计领域的龙头地位和冠绝行业的市场竞争力。

图 8：2012-2016 年公司设计业务收入（亿元）及增速

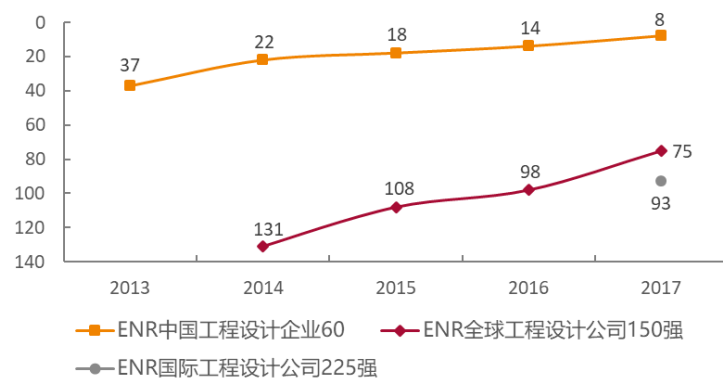


资料来源：Wind，中国勘察设计年鉴 2016，天风证券研究所

新获设计综合甲级资质，进一步夯实竞争优势。2017年年初，公司获住建部工程设计综合甲级资质。该资质是我国工程设计资质等级最高、涵盖业务领域最广、条件要求最严的资质，可承接包括铁道、公路、市政、城轨、水运等我国工程设计全部21个行业及8个专项的所有工程设计业务，并可承揽施工总承包一级资质证书许可范围内的工程总承包业务；**全国拥有该资质的设计企业仅有60家，江苏省仅3家¹**。公司还拥有城乡规划专业甲级和工程勘察综合类甲级等多项资质。资质优势凸显公司在工程勘察设计领域的核心竞争力。

ENR 排名连年上升，品牌美誉度持续增加。公司已连续13年荣登美国《工程新闻记录》(ENR)“中国工程设计企业60强”(以工程设计营业收入为依据)，近5年榜单排名从第37位上升至第8位，品牌影响力进一步扩大。另外公司在ENR“全球工程设计公司150强”(以全球营业总收入为依据)和“国际工程设计公司225强”(以本土以外的工程业务总收入为依据)两项榜单中均有斩获，分列第75位和第93位，是唯一一家跻身双百强的中国民营企业，反映出公司“走出去”战略取得丰硕成果，在国际工程咨询领域的话语权显著增强。

图 9：2013-2017 年公司在 ENR 各项榜单中排名情况



资料来源：ENR 官网，天风证券研究所

1.3. 省外业务拓展迅速，成业绩贡献主力

公司自上市后积极布局全国市场，不断向省外市场进行业务拓展，设立了覆盖华东、华南、西北、西南、华北五大区的营销网络，新建南京、广州等八个区域中心，进一步完善全国化布局，实现跨区域经营能力的提升。目前公司拥有48家全资控股子公司，11家参股公司，业务涉及全国31个省、自治区、直辖市，并在全球30多个地区设立分支机构，50

¹ 苏交科集团股份有限公司.2017年年度报告[Z].2018-04:18

多个国家开展项目。多区域布局有利于扩大服务半径，提高项目完成质量，为公司业务的持续发展打下坚实基础。

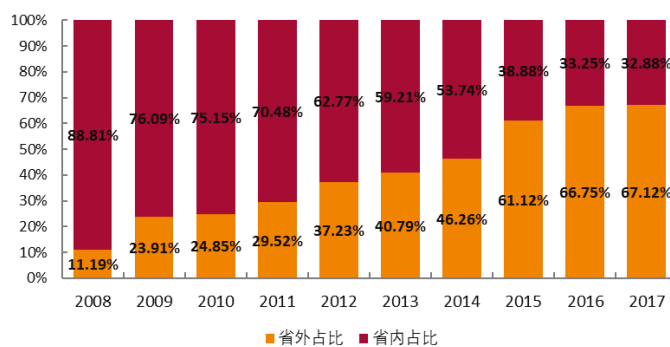
图 10：公司全国化布局示意图



资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

省外业务在属地化管理后规模及占比均呈增长态势。公司江苏省外业务营收从 2012 年的 4.2 亿元增长至 2017 年的 28.11 亿元，年均增速达 46.26%，并于 2015 年首次超过江苏省内业务规模。省外业务快速增长主要原因在于省外并购及属地化管理，凭借新并购公司的渠道优势及叠加母公司较强的技术能力和标准化管理，能迅速拓宽省外项目资源，实现全国区域的快速布局。

图 11：公司省内外业务占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

1.4. 劳务外包助力聚焦项目核心，降本增效显著或成发展新趋势

劳务外包指总承包企业以委托或代理形式将部分业务发包给相关的分包单位，并与其签订劳务分包合同的运作模式。公司 2017 年劳务外包费用为 4965.99 万元，较 2016 年的 4075.43 万元增长 21.85%；劳务外包费用与同比公司比较，位列前列。

表 1：上市设计公司劳务外包费用及占总营收比重（万元）

公司	2014		2015		2016		2017	
	费用	占比	费用	占比	费用	占比	费用	占比
苏交科	未披露	未披露	3306.73	1.29%	4075.43	0.97%	4965.99	0.76
中设集团	2305.66	1.83%	2837.18	2.03%	3705.17	1.86%	5083.69	1.83%

中衡设计	291.53	0.54%	337.7	0.53%	346.44	0.38%	暂未披露	暂未披露
启迪设计	-	-	263.54	0.79%	183.31	0.47%	暂未披露	暂未披露

资料来源：公司公告，天风证券研究所

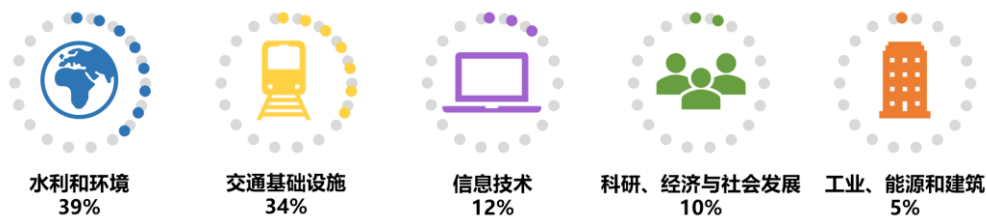
劳务外包规模进一步扩大一方面表明公司订单承接能力较强，项目储备充足，另一方面也说明公司深具前瞻性，**将替代性较强、附加值较小的业务进行外包**，便于将优质的资源和技术投入集中到核心领域，不断强化其核心竞争优势。

公司劳务外包有一个重要原则——**成本控制**，即只有某项目采用劳务外包能带给公司更多毛利的时候，此项目才允许部分采用劳务外包的模式。因此简单来理解，在相同的合同下，劳务外包的比例越高，公司将收获更多的毛利。未来随着公司龙头地位的夯实，项目承接能力和优质设计外包商的控制能力进一步增强，公司或将转型为以设计管理为主的项目管理类公司，在业内享有崇高话语权的同时成长性更加值得期待。

1.5. 收购西班牙交通咨询龙头 EPTISA，工程设计业务再加码

全球布局的西班牙老牌工程设计公司。EPTISA 公司成立于 1956 年，是西班牙历史最悠久的工程咨询服务公司之一，也是全球领先的工程咨询公司，在 2014 年 ENR 国际工程设计公司 225 强排名中位列第 94 位。目前 EPTISA 在 16 个国家设有办事处，45 个国家正在运营项目，是欧洲开发银行，世界银行、亚洲开发银行等国际开发金融机构的长期合作伙伴。

图 12：EPTISA 多元化业务布局（2016 年）

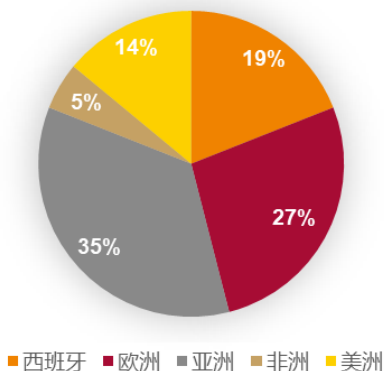


资料来源：EPTISA 官网，天风证券研究所

业务布局多元化，与公司主业协同。EPTISA 业务包括水利、环境、交通、信息化、社会经济发展、工业建筑和能源等，在大坝、港口、隧道及高铁等方面有超过五十年的经验，能够胜任复杂的、跨专业的大型国际项目。EPTISA 与公司主业协同性高，有望快速融入公司现有业务体系，释放出十足的成长潜力。此次收购也是公司实施全球化战略的重要组成部分，通过搭建 EPTISA 这一国际工程咨询业务承接平台，有望进一步夯实公司工程咨询业务的核心竞争力。

国际化程度高，“一带一路”地区初露锋芒。2016 年 EPTISA 公司在西班牙以外业务近 81%，已在西亚、东欧、南亚地区深耕多年，尤其在“一带一路”地区拥有较为完善的布局。收购完成后，EPTISA 已承揽两大重要工程：中标由世界银行资助的“度国家水文工程技术援助和管理顾问咨询服务项目”，工程咨询部分竞标价近 1700 万欧元；中标亚投行“一带一路”项目“塔吉克斯坦杜尚别——乌兹别克边境修复工程”。这两项标志性工程的中标对公司继续开拓“一带一路”市场具有重要意义。

图 13：EPTISA 国际化布局（2016 年）



资料来源：EPTISA 官网，天风证券研究所

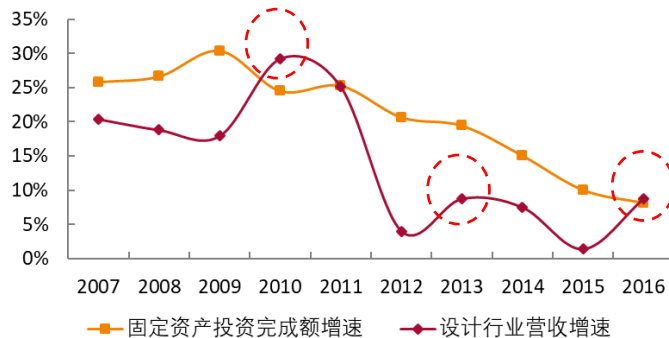
2. 设计主业方兴未艾，未来集中度提升将是主逻辑

2.1. 设计行业景气上行，龙头享行业集中度提升红利

勘察设计行业增速与固定资产投资增速相关性较弱，2010、2013、2016 年固定资产投资额增速同比分别下降 5.88、1.22、1.90 个百分点，设计行业增速则同比上升 11.32、4.73 和 7.36 个百分点。我们认为，以固定资产投资额增速持续下行来判断设计行业整体规模也将处于下行空间是有失偏颇的。

勘察设计行业有着自身的周期：国家每五年规划中第一年往往是顶层设计，第二、三年逐步形成设计订单，我们预计今明两年设计行业订单量将会高增。此外，PPP 的规范也间接增加了设计业务，今年 PPP 持续规范，对已入库项目提出更高要求，入库项目需在规定时间完成前期工作如地质勘查、方案设计等以进入执行阶段，否则将出库。

图 14：设计行业增速与固定资产投资额增速对比



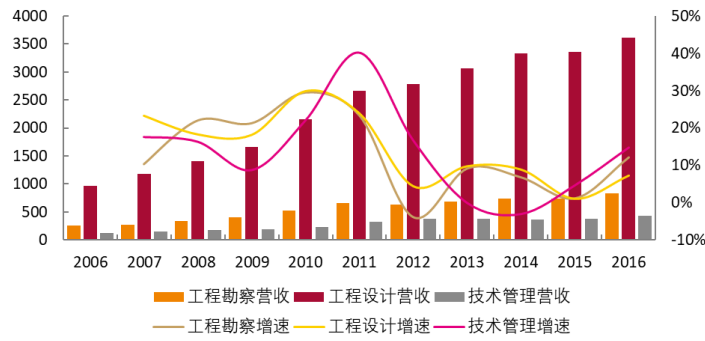
资料来源：Wind，中国勘察设计年鉴 2016，天风证券研究所

注：设计市场规模取勘察、设计、管理营业收入之和

各项数据显示设计行业已度过最难的时点，景气度已触底回升

据《2016 年全国工程勘察设计统计公报》，2016 年全国工程勘察收入 833.7 亿元，同增 12.21%，较 15 年增速上升 10.98 个百分点；工程设计收入 3610.5 亿元，同增 7.30%，较 15 年增速上升 6.24 个百分点。各项业务同比增速均大幅上升，设计行业在经历 2012~2015 年的低谷后，已经迎来复苏。

图 15：设计行业增速与固定资产投资额增速对比



资料来源：Wind，中国勘察设计年鉴 2016，2016 年全国工程勘察设计统计公报，天风证券研究所

从披露的业绩来看，设计板块数据亮眼。各上市公司逐步披露的年报及业绩快报更证实了我们对行业景气向上的判断，上市设计公司净利润普遍实现了快速增长，我们统计的 11 家上市设计公司中有 8 家的净利润增速超过了 20%。

表 2：设计公司 2017 年业绩概览

股票名称	数据来源	营收(亿元)	营收增速	净利润(亿元)	2017 净利润增速	2016 净利润增速
设计总院	年报	13.74	42.04%	2.89	47.54%	39.66%
勘设股份	年报	19.27	21.49%	3.29	105.15%	111.16%
中设集团	年报	27.76	39.42%	3.01	41.79%	30.95%
杭州园林	年报	1.84	57.98%	0.35	37.63%	79.63%
杰恩设计	年报	2.50	36.15%	0.62	52.47%	23.36%
苏交科	年报	65.19	55.17%	4.64	22.32%	22.08%
中设股份	年报	2.32	21.18%	0.49	21.16%	67.92%
启迪设计	年报	5.08	29.53%	0.70	13.23%	21.68%
华建集团	年报	52.90	16.24%	2.56	6.22%	64.61%
建科院	年报	3.82	10.32%	0.34	7.76%	35.18%
设研院	年报	9.35	58.12%	2.30	77.51%	159.71%

资料来源：Wind，天风证券研究所

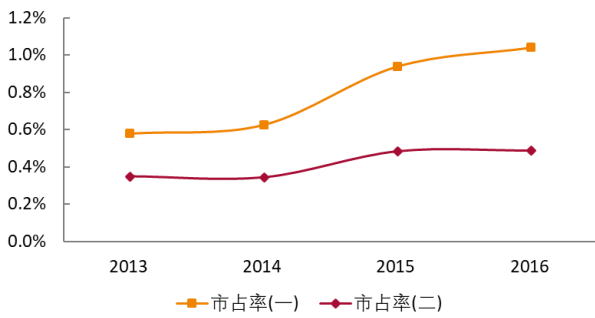
集中度提升将是设计行业投资的主逻辑

上市设计公司营收占行业营收的比不断提升。我们以上市设计企业的营收之和除以由《中国勘察设计年鉴》提供的设计行业营收总和来计算上市设计企业的市占率。随着越来越多的设计企业从事 EPC 项目，我们将设计行业的定义扩展至勘察、设计、管理和工程承包来计算市占率(1)；同时勘察年鉴中已将设计企业从事工程施工得到的收入统计进入设计行业收入范畴，因此我们进一步扩大设计定义，以此来计算市占率(2)。

在两种计算方式下，上市设计公司(样本数量一致)市占率均连年提升。大部分上市设计企业属于民企，并不像一些挂靠在国有建筑工程企业下的设计院有较充足的资金从事工程施工业务，因此市占率(2)的提升速度要缓于市占率(1)。未来随着上市设计企业充分享受资本市场带来的融资便利以及规模的逐步扩大，由企业自身来完成所承接 EPC 项目中的施工业务，市占率(2)有望快速提升，这或将迎来上市设计企业业绩的又一次高速增长。ENR 中国工程设计企业 60 强的数据再次印证行业集中度开始提升。

图 16：上市设计企业营收占比

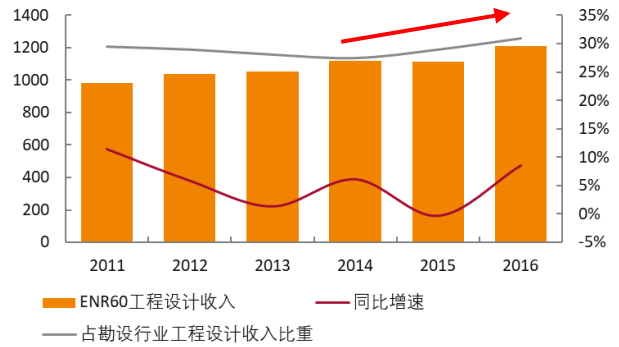
图 17：2017 年公司各业务构成占比



资料来源: Wind, 中国勘察设计年鉴 2016, 天风证券研究所

注: 市占率(一): 设计市场规模取勘察、设计、管理、工程承包之和

市占率(二): 设计市场规模取勘察、设计、管理、工程承包、工程施工之和



资料来源: ENR 官网, 建筑时报, 天风证券研究所

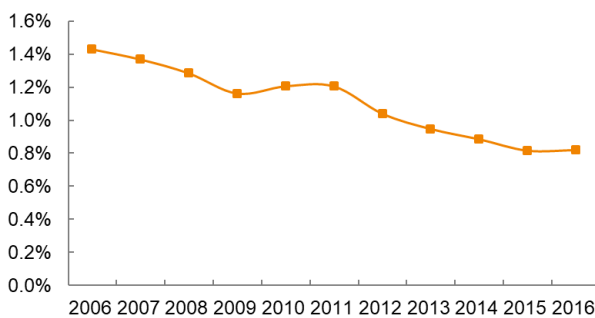
我们认为苏交科等的上市设计龙头将充分受益行业集中度提升而形成的集约高效的行业格局。公司未来或进一步整合行业资源, 市场竞争力有望持续提升。

2.2. 龙头引领技术更新换代, 设计费用率提升在即

我们以 (勘察+设计+技术管理业务) / 固定资产投资完成额来量化设计费用率。设计费用率近几年下滑明显, 从 2006 年的 1.43% 下降至 2016 年的 0.82%。但其中的趋势性变化我们需要特别关注。设计费用率自 2011 年开始连续 4 年下降, 2015 年跌至最低点 0.81%, 但 2016 年的设计费用率已止跌回升, 同增 0.01 个百分点。

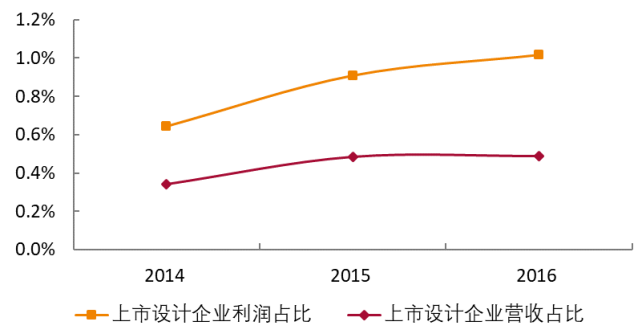
近期设计行业出现了两大变化, 一是经过了几年的推广、学习、发展, **BIM 技术已经到了开花结果的时候**, 采用 BIM 技术得到的设计成果较传统设计更加优质, 客户愿意为此支付更高的设计费用; 二是国内各龙头设计企业对方案的重视程度不断提升, 方案设计是设计流程中溢价最高的环节, 原本多由国外顶级事务所完成, 在逐步抢占这块市场后, **项目设计费用率快速提升**。相较于国外近 5% 的设计费用率, 我们认为国内设计费用率提升的逻辑才刚刚开始, 未来将持续很长一段时间。

图 18: 设计行业历年设计费用率



资料来源: Wind, 中国勘察设计年鉴 2016, 天风证券研究所

图 19: 上市设计企业营收及利润占比



资料来源: Wind, 中国勘察设计年鉴 2016, 天风证券研究所

上市设计公司方案原创设计能力强, 且已完成 BIM 技术改造, 设计费用率远好于行业平均。由于上市设计公司承接的设计项目总投资并无披露, 我们并没有数据对设计费用率进行直接对比。我们对上市设计公司利润占行业的比值和营收占行业的比值进行对比, 从另一角度考察上市设计公司的设计费用率。

上市设计企业 2014~2016 年利润占比分别为 0.64%、0.91%、1.02%, 同时期营收占比为 0.34%、0.48%、0.49%, 两者差额逐年扩大。这表明在设计人员工时差不多的情况下(成本相同), 上市设计企业获得了更多的利润, 表明其承接的设计项目收费单价的确较行业平均高。

BIM 降本增效提升设计效率

2013 年开始 BIM 在中国进入了一个快速发展的时期,特别是 2015 年多省市陆续发布 BIM 指南及关文件,促进 BIM 的发展。如上海市《关于进一步加强上海市建筑信息模型技术推广应用的通知(征求意见稿)》就明确指出采用 BIM 的项目最高补贴 30 元每平米,施工图审查合格证书可放宽至施工许可证发证后 3 个月内提交,评标中对采用 BIM 技术的方案进行加分等一系列重大的激励机制。

随着相关政策红利的落地,通过在上海中心、上海迪士尼等标志性项目上的应用,BIM 技术凸显了作为下一代技术较现有二维设计的碾压式优势,获得了设计人员和业主的双重肯定。BIM 技术一方面提升了客户的满意度,设计收费提升约 10%,同时显著提高了建筑设计行业的生产效率,节约了人力成本,净利润提升约 20%。

上市设计企业相对规模较大,资金实力也更强,前期已持续投入进行了 BIM 技术的更新升级,未来几年随着上市设计公司 BIM 技术逐步渐入佳境,设计效率、设计成果将会有一次质的突破,带给公司发展壮大的机遇和红利。

建筑原创水平提升项目话语权增加设计收费

目前,我国方案设计还存在一些亟待解决的问题:表现形式单一、雷同化严重;盲目攀比,过分追求高度;为成名过度追求奇、特、异;缺乏内涵,对人与建筑、社会与建筑的和谐共处研究不够。由此导致我国大型地标建筑的方案设计多集中于国外设计公司,国内设计公司仅能承接后期施工图阶段的任务,设计费用率相对较低。

表 3: 国内标志性建筑方案中标设计公司

建筑名称	方案设计公司
北京机场新航站楼	英国 Foster and Partners
南宁国际会展中心	德国 GMP
国家大剧院、深圳证券交易所、北京金融街中心区	日本矶崎新工作室
金茂大厦、凯晨广场、天津环球金融中心	美国 SOM
鸟巢	瑞士赫尔佐格和德梅隆设计公司与中国建筑设计研究院
深圳平安金融中心	美国宋腾添玛沙蒂结构师事务所
上海中心大厦	美国 Genslor 建筑设计事务所
武汉绿地中心	美国 AS+GG 建筑设计事务所

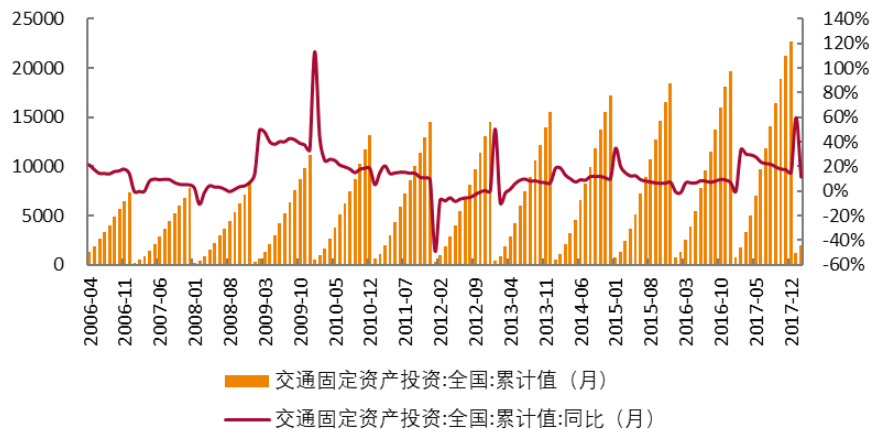
资料来源:中国勘察设计协会,天风证券研究所

以上海中心(632m, 118 层)为例,设计勘察费用总计 3.7 亿元,占工程总投资额的 2.62%;其中由美国 Genslor 建筑设计事务所负责的方案初步设计费用为 2.9 亿元,占比达设计费用的 78%;而国内公司负责的勘察总包和施工图设计费用合计仅为 0.8 亿元。一般从行业经验看,建筑方案设计费用能占到整体勘察设计费用的 60%以上。据此推算,国内建筑设计企业若能在方案设计领域有所提升,行业规模将迎来迅速扩大的契机。

2.3. 交通投资增速回升,公路水运等领域发展潜力大

我国交通运输业固定资产投资规模逐年增长,从 2006 的 0.74 万亿元增加至 2016 年的 2.85 万亿元,复合增长率达 14.46%。2012 年 3 月至今,我国交通运输业固定资产投资增速已由当时低点-7.71 回升至 2017 年 12 月的 15.27%,整体呈现波动上升趋势。2017 年以来交通投资提速较为明显,打破了过去两年增速在 10%以下的局面。2018 年 2 月单月交通固定资产投资额为 1928 亿元,同比增长 11.74%,预计全年交通投资额将保持波动上升趋势将对公司设计咨询主业产生积极影响。

图 20: 2006-2016 年全国交通固定资产投资完成额累计值及增速(亿元)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

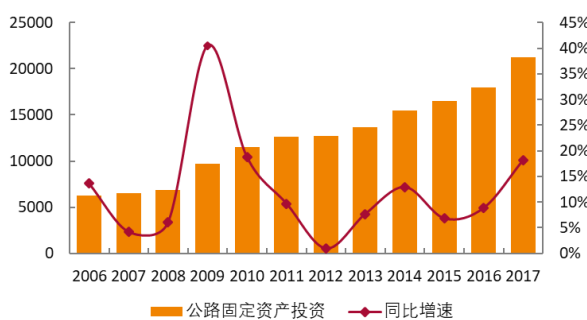
根据交通部规划,“十三五”期间交通运输固定资产投资规模将达 15 万亿,较“十二五”的 13.4 万亿增长 20%。设计咨询作为交通投资产业链的最前端将首先受益。若按 2%的设计费用率保守估计,“十三五”期间仅交通设计市场规模就将达 3000 亿。

公路投资的超预期将充分利好公司设计主业。

受益于交通行业整体呈回暖趋势,我国公路建设投资规模不断扩大,从 2006 年 6231 亿元增长至 2017 年 21253 亿元复合增长率达 11.8%。公路投资增速于 2012 年到达历史低点 (0.94%) 后回升,每年保持在 7% 以上。据《2017 年交通运输行业发展统计公报》,2017 年全国公路固定资产完成投资 2.12 万亿元,较去年同增 18.2%,提速明显,上行趋势得到验证。据“十三五”规划,期间全国公路里程将要增加约 32 万公里,预计未来公司在公路勘察设计领域的优势将得到充分发挥,具有较大增量空间。

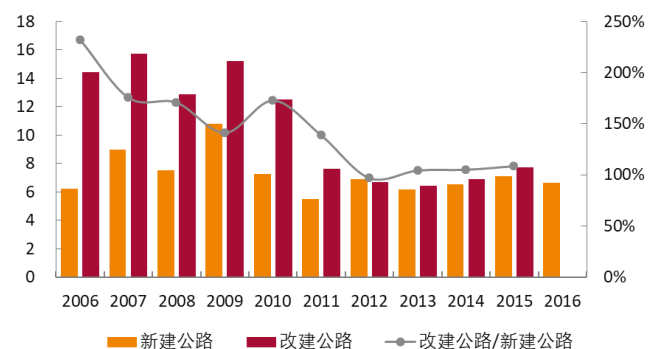
从现有公路存量角度来看,不少先期建成的路段由于设计标准低,已无法适应目前大交通量的需求,面临着改建、扩建、提升路面等级等问题。据国家统计局资料,2006~2016 年公路运输业新增产能结构处于稳定状态,改建公路里程始终超过新建路程。由于路基改扩建时需要高质量的土壤和较复杂的施工工艺,工程造价一般会高于新建的 30%~50%,由此带来的公路设计收入将较可观²。

图 21: 2006-2017 年公路固定资产投资 (亿元) 及增速



资料来源: 2006-2017 年交通运输行业发展统计公报, 天风证券研究所

图 22: 2006-2016 年公路运输业新增产能结构 (万公里)



资料来源: 国家统计局, 天风证券研究所

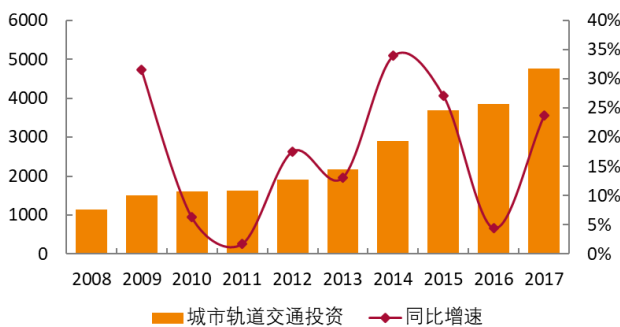
公路投资超预期最重要的原因在于审批权的下放。发改委 2017 年发布《关于进一步下放政府投资交通项目审批权的通知》,将列入国家批准的相关规划中非跨省新建 (含增建双线) 普通铁路项目、新建高速公路项目等 4 项政府投资交通项目审批事项予以下放到相关省级部门,中央仅保留少部分重大项目和中央投资为主项目的审批权限。历史证明 2013 年和 2015 年轨道交通的项目规划与审批权限的两次下放,使得有能力的地方政府投资兴趣空前高涨,推动了轨交市场高速增长。我们认为借助审批权下放的政策红利,公路投资有望复制轨交高增长的发展路径,迎来又一春。

² 李晨明.高速公路改扩建中路基拓宽的处理问题[J].北方交通 2002.25(5):20

把握轨交快速发展机遇。城市轨道交通市场发展潜力较大，“十三五”期间将有 3000 公里新建线路投运。据十三五规划，全国预计新建 3000 公里城轨线路，总投资超 2 万亿元。届时轨交网络将覆盖全国主要大中型城市，运营线路规模超 400 公里的城市将超过 10 个，北上两地更将形成千公里级的轨道交通“巨网”。

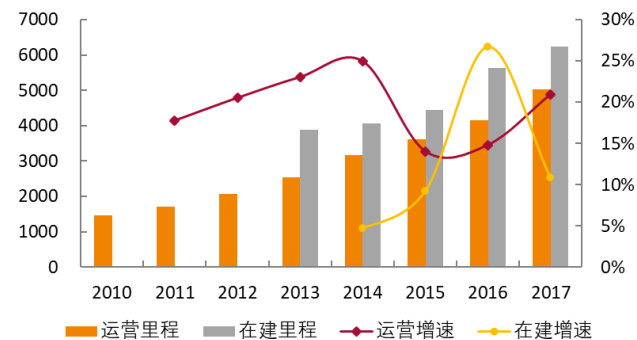
包头地铁叫停事件仅为个例，不影响城轨交通整体发展趋势判断。2017 年三季度包头地铁项目仅施工三月被紧急叫停，主要原因在于防范地方财政风险³。包头地铁项目总投资约 306 亿元，与当地财政收入并不匹配（2017Q3 仅为 170 亿元），杠杆比例过高可能带来较大金融风险。这只是个别地区盲目冒进的做法，市场无需过分担忧过度解读。

图 23：2008-2017 年内地城市轨道交通投资（亿元）及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 24：2010-2017 年全国城市轨道交通运营里程及在建里程（公里）



资料来源：Wind，天风证券研究所

3. 紧锣密鼓布局环境检测，打造业绩增长新引擎

3.1. 环境检测起步早，千亿蓝海市场待开拓

随着我国经济的快速发展，环境问题日益显现，**环境检测正是分析环境问题的主要手段，是治理环境的基础。**据中国产业信息网数据，目前我国检测行业正处于高速发展期，检测市场规模由 2013 年的 1678 亿元上升至 2015 年的 2574 亿元，复合增长率达 23.85%。

随着环境检测市场的快速扩张，传统的环境检测站已经不能够满足全社会的环境检测需求，因此，第三方环境检测机构应运而生。在政策层面，政府正逐步开放检测市场，民营检测机构迎来发展契机。

表 4：环境检测相关政策

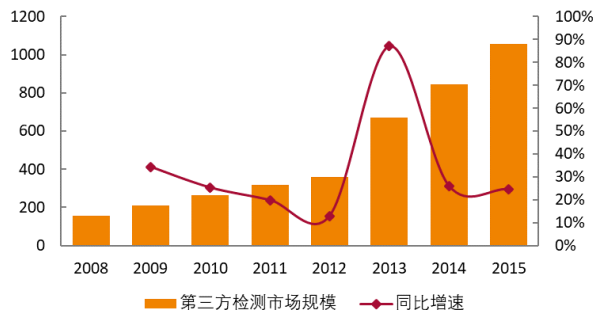
时间	政策名称	重点内容
2015 年 2 月	环保部《关于推进环境检测服务社会化的指导意见》	推动全面放开服务性环境检测服务，可根据关于政府购买服务的总体要求，将环境质量自动检测站和污染源自动检测设施的运行维护、固体废物和危险废物鉴别等监(检)测等业务，积极稳妥、因地制宜地向社会环境检测机构有序放开。
2015 年 7 月	环保部《生态环境检测网络建设方案》	提出要厘清不同层级的检测事权，环境保护部适度上收生态环境质量检测事权，重点污染源监督性检测和监管重心下移，我国在线环境仪器的运维工作将从环境检测站逐步交接给第三方运维服务公司。
2016 年 12 月	国家空气质量检测事权上收工作总结视频会议	2016 年中旬，中国环境检测总站选取了部分国家水环境质量自动检测网站和国家环境检测网土壤风险点进行了为期半年的第三方运维服务试点。
2017 年 2 月	环保部《国家环境空气质量检测网城市站运行管理实施细则(试行)》	规范国家环境空气质量检测网城市站运行和维护，保障环境空气检测数据准确可靠。

资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

天时地利之下，第三方环境检测市场迅速发展，已成为我国检测行业的重要组成部分。2015 年我国第三方检测产业规模约为 1055.3 亿元，占环检产业总规模的比已达 41%左右。第三方环境检测对于促进产业健康发展、保护环境和公共安全等方面发挥着重要作用，我们认为其在未来几年还将保持较强的市场需求。

³ 张智.包头地铁叫停信号：降温“基建热”防范地方财政风险[N].凤凰网.2017-12-09

图 25：2008-2015 年中国第三方检测市场规模(亿元)



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

公司环境检测业务起步较早，2001 年便成立了环境检测实验室，2002 年成为交通部首批 4 个省级交通环境检测站之一。2003 年通过江苏省质量技术监督局计量认证，获得 CMA 资质。此外公司 2015 年出资 2640 万元收购华东地区领先的非政府性第三方检测机构江苏力维检测科技 10% 股权，进一步提升公司在检测领域的综合实力。

表 5：收购 TA 前公司承接的环境检测业务的部分项目情况

时间	项目名称	合同额 (万元)
2015 年	2015 青海省花石峡至久治(省界)公路环境保护检测	130
	青海省道 103 线西宁至甘禅口段公路病害整治和生态恢复工程环境检测技术服务	50
	职业病危害预评价、职业病危害控制效果评价	36
	职业病危害预评价、职业病防护设计专篇	20
	葛塘种畜禽养殖场环境噪声检测	2.8
	2015 年度江苏省环境检测项目	9.7
	江苏博泰药业有限公司职业病危害现状评价	4.5
2016 年	青海省扎麻隆至倒淌河公路改扩建工程环境保护监理与检测项目	285.5
	合肥市黑臭水体整治第三方评估项目	38
	广东省东山(闽粤界)至潮州古巷公路施工期环境检测	60.7
	江苏圣泰环境检测年度打包项目	100
	广中江高速施工期环境环境检测	62.2
	原金环树脂厂及周边场地污染取样、检测调查项目	46.8

资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.2. 收购美国环境检测龙头，实现环检业务跨越式发展

公司抢占环检市场先机，于 2016 年收购美国最大的环境检测公司 TestAmerica 100% 股权，收购总对价约为 1.32 亿美元。这意味着公司在环保产业布局得到进一步完善，在环保领域的业务范围将大幅拓展，并将覆盖环保工程项目承接、环保解决方案优化、环保治理运营成本控制、环保大数据等环保全产业链服务，同时进一步推进公司搭建大检测平台的战略。

表 6：TestAmerica 竞争优势

优势	具体表现
市场占有率高且布局完善	公司在水源检测、空气检测、固废检测领域都处于市场排名第一的位置，市场占有率达到 11%，收入近 2 倍高于竞争对手。
独特专有的实验室管理系统 (TALS)	将客户需求信息、人力资源信息、设备资源信息、测试数据信息、数据分析管理信息高效地进行整合形成公司检测“大数据”云平台，使得公司在运行成本得到有效降低的同时，也使客户获得真实、准确的数据及良好的服务体验。
忠诚持续的高端客户	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，州政府和城市供水和污水处理机构，公司 90% 的收入来自于老客户。
经验丰富的管理团队及员工	主要管理层已在公司服务超过 10 年。
实验室网络覆盖全美、规模效应显著	实验室间的相互协作可以降低工作中的系统性风险，进一步提升公司的标准化水平从而提供更为高效准确的数据。
2 个业界领先的空气检测服务商	EMLab P&K(领先的显微镜分析和室内空气检测企业)METCO Environmental(专注于大气排放物的检测等)。其客户包括美国能源部、英国石油公司、霍尼韦尔、埃克森美孚等。

资料来源：重大资产购买报告书，天风证券研究所

TestAmerica 是北美最大环境检测服务商，在全美范围内为客户提供多样化的一站式检测服务，拥有完整的环境检测服务产业链。业务分布在全美 50 个州，拥有 23 个认证实验室和 36 个销售及服务中心，且配有环保行业最先进的 IT 平台 LIMS。⁴美国墨西哥湾原油泄漏事件水质检测、纽约哈德逊河水环境检测分析、密西西比河乙醇泄露水体修复均由该公司提供检测咨询服务。

图 26：美国墨西哥湾原油泄漏事件



资料来源：网易新闻，天风证券研究所

图 27：密西西比河乙醇泄露事件



资料来源：网易新闻，天风证券研究所

以环保检测为入口，打造咨询全产业链布局。此次收购，公司引进了 TestAmerica 领先的环境检测技术，特别是空气检测领域的相关技术，将迅速提升公司环境检测领域整体技术水平。公司在工程设计和基础设施检测领域已处行业领先地位，结合环境检测业务能力，未来可为客户提供工程设计到环境检测的一站式咨询服务。

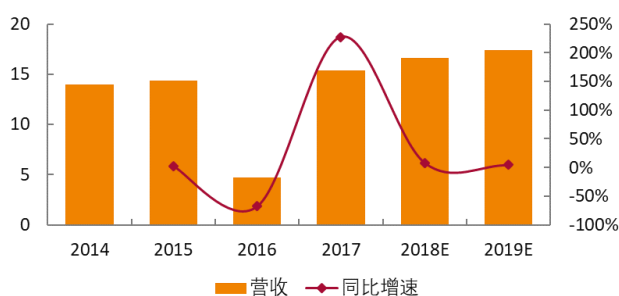
利用境外子公司平台，推动咨询行业走向世界。公司可利用 TestAmerica 在美国环境检测领域的优势基础，深化对美国客户的理解，扩大国际客户群，为公司现有的基础设施检测和工程咨询业务进入美国市场提供平台。

并购后 TestAmerica 或迎来业绩拐点

高额利息债务是导致 TestAmerica 盈利状况较差的主要因素。收购前 TestAmerica 处于连续亏损状态，2014 与 2015 年净利润分别为 -1.02 万元、-0.87 万元，主要原因是其原股东在历史杠杆收购过程中承担了较高的付息负债和高昂利率（2016Q1 长期借款 6.69 亿元，平均年化利率约 11%），对公司的运营及偿债能力造成了较大压力。

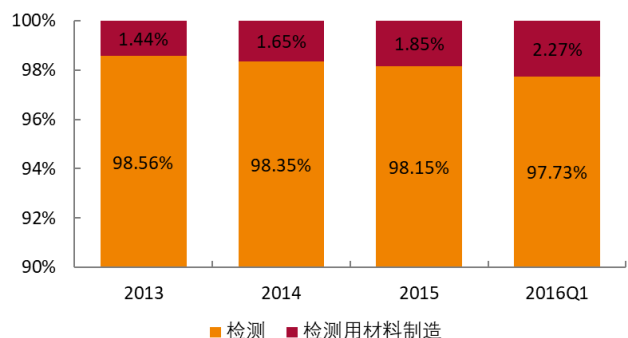
并购后标的公司营收有望稳定增长。TestAmerica 已基本完成 LIMS 系统的提升改造，有望大幅提升运营效率与服务质量；管理层也在积极开发新服务项目，如原油检测和其他相邻市场的检测服务，以提高现有客户的粘性；另外收购完成后公司可将 TestAmerica 检测业务引进至中国，将很大程度拓展标的公司的业务范围，丰富其客户资源。

图 28：TestAmerica 历年营收及预测（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 29：TestAmerica 历年分项业务收入占比

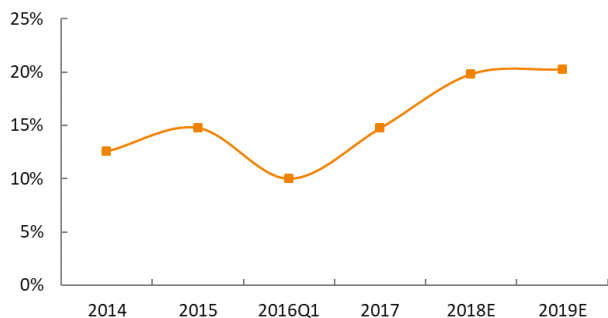


资料来源：公司公告，天风证券研究所

⁴ 苏交科集团股份有限公司.重大资产购买报告书(修订稿)[Z].2016-08:91

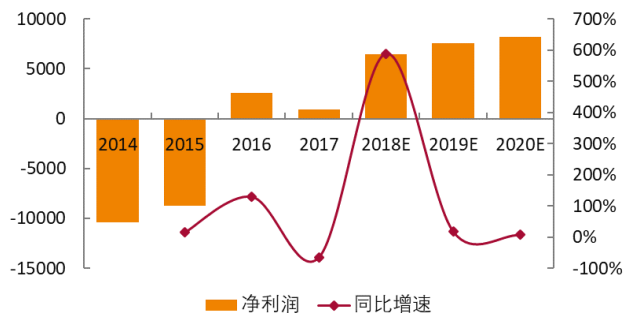
并购后标的公司毛利率存提升空间。收购完成后，TestAmerica 将通过改进检测手段和效率降低成本、提升业绩；还可对各类材料等供应商进行选择，形成长期合作关系，逐步降低采购价格。并购前标的前五大供应商采购额的占比已从 2014 年 20.43% 提升至 31.43%，部分服务的集中采购将有效提升其与供应商的议价能力，控制采购成本⁵。

图 30: TestAmerica 历年毛利率



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 31: TestAmerica 历年净利润及预测 (万元)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

并购后债务重组将大幅减少标的财务费用。收购完成，公司已通过债务重组的方式为 TestAmerica 偿还原有的高成本债务，并计划将未来的债务成本年化利率控制在 4%~6%，这将大幅改善 TestAmerica 的盈利能力。根据公司公告的“重大资产购买报告书(修订稿)”，我们预计 TestAmerica 在 2018~2019 年将分别实现净利润 6421.38、7605.05 万元。

3.3. 拟发行可转债，加速环检业务在国内落地

2017 年 9 月，公司发布公告拟公开发行不超过 8.43 亿元可转换公司债券，目前已向证监会回复反馈意见。募集资金中的 6.03 亿元将用于 3 个建设项目，2.4 亿元用于补充流动资金。我们注意到此次可转债募投项目中，67.38% 的募集资金流向环境检测业务，包括 7027 万元的环境检测运营中心建设和 4.98 亿元的区域中心建设。募投项目的顺利实施有望加快 TestAmerica 技术的引进、吸收与转化，并通过布局全国的区域中心推广环境检测业务。

表 7: 公开发行可转债募投项目

项目名称	项目投资总额 (万元)	拟使用募集资金额 (万元)
环境检测运营中心建设项目	8127	7027
区域中心建设项目	78213	49773
ERP 一体化平台建设项目	3500	3500
补充流动资金	24000	24000
合计	113840	84300

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

公司拟在江苏省南京市建设环境检测运营中心，效益显著：(1) 跟踪新的环境检测业务技术开发需求，对标国外先进检测技术，不断增加公司环境检测技术开发储备；(2) 实施全国各区域环境检测业务的质量管控；(3) 对全国各区域环境检测数据进行集成与分析，为政策决策、挖掘潜在客户环境检测业务需求、新的环境业务机会提供有效支持。环境检测运营中心的落地将促进公司环境检测技术的升级，为客户提供完善的“一站式”检测服务，极大提升公司核心竞争力。

公司选择华东、华南、华北、西北、中南、新疆、东南、西南八大区域实施区域中心建设，属地化从事环境检测及环境保护相关业务。在公司省外收入规模不断扩大、占比不断提升的背景下，加快全国各区域中心建设以推动区域化拓展、确立并捍卫各区域领先地位是公司确定的整体业务发展战略。区域中心的建立将有利于促进 TestAmerica 的先进管理系统及环境保护技术在各区域的推广与应用，为当地客户提供便捷的环境保护综合解决方案和技术服务，扩大市场影响力，提高公司在各区域的市场份额。

⁵ 苏交科集团股份有限公司.重大资产购买报告书(修订稿)[Z].2016-08:11

4. 外延并购冲破地域壁垒，大平台战略稳步推进

4.1. 外延并购是设计行业发展的必由之路

战略转型要求下，行业整合是大势所趋。由于历史原因，我国设计咨询行业一定程度上存在“条块分割、行业保护、地区封锁”的现象，工程设计企业的业务模式与服务区域普遍具有半封闭性。在市场化进程加快及产业结构升级的背景下，规划设计企业已经不再满足于仅在所在区域内提供单一的咨询服务，向全产业链覆盖、全国化布局以及海外开拓方向上延伸的意愿日益增强。而外延式并购是行业整合的捷径，能够帮助设计企业通过资本运作手段快速实现区域渗透和业务外延以达到一体化战略目标。

行业特征适合以并购方式完善业务布局。设计行业属于知识、技术密集型行业，业务承接对资质和技术有着严格的要求，因此进入其它细分行业时容易受阻，需要通过并购来拓宽业务版图。另外，设计作为轻资产行业，资产负债率一般都较低，因此无论是定增、发债还是银行贷款，获取资金相对较容易，外延并购潜力较大。

一方面，并购意味着设计企业能迅速获得被收购公司的业务资质、技术、品牌影响力等资源，同时能深入了解当地市场需求，因地制宜提供各类设计服务，从而使公司具备较强的异地项目拓展能力。

另一方面，对于苏交科等设计企业龙头来说，进行外延并购除了能享受协同效应与规模经济外，还可以通过提升行业集中度来减少同业竞争对手，有效降低同业竞争程度，进而提高市场话语权和产业控制力。

图 32：设计行业外延并购优势明显



资料来源：天风证券研究所

4.2. 上市后并购步伐加快，标的公司业绩稳定增长

公司自上市以来并购不断，据我们统计，2008 年至今公司共进行了至少 15 起重大并购。

表 8：公司过往并购情况

时间	收购标的	持股比例	区域	业务领域	收购目的
2008.6 2010.3	剑平瑞华	59.86%	北京	环保工程施工	进入北京市场
2009.9	常熟交通规划设计院	100%	江苏	路桥	扩大常熟市场份额
2009.11	江苏建工院	75%	江苏	轨道交通	取得建筑设计的资质
2010.10	金邦科技	70%	江苏	重交通道路沥青	增强主业竞争力
2012.8	杭州华龙	70%	浙江	路政、市政	完善市场布局
2013.3	甘肃科地工程	70%	甘肃	节能环保	进入甘肃市场
2013.9	江苏三联安全	100%	江苏	交通安全评价	拓展交通领域安全评价市场
2014.4	淮交院	100%	江苏	公路、市政	扩大淮安市场份额
2014.5	厦门市政院	84.08%	福建	市政	拓展环境水处理领域
2015.1	英诺伟霆	60%	北京	工业废水处理	加强工业废水处理市场竞争力

2015.3	中铁瑞威	85%	北京	铁路	增强铁路系统市场业务承接能力
2016.7	美国 TestAmerica	100%	美国	环境检测	拓展环境检测领域
2016.7	西班牙 EPTISA	90%	西班牙	水利、交通	打造海外项目承接平台
2016.10	中山水利	70%	广东	水利、市政	提高水利设计业务水平
2017.8	石家庄市政府院	100%	河北	市政	完成京津冀、雄安新区等区域业务布局

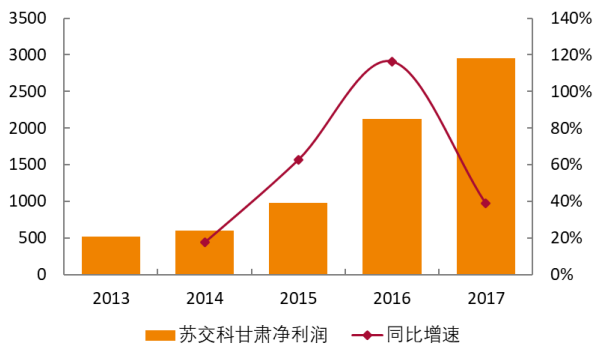
资料来源：招股说明书，公司公告，天风证券研究所

公司在并购整合思路横向与纵向并重，跨区域经营与新业务孵化兼备：

横向并购提高市场份额。公司收购的区域性公司有剑平瑞华、常熟设计院、淮交院、甘肃科第工程、淮交院、厦门市政院、石家庄市政院等。这些公司在所在区域内品牌影响力较大，专项技术优势明显，通过完成对他们的收购进一步确立了公司在行业内的领先地位并加速推进全国化布局。

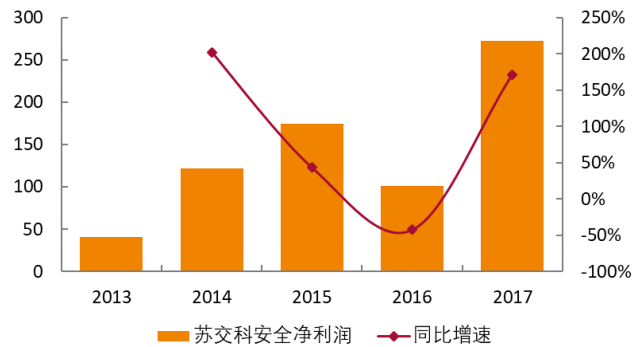
纵向并购延伸产业链。公司曾通过收购江苏三联安全来拓展交通安评市场，收购英诺伟霆以提高工业废水处理技术优势等。近期收购的中山水利能够开拓水利设计市场，进一步完善产业链，培育新的利润增长点。

图 33：苏交科甘肃净利润（万元）及增速



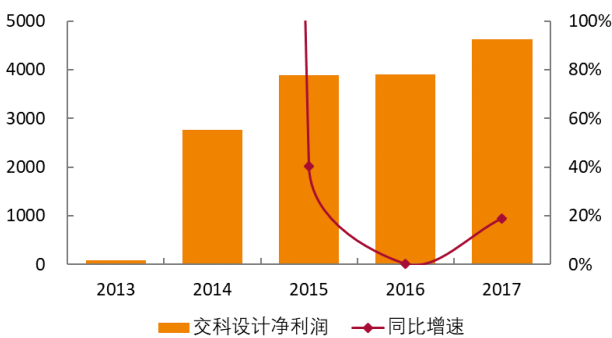
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 34：苏交科安全净利润（万元）及增速



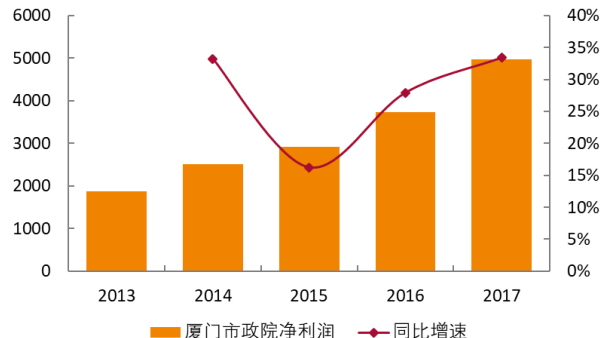
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 35：交科设计净利润（万元）及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 36：厦门市政院净利润（万元）及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

标的公司能够在并购后较短时期内取得良好业绩，体现了公司较高的整合能力。以苏交科甘肃为例，2013~2017年净利润由513.08万元高速增长至2952.02万元，复合增长率高达54.88%。苏交科安全、厦门市政院净利润均有提速，分别实现了61.13%、27.5%的复合增长。交科设计净利润实现大幅增长，由并表前的90.31万元攀升至2017年4632.85亿元。

4.3. 境内标的业绩承诺完成度高，海外并购整合效果初显

大部分收购标的在公司管理能力和技术输出支持下，业绩承诺超额完成。例如淮交院承诺2014~2016年期间，净利润分别不低于2731万元、3278万元、3768万元，完成率分别为101.39%、118.57%、103.39%；新收购的中山水利也实现了103.65%的完成率。

表 9：部分被收购企业业绩承诺完成情况(万元)

公司名称	业绩承诺				实际业绩（完成比例）			
	2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2017
厦门市政院	2280	2736	3283	3940	2509.34 (110.06%)	2916.72 (106.61%)	3124.22 (95.16%)	4472.27 (113.51%)
交科设计	2731	3278	3769	4335	2768.90 (101.39%)	3886.86 (118.57%)	3896.71 (103.39%)	4632.85 (106.87%)
中铁瑞威	-	1000	1200	1440	-	-2467.17 (未完成)	-2295.81 (未完成)	-1437.97 (未完成)
中山水利	-	-	2323	2671	-	-	2407.71 (103.65%)	2938.86 (110.03%)
石家庄市政院	-	-	-	1000	-	-	-	1119.51 (111.95%)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

海外标的业绩有所改善，国内外业务协同效应有望增强。境外收购方面，并购前两海外标的业绩表现不佳，净利润均为负值。其中 EPTISA 2015 年营收为 1.07 亿欧元，净利润为 -1164.26 万欧元，2016 年一季度营收 0.26 亿欧元，净利润 -109.14 万欧元。完成收购后，通过公司的有机整合，EPTISA 和 TestAmerica 的经营状况有望改善。

2017 年 TestAmerica 实现营收 15.37 亿元，占比 23.58%；EPTISA 营收同增 16.5% 至 7.66 亿元，占比 11.76%，其在“一带一路”沿线国家项目承接额进一步提升。两者合计贡献收入比 35.34%。净利润方面，由于所在地飓风、暴雪等极端天气影响以及整合初期管理费用支出较大，TestAmerica 实现净利润 932.8 万元，EPTISA 实现净利润 -2174.8 万元，均低于此前预期。我们预计正常情况下，随着海外业务整合力度进一步提升，海外标的协同效应有望增强，业绩将会明显改善。

表 10：2014~2017 年 TestAmerica 与 EPTISA 经营情况（万元：人民币）

	2014	2015	2016Q1	2016	2017
TestAmerica					
营业收入	139949.89	143401.00	31910.65	46856.04	153705.52
净利润	-10184.94	-8686.02	-3964.43	2576.28	932.81
EPTISA					
营业收入	-	€ 10652.30	€ 2646.43	25076.71	76636.34
净利润	-	€ -1164.26	€ -109.14	3607.43	-2174.8

资料来源：公司公告，天风证券研究所

4.4. 并购标的推动省外业务扩张，内生增长强劲同样值得期待

省外业务(不包含国外业务)收入超 20% 来源于并购标的，且该比例有望提升。公司通过外延并购在地域上实现了快速渗透，2012~2017 年省外收购标的收入占省外收入的比重已从 8.68% 上升到 27.64%。随着公司未来外延并购战略的持续推进，异地收购料成为省外业务扩张的主要动力。

表 11：省外标的占省外业务收入（万元）比重

公司	2012	2013	2014	2015	2016	2017
剑平瑞华	737.04	104.91	-	-	-	-
杭州华龙	2903.78	4462.62	4985.24	-	-	10458.74
苏交科甘肃		5238.21	6547.35	9073.79	14116.55	13471.16
厦门市政院			19773.53	21949.12	26679.25	34674.94
英诺伟霆				260.66	36.34	225.04
中铁瑞威				4372.15	626.38	307.18
中山水利					2613.66	14868.25
石家庄市政院						3296.52
合计	3640.82	9805.74	31306.12	35655.72	44072.18	77697.83
省外业务	41952.01	55590.95	93285.32	155360.95	229305.92	281110.22

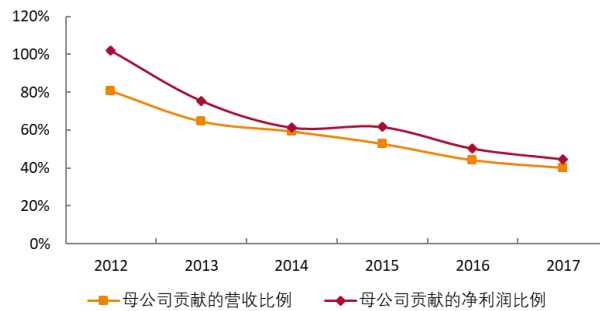
占比	8.68%	17.64%	33.56%	22.95%	19.22%	27.64%
----	-------	--------	--------	--------	--------	--------

资料来源：公司公告，天风证券研究所

母公司营收及净利润的贡献比例逐渐下降，反衬出子公司(含并购标的)大幅增厚公司业绩。公司相关公告并无全部披露并购标的的营收及净利润，为更精确反映并购标的对公司业绩的贡献度，我们可分析母公司对合并报表营收和净利润的贡献比例，再以此反推子公司的贡献度。

母公司营收及净利润占比逐年下降，2017 年占比分别为 39.96%、48.62%。子公司的贡献度逐年上升，营收贡献度从 2012 年的 19.61%增至 60.04%，净利润贡献度从 -3.25%增至 51.38%。

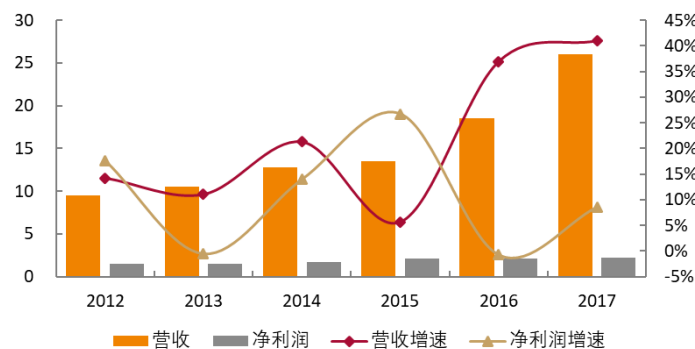
图 37：2012~2017 年母公司对合并报表营收与净利润的贡献比例



资料来源：Wind，天风证券研究所

公司内生增长同样耀眼。2012~2017 年母公司营收从 9.48 亿元增长至 26.05 亿元，年均增速达 22.41%，内生增长能力同样突出。据公司最新年报，2017 年母公司营收和归母净利润增速分别为 41.01%、8.57%，进一步体现了公司外延并购与内生增长相辅相成、共同成长的良好势头。

图 38：2012~2017 年母公司经营情况(亿元)



资料来源：Wind，天风证券研究所

4.5. 现金流充沛，未来并购潜力充足

现金充裕，铸就强大并购实力。不考虑发行股份，资金实力是衡量公司收购潜力的重要指标。公司主营业务现金流情况较好，经营性现金流持续为正。我们假设公司用在手可用现金收购经营状况良好、估值溢价在均值左右的设计公司，来测算公司未来通过并购产生的成长潜力。

据 2017 年年报，公司在手现金达 13.38 亿元，若公开发行可转债方案获批，计入 2.4 亿元的补流资金，现金总额将达 15.78 亿元。

我们计算了公司历次并购时标的估值，剔除部分异常值后，公司对收购标的平均市盈率预期为 9.57 倍。若公司未来以此估值进行并购，15.78 亿元的现金所收购的标的将产生约 1.65 亿元的净利润，占公司 2017 年净利润的 35.57%⁶。

⁶ 苏交科集团股份有限公司.2017 年年度报告[Z].2018-04:3

表 12: 收购标的平均市盈率

收购标的	持股比例	收购对价 (万元)	公允价值 (万元)	收购当年净利润 (万元)	静态 PE
杭州华龙	70%	3636	5194.29	-2.63	—
甘肃科地工程	70%	2551.5	3645	353.37	10.31
江苏三联安全	100%	600	600	-5.07	—
淮交院	100%	18974.55	18974.55	2768.9	6.85
厦门市政院	83.58%	15990.3	19131.73	1873.22	10.21
英诺伟霆	60%	1800	3000	-14.03	—
中铁瑞威	85%	6629	7798.82	89.67	86.97
TestAmerica	100%	12065.3	12065.3	-8686.02	—
EPTISA	90%	11920	13244.44	-1164.26	—
中山水利	70%	14139	20198.57	2129.41	9.49
石家庄市政院	100%	8762.52	8762.52	797.24	10.99
平均 PE	-	-	-	-	9.57

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

5. 自上而下激励充分, 业绩稳增长的又一保险

5.1. 高管持续增持显未来经营信心, 激励充分促经营活力

民营机制激发经营活力。公司是由国内省属设计院改制而成的纯民营性质的企业, 但在信贷资源、客户资源方面仍具备国资背景设计院的天然优势。从企业制度层面来看, 公司具有灵活的运营机制和较强的技术创新能力, 另一方面, 作为民营设计企业, 公司又能较为灵活利用资本市场, 为新业务发展融取亟需的资金, 凭借高效率的决策机制外延拓展, 扩张动力十足。与国有设计院相比, 公司员工持股比例高, 管理层和核心骨干激励充分, 有利于调动公司自上而下的主观能动性, 充分挖掘员工潜力。

表 13: 至 2017 年年报部分上市设计公司国有资本及民营资本持股比例

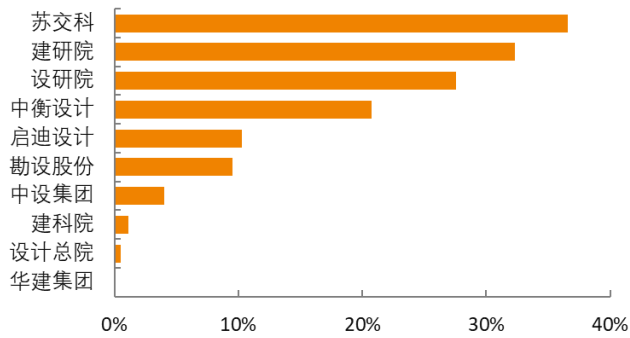
公司	国资持股比例	民营资本持股比例
苏交科	2.21%	97.79%
中设集团	0%	100%
华建集团	71.39%	28.61%
勘设股份	0%	100%
设研院	49.55%	50.45%
设计总院	51.13%	48.87%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

注: 上表根据 wind 提供的“十大股东明细”估算, 先通过加总计算十大股东国资持有的比例, 再推算民营资本持股比例
部分未披露年报的公司为三季报数据

股权集中决策效率高执行力强。据 2017 年年报, 公司控股股东及实际控制人为董事长符冠华与副董事长王军华, 二人为一致行动人, 双方共同持有公司股份 2.11 亿股, 占公司总股本的 36.56%, 拥有特殊事项一票否决权; 且此比例在同比上市设计公司中位列最高。

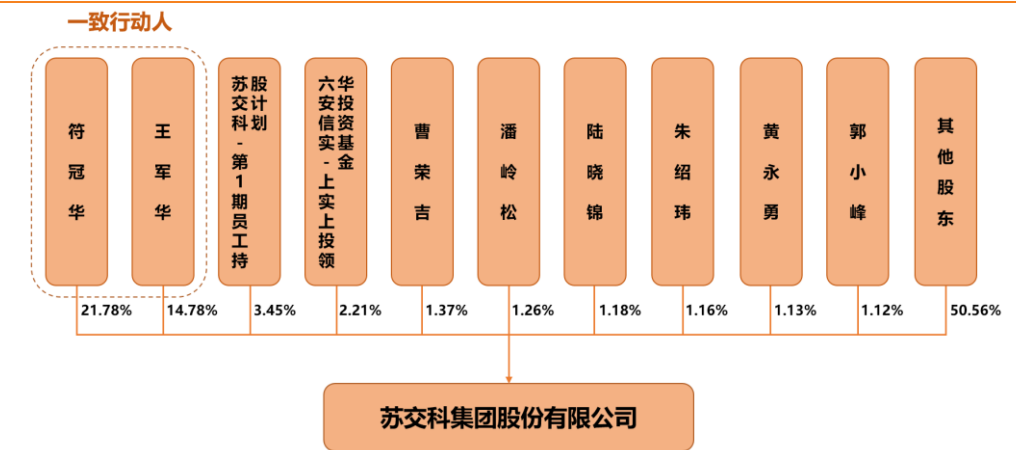
图 39: 上市设计公司董事长及其一致行动人合计持股比例



资料来源：公司公告，天风证券研究所

此外，公司高管(含员工持股计划)合计持有公司总股本的 43.80%。相对集中的股权大幅提升了公司经营决策效率，这或是公司近几年能迅速对市场变化做出调节、经营灵活多变、成长性在同类可比公司中名列前茅的主因之一。

图 40：截至 2017 年年报公司股权结构图



资料来源：公司公告，天风证券研究所

高分红管理层激励充分。上市以来公司每年均实施权益分配，累计现金分红 3.39 亿元，分红率在 20%左右，近三年派发的现金红利分别占当期归母净利润的 19.98%、21.42%、20.58%，股息率分别为 0.79%、0.56%、0.64%。与行业内有代表性的公司如中设集团、启迪设计、中衡设计、山鼎设计相比，公司高管近 5 年共获现金分红 1.28 亿元，总额位于第一。

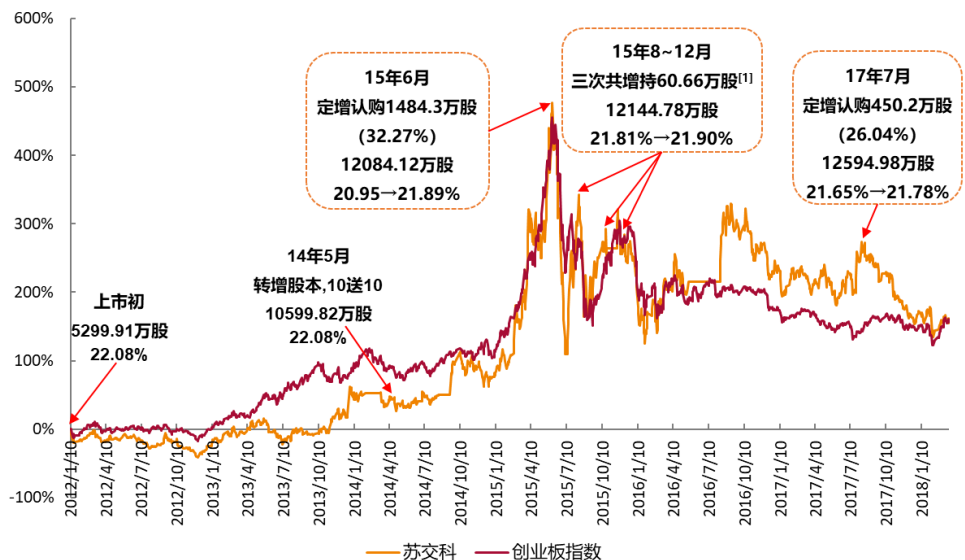
表 14：2012~2016 年上市设计企业高管现金分红金额（万元）

	2012	2013	2014	2015	2016
苏交科	2243.56	2134.93	2159.84	2939.14	3357.02
中设集团	-	-	1035.57	1390.23	1778.08
启迪设计	-	-	-	179.24	224.05
中衡设计	-	-	875.06	443.91	713.09
山鼎设计	-	-	-	443.14	147.71

资料来源：Wind，天风证券研究所

董事长持续增持，显未来经营信心。自上市以来，董事长符冠华未曾减持公司股票。基于对公司持续稳定健康发展的信心，董事长共参与 2 次定增(认购比例分别为 32.27%、26.04%)及 1 次增持计划。剔除 2014 年公司权益分配 10 送 10 (0.53 亿股变为 1.06 亿股)造成的股本变动影响后，董事长自上市后共增持 1995.16 万股，合计持股已增至 1.26 亿股；其持股比例从 22.08%下降到 21.78%，原因是期间股票期权激励的授予(共行权 354.86 万份)致使股权有所稀释。

图 41：公司上市后董事长所持股份（股）与比例变动情况



资料来源: Wind, 天风证券研究所

注[1]: 增持计划分三次实施, 分别为: 15年8月12日增持25.03万股, 15年8月21日增持10.63万股, 15年12月31日增持25万股。

5.2. 首推事业伙伴计划, 锁定 20%业绩增速

公司于 2017 年 8 月推出事业伙伴计划, 以深度绑定核心骨干与公司利益, 旨在进一步推动多层次骨干员工在公司经营管理中的参与深度与广度, 加强骨干员工的责任感与使命感, 深化公司文化凝聚力。

表 15: 事业伙伴计划实施细则

分项	细则
激励实施形式	以事业伙伴自有资金及公司业绩提取基金, 通过资产管理计划通道购买苏交科股票, 并持有一定期限, 实现长期激励效果。
激励资金构成	1) 归母净利润同比增速超过 20%, 事业伙伴以自有资金出资、公司按 1:1 的比例相应提取事业伙伴计划专项基金, 共同认购资管计划份额。 2) 公司提取基于年度业绩的事业伙伴计划专项基金不超过当年度公司实现的归属于母公司股东净利润的 8%。 3) 若当年度实现的归属于母公司股东的净利润较上年度增长率未超过 20%, 则公司不提取当年度业绩事业伙伴计划专项基金。
股票锁定期	事业伙伴以个人出资购买的股票部分锁定期为 3 年, 3 年后方可解禁; 事业伙伴以事业伙伴计划专项基金出资购买的股票部分锁定期为 8 年, 8 年后方可解禁

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

该计划有利于大幅提振市场信心。事业伙伴专项基金来源于公司的归母净利润, 的确损害了中小股东的利益, 但我们认为利远大于弊。原因有四: 1) 归母净利润增速必须达到 20% 以上才有提取专项基金的权利, 这必将大幅提升核心骨干的积极性; 2) 提取的基金不超过归母净利润的 8%, 总额度较为有限; 3) 锁定期较长, 个人部分锁定三年, 事业伙伴基金部分锁定八年, 深入绑定了核心骨干和公司的业绩, 也彰显事业伙伴对公司长久发展的信心; 4) 按照我们对于公司业绩的预测及 8% 的比例提取事业伙伴基金, 同时按照 1 倍的杠杆, 公司 2018 年将投入 6000 万元(据公司 2017 年年报数据)、2019~2020 年每年分别投入 9362、11682 万元(根据盈利预测)的资金用来从二级市场购买公司股票⁷, 这部分增量资金或将提供公司股价上行的动力。

6. 盈利预测与估值

6.1. 盈利预测

⁷ 苏交科集团股份有限公司.2017 年年度报告[Z].2018-04:155

苏交科集团股份有限公司.事业伙伴计划(预案)[Z].2017-07:1-7-4-3

我们根据行业情况、公司内生增长与外延并购情况，对公司做以下假设：

假设一：未来设计行业景气度持续向上，我国交通固定资产投资高增速得以延续，可转债募投项目顺利落地以及新并购海外公司整合效果逐步显现；

假设二：公司经营情况稳健，期间费用率保持稳定。

表 16：公司分项业务预测

收入(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
工程咨询业务	3,104.40	5,465.35	7,050.30	8,812.88	11,016.10
工程承包业务	1,048.16	895.96	1,119.95	1,399.94	1,721.92
其他业务	48.70	157.71	173.48	190.83	209.91
合计	4,201.26	6,519.02	8,343.73	10,403.64	12,947.93
收入 YOY					
工程咨询业务	60.26%	76.05%	29.00%	25.00%	25.00%
工程承包业务	89.15%	-14.52%	25.00%	25.00%	23.00%
其他业务	-31.74%	223.84%	10.00%	10.00%	10.00%
合计	63.95%	55.17%	27.99%	24.69%	24.46%
毛利(百万元)					
工程咨询业务	1,119.14	1,734.16	2,185.59	2,731.99	3,359.91
工程承包业务	137.10	142.91	167.99	209.99	241.07
其他业务	11.21	19.24	20.82	22.90	25.19
合计	1,267.45	1,896.30	2,374.40	2,964.88	3,626.17
毛利率					
工程咨询业务	36.05%	31.73%	31.00%	31.00%	30.50%
工程承包业务	13.08%	15.95%	15.00%	15.00%	14.00%
其他业务	23.02%	12.20%	12.00%	12.00%	12.00%
综合毛利率	30.17%	29.09%	28.46%	28.50%	28.01%

资料来源：Wind，天风证券研究所

表 17：盈利预测简表

收入(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	4,201.26	6,519.03	8,343.74	10,403.66	12,947.95
营业成本	2,933.74	4,622.84	5,969.34	7,438.77	9,321.78
营业税金及附加	16.72	19.59	25.08	62.42	77.69
销售费用	102.20	149.47	191.30	238.53	296.87
管理费用	535.61	842.56	1,078.01	1,344.15	1,672.87
财务费用	37.64	88.88	86.16	98.57	125.97
资产减值损失	166.09	218.36	251.12	263.67	276.86
公允价值变动	6.51	(6.51)	2.17	0.72	(1.21)
投资收益	0.77	1.42	0.97	1.00	1.00
其他	(14.56)	(38.12)	(6.28)	(3.45)	0.41
营业利润	416.53	620.52	745.87	959.25	1,175.71
营业外收入	95.24	14.88	60.84	20.00	20.00
营业外支出	13.54	10.32	13.54	13.54	13.54
利润总额	498.24	625.08	793.17	965.72	1,182.17
所得税	84.22	117.65	149.29	181.77	222.51
净利润	414.01	507.43	643.88	783.95	959.66
少数股东损益	34.81	43.57	63.55	70.20	87.68

归母净利润	379.21	463.86	580.33	713.75	871.98
EPS(元)	0.66	0.80	1.00	1.23	1.51

资料来源: Wind, 天风证券研究所

6.2. 相对估值

同比公司中设集团、设研院、勘设股份、设计总院 2018 年业绩对应的 PE 分别为 15 倍、18 倍、19 倍、21 倍, 均值为 18.37 倍。鉴于公司交通基建设计的龙头地位, 外延并购持续行业整合市场竞争力持续提升以及对于环境检测未来预期的看好, 我们给予公司 2018 年 PE 估值 20 倍, 由此推出目标价位为 20.2 元/股。

表 18: 可比公司估值

证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	当前 价格 (元)	EPS			PE			CAGR	PEG
				2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E		
603018.SH	中设集团	61.09	28.88	1.40	1.87	2.45	20.63	15.44	11.79	32.29%	0.48
300732.SZ	设研院	57.96	80.50	3.10	4.45	5.6	25.97	18.09	14.38	34.40%	0.53
603458.SH	勘设股份	80.39	64.75	2.58	3.44	4.46	25.10	18.82	14.52	31.48%	0.60
603357.SH	设计总院	65.10	20.05	0.75	0.95	1.18	26.73	21.11	16.99	25.43%	0.83
	平均值						24.61	18.37	14.42		
300284.SZ	苏交科	89.80	15.53	0.8	1.01	1.28	19.41	15.38	12.13	26.49%	0.58

资料来源: Wind, 天风证券研究所

注: 表中设计总院 17-18 年 EPS 取自 Wind 一致预期, 其余为天风证券研究所预测数据

7. 投资建议

公司作为民营设计龙头充分受益设计行业集中度及设计费用率双重提升的红利; 外延并购补强区域及业务短板, 优质标的整合效果显著; 较集中的股权和来源多样化的资金保证了公司深厚的并购潜力, 未来有望通过并购持续增厚公司业绩; 事业合作伙伴计划激励机制强, 深度绑定公司和骨干利益。此外, 公司估值已处历史低位, 结合未来几年较稳健的业绩增长, 风险收益比极高, 投资价值已经显现。

我们预计公司 2018~2020 年归母净利润分别为 5.80、7.14、8.72 亿元, EPS 分别为 1.00、1.23、1.51 元/股, 对应 PE 为 15、12、10 倍, 维持“买入”评级。

8. 风险提示

固定资产投资快速下滑; 项目进度不及预期; 投资并购整合风险; 商誉减值风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,090.45	1,338.41	1,251.56	1,560.55	1,942.19
应收账款	3,930.44	5,178.77	6,456.12	8,051.20	10,003.99
预付账款	56.88	80.62	96.80	124.29	152.77
存货	64.44	70.97	103.80	113.99	158.93
其他	341.28	341.11	264.69	327.14	314.71
流动资产合计	5,483.49	7,009.87	8,172.97	10,177.18	12,572.60
长期股权投资	32.94	31.89	31.89	31.89	31.89
固定资产	750.62	954.22	926.88	914.60	937.54
在建工程	225.74	9.09	34.36	52.05	64.44
无形资产	451.68	432.17	406.11	380.06	354.00
其他	2,030.19	2,486.44	2,392.52	2,472.61	2,459.66
非流动资产合计	3,491.16	3,913.80	3,791.75	3,851.21	3,847.53
资产总计	8,974.65	10,923.67	11,964.73	14,028.39	16,420.13
短期借款	1,077.74	1,469.01	1,627.25	2,217.97	2,683.82
应付账款	1,770.18	2,314.34	2,733.05	3,100.03	3,673.53
其他	1,516.14	1,752.76	1,790.96	1,899.21	2,214.31
流动负债合计	4,364.05	5,536.11	6,151.26	7,217.22	8,571.66
长期借款	848.49	846.31	770.49	902.87	987.57
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	518.47	557.46	415.90	497.28	490.22
非流动负债合计	1,366.96	1,403.78	1,186.39	1,400.15	1,477.78
负债合计	5,731.01	6,939.88	7,337.65	8,617.36	10,049.44
少数股东权益	224.24	274.36	337.91	408.11	495.79
股本	557.38	578.22	578.22	578.22	578.22
资本公积	1,095.80	1,418.38	1,418.38	1,418.38	1,418.38
留存收益	2,422.20	3,130.62	3,710.95	4,424.70	5,296.68
其他	(1,055.98)	(1,417.79)	(1,418.38)	(1,418.38)	(1,418.38)
股东权益合计	3,243.64	3,983.79	4,627.08	5,411.02	6,370.69
负债和股东权益总计	8,974.65	10,923.67	11,964.73	14,028.39	16,420.13

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	414.01	507.43	580.33	713.75	871.98
折旧摊销	116.19	163.80	152.62	172.79	202.73
财务费用	130.30	116.00	86.16	98.57	125.97
投资损失	(0.77)	(1.42)	(0.97)	(1.00)	(1.00)
营运资金变动	(523.24)	(441.58)	(814.92)	(1,193.91)	(1,106.01)
其它	(59.53)	(22.84)	65.72	70.92	86.48
经营活动现金流	76.96	321.38	68.95	(138.88)	180.15
资本支出	1,277.03	99.52	276.56	88.62	242.06
长期投资	(0.40)	(1.05)	0.00	0.00	0.00
其他	(2,490.73)	(713.23)	(356.53)	(302.66)	(464.06)
投资活动现金流	(1,214.10)	(614.76)	(79.97)	(214.04)	(221.99)
债权融资	2,095.24	2,535.17	2,529.02	3,294.22	3,846.23
股权融资	75.08	244.52	(40.49)	(57.02)	(86.96)
其他	(1,104.89)	(2,231.05)	(2,564.36)	(2,575.29)	(3,335.77)
筹资活动现金流	1,065.43	548.64	(75.82)	661.91	423.49
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(71.70)	255.26	(86.85)	308.99	381.64

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	4,201.26	6,519.03	8,343.74	10,403.66	12,947.95
营业成本	2,933.74	4,622.84	5,969.34	7,438.77	9,321.78
营业税金及附加	16.72	19.59	25.08	62.42	77.69
营业费用	102.20	149.47	191.30	238.53	296.87
管理费用	535.61	842.56	1,078.01	1,344.15	1,672.87
财务费用	37.64	88.88	86.16	98.57	125.97
资产减值损失	166.09	218.36	251.12	263.67	276.86
公允价值变动收益	6.51	(6.51)	2.17	0.72	(1.21)
投资净收益	0.77	1.42	0.97	1.00	1.00
其他	(14.56)	(38.12)	(6.28)	(3.45)	0.41
营业利润	416.53	620.52	745.87	959.25	1,175.71
营业外收入	95.24	14.88	60.84	20.00	20.00
营业外支出	13.54	10.32	13.54	13.54	13.54
利润总额	498.24	625.08	793.17	965.72	1,182.17
所得税	84.22	117.65	149.29	181.77	222.51
净利润	414.01	507.43	643.88	783.95	959.66
少数股东损益	34.81	43.57	63.55	70.20	87.68
归属于母公司净利润	379.21	463.86	580.33	713.75	871.98
每股收益(元)	0.66	0.80	1.00	1.23	1.51

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	63.95%	55.17%	27.99%	24.69%	24.46%
营业利润	1.71%	48.97%	20.20%	28.61%	22.56%
归属于母公司净利润	22.08%	22.32%	25.11%	22.99%	22.17%
获利能力					
毛利率	30.17%	29.09%	28.46%	28.50%	28.01%
净利率	9.03%	7.12%	6.96%	6.86%	6.73%
ROE	12.56%	12.50%	13.53%	14.27%	14.84%
ROIC	30.31%	20.92%	20.67%	20.68%	19.99%
偿债能力					
资产负债率	63.86%	63.53%	61.33%	61.43%	61.20%
净负债率	32.89%	63.89%	66.27%	65.74%	59.06%
流动比率	1.26	1.27	1.33	1.41	1.47
速动比率	1.24	1.25	1.31	1.39	1.45
营运能力					
应收账款周转率	1.29	1.43	1.43	1.43	1.43
存货周转率	100.59	96.29	95.48	95.54	94.88
总资产周转率	0.58	0.66	0.73	0.80	0.85
每股指标(元)					
每股收益	0.66	0.80	1.00	1.23	1.51
每股经营现金流	0.13	0.56	0.12	-0.24	0.31
每股净资产	5.22	6.42	7.42	8.65	10.16
估值比率					
市盈率	22.41	18.32	14.65	11.91	9.75
市净率	2.82	2.29	1.98	1.70	1.45
EV/EBITDA	20.15	11.06	8.49	7.14	6.04
EV/EBIT	24.94	13.62	10.05	8.30	6.98

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com