

证券研究报告—深度报告

建筑工程

设计

苏交科(300284)

买入

(维持评级)

2018年07月11日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	809/526
总市值/流通(百万元)	6087/3951
上证综指/深圳成指	2759/9035
12个月最高/最低(元)	16.59/7.31

相关研究报告:

《国信证券-建筑与工程行业3月投资策略: 风劲帆满, 蓄势谋远》 2018-03-19

《国信证券-建筑工程行业年报&一季报总结: 业绩提速, 基本面持续向好, 重点关注低估值央企和国际工程》——2018-05-08

证券分析师: 周松

电话: 021-60875163
E-MAIL: zhousong@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码:
S0980518030001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

深度报告

设计咨询龙头, 国际国内双轮驱动, 深耕交通开拓环保

● 设计咨询龙头, 首家上市实力雄厚

公司前身为江苏省交通科学研究院, 核心业务是交通、市政和环保领域的工程设计咨询服务。公司拥有工程设计综合甲级的最高等级资质。2017 年实现营收 65.19 亿, YOY+55.2%, 近三年 CAGR 达 44.4%; 净利润 4.64 亿, YOY+22.3%, 近三年 CAGR 达 22.4%。2017 年公司工程咨询业务占比 84%。公司实际控制人为符冠华及其一致行动人, 合计持股 36.6%。

● 交通环保投资空间大, 行业整合大势所趋

2017 年铁路、公路及轨交投资同比增长约 15%, 2018 年同比增长或超 6%。环境检测与评价市场年规模或超 1000 亿元。设计咨询大致可以分为“部级院”、“省级院”和“市级院”三种规模的企业, 全国分散, 龙头市占率低, 跨地域业务扩张和并购整合有望推动上市龙头企业做大做强。

● 国内业务多元化, 全国布局

公司自上市以来总计开展了 13 次大型并购, 通过外延式发展快速壮大团队和抢占市场份额, 已经在全国 31 个省市开展业务, 并形成了西北、西南、华南、华东、华北五大片区的格局。2017 年营收省内占比 21%、省外 43%、国际 36%。公司工程咨询的核心业务均保持了较快增长: 勘察设计、项目管理、综合检测近三年 CAGR 分别为 34.3%、28.3%、18.6%, 近期募资筹建环境检测运营中心等三个项目, 并投资银行和 PPP, 多元化布局确保业绩增长。

● 国际业务深化整合, 走向全球

公司先后收购了西班牙设计公司 Eptisa 和美国环境检测公司 TestAmerica (简称“TA”), 2017 年营收分别为 7.66 亿元和 15.1 亿元。Eptisa 在一带一路地区有较为完善的布局, 可以帮助公司快速进入全球市场。TA 是美国领先的环境检测公司, 在水源检测、空气检测、固废检测领域都处于市场第一, 未来公司有望借助 TA 的技术和经验推动国内环保业务布局, 开拓市场。

● 盈利预测及建议

预计公司 18-20 年 EPS 为 0.73/0.92/1.18 元, 对应 PE 分别为 10.3/8.1/6.4 倍。给予 18 年 16-18 倍 PE, 合理估值区间 11.68-13.14 元, 给予“买入”评级。

● 风险提示: 应收账款坏账, 商誉减值, 交通投资增速放缓等。

盈利预测和财务指标

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	4,201	6,519	7,429	8,477	9,731
(+/-%)	63.9%	55.2%	14.0%	14.1%	14.8%
净利润(百万元)	379	464	588.05	746.19	953.89
(+/-%)	22.1%	22.3%	26.8%	26.9%	27.8%
摊薄每股收益(元)	0.47	0.57	0.73	0.92	1.18
EBIT Margin	14.6%	13.6%	13.7%	14.5%	15.4%
净资产收益率(ROE)	12.6%	12.5%	14.5%	16.7%	19.0%
市盈率(PE)	16.0	13.1	10.3	8.1	6.4
EV/EBITDA	13.8	12.5	12.8	11.0	9.6
市净率(PB)	2.01	1.64	1.50	1.36	1.21

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

投资摘要

盈利预测与投资建议

公司业务增长迅速，基本面稳健，国内国外两个市场同步发力，内生外延多领域全面发展。且所处的设计咨询行业景气度较高，下游交通运输和环保等行业发展空间大，在行业整合的大趋势下，公司有望凭借上市的先发优势以及丰富的经验进一步巩固龙头地位。我们预计公司 18/19/20 年 EPS 为 0.73/0.92/1.18 元，当前股价对应 PE 分别为 10.3/8.1/6.4 倍，给予“买入”评级。

核心假设或逻辑

我们将各业务进行分拆，具体每项的预测如下。

表 1：公司业务收入拆分（亿元）

收入预测	2016	2017	2018E	2019E	2020E
勘察设计					
收入	19.04	29.99	34.79	41.05	49.26
增长率	44.68%	57.51%	16.00%	18.00%	20.00%
毛利率	41.75%	38.24%	38.24%	38.30%	38.30%
环境咨询					
收入	5.07	15.1	16.61	18.27	20.10
增长率	1348.57%	197.83%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	22.01%	15.82%	15.00%	15.50%	16.00%
综合检测					
收入	3.88	4.89	5.62	6.35	7.05
增长率	-8.92%	26.03%	15.00%	13.00%	11.00%
毛利率	23.09%	36.28%	36.00%	36.00%	36.00%
项目管理					
收入	12.06	10.60	12.19	13.77	15.29
增长率	86.98%	-12.11%	15.00%	13.00%	11.00%
毛利率	16.44%	19.41%	19.41%	20.00%	20.00%
其他业务					
收入	1.97	4.62	5.09	5.34	5.62
增长率	40.71%	134.52%	10.21%	4.79%	5.41%
毛利率	37.28%	27.68%	27.24%	27.19%	27.30%
合计					
收入	42.02	65.20	74.30	84.79	97.33
增长率	64.01%	55.16%	13.96%	14.11%	14.79%
毛利率	30.17%	29.09%	29.03%	29.54%	30.02%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理及预测

核心假设：

- （1）公司勘察设计业务在省外和国外市场的推动下，保持较快增长，毛利率维持在较高水平；
- （2）环境咨询业务在国内市场开拓，国外稳定，保持稳健增长；
- （3）综合检测、项目管理及其他业务均保持平稳发展，毛利率水平趋于稳定；

与市场预期的差异之处

1) 市场普遍认为未来基建投资下降, 公司业务将受到影响, 增速不能持续, 我们认为设计咨询行业市场相当分散, 龙头市场占有率极低, 跨地域业务扩张和集中度提升对业绩影响更大, 上市龙头公司有望利用品牌优势和融资优势, 实现行业整合, 逐步提高市场占有率。

2) 市场普遍认为公司并购频繁, 业绩的增长主要来自于子公司的并表, 且商誉增长较快, 对公司并购尤其是国外两起并购的后期整合效果存疑。我们对公司的业务进行了细致分析, 发现公司自身业务(扣除掉国外子公司的业务)一直保持较快增长, 四大核心业务均全面发展, 且以前并购整合的标的均达成了业绩承诺, 跟公司形成了良好的协同效应。因此, 我们认为公司能将国外两个子公司的业务与公司进行整合, 推动公司在环保领域和国际市场加快发展。

股价变化的催化因素

短期催化因素: 业绩超预期、大股东持续增持等。

长期催化因素: 公司估值修复及环保等新业务取得较大进展。

风险提示:

应收账款坏账风险, 交通投资大幅放缓等。

内容目录

投资摘要	2
估值与投资建议	7
绝对估值法.....	7
估值的敏感性分析.....	7
相对估值法.....	8
基础设施领域综合解决方案供应商	9
国内首家工程咨询上市公司，实力雄厚.....	9
实控人为符冠华和王军华，员工持股比例高.....	10
资质全且高，竞争优势明显.....	10
集团下设七院，主营四大业务.....	11
交通环保空间广阔，行业整合大势所趋	13
交通运输景气度高，空间广阔.....	13
环保领域契合国家战略，潜力巨大.....	16
设计咨询有望持续景气，行业整合龙头受益.....	19
业绩优异，估值处在历史低位	21
业绩优异，内生外延全面发展.....	21
财务指标良好，基本面稳健.....	24
估值较低，或迎来拐点.....	26
未来业绩驱动因素：国内多元布局，国际加快整合	28
全国布局加快推进，多元化发展.....	28
国际业务深化整合，走向全球市场.....	34
盈利预测与投资评级.....	38
风险提示	38
附表：财务预测与估值	39
国信证券投资评级	40
分析师承诺	40
风险提示	40
证券投资咨询业务的说明	40

图表目录

图 1: 公司发展历程.....	9
图 2: 公司实力雄厚, 在全球工程设计企业中排名靠前.....	9
图 3: 公司实控人为符冠华和王军华.....	10
图 4: 公司员工规模在设计咨询上市公司中排首位.....	11
图 5: 公司下设七大研究院进行专业经营.....	12
图 6: 公司工程咨询四大核心业务.....	12
图 7: 我国铁路固定资产投资 2013-2018 年 5 月的情况.....	14
图 8: 我国铁路运营里程 2013-2017 年的情况.....	14
图 9: 我国轨道交通运营路线长度持续保持快速增长.....	14
图 10: 我国在建轨道交通的城市数和线路长度持续增长.....	14
图 11: 公路建设固定资产投资情况.....	16
图 12: 生态环保业投资 2018 年重回 30%以上的高速增长.....	17
图 13: 环境治理投资规模有望超 2 万亿元.....	19
图 14: 2018 年 1-3 月, 建筑业新签订单继续保持高速增长.....	19
图 15: 设计咨询行业处在建筑行业上游.....	20
图 16: 勘察设计行业并购数量和金额有加快增长的趋势.....	21
图 17: 公司营收实现高增长, 2018Q1 继续保持.....	21
图 18: 公司净利润近几年增长较快, 2018Q1 增长 20.80%.....	21
图 19: 公司近几年的经营现金流入持续增长.....	22
图 20: 公司国外营收在子公司并表后取得快速增长.....	22
图 21: 公司扣除国外业务后的自身业务也取得较快增长.....	22
图 22: 公司工程咨询业务近三年 CAGR 达到 47.96%, 占比达到 83.84%.....	23
图 23: 公司工程咨询业务毛利率远高于工程承包业务.....	23
图 24: 公司四大核心业务均保持较快增长, 齐头并进.....	24
图 25: 公司净资产收益率稳中有增, 2017 年为 13.93%.....	24
图 26: 公司毛利率和净利率均有所下滑.....	25
图 27: 公司省内毛利率逐年提升, 省外和国外毛利率较低.....	25
图 28: 公司总资产周转率和应收账款周转率同步提升.....	25
图 29: 公司应收账款增长较快.....	26
图 30: 公司 3 年以内的应收账款占比达 86%.....	26
图 31: 纵向来看, 公司的估值当前处在历史低位.....	26
图 32: 公司的 PE 估值在咨询设计行业中排名倒数第 1.....	27
图 33: 公司的 PB 估值在咨询设计行业中排名倒数第 2.....	27
图 34: 公司上市以来的并购和股权投资事件时间表.....	29
图 35: 公司将全国分为五大片区进行属地化管理.....	30
图 36: 公司拟建的环境检测运营中心的框架图.....	31
图 37: 公司近几年省外市场持续保持快速增长, 2017 年增长 22.59%.....	32
图 38: 典型的 ERP 系统示意图.....	33
图 39: 公司参股设立苏宁银行.....	33
图 40: 近几年, PPP 项目取得了快速发展.....	34

图 41: Eptisa 业务分布在欧美、非洲、亚洲和中东, 遍布“一带一路”沿线.....	34
图 42: Eptisa 的主要业务领域.....	35
图 43: Eptisa 业务整合后有明显改善.....	35
图 44: TestAmerica 主要服务的行业.....	37
表 1: 公司业务收入拆分 (亿元)	2
表 2: 估值假设.....	7
表 3: FCFE 估值表.....	7
表 4: 基于 FCFE 针对折现率和永续增长率的敏感性分析结果 (元)	8
表 5: 可比公司的估值对比 (截止至 2018 年 7 月 6 日)	8
表 6: 公司拥有的主要资质	10
表 7: 2018 年 1-5 月铁路、公路、城轨交通合计固定资产投资额约为 1.06 万亿元... 13	13
表 8: “十三五”期间, 铁路、公路、轨道交通的年投资额约为 0.8、2.0、0.5 万亿 ... 13	13
表 9: 获准修建城轨交通的“三线城市”不完全名单	14
表 10: “交通扶贫”的主要内容	15
表 11: 党的十八大以来, 在生态环保领域采取的一些重要举措	16
表 12: 中央及环保部关于环境检测和评价的相关政策和文件	17
表 13: 环境检测与评价市场空间测算.....	18
表 14: 勘察设计行业分类.....	20
表 15: 公司主要管理层的简历	27
表 16: 公司非公司发行股票的认股情况	28
表 17: 公司两次员工持股计划情况	28
表 18: 公司近几年主要新设机构情况.....	29
表 19: 公司并购的子公司业绩承诺达成情况.....	30
表 20: 公司拟募资筹建三个项目	30
表 21: 主要同业公司均建有区域中心进行全国化业务管理	31
表 22: Eptisa 主要业务市场均有基础设施投资计划	36
表 23: TestAmerica 的主要业务领域.....	36
表 24: 公司针对 TestAmerica 采取的一系列整合举措	37

估值与投资建议

绝对估值法

我们采用 FCFF 估值法对公司进行绝对估值，根据以下假设得出公司合理估值为 14.33 元。

表 2: 估值假设

	合理值	参考值
无杠杆 Beta	0.7335	
无风险利率	2.50%	
股票风险溢价	10.00%	
公司股价	7.48	
发行在外股数	810	
股票市值(E)	6055	6055
债务总额(D)	2897	2897
Kd	5.30%	5.30%
T	18.82%	18.82%
Ka	9.84%	
有杠杆 Beta	1.02	1.02
Ke	12.68%	
E/(D+E)	67.64%	67.64%
D/(D+E)	32.36%	32.36%
WACC	9.97%	

资料来源：国信证券经济研究所分析师预测

表 3: FCFF 估值表

	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	TV
EBIT	1,017	1,232	1,498	1,573	1,653	1,736	1,824	1,916	2,013	2,114	
所得税税率	18.82%	18.82%	18.82%	18.82%	18.82%	18.82%	18.82%	18.82%	18.82%	18.82%	
EBIT*(1-税率)	826	1,000	1,216	1,277	1,342	1,410	1,481	1,555	1,634	1,716	
折旧与摊销	142	155	169	183	198	213	228	243	258	273	
营运资金的净变动	(921)	(277)	(358)	(46)	(57)	(68)	(80)	(93)	(106)	(120)	
资本性投资	(228)	(228)	(228)	(228)	(228)	(228)	(228)	(228)	(228)	(228)	
FCFF	(182)	651	798	1187	1256	1327	1401	1478	1558	1642	21014
PV(FCFF)	(165)	538	600	812	781	750	720	691	662	635	8124
核心企业价值	14,148.2										
减: 净债务	2,543.9										
股票价值	11,604.2										
每股价值	14.33										

资料来源：国信证券经济研究所分析师预测

估值的敏感性分析

我们对公司股价进行敏感性分析，假设折现率和永续增长率变化值分别为 0.5%，则我们计算得出公司股价区间在 12.57-16.58 元/股，估值中枢为 14.33 元/股。

表 4: 基于 FCFF 针对折现率和永续增长率的敏感性分析结果 (元)

14.33	9.0%	9.5%	9.97%	10.5%	11.0%
3.5%	20.99	18.74	16.84	15.22	13.82
3.0%	19.56	17.58	15.89	14.43	13.15
2.5%	18.34	16.58	15.06	13.73	12.56
2.0%	17.31	15.72	14.33	13.12	12.04
1.5%	16.41	14.96	13.70	12.57	11.57
1.0%	15.62	14.30	13.13	12.09	11.15
0.5%	14.93	13.71	12.62	11.65	10.77

资料来源: 国信证券经济研究所预测

相对估值法

选取中设集团等上市同行业设计咨询企业作为比较对象, 根据 wind 一致预期数据, 同行可比对象 2018 年估值均值为 16.17 倍, 按照 16.0-18.0 倍给予公司估值, 而公司 2018 年的 EPS 预估为 0.73 元, 则合理估值为 11.68-13.14 元/股。

表 5: 可比公司的估值对比 (截止至 2018 年 7 月 6 日)

股票代码	简称	市值 (亿元)	当前股价 (元/股)	EPS		PE	
				2018E	2018E	2018E	2018E
300492.SZ	山鼎设计	18.38	22.09	1.16	1.16	15.26	15.26
600629.SH	华建集团	51.00	11.80	0.74	0.74	16.34	16.34
603018.SH	中设集团	49.00	15.61	1.26	1.26	12.40	12.40
300500.SZ	启迪设计	33.10	24.64	0.94	0.94	26.02	26.02
603017.SH	中衡设计	26.10	9.50	0.75	0.75	14.72	14.72
300732.SZ	设研院	53.60	41.37	2.56	2.56	17.57	17.57
603458.SH	勘设股份	51.50	41.49	3.82	3.82	10.86	10.86
	平均	40.38	23.79	1.60	1.60	16.17	16.17
300284.SZ	苏交科	60.80	7.51	0.73	0.73	16.00-18.00	16.00-18.00

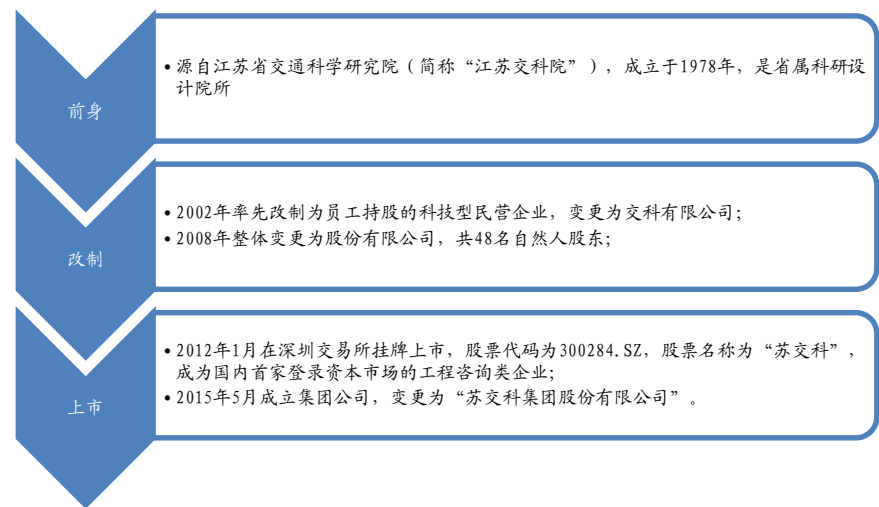
资料来源: wind 一致预期、国信证券经济研究所分析师整理预测 (其他可比公司数据均来源于 wind)

基础设施领域综合解决方案供应商

国内首家工程咨询上市公司，实力雄厚

苏交科集团股份有限公司（以下简称“苏交科”）源自江苏省交通科学研究院，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年又整体变更为股份有限公司。2012年1月10日，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（股票代码：300284.SZ），成为国内首家登陆资本市场的工程咨询类企业。2015年5月，“苏交科集团股份有限公司”正式揭牌。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司招股说明书，公司官网，国信证券经济研究所整理

公司是一家基础设施领域综合解决方案供应商，实力雄厚，目前已拥有 63 家子公司（50 家控股子公司、13 家参股公司）。在全球 30 多个地区设立了分支机构，在 50 多个国家开展项目。2016 年，先后收购了全球领先的工程设计咨询服务商--西班牙 EPTISA SERVICIOS DE INGHNIERIA,S.L.(简称“EPTISA”)公司和美国环境检测市场最大的“一站式”服务商--TestAmerica Environmental Services,LLC（简称“TestAmerica”）公司。

2017 年，在美国《工程新闻记录》（ENR）和中国《建筑时报》共同主办的年度“中国工程设计企业 60 强”中，苏交科位列第 8 位；同时获得“最具国际拓展力工程设计企业”第 6 位；在美国《工程新闻记录》（ENR）“全球工程设计公司 150 强”中，苏交科位列 75 位；并首次入选美国 ENR “国际工程设计公司 225 强”，位列第 93 位，是唯一一家跻身百强的中国民营企业。

图 2：公司实力雄厚，在全球工程设计企业中排名靠前



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

实控人为符冠华和王军华，员工持股比例高

公司是由国有事业单位改制而来，发起成立时一共有 48 位自然人股东（均为原“交科院”的员工）。当前的实控人为符冠华和王军华组成的一致行动人，截至 2018 年一季度，两人合计持股比例为 36.56%（符冠华持股 21.78%，王军华持股 14.78%）。

图 3：公司实控人为符冠华和王军华



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

资质全且高，竞争优势明显

2017 年，公司成功获得工程设计最高等级资质——**工程设计综合甲级资质**。公司可以在中华人民共和国住房和城乡建设部（以下简称“住建部”）划分的全部 21 个行业及 8 个专项范围内开展工程设计咨询业务，且规模不受限制。

目前，公司在各领域所拥有的最高等级资质还包括：**城乡规划编制甲级资质；建设项目环境影响评价甲级资质；工程咨询专业甲级资质；工程勘察综合类甲级资质；工程总承包一级资质；工程监理甲级资质**等。

表 6：公司拥有的主要资质

资质	项目范围
工程设计综合甲级	可以在中华人民共和国住房和城乡建设部划分的全部 21 个行业及 8 个专项范围内开展工程设计咨询业务，且规模不受限制。
工程勘察综合甲级	可以承担除海洋工程勘察外的各类工程项目的岩土工程勘察、水文地质勘察、工程测量业务，规模不受限制。
工程咨询综合甲级	可以承接公路、港口河海工程，市政公用工程，城市轨道交通工程，建筑工程，铁路工程，水文地质、工程测量、岩土工程，水利工程等专业的规划咨询，编制项目建议书、项目可行性研究报告、项目申请报告、资金申请报告，评估咨询等业务。
城乡规划编制甲级	承担城乡规划编制业务的范围不受限制
公路工程综合甲级	-
水运工程甲级	-

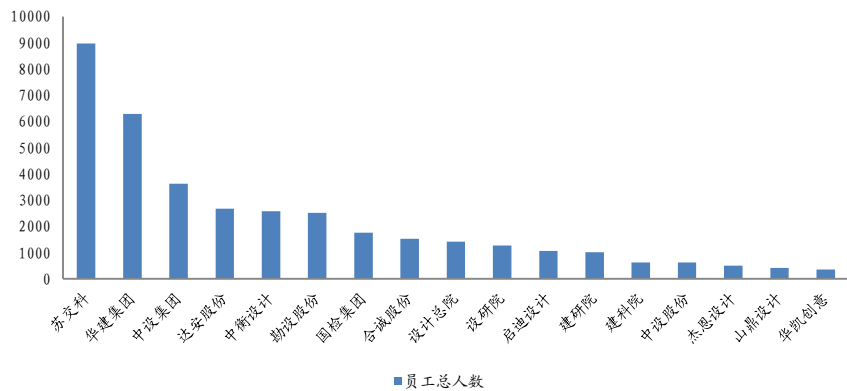
市政公用工程监理甲级	-
水运工程结构甲级	-
水运工程材料甲级	-
交通工程专项	-

资料来源：公司公告，中国轨道交通网，国信证券经济研究所整理

工程设计领域是一个具有较高壁垒的行业。一方面，要开展业务首先要获得严格的资质认证，新进入的企业很难在短时间内获取到高等级的资质，低资质的企业业务规模也受到限制。

另一方面，工程设计行业是知识和人才密集型行业，高等级人才需要多年的培养或花高成本才能获得，所以很难在很短的时间内组建一个非常强大的团队。截止 2017 年底，公司员工规模接近 9000 人，在所有上市公司中排前列。且公司建设了一支包括“国家千人计划领军人才”、“333 高层次人才培养工程”等高层次人才在内、专业配置齐全、结构合理的科研创新队伍。

图 4：公司员工规模在设计咨询上市公司中排首位



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

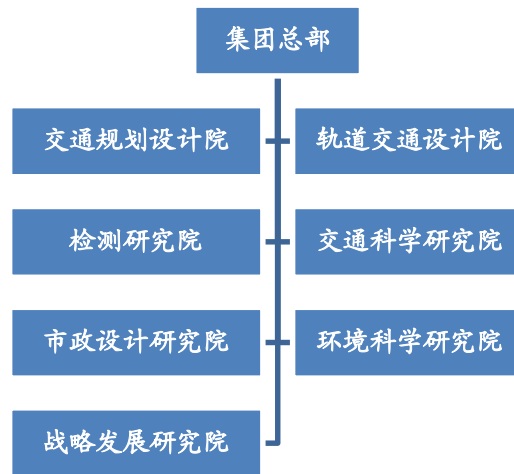
集团下设七院，主营四大业务

七大研究院专业分工

公司业务涉及公路、市政、水运、铁路、城市轨道、环境、航空和水利、建筑、电力等行业，主要集中在交通运输、市政、环保等领域。下设七大研究院进行专业经营，包括交通规划设计院、轨道交通设计院、检测研究院、交通科学研究院、市政设计研究院、环境科学研究院和战略发展研究院。

七大研究院引领的全行业、多领域融合发展的战略格局，能为客户提供包括投融资、项目投资分析、规划咨询、勘察设计、施工监理、工程检测、项目管理、运营养护、新材料研发等的全产业链服务。

图 5：公司下设七大研究院进行专业经营

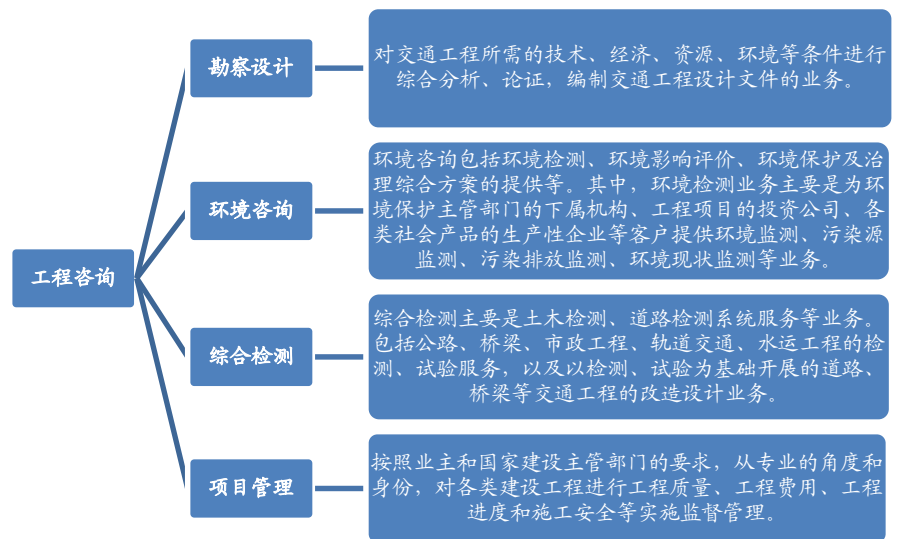


资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

四大核心业务贯穿工程咨询和承包

公司致力于为客户提供基础设施领域一站式综合性专业服务，拥有全过程工程咨询和工程总承包两大核心能力，其中，**工程咨询是公司的核心业务**，也是公司营业收入构成的主要部分。而工程咨询主要包括**勘察设计、环境咨询、综合检测和项目管理**四大核心业务。

图 6：公司工程咨询四大核心业务



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

交通环保空间广阔，行业整合大势所趋

交通运输景气度高，空间广阔

交通运输业 2018 年投资规模或超 3.68 万亿

2017 年铁路投资、公路投资及轨交投资三者合计约为 3.46 万亿元，同比增长 14.78%。2018 年 1-5 月三者合计投资约 1.06 万亿元，YOY 约为 5.00%。2018 年全年，铁路投资约 0.73 万亿元、公路投资或超 2.3 万亿元、轨道交通投资有望达到 0.65 万亿元，三者合计或将超 3.68 万亿元，YOY 约为 6.36%。

表 7：2018 年 1-5 月铁路、公路、城轨交通合计固定资产投资额约为 1.06 万亿元

项目	2013	2014	2015	2016	2017	2018 年 1-5 月
铁路投资额	6,657	8,088	8,238	8,015	8,006	1,993
增速	5.01%	21.49%	1.85%	-2.71%	-0.10%	-8.50%
公路投资额	13,692	15,460	16,513	17,787	21,253	6,808
增速	7.69%	12.92%	6.81%	7.72%	18.20%	4.90%
轨道交通投资额	2,165	3,047	3,683	4,384	5,386(估)	1,800(估)
增速	1.81%	40.77%	20.86%	19.03%	22.86%	20.00%
三者合计投资额	22,372	26,310	27,927	30,186	34,645	10,601
合计增速	7.06%	17.60%	6.15%	8.09%	14.78%	5.00%

资料来源：wind，国信证券经济研究所分析预测

根据《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》(简称“十三五”交通运输规划)，到 2020 年，铁路营运里程将达到 15 万公里，“十三五”期间将新增 2.9 万公里，固定资产投资规模在 3.6-3.9 万亿左右，年平均投资额在 8000 亿左右；公路通车里程将达到 500 万公里，“十三五”期间将新增 42 万公里，固定资产投资规模在 8-10 万亿之间，年平均投资额在 2 万亿左右；轨道交通运营里程将达到 6000 公里，新增里程 2700 公里，固定资产投资规模在 2.2-2.7 万亿元之间，年平均投资额在 5000 亿左右。

表 8：“十三五”期间，铁路、公路、轨道交通的年投资额约为 0.8、2.0、0.5 万亿

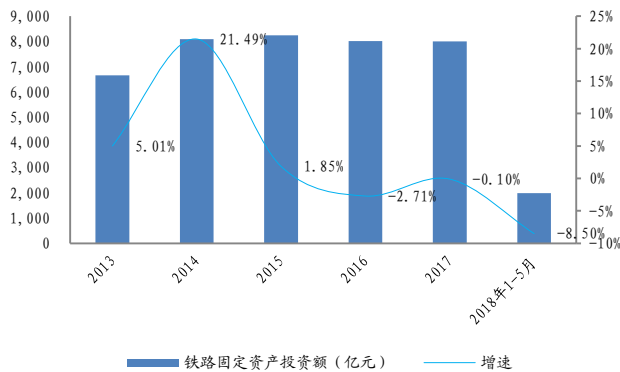
项目	“十三五”新增里程 (万公里)	造价 (亿元/公里)	固定资产投资规模 (万亿元)	年平均固定资产投资 规模(万亿元)
普通铁路	1.8	0.5-0.6	0.9-1.08	0.18-0.22
高铁	1.1	2.5-2.6	2.75-2.86	0.55-0.57
铁路合计	2.9	---	3.65-3.94	0.73-0.79
公路	42	0.2-0.25	8.4-10.5	1.68-2.1
轨道交通	0.27	8-10	2.16-2.7	0.43-0.54

资料来源：wind，国信证券经济研究所分析预测

铁路运输 2018 年投资预算 7320 亿，下半年有望提速

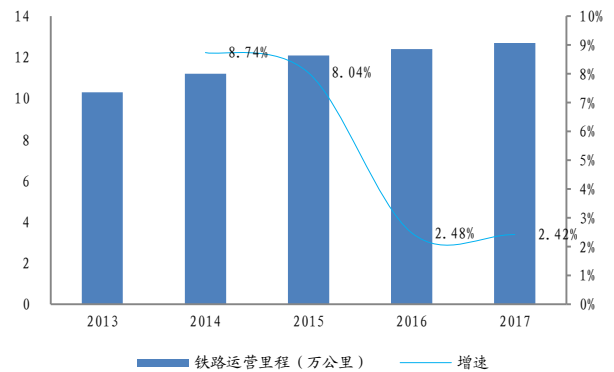
具体来看，2017 年，我国完成铁路固定资产投资 8006 亿元。2018 年 1-5 月完成铁路投资额约 1993 亿元。中国铁路总公司在 2018 年 1 月工作会议中指出，2018 年要完成铁路建设投资 7320 亿元。因此，下半年铁路投资有望提速。

图 7: 我国铁路固定资产投资 2013-2018 年 5 月的情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 8: 我国铁路运营里程 2013-2017 年的情况

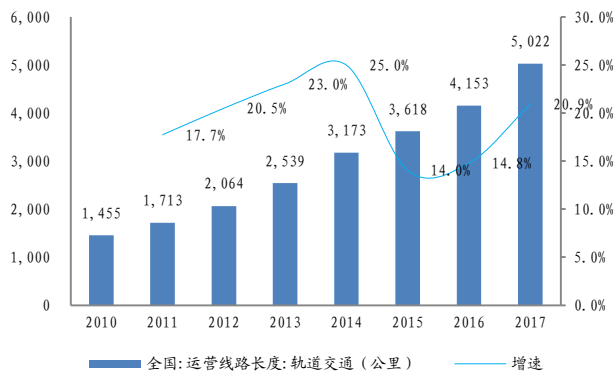


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

轨道交通持续景气，市场潜力巨大

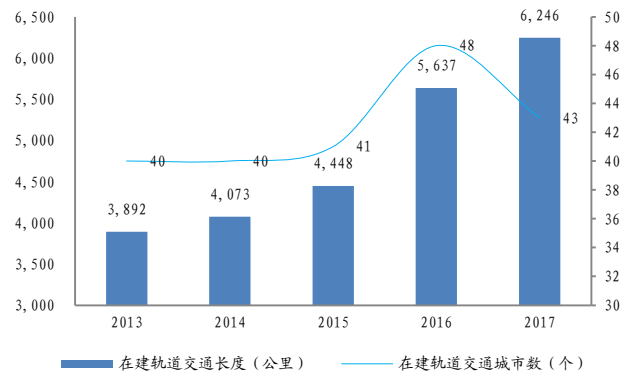
近几年，我国轨道交通一直处在快速发展的过程中。截止 2017 年，我国运营的轨道交通线路达 5022 公里，同比增长 20.9%，近五年的 CAGR 达到 19.5%；在建轨道交通的城市有 43 个，在建长度达 6246 公里。

图 9: 我国轨道交通运营路线长度持续保持快速增长



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 10: 我国在建轨道交通的城市数和线路长度持续增长



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

轨道交通作为现代市内交通的重要工具，未来的发展空间依旧广阔。据不完全统计，当前共有 51 个“三线”城市获准修建轨道交通，加上已经拥有轨道交通的城市的不间断扩建，轨道交通将是未来基建领域的一个重要增长点。

表 9: 获准修建城轨交通的“三线城市”不完全名单

省份	城市
广东	中山、珠海、江门、汕头、惠州、湛江
广西	柳州、桂林
福建	泉州、漳州
浙江	湖州、嘉兴
江苏	扬州、徐州、常州
山东	淄博、烟台、潍坊、济宁、临沂
河北	邯郸、秦皇岛、唐山、保定、张家口、廊坊
黑龙江	大庆
山西	大同

河南	南阳、开封、新乡、焦作
安徽	淮南、马鞍山、蚌埠、安庆
江西	赣州、九江、上饶
湖北	宜昌、襄阳、荆州、黄石
湖南	常德、株洲、湘潭
四川	绵阳、泸州、宜宾
陕西	宝鸡、咸阳

资料来源：公开数据整理、国信证券经济研究所分析师归纳整理

公路扶贫助推路桥产业链，2018 年投资有望超 2.3 万亿

“交通扶贫”是国家“十三五”期间非常重要的一个战略，当前已经进入了攻坚期。国家《“十三五”交通扶贫规划》一共明确了六项主要任务，重点是对贫困地区交通进行改造和升级，其中有五项是关于路桥建设规划的内容，为路桥建设创造了广阔空间，也为路桥投资提供了强劲的动力。

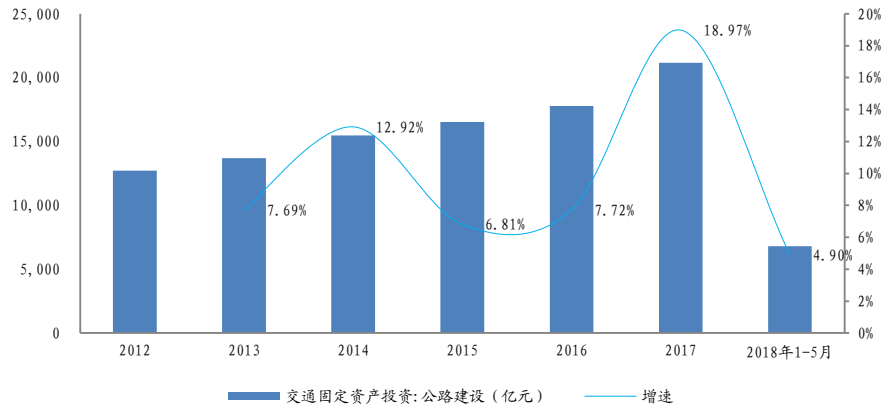
表 10：“交通扶贫”的主要内容

六大项	内容
第一项	提级改造 1.6 万公里国家高速公路和 4.6 万公里普通国道
第二项	建设约 23 万公里的通乡镇和建制村硬化路，到 2019 年，提前一年实现全国具备条件的建制村通硬化路这个全面小康社会兜底性指标。建设约 10.8 万公里通村硬化路，解决较大人口规模撤并建制村和“直过民族”地区 20 户以上自然村的通畅问题
第三项	实施 30 万公里农村公路安保工程，加强农村公路上的安全生命防护工程建设和 1.5 万座危桥改造，对通客车村道上不符合安全通客车要求的窄路基路面合理进行加宽改造
第四项	建设约 3.2 万公里资源路、旅游路、产业园区路，进一步强化交通对产业扶贫的基础支撑作用，支持贫困地区特色产业发展
第五项	新增及改善航道里程 2600 公里，新增 80 个码头泊位，继续改善农村水网地区的渡运条件
第六项	持贫困地区改造建设县城老旧客运站 150 个、乡镇客运综合服务站 1100 个，实现具备条件的建制村通客车全覆盖。

资料来源：国务院网站、国信证券经济研究所分析师归纳整理

2018 年 1-5 月，交通固定资产投资中公路建设投资额为 6808 万亿元，同比增长 4.90%，增速较 2017 年有所放缓。但根据“交通扶贫”战略及“十三五”交通规划的情况来看，公路建设仍是基建投资的重点，下半年增速有望提升。我们预计 2018 年全年增速在 10% 左右，对应公路建设投资额或超 2.3 万亿元。

图 11: 公路建设固定资产投资情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

环保领域契合国家战略, 潜力巨大

“美丽中国”战略, 环保是重点

党的十八大以来, 生态环保工作被提到了空前的高度。不仅完善了生态文明顶层设计和制度体系建设, 提出“美丽中国”战略, 建立并实施中央环境保护督察制度, 而且深入实施大气、水、土壤污染防治三大行动计划, 率先发布《中国落实 2030 年可持续发展议程国别方案》, 实施《国家应对气候变化规划 (2014-2020 年)》, 推动了生态环境保护发生历史性、转折性、全局性变化。

表 11: 党的十八大以来, 在生态环保领域采取的一些重要举措

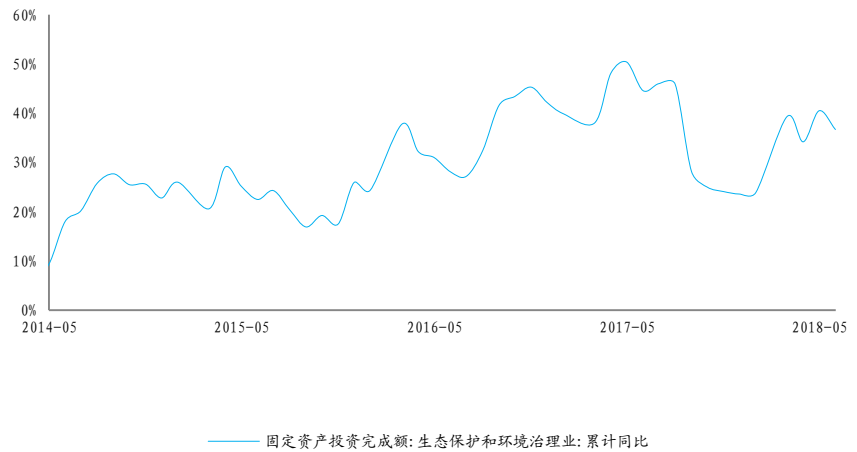
时间	重要举措
2014 年 4 月	《中华人民共和国环境保护法》(《新环保法》) 正式出台, 并于 2015 年 1 月 1 日实施。
2014 年 9 月	印发《国家应对气候变化规划 (2014-2020 年)》
2015 年 4 月	中共中央、国务院印发《关于加快推进生态文明建设的意见》, 这是继党的十八大和十八届三中、四中全会对生态文明建设作出顶层设计后, 中央对生态文明建设的一次全面部署。
2015 年 4 月	《水污染防治行动计划》(《水十条》) 发布
2015 年 9 月	《生态文明体制改革总体方案》公布, 自然资源资产产权制度、国土空间开发保护制度、资源有偿使用和生态补偿制度等 8 项制度成为生态文明制度体系的顶层设计
2016 年 1 月	成立中央环保督查组, 在全国范围内开展环保督查工作。
2016 年 5 月	分别发布《大气污染防治行动计划》(《气十条》) 和《土壤污染防治行动计划》(《土十条》)
2016 年 10 月	中国发布《中国落实 2030 年可持续发展议程国别方案》
2017 年 10 月	习近平主席提出“美丽中国”战略
2018 年 3 月	十三届全国人民代表大会第一次会议通过《中华人民共和国宪法修正案》, 生态文明正式写入国家根本法
2018 年 3 月	组建生态环保部
2018 年 7 月	国务院印发《打赢蓝天保卫战三年行动计划》

资料来源: 生态环境部官网, 国信证券经济研究所整理

2015 年以来，在党和国家的大力推动下，生态保护和环境治理业投资一直保持高速增长。2018 年 1-5 月，生态保护和环境治理业投资同比增长 36.7%，增速再次回到 30% 以上的增长，近三年的 CAGR 达到 29.2%。

在未来很长一段时间内，我们认为国家将会继续加大力度投入，生态保护和环境治理业的投资也将会维持在一个较快的增长水平。

图 12: 生态环保业投资 2018 年重回 30% 以上的高速增长



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

环境检测和评价需求旺盛，规模或超千亿元

2014 年 2 月以来，中央及环保部先后发文推进第三方检测和评价机构发展，并全面放开服务性环境监测和评价市场，鼓励社会环境监测机构参与排污单位污染源自行监测等环境监测活动。同时，推动政府环评机构退出，强化检测市场化发展。随着上述政策的实施，包括各级政府监督类检测和年度类环境质量监测在内的检测市场，均将通过第三方检测机构来实现。

此外，随着 2016 年 11 月企业排污许可证的实施及 2018 年 1 月 1 日环保税的开征，因需定期对企业排污种类、浓度、排放量等进行检测，将带来巨大的企业自证检测市场需求和容量。

表 12: 中央及环保部关于环境检测和评价的相关政策和文件

时间	文件名	内容
2014 年 2 月	国务院办公厅转发了中央编办、质检总局《关于整合检验检测认证机构的实施意见》	提出要加大工作力度，推动检验检测认证高技术服务业快速发展，为加快转变经济发展方式、促进提质增效升级提供有力支撑。 标志着政府正式大力推进第三方检测机构发展
2015 年 2 月	环保部发布《关于推进环境监测服务社会化的指导意见》	提出要全面放开服务性监测市场，凡适合社会力量承担的服务性环境监测业务，要创造条件，全面放开，并扶持和规范社会环境监测机构发展，推进环境监测服务主体多元化和服务方式多样化。 环境检测市场化程度的提高和效率的提升有利于第三方环境检测公司的发展。
2015 年 3 月	环保部公布《全国环保系统环评机构脱钩工作方案》	全国环保系统环评机构将分三批在 2016 年年底前全部脱钩或退出建设项目环评技术服务市场。 政府环评机构退出，检测市场更加市场化。

2016年6月	国家发改委、质检总局联合印发了《关于国家检验检测高技术服务业集聚区建设的意见》	建议各地方政府根据地域分布和地方经济社会发展情况，科学规划检验检测集聚区，推进检验检测产业发展，提升检验检测服务能力，培育具有国际影响力的服务品牌。 政府加强对第三方检测市场发展的引导。
2016年9月	中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《关于省以下环保机构监测监察执法垂直管理制度改革试点工作的指导意见》	省级环保部门对全省（自治区、直辖市）环境保护工作统一监督管理，省级和驻市级环境监测机构主要负责生态环境质量监测工作，现有县级环境检测机构职能调整为执法监测。解决以块为主的地方环保管理体制存在的突出问题， 有利于第三方环境检测机构跨区域发展。
2016年11月	环保部印发《排污许可证管理暂行规定》	范排污许可证申请、审核、发放、管理等程序， 有利于技术实力强、资质水平高的环境检测和评价企业发展。
2018年1月	《中华人民共和国环境保护税法》正式实施	环保税属于行为税，即对“直接向环境排放应税污染物”的行为征税，而环保税的纳税人为直接向环境排放应税污染物的企业事业单位和其他生产经营者。因为涉及到企业的经济利益支出， 企业将更加重视达标管控，有利于环境检测和评价机构业务提升。

资料来源：生态环境部官网，国信证券经济研究所整理

环境检测和评价的客户主要包括火电、化工、钢铁、水泥等环境敏感大型企业、外资企业、各地环保局、大型化工工业园区、国土、农业及建设部门、交通、水利部门等，业务范围覆盖水气土等要素的第三方检测、环保验收、环境监测和管控、环境调查、土壤污染调查等。

我们把环境检测和评价的需求分为三类主体。分别是来自于固定资产投资带来的环境检测和评价需求、各县级政府（交通、环保等部门）环境检测和评价需求、工业企业自检等环境检测需求。基于以上分类，我们分别做了各类主体环境检测和评价规模的测算，整个环境检测和评价市场空间有望达到 1096 亿元。

表 13：环境检测与评价市场空间测算

需求类型	假设	2017 年相关数据	环境检测和评价市场规模预测
固定资产投资	环境检测与评价需求=（固定资产投资中制造业投资+基建投资）×50%×0.5%，假设一半的固定资产投资需要环评报告书，环评的合同金额约占固定资产投资额的 0.5%	制造业投资 19.36 万亿元，基建投资 17.31 万亿元	916.8 亿元
各县级政府	环境检测与评价需求=每个省份县（含县级市及市辖区）数目×500 万，每个县平均每年政府类环境业务需求约 500 万元	我国共有县级市 374 个，1636 个县（自治县、旗、自治旗、特区和林区），852 个市辖区，合计 2862 个县级单位	143.1 亿元
工业企业	环境检测需求=工业企业主营收入×0.3/10000，假设 1 亿的工业产值约带来 0.3 万的环境检测业务收入	工业企业收入为 118.84 万亿元	35.7 亿元
合计			1096.6 亿元

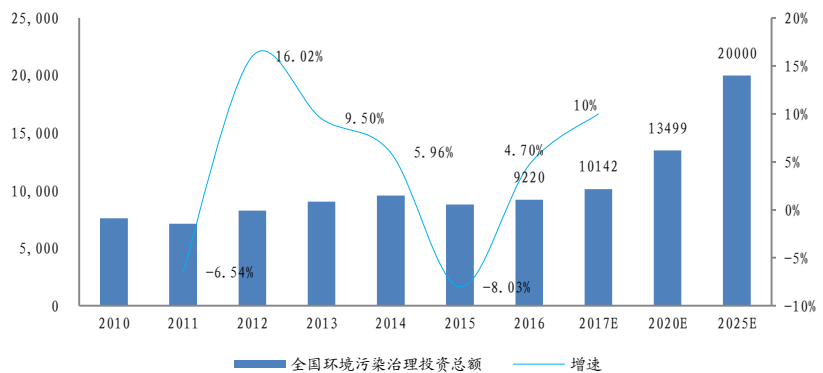
资料来源：公开资料整理，国信证券经济研究所分析预测

环境治理投资增长提速，未来规模或超 2 万亿

“十三五”以来，国家及各地方政府积极出台相关政策促进环保行业的政策落实。2010-2016 年环境污染治理投资额从 7612 亿元增加到 9023 亿元，其中 2016 年占当年国内生产总值的 1.4%。

当前环境形势依旧严峻，国家也在不断加大对污染企业和污染源的治理力度，并在政策的推动下逐渐加大财政保障力度。我们预测未来几年环境治理支出均能保持较快增长，假设年增长率为 10%，到 2020 年环境污染治理投资额将达到 1.35 万亿元，而到 2025 年，环境污染治理投资额也有望超过 2 万亿元。

图 13: 环境治理投资规模有望超 2 万亿元



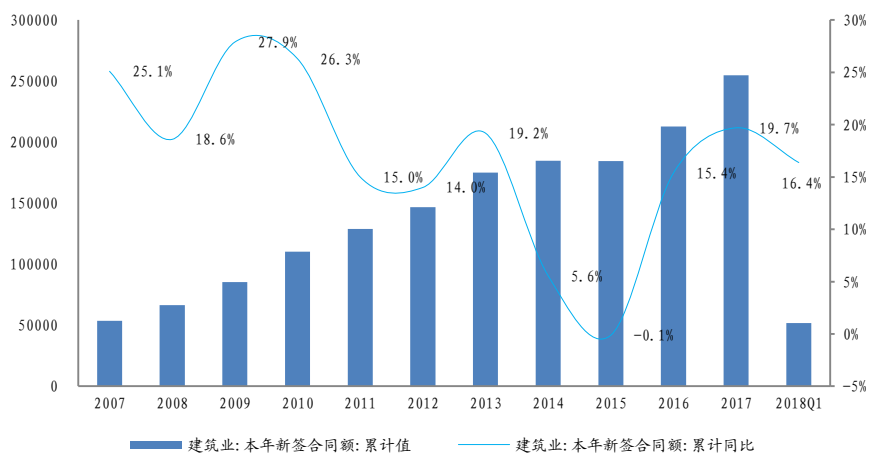
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理及分析预测

设计咨询有望持续景气，行业整合龙头受益

建筑业订单高速增长，设计咨询优先受益

2016 年以来，整个建筑行业新签订单持续快速增长。2018 年 1-3 月，建筑行业依旧保持景气，新签订合同额 5.18 万亿元，继续保持前两年快速发展趋势，同比增长 16.4%。

图 14: 2018 年 1-3 月，建筑业新签订单继续保持高速增长

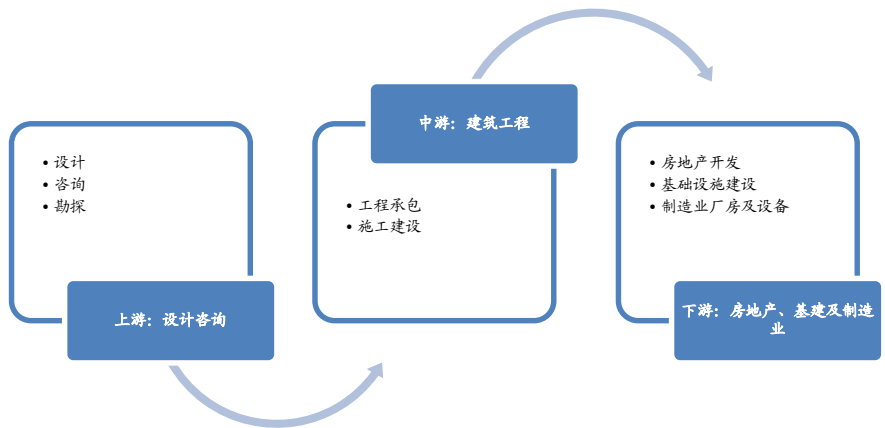


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

从建筑行业上下游分工来看，设计咨询行业处在行业上游。当有投资建设时，首先会开展勘察、设计及咨询工作，然后按设计图纸等开展施工建设。因此，建筑行业订单的变化，最先会反应到设计咨询行业营收的变化。即当建筑行业订单快速增长的时候，最先受益的将是设计咨询。

公司是勘察设计行业的领先企业，有望在次轮建筑行业快速发展的环境下优先受益，并获得大量订单，继续保持高速增长。

图 15: 设计咨询行业处在建筑行业上游



资料来源：建筑行业协会，国信证券经济研究所整理

并购整合乃大势所趋，上市公司优势明显

根据《2016 年全国工程勘察设计统计公报》，2016 年全国共有 21983 个工程勘察设计企业，平均营收只有 1.5 亿元。事实上，整个勘察设计行业大致可以分为“部级院”、“省级院”和“市级院”三种规模的企业，但规模都有限，整个行业呈现出主体多、集中度低、全国较为分散等特点。

表 14: 勘察设计行业分类

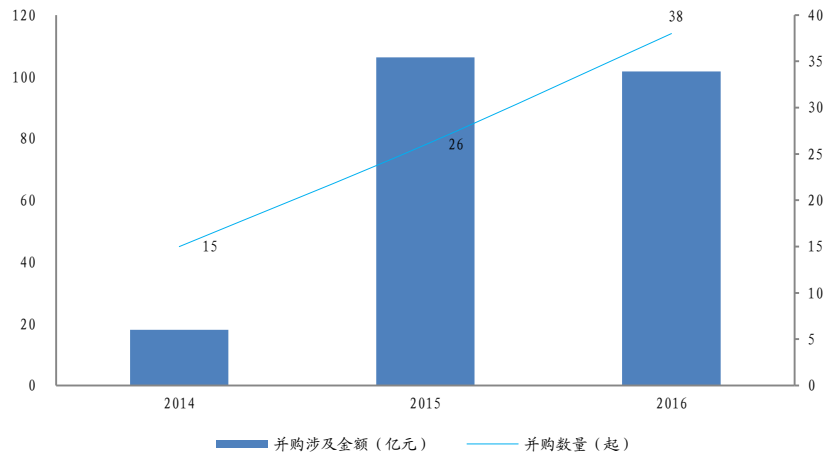
类型	特点	典型企业及营收规模
部级院	主要是以工程施工为主的大型中央企业及所属工程咨询企业，具有较强的专业技术水平和丰富的业务经验，设计力量比较强大，在全国范围内开展业务	中国交建 (269 亿)、中国中铁 (129 亿)、中国铁建 (145 亿)
省级院	各地省级交通规划设计院、市政设计院等。这些单位主要是为地方交通工程服务，一般行业覆盖度较宽，同质性较强，因此仍存在一定程度的区域化市场特征	苏交科 (65 亿)、中设集团 (27 亿)、勘设股份 (19 亿)、中衡设计 (14 亿)
市级院	市级地方设计院一般规模比较小，资质范围较窄、等级较低。这些单位业务地域性较强，通常在固定地域范围内从事相对稳定的业务领域	建科院 (3.8 亿)、建研院 (4.4 亿)、其他市级研究院 (1 亿左右)

资料来源：建筑行业协会，国信证券经济研究所整理

近几年来，伴随着国家城市化进程的放缓，建筑行业的竞争日益激烈，龙头设计企业的优势日益明显，中小型设计企业的发展空间逐步缩小，行业整合将是未来的大势所趋。具体来看，2016 年行业共有 38 起并购，同比增长接近 50%，行业并购整合进入加速阶段。

公司拥有上市平台，现金流充沛，品牌影响力较大，在未来市场整合中，我们认为将享有明显的优势，并能通过外延式并购取得快速增长。

图 16: 勘察设计行业并购数量和金额有加快增长的趋势



资料来源: 公开资料整理, 国信证券经济研究所整理

业绩优异, 估值处在历史低位

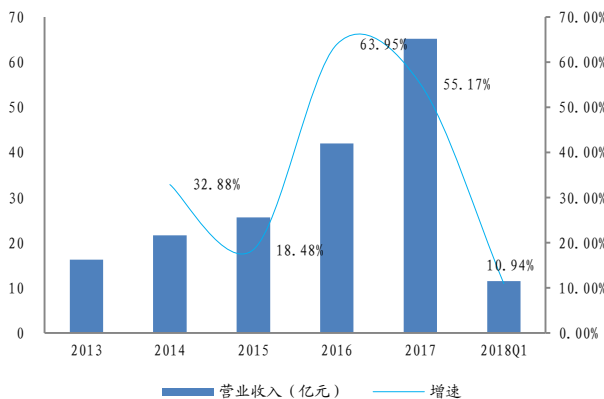
业绩优异, 内生外延全面发展

营收跨越式增长, 净利润平稳向上

2017 年, 公司完成营业收入 65.19 亿元, 同比增长 55.17%, 近三年 CAGR 达到 44.44%; 实现归母净利润 4.64 亿元, 同比增长 22.32%, 近三年 CAGR 达到 22.40%。

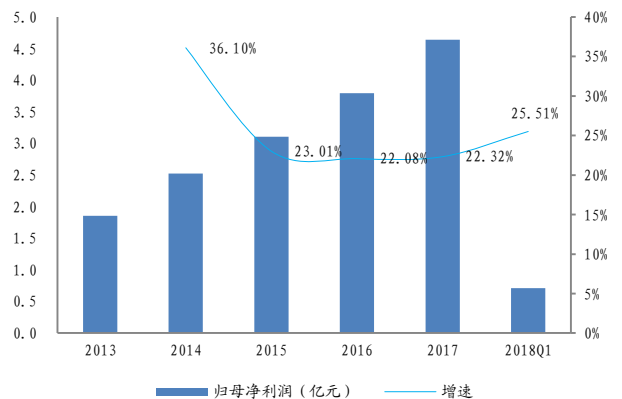
2018 第一季度完成营业收入 11.49 亿元, 同比增长 10.94%; 实现归母净利润 7094 万元, 同比增长 25.51%。业绩持续保持高增长。

图 17: 公司营收实现高增长, 2018Q1 继续保持



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 18: 公司净利润近几年增长较快, 2018Q1 增长 20.80%

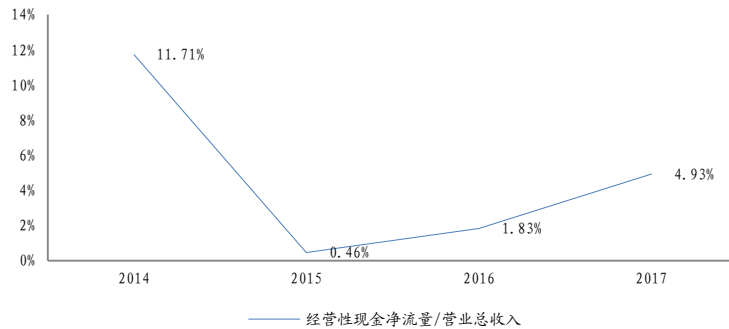


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

在公司业务快速扩张期，充足的现金流不仅能为公司的持续运营提供保障，而且能为公司外延式增长提供有力支撑。

由于设计咨询行业属于轻资产的商业模式，在业绩高速增长的同时，公司现金流也保持较高水平的流入，也说明公司业务质量较好，盈利水平较好。近几年，公司经营性现金流持续流入，且占比营收的比重在逐年回升。2017 年净流入 3.21 亿元，占比营收比重为 4.93%。

图 19: 公司近几年的经营现金流流入持续增长



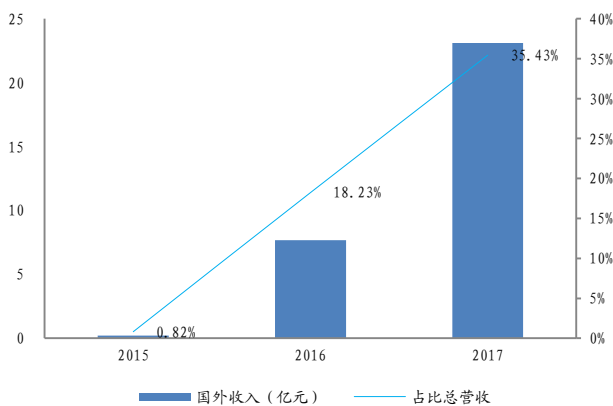
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

内生增长稳健，外延扩张创增量

公司在 2016 年先后并购了西班牙“EPTISA”公司和美国“TestAmerica”公司，两家子公司的并表为公司营收创造了显著的增量，因此，公司 2016-2017 的营收高增长，很大一部分是并表带来的。2017 年公司海外营业收入 23.10 亿元，占比当年营收的 35.43%。

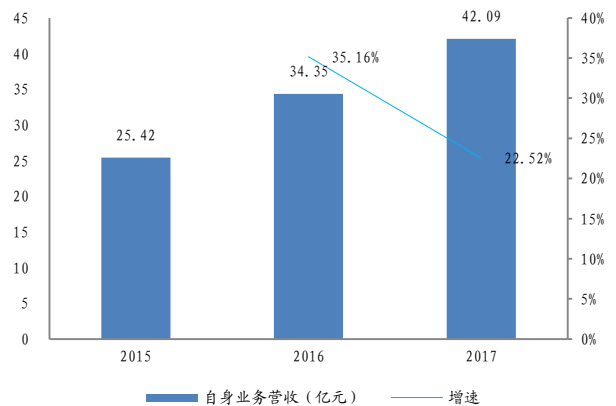
除去海外并表的增量，公司自身业务也取得了较快的增长。2017 年扣除海外营收后，公司自身业务实现营收 42.09 亿元，同比增长 22.52%。此外，国外子公司近两年均没有贡献利润（利润之和为负值），公司利润的快速增长是自身业务带来的。

图 20: 公司国外营收在子公司并表后取得快速增长



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 21: 公司扣除国外业务后的自身业务也取得较快增长

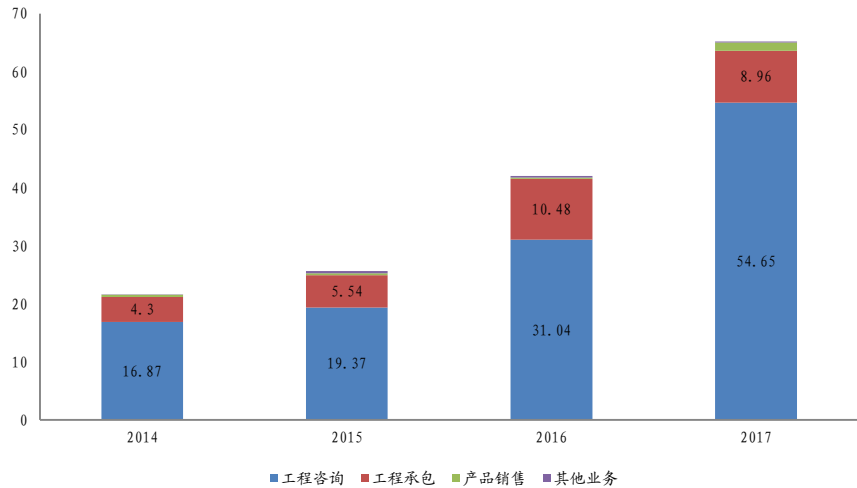


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

聚焦工程咨询主业，四大核心业务齐头并进

2014-2017 年，公司工程咨询业务从 16.87 亿元增长到 54.65 亿元，CAGR 达到 47.96%，占比从 77.98%提升到 83.84%。

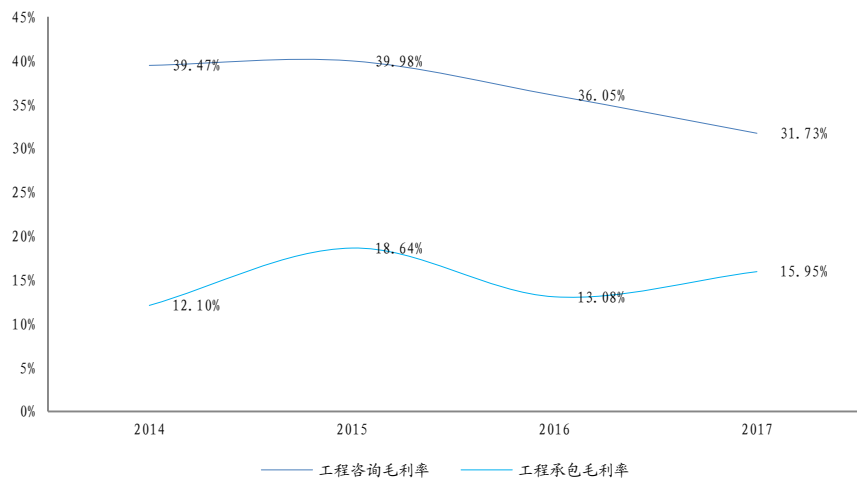
图 22: 公司工程咨询业务近三年 CAGR 达到 47.96%，占比达到 83.84%



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

工程咨询业务的盈利能力比工程承包等其他业务要强，而工程承包业务主要是公司尝试 EPC (工程总承包) 及 PPP (公私合营) 业务的一种探索。2017 年，公司工程咨询业务毛利率为 31.73%，远高于工程承包业务的毛利率 15.95%。

图 23: 公司工程咨询业务毛利率远高于工程承包业务

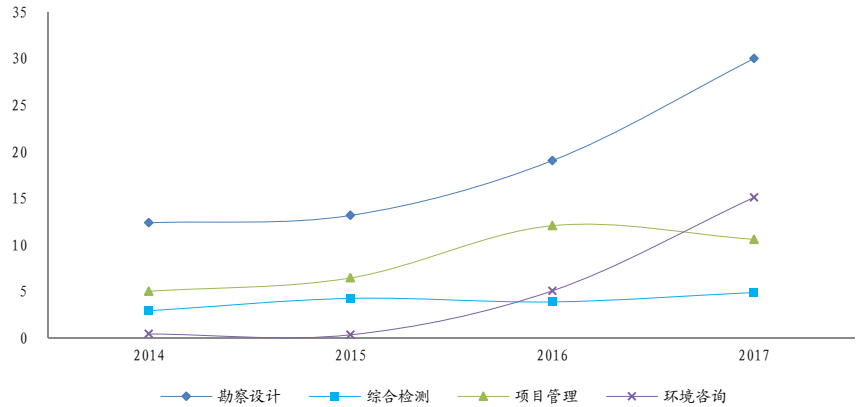


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

工程咨询的四大核心业务均保持了较快增长。2017 年，**勘察**设计业务完成营收 29.99 亿元，同比增长 57.52%，近三年 CAGR 为 34.34%；**综合检测**业务完成营收 4.89 亿元，同比增长 26.01%，近三年 CAGR 为 18.62%；**环境咨询**业务由于收购“TestAmerica”并表完成营收 15.10 亿元，同比增长 198.08%。项目

管理业务完成营收 10.60 亿元，同比增长-12.12%，近三年 CAGR 为 28.29%。项目管理在 2017 年负增长，主要是前一年的基数较大。

图 24: 公司四大核心业务均保持较快增长，齐头并进



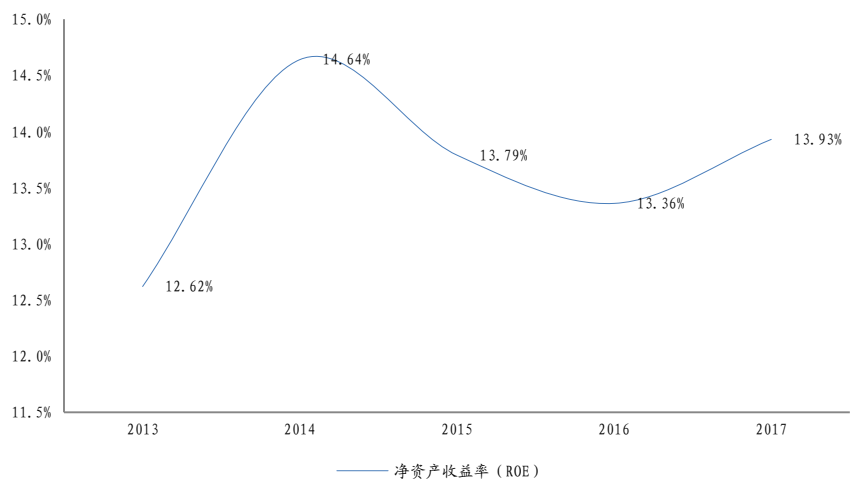
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

财务指标良好，基本面稳健

盈利能力稳健，毛利率被国外业务拉低

公司在业务取得快速增长的同时，盈利能力稳中有增，净资产收益率持续提高，2017 年为 13.93%，同比提升 0.57pct。

图 25: 公司净资产收益率稳中有增，2017 年为 13.93%



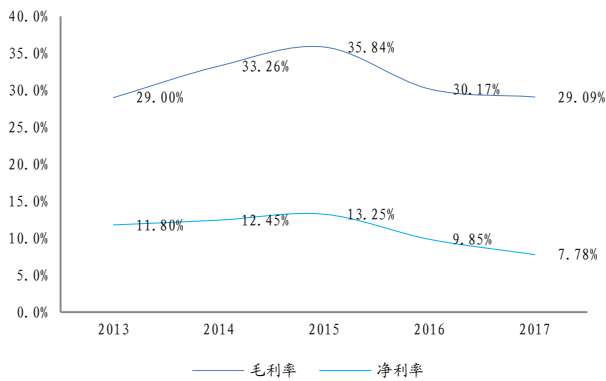
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

从毛利率和净利率水平的情况来看，公司毛利率和净利率均有所下降。毛利率下滑主要有三方面的原因。第一，公司省外市场的运营成本明显高于省内市场，因此省外市场毛利率会低于省内市场，在省外市场快速扩大的同时就会拉低公

司整体的毛利率；第二，公司近两年海外并购的业务毛利率较低，大幅拉低了公司整体的毛利率；第三，由于近两年来公司的工程总承包业务有所增加，工程总承包毛利率低，从而拉低了公司的整体毛利率。

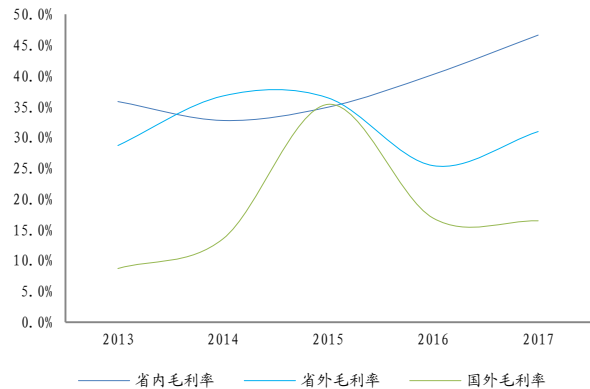
2017年，公司毛利率为29.09%，同比下降1.08pct；省内毛利率为46.63%，同比提升6.40pct；公司净利率为7.78%，同比下降2.07pct。

图 26: 公司毛利率和净利率均有所下滑



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 27: 公司省内毛利率逐年提升, 省外和国外毛利率较低

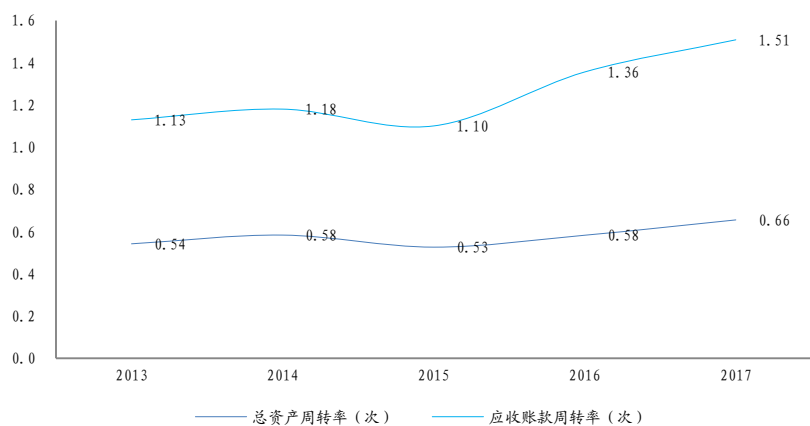


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

运营能力逐年提升, 应收账款风险可控

近几年, 公司运营能力持续提升, 总资产周转率和应收账款周转率同步改善。2017年, 公司总资产周转率为0.66次, 同比提升13.79%; 应收账款周转率为1.51次, 同比提升11.03%。

图 28: 公司总资产周转率和应收账款周转率同步提升



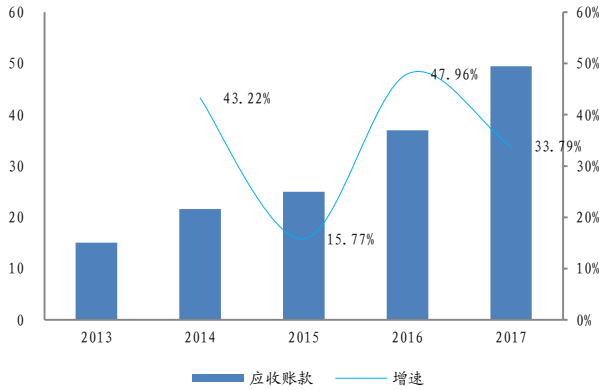
资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

随着业务的快速增长, 公司应收账款也保持了较快增长。截止 2017 年底, 公司应收账款 (扣除掉计提坏账部分) 为 49.47 亿元, 同比增加 12.49 亿元, 同比增长 33.79%。

虽然公司应收账款较多, 但公司应收账款的质量较好。一方面, 公司的主要客户为地方政府部门及其下属的基础设施投资管理公司, 资信良好, 发生大额坏

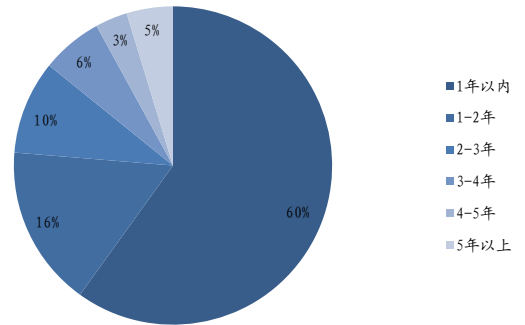
账的可能性较小；另一方面，公司的应收账款主要以3年以内的居多，占比达到86%，风险相对较小，且公司对不同年限的应收账款计提坏账较为充分，其中2017年合计计提了1.9亿，超过当年归母净利润的40%。

图 29: 公司应收账款增长较快



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 30: 公司3年以内的应收账款占比达86%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

估值较低，或迎来拐点

估值低，当前处在历史最低位

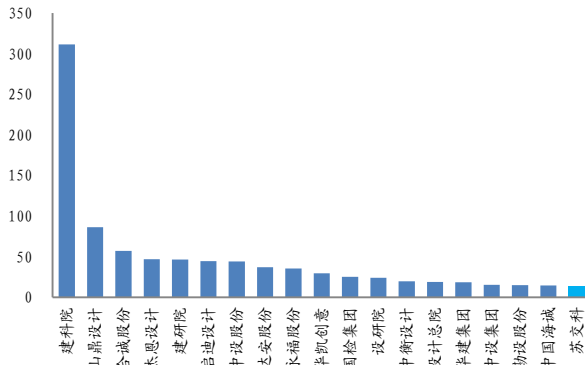
纵向来看，公司自2012年1月份上市以来，当前的估值现在处在历史低位。截止2018年7月，公司PE(TTM)在12.7左右。

图 31: 纵向来看，公司的估值当前处在历史低位

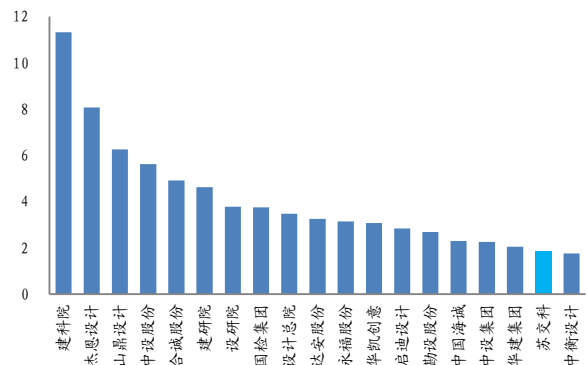


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

横向来看，公司的估值在所有上市设计咨询公司中最低，其中公司PE估值为12.74，排在行业倒数第1，PB估值为1.67，排在行业倒数第2。

图 32: 公司的 PE 估值在咨询设计行业中排名倒数第 1


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 33: 公司的 PB 估值在咨询设计行业中排名倒数第 2


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

管理层年轻化, 定增倒挂

2018 年 5 月, 公司董事会换届, 选举产生了第四届董事会成员, 并选举符冠华担任董事长, 王军华担任副董事长, 聘任李大鹏为总经理。公司董事会成员变动较小, 但总经理及管理层变动较大, 趋向更年轻化, 且大部分为公司自己培养的干部, 对公司文化和价值观有较深的理解和认同, 有望推动公司的发展走向新的进程。

表 15: 公司主要管理层的简历

姓名	年龄	职务	简历
李大鹏	41	董事、总经理 (新任)	高级工程师。历任道桥二所所长、副总经理。 高级工程师。
朱晓宁	44	副总经理	历任常州交通规划设计院总经理、桥梁所所长
张海军	48	副总经理、 轨道交通设计院院长	研究员级高级工程师。历任道桥二所副所长、所长、 经营部主任
计月华	47	副总经理、交通规划设计院 院长 (新任)	高级工程师。历任常州市交通规划设计院总经理、 交通规划设计院副院长
凌晨	44	副总经理、交通科学研究院 负责人 (新任)	研究员级高级工程师。历任道路工程研究所副所长等职务
马健彪	49	副总经理、市政设计研究院 院长 (新任)	高级工程师。历任控股子公司 厦门市市政工程设计院总经理等职务
何兴华	38	副总经理、经营部总经理、 区域副总裁 (新任)	高级工程师。 历任公司经营部总经理、总裁助理
何淼	42	副总经理 (新任)	高级工程师。历任经营部市场总监、人力资源部总经理、 总裁助理
王东平	53	公司副总经理、战略发展研 究院院长 (新任)	高级工程师。历任 Oracle 中国公司资深顾问、 IBM 中国公司合伙人

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

2017年6月，公司通过非公开发行股票的方式，为六安信实资产管理有限公司和公司董事长符冠华合计配售 17,289,746 股股票，锁定期为 36 个月，当时认购价格为 19.55 元，除权后的价格约为 13.96 元，远高于公司当前的股价。

表 16: 公司非公司发行股票的认股情况

非公开认股人	股份数(股)	占总股本比例	价格(元)
六安信实资产管理有限公司	12,787,722	2.21%	19.55 (除权价 13.96)
董事长符冠华	4,502,024	0.13%	19.55 (除权价 13.96)
合计	17,289,746	2.34%	19.55 (除权价 13.96)

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

股权激励持续推进，股价有望催化

2018年4月，公司开启了事业伙伴计划（第2期员工持股计划）。共有 108 名公司员工参与了本次激励计划，认股金额为 6000 万元，其中 3000 万元为公司从利润中提取。解锁方式分两种，其中以个人出资购买的股票部分锁定期为 3 年，3 年后解禁；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 年后解禁。

早在 2014 年，公司就完成了第 1 期员工持股计划。此次股权激励将激励范围进一步扩大到中层和基层管理人员，将更有效的调动员工积极性，加速业绩释放。

表 17: 公司两次员工持股计划情况

名称	时间	认股情况	认股金额
第 1 期员工持股计划	2014 年 9 月	高管认购 30%，其他员工认购 70%	16585.2 万元
第 2 期员工持股计划	2018 年 4 月	108 名各层级员工参与认购	6000 万元

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

未来业绩驱动因素：国内多元布局，国际加快整合

全国布局加快推进，多元化发展

一路并购整合，加快全国布局

自上市以来，公司加快整合和并购步伐，并凭借外延式发展快速壮大团队和抢占市场份额。截止 2017 年底，公司合计开展 13 次大型并购业务，涉及环境检测、工程咨询等多个领域，推动公司业务取得了高速增长。

图 34: 公司上市以来的并购和股权投资事件时间表



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

同时，公司通过新设机构或公司的方式，快速在全国各个省份布局，抢占外省市场。截止 2017 年底，公司已经完成对江西、广州、湖南等 23 个省市的布局，已经在全国 31 个省市开展业务。

表 18: 公司近几年主要新设机构情况

年份	新设机构
2017 年	苏交科环境与健康检测研究院江苏有限公司、苏交科（江西）勘察设计有限公司、苏交科（广州）工程勘察设计有限公司、苏交科（重庆）工程勘察设计有限公司、贵州苏交科工程勘察设计有限公司、苏交科云南工程勘察设计咨询有限公司、霞浦通乡公路工程管理有限公司、常德燕宁建设工程管理有限公司、Eptisa Adria, D.O.O、Eptisa Philippines Inc、Eptisa TI Colombia, Ltda
2016 年	漳州常山燕宁建设有限公司、苏交科集团湖南工程勘察设计有限公司、苏交科国际有限公司、苏交科集团兰卡（私人）有限公司
2015 年	漳州东山燕宁环岛路管理有限公司、霞浦燕宁联七线工程管理有限公司、福建诏安燕宁工程管理有限公司

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

为了提升管理效率，加强属地化管理，加快区域发展和布局，公司将全国已有业务区域分为西北、华南、华东、华北、西南五大片区进行经营，并分别由两个副总裁进行分管。

图 35: 公司将全国分为五大片区进行属地化管理



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

从并购结果来看, 公司的整合效果均较为良好, 大部分都兑现了并购时的业绩承诺。截止 2017 年底, 公司有 4 家并购子公司已经过了业绩承诺期, 均达成了并购时的业绩承诺; 还有 4 家子公司在业绩承诺期, 截止目前的业绩也均超额达成。

表 19: 公司并购的子公司业绩承诺达成情况

分类	并购子公司	业绩承诺是否达成
已过业绩承诺期	厦门市市政工程设计院有限公司	是
	苏交科华东(浙江)工程设计有限公司	是
	苏交科集团(甘肃)交通规划设计有限公司	是
	苏交科集团(江苏)安全科学研究院有限公司	是
还在业绩承诺期	中山市水利水电勘测设计咨询有限公司	截止目前已达成
	石家庄市政设计研究院有限责任公司	截止目前已达成
	广州建粤路桥检测技术有限公司	截止目前已达成
	江苏交科交通设计研究院有限公司	截止目前已达成

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

发行可转债, 深化环境检测产业链布局和优化管理效率

2018 年 5 月, 公司拟发行可转债募集资金 4.51 亿元, 合计投入 8.98 亿元建设环境检测运营中心、区域中心和 EPR 一体化平台等三个项目。

表 20: 公司拟募资筹建三个项目

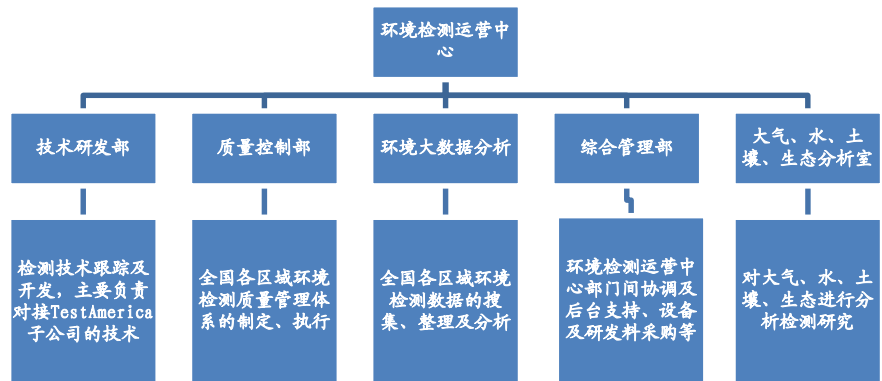
项目名称	项目投资总额(万元)	拟募资金额(万元)
环境检测运营中心建设	8127	7027
区域中心建设	78213	34573
EPR 一体化平台建设	3500	3500
合计	89840	45100

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司是首批通过江苏省第三方环境检测机构备案的机构，在环境检测领域积累了丰富的项目经验及技术。2016年，公司收购美国最大环境检测公司TestAmerica。TestAmerica是美国领先的“一站式”环境检测公司，能提供水、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，在水资源检测、固废检测和空气检测细分市场均排名美国第一。

建设环境检测运营中心是公司基于自身发展，进行全国区域化布局的战略举措，有助于公司进行全国化管理和全国化推进，并抓住环保检测行业快速发展的机遇。此举不仅能对公司全国环境检测业务质量进行管控，还能提升各区域环境检测技术服务水平。我们判断，公司环境检测运营中心建成后，将帮助公司快速对接TestAmerica子公司的技术，并在国内环境检测市场建立公司的品牌和核心竞争力，为公司带来新的业务增长。

图 36: 公司拟建的环境检测运营中心的框架图



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

区域中心是环境检测和综合检测行业的普遍模式，华测检测、国检集团、中设集团等同业公司均建有区域中心，对各个区域进行细化管理。

建设区域中心，一方面可以同时满足客户在环境业务、综合检测、规划设计等多种业务领域的需求，并对客户的需求做出快速反应，增强客户粘性和改善客户体验；另一方面，能形成属地化管理和业务团队，加快全国业务推进，并节省运输、沟通等运营成本。

表 21: 主要同业公司均建有区域中心进行全国化业务管理

公司名称	区域分布	业务模式
华测检测	已建成和正在建设华东（上海）、华东（苏州）、华中、华南等多个区域中心检测基地；拥有遍布深圳、上海等地的 100 多个实验室。	采取在不同地区设立实验室，在经济发达地区建成了门类齐全、布局合理的实验室检测服务网络。
宇驰检测	设有 18 家子公司和 16 家分公司，覆盖华南、东北、华北等区域开展业务，并拟进行中东部生态环境检测基地项目。	建立了覆盖全国主要省市的服务网络，健全的管理体系和完善的服务流程，通过本地化的专业实验室能够为各地客户提供方便、快捷的专业服务
国检集团	在全球拥有约 300 家机构，200 家合作实验	能为全球客户提供公正、

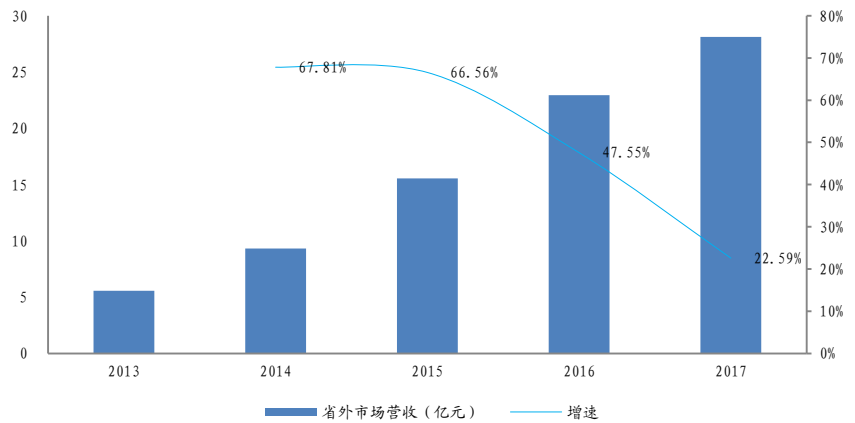
室，运营网络覆盖 20 余个国家和地区，遍 快捷、可靠、一致的本土化服务。
布全球主要港口、城市及货物集散地，分支
机构和实验室遍布中国大陆所有省份。

中设集团 先后在中设集团 先后在昆明、重庆、福州、广州、北京等地
设立分支机构，覆盖全国的经营网络不断健
全，推动区域中心建设。 通过分支机构建设项目，
拟建设 11 个分支机构，并建设
厦门、昆明、新疆等 3 个区域性独立第三方试
验检测中心。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司近几年省外市场业务持续快速增长，很大一部分原因来自于公司在全国各省市的布局 and 经营。建成区域中心后，将帮助公司进一步巩固在各区域的市场份额，推进环境和综合检测业务的发展，确保公司省外市场继续高速增长。

图 37：公司近几年省外市场持续保持快速增长，2017 年增长 22.59%



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

ERP 一体化平台建设项目主要用于应用系统的实施、基础设施扩容优化和制度标准的固化，以全面升级公司现有 IT 系统，建立全球化、协同化、一体化的 ERP 系统平台。目前，公司业务布局已覆盖全球市场，在全球 30 多个地区设有分支机构，全球员工人数已近 9,000 人。建设 EPR 一体化平台，将实现总部与各境内外子公司的 ERP 系统有效对接，实现业务、财务、管理等各项业务的协同管理，实现业务财务一体化及资金流、信息流的同步统一。

建成 EPR 平台将为公司提升管理效率，降低沟通和管理成本。为公司做大规模，走向全国乃至全球提供技术支持。

图 38: 典型的 ERP 系统示意图



资料来源: 公开资料整理, 国信证券经济研究所整理

投资银行和 PPP 项目, 多元化整合

2016 年, 公司以自有资金 1.5 亿元参股设立新一站在线财产保险公司, 以自有资金 3.92 亿元参与发起设立江苏苏宁银行股份有限公司, 通过参与保险与金融业务, 有利于整合公司自身优势及资源, 推动金融资本与实业资本融合发展, 拓宽公司融资渠道。

公司以合作设立苏宁银行为契机, 与苏宁旗下苏宁置业、苏宁金融就地产勘察设计业务、支付及融资业务正展开合作, 并借参与银行现金及负债业务管理的机会, 为公司日常流动资金调配、长短期借款搭配提供了更有效地支持, 将有效促进公司主业的持续稳步发展。

图 39: 公司参股设立苏宁银行

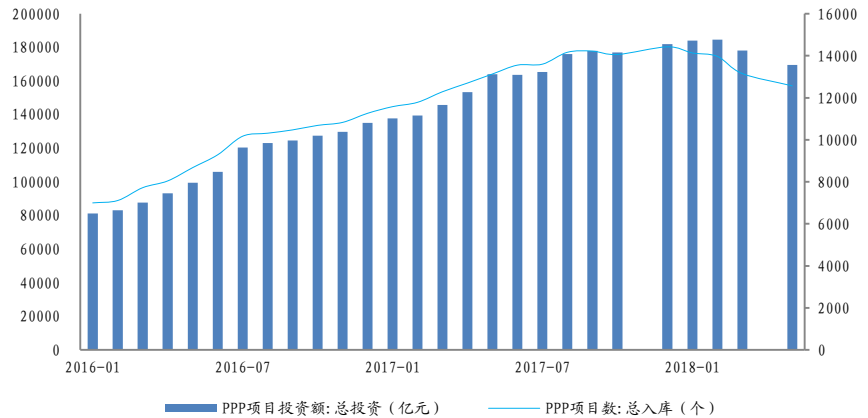


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

2017 年, 国家财政部政府和社会资本合作中心发布《关于 PPP 咨询机构库信息公开的公告》, 406 家机构符合《政府和社会资本合作 (PPP) 咨询机构库管理暂行办法》入库条件, 公司作为首批入库机构纳入咨询机构库。

近几年, PPP 项目在国家政策的推动下取得了快速发展。截止 2018 年 6 月底, 财政部 PPP 中心合计入库 1.26 万个 PPP 项目, 入库金额达到 16.94 万亿元。PPP 项目的大发展, 一方面为公司创造了参与 PPP 项目的机会, 有利于公司扩大业务领域, 优化核心竞争力; 另一方面, 在入选 PPP 咨询机构库后, 公司有望凭借在 PPP 项目咨询领域的实力和经验, 分享 PPP 项目大发展的红利, 为公司创造持续的业务增量。

图 40: 近几年, PPP 项目取得了快速发展



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

国际业务深化整合, 走向全球市场

面向“一带一路”, 全面整合 EPTISA

2016 年 8 月, 公司以增资方式收购了全球领先的西班牙工程设计咨询服务商 Eptisa。Eptisa 成立于 1956 年, 在 2013 年、2014 年美国《工程新闻记录》(ENR) 国际工程设计公司 225 强中均排名前 100 强, 典型项目丰富, 品牌价值高。

Eptisa 已在西亚、东欧、南亚地区运营多年, 客户群高端, 多为欧盟发展基金、世界银行、亚洲开发银行及当地政府部门等。并在 25 个国家设有办事处, 在 40 多个国家有正在运营的项目, 尤其在“一带一路”地区已有较为完善的布局, 在当地有丰富的工程业绩及政府客户资源。

收购 Eptisa 可以帮助苏交科工程咨询业务快速进入全球市场, 减少投资新设公司带来的经营风险。同时, 收购完成后, Eptisa 作为苏交科的国际人才平台, 有助于实现人才资源国际化、属地化, 打造苏交科进入“一带一路”地区、欧美市场的有效经营管理平台。

图 41: Eptisa 业务分布在欧美、非洲、亚洲和中东, 遍布“一带一路”沿线

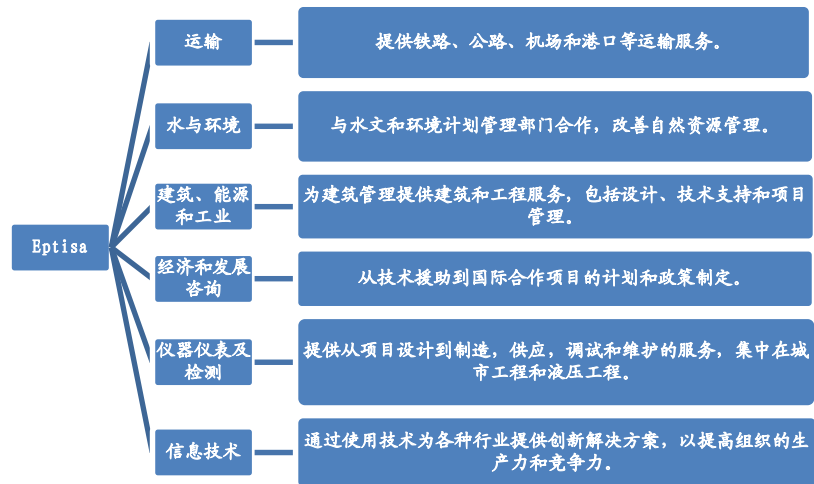


资料来源: Eptisa 官网, 国信证券经济研究所整理

Eptisa 的核心技术覆盖水利、交通、社会经济发展等业务，其在大坝、港口、隧道及高铁等方面有丰富经验，在工程、信息技术、水和环境以及社会发展方面具有较强的国际竞争力，其水利技术在中国、东南亚地区有很大的发展潜力，其工程咨询业务与苏文科主营业务相符，具有较强的互补性。

Eptisa 历史悠久，国际工程咨询业务经验丰富，尤其熟悉“一带一路”地区各国的技术标准、商业运行规则、市场环境等，并拥有一批国际经验丰富的工程师，可以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等服务。

图 42: Eptisa 的主要业务领域

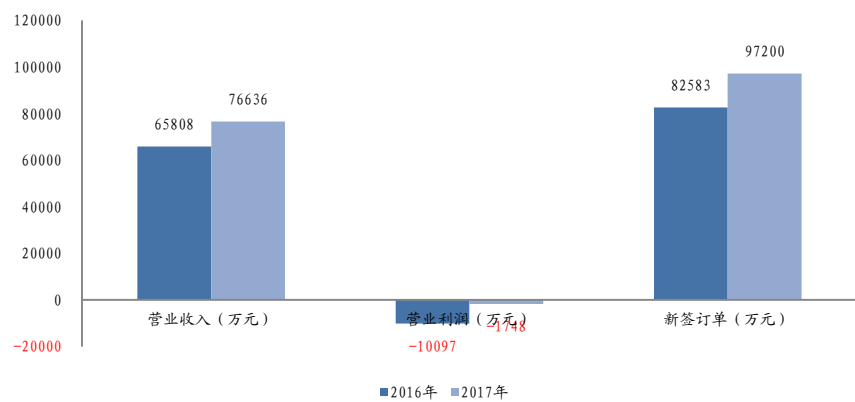


资料来源: Eptisa 官网, 国信证券经济研究所整理

收购前，由于西班牙本土基建市场萎靡等因素，Eptisa 新业务承接出现滑坡，而由于人员工资、福利成本保持较高支出，Eptisa 一直均处于亏损状态。

收购后，公司陆续采取了一系列整合举措，并取得了初步进展。2017 年，Eptisa 新签订单额 9.72 亿元，同比增长 17.70%；完成营业收入 7.66 亿元，同比提升 16.45%；实现营业利润-1,748 万元，较 2016 年全年减亏 82.69%。

图 43: Eptisa 业务整合后有明显改善



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

2017 年末，Eptisa 在手订单额已经超过 13 亿元，接近 2017 年营收的 2 倍。同时，Eptisa 主要业务区域西欧（西班牙等）、南亚（印度等）、东欧（罗马尼亚等）、土耳其等地区近年都有较大金额的基础设施投资计划。我们预期 Eptisa 将与公司形成良好的整合效果，实现业务的快速增长，为公司走向全球、打开“一带一路”市场提供重要的支撑和保障。

表 22: Eptisa 主要业务市场均有基础设施投资计划

国家或区域	基础设施投资计划或需求
西班牙	西班牙政府出台国家预算草案，对基础设施投资逐步增加，其中 2018 年将增加巴斯克地区高速公路投资 2.8 亿欧元、到 2023 年累计投资将达 33.8 亿欧元，地中海走廊项目预计涉及招标工程约 20 亿欧元。
印度	根据全球基础设施建设中心的研究报告，到 2040 年，印度在促进经济增长和改善民生方面的基础设施领域投资需求将达 4.5 万亿美元。
欧盟	根据欧盟与罗马尼亚签署的《2014-2020 年大型基础设施项目行动计划》，罗马尼亚将获得欧盟提供的近 95 亿欧元欧盟基金，主要用于基础设施投资。此外，在“入盟前援助工具 (IPA)”框架下，欧盟给西巴尔干国家 2014-2020 年间的预算是 120 亿欧元。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

拓展环保检测，学习借鉴 TestAmerica

2016 年 9 月，为完善环保全产业链布局，公司收购了美国领先的环境检测公司 TestAmerica。TestAmerica 是美国领先的环境检测公司，在水源检测、空气检测、固废检测领域都处于市场第一，检测市场占有率达到 11%。

TestAmerica 拥有完整的环境检测服务产业链，服务内容包含采样、运输、检测、分析并最终形成报告，检测范围广泛、检测信息管理系统完善，业务范围包含美国 50 个州，拥有 23 个认证实验室和 36 个销售和服务中心，每年可完成超过 60 万次测试，提供超过 1,000 种的分析方法。

表 23: TestAmerica 的主要业务领域

业务类型	业务内容
认证和服务搜索	权威认证、能力选择、现场服务等
样本检测	提供空气、水、泥、沉淀物和组织、辐射、废物和碎片等的检测
组合技术	提供挥发、金属、放射性化学物质等的组合技术和专业分析
专家咨询	提供环境检测、环境治理、化学研究等领域的专家咨询服务
网络研讨会	举办免费的行业高端网络研讨会，进行技术研究和探讨，服务和开发客户
紧急响应计划	提供常规和专业的环境测试以支持最前沿的事件响应

资料来源：TestAmerica 官网，国信证券经济研究所整理

TestAmerica 拥有稳定的客户群，客户范围包括世界 500 强公司（包括世界上最大的工业企业）、政府机构、主要的环境和水务公司等。业务领域覆盖公用事业、化学、油和气、制造业、运输、废物管理、矿业等行业。并开发了实验室信息管理系统 (LIMS) 和独有的实验室管理系统 (TALS)，帮助其在行业数据、报价策略、客户分析等各方面建立了竞争性优势。

在优质的服务和技术支持下，TestAmerica 与客户建立了长期合作关系，主要客户平均合作期限均超过了 20 年，并被部分客户划归入其首选供应商名单当中，且每年单个客户订单规模稳中有升。

图 44: TestAmerica 主要服务的行业



资料来源: TestAmerica 官网, 国信证券经济研究所整理

收购后, 公司也加快了对 TestAmerica 的整合, 取得了良好进展。2017 年, TestAmerica 完成营收 15.1 亿元, 实现利润 933 万元。

同时, TestAmerica 能为公司在环境检测领域布局提供强有力的技术、人员和经验支持, 公司也采取了一系列整合措施进行推进, 未来, TestAmerica 有望走出美国走向全球, 实现盈利能力改善; 而且公司有望借助 TestAmerica 的技术和经验, 在国内建立环保检测品牌, 打开市场。

表 24: 公司针对 TestAmerica 采取的一系列整合举措

举措	内容
举措一	对 TestAmerica 董事会进行改组, 提升运营效率
举措二	制定了 TestAmerica 在中国拓展的方案计划以及环境检测实验室 LIMS 系统转化方案
举措三	确定了 TestAmerica 未来发展的方向和目标: 通过获取竞争对手的市场份额以增加基本业务和盈利; 通过开发新的业务, 增加新收入从而实现利润增加; 通过收购和运营投资以增加新产能和拓宽业务的地域范围
举措四	将 TestAmerica 的先进技术与公司已有市场份额优势结合, 产生潜在协同效应和效益
举措五	通过派遣专项对接人、新增汉语相关人员、客服总监、IT 技术支持人员等方式与 TestAmerica 就行政人力资源、市场经营体系建设、全球化 IT 系统建设、投资管理、项目运营管理、财务管理等方面进行了深度的整合对接工作

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

盈利预测与投资评级

公司业务增长迅速，基本面稳健，国内国外两个市场同步发力，内生外延多领域全面发展。且所处的设计咨询行业景气度高，下游交通运输和环保等行业发展空间大，在并购整合的大潮中，公司有望凭借优秀的上市平台获得跨越式发展。我们预计公司 18/19/20 年 EPS 为 0.73/0.92/1.18 元，当前股价对应 PE 分别为 10.3/8.1/6.4 倍，给予“买入”评级。

风险提示

应收账款坏账风险，商誉减值，交通领域的基建投资大幅放缓等。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	1338	1190	1190	1190	营业收入	6519	7429	8477	9731
应收款项	5195	7531	8593	9864	营业成本	4623	5272	5973	6810
存货净额	71	86	98	111	营业税金及附加	20	22	25	29
其他流动资产	123	128	146	168	销售费用	149	170	191	209
流动资产合计	7010	9218	10310	11617	管理费用	843	947	1056	1185
固定资产	963	917	862	792	财务费用	89	96	99	84
无形资产及其他	432	415	398	380	投资收益	1	2	2	2
投资性房地产	2486	2486	2486	2486	资产减值及公允价值变动	(225)	(165)	(165)	(165)
长期股权投资	32	22	13	3	其他收入	48	0	0	0
资产总计	10924	13059	14069	15279	营业利润	621	757	970	1250
短期借款及交易性金融负债	1689	2003	1707	1348	营业外净收支	5	35	35	35
应付款项	2097	2401	2721	3105	利润总额	625	792	1006	1285
其他流动负债	1751	2740	3098	3524	所得税费用	118	149	189	242
流动负债合计	5536	7143	7526	7977	少数股东损益	44	55	70	90
长期借款及应付债券	846	846	846	846	归属于母公司净利润	464	588	746	954
其他长期负债	557	714	871	1027					
长期负债合计	1404	1560	1717	1874	现金流量表 (百万元)				
负债合计	6940	8704	9243	9851	净利润	464	588	746	954
少数股东权益	274	306	347	398	资产减值准备	52	(15)	(20)	(19)
股东权益	3709	4049	4479	5029	折旧摊销	153	142	155	169
负债和股东权益总计	10924	13059	14069	15279	公允价值变动损失	225	165	165	165
					财务费用	89	96	99	84
关键财务与估值指标					营运资本变动	(934)	(921)	(277)	(358)
每股收益	0.57	0.73	0.92	1.18	其它	(27)	47	61	70
每股红利	0.24	0.31	0.39	0.50	经营活动现金流	(67)	5	830	981
每股净资产	4.58	5.00	5.53	6.21	资本开支	59	(228)	(228)	(228)
ROIC	13%	13%	14%	17%	其它投资现金流	20	0	0	0
ROE	13%	15%	17%	19%	投资活动现金流	80	(218)	(218)	(218)
毛利率	29%	29%	30%	30%	权益性融资	365	0	0	0
EBIT Margin	14%	14%	15%	15%	负债净变化	(2)	0	0	0
EBITDA Margin	16%	16%	16%	17%	支付股利、利息	(196)	(249)	(316)	(404)
收入增长	55%	14%	14%	15%	其它融资现金流	267	314	(296)	(359)
净利润增长率	22%	27%	27%	28%	融资活动现金流	234	65	(611)	(763)
资产负债率	66%	69%	68%	67%	现金净变动	248	(148)	0	0
息率	3.2%	4.1%	5.2%	6.6%	货币资金的期初余额	1090	1338	1190	1190
P/E	13.1	10.3	8.1	6.4	货币资金的期末余额	1338	1190	1190	1190
P/B	1.6	1.5	1.4	1.2	企业自由现金流	(4)	(182)	651	798
EV/EBITDA	12.5	12.8	11.0	9.6	权益自由现金流	261	54	275	371

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032