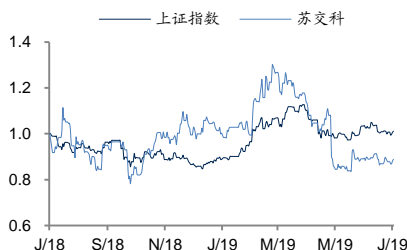


证券研究报告—深度报告
建筑工程
设计
苏交科(300284)
买入

合理估值: 11.34-12.15 元 昨收盘: 9.22 元

(维持评级)

2019年08月06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)	971/653
总市值/流通(百万元)	8953/6021
上证综指/深圳成指	2909/9268
12个月最高/最低(元)	13.50/8.11

相关研究报告:

《国信证券-苏交科(300284.SZ): 交通设计龙头, 受益补短板业绩有望延续高增长》
2019-04-17

《国信证券-苏交科(300284.SZ): 第三期员工持股计划推出, 持续成长动力强》——
2019-06-21

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

联系人: 江剑

电话: 021-60933161
E-MAIL: jiangjian@guosen.com.cn

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

聚焦主业开拓环保, 内生外延蓄势谋远

● 设计咨询龙头, 首家上市业绩优异实力雄厚

公司前身为江苏省交通科学研究院, 2012年成为首家A股上市设计咨询企业, 核心业务是交通、市政和环保领域的工程设计咨询服务, 拥有工程设计综合甲级的最高等级资质。2019年H1实现营收21.09亿元, 由于剥离TestAmerica的影响同比增长-29.21%, 近三年CAGR达到39.99%; 实现归母净利润2.20亿元, 同比增长20.32%, 近三年CAGR达到26.11%。近三年主营业务工程咨询的营收CAGR达到46.82%, 在总收入中的占比从75.59%提升到87.20%。

● 交通与环保投资空间大, 设计行业整合大势所趋

中国交通基础设施与发达国家相比仍存在差距, 且国内发展不平衡, “十三五”规划中已将交通扶贫列为重点任务。当前经济下行压力有所加大, 基建是政府稳增长的重要手段, 今年全国各省交通计划总投资达到近3万亿, 有望再创新高。“美丽中国”战略提出后推动生态环保业持续高景气, 2019年H1生态保护投资同比增长48%, 近三年CAGR超过30%; 公司参与的环境检测领域在政策推动下逐步与政府职能脱钩并向第三方机构放开, 预计年市场规模超过千亿。设计咨询行业集中度低且全国分散, 随着城市化进程的放缓, 龙头企业的优势日益明显, 行业整合将是顺势所趋, 未来公司的市场份额有望进一步提升。

● 国内业务加快布局, 国际业务深化整合

公司自上市以来总计开展了14次大型并购, 涉及环境检测、工程咨询等多个领域, 且收购标的均已达成业绩承诺; 公司已经在全国24个省设立分支机构, 2018年江苏省外营收增长20.85%, 在总收入中占比达到48.32%。海外市场上公司剥离TestAmerica后, 又完成了对EPTASA的增资, 旨在改善其资本结构、补充营运资金, 近年来EPTISA逐渐减亏、有望于今年实现盈利。

● 投资建议: 成长稳健估值低, 维持“买入”评级

公司业绩优异资质全, 未来交通基建发展空间依然广阔, 新业务环境检测潜力较大, 受益行业整合龙头优势有望逐步扩大。我们预计公司19/20/21年EPS为0.81/0.99/1.21元, 对应PE分别为11.4/9.3/7.6倍。给予19年14-15倍PE, 合理估值区间11.34-12.15元, 维持“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

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	6,519	7,030	8,143	9,381	10,768
(+/-%)	55.2%	7.8%	15.8%	15.2%	14.8%
净利润(百万元)	464	623	782.66	963.82	1174.81
(+/-%)	22.3%	34.4%	25.6%	23.1%	21.9%
摊薄每股收益(元)	0.48	0.64	0.81	0.99	1.21
EBIT Margin	13.6%	18.8%	15.9%	16.0%	16.3%
净资产收益率(ROE)	12.5%	14.7%	16.6%	18.2%	19.6%
市盈率 PE	19.3	14.4	11.4	9.3	7.6
EV/EBITDA	11.8	11.2	11.4	10.1	9.0
市净率(PB)	2.41	2.11	1.90	1.70	1.50

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 19/20/21 年 EPS 为 0.81/0.99/1.21 元，当前股价对应 PE 分别为 11.4/9.3/7.6 倍，维持“买入”评级。

核心假设或逻辑

- (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外市场积极开拓，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) 市场普遍认为公司上市后并购频繁，业绩的增长主要来自于子公司的并表，且商誉增长较快，对并购后期业务整合效果存疑。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，且之前并购整合的国内标的均达成了业绩承诺，跟公司形成了良好的协同效应；去年转让美国子公司 TestAmerica 后，目前海外子公司仅保留 EPTISA，且近几年 EPTISA 逐步减亏、有望在今年实现正收益，综合来看海外业务风险在降低，整体经营情况呈上升的良好趋势。因此，我们认为公司未来可以继续坚持内生外延并举的扩张策略，并将并购子公司的业务与母公司进行整合，推动公司在各业务领域的拓展。

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，商誉减值风险等。

内容目录

投资摘要	2
估值与投资建议	6
估值处在历史最低位.....	6
设计咨询龙头估值与施工企业无异，明显被低估.....	7
绝对估值法：10.12-12.85元.....	7
估值的敏感性分析.....	8
相对估值法：11.34-12.15元.....	9
投资建议：成长稳健估值低，维持“买入”评级.....	10
国内领先的基础设施综合解决方案供应商	11
A股首家工程咨询上市公司，实力雄厚.....	11
实控人为符冠华和王军华，员工持股比例高.....	12
资质全且高，竞争优势明显.....	12
集团下设七院，主营四大业务.....	14
交通与环保市场空间广阔，设计行业整合大势所趋	15
基建补短板成为地方政府工作报告重点，交通运输投资有望创新高.....	15
铁路是补短板先锋，中央主导投资确定性强.....	19
轨道交通获批项目有望加速落地，或迎来新一轮刺激.....	21
公路建设空间巨大，“十三五”交通扶贫公路是重点.....	22
环保领域契合国家战略，潜力巨大.....	25
设计咨询有望持续景气，行业整合龙头受益.....	29
业绩持续优异，股权激励助力成长	31
业绩优异，多元业务全面发展.....	31
财务指标良好，基本面稳健.....	33
管理层年轻化，定增倒挂.....	35
股权激励持续推进，股价有望催化.....	36
国内多元布局，国际加快整合	37
全国布局加快推进，多元化发展.....	37
面向“一带一路”市场，全面整合 EPTISA 子公司.....	41
盈利预测	43
假设前提.....	43
未来3年盈利预测.....	44
盈利预测情景分析.....	45
风险提示	45
附表：财务预测与估值	48
国信证券投资评级	49
分析师承诺	49
风险提示	49
证券投资咨询业务的说明	49

图表目录

图 1: 纵向来看, 公司的估值当前处在历史低位.....	6
图 2: 公司的 PE 估值在咨询设计行业中排名倒数第 4.....	6
图 3: 公司的 PB 估值在咨询设计行业中排名倒数第 6.....	6
图 4: 苏文科业绩增速明显高于基建龙头.....	7
图 5: 苏文科的资产负债率明显低于基建龙头.....	7
图 6: 苏文科的市盈率与基建龙头非常接近.....	7
图 7: 苏文科的 PEG 低于基建龙头.....	7
图 8: 公司发展历程.....	11
图 9: 公司实力雄厚, 在全球工程设计企业中排名靠前.....	11
图 10: 公司实控人为符冠华和王军华.....	12
图 11: 公司员工规模在设计咨询上市公司中排首位.....	13
图 12: 公司下设七大研究院进行专业经营.....	14
图 13: 公司工程咨询四大核心业务.....	15
图 14: 近十年的基建投资 (左轴) 和 GDP (右轴) 增速.....	17
图 15: 2019 年全国交通固定资产投资有望迎来高增长.....	19
图 16: 铁路投资主要由中央政府主导.....	20
图 17: 近几年铁路投资均不低于 8000 亿.....	21
图 18: 我国轨道交通运营路线长度持续保持快速增长.....	22
图 19: 我国开通轨道交通的城市数量持续增长.....	22
图 20: 中国的人均公路里程远低于美国等发达国家.....	23
图 21: 东部省份人均公里里程低于西部, 中部与全国平均值大致持平.....	23
图 22: 近几年公路建设投资情况.....	25
图 23: 生态环保业投资增速保持在较高水平.....	26
图 24: 环境治理投资规模有望超万亿.....	28
图 25: 2019 上半年, 建筑业新签订单同比增长 2.47%.....	29
图 26: 设计咨询行业处在建筑行业上游.....	29
图 27: 全国勘察设计市场近几年保持较快增长, 市场规模巨大.....	30
图 28: 公司营收增长稳健.....	31
图 29: 公司净利润近几年增长较快, 2019H1 增长 20.32%.....	31
图 30: 公司近几年的经营现金流入持续增长.....	32
图 31: 公司工程咨询业务近三年 CAGR 达到 47.96%, 占比达到 83.84%.....	32
图 32: 公司工程咨询业务毛利率远高于工程承包业务.....	33
图 33: 勘察设计和综合检测业务保持快速增长, 项目管理和环境咨询业务出现下滑.....	33
图 34: 公司净资产收益率稳中有增, 2018 年为 15.71%.....	34
图 35: 公司毛利率和净利率均有所提升.....	34
图 36: 公司省内毛利率高于省外和国外毛利率.....	34
图 37: 公司总资产周转率和应收账款周转率有所下滑.....	35
图 38: 公司近几年应收账款情况.....	35
图 39: 公司 3 年以内的应收账款占比达 86%.....	35
图 40: 公司上市以来的重大并购和股权投资事件时间表.....	37

图 41: 公司拟建的环境检测运营中心的框架图	39
图 42: 公司近几年省外市场持续保持快速增长, 2018 年增长 20.85%	40
图 43: 典型的 ERP 系统示意图	40
图 44: Eptisa 的主要业务领域	41
图 45: Eptisa 业务分布在欧美、非洲、亚洲和中东, 遍布“一带一路”沿线	41
图 46: Eptisa 业务整合后有明显改善	42
表 1: 估值假设	8
表 2: FCFF 估值表	8
表 3: 基于 FCFF 针对折现率和永续增长率的敏感性分析结果 (元)	9
表 4: 行业同类公司估值比较	10
表 5: 公司拥有的主要资质	13
表 6: 2018 及 2019 年全国 31 省/自治区/直辖市的经济增长目标	16
表 7: 2019 年全国 28 省/自治区/直辖市的交通投资计划 (转下表)	18
表 8: 2019 年全国 28 省/自治区/直辖市的交通投资计划 (接上表)	19
表 9: “十三五”期间, 铁路的平均年投资额约为 0.8 万亿	20
表 10: 2018 年下半年至今获批的重大铁路工程项目	21
表 11: 2018 年发改委重启轨道交通审批以来的获批项目	22
表 12: “交通扶贫”的主要内容	24
表 13: 2017 年国家发展改革委下放政府投资交通项目审批权	24
表 14: 党的十九大以来, 在生态环保领域采取的一些重要举措	25
表 15: 中央及环保部关于环境检测和评价的相关政策和文件	27
表 16: 环境检测与评价市场空间测算	28
表 17: 勘察设计行业分类	30
表 18: 勘察设计行业加速整合的主要驱动因素	31
表 19: 公司主要管理层的简历	36
表 20: 公司非公司发行股票的认股情况	36
表 21: 公司三次员工持股计划情况	37
表 22: 公司并购的子公司业绩承诺达成情况	38
表 23: 公司近几年主要新设机构情况	38
表 24: 公司各大片区下属经营省份	38
表 25: 主要同业公司均建有区域中心进行全国化业务管理	39
表 26: Eptisa 主要业务市场均有基础设施投资计划	42
表 27: 公司业务收入拆分 (亿元)	44
表 28: 未来 3 年盈利预测表	44
表 29: 情景分析 (乐观、中性、悲观)	45

估值与投资建议

估值处在历史最低位

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 2019 年 7 月底，公司 PE (TTM) 仅为 13.9 倍左右。

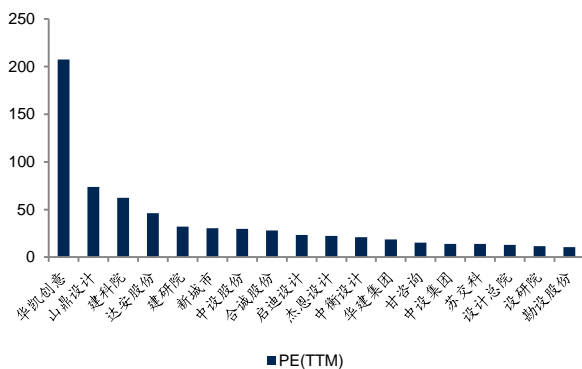
图 1：纵向来看，公司的估值当前处在历史低位



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

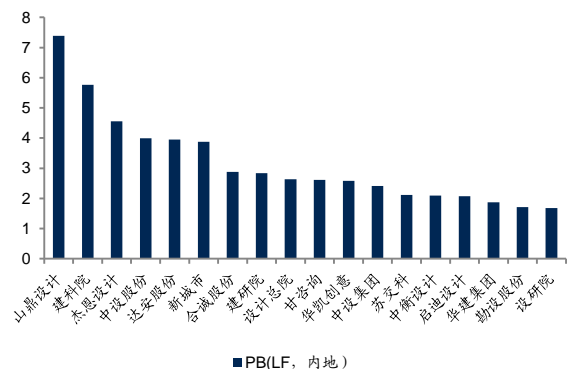
横向来看，公司的估值在所有上市设计咨询公司中排名靠后，其中公司 PE 估值为 13.87 倍，排在行业倒数第 4；PB 估值为 2.11 倍，排在行业倒数第 6。

图 2：公司的 PE 估值在咨询设计行业中排名倒数第 4



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 3：公司的 PB 估值在咨询设计行业中排名倒数第 6

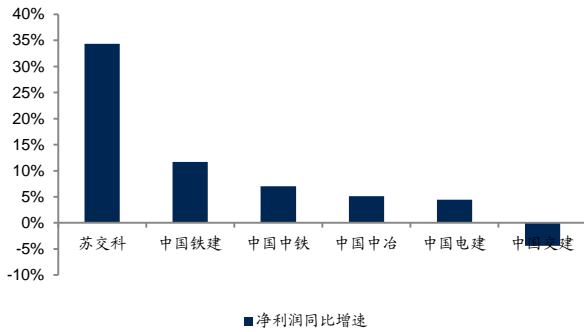


资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

设计咨询龙头估值与施工企业无异，明显被低估

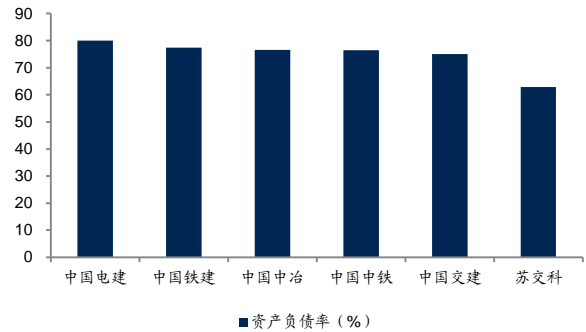
作为设计咨询龙头，苏交科近几年业绩保持稳健高增长，显著高于以工程施工为主业的基建央企龙头；采用轻资产模式运营，资产负债率也小于基建央企龙头。

图 4：苏交科业绩增速明显高于基建龙头



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

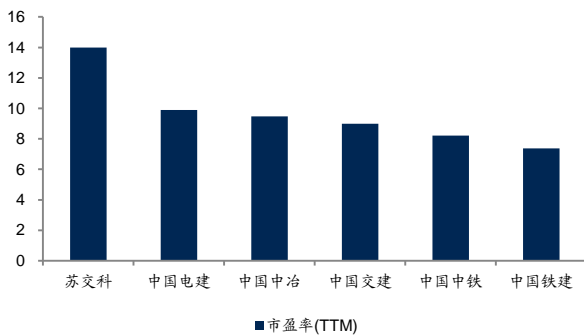
图 5：苏交科的资产负债率明显低于基建龙头



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

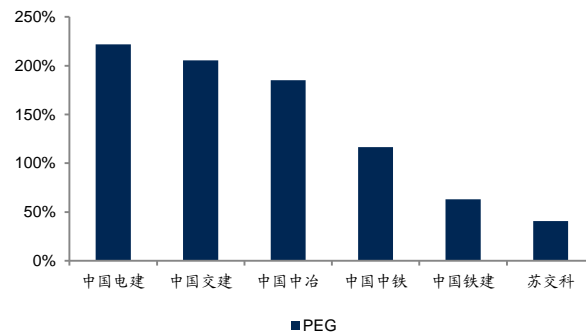
但从市盈率 PE(TTM)来看，基建龙头普遍在 8-10 倍之间，苏交科在 14 倍左右，相差并不大。如果从 PEG 来看，苏交科还不到 0.5，低于所有的基建龙头，可以看出市场目前并未给苏交科与其业绩增长相匹配的估值水平，从而导致其被明显低估。

图 6：苏交科的市盈率与基建龙头非常接近



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 7：苏交科的 PEG 低于基建龙头



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

绝对估值法：10.12-12.85 元

公司业务持续快速增长，在手订单充沛，所处设计咨询行业也较为景气，交通基建发展空间依然广阔，新业务环境检测潜力较大，公司未来业绩有望持续保持高速增长。按照行业的发展和公司的经营情况，我们预计公司 2019-2021 年的收入复合增速达到 25%-30%，毛利率和费用率保持稳定。

表 1: 估值假设

	合理值	参考值
无杠杆 Beta	0.82	
无风险利率	4.00%	
股票风险溢价	8.00%	
公司股价	9.22	
发行在外股数	971	
股票市值(E)	8956	8956
债务总额(D)	2375	2375
Kd	5.30%	5.30%
T	14.17%	14.17%
Ka	10.56%	
有杠杆 Beta	1.01	1.01
Ke	12.05%	
E/(D+E)	79.04%	79.04%
D/(D+E)	20.96%	20.96%
WACC	10.48%	

资料来源: 国信证券经济研究所分析师预测

表 2: FCFF 估值表

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	TV
EBIT	1,297	1,501	1,751	1,839	1,932	2,029	2,131	2,238	2,350	2,468	
所得税税率	14.17%	14.17%	14.17%	14.17%	14.17%	14.17%	14.17%	14.17%	14.17%	14.17%	
EBIT*(1-税率)	1,114	1,289	1,503	1,579	1,658	1,741	1,829	1,921	2,017	2,118	
折旧与摊销	118	130	142	156	169	183	196	210	223	237	
营运资金的净变动	(563)	(748)	(795)	(127)	(530)	(542)	(554)	(566)	(579)	(593)	
资本性投资	(209)	(209)	(209)	(209)	(209)	(209)	(209)	(209)	(209)	(209)	
FCFF	459	461	641	1398	1088	1173	1262	1354	1451	1553	18675
PV(FCFF)	415	378	475	938	661	645	628	610	592	573	6893
核心企业价值	12,808.3										
减: 净债务	1,802.7										
股票价值	11,005.5										
每股价值	11.33										

资料来源: 国信证券经济研究所分析师预测

采用 FCFF 估值法对公司进行绝对估值, 根据上述假设得出公司合理股价为 10.12-12.85 元/股, 估值中枢为 11.33 元/股。

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 10.12-12.85 元/股, 估值中枢为 11.33 元/股。

表 3: 基于 FCFF 针对折现率和永续增长率的敏感性分析结果 (元)

11.33	9.5%	10.0%	10.48%	11.0%	11.5%
3.5%	15.74	14.25	12.98	11.88	10.92
3.0%	14.83	13.50	12.36	11.36	10.48
2.5%	14.05	12.85	11.81	10.89	10.08
2.0%	13.37	12.28	11.33	10.48	9.73
1.5%	12.78	11.78	10.90	10.12	9.41
1.0%	12.26	11.34	10.52	9.79	9.12
0.5%	11.79	10.94	10.17	9.49	8.86

资料来源: 国信证券经济研究所预测

相对估值法: 11.34-12.15 元

选取中设集团等同行设计咨询企业作为比较对象, 根据 wind 一致预期及我们的预测 (除中设集团、苏交科和勘设股份外其他可比公司数据均来源于 wind 一致预期), 同行可比对象 2019 年估值均值为 12.66 倍, 我们预计公司 2019 年的估值为 11.40 倍, 低于行业平均水平。我们从市场地位、公司治理、业绩表现等方面进行综合对比, 给出苏交科的合理估值:

(1) 苏交科是 A 股首家工程咨询上市公司, 交通设计领域的绝对龙头, 目前业务已逐步扩展至全国以及海外地区。近年来公司通过拓展 EPC、环境检测等业务逐步扩大收入规模, 可比公司中营业收入规模均低于苏交科。

(2) 苏交科 2002 年由事业单位改制为民企, 股权结构相对分散, 管理机制较为灵活; 近期公司又实施了第三期员工持股计划, 充分激励员工的积极性, 彰显长期发展信心。可比公司中设研院、设计总院和建科院均为国有企业, 国企限薪等体制约束下公司对员工的激励或受到限制, 管理上缺乏一定的灵活性。

(3) 苏交科充分受益交通基建市场的高景气, 业绩连续保持高增长, 近三年营业收入 CAGR 达到 39.99%, 归母净利润 CAGR 达到 26.11%, 显著优于大部分可比公司。公司业绩优异, 且轻资产低负债, 现金流良好, 但 2019 年预计 PE 估值仅为 11.40 倍, 与建筑施工类企业的估值无异, 明显被低估了。

综合以上分析, 我们给与苏交科的估值水平稍高于可比公司的平均值, 即 14.0-15.0 倍 PE, 而公司 2019 年的 EPS 预估为 0.81 元, 则合理估值为 11.34-12.15 元/股。

表 4: 行业同类公司估值比较

公司 代码	公司 名称	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE		投资评级
				2019E	2020E	2019E	2020E	
603018.SH	中设集团	12.39	57.54	1.12	1.41	11.06	8.79	买入
300732.SZ	设研院	18.43	35.36	2.10	2.63	8.78	7.01	无评级
603357.SH	设计总院	12.56	57.09	1.19	1.43	10.55	8.78	无评级
002883.SZ	中设股份	20.15	17.51	0.81	0.99	24.88	20.35	无评级
603458.SH	勘设股份	20.16	36.87	2.50	3.18	8.06	6.34	买入
300675.SZ	建科院	17.70	25.96	0.29	0.35	61.03	50.57	无评级
	平均	16.90	38.39	1.34	1.67	12.66	10.15	
300284.SZ	苏文科	9.22	89.56	0.81	0.99	11.40	9.30	买入

资料来源: wind 一致预期、国信证券经济研究所分析师整理及预测 (除中设集团、苏文科和勘设股份外其他可比公司数据均来源于 wind 一致预期)

投资建议: 成长稳健估值低, 维持“买入”评级

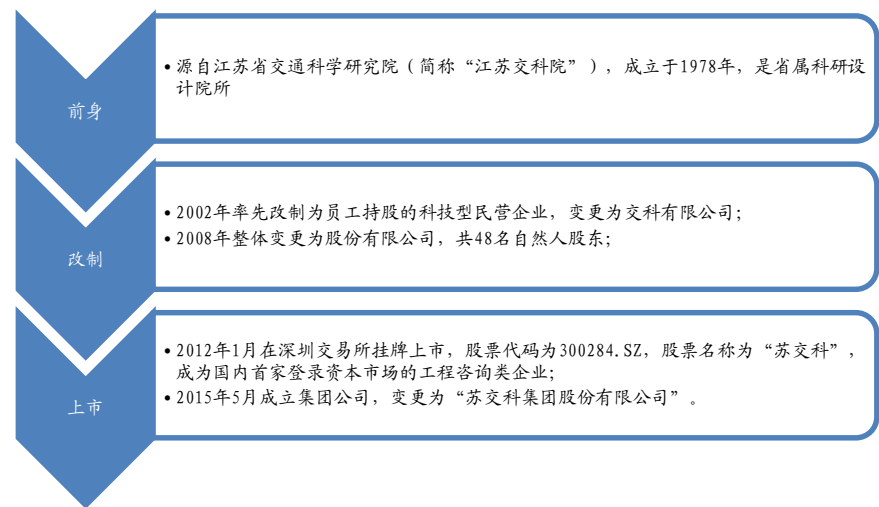
综合上述几个方面的估值, 我们认为公司股票合理价值在 11.34-12.15 元之间, 相对于公司目前股价有超过 30% 的溢价空间。公司业绩优异现金流好, 在手订单充沛, 交通基建发展空间依然广阔, 环保检测业务潜力较大, 未来估值有望修复。维持“买入”评级, 建议现价买入, 布局 2019 年。

国内领先的基础设施综合解决方案供应商

A 股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 8：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。

2018 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 6 位；同时获得“最具国际拓展力工程设计企业”第 3 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 42 位；在“国际工程设计公司 225 强”排名中位列第 45 位，是排名上升最快的中国企业。

图 9：公司实力雄厚，在全球工程设计企业中排名靠前

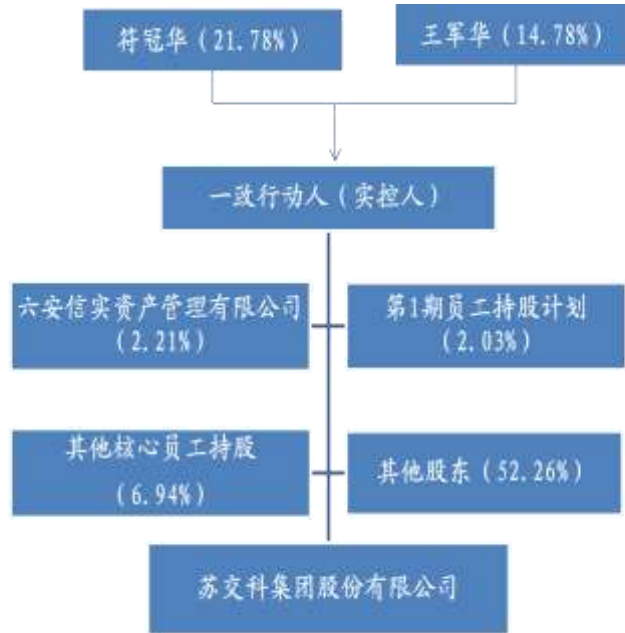


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

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 2019 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 10：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 5: 公司拥有的主要资质

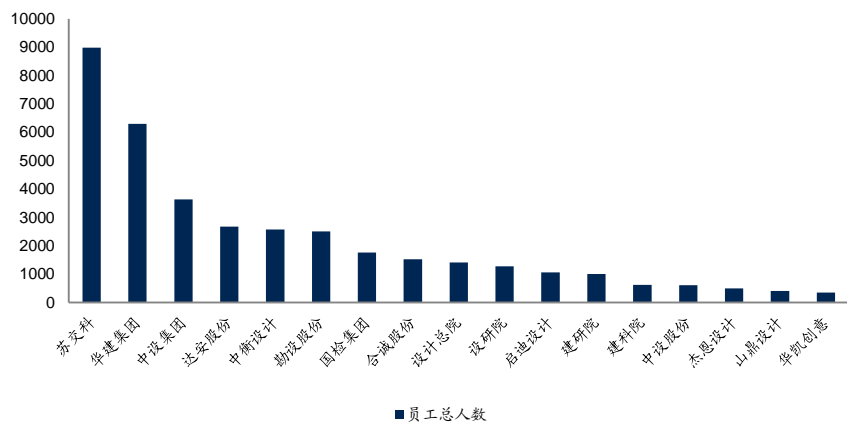
资质	项目范围
工程设计综合甲级	可以在中华人民共和国住房和城乡建设部划分的全部 21 个行业及 8 个专项范围内开展工程设计咨询业务, 且规模不受限制。
工程勘察综合甲级	可以承担除海洋工程勘察外的各类工程项目的岩土工程勘察、水文地质勘察、工程测量业务, 规模不受限制。
工程咨询综合甲级	可以承接公路、港口河海工程, 市政公用工程, 城市轨道交通工程, 建筑工程, 铁路工程, 水文地质、工程测量、岩土工程, 水利工程等专业的规划咨询, 编制项目建议书、项目可行性研究报告、项目申请报告、资金申请报告, 评估咨询等业务。
城乡规划编制甲级	承担城乡规划编制业务的范围不受限制
公路工程综合甲级	-
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 2018 年底, 公司员工规模达到 8239 人, 在所有设计咨询行业上市公司中排前列。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 11: 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

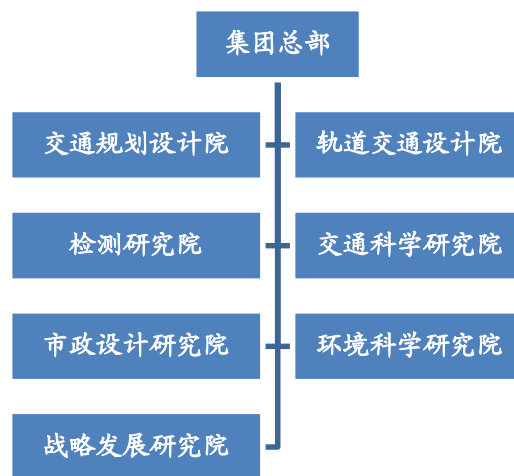
集团下设七院，主营四大业务

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 12：公司下设七大研究院进行专业经营

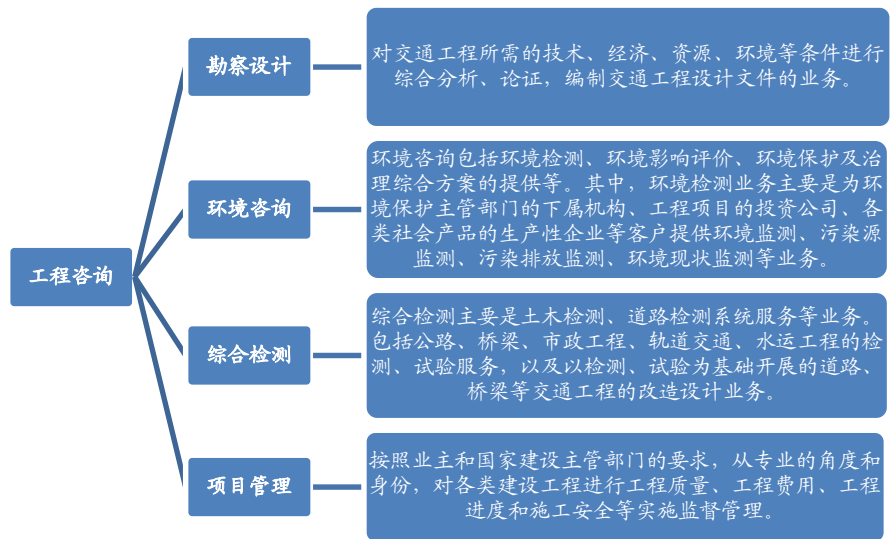


资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

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 13: 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

交通与环保市场空间广阔，设计行业整合大势所趋

基建补短板成为地方政府工作报告重点，交通运输投资有望创新高

2019 年经济仍在寻底，基建将成为稳增长的重要手段

全国 31 个省/自治区/直辖市的年度政府工作报告中对 2019 年平均 GDP 目标增长率为 6.75%，同比下降 0.52pct；其中 2019 年经济增长目标相比 2018 年上调的只有山东省，相比持平的有河北、湖北等 8 省份，剩下 22 省全部下调了经济增长目标，占比达到 71%。

表 6: 2018 及 2019 年全国 31 省/自治区/直辖市的经济增长目标

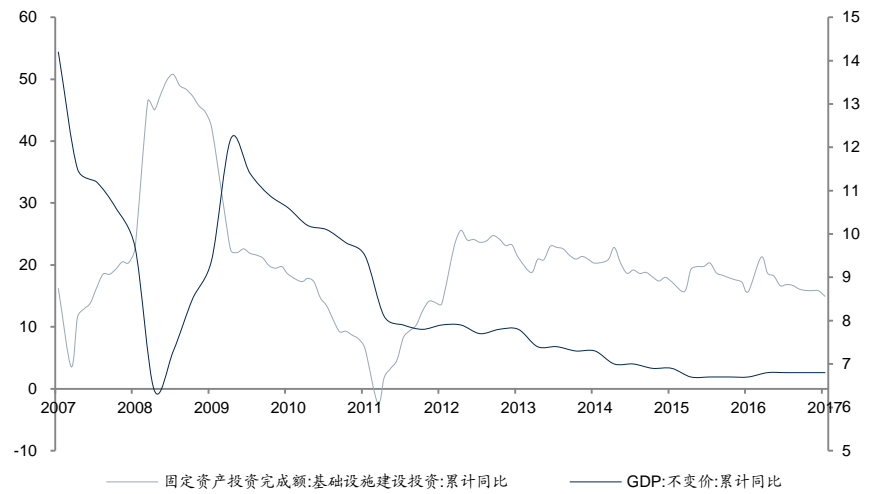
省/自治区/直辖市	2018 年增长目标	2019 年增长目标	YOY
山东	6.40%	6.50%	0.10%
河北	6.50%	6.50%	0.00%
湖北	7.50%	7.50%	0.00%
广西	7.00%	7.00%	0.00%
海南	7.00%	7.00%	0.00%
四川	7.50%	7.50%	0.00%
云南	8.50%	8.50%	0.00%
西藏	10.00%	10.00%	0.00%
甘肃	6.00%	6.00%	0.00%
山西	6.50%	6.30%	-0.20%
河南	7.50%	7.00%	-0.50%
北京	6.50%	6.00%	-0.50%
天津	5.00%	4.50%	-0.50%
内蒙古	6.50%	6.00%	-0.50%
辽宁	6.50%	6.00%	-0.50%
上海	6.50%	6.00%	-0.50%
江苏	7.00%	6.50%	-0.50%
浙江	7.00%	6.50%	-0.50%
安徽	8.00%	7.50%	-0.50%
福建	8.50%	8.00%	-0.50%
江西	8.50%	8.00%	-0.50%
湖南	8.00%	7.50%	-0.50%
陕西	8.00%	7.50%	-0.50%
青海	7.00%	6.50%	-0.50%
吉林	6.00%	5.00%	-1.00%
黑龙江	6.00%	5.00%	-1.00%
宁夏	7.50%	6.50%	-1.00%
广东	7.00%	6.00%	-1.00%
贵州	10.00%	9.00%	-1.00%
新疆	7.00%	5.50%	-1.50%
重庆	8.50%	6.00%	-2.50%
平均	7.27%	6.75%	-0.52%

资料来源：各地方政府工作报告，国信证券经济研究所整理

对于 2019 年中国经济的展望，我们认为仍处在“L”型寻底的过程中，尤其从中央到地方各级政府的预期来看，GDP 的拐点或许会比市场预期的到来更晚一些。

基建投资是中国经济稳增长的重要手段，从历史数据来看，基建投资对经济的拉动作用较为显著，尤其是 2008-2009 年以及 2011-2012 年经济下行期间对 GDP 的企稳乃至反弹起到了决定性的作用。当前中国经济正面临着外部贸易冲突、内需疲软、房地产调控趋严等压力，基建投资的刺激效果虽已不如十年前那般强劲，但对于经济的托底作用却依然十分关键。

图 14: 近十年的基建投资 (左轴) 和 GDP (右轴) 增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2019 年全国 31 个省/自治区/直辖市政府的工作报告中,均强调要保持或加强基础设施补短板力度,加快在建工程进度,扩大有效投资,毫无疑问基建已经成为今年地方政府稳投资的重要手段。随着基建补短板政策力度不断加强,在交通项目投资落地、生态环保崛起、乡村振兴战略等推动下,基建投资增速有望继续回升,预计全年投资增速或将重返 10%以上。

各省交通投资计划出炉,总投资近 3 万亿

根据不完全统计,全国共有 28 个省/自治区/直辖市发布了 2019 年交通投资计划(包括公路、铁路、水路等各类交通设施),总投资达到 29327.4 亿,涉及川藏铁路、京张铁路等重点工程。其中四川、广西等 8 省的投资计划超千亿,四川更是以 5700 亿的投资计划冠绝全国。

投资计划超千亿的省份主要集中在西南地区 and 江浙、广东等东部沿海地区,其中西南地区整体基础设施薄弱,是本轮基建补短板的重点,今年将加大投资;而东部发达地区由于持续人口净流入,经济的快速发展催生出交通基础设施的建设需求。

表 7：2019 年全国 28 省/自治区/直辖市的交通投资计划（转下表）

省/自治区/直辖市	计划投资（亿元）	重点工程
山东	约 900	郑济高铁、雄商高铁、潍烟高铁、鲁南高铁菏泽至兰考段，京沪高铁二通道、济南至滨州、莱西至荣成等高铁
河北	900	北京大兴国际机场北线高速廊坊段和国道 G105 京冀交界路段，京秦高速遵化至秦皇岛段，京雄高速、荣乌高速新线和容易、安大公路
湖北	900	汉十高铁、蒙华铁路湖北段，黄冈至黄梅高铁、武汉至仙桃城际铁路，沿江高铁湖北段、西安至十堰高铁湖北段、宜昌至郑万高铁联络线
广西	1100	钦州至北海改扩建、贺州至巴马高速公路，钦州东航道扩建二期工程、贵阳至南宁高铁、南宁国际空港综合交通枢纽
四川	5700	南达万、成自宜高铁和川藏铁路雅安至林芝段、汉巴南等铁路，马尔康至青海久治、资阳至重庆潼南、广安至陕西镇巴、宜宾至云南威信、绵阳至九寨沟、宜宾至攀枝花高速公路
云南	约 2600	渝昆高铁，玉磨、大瑞、丽香、大临等铁路
西藏	548	拉林铁路，国道 109 线那曲至拉萨、国道 219 线萨嘎至朗县
甘肃	771	景泰至中川机场、平凉至天水、甜水堡至永和、武都至九寨沟高速公路，兰州新区至兰州、兰州北绕城东段高速公路
山西	434	大张高铁、太焦高铁，雄安至忻州高铁，右玉至平鲁、阳城至蟒河高速公路，临猗黄河大桥及引线工程、运三高速三门峡公铁黄河大桥
河南	566	设柴川至卢氏高速公路，郑州高铁南站枢纽和三洋铁路河南段，郑济高铁濮阳至济南段
北京	2354	大兴国际机场高速公路，轨道交通新机场线一期，京张铁路，轨道交通新机场线北延、11 号线西延
天津	104.3	天津至北京新机场联络线，京滨、京唐铁路，京沪高铁二通道、津承城际项目，津石高速、津歧公路
内蒙古	400	包茂高速包头—东胜改扩建工程、二广高速苏尼特右旗—化德、绥满高速海拉尔—满洲里，大饭铺—龙口高速公路
辽宁	100	朝凌高铁，沈白客专，沈阳机场二跑道、大连新机场
江苏	1370	宁淮、北沿江、通苏嘉甬、沪苏湖铁路，沪通铁路长江大桥、五峰山长江大桥、南京五桥，连云港至宿迁高速公路
浙江	2600	沪嘉甬铁路、杭温铁路、金甬舟铁路、杭绍甬智慧高速公路、铁路杭州西站枢纽
安徽	约 770	合肥—新沂高铁和巢湖—马鞍山、淮北—宿州—蚌埠城际铁路，池州长江公路大桥，铜陵长江公铁大桥、合肥—周口高速公路
福建	850	莆炎高速福州至三明段，厦蓉高速漳州至龙岩段，国道 356 木兰大道三期，省道 219 漳平芦芝至和平段
江西	560	昌吉赣客专、蒙华铁路，大广高速南康至龙南，都九高速鄱阳湖二桥
湖南	500	益南、长益复线、龙琅高速公路，渝怀复线、张吉怀、常益长铁路
陕西	650	银川至西安、西安至延安高铁，绥德至延川、蒲城至黄龙高速公路蒲城至白水段
吉林	284.1	集安至通化、辽源至东辽、吉林至机场改扩建、榆树至松原高速公路

资料来源：各地方政府交通运输部门、政府工作报告，国信证券经济研究所整理

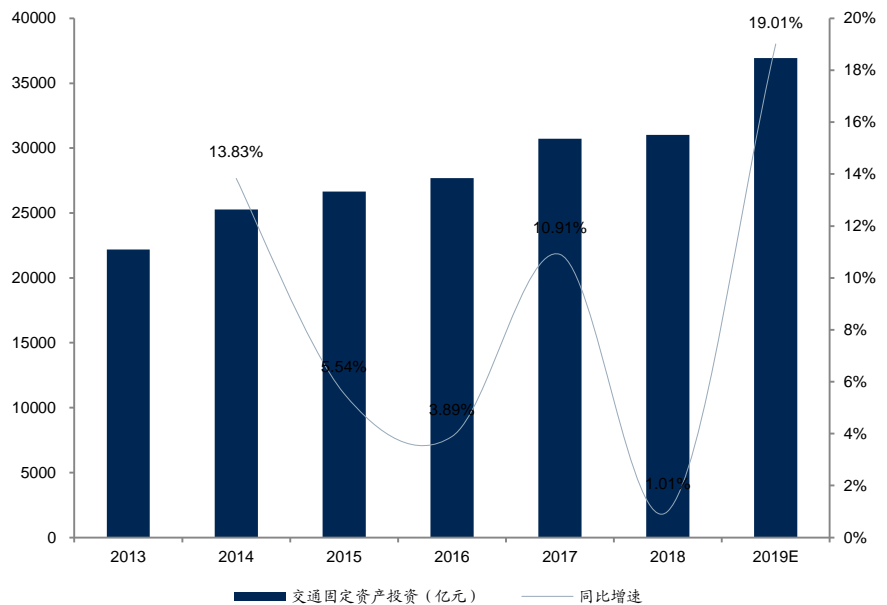
表 8: 2019 年全国 28 省/自治区/直辖市的交通投资计划 (接上表)

省/自治区/直辖市	计划投资 (亿元)	重点工程
黑龙江	470	京哈高速拉林河至哈尔滨段、鹤大高速佳木斯过境段、绥满高速卧里屯至白家窑段、绥化至大庆高速公路, 佳木斯至鹤岗提速改造、铁力至伊春客专, 哈尔滨至绥化至铁力客专
宁夏	120	银西高铁、包银高铁、中兰高铁、宝中铁路, 京藏高速改扩建
广东	1200	虎门二桥、汕(头)湛(江)高速清远至云浮段, 宁莞高速潮州东联络线, 莲花山通道
贵州	1200	贵阳至成都、安顺至六盘水等高速铁路, 建成高速公路 500 公里以上
新疆	526	G30 线乌鲁木齐—奎屯、大黄山—乌鲁木齐改扩建, G7 线伊吾—巴里坤高速公路、G0711 线乌鲁木齐—库尔勒(尉犁)高速公路
重庆	850	渝万高铁、渝西高铁和渝昆高铁, 潼南至荣昌高速公路
总计	29327.4	

资料来源: 各地方政府交通运输部门、政府工作报告, 国信证券经济研究所整理

2019 年各地区交通计划总投资 29327.4 亿中包括了几乎全部的公路水路投资和地方铁路投资, 我们假设今年国家铁路投资与去年持平, 即 7600 亿, 则可以近似估计出今年全国交通固定资产投资为 36927 万, 比 2018 年增长 19%。

图 15: 2019 年全国交通固定资产投资有望迎来高增长



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理及预测

铁路是补短板先锋, 中央主导投资确定性强

中国目前拥有超过 12.1 万公里的铁路运营里程, 铁路是我国交通领域的重要基础设施, 近年来随着各地高铁建设规划落地, 铁路投资需求一直不减。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, 铁路运营里程将达到 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。

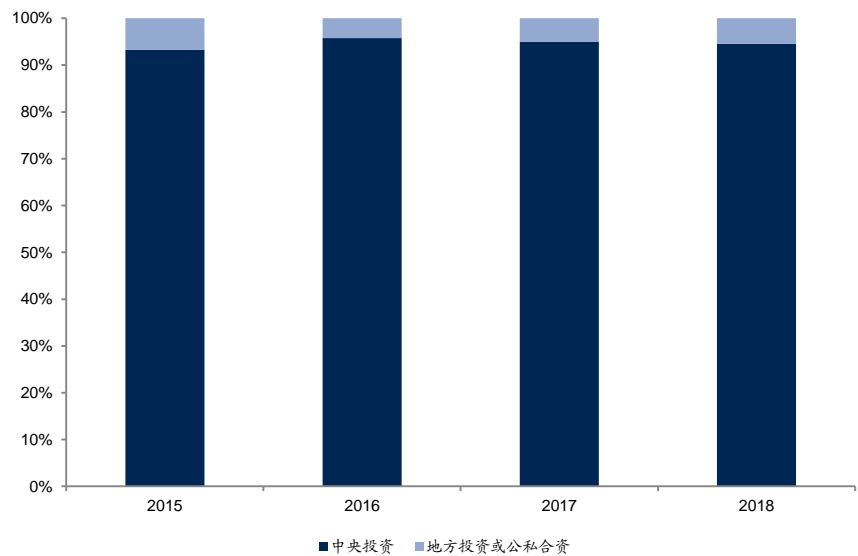
表 9: “十三五”期间，铁路的平均年投资额约为 0.8 万亿

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
合计	2.9	---	3.65-3.94	0.73-0.79

资料来源: wind, 国信证券经济研究所分析预测

相比于地方政府投资占比较大的公路项目，铁路投资主要由中央政府主导，近几年中央政府投资占全国铁路总投资的 95% 左右，地方政府投资或者公私合资的铁路份额占比很低。铁路投资的资金来源保障高，确定性较强，因此每轮基建周期中铁路投资往往扮演着先行者的角色。

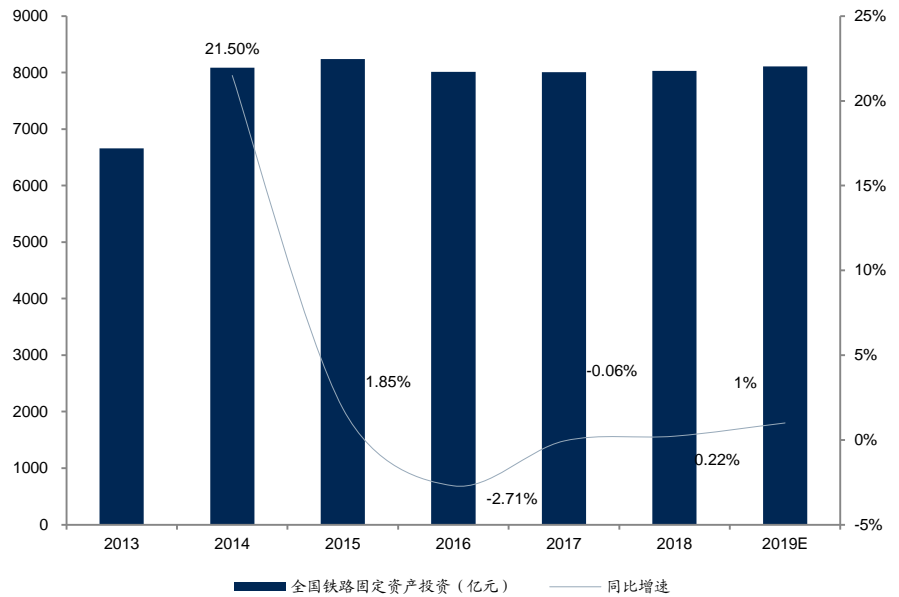
图 16: 铁路投资主要由中央政府主导



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2018 年全国铁路投资达到 8028 亿，比年初制定的计划增加了 700 多亿。今年 1 月初中铁总召开工作会议，提出 2019 年的工作目标: 全国铁路固定资产投资保持强度规模，确保投产新线 6800 公里，其中高铁 3200 公里，并集中全力办好规划建设川藏铁路。在 2019 年财政积极的政策下，中央预算支出的资金依然充足，我们预计全年铁路投资有望继续超 8000 亿。

图 17: 近几年铁路投资均不低于 8000 亿



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

随着铁路投资的持续回升, 一批大项目将加快推进。从 2018 年下半年开始, 江苏省沿江城市群城际铁路、渝湘高铁重庆至黔江段、上海经苏州至湖州铁路等重大工程密集地获发改委批复, 国家“十三五”规划的重点项目川藏铁路雅安至林芝段也已顺利通过预可研, 涉及项目总投资超过 7400 亿元。

表 10: 2018 年下半年至今获批的重大铁路工程项目

时间	项目	总投资 (亿元)
7 月 2 日	包头至银川铁路银川至惠农段	128.7
8 月 15 日	江苏南沿江城际铁路	503.01
9 月 10 日	川藏铁路雅安至林芝段 (预可研)	2000
9 月 29 日	杭州至衢州铁路建德至衢州段	236.3
10 月 8 日	上海经苏州至湖州铁路	367.95
10 月 23 日	渝湘高铁重庆至黔江段	535
10 月 23 日	盐城至南通铁路	262.8
12 月 13 日	广西北部湾经济区城际铁路	517
12 月 17 日	新建西安至延安铁路	551.6
12 月 26 日	江苏省沿江城市群城际铁路	2317

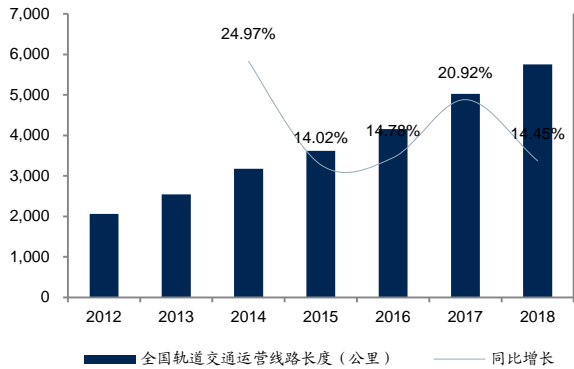
资料来源: 发改委, 国信证券经济研究所整理

轨道交通获批项目有望加速落地, 或迎来新一轮刺激

近几年, 我国轨道交通一直处在快速发展的过程中。截至 2018 年, 我国运营的轨道交通线路达 5747 公里, 同比增长 14.45%, 近五年的 CAGR 达到 17.75%; 已开通轨道交通的城市达到 36 个, 在建城市 43 个, 在建长度达 6246 公里。2017 年底, 受内蒙古包头地铁项目被叫停以及防范地方系统性债务风险影响,

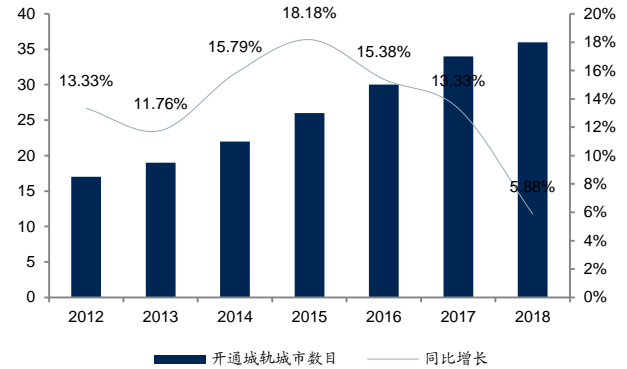
发改委曾一度暂停了轨道交通建设规划审批工作。直到 2018 年 7 月，规划审批工作才重新启动。

图 18: 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 19: 我国开通轨道交通的城市数量持续增长



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

重启轨交审批后，发改委在不到半年内先后审议并通过了长春、苏州、南京、杭州、济南、重庆、上海等地的轨道交通建设规划，项目总投资达到 8600 多亿元，目前还有厦门、武汉、西安等城市的轨道交通项目在等待发改委批复。伴随着轨交项目的批复，接下来新项目将密集开工，2019 年获批项目投资将加速落地。

表 11: 2018 年发改委重启轨道交通审批以来的获批项目

时间	项目	总投资 (亿元)
7 月 30 日	长春市第三期城市轨道交通建设规划	787.32
8 月 14 日	苏州市城市轨道交通第三期建设规划	950.00
8 月 5 日	成都市城市轨道交通第四期建设规划 (初审通过)	--
10 月 23 日	南京至句容城际轨道交通工程	209.75
11 月 26 日	杭州市城市轨道交通第三期建设规划 (增加投资)	577.6
11 月 28 日	济南市城市轨道交通第一期建设规划 (增加投资)	229
12 月 6 日	重庆市城市快速轨道交通第三期建设规划 (2018~2023 年)	455.7
12 月 11 日	上海市城市轨道交通第三期建设规划 (2018~2023 年)	2983.48
12 月 25 日	武汉市城市轨道交通第四期建设规划 (2018-2024 年)	1469.07
3 月 29 日	郑州市城市轨道交通第三期建设规划 (2019-2024 年)	1138.94

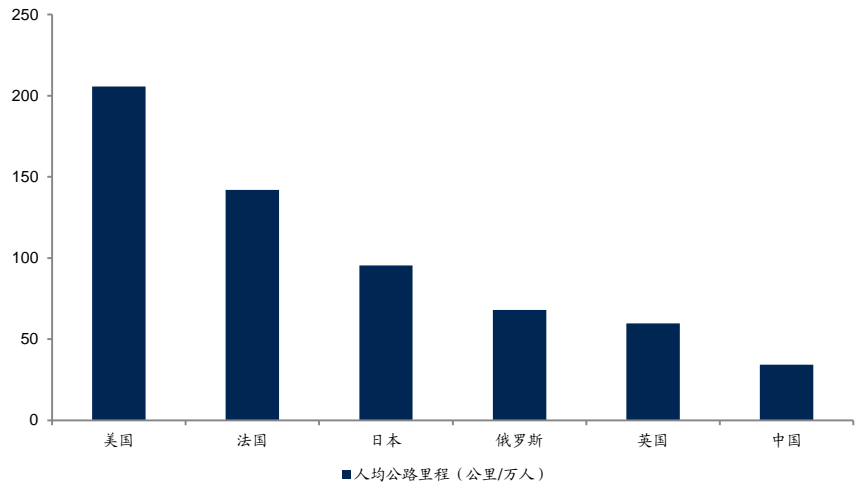
资料来源: 发改委, 国信证券经济研究所整理

公路建设空间巨大，“十三五”交通扶贫公路是重点

中国人均公路里程与发达国家相比差距较大，国内各地区发展不平衡

截至 2017 年底，中国目前已经投入使用的公路总里程大约为 477.35 万公里，在全世界范围内仅次于美国。但另一方面，中国的人均公路里程大约仅有 34.34 公里/万人，而美国的人均公路里程大约为 205.65 公里/万人，与日本、英国等其他发达经济体相比，中国的人均公路里程也存在一定的差距。

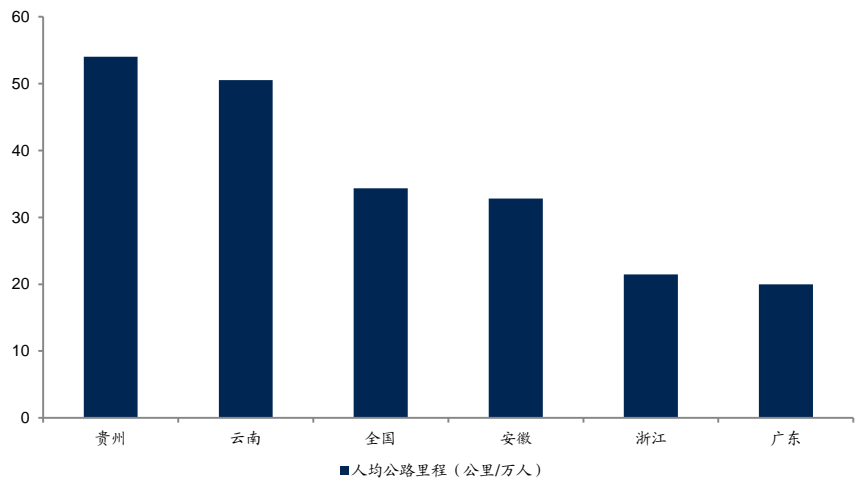
图 20: 中国的人均公路里程远低于美国等发达国家



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

从国内各地区的人均公路里程情况来看,可以发现浙江、广东等经济较为发达的东部省份的人均公路里程明显低于西部地区,而安徽等中部省份的人均公路里程则大致与全国平均值持平。因此,尽管西部基础设施水平与东部相比整体存在差距,但实际上东部地区对新建公路的经济性需求往往要大于西部地区。

图 21: 东部省份人均公里里程低于西部,中部与全国平均值大致持平



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

总的来说,中国大规模的公路建设也仅仅不到二十年,目前的公路覆盖水平与发达国家相比存在一定的差距,且国内各地区之间发展不平衡,存在结构性与经济性需求的矛盾。未来中国公路建设的空间依然十分广阔。

“十三五”规划聚焦交通扶贫,“公路审批权”下放提升项目批复效率

“交通扶贫”是国家“十三五”期间的重要战略规划,当前已经进入了攻坚期,其中重点任务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 12：“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航运条件
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

2017 年，国家发展改革委把部分投资交通项目审批权下放到省级政府，其中包含了列入国家批准的相关规划中的新建高速公路项目。审批权的下放提升了新建项目的批复效率，特别对地方政府新建高速公路比较有利。此外，财政部 87 号文鼓励土地储备专项债券和收费公路专项债券的试点，收费公路的融资行为获得政策支持。公路建设产业链审批端和融资端均受益。

表 13：2017 年国家发展改革委下放政府投资交通项目审批权

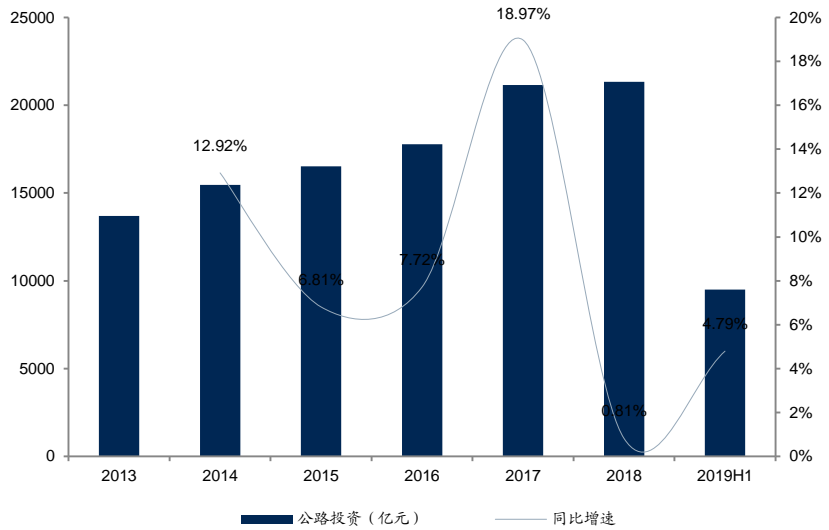
领域	审批事项范围
铁路	列入国家批准的相关规划中非跨省的新建（含增建双线）普通铁路项目，铁路总公司投资为主的由铁路总公司自行决定，地方和社会投资为主的由省级政府审批可行性研究报告，均通过投资项目在线审批监管平台报国务院投资主管部门备案。
高速公路	列入国家批准的相关规划中的新建高速公路项目，由省级政府审批可行性研究报告，通过投资项目在线审批监管平台报国务院投资主管部门备案。
独立公（铁）路桥梁（隧道）	列入国家批准的相关规划中的跨 10 万吨级及以上航道海域、跨大江大河（现状或规划为一级及以上通航段）的独立公（铁）路桥梁（隧道）项目，由省级政府审批可行性研究报告，通过投资项目在线审批监管平台报国务院投资主管部门备案。
科研机构	列入国家批准的相关规划中的交通行业直属院校、科研机构等中央本级非经营项目（使用中央预算内投资 5,000 万元及以上项目除外），由行业部门审批可行性研究报告，通过投资项目在线审批监管平台报国务院投资主管部门备案。

资料来源：发改委、国信证券经济研究所分析师归纳整理

2019 年公路投资有望再创新高

2018 年累计公路投资达到 2.13 万亿，自 2017 年公路投资首次突破 2 万亿后，2018 年再次突破 2 万亿，同比增长 0.81%。2019 年在 PPP 融资回暖、地方政府专项债大规模增加、存量项目加速落地等推动下，上半年公路投资同比增长 4.79%，相对 2018 年有所提速，预计全年公路投资有望继续再创新高。

图 22: 近几年公路建设投资情况



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

党的十九大以来，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。

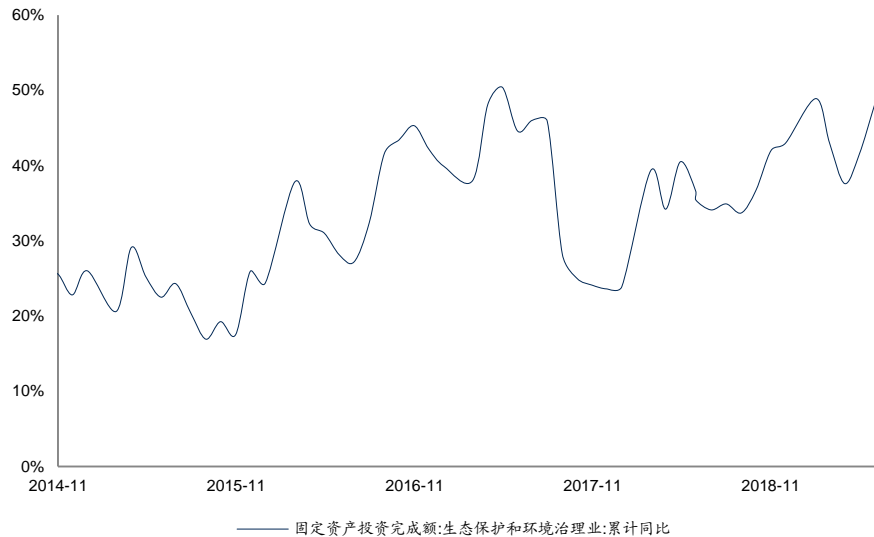
表 14: 党的十九大以来，在生态环保领域采取的一些重要举措

时间	重要举措
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》
2018 年 8 月	生态环保部发布关于生态环境领域进一步深化“放管服”改革，推动经济高质量发展的指导意见
2018 年 10 月	发改委、生态环保部等联合印发《关于加快推进长江经济带农业面源污染治理的指导意见》
2018 年 11 月	发改委印发《淮河生态经济带发展规划》和《汉江生态经济带发展规划》，要求重点打好污染防治攻坚战，着力推进绿色发展，改善淮河和汉江流域生态环境。
2018 年 12 月	发改委、生态环保部等联合印发《洞庭湖水环境综合治理规划》，要求保护好洞庭湖水质，持续改善洞庭湖流域生态环境，维护洞庭湖生态功能。
2019 年 1 月	国务院办公厅印发《“无废城市”建设试点工作方案》，提出在全国范围内选择 10 个左右有条件、规模适当的城市开展“无废城市”建设试点。到 2020 年探索建立“无废城市”建设综合管理制度和技术体系，形成一批可复制、可推广的“无废城市”建设示范模式。

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。2019 年上半年，生态保护和环境治理业投资同比增长 48%，近三年的 CAGR 超过 30%。在未来很长一段时间内，中央将继续将防治污染作为三大攻坚战的重要一环，我们认为国家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 23: 生态环保业投资增速保持在较高水平



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

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 15: 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	《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	《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。 环境监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	《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。 环评机构退出，检测市场更加市场化。
2016 年 6 月	《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	《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，现有县级环境监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	《排污许可证管理暂行规定》	规范排污许可证申请、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》	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。
2019 年 7 月	《地块土壤和地下水中挥发性有机物采样技术导则》	为加强地块环境保护监督管理，规范地块土壤和地下水中挥发性有机物采样技术，本标准规定了地块土壤和地下水中挥发性有机物采样的技术要求。

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 1145 亿元。

表 16: 环境检测与评价市场空间测算

需求类型	假设	2018 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 21.2 万亿元, 基建投资 17.62 万亿元	970.5 亿元
各县级以上政府	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=工业企业主营业务收入×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 104.95 万亿元	31.5 亿元
合计			1145.1 亿元

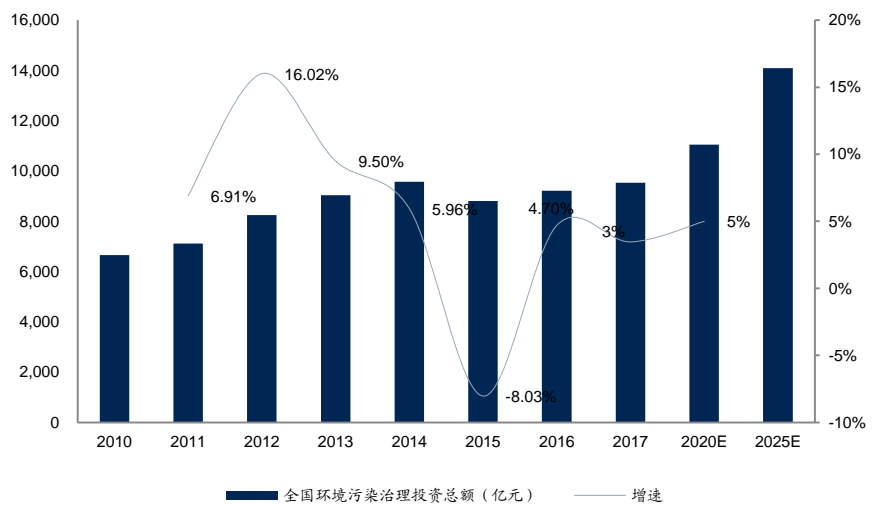
资料来源: 公开资料整理, 国信证券经济研究所分析预测

环境治理投资增长有望提速, 未来规模将超万亿

“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。2010-2017 年环境污染治理投资额从 7612 亿元增加到 9539 亿元, 其中 2017 年占当年国内生产总值的 1.15%。

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 5%, 到 2020 年环境污染治理投资额将达到 1.1 万亿, 而到 2025 年, 环境污染治理投资额也有望超过 1.4 万亿元。

图 24: 环境治理投资规模有望超万亿

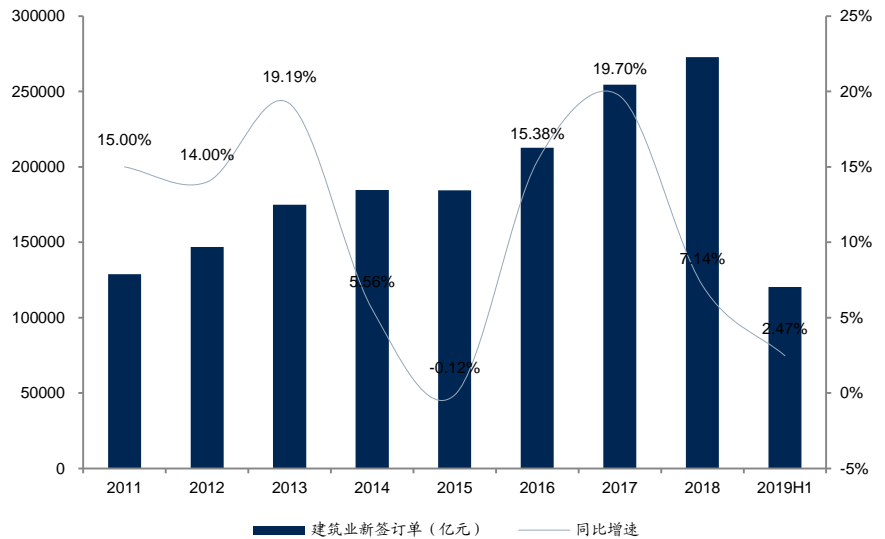


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理及分析预测

设计咨询有望持续景气，行业整合龙头受益
建筑行业订单稳健增长，勘察设计优先受益

2016 年以来，整个建筑行业新签订单持续快速增长。去年以来到宏观去杠杆的影响，建筑行业新签订单增速有所放缓。2019H1 新签订合同额 12.03 万亿元，同比增长 2.47%。

图 25：2019 上半年，建筑业新签订单同比增长 2.47%

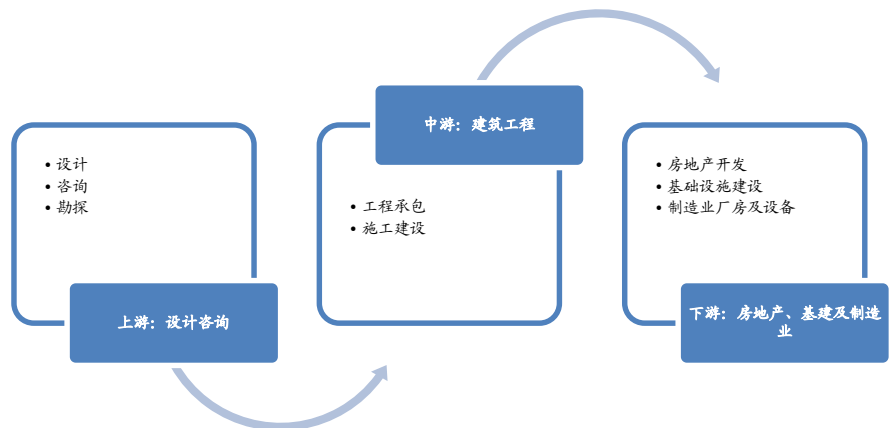


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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 26：设计咨询行业处在建筑行业上游

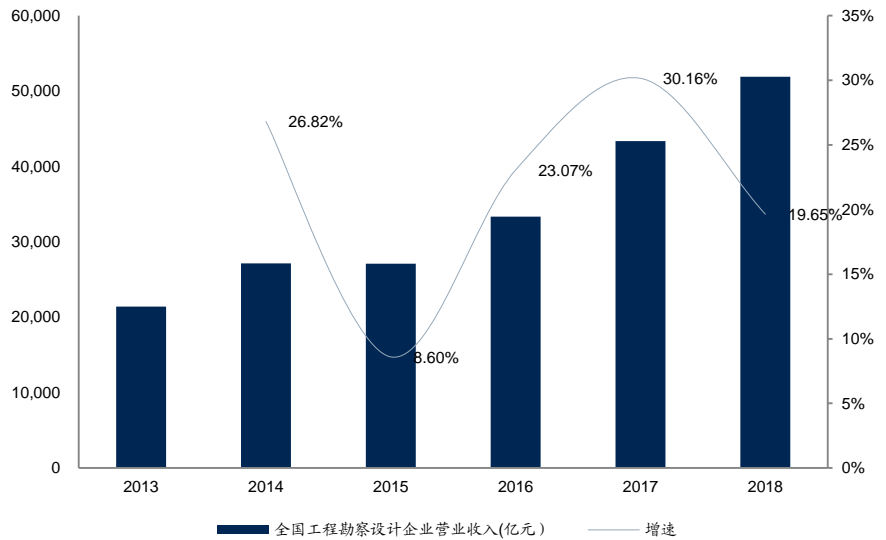


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

并购整合乃大势所趋，上市公司优势明显

根据《2018 年全国工程勘察设计统计公报》，2018 年全国工程勘察设计企业营业收入总计达到 51915.2 亿元，同比增长 19.65%，市场规模巨大。

图 27: 全国勘察设计市场近几年保持较快增长，市场规模巨大



资料来源：全国工程勘察设计统计公报，国信证券经济研究所整理

另一方面，同期全国共有 23183 个工程勘察设计企业，平均营收只有 2.24 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 17: 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业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 (70 亿)、中设集团 (42 亿)、勘设股份 (21 亿)、中衡设计 (18 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 (4 亿)、建研院 (4.4 亿)、其他市级研究院 (1 亿左右)

资料来源：住建部，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，行业整合大势所趋。公司拥有上市平台，且现金流充沛，品牌影响力较大，在未来市场整合中，我们认为公司将享有明显的优势，并能通过外延式并购取得快速增长。

表 18: 勘察设计行业加速整合的主要驱动因素

类型	具体内容
政策驱动	事业单位分类改革、政企脱钩改革、国有企业混合所有制改革
市场倒逼	市场下滑导致的抱团发展和借力发展需求
行业洗牌	行业内企业的同质化程度高，导致行业长期处于饱和、无序竞争状态

资料来源：前瞻产业研究院，国信证券经济研究所整理

业绩持续优异，股权激励助力成长

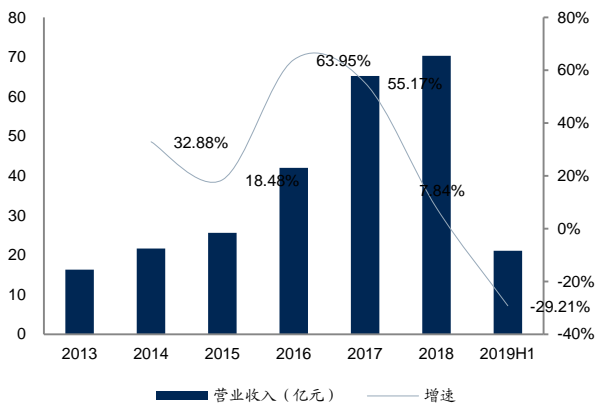
业绩优异，多元业务全面发展

营收跨越式增长，净利润平稳向上

2018 年，公司完成营业收入 70.30 亿元，同比增长 7.84%，近三年 CAGR 达到 39.99%；实现归母净利润 6.23 亿元，同比增长 34.37%，近三年 CAGR 达到 26.11%。

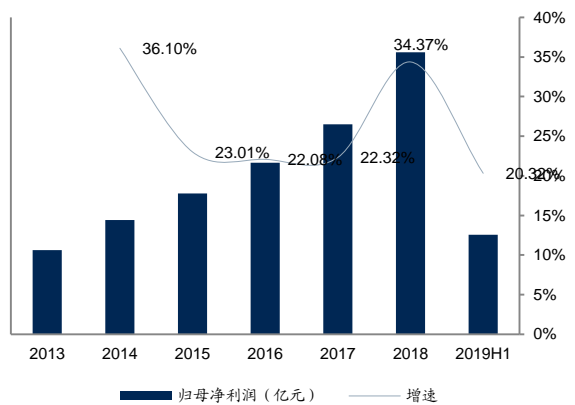
2019 上半年完成营业收入 21.09 亿元，由于剥离 TestAmerica 的影响同比增长 -29.21%；实现归母净利润 2.20 亿元，同比增长 20.32%。业绩持续保持高增长。

图 28: 公司营收增长稳健



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 29: 公司净利润近几年增长较快，2019H1 增长 20.32%

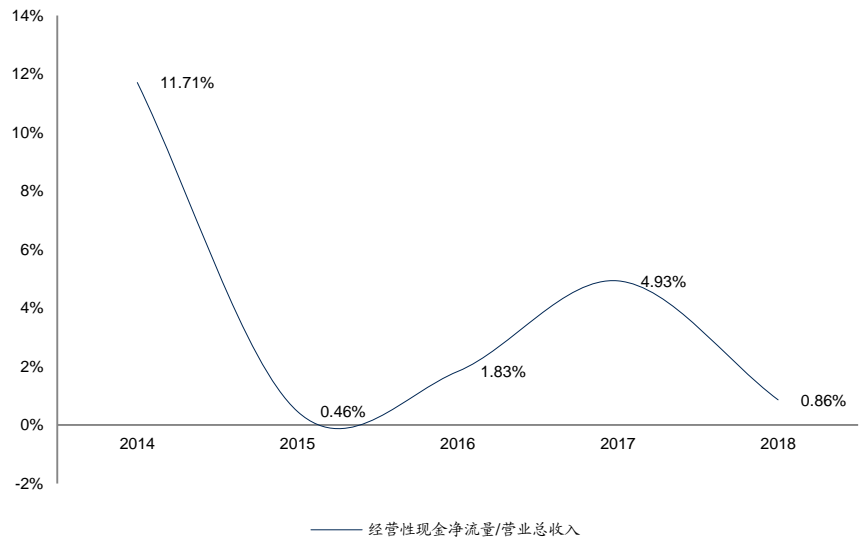


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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。2018 年净流入 0.61 亿元，占比营收比重为 0.86%。

图 30: 公司近几年的经营现金流流入持续增长

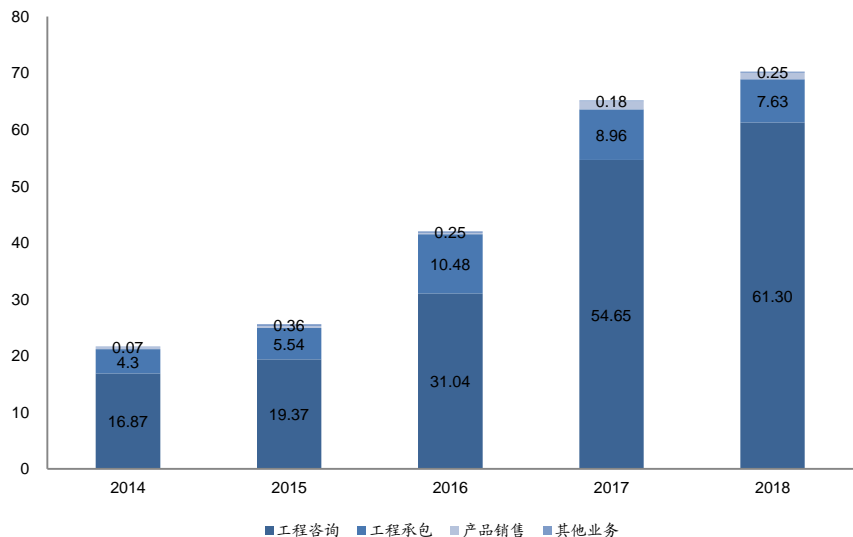


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

聚焦工程咨询主业, 四大核心业务出现分化

近三年来, 公司主营业务工程咨询从 19.37 亿元增长到 61.30 亿元, CAGR 达到 46.82%, 占比从 75.59%提升到 87.20%。

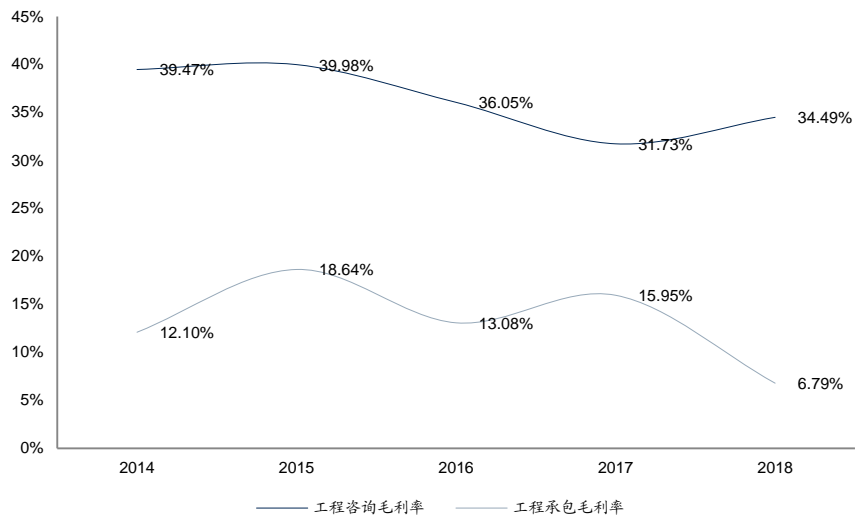
图 31: 公司工程咨询业务近三年 CAGR 达到 47.96%, 占比达到 83.84%



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。2018 年, 公司工程咨询业务毛利率为 34.49%, 远高于工程承包业务的毛利率 6.79%。

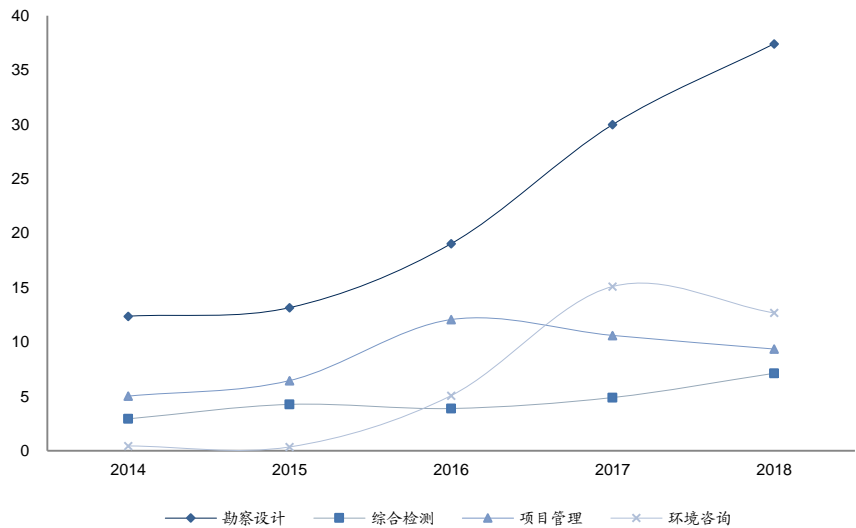
图 32: 公司工程咨询业务毛利率远高于工程承包业务



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在最近一年出现明显分化。2018 年, 勘察设计业务完成营收 37.42 亿元, 同比增长 24.79%; 综合检测业务完成营收 7.12 亿元, 同比增长 45.57%, 维持快速增长趋势; 环境咨询业务由于剥离 “TestAmerica” 子公司, 实现营收 12.67 亿元, 同比下降 16.09%; 项目管理业务由于公司主动的战略收缩, 完成营收 9.35 亿元, 同比下降 11.79%。

图 33: 勘察设计和综合检测业务保持快速增长, 项目管理和环境咨询业务出现下滑



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

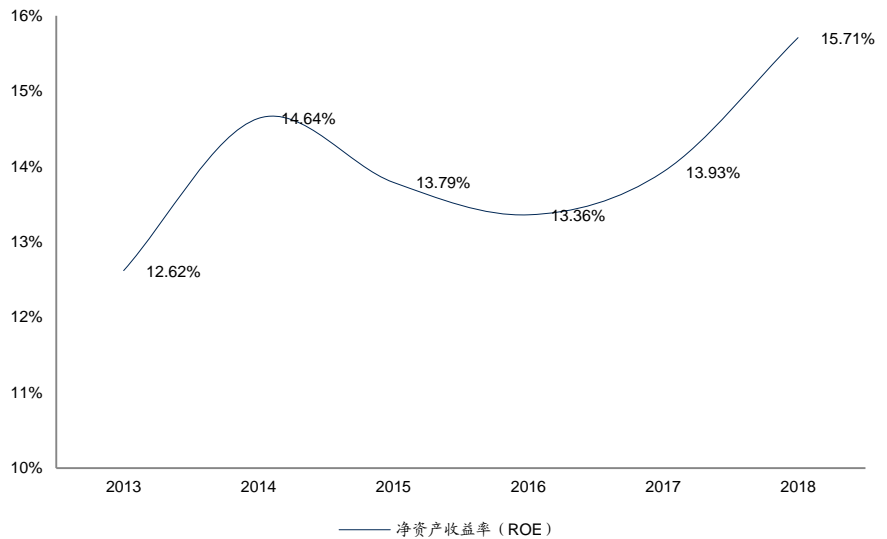
财务指标良好, 基本面稳健

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,

2018 年为 15.71%，同比提升 1.78pct。

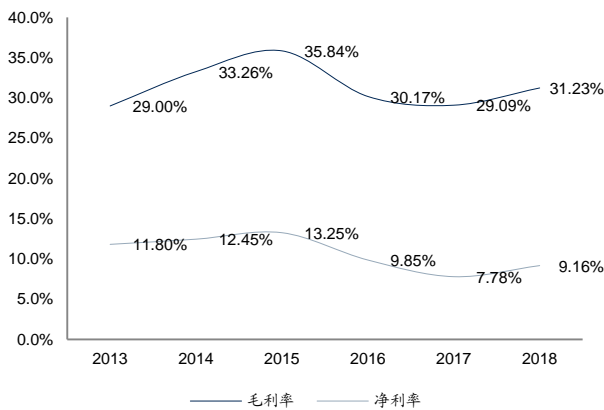
图 34: 公司净资产收益率稳中有增, 2018 年为 15.71%



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

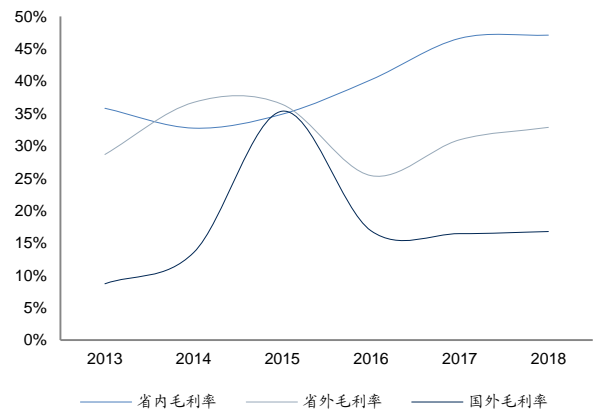
公司在江苏省内和省外的盈利水平有明显的差异, 其中省内市场的毛利率显著高于省外市场, 近年来无论是省内还是省外市场的毛利率均有稳步提升。2018 年, 公司毛利率为 31.23%, 同比提升 2.14pct; 省内毛利率为 46.63%, 同比提升 6.40pct; 公司净利率为 9.16%, 同比提升 1.38pct。

图 35: 公司毛利率和净利率均有所提升



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 36: 公司省内毛利率高于省外和国外毛利率

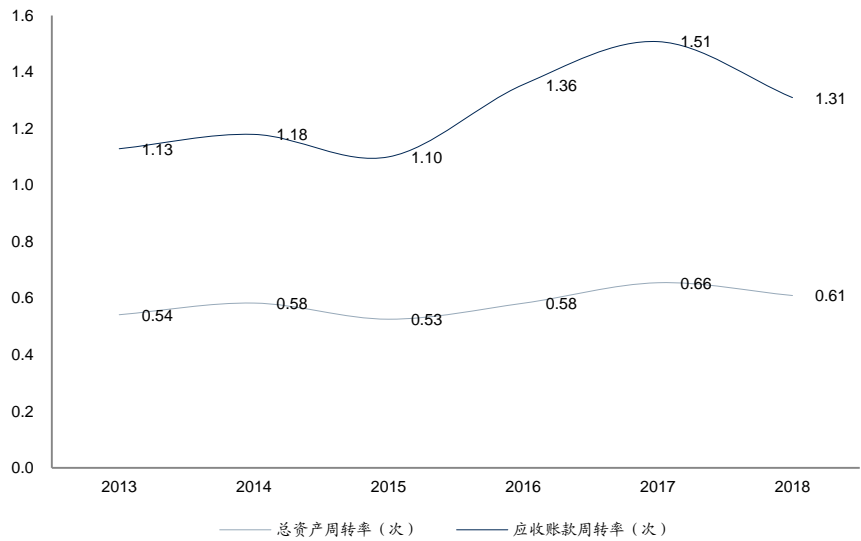


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

运营能力有所下滑, 应收账款风险可控

近两年, 由于公司涉足重资产的工程承包 EPC 项目, 运营能力有所下滑。2018 年, 公司总资产周转率为 0.61 次, 同比下滑 6.90%; 应收账款周转率为 1.31 次, 同比下滑 13.14%。

图 37: 公司总资产周转率和应收账款周转率有所下滑

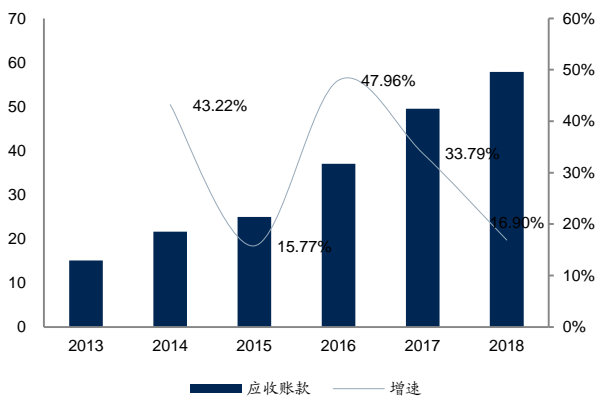


资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

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 2018 年底, 公司应收账款账面价值为 57.83 亿元, 同比增长 16.90%。

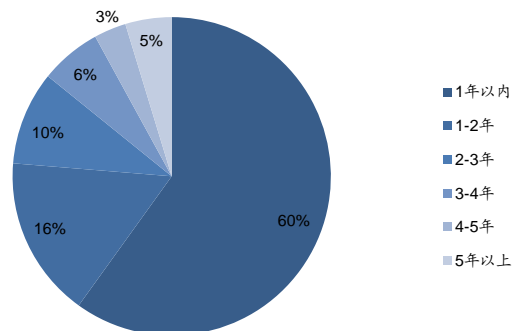
虽然公司应收账款较多, 但公司应收账款的质量较好。一方面, 公司的主要客户为华东地区财政基础较好的地方政府部门及其下属的基础设施投资管理公司, 资信良好, 发生大额坏账的可能性较小; 另一方面, 公司的应收账款主要以 3 年以内的居多, 占比达到 86%, 风险相对较小, 且公司对不同年限的应收账款计提坏账较为充分, 其中 2018 年合计计提了 2.91 亿, 超过当年归母净利润的 45%。

图 38: 公司近几年应收账款情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 39: 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

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，但总经理及管理层的变动较大，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 19: 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。
朱晓宁	44	副总经理	高级工程师。 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 11.64 元，相对公司当前股价依然有近 25% 的溢价空间。

表 20: 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 11.64）
董事长符冠华	4,502,024	0.13%	19.55（除权价 11.64）
合计	17,289,746	2.34%	19.55（除权价 11.64）

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

2019年6月，公司正式开启了事业伙伴计划（第 23 期员工持股计划）。共有董事、高管、核心业务骨干等 78 人（其中董监高 10 人）参与认购。本员工持股计划的资金来源为员工自筹资金和公司按 1:1 计提的员工持股专项基金，总计 4,779.36 万元，如果按公告日的市值来估算，本次员工持股计划将要回购股份占总股本的比例约为 0.54%。其中以个人出资购买的股票部分锁定期为 3 年，

以专项基金出资购买的股票部分锁定期为 8 年。

早在 2014 年，公司就完成了第 1 期员工持股计划。目前公司估值处在历史低点，在当前时点进行员工持股计划能够充分为员工谋福利，有利于激发核心员工的活力，彰显了管理层及员工看好公司的长期发展和股价表现。

表 21: 公司三次员工持股计划情况

名称	时间	认股情况	认购金额
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
第 3 期员工持股计划	2019 年 6 月	78 名各层级员工参与认购	4779.36 万元

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

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 2018 年底，公司合计开展 14 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 40: 公司上市以来的重大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

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。截至 2018 年底，公司有 5 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 3 家子公司在业绩承诺期，截止目前的业绩也均超额达成。

表 22: 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
	江苏交科交通设计研究院有限公司	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
	江苏益铭检测科技有限责任公司	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

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。截至 2018 年底，公司已经完成对江西、广东、湖南等 24 个省份的布局。

表 23: 公司近几年主要新设机构情况

年份	新设机构
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
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
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 ）勘察设计院有限公司、苏交科（ 广州 ）工程勘察设计院有限公司、苏交科（ 重庆 ）工程勘察设计院有限公司、 贵州 苏交科工程勘察设计院有限公司、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
2018 年	苏交科(深圳)市政工程勘察设计院有限公司、苏交科集团湖南工程检测有限公司、山西苏交科炳坤工程勘察设计院有限公司、苏交科(武汉)交通规划设计有限公司、克州交科规划勘察设计院有限公司、湖北青木岗河环境建设有限公司、苏交科(浙江)交通规划设计有限公司

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、华中六大片区进行经营，并分别由两个副总裁进行分管。

表 24: 公司各大片区下属经营省份

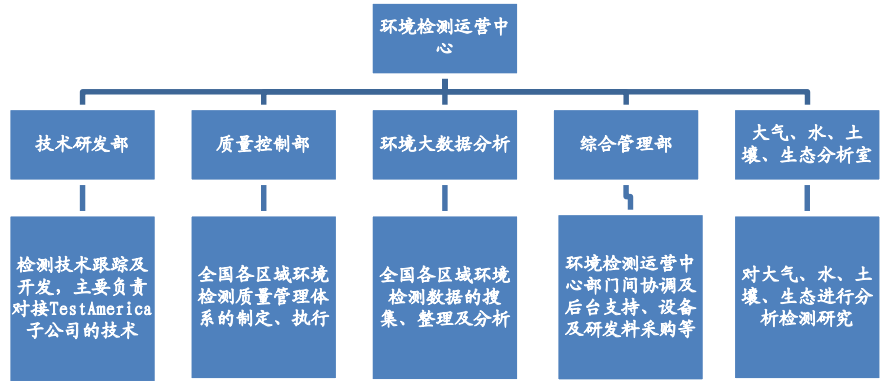
片区名称	下属省份
华北大区	内蒙古、山西、河北、北京、辽宁、吉林、黑龙江
华东大区	浙江、江西、湖南
华中大区	山东、河南、江苏、安徽、湖北、上海
华南大区	福建、广东、广西
西南大区	西藏、四川、重庆、贵州、云南
西北大区	新疆、青海、宁夏、甘肃、陕西

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

深化环境检测产业链布局，优化管理效率

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。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。

图 41：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。

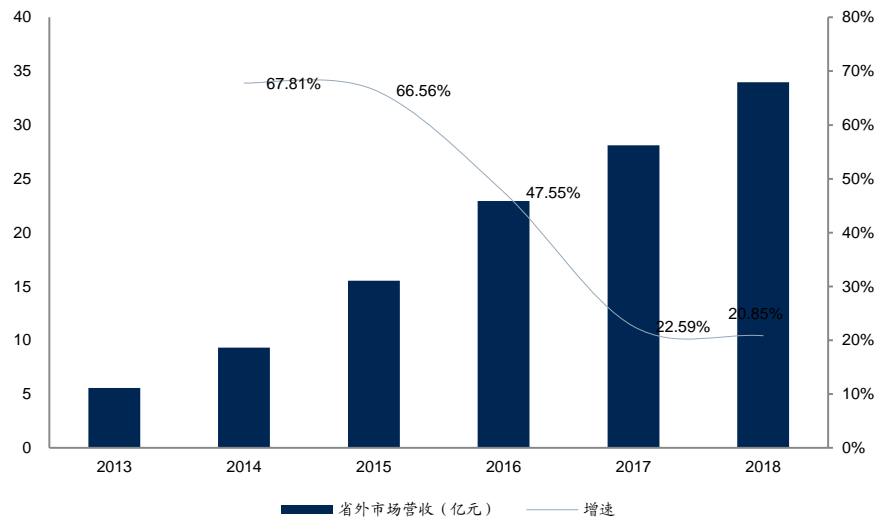
表 25：主要同业公司均建有区域中心进行全国化业务管理

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），采取在不同地区设立实验室，在经济发达地区华中、华南等多个区域中心检测基地；拥有遍建成了门类齐全、布局合理的实验室检测服务布深圳、上海等地的 100 多个实验室。	网络。
宇驰检测	设有 18 家子公司和 16 家分公司，覆盖华南、建立了覆盖全国主要省市的服务网络，健全的东北、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。	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 家合作实验室，能为全球客户提供公正、快捷、可靠、一致的运营网络覆盖 20 余个国家和地区，遍布全球本土化服务。	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	先后在昆明、重庆、福州、广州、北京等地设通过分支机构建设项目，拟建设 11 个分支机构，覆盖全国的经营网络不断健全，构，并建设厦门、昆明、新疆等 3 个区域性推动区域中心建设。	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增长。

图 42: 公司近几年省外市场持续保持快速增长，2018 年增长 20.85%



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

图 43: 典型的 ERP 系统示意图



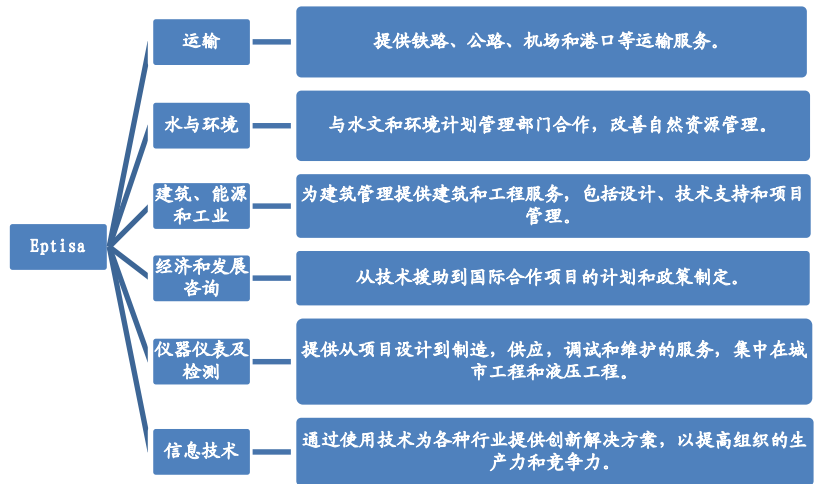
资料来源: 公开资料整理, 国信证券经济研究所整理

面向“一带一路”市场，全面整合 EPTISA 子公司

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 2013-2015 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 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交科主营业务相符，具有较强的互补性。

图 44: 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

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。目前 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 45 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。

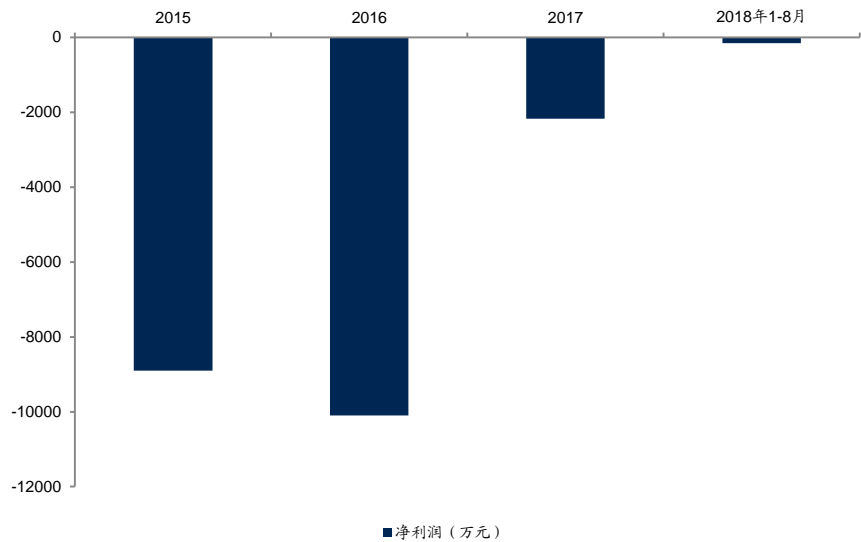
图 45: Eptisa 业务分布在欧美、非洲、亚洲和中东，遍布“一带一路”沿线



资料来源: Eptisa 官网, 国信证券经济研究所整理

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，使得 Eptisa 实现不断减亏，我们预计有望在今年实现盈利。

图 46: 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

2018 年末，Eptisa 在手订单额已经超过 13 亿元，订单保障比接近 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。

表 26: 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

近年来，由于 Eptisa 项目承揽和生产速度大于回款进度，导致资产负债率偏高，营运资金出现短缺。为优化 Eptisa 子公司的资产负债结构，增强其业务承接能力和资本实力，加速公司“一带一路”战略布局，公司 2018 年以 2,382,925.71 欧元购入 SAFER INVESTMENTS S.à.R.L 持有的 Eptisa 3.2840% 股份，另将应收 Eptisa 的 2,200 万欧元债权通过债转股方式转变为对 Eptisa 的投资款。本次增资完成后，公司对 Eptisa 合计持股比例由 93.98% 提升为 98.38%，改善了 Eptisa 资产结构，补充公司经营快速发展中的营运资金需求。

未来公司将继续重点开拓包括“一带一路”在内的国际市场，通过加强与 Eptisa 的战略联合，整合全球优势资源，加强属地化服务，实现双方的优势互补，共同打造全球性工程咨询服务的高端平台。

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

行业方面，当前中国交通建设空间较大，特别是在公路的密度和人均占有里程上，中国与发达国家相比仍存在差距，基建作为政府稳增长的重要手段将持续推进，而设计咨询行业处于基建产业链前端将优先受益。目前设计咨询行业集中度低、全国分散，随着城市化进程的放缓，龙头企业的优势日益明显，行业整合将是大势所趋。

公司方面，工程承包业务由于受到公司管理能力的限制，过快的增长会推高负债率且不利于公司盈利能力的提升，未来订单将逐步放缓，毛利率难以提升；勘察设计、环境检测等轻资产业务则有望继续保持高增长，毛利率也趋于稳定。

将公司的各业务进行分拆，具体每项的预测如下。

表 27: 公司业务收入拆分 (亿元)

收入预测	2017	2018	2019E	2020E	2021E
勘察设计					
收入	29.99	37.42	44.90	52.99	61.99
增长率	57.51%	24.77%	20.00%	18.00%	17.00%
毛利率	38.24%	39.95%	38.24%	38.00%	38.00%
环境咨询					
收入	15.1	12.67	13.94	15.33	16.86
增长率	197.83%	-16.09%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	15.82%	16.89%	15.00%	15.00%	15.00%
综合检测					
收入	4.89	7.12	8.19	9.25	10.27
增长率	26.03%	45.60%	15.00%	13.00%	11.00%
毛利率	36.28%	34.83%	34.00%	35.00%	35.00%
项目管理					
收入	10.60	9.35	10.29	11.62	13.37
增长率	-12.11%	-11.79%	10.00%	13.00%	15.00%
毛利率	19.41%	12.73%	15.00%	14.00%	13.00%
其他主营业务					
收入	4.43	3.49	3.84	4.30	4.82
增长率	157.56%	-21.22%	10.00%	12.00%	12.00%
毛利率	26.31%	28.94%	26.00%	26.00%	26.00%
其他					
收入	0.19	0.25	0.28	0.32	0.36
增长率	-24.00%	31.58%	10.00%	15.00%	15.00%
毛利率	59.58%	68.00%	55.00%	60.00%	60.00%
合计					
收入	65.20	70.30	81.43	93.81	107.67
增长率	55.16%	7.82%	15.83%	15.20%	14.78%
毛利率	29.09%	31.21%	30.38%	30.50%	30.55%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理及预测

未来 3 年盈利预测

表 28: 未来 3 年盈利预测表

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	7030	8143	9381	10768
营业成本 (百万元)	4834	5669	6520	7478
销售费用 (百万元)	148	186	211	232
管理费用 (百万元)	695	954	1107	1258
财务费用 (百万元)	116	79	66	62
营业利润 (百万元)	749	912	1130	1383
利润总额 (百万元)	750	942	1159	1413
归属于母公司净利润 (百万元)	623	782	963	1174
EPS	0.64	0.81	0.99	1.21
ROE	15%	17%	18%	20%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理及预测

按上述假设条件,我们得到公司 19-21 年营业收入分别为 81.43、93.81、107.68 亿元, 归属母公司净利润分别为 7.82/9.63/11.74 亿元, 每股收益分别为 0.81/0.99/1.21 元。

盈利预测情景分析

表 29: 情景分析 (乐观、中性、悲观)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
乐观预测					
营业收入(百万元)	6,519	7,030	8,254	9,635	11,201
(+/-%)	55.2%	7.8%	17.4%	16.7%	16.3%
净利润(百万元)	464	623	797.01	996.34	1231.51
(+/-%)	22.3%	34.4%	27.9%	25.0%	23.6%
摊薄 EPS	0.48	0.64	0.82	1.03	1.27
中性预测					
营业收入(百万元)	6,519	7,030	8,143	9,381	10,768
(+/-%)	55.2%	7.8%	15.8%	15.2%	14.8%
净利润(百万元)	464	623	782.42	963.12	1173.72
(+/-%)	22.3%	34.4%	25.5%	23.1%	21.9%
摊薄 EPS(元)	0.48	0.64	0.81	0.99	1.21
悲观的预测					
营业收入(百万元)	6,519	7,030	8,032	9,131	10,345
(+/-%)	55.2%	7.8%	14.2%	13.7%	13.3%
净利润(百万元)	464	623	767.83	930.34	1117.45
(+/-%)	22.3%	34.4%	23.2%	21.2%	20.1%
摊薄 EPS	0.48	0.64	0.79	0.96	1.15

资料来源: 国信证券经济研究所预测

风险提示

估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值在 11.34-12.15 元之间, 但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的, 特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本 (WACC) 的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定, 都加入了很多个人的判断:

- 1、公司未来的应收账款周转率和存货周转率均采用近三年的平均值来估计, 如果行业景气度、融资环境、政策导向等变化后可能会使未来公司账期变长, 导致未来 10 年自由现金流计算值偏高, 从而导致估值偏乐观的风险;
- 2、加权资本成本 (WACC) 对公司估值影响非常大, 我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 4.00%、风险溢价 8.0%, 可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低, 从而导致公司估值高估的风险;
- 3、我们假定未来 10 年后公司稳定的 TV 增长率为 2%, 公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化, 公司持续成长性实际很低或负增长, 从而导致公司估值高估的风险;
- 4、相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较, 选取了可比公司 2019 年平均动态 PE 做为相对估值的参考, 同时考虑公司的市场地位、公司治理、业绩表现等, 对行业平均动态 PE 进行修正, 最终给予公司 14-15 倍 PE, 可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

1、对于公司主营业务的收入增速，我们综合公司最近一年的新签订单以及经营计划来进行预测，但如果公司实际的订单落地较慢或者出现较大的坏账，可能会造成公司业绩增长不及预期。

2、由于公司是行业的龙头，且收入规模较大，所以我们假设未来公司主营业务的盈利能力保持稳定。但如果未来公司的业务结构、管理水平等发生较大的变化，有可能造成主营业务的毛利率下滑。

3、对于公司未来的期间费用率，考虑到业务的增长情况，我们给与了稍高于最近一年的预测值，但可能仍有低估未来公司相关费用支出从而造成盈利预测偏高的风险。

经营风险

与传统的建筑施工企业相比，公司开展施工的经验较少，在工程承包领域的管理能力相对较弱，造成了工程管理业务的毛利率低于行业平均水平，甚至项目存在亏损的风险。

应收账款坏账风险

建筑行业是典型的资金驱动型行业，垫资施工的经营模式使得建筑企业的应收账款和长期应收款占用资金比例较大。随着公司工程承包业务规模逐年增长，未来应收款项可能继续保持增长，相应的坏账损失风险增加，给公司的利润增长和现金流造成了一定的压力。

基建投资放缓风险

基建投资是影响建筑业需求的重要因素，直接关系着交通产业链上所有企业的发展。从市场整体来看，今年以来基建投资增速有了明显的回升，但未来依然存在不确定性。政策方面，PPP 市场规范和调整的趋势短期不会改变，地方政府债务被严格控制，大型基建项目进度有可能被推迟甚至无法落地，从而造成公司的业绩不及预期。

投资并购整合风险

近年来，公司通过投资、并购、参股等多种方式积极推进公司的战略部署，将业务范围拓宽到环境业务、综合检测、电力等领域。虽然公司在并购目标选择和团队融合方面积累了一定的经验，但标的公司特别是境外标的公司，与本公司在法律法规、会计税收制度、商业惯例、企业文化等经营管理环境方面存在较大差异。投资并购后的整合能否顺利实施以及整合效果能否达到并购预期存在一定的不确定性。

商誉减值的风险

如果收购标的公司业绩经营未达预期、未来经营环境出现重大不利变化，或者公司与标的公司无法实现有效整合并发挥协同效应，标的资产的估值水平将会下降，并出现商誉减值的情况。

汇率波动风险

公司积极开拓国外市场，特别是公司 2016 年并购了西班牙 EPTISA 后，随着人民币国际化进程的加快，汇率的波动将会对境外以历史成本计价资产带来影响。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	2651	1753	1858	2055	营业收入	7030	8143	9381	10768
应收款项	6030	6985	8047	9236	营业成本	4834	5669	6520	7478
存货净额	68	81	93	107	营业税金及附加	31	36	42	48
其他流动资产	152	176	202	232	销售费用	148	186	211	232
流动资产合计	9358	9450	10657	12086	管理费用	695	954	1107	1258
固定资产	689	542	390	223	财务费用	116	79	65	61
无形资产及其他	226	217	208	199	投资收益	76	26	26	26
投资性房地产	1912	1912	1912	1912	资产减值及公允价值变动	(332)	(332)	(332)	(332)
长期股权投资	68	80	92	104	其他收入	(201)	0	0	0
资产总计	12254	12202	13259	14525	营业利润	749	913	1131	1385
短期借款及交易性金融负债	3072	2002	2002	2002	营业外净收支	1	29	29	29
应付款项	2101	2486	2861	3284	利润总额	750	942	1160	1414
其他流动负债	1884	2290	2638	3020	所得税费用	106	133	164	200
流动负债合计	7057	6778	7501	8307	少数股东损益	21	26	32	39
长期借款及应付债券	372	372	372	372	归属于母公司净利润	623	783	964	1175
其他长期负债	279	0	(279)	(557)					
长期负债合计	651	373	94	(185)	现金流量表 (百万元)				
负债合计	7708	7151	7595	8122	净利润	623	783	964	1175
少数股东权益	303	319	338	361	资产减值准备	120	(84)	(92)	(89)
股东权益	4243	4709	5283	5983	折旧摊销	172	118	130	142
负债和股东权益总计	12254	12178	13216	14465	公允价值变动损失	332	332	332	332
					财务费用	116	79	65	61
关键财务与估值指标					营运资本变动	(308)	(563)	(748)	(795)
每股收益	0.64	0.81	0.99	1.21	其它	(107)	99	111	112
每股红利	0.22	0.33	0.40	0.49	经营活动现金流	832	685	697	877
每股净资产	4.37	4.85	5.44	6.16	资本开支	349	(209)	(209)	(209)
ROIC	17%	15%	18%	19%	其它投资现金流	(174)	0	0	0
ROE	15%	17%	18%	20%	投资活动现金流	139	(221)	(221)	(221)
毛利率	31%	30%	30%	31%	权益性融资	7	0	0	0
EBIT Margin	19%	16%	16%	16%	负债净变化	(474)	0	0	0
EBITDA Margin	21%	17%	17%	18%	支付股利、利息	(214)	(316)	(390)	(475)
收入增长	8%	16%	15%	15%	其它融资现金流	1711	(1069)	0	0
净利润增长率	34%	26%	23%	22%	融资活动现金流	341	(1386)	(390)	(475)
资产负债率	65%	61%	60%	59%	现金净变动	1313	(922)	86	181
息率	2.4%	3.5%	4.4%	5.3%	货币资金的期初余额	1338	2651	1753	1858
P/E	14.4	11.4	9.3	7.6	货币资金的期末余额	2651	1729	1838	2039
P/B	2.1	1.9	1.7	1.5	企业自由现金流	1348	459	461	641
EV/EBITDA	11.2	11.4	10.1	9.0	权益自由现金流	2584	(661)	412	580

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