

新老基建齐发力，设计龙头稳增长

苏交科（300284.SZ）首次覆盖深度报告

核心结论

发展战略清晰，历史业绩稳健增长。自上市以来，公司业绩整体保持稳健增长。2012-2019年，公司营业收入CAGR+26.07%，归母净利润CAGR+26.28%。细分来看，公司的发展主要经历了市场布局从江苏省内到全国再到全球，业务布局从公路到市政、铁路、环保等领域的三个阶段。

三大逻辑看好公司未来发展。一是受益于逆周期调控和财政资金支持，年内基建投资增速继续回升；交通强国战略逐步推进，基建REITs起航，支撑中长期基建投资；工程咨询行业作为基建产业链前端将率先受益。预计到2025年我国工程勘察设计行业市场规模达12.5万亿元，相较于2019年CAGR+12%。二是随着基建向高质量、一体化、智能化发展，市场对工程咨询企业的综合实力提出了更高的要求，未来公司凭借其强劲的综合实力有望实现市占率的稳步提升。三是公司战略积极进取，不断探索新的增长动力。一方面，不断加强自身检测能力、拓展检测领域，推动检测业务高增长；另一方面，积极布局智慧交通，并携手阿里云，形成互补合作，未来有望充分受益。

实际控制人或将变更为广州国资委，大建设蓝图雏形初现。公司时隔八年重回国资怀抱，并未就近选择当地国资或央企，而是将橄榄枝抛给了千里之外的广州国资，其背后蕴含的是未来粤港澳大湾区广阔的建设机遇。实际控制人发生变更后，公司或将迎来大量优质订单的释放。

投资建议：我们对于公司未来三年的盈利预测仅仅是基于公司现有业务的发展，属于一个保守预测。预计公司2020-2022年EPS0.78/0.95/1.18元/股，CAGR+16.66%。参考可比公司2020年平均12XPE，我们认为可给予公司2020年12XPE，对应目标价为9.36元，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：基建投资放缓风险，盈利恢复程度不及预期风险，应收账款坏账风险，工程质量事故风险。

核心数据

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	7,030	5,967	6,732	7,703	9,021
增长率	7.8%	-15.1%	12.8%	14.4%	17.1%
归母净利润（百万元）	644	737	767	943	1,170
增长率	34.4%	16.1%	4.1%	22.9%	24.1%
每股收益（EPS）	0.64	0.74	0.78	0.95	1.18
市盈率（P/E）	12.3	10.6	10.2	8.3	6.7
市净率（P/B）	1.5	1.6	1.4	1.2	1.1

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

1 | 请务必仔细阅读报告尾部的重要声明

公司评级	增持
股票代码	300284
前次评级	
评级变动	首次
当前价格	7.89

近一年股价走势



分析师

雒雅梅 S0800518080002

 luoyamei@research.xbmail.com.cn

联系人

王璐
 18179615973
 wanglu@research.xbmail.com.cn

相关研究

索引

内容目录

投资要点	5
关键假设	5
区别于市场的观点	5
股价上涨催化剂	5
估值与目标价	5
苏交科核心指标概览	6
一、苏交科：稳健增长的民营工程咨询行业龙头	7
1.1 国内首家工程咨询上市公司，员工持股激发企业活力	7
1.2 历史复盘：发展战略清晰，业绩稳健增长	8
1.2.1 行业投资/区域布局/产业链拓展是公司业绩增长的重要驱动力	8
1.2.2 公司股价与业绩紧密相关	11
二、行业迎来景气周期，市场整合龙头受益	12
2.1 新一轮基建浪潮开启，工程咨询行业率先受益	12
2.1.1 逆周期调节发力，基建投资短期继续改善	12
2.1.2 基础设施 REITs 风口已至，“交通强国”支撑基建中长期需求	14
2.1.3 设计费率有望提升，工程咨询行业增量空间达 6 万亿	17
2.2 行业迎来加速整合阶段，龙头强者恒强	18
三、对标 AECOM，公司市占率有望提升	21
3.1 公司核心竞争力稳固，发展节奏领先同行	21
3.2 他山之石：战略并购助力 AECOM 快速登顶	25
3.3 对标 AECOM，公司市占率有较大的提升空间	27
四、抓住机遇，打造新增长极	30
4.1 检测业务将迈入全面发展阶段	30
4.2 进军新基建，加速布局智慧交通	32
4.3 引入广州国资，大建设蓝图雏形初现	33
五、财务分析：盈利能力稳步提升，现金流管理能力较强	35
六、盈利预测与投资建议	39
6.1 盈利预测	39
6.2 投资建议	40
七、风险提示	41

图表目录

图 1：苏交科核心指标概览图	6
图 2：公司历史沿革	7

图 3: 公司股权较为集中	8
图 4: 公司发展可分为三个阶段	9
图 5: 2012-2013 年我国基建投资增速中枢约 16%	9
图 6: 2012 年公路投资增速大幅下滑	9
图 7: 2014-2015 年我国基建投资增速中枢约 20%	10
图 8: 2014-2015 年省外业务占比显著提升	10
图 9: 2016 年以来基建投资整体呈现下滑趋势	10
图 10: 公司营收规模行业第一	11
图 11: 自 2014 年起公司归母净利润超过同业竞争对手	11
图 12: 公司股价/估值复盘	11
图 13: 2020 年财政赤字率提高至 3.6% 以上	12
图 14: 2020 年地方专项债计划目标为 3.75 万亿	13
图 15: 2020 年 1-7 月累计发行地方专项债 2.27 万亿	13
图 16: 基建投资累计增速底部回升	13
图 17: 基建投资单月增速已转正	13
图 18: 基础设施 REITs 的重要意义	16
图 19: 设计咨询环节位于基建项目前端	17
图 20: 设计类新签订单增速有所加快	17
图 21: 近年来全国工程勘察设计行业实现持续高增长	17
图 22: 假设未来几年全国固定资产投资维持 5% 的增速	18
图 23: 我国工程咨询行业市场参与者众多	19
图 24: 我国工程咨询行业集中度低	19
图 25: 公司共有员工 8319 人	23
图 26: 公司高素质人才多	23
图 27: 公司研发支出金额远远超过同业水平 (亿元)	23
图 28: 公司研发支出占营收的比重均在 3% 以上	23
图 29: AECOM 业务规模迅速扩大	25
图 30: 2019 年公司市占率仅为 0.08%	27
图 31: 2018 年 AECOM 设计业务美国市占率为 5.5%	27
图 32: 并购后, 公司和被并购公司 ROE 整体均有所提升	29
图 33: 我国检验检测行业市场规模维持两位数增长	30
图 34: 第三方检测机构迎来快速发展期	30
图 35: 建筑、环保、食品等检测领域占比较大	31
图 36: 公司检测业务发展迅速	31
图 37: 交通管控依然是城市智能交通市场的主要部分	32
图 38: 珠江实业集团和广州国发基金的股权结构	33
图 39: 上市以来, 公司 ROE 稳步提升	35
图 40: 2012-2017 年, ROE 主要受总资产周转率影响	36

图 41: 2018-2019 年, 净利润带动 ROE 提升.....	36
图 42: 公司净利率与毛利率保持同步变动.....	36
图 43: 2017 年以来工程承包业务占比下降.....	36
图 44: 工程承包业务毛利率相对较低.....	37
图 45: 海外业务毛利率相对较低.....	37
图 46: 2019 年公司净利率高于同业.....	37
图 47: 2018-2019 年公司毛利率高于同业.....	37
图 48: 公司期间费用率上升幅度趋缓.....	37
图 49: 2019 年公司管理费用率同比下降 0.63pct.....	37
图 50: 经营性现金流表现较好.....	38
图 51: 应收账款规模不断扩大.....	38
图 52: 工程咨询业务周期长, 结算滞后.....	38
图 53: 目前公司 PE 估值处于行业较低水平.....	41
图 54: 公司当前估值处于历史底部.....	41
图 55: 目前公司 EV/EBITDA 处于历史较低水平.....	41
表 1: 公司推出三期员工持股计划.....	8
表 2: 全国 31 个省/市/自治区 2020 年交通固定资产投资计划.....	14
表 3: 江苏/浙江省交通强国行动方案.....	15
表 4: 文件对基础设施的定义.....	16
表 5: 预计 2025 年全国工程勘察设计行业市场规模达 12.5 万亿元.....	18
表 6: 2018 年中国工程设计企业 10 强.....	19
表 7: 工程设计行业资质标准.....	20
表 8: 关于打破建筑业地方保护主义的相关政策.....	21
表 9: 国内同行发展路径对比.....	22
表 10: 公司自上市以来发生的并购.....	24
表 11: AECOM 重大并购事件.....	26
表 12: 被并购公司大部分完成了业绩承诺.....	28
表 13: 甘肃科地被并购前后经营情况.....	28
表 14: 厦门市政院被并购前后经营情况.....	29
表 15: 江苏益铭检测被并购前后经营情况.....	29
表 16: 公司控制权变更整体方案实施前后股权结构变动情况.....	33
表 17: 粤港澳大湾区基础设施建设相关内容.....	34
表 18: 苏交科和设计总院融资成本简单测算.....	35
表 19: 公司分项收入和毛利率预测.....	39
表 20: 公司期间费用率预测.....	40
表 21: 2020 年行业可比公司 PE12X.....	40

投资要点

关键假设

1、我们预计 2020-2022 年公司工程咨询业务收入分别同比+12%/15%/18%，一是基建投资增速持续向好，设计咨询环节位于基建产业链前端将率先受益，二是公司检测业务布局效果显现，未来有望保持较快增长；预计 2020-2022 工程承包业务收入分别同比+20%/10%/10%，在公司不断完善全国布局的背景下保持平稳增长。

2、我们预计 2020-2022 年公司工程咨询业务毛利率分别为 38%/39%/40%，2020 年毛利率受上半年疫情影响有所下滑，2021-2022 年随着省外属地化管理效果不断显现，毛利率呈上升趋势；预计 2020-2022 工程承包业务毛利率维持 14.5%的水平。

3、我们预计 2020-2022 年公司期间费用率分别为 16.80%/16.55%/16.28%，伴随规模和管理提升，费用率呈持续下降趋势。其中，2020-2022 年销售费用率分别为 1.80%/1.70%/1.60%，管理费用率 8.80%/8.70%/8.70%，财务费用率 1.60%/1.55%/1.38%，研发费用率维持 4.60%。

区别于市场的观点

市场认为公司业绩的增长主要来自于上市后的频繁并购，对近年来并购减少后公司业绩能否维持较快的增长存疑。通过对公司进行历史复盘我们发现，公司业绩同样具有较强的内生性，外延并购只是公司快速拓展市场和业务领域的一种手段。未来一方面随着行业对工程咨询企业综合能力等要求越来越高，公司凭借其核心竞争力，能够整合行业资源，提高市占率，从而维持长期增长；另一方面公司积极布局检测业务和智慧交通，打造新的增长动力。

股价上涨催化剂

1、行业层面：逆周期调控发力，财政提供有力资金支持，年内基建投资增速继续回升；交通强国战略逐步推进，基建 REITs 起航，支撑中长期基建投资。

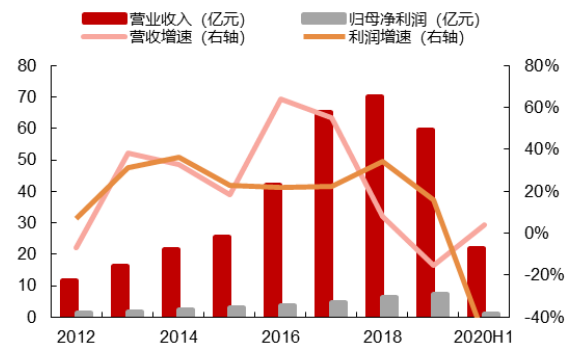
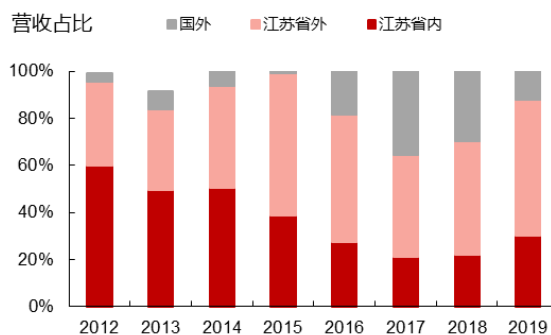
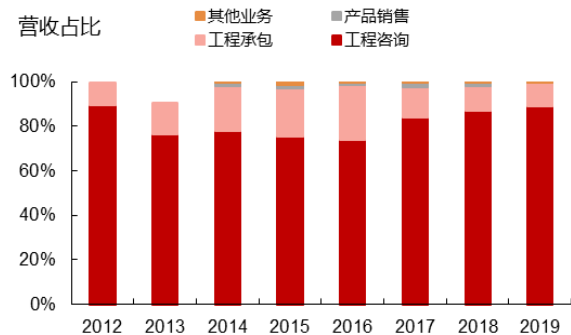
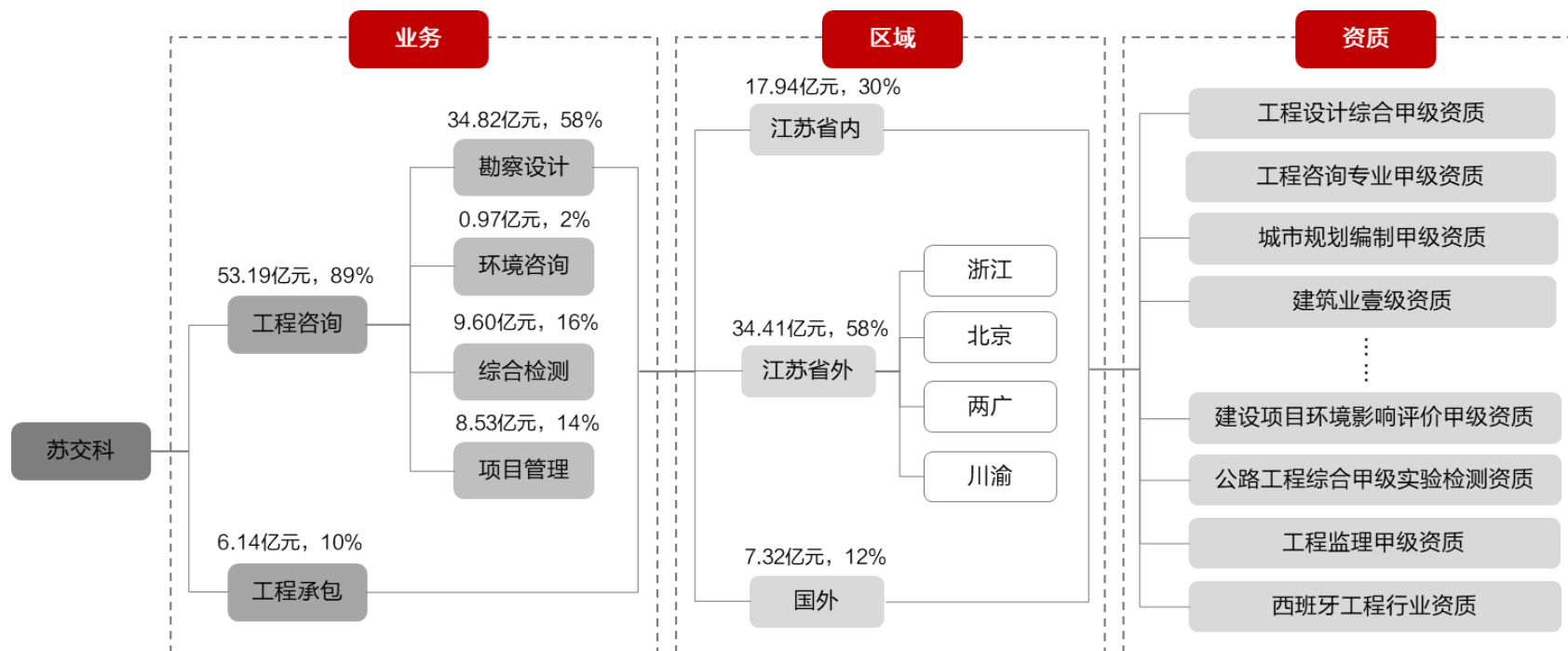
2、公司层面：基建向高质量、一体化、智能化发展，对工程咨询企业的综合能力要求更高，公司依托自身强劲的综合实力和资本市场优势有望获得更大的市场份额；积极布局检测业务和智慧交通，为公司注入新的增长动力。

估值与目标价

我们预计公司 2020-2022 年实现归母净利润 7.53/9.26/11.49 亿元，对应 EPS 0.78/0.95/1.18 元/股，YoY+4.10%/22.94%/24.06%，CAGR+16.66%。参考可比公司 2020 年平均 12XPE，我们认为可给予公司 2020 年 12XPE，对应目标价为 9.36 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

苏交科核心指标概览

图 1: 苏交科核心指标概览图



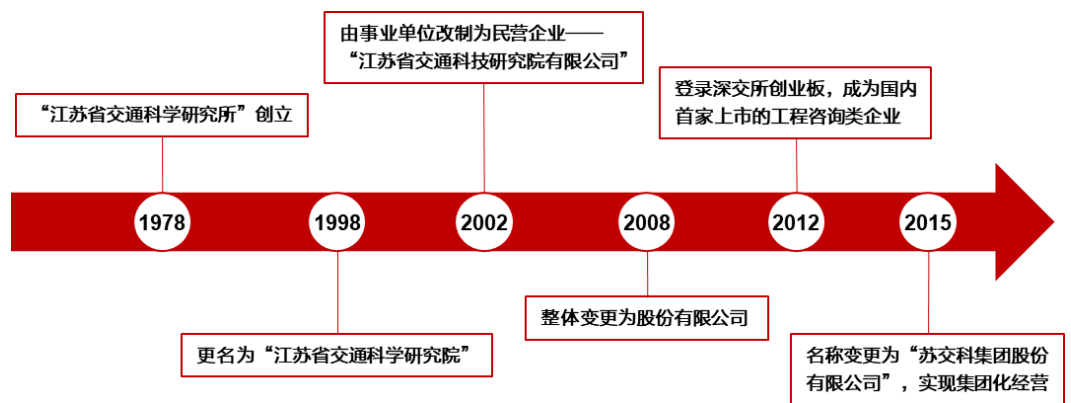
资料来源: 公司官网, 西部证券研发中心

一、苏交科：稳健增长的民营工程咨询行业龙头

1.1 国内首家工程咨询上市公司，员工持股激发企业活力

公司前身最早可追溯至 1978 年创立的“江苏省交通科学研究所”，1998 年更名为“江苏省交通科学研究院”，是江苏省交通厅下属的交通运输工程综合性科研设计机构。2002 年公司由事业单位改制为民营企业——江苏省交通科技研究院有限公司，并于 2008 年整体变更为股份有限公司。2012 年 1 月，公司成功登陆深交所创业板，成为国内首家上市的工程咨询类企业。2015 年，为进一步树立全国品牌，提升企业知名度，公司名称变更为“苏交科集团股份有限公司”，实现集团化经营。

图 2：公司历史沿革

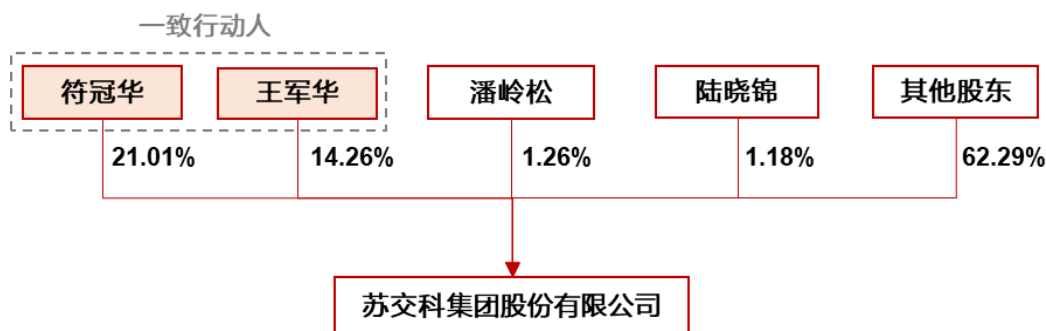


资料来源：公司公告，西部证券研发中心

以工程咨询业务为核心。公司定位于基建一站式综合解决方案提供商，主营业务包括工程咨询和工程承包两大类，业务领域涉及公路、市政、水运、铁路、城市轨道交通、环境、航空和水利、建筑、电力等行业。工程咨询业务是公司的核心业务，2019 年公司工程咨询业务收入占比 89.13%。工程咨询业务又主要包括勘察设计、环境业务、综合检测和项目管理四大项业务，其中勘察设计业务收入贡献最大，2019 年公司勘察设计业务收入占总收入比重为 58.35%。

控制权和治理结构稳定，员工持股计划激发企业活力。公司实际控制人为符冠华和王军华（2008 年结为一致行动人），合计持股 35.27%，自 2002 年改制设立以来，两人始终保持着对公司的支配能力和控制权，保证了公司控制权和治理结构的稳定。为充分调动员工的积极性和创造性，公司自上市以来不断完善利益共享和风险共担机制。2013 年 3 月公司首次推出了股权激励计划，激励人数达 40 人，其中包括管理人员 8 人。此外，公司还分别于 2014 年、2018 年和 2019 年推出了三期员工持股计划，截至 2020 年中报，三期员工持股计划共持有公司股份 1.74%。

图 3：公司股权较为集中



资料来源：公司公告，西部证券研发中心（截至 2020 年中报）

表 1：公司推出三期员工持股计划

	第一期员工持股计划	第二期员工持股计划	第三期员工持股计划
推出时间	2014 年 9 月	2018 年 4 月	2019 年 4 月
实施进度	已解锁	已实施，未解锁	已实施，未解锁
实际认购人数（人）	-	87	78
实际持股总额（股）	4,859,629	6,617,415	5,477,412
占总股本比例	0.50%	0.68%	0.56%
资金来源	自有资金	自有资金和公司给予年度业绩按 1:1 的比例相应提取的事业伙伴计划专项基金	自有资金和公司给予年度业绩按 1:1 的比例相应提取的事业伙伴计划专项基金
锁定期	3 年	以个人出资购买的股票部分锁定期为 3 年，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	以个人出资购买的股票部分锁定期为 3 年，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

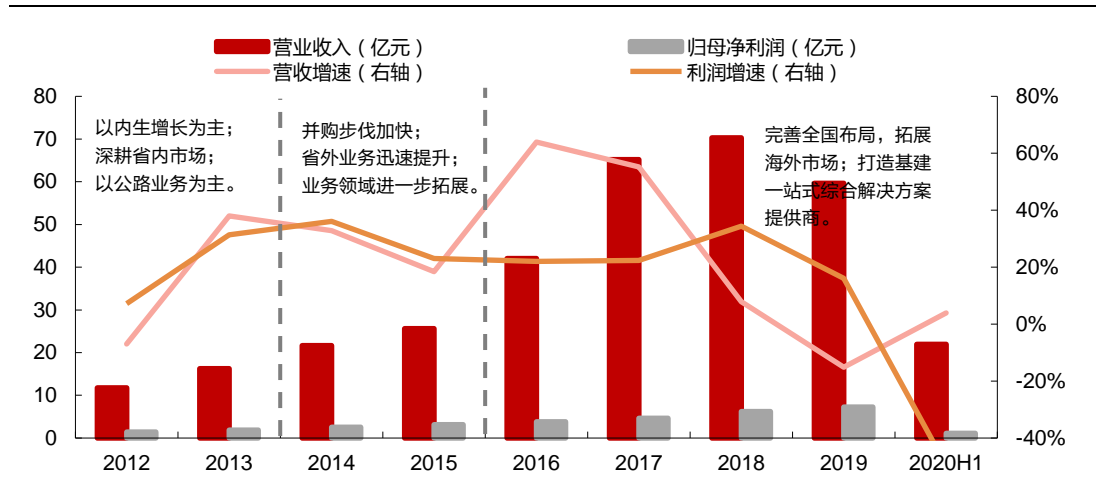
资料来源：公司公告，西部证券研发中心（截至 2020 年中报）

1.2 历史复盘：发展战略清晰，业绩稳健增长

1.2.1 行业投资/区域布局/产业链拓展是公司业绩增长的重要驱动力

自上市以来，公司业绩整体保持稳健增长。2012-2019 年，公司营业收入 CAGR+26.07%，归母净利润 CAGR+26.28%。细分来看，公司历史发展主要可以分为 2012-2013 年、2014-2015 年以及 2016 年至今三个阶段。

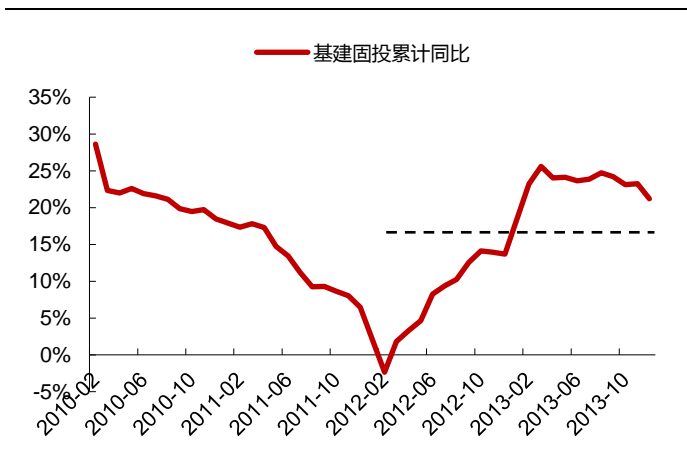
图 4：公司发展可分为三个阶段



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

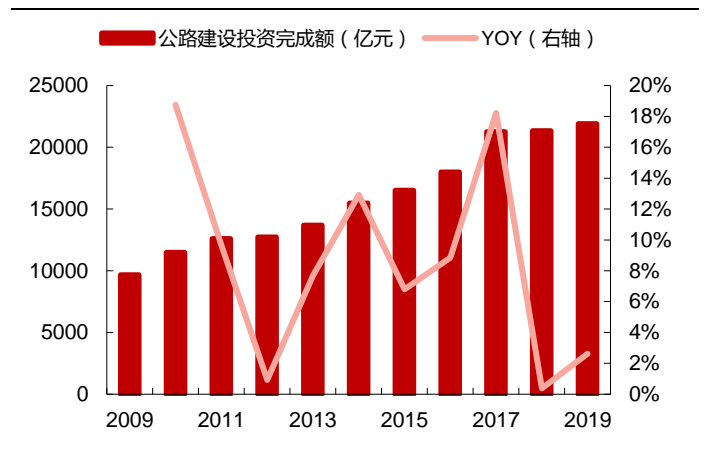
2012-2013 年：深耕省内市场，内生增长较强。2012-2013 年，我国基建投资增速呈现快速增长的态势，并在 2013 年维持 20% 以上，基建设计需求随之增长。期间内公司正处于上市初期，规模的扩大主要依靠内生式发展。公司深耕江苏省内市场，业务以公路领域为主；期间内收购了杭州华龙、甘肃科地和江苏三联 3 家公司，开始尝试拓展省外市场和市政等业务领域。2012-2013 年，公司营收分别同比-7.02%/+38.05%，归母净利润分别同比+7.19%/+31.32%，省内营收占比分别为 59.99%/49.56%。其中，2012 年公司营收出现负增长主要是公路投资增速大幅下滑所致，2012 年全国公路投资增速为 0.9%，同比下降 8.8pct。

图 5：2012-2013 年我国基建投资增速中枢约 16%



资料来源：wind，西部证券研发中心

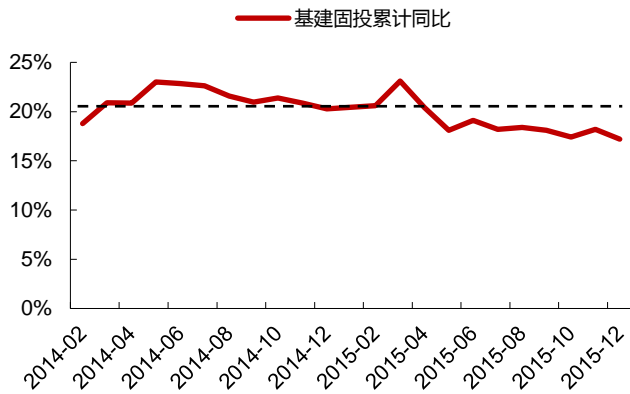
图 6：2012 年公路投资增速大幅下滑



资料来源：交通运输部，西部证券研发中心

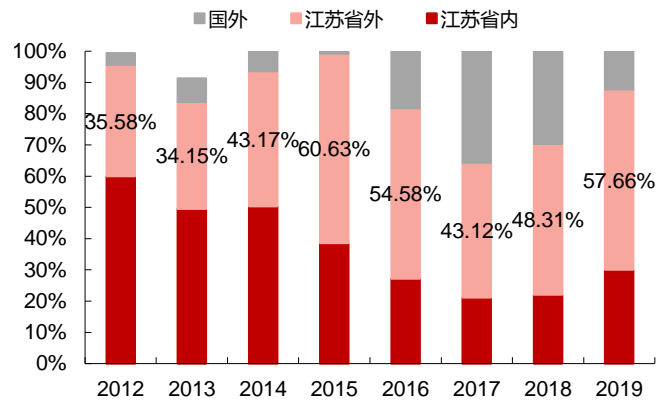
2014-2015 年：大力拓展省外市场，实现内生+外延双轮驱动。2014-2015 年，我国基建增速呈现小幅下滑的趋势，但整体依旧保持较高水平，增速中枢约 20%，基建设计需求旺盛。公司在继续依靠内生式发展的同时，进一步推动外延式扩张，期间内公司并购了淮交院、厦门市政院、中铁瑞威、英诺伟霆和博来规划 5 家公司，江苏省外业务迅速提升，业务进一步向市政、铁路、环保等领域拓展。2014-2015 年，公司营收分别同比+32.88%/+18.48%，归母净利润分别同比+36.10%/+23.01%，省外营收占比分别为 43.17%/60.63%。其中，2015 年公司营收增速放缓主要受宏观经济下行影响。

图 7：2014-2015 年我国基建投资增速中枢约 20%



资料来源：wind，西部证券研发中心

图 8：2014-2015 年省外业务占比显著提升

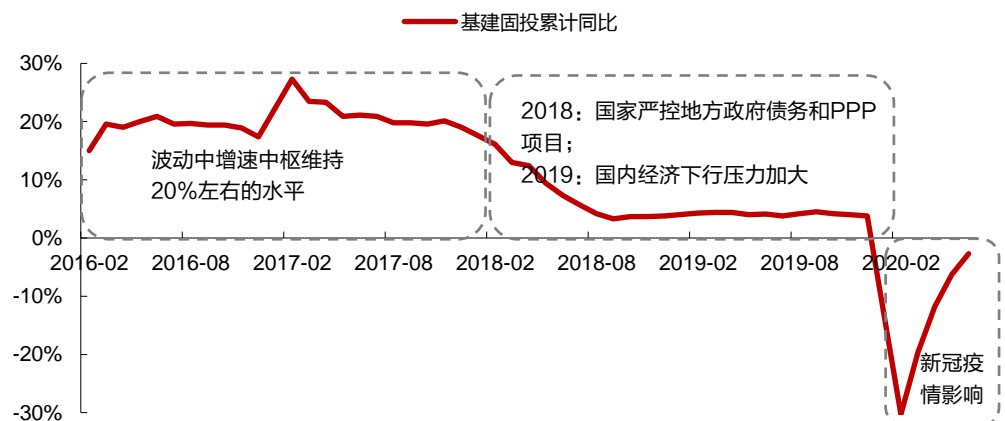


资料来源：wind，西部证券研发中心

2016 年至今：开启全球战略，全面布局环保产业。2016 年以来，我国基建投资整体呈现下滑趋势，影响基建设计需求。公司一方面在完善国内布局的同时，开启了海外扩张，2016 年公司收购了全球领先的工程设计咨询服务商西班牙公司 Eptisa，打造海外项目承接平台；另一方面通过收购 TestAmerican（已出售）、中山水利、益铭检测等公司，打通了环境业务全产业链布局。2016-2019 年，公司营收分别同比+63.95%/+55.17%/+7.84%/-15.12%，归母净利润分别同比+22.08%/+22.32%/+34.37%/+16.10%。其中 2018/2019 年受 TA 出表和工程承包业务收缩影响，营收增速有所下降。

2020H1 公司营收同比+3.99%，归母净利润同比-49.61%。分季度来看，Q1/Q2 营收同比分别-25.39%/+27.01%，归母净利润同比分别-91.21%/-21.81%；Q1 受疫情影响业绩下滑较大，Q2 业绩显著恢复，但受毛利率下滑影响，盈利依旧负增长。从近三年上半年业绩对全年贡献比例来看（营收占比平均为 38%，归母净利润占比平均为 31%），公司全年业绩较多体现在下半年。随着疫情影响减弱以及基建投资提速，预计公司全年业绩有望恢复。

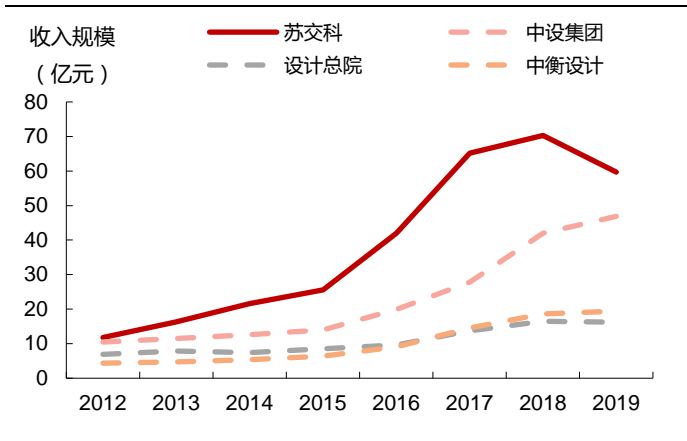
图 9：2016 年以来基建投资整体呈现下滑趋势



资料来源：wind，西部证券研发中心

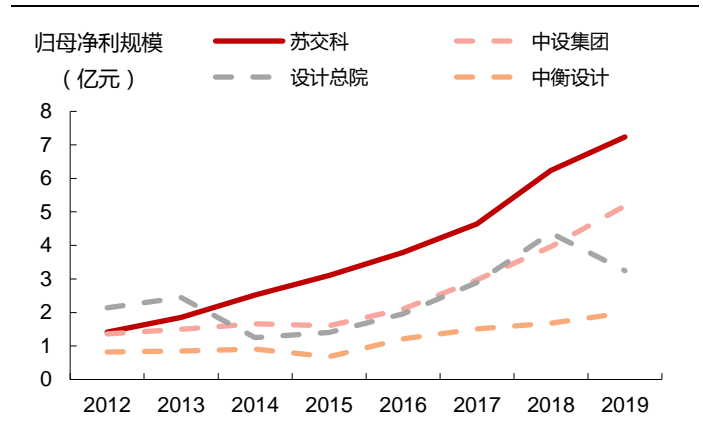
目前公司收入和净利润规模均超过同业竞争对手。2019 年 TA 出表以及公司战略性收缩工程承包业务，导致营收规模有所下降。除此之外，公司营收和归母净利润自上市以来保持持续增长的趋势，并自 2014 年双双超过同业竞争对手，成为行业第一。

图 10: 公司营收规模行业第一



资料来源: wind, 西部证券研发中心

图 11: 自 2014 年起公司归母净利润超过同业竞争对手



资料来源: wind, 西部证券研发中心

1.2.2 公司股价与业绩紧密相关

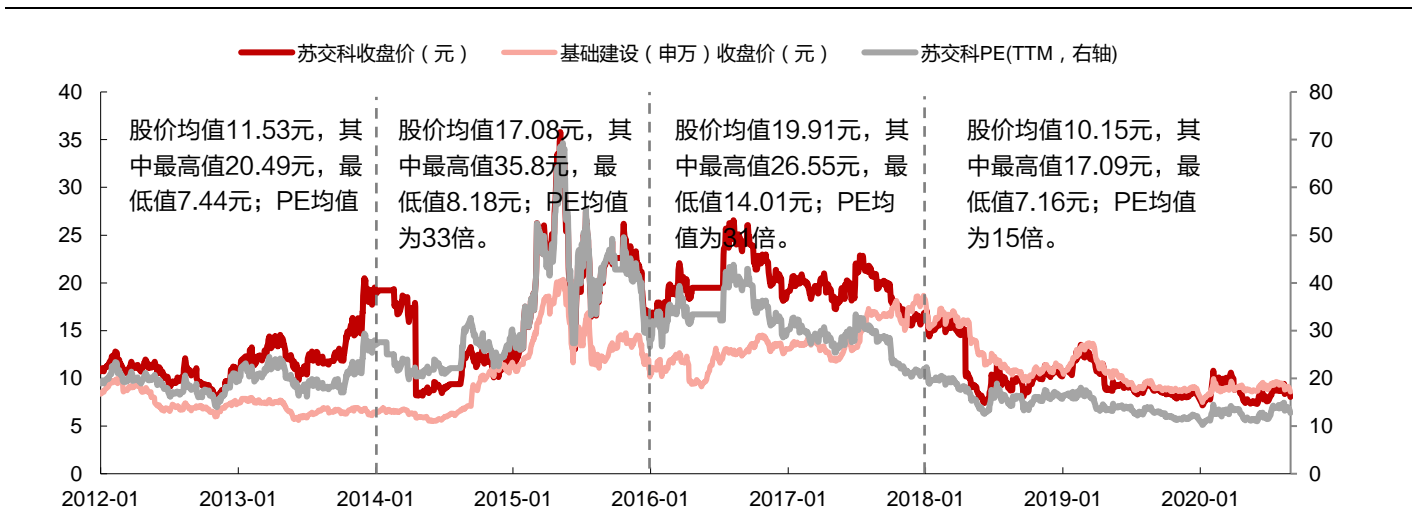
2012-2013 年: 在积极的财政政策和货币政策影响下, 2012 年基建投资增速持续回升, 并延续到了 2013 年, 设计咨询行业作为产业链前端率先受益。公司处于上市初期, 品牌形象和市场竞争能力大幅提升, 同时 2013 年公司推出股权激励计划, 充分调动管理层积极性, 实现营收和归母净利润 CAGR+13%/19%, 驱动股价上涨。

2014-2015 年: 货币环境持续宽松, 基建增速整体维持了相对高位, 但 2015 年增速较上年有所回落。公司通过并购等方式加速异地扩张, 实现区域和业务布局不断拓展, 营收和归母净利润 CAGR+25%/29%, 对应股价最高涨近 4 倍, PE (TTM) 均值达 33 倍。

2016-2017 年: “十三五”规划项目密集落地, 基建投资增速在波动中维持较高水平。公司开启全球战略, 同时全面布局环保产业, 实现营收和归母净利润 CAGR+59%/22%, 对应股价最高涨近 1 倍, PE (TTM) 均值达 31 倍。

2018 年以来: 在国家严控地方政府债务/PPP 项目以及“去杠杆”的大背景下, 基建投资增速逐步下滑。公司开始主动调整市场结构, 并于 2018 年 10 月出售了 TA, 2018-2019 年营收和归母净利润 CAGR-4%/+25%, 对应股价有所下跌, 目前仍维持在较低水平。

图 12: 公司股价/估值复盘



资料来源: wind, 西部证券研发中心

二、行业迎来景气周期，市场整合龙头受益

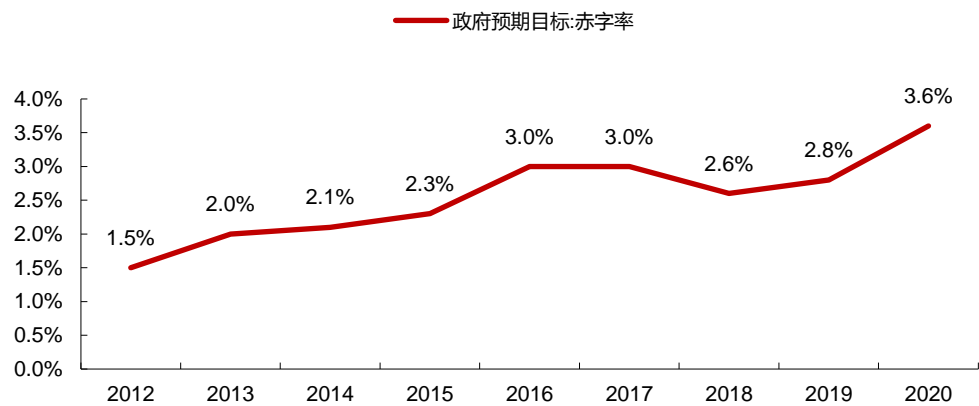
2.1新一轮基建浪潮开启，工程咨询行业率先受益

2.1.1逆周期调节发力，基建投资短期继续改善

新冠疫情之下，基建成为稳增长的主力军和先锋队。2020年年初，国内爆发的新冠肺炎疫情给我国经济社会运行带来了显著影响，二季度，随着疫情在全球扩散和蔓延，外需受到进一步冲击，国内经济发展的稳定需要更多着眼于投资和内需上，而加强基建正是扩大内需最直接、最有效的措施。2020年两会期间的政府工作报告提出要重点支持“两新一重”建设，主要是加强新型基础设施建设、新型城镇化建设以及交通、水利等重大工程建设；7月30日的年中政治局会议也强调要加快新型基础设施建设，加快国家重大战略项目实施步伐。

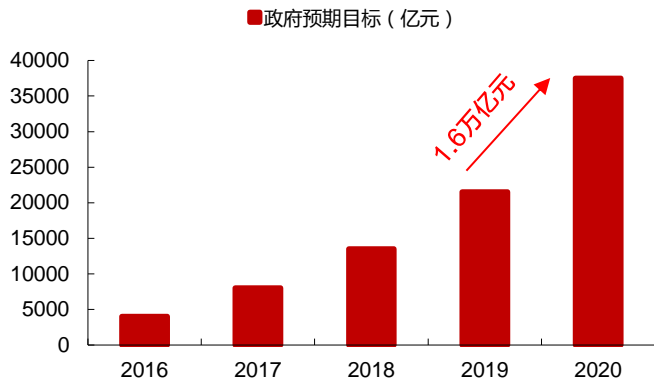
财政发力，行业资金面持续改善。为了缓解疫情对经济社会造成的负面影响，政府切实加大了财政资金投入。2020年我国财政赤字率提高至3.6%以上，赤字规模比去年增加了1万亿元，同时发行1万亿元抗疫特别国债（截至7月30日已全部发行完毕），全部转给地方，主要用于公共卫生等基础设施建设和抗疫相关支出。此外，2020年我国地方专项债的预期目标为3.75万亿元，比去年增加1.6万亿元，其中1-7月已经新发2.27万亿元，主要投资于基础设施建设和乡村振兴等其他民生领域相关项目。根据财政部7月27日发布的《关于加快地方政府专项债券发行使用有关工作的通知》，剩余专项债券也将于10月底之前发完。

图 13：2020 年财政赤字率提高至 3.6% 以上



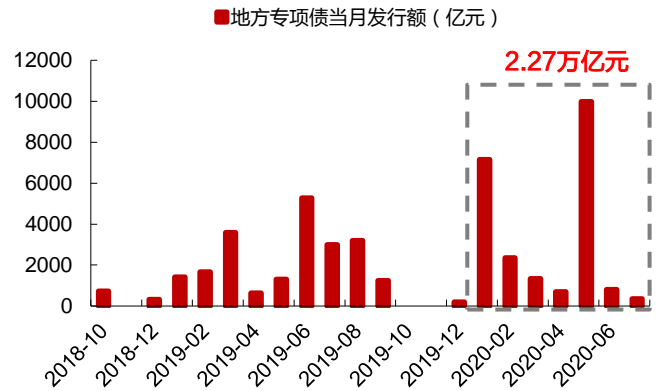
资料来源：中国政府网，西部证券研发中心

图 14：2020 年地方专项债计划目标为 3.75 万亿



资料来源：wind，西部证券研发中心

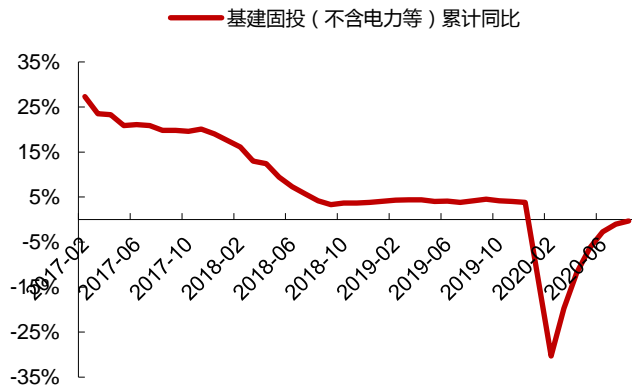
图 15：2020 年 1-7 月累计发行地方专项债 2.27 万亿



资料来源：wind，西部证券研发中心

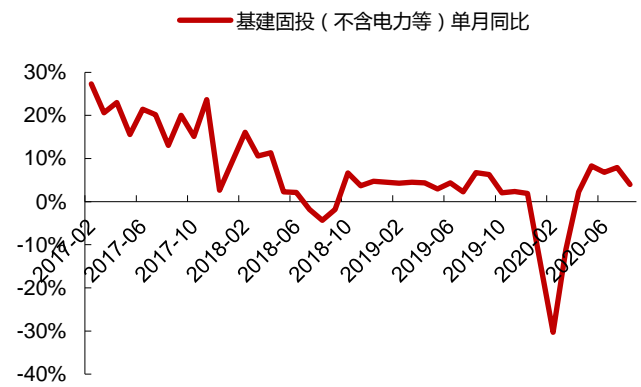
政策利好叠加资金保障，2020 年下半年基建投资将继续提速。随着国内疫情的好转以及各行业的复工复产，基建投资增速从 3 月份开始触底回升。2020 年 1-8 月，全国基建固投（不含电力等）累计同比-0.3%，增速环比 1-7 月上升 0.7pct；基建投资单月增速从 4 月份开始转正，8 月全国基建固投（不含电力等）单月同比+4.0%，增速环比下降 3.9pct。

图 16：基建投资累计增速底部回升



资料来源：wind，西部证券研发中心

图 17：基建投资单月增速已转正



资料来源：wind，西部证券研发中心

交通建设是基建的重点领域，2020 年全国交通运输计划投资约 2.7 万亿元，其中有 11 个省/市/自治区投资计划超过千亿。在 2020 年全国交通运输工作会议上，交通运输部提出 2020 年将完成铁路投资 8000 亿元，公路水路投资 1.8 万亿元，民航投资 900 亿元，确保全面完成“十三五”规划各项目标任务。目前全国 31 个省/市/自治区均发布了 2020 年交通投资计划，总投资额达 2.8 万亿元，与全国计划投资额相差不大。其中，浙江、云南、山东、重庆、江苏等 11 个省/市/自治区投资计划超过千亿。

表 2: 全国 31 个省/市/自治区 2020 年交通固定资产投资计划

省/市/自治区	2020 年交通投资计划 (亿元)	省/市/自治区	2020 年交通投资计划 (亿元)
浙江	3000	安徽	700
云南	3000	河南	600
山东	1842	上海	550.52
重庆	1600	新疆	542
江苏	1576	湖南	500
广西	1400	山西	500
四川	1400	黑龙江	440
广东	1300	西藏	420
贵州	1100	内蒙古	400
北京	1056	辽宁	252
湖北	1000	吉林	249
河北	950	青海	200
福建	900	海南	160
甘肃	820	宁夏	151
江西	700	天津	144.5
陕西	700	合计	28153.02

资料来源: 各省/市/自治区 2020 年交通运输工作会议, 西部证券研发中心

2020 年上半年交通基础设施建设逐渐恢复, 下半年有望加速推进。二季度以来, 疫情防控等各项工作发力见效, 交通固定资产投资率先得到恢复, 为稳投资、稳就业发挥了重要的先行官作用。2020H1 交通固定资产投资完成 1.45 万亿元, 同比+6.0%, 完成全年投资目标的 53.9%。其中, 铁路完成投资 3259 亿元, 同比+1.2%; 公路水路完成投资 10839 亿元, 同比+7.8%。下半年, 我国剩余交通运输计划投资 1.24 万亿元, 且 3 月交通运输部印发的《关于进一步做好公路水运工程疫情防控有序精准推动复工开工的通知》提出组织实施“十三五”规划备选项目, 并提前启动一批支撑国家战略实施、符合“十四五”规划方向的建设项, 为交通基础设施的持续恢复提供有力支撑。

2.1.2 基础设施 REITs 风口已至, “交通强国” 支撑基建中长期需求

交通基建仍是未来政策重点支持的方向。2019 年 9 月国务院印发了《交通强国建设纲要》, 提出到 2020 年完成决胜全面建成小康社会交通建设任务和“十三五”现代综合交通运输体系发展规划各项任务, 到 2035 年基本建成交通强国, 到 2050 年全面建成人民满意、保障有力、世界前列的交通强国。截至目前已有不少省/市/自治区制定了交通强国行动方案, 交通基础设施建设空间大。

随着新一代信息技术的发展, 数字化转型是交通基础设施发展的必然方向。《交通强国建设纲要》明确, 大力发展智慧交通, 推动大数据、互联网、人工智能、区块链、超级计算等新技术与交通行业深度融合。此外, 2020 年 8 月, 交通部印发《推动交通运输领域新型基础设施建设的指导意见》, 表示要推动交通基础设施数字转型、智能升级, 建设便捷顺畅、经济高效、绿色集约、智能先进、安全可靠的交通运输领域新型基础设施, 并提出到 2035 年, 交通运输领域新型基础设施建设取得显著成效。

公司深度研究 | 苏交科

表 3: 江苏/浙江省交通强国行动方案

交通强国江苏方案	中共江苏省委、江苏省人民政府	2020/4/2
----------	----------------	----------

重点建设任务

- 1、加快铁路建设，打造轨道上的江苏。到 2035 年，高快速铁路达到 5000 公里以上，货运铁路达到 1700 公里以上。
- 2、强化机场统筹，增强机场群功能。加快通用机场建设，到 2035 年，实现 15 分钟航程覆盖全省域。
- 3、加快过江通道建设，促进跨江融合发展。到 2035 年，已建和在建长江过江通道达到 36 座，长江两岸相邻县（市、区）实现直连快通。
- 4、完善公路网络，提升路网服务水平。到 2035 年，全面建成 6600 公里以上的“十五射六横十纵”高速公路网；推进“四好农村路”建设，到 2035 年，重点中心镇、特色小镇通二级及以上公路，进村入户覆盖率明显提升。
- 5、加强港口航道建设，发挥水运优势。到 2035 年，建成“两纵五横”干线航道网，高等级航道总里程 3600 公里以上；港口综合通过能力 22.5 亿吨，集装箱通过能力 2500 万标箱以上。
- 6、统筹管网布局，推进油气管网建设。推动管道项目建设和原有老旧管道增输改造，全面建成江北成品油管道，形成连接全省主要炼油厂和主要终端市场的原油、成品油输送网络。加大天然气干支管网建设。发挥沿海 LNG 接收基地的作用，同步推进一批支线管网建设。
- 7、强化枢纽体系，建设立体交通枢纽。到 2035 年，基本实现综合客运枢纽县级及以上节点全覆盖，多式联运枢纽在沿江沿海重点港区和内河重点港口全覆盖。

智慧交通体系建设

- 1、加快数字化发展，提升基础设施建管养效率。推进交通基础设施全周期数字化；完善交通运行综合监测体系；加强跨江大桥、水下长隧道等关键基础设施全寿命周期健康性能监测；全面推进智慧公路、智慧航道、智慧港口、智慧机场等建设，推动交通重点路段、重要节点的交通感知网络全覆盖，实现智慧基础设施网络化运营管理。
- 2、加强信息融合，提升客货运输效率。整合建设各种运输方式的数据中心、移动应用平台；推动长三角交通运输信息资源共享，深化跨部门数据共享应用；加强与互联网公司、电信运营商等合作，打造指尖出行助手；完善船联网平台，推广智能过闸系统应用；在全国率先建成省级无人承运人监测与服务平台，培育具有全国影响力的无人承运人企业，推广线下基地、线上平台、商业贸易、产经信息、物流配送等融为一体的智慧物流运营模式。

浙江未来 30 年交通发展规划	中共浙江省委、浙江省人民政府	2020/4/17
-----------------	----------------	-----------

重点建设任务

- 1、打造世界一流强港。建成一批 30 万吨级以上泊位、千万级集装箱港区和智能化码头集群
- 2、补强客货并重、能力充分的干线铁路网。构建大容量、高效率的客运铁路网，快速铁路里程达到 4100 公里。
- 3、建成层次分明、功能相适的现代公路网。建成外联内畅、通达快捷的高速公路网，总里程达到 7600 公里；建成布局均衡、衔接高效的普通国省道网，总里程达到 1.4 万公里，陆上每个县域形成 2 条以上普通国省道，覆盖省级中心镇；建成广泛覆盖、通村达组的高水平“四好农村路”，总里程达到 11.7 万公里，基本实现自然村通等级公路、有条件建制村通双车道公路。
- 4、形成干支衔接、通江达海的内河航运网。实施内河水运复兴计划，国家级高等级航道总里程达到 1600 公里，实现各市三层集装箱船舶通江达海。
- 5、建设多级协同、辐射全球的航空服务网。编制“空地一体”航空规划，建成 9 个运输机场和 60 个以上 A 类通用机场。
- 6、构建多式融合、通勤高效的轨道交通网。加快建设都市区城际铁路网、大湾区通勤铁路网，推动市域（郊）铁路向周边延伸，总里程达到 1800 公里，形成以四大都市区为核心的 1 小时通勤圈。加密城市轨道交通网，有效衔接各功能组团和枢纽节点，总里程达到 1200 公里。
- 7、完善海陆联动、功能齐全的能源管道网。强化原油管道保障能力，总里程达到 1300 公里；提升成品油管道输出能力，总里程达到 2600 公里；完善省级天然气管网，总里程达到 6370 公里，基本实现陆域管输天然气供应全覆盖。
- 8、打造覆盖全省、诗画韵味的城乡绿道网。打造特色多样、功能完备的绿道网，总里程达到 3 万公里。
- 9、打造综合枢纽促进交通高效衔接。以高铁、机场为核心，建设 100 个综合客运枢纽；以多式联运为核心，建设 44 个综合货运枢纽。

智慧交通体系建设

- 1、构建覆盖主要交通设施和装载工具的泛在信息网，推动工程云建设，提升交通规划、建设、运营和管理全过程数字化水平。
- 2、完善综合交通智慧云平台，开发大数据集成应用，打造交通大脑。
- 3、建立智慧高速公路标准体系，构建引领全球的智慧路网体系。
- 4、统筹推进智慧铁路、智慧港航、智慧机场、智慧物流等建设。
- 5、发展无人驾驶，完善公共测试设施，加快打造应用场景。

重大工程

- 1、“十大千亿”工程：都市圈环线、洋山港区整体开发、宁波西综合枢纽、沪杭甬超级磁浮、沪甬跨海大通道、沪舟甬跨海大通道等，总投资超 1.2 万

亿元。

2、“百大百亿”工程：包括103个项目，总投资约2.4万亿元，涵盖公路、铁路、轨道、水运、枢纽等各种交通运输方式。

资料来源：各地区政府网站，西部证券研发中心

我国基础设施公募 REITs 正式扬帆起航。2020年4月30日，证监会、国家发改委联合发布了《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点相关工作的通知》，文件指出聚焦重点区域、重点行业、优质项目，推动基建 REITs 在证券交易所公开发行业务。2020年8月7日，证监会又发布了《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》，对基础设施 REITs 的设立、发售、运营等相关参与主体的权责等做出了明确规定。

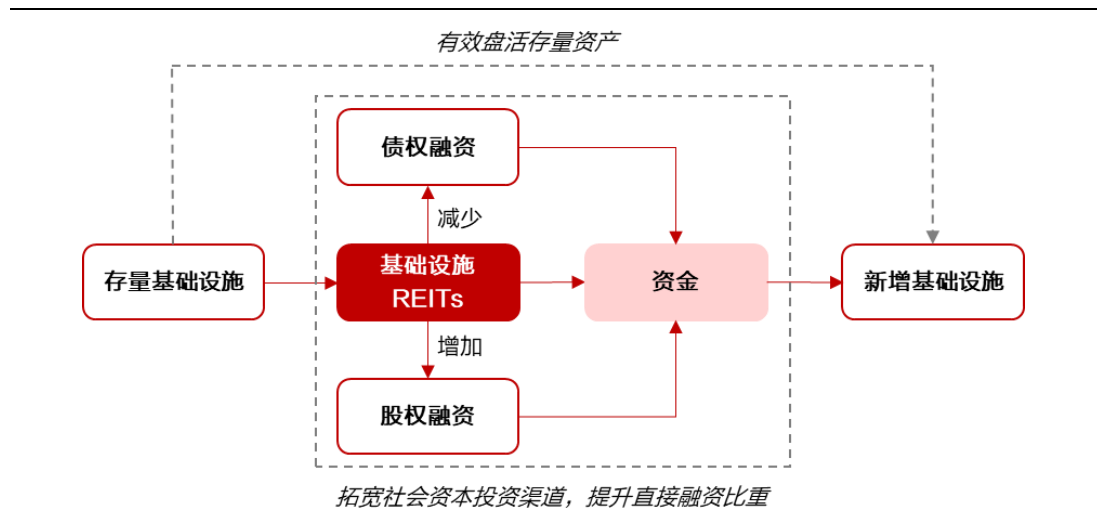
表 4：文件对基础设施的定义

试点通知		试行指引
优先支持行业	仓储物流、收费公路等交通设施	仓储物流、收费公路、机场港口等交通设施
	水电气热等市政工程	水电气热等市政设施
	城镇污水垃圾处理、固废危废处理等污染治理项目	污染治理、信息网络、产业园区等其他基础设施
鼓励开展试点	信息网络等新型基础设施	不含住宅和商业地产
	国家战略性新兴产业集群、高科技/特色产业园区等	
优先支持京津冀、长江经济带、雄安新区、粤港澳大湾区、海南、长江三角洲等重点区域，支持国家级新区、有条件的国家级经济技术开发区开展试点。		

资料来源：证监会，发改委，西部证券研发中心

基础设施 REITs 为基建投资补充中长期资金。基础设施 REITs 是国际通行的配置资产，具有流动性较高、收益相对稳定、安全性较强等特点，能有效盘活存量资产，拓宽社会资本投资渠道，提升直接融资比重，增强资本市场服务实体经济质效。目前我国基础设施存量规模超过100万亿元，即使是仅将1%的存量进行资产证券化也可带来1万亿的资金，从而有效助力中长期基建。

图 18：基础设施 REITs 的重要意义

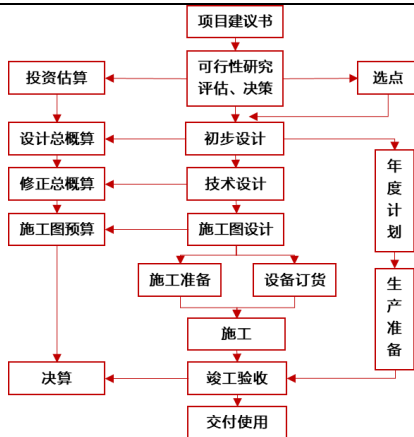


资料来源：证监会，发改委，西部证券研发中心

2.1.3 设计费率有望提升，工程咨询行业增量空间达6万亿

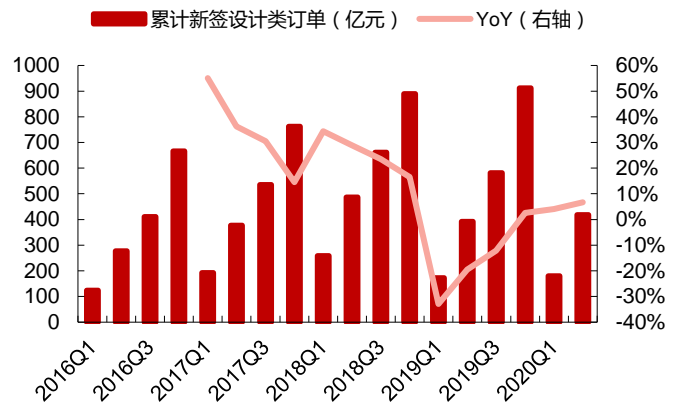
基建回暖已在工程咨询端有所体现。从基建项目流程来看，设计咨询环节要领先于项目的正式开工，当行业投资整体出现边际变化时，也将最先传导至工程咨询行业。根据中国交建、中国中铁和中国铁建公司公告，2020H1 三家公司累计新签设计类订单合计 418.50 亿元，同比 +6.75%，增速环比有所加快，基建回暖已在设计端有所体现。

图 19：设计咨询环节位于基建项目前端



资料来源：住建部，西部证券研发中心

图 20：设计类新签订单增速有所加快

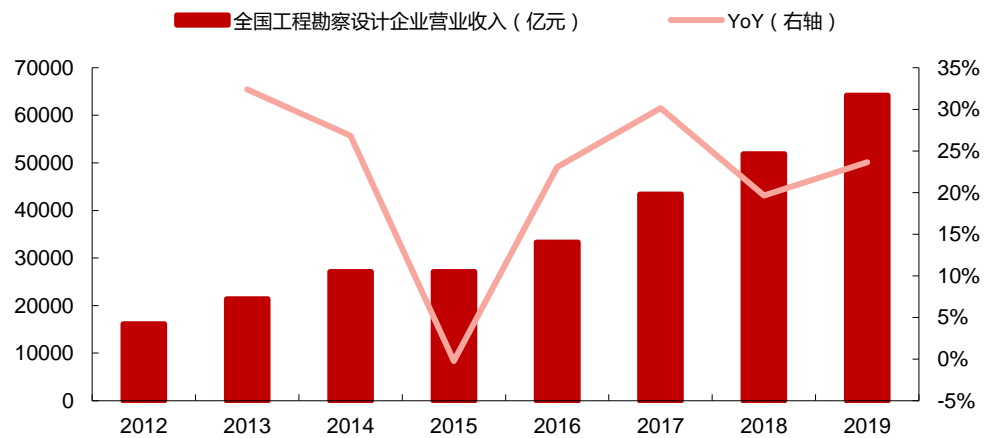


注：图中所示为中国交建、中国中铁和中国铁建累计新签设计类订单的合计值

资料来源：中国交建/中国中铁/中国铁建公司公告，西部证券研发中心

“十四五”建设规划有望开启新一轮设计热潮。根据住建部发布的《2019 年全国工程勘察设计统计公报》，截至 2019 年末全国工程勘察设计行业市场规模达 64200.9 亿元，同比+23.66%，近年来实现持续高增长。本轮工程咨询行业扩张的起点始于 2016 年，即“十三五”规划的开局之年，主要系规划中的建设项目在前期密集开展勘察设计工作，2016-2019 年全国工程勘察设计行业营收 CAGR+24.41%。2019 年 7 月底，交通部宣布“十四五”综合交通运输发展规划的编制工作全面启动，“十四五”规划是全面推进交通强国建设的第一个五年规划，前期落地项目体量大、质量高，因此我们判断 2021 年前后将成为工程咨询行业新周期的起点。

图 21：近年来全国工程勘察设计行业实现持续高增长



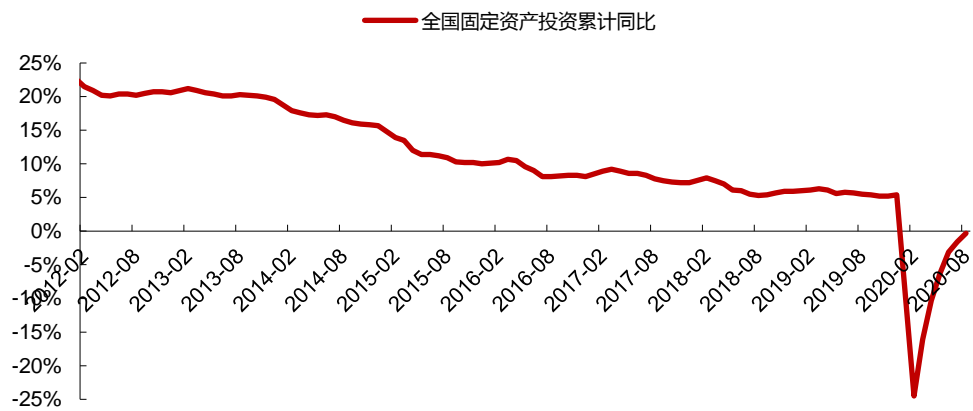
资料来源：住建部，西部证券研发中心

与发达国家相比，我国工程咨询行业收费标准仍有较大的提升空间。据住建部和国家统计局数据，2019 年我国工程勘察设计行业营收（扣除工程总承包收入）占当年固定资产投资比重为

5.45%，自 2015 年以来不断提升，但相对发达国家水平依然偏低。据公司招股说明书，德国工程咨询费占工程造价的比重约为 7.5%-14%，英国为 8.85%-13.25%，美国为 6%-15%。我国工程咨询行业收费标准相对较低主要是由于行业的市场化改革起步较晚，在发改委 2014 年发布《关于放开部分建设项目服务收费标准有关问题的通知》之前，我国工程咨询行业的收费方式是沿袭计划经济时代制定的国家指导定价方法。

预计 2025 年全国工程勘察设计行业市场规模达 12.5 万亿元。随着行业对工程设计咨询的要求及重视度不断提高，设计费率也将逐步上升。2016-2019 年，行业设计费率提升了 1.73pct，假设到“十四五”结束（即 2025 年），我国设计费率稳步提升至 7.5%，扣除工程总承包后的勘察设计行业营收占总营收比重降至 45%，全国固定资产投资维持 5%的增速，则可测算出 2025 年全国工程勘察设计企业营收规模将达到 12.5 万亿元，相较于 2019 年 CAGR+12%。

图 22：假设未来几年全国固定资产投资维持 5%的增速



资料来源：wind，西部证券研发中心

表 5：预计 2025 年全国工程勘察设计行业市场规模达 12.5 万亿元

	全国工程勘察设计企业 其中：扣除工程总承包后			全国固定资产投资 (亿元)	设计费率
	营业收入 (亿元)	收入 (亿元)	占比		
2015	27089	17590	65%	562000	3.13%
2016	33338	22553	68%	606466	3.72%
2017	43391	22584	52%	641238	3.52%
2018	51915	25869	50%	645675	4.01%
2019	64201	30562	48%	560874	5.45%
2025E	125271	56372	45%	751625	7.50%

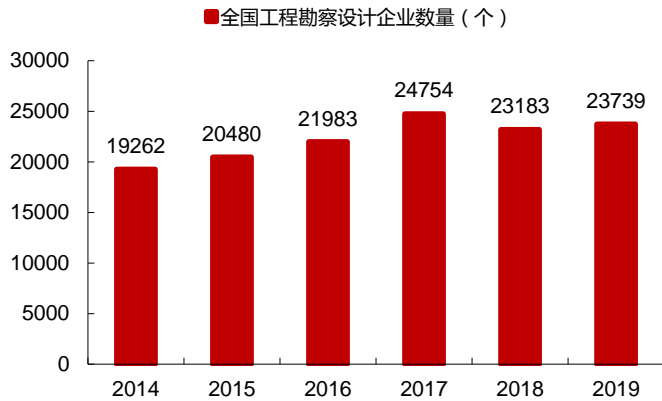
资料来源：住建部，国家统计局，西部证券研发中心

2.2 行业迎来加速整合阶段，龙头强者恒强

我国工程咨询行业竞争格局分散，头部公司市占率低。目前我国工程咨询行业市场参与者众多、集中度低，呈现出“大行业、小企业”的竞争格局。根据住建部发布的《2019 年全国工程勘察设计统计公报》，截至 2019 年全国共有 23739 家工程勘察设计企业，同比+2.4%。根据 ENR 的统计数据，2018 年行业前 10 名的工程咨询企业合计市占率仅为 1.29%，近年来合计市占率均未超过 2%，且呈现逐年降低的趋势，主要是由于前 10 名的公司大部分为央企的下属子公

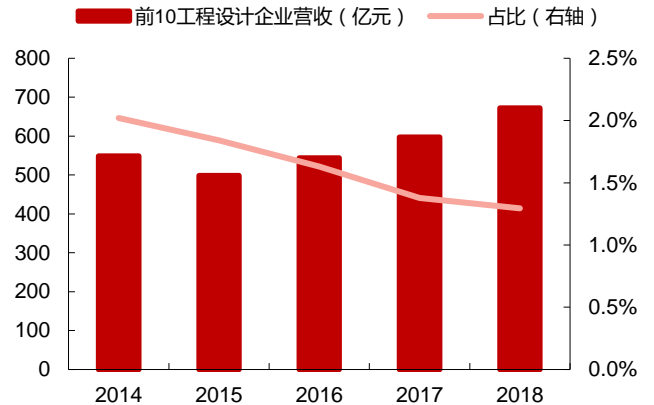
司且未单独上市，往往以辅助母公司的工程承包主业为主，市场拓展意愿较低。

图 23：我国工程咨询行业市场参与者众多



资料来源：住建部，西部证券研发中心

图 24：我国工程咨询行业集中度低



资料来源：ENR,《建筑时报》，西部证券研发中心

表 6：2018 年中国工程设计企业 10 强

排名	名称	设计营业收入 (亿元)	市占率
1	中国石化工程建设有限公司	120.34	0.23%
2	中国建设科技集团股份有限公司	110.35	0.21%
3	中国建筑股份有限公司	94.36	0.18%
4	中国铁路设计集团有限公司	65.08	0.13%
5	中铁二院工程集团有限责任公司	61.63	0.12%
6	苏交科集团股份有限公司	61.55	0.12%
7	华东建筑集团股份有限公司	43.37	0.08%
8	中国天辰工程有限公司	40.03	0.08%
9	同济大学建筑设计研究院 (集团) 有限公司	38.89	0.07%
10	中国电建集团华东勘测设计研究院有限公司	36.52	0.07%

资料来源：ENR,《建筑时报》，西部证券研发中心

资质壁垒和地方保护壁垒是行业分散的主因。建筑业资质管理是我国一项重要的市场准入制度，从事工程勘察、设计活动的企业，只有在取得相应资质证书后，才可在资质等级许可范围内进行业务活动。根据住建部制定的《工程设计资质标准》(2007年修订本)，工程设计业务领域被划分为21个行业(如公路、水运、市政、冶金、水利等，每个行业下设若干专业)、8个专项。目前工程设计综合甲级资质(以下简称“综合甲级”)是工程咨询行业等级最高、涵盖业务领域最广、条件要求最严的资质，持该资质的企业可承接全部21个行业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，且其规模不受限制。截至2020年7月，全国具备综合甲级资质的设计咨询公司只有80家，在行业中占比不到0.4%。

同时，出于保护地方企业或增加地方税收的考虑，仍有一些地区人为设置了当地市场苛刻的准入条件及备案制度，阻碍了工程咨询企业的跨区域发展。

表 7: 工程设计行业资质标准

分类	等级	业务承接范围
综合	甲	各行业、各等级的建设工程设计业务
行业	甲、乙、丙（水利等行业）	相应行业相应等级的工程设计业务等
专业	甲、乙、丙（公路等专业）、丁（建筑工程专业）	本专业相应等级的专业工程设计业务等
专项	甲、乙、丙（建筑装饰）	本专项相应等级的专项工程设计业务等

资料来源：住建部，西部证券研发中心

我国建筑业资质管理改革正逐步深化。资质管理带来了行业垄断、市场分散、挂靠现象以及管理成本增加等弊端，因此近年来政府也在逐步推进资质管理改革。2019年8月12日，国务院印发了《全国深化“放管服”改革优化营商环境电视电话会议重点任务分工方案》，提出了大幅压减建设工程企业资质类别、等级的要求。2020年7月2日，住建部起草了《建设工程企业资质标准框架（征求意见稿）》，一方面拟大幅压减企业资质类别和等级，其中工程设计资质压减幅度高达83%，资质类别和等级数量将由395项压减为65项；另一方面加大放权力度，除综合资质外，全部下放至省级及以下有关主管部门审批（其中，涉及公路、水运、水利、通信、铁路、民航等资质的审批权限由住房和城乡建设部会同国务院有关部门确定）。

在资质逐步放开的同时，行业也致力于营造有序竞争的市场环境。地方保护主义限制了竞争，严重影响了建筑市场的正常发展，国家相关部门一直以来坚决打破地方保护壁垒，推动建筑业持续健康发展。2017年是建筑业管理改革至关重要的一年，针对建筑领域的改革文件接连出台，明确对现行规章、规范性文件和其他政策措施中含有的地方保护、指定交易、市场壁垒等内容进行清理。2018年3月，住建部印发《关于开展建筑企业跨省承揽业务监督管理专项检查的通知》，再次强调要打破行政性垄断，防止市场垄断，严肃查处违规设置市场壁垒、限制建筑企业跨省承揽业务的行为，清理废除妨碍构建统一开放建筑市场体系的规定和做法。

表 8：关于打破建筑业地方保护主义的相关政策

时间	相关部门	相关文件	相关内容
2013.03	住建部	《住房城乡建设部关于做好建筑企业跨省承揽业务监督管理工作的通知》	给予外地建筑企业与本地建筑企业同等待遇，严禁设置地方壁垒。
2014.07	住建部	《关于推进建筑业发展和改革的若干意见》	不得设置任何排斥、限制外地企业进入本地区的准入条件，不得强制外地企业参加培训或在当地成立子公司等。
2015.06	国务院	《关于修改〈建设工程勘察设计管理条例〉的决定》	有关地方人民政府及其所属部门不得设置障碍，不得违反国家规定收取任何费用。
2015.09	住建部	《住房城乡建设部关于印发推动建筑市场统一开放若干规定的通知》	全面清理本行政区域内各级住房城乡建设主管部门制定的涉及建筑企业跨省承揽业务监督管理的各项规定。
2016.08	住建部	《住房城乡建设事业“十三五”规划纲要》	建立统一开放的建筑市场，消除市场壁垒，打破各种形式的地方保护，营造权力公开、机会均等、规则透明的建筑市场环境。
2017.02	国务院	《关于促进建筑业持续健康发展的意见》	打破区域市场准入壁垒，取消各地区、各行业在法律、行政法规和国务院规定外对建筑业企业设置的不合理准入条件；严禁擅自设立或变相设立审批、备案事项，为建筑业企业提供公平市场环境。
2017.09	国家税务总局 住建部 财政部	《关于进一步做好建筑行业营改增试点工作的意见》	坚决打破区域市场准入壁垒，任何地区和单位不得违法限制或排斥本地区以外的建筑企业参加工程项目投标，严禁强制或变相要求外地建筑企业在本地设立分公司或子公司，为建筑企业营造更加开放、公平的市场环境。
2017.12	国务院	《2017-2018 年清理现行排除限制竞争政策措施的工作方案》	对现行规章、规范性文件和其他政策措施中含有的地方保护、指定交易、市场壁垒等内容进行清理。
2018.03	住建部	《关于开展建筑企业跨省承揽业务监督管理专项检查的通知》	打破行政性垄断，防止市场垄断，严肃查处违规设置市场壁垒、限制建筑企业跨省承揽业务的行为，清理废除妨碍构建统一开放建筑市场体系的规定和做法。

资料来源：住建部，国务院，西部证券研发中心

行业加速整合，马太效应开始显现。随着工程咨询行业资质逐步放开，地方保护壁垒不断打破，工程咨询企业的发展将逐渐分化，上市龙头企业市占率有望不断提升。一方面，交通强国战略强调要实现交通基础设施的高质量发展，提升交通基础设施智能化水平，这将对交通基建项目的设计咨询环节提出更高、更多元的要求，经验丰富的综合性工程咨询龙头企业竞争优势显著；另一方面，随着 EPC 模式在我国建筑业不断推进，建设项目的体量不断扩大，具有整体竞争能力的工程咨询龙头将率先受益。此外，受疫情冲击，中小企业经营压力大，行业将加速出清。因此，上市龙头企业有望依托资本市场优势及品牌效应实现市场渗透率的进一步提升。

三、对标AECOM，公司市占率有望提升

3.1 公司核心竞争力稳固，发展节奏领先同行

国内工程咨询企业发展路径大致相同，公司凭借核心优势发展较为领先。通过整理分析可以发现，国内工程咨询企业（包括上市和非上市企业）的发展思路大致相同，即积极推进全国化、国际化布局，拓展多元业务、实现产业链一体化发展，重视技术创新、寻求转型升级突破口。但从发展效果来看，苏交科发展较为领先，主要得益于其人才、技术、布局以及品牌等核心竞争优势。

表 9：国内同行发展路径对比

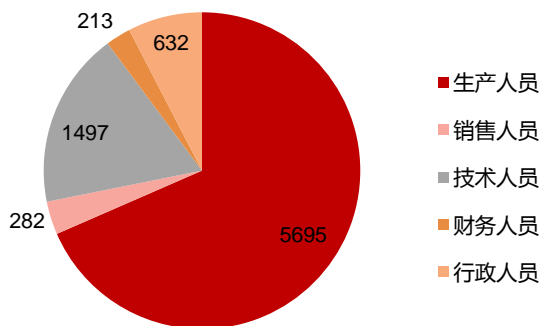
	中设集团	设计总院	建筑设计集团	中国铁设
公司概况	前身为 1966 年创立的江苏省交通规划设计院，2005 年改制为民营企业，2014 年在上交所上市。	始建于 1960 年，是安徽省级设计院，国有控股企业；2017 年在上交所上市。	前身为 1952 年成立的中央直属设计公司，2014 年正式成立，国资委直属的大型骨干科技型中央企业。	成立于 1953 年，是中国铁路总公司下属唯一勘察设计公司。
业务情况	在交通设计规划领域深耕多年，主营业务包括勘察设计、规划研究、试验检测、工程管理、EPC 等。	主营业务包括勘察设计、咨询研发、试验检测和工程管理等业务。	主营业务涵盖建筑与市政工程勘察、设计、服务、工程承包及城镇规划、建筑与市政工程技术研发等。	以铁路、城市轨道交通、公路等工程总承包、勘察、设计、咨询、监理、项目管理业务为主
区域拓展	深耕江苏市场，省内收入占比超 60%；通过“兼并收购+属地化建设”拓展省外市场。自上市以来收购了 6 家公司，包括一家境外公司。	主要业务集中在安徽和周边地区，省内收入占比超 70%；通过设立子公司或分支机构拓展省外市场。	主要通过战略合作的形式拓展业务领域和区域。2012 年收购新加坡 CPG 集团；与中国能建等公司以及各地方政府进行合作。	通过设立分院或子公司拓展市场。目前境内拥有 6 个分公司和 6 个子公司，业务遍布全国。
资质	2014 年获工程设计综合甲级资质，还取得工程勘察综合甲级、工程咨询综合甲级、城乡规划编制甲级、环境影响评价甲等资质。	2020 年获工程设计综合甲级资质，还拥有城乡规划编制、公路工程综合和水运工程试验检测等甲级资质，以及风景园林、交通规划、环境影响评价、地质灾害评估等资质。	拥有工程设计综合甲级资质，还拥有民用建筑、市政工程、城市公用综合设计与规划等近 20 项甲级资质。	拥有工程设计综合甲级资质，还拥有工程勘察、工程咨询、工程造价咨询、测绘等甲级资质。
技术研发	目前已拥有拥有 3 个国家行业级科技平台，10 个省级科技平台。	建立了 5 个研发中心，并与多所高校及科研机构建立了良好的科研和人才培养合作关系。2019 年获批安徽省博士后科研工作站。	2018 年底拥有国家级工程技术研究中心 3 个，博士后工作站 4 个，装配式建筑产业基地 4 个等。科研地位与实力稳居行业前列。	拥有轨道交通勘察设计国家地方联合工程实验室、院士专家工作站、博士后科研工作站等研发平台。
人才	2019 年底共有员工 5254 人，其中研究员级高级工程师 102 人，高级工程师 859 人，工程师 1577 人。	2019 年底共有员工 1750 人，其中技术人员 289 人，生产人员 1243 人。	2018 年底拥有中国工程院院士 3 人，全国工程勘察设计大师 9 人，技术人员占比 94% 以上，顶尖、高端工程技术人才保有量稳居行业之首。	拥有员工 4600 余人，其中工程技术人员 4000 余人；拥有国家勘察设计大师 6 名，教授级高级工程师 177 人，高级工程师 1544 人。
ENR 排名	“中国工程设计企业 60 强”第 11 位	-	“中国工程设计企业 60 强”第 2 位	“中国工程设计企业 60 强”第 4 位

资料来源：各公司官网，wind，ENR，西部证券研发中心

工程咨询行业属于技术、知识密集型的智力服务行业，核心竞争力之一在于人才和技术的积累。在工程咨询行业发展初期，我国实行高度集中的计划经济体制，行业主管部门作为建设单位负责项目建设过程中的设计、施工和运营维护等工作，其中，工程咨询单位都是行业主管部门的下属单位。在 2002 年改制之前，公司作为江苏省交通厅下属的交通运输工程综合性科研设计机构参与了大量江苏省内的工程设计项目，实现了早期人才、技术的大量积累，改制投入市场化竞争后，人才和技术优势也得到了进一步体现。

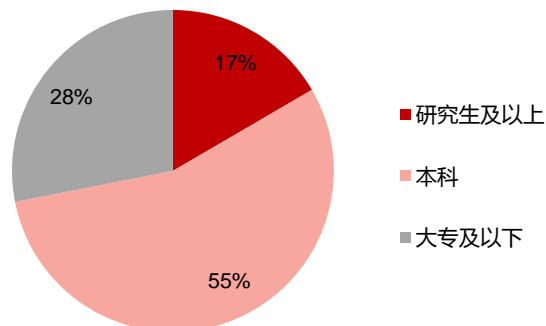
高层次人才队伍为公司发展提供有力支撑。截至 2019 年底，公司已有员工 8319 人，其中技术人员 1497 人，形成了一支包括博士、高级工程师及行业内的技术专家、领军人物等高素质人才在内的知识型团队。2006 年公司成为国家人事部批准的首批设立“博士后科研工作站”的省级科研院所，2009 年被江苏省科技厅、江苏省科学技术协会列为“江苏省企业院士工作站”建设单位。通过院士工作站、博士后工作站的设立和高级人才的引进，公司综合实力不断提升，在行业内的影响力也不断提高，从而为完成技术难度大的关键业务环节提供了保障，促进了业务规模的扩张。

图 25：公司共有员工 8319 人



资料来源：wind，西部证券研发中心（截至 2019 年底）

图 26：公司高素质人才多

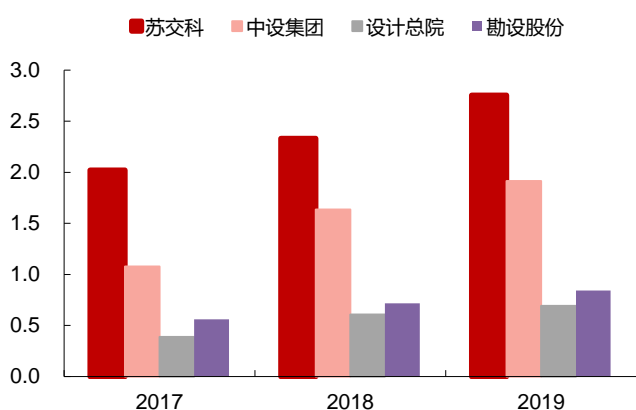


资料来源：wind，西部证券研发中心（截至 2019 年底）

持续科研创新为公司发展增强发展后劲。公司以科研为龙头，紧紧围绕交通事业发展的关键技术和热点、难点组织攻关，并陆续攻克了沥青路面再生技术、桥梁检测咨询技术、道路和桥梁改扩建等关键技术，并将关键技术成果转化应用到设计、监测等咨询业务中去，从而形成了公司的核心竞争力。公司研发支出金额远远超过同业水平，且处于持续增加中，占营收的比重始终维持在 3% 以上。

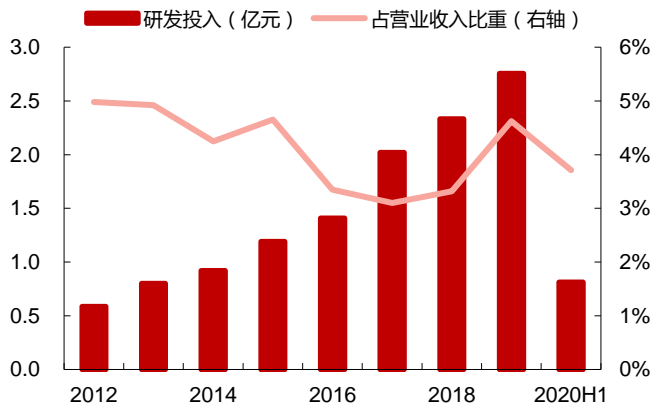
目前公司拥有 2 个国家级科研平台、30 个部省市级科研平台，覆盖了公路、城轨、环境、节能减排、水运、地下工程及智能交通等领域。公司依托科研平台承担了 510 余项国家、省部级科研项目，先后组织、参与了 128 项国家、行业及地方标准、规范的编制工作，获得 547 项科研、设计、咨询成果奖项；获得 344 项国家、省部级奖项；拥有国家授权专利 717 项。一批具有国际、国内领先水平的科技成果被广泛应用于京沪高速、沪宁高速、宁杭高速、南京地铁、润扬长江大桥、江阴长江大桥、苏通长江大桥、港珠澳大桥等国家级、省级重点工程。

图 27：公司研发支出金额远远超过同业水平（亿元）



资料来源：wind，西部证券研发中心

图 28：公司研发支出占营收的比重均在 3% 以上



资料来源：wind，西部证券研发中心

考虑到国内工程咨询行业尚存在资质壁垒和地方保护壁垒，并购重组是快速扩大业务领域和市场范围的最佳方式。2000 年，《国务院办公厅转发建设部等部门关于中央所属工程勘察设计单位体制改革实施方案的通知》明确要求勘察设计单位一律与行业主管部门解除行政隶属关系。随即掀起了我国工程咨询单位改制的第一波高潮，到 2004 年，一大批工程咨询单位从事业单位转变为企业法人，作为独立的主体提供工程咨询服务。民营工程咨询企业的出现，为行业的

兼并收购提供了可能。

“并购+自建”双管齐下，公司业务实现国际化布局。公司始终坚持“内生增长+外延并购”的发展战略。一方面，积极寻求优质标的，通过并购扩展经营区域、扩充技术能力。自上市以来，公司共进行了14次并购交易（其中TA已于2018年出售），涉及工程咨询、环境监测等多个领域，实现了人才、市场等稀缺资源的快速聚集。另一方面，积极与当地团队进行合作获取市场，通过设立设计院、分院的方式进行属地化建设。截止目前，公司在国内已实现各省市、重点区域全面布局，未来为更加聚焦高质量优质业务，公司将重点围绕江苏、浙江、北京、两广和川渝五大基地市场进行属地化布局调整；同时公司在全球30个国家或地区设有分支机构，并在50多个国家开展项目，致力于利用EPTISA+JSTI双品牌打造一个全球性工程咨询服务的高端平台。

表 10：公司自上市以来发生的并购

发生时间	标的公司	主要经营地	主营业务	目的/效益
2012.07	杭州华龙	浙江杭州	公路工程勘察设计、咨询，市政工程咨询	完善杭州及周边市场布局，获得优势团队资源、整合人力资源
2013.01	甘肃科地	甘肃兰州	工程勘察设计的咨询服务	完善甘肃及周边市场布局，获得优势团队资源、整合人力资源
2013.09	江苏三联	江苏南京	安全评价	满足交通领域安全咨询需求；通过被并购公司获取安评资质，介入相关业务
2014.04	厦门市政院	福建厦门	工程设计、工程咨询、工程总承包	拓展福建及其周边市场，拓展环境领域水处理业务
2014.05	淮交院	江苏淮安	公路、市政工程勘察设计咨询	通过产业整合的方式发挥与淮交院之间的协同效应；提升公司在淮安及周边地区的业务承接能力，完善市场布局
2014.09	中铁瑞威	北京	铁路病害整治和检测、隧道特种工程施工	加快公司在铁路市场的业务开拓，提高铁路系统的客户开发能力
2015.01	英诺伟霆（增资）	北京	工业废水深度处理	进军环保产业，切入工业废水处理业务
2015.07	博来规划	江苏南京	城市规划、环境景观、园林设计咨询	在快速获取城乡规划编制甲级资质的基础上，促进设计业务产业链向上游延伸
2016.06	TestAmerican	美国	环保监测	全面布局环保产业，增强公司在环境监测行业的经验水平及核心竞争力
2016.07	EPTISA（增资）	西班牙	国际工程咨询业务	有利于打造海外项目承接平台，突破市场壁垒（尤其是“一带一路”市场）
2016.09	中山水利	广东中山	水利业务勘察设计	提升公司在水环境治理产业的技术能力；开拓水利设计市场，进一步完善公司产业布局；布局珠三角
2017.07	石家庄市政院	河北石家庄	市政工程设计、咨询、勘测、规划及市政工程总承包和项目管理	加强京津冀、雄安新区等区域战略布局
2017.12	建粤检测	广东广州	市交通工程检测、市政工程检测、水利工程检测及铁路工程检测等	加强华南区域战略布局
2018.11	益铭检测	江苏无锡	环境检测、食品检测等	打通公司环境业务全产业链布局，扩大环境业务市场版图，提供环境检测、环境咨询及环境修复一体化解决方案

资料来源：公司公告，西部证券研发中心

资质齐全，公司业务实现全产业链拓展。目前资质仍是我国工程咨询行业重要的进入门槛，并购重组在为公司完善市场布局的同时，也可以快速获取相关的资质，扩展业务范围。2017年1月，公司获得了工程设计综合甲级资质，截至2020年7月，拥有该资质的上市公司仅有5家（苏交科、中设集团、城建发展、东华科技、设计总院）。此外，公司还拥有工程勘察综合资质甲级、工程咨询专业甲级、工程咨询专项甲级，测绘资质甲级、城市规划编制资质甲级、建筑业资质壹级、工程监理资质甲级/市政公用工程监理甲级、公路工程综合甲级、水运工程结

构（地基）甲级、水运工程材料甲级、公路工程材料甲级、公路工程桥梁隧道工程专项、公路工程交通工程专项以及西班牙工程行业资质等重要资质和资信。

公司品牌建设成效显著。公司在美国 ENR 和中国《建筑时报》共同发布的“2019 年中国工程设计企业 60 强”中位列第 6 位。同时公司连续 6 年被 ENR 评为“全球工程设计公司 150 强”，其中 2019 年度位列第 46 位；连续 3 年被 ENR 列入“国际工程设计公司 225 强”，其中 2019 年度位列第 44 位。公司是唯一一家进入双榜排名前 50 的中国内地民营企业。公司品牌建设已取得了一定的成效，未来将继续通过为客户提供优质的工程咨询服务、加强工程质量管理等方式来提升公司的品牌知名度。

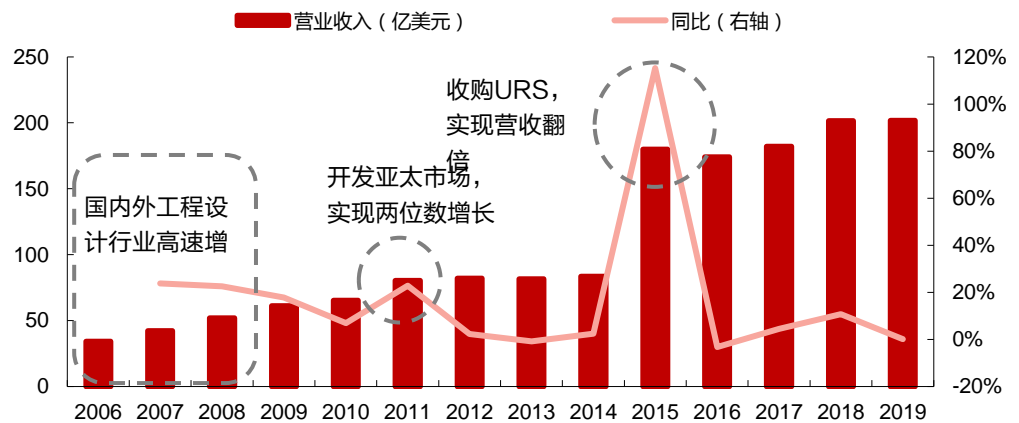
3.2他山之石：战略并购助力AECOM快速登顶

AECOM 是 1990 年成立的美国工程咨询龙头企业，目前公司年营业额超 200 亿美元，业务遍及全球 140 多个国家和地区。AECOM 主营业务主要包括工程设计咨询、建筑承包和管理服务三大类，涉及基础设计、交通运输、环境、规划设计、能源水务和政府服务等各个领域。

回顾 AECOM 三十年的发展历程可以发现，其成功的背后是持续的战略并购、业务的本土化建设、技术的与时俱进以及良好的品牌形象。

战略性并购，快速实现全球化、多元化布局。从 2000 年至今，AECOM 在全球共收购了 40 多家公司，实现了新市场、新业务领域的拓展，业务规模迅速扩大。根据 AECOM 年报，2007-2019 年，AECOM 营业收入 CAGR+14.62%，其中 2015 年实现营收翻倍，主要是由于 2014 年收购了当时营收规模排名第三的 URS。战略性并购在助力 AECOM 迅速拓展市场和业务领域的同时，也带来了大量优质的人力资源和专业技术，并使 AECOM 跨越了资质壁垒，最终实现了业务的全球化和多元化。

图 29：AECOM 业务规模迅速扩大



资料来源：AECOM 年报，西部证券研发中心

表 11: AECOM 重大并购事件

发生时间	并购事件
2000 年	收购 MaunSell , 拓展香港、中国大陆和东南亚市场, 成为全球化公司
2002 年	收购 Alliance , 扩大美国市场
2004 年	收购 PADCO , 增加新业务线
2005 年	参股 南昌市环境研究院 , 进军中国市场; 收购 EDAW , 提供土地问题解决方案; 收购 ENSR , 提供环境保护和能源发展的服务, 与原业务结合发挥协同优势
2006 年	收购 Korve Engineering ; 收购 Consult , 拓展中东市场
2007 年	5 月在纽交所上市。参股 中国市政工程西北设计院 ; 收购 KMK Consultants 、 Gartner Lee Ltd 、 Economics Research Associates ; 收购 深圳市城脉建筑设计有限公司 , 突破中国市场相关资质壁垒; 收购 CityMark , 拓展中国市场
2008 年	收购 Services Group 、 Boyle Engineering 、 TSG ; 收购 TecSult , 拓展水力发电工程业务; 收购 Earth Tech , 提高在环境和国内政府市场的地位; 收购 Savant , 拓展俄罗斯、东欧市场
2009 年	收购 SSI Services 、 GJKA ; 收购 Lim and Nascimento Engineering , 支撑加州的交通业务; 收购 Ellerbe Becket , 拓展全球医疗设施、专业体育设施和教育市场业务; 收购 Dbiant Design International LLC , 进一步拓展中国建筑设计工程领域, 尤其是华北地区市场
2010 年	收购 RSW 、 McNeil 、 Tishman ; 收购 Davis Langdon 在欧洲中东、澳大利亚新西兰、非洲以及北美四个独立区域的公司, 加强全球市场业务
2011 年	收购 Spectral Services Consultants , 进入印度市场
2012 年	收购 Capital Engineering 、 CEC ; 收购 BKS 和 KPK , 拓展南非和马来西亚市场
2013 年	收购 TSP 、 Lend Lease
2014 年	收购 Hunt Construction Group 、 ACE ; 收购 URS , 实现营收翻倍
2016 年	收购 FT Services
2017 年	收购 Shimmick Construction , 加强设计-建造模式基础设施能力

资料来源: AECOM 年报, 西部证券研发中心

注重国际化+本土化的有机结合。AECOM 在全球铺设业务的过程中, 一方面积极吸纳国际上成熟的技术资源和管理体系, 另一方面又与本土优质的团队合作, 大量培养和使用本土员工, 从而在原有的基础上实现快速发展。

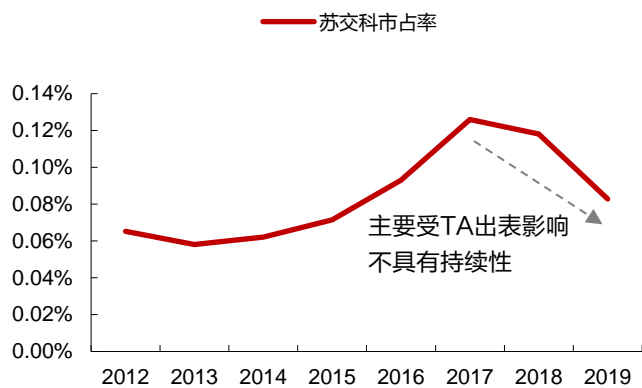
坚持科研创新, 技术与时俱进。随着生态环境问题日益严重, 可持续发展成为全球的焦点, AECOM 率先研发了可持续系统整合模型, 可以定量评估多个可持续发展指标的成本效益, 包括水、能源、绿色建筑、经济学、交通、社区文化、区域生态等可持续发展指标, 从而为社区和校园选择并确定最佳的可持续发展方案。此外, 为了抓住新一代信息技术兴起的机遇, AECOM 致力于利用数字化工程解决方案, 推动技术创新, 加速行业数字化转型。2019 年 AECOM 凭借其基于 6 维建筑信息建模的“复兴战前楼宇设计、建造、运营”项目, 荣获 2019 年 Autodesk 全球工程建设业卓越 BIM 大赛 (AEC Excellence Awards) -建筑设计类, 小型项目 (2 千万美元以下) 以及 Autodesk HK BIM 大奖。

品牌优势显著。2020 年, AECOM 在 ENR “全球工程设计公司 150 强”榜单中位列第三 (2010-2017 年连续 8 年第一, 2018-2020 年连续 3 年第三)、“美国设计公司 500 强”榜单中位列第二 (2017 年 JACOBS 并购 CH2M 成为第一)。

3.3对标AECOM，公司市占率有较大的提升空间

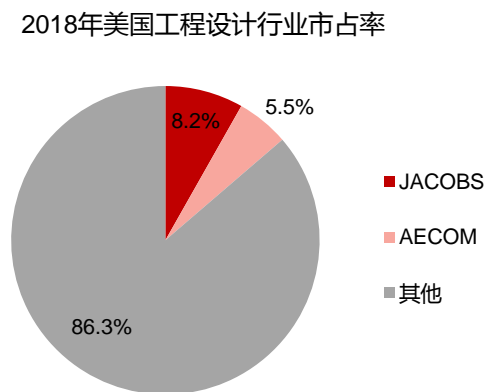
公司与 AECOM 对标度高，但市占率显著低于 AECOM。通过梳理 AECOM 的发展历程，可以发现苏交科的发展战略与 AECOM 有异曲同工之妙，但从市占率来看，与 AECOM 相比尚存在较大差距。据住建部统计，2019 年我国工程勘察设计行业市场规模为 6.42 万亿元，公司 2019 年实现设计收入 53.19 亿元，市占率仅为 0.08%。据 ENR 统计数据，2018 年美国工程设计行业市场规模为 805.5 亿美元，AECOM 美国国内设计收入约 43.9 亿美元，对应国内市占率为 5.5%。公司当前市占率显著低于 AECOM，说明未来仍有较大的发展潜力。

图 30：2019 年公司市占率仅为 0.08%



资料来源：住建部，公司公告，西部证券研发中心

图 31：2018 年 AECOM 设计业务美国市占率为 5.5%



资料来源：ENR，西部证券研发中心

公司市占率有望进一步提升。近年来公司市占率整体呈现稳步提升的趋势(从 2013 年的 0.06% 提升至 2017 年的 0.13%)，2018/2019 年市占率有所下降，主要受 TA 出表影响，不具有持续性。未来随着交通基建的智能化发展以及 EPC 模式的推进，公司凭借其强劲的综合实力有望获得更大的市场份额。

此外，从过往的并购来看，公司的资金、技术、品牌等各方面优势与被并购企业熟悉当地自然条件、设计习惯、客户需求的经验优势相结合，可为业主提供更加丰富多元的服务，从而实现“1+1>2”的效果。具体体现在两个方面：

一是绝大部分被并购企业均完成了业绩承诺。在约定了业绩承诺的十家被并购企业中，目前有八家已完成业绩承诺，一家尚在业绩承诺期内，仅有中铁瑞威一家未完成业绩承诺。

表 12: 被并购公司大部分完成了业绩承诺

收购标的	收购对价(万元)	资金来源	业绩承诺	业绩承诺完成情况
杭州华龙	3636	IPO 超募资金	2012年8-12月/2013/2014/2015年扣非净利润分别不小于700/1100/1200/1206万元	已完成: 2012年8-12月/2013/2014/2015年扣非净利润分别为827/1156/1321/1465万元
甘肃科地	2552	IPO 超募资金+自有资金	2013-2016年扣非净利润分别不小于444/544/544/544万元	已完成: 2013-2016年扣非净利润为525/604/982/2153万元
江苏三联	600	IPO 超募资金	2013年10-12月/2014/2015年扣非净利润分别不小于42/105/168万元	已完成: 2013年10-12月/2014/2015年扣非净利润分别为68/122/175万元
厦门市政院	15990	IPO 超募资金	2014-2017年扣非净利润分别不小于2280/2736/3283/3940万元	已完成: 2014-2017年扣非净利润分别为2509/2981/3524/4364万元
淮交院	18975	定增	2014-2018年累计扣非净利润不小于2731/6009/9778/14113/20325万元	已完成: 2014-2018年累计扣非净利润为2769/6656/10552/15185/21427万元
中铁瑞威	13988	IPO 超募资金+自有资金	2014-2018年净利润分别不小于1745/2601/3381/4395万元	未完成: 2015-2018年净利润分别为-2859/-1962/-1440/-651万元
中山水利	14139	自有资金	2016-2019年四年累计净利润不低于11598万元, 扣非净利润分别不小于2323/2671/3072/3532万元	已完成: 2016-2019年扣非净利润分别为2555/3246/2764/3726万元
石家庄市政院	8763	自有资金	2017-2019年累计扣非净利润分别不小于1000/2280/3840万元	已完成: 2017-2019年累计扣非净利润分别为1120/2700/4682万元
建粤检测	2800	自有资金	2017-2019年扣非净利润分别不小于400/520/640万元	已完成
益铭检测	7200	自有资金	2018-2020年累计净利润不小于2200/5060/8778万元	进行中: 2018-2019年累计净利润分别为2287/5346万元

资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

二是并购后公司和被并购企业盈利能力均进一步改善。从公司三家重要子公司的表现来看, 甘肃科地和厦门市政院分别于2013年1月、2014年4月被并购, 在被并购后ROE整体均有所提升, 其中2018-2019年ROE有所下降主要是受基建产业整体不景气影响, 和并购本身没有直接关系; 江苏益铭在2018年11月被并购, 2017年其净利润为-617万元, 被并购后净利润成功转正, 且ROE近两年维持在25%以上。从公司自身的表现来看, 2012年以来ROE总体呈现持续上升的趋势。

表 13: 甘肃科地被并购前后经营情况

单位: 万元	净资产	营业收入	净利润	ROE
2010	1,111	1,641	126	
2011	1,295	2,394	185	15.34%
2012	1,648	3,491	353	24.01%
2013	2,275	-	525	26.74%
2014	2,879	6,547	604	23.43%
2015	4,000	9,074	983	28.58%
2016	6,125	14,117	2,126	41.99%
2017	8,429	13,471	2,952	40.57%
2018	6,661	12,041	132	1.75%
2019	7,731	10,079	1,070	14.87%

资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

表 14：厦门市政府院被并购前后经营情况

单位：万元	净资产	营业收入	净利润	ROE
2012	16,638	14,633	1,873	
2013	6,999	17,965	1,581	13.38%
2014	14,436	-	2,509	23.41%
2015	17,353	21,949	2,917	18.35%
2016	20,477	26,679	3,124	16.52%
2017	24,949	34,853	4,472	19.69%
2018	29,225	40,930	4,326	15.97%
2019	31,853	44,417	2,628	8.61%

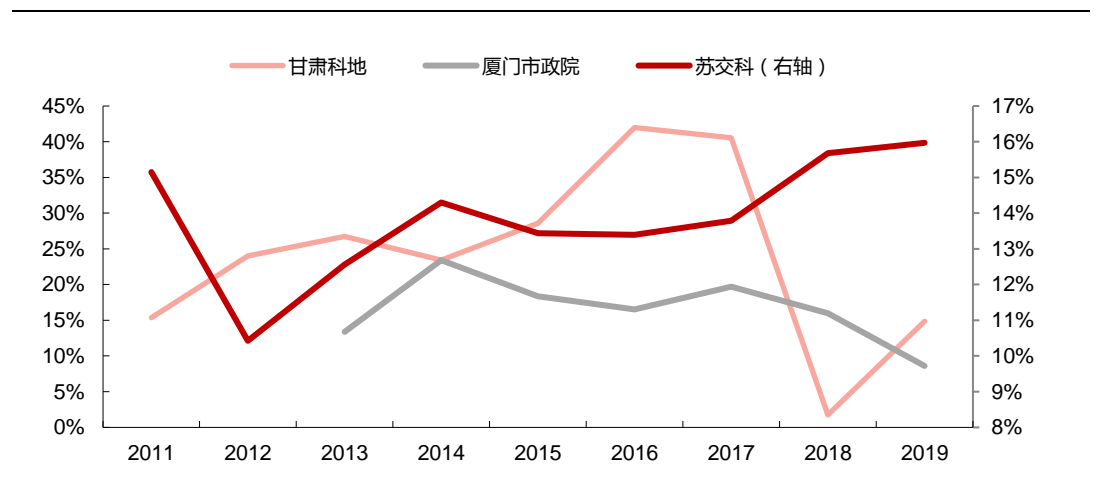
资料来源：公司公告，西部证券研发中心

表 15：江苏益铭检测被并购前后经营情况

单位：万元	净资产	营业收入	净利润	ROE
2017	239	2,512	-617	
2018	8,213	-	2,287	54.11%
2019	10,972	16,766	2,761	28.78%

资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 32：并购后，公司和被并购公司 ROE 整体均有所提升



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

过去并购案例的成功，体现了公司强大的管理能力，也为公司积累了成熟的并购整合经验。未来若公司继续通过并购进行异地扩张，预计业绩仍将实现较快增长，市占率有望向 AECOM 看齐。

但需要注意的是，由于行业管理体制的历史遗留问题，目前大部分综合甲级的工程咨询公司均为央企国企或其下属子公司，未单独上市（如建筑设计集团、中国铁设等），一旦这些公司登陆资本市场将成为强劲的竞争对手，限制公司的发展空间。

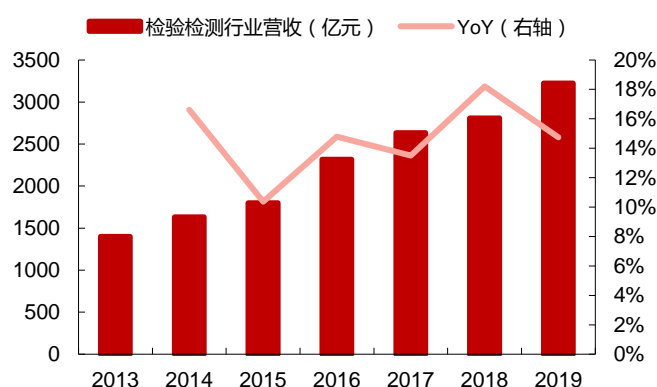
四、抓住机遇，打造新增长极

公司虽然在过去的发展中实现了业绩的稳健增长，且打造了较为稳固的核心竞争优势，但仍保持着积极进取的发展态度，体现在公司不断探索新的增长点，如积极拓展检测业务、布局智慧交通并投身粤港澳大湾区建设等。

4.1 检测业务将迈入全面发展阶段

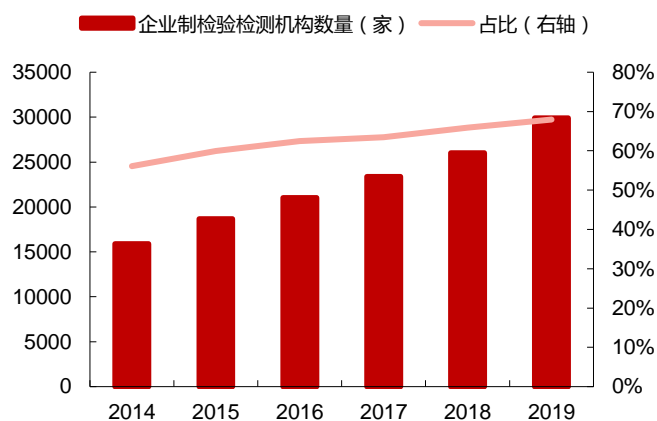
我国检测行业保持快速发展的态势，第三方检测市场规模超千亿。随着产业逐步升级、对质量和环保的要求提高，各行业的检测需求不断增加，我国检验检测行业实现快速发展。据国家认监委统计，自2013年以来，我国检验检测行业市场规模维持两位数增长，2013-2019年CAGR+14.94%。截至2019年底，我国检验检测行业实现营业收入3225.09亿元，同比+14.75%。此外，随着市场监管部门不断深化检验检测机构资质认定制度改革，推动检验检测机构转企改制，与政府部门彻底脱钩，第三方检测机构迎来快速发展期。据国家认监委统计，近年来企业制检验检测机构数量占机构总数的比重持续上升，已超过半数，截至2019年底，我国共有企业制检验检测机构29905家，占比67.96%；其中共有民营检验检测机构22958家，实现营收1175.22亿元。

图 33：我国检验检测行业市场规模维持两位数增长



资料来源：国家认监委，西部证券研发中心

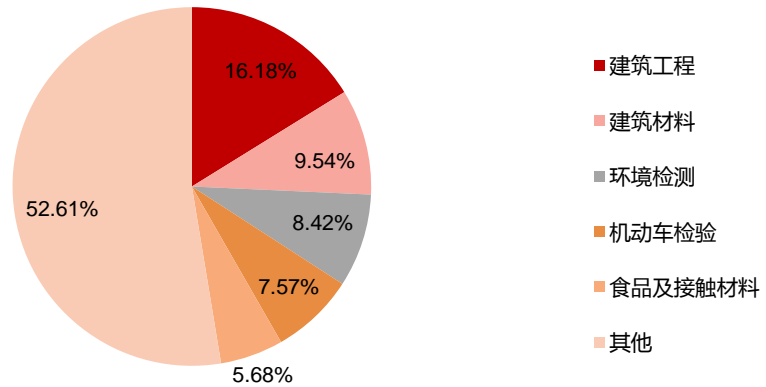
图 34：第三方检测机构迎来快速发展期



资料来源：国家认监委，西部证券研发中心

建筑、环境、食品、机动车等传统检测领域占比较大。我国检测行业目前已覆盖建筑工程、环保、卫生、农业、质检、食品、药品、机械、电子、轻工、纺织、航空、国防等国民经济各个领域。其中，建筑、环境、食品、机动车等传统检测领域占比较大，电子、能源、机械等新兴领域发展较快。据认监委统计，2018年我国建筑工程领域实现检测营收454.87亿元，占比16.18%；建筑材料检测营收为268.26亿元，占比9.54%；环境检测营收为236.41亿元，占比8.42%；机动车检验营收占比7.57%，食品及接触材料检测营收占比5.68%。

图 35：建筑、环保、食品等检测领域占比较大

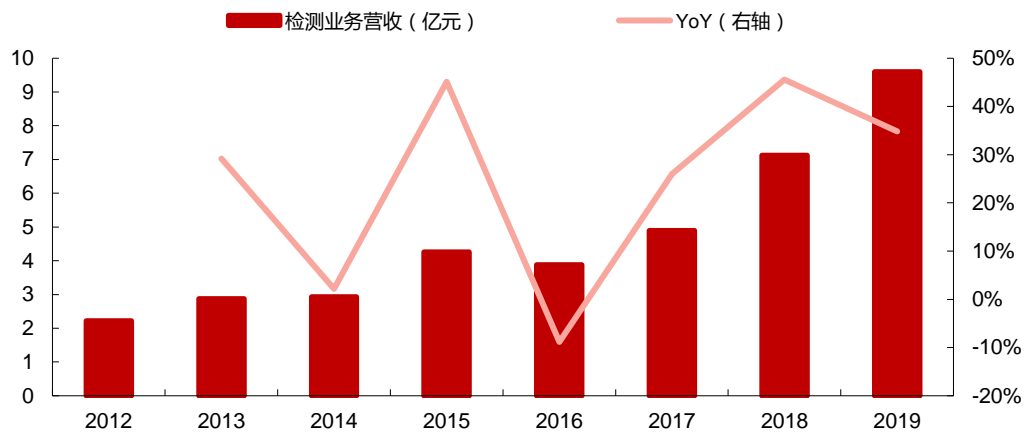


资料来源：国家认监委，西部证券研发中心

公司顺应检测行业民营化大势，搭建大检测平台。随着我国检测市场的逐步放开，公司积极进行检测业务布局，近年来通过参股江苏力维检测、并购建粤检测和江苏益铭检测等，进一步强化了在检测领域的核心能力。目前除传统工程领域公路、市政、桥梁、水运检测业务外，公司还布局了工程领域非公路市政检测业务（如航空、铁路检测）和非工程领域检测业务（如环境、食品检测）。

检测业务布局效果正逐步显现，预计未来三年仍将保持较快增长。近年来公司检测业务发展迅速，2016-2019 年检测业务营收 CAGR+35.24%。2020H1，公司克服疫情影响，检测业务承接额同比+24%。其中环境、食品检测业务承接额同比+16%；航空、铁路检测业务承接额同比+1123%，主要系公司航空检测业务实现突破式发展，首次承接军用航空检测项目，并首次获取交通运输部公路局路桥国检项目。随着公司检测业务布局效果的不断显现，检测业务有望维持高速增长，假设 2020-2022 年检测业务同比+25%/20%/20%，对应营收分别为 12.0/14.4/17.3 亿元。

图 36：公司检测业务发展迅速



资料来源：wind，西部证券研发中心

随着检测领域的不断拓展及检测能力的持续加强，公司有望成为下一个第三方检测龙头。一方面，公司自主开发的实验室信息化管理系统 LIMIS 上线，业务覆盖环境检测、食品检测和辐射

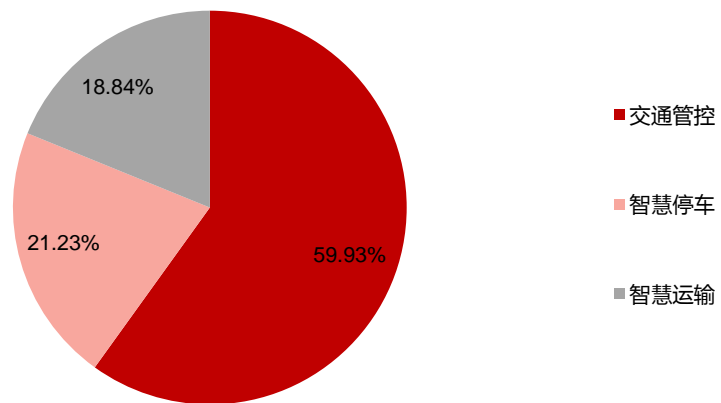
检测,该系统将全面支持试验室数字化运作的各个方面,可实现试验室从项目委托到报告出具的全业务流程数字化运营。另一方面,子公司益铭检测进入江苏省重点行业土壤污染调查检测实验室名单,其旗下5家子公司进行CMA技术能力扩项,新增检测方法或标准合计约600项,增强了土壤固废检测能力;其中江苏佳信CNAS现场评审顺利通过,为食品检测业务快速增长夯实基础。未来,公司还将探索布局防雷检测、计量校准、消费品、电驱动检测等检测领域,业务规模有望进一步扩大。

4.2 进军新基建, 加速布局智慧交通

智慧交通是新基建中的关键机遇。新基建是以5G、互联网、智能化为代表的“数字基建”,是国家未来的重点发展方向。智慧交通是新基建诸多板块中至关重要的一个,涉及智慧公交、智慧停车、车路协同、交通大数据等多个领域,发展形势大好。智慧交通包括基础设施数字化和业务流程数字化两个层次,需要统筹认知与感知技术。其中,基础设施数字化主要涉及物联网、5G、机器视觉、雷达等感知联接技术,业务流程数字化则主要涉及云计算、大数据、AI等技术,强调融合、智能、可视。

智慧交通市场容量可观,为设计咨询行业释放了大量的增长机会。智慧交通建设既包括新型交通基础设施的建设,又包括旧交通基础设施的改造,为设计咨询行业释放了大量的增长机会。根据ITS114统计数据显示,2020H1城市智能交通千万项目市场规模为102.54亿元,同比+15.51%,项目数量为512项,项目平均投资2002万元,市场潜力可观。其中,交通管控千万项目市场规模为64.45亿元,占比约六成。

图 37: 交通管控依然是城市智能交通市场的主要部分



资料来源:智慧交通网(ITS114),西部证券研发中心

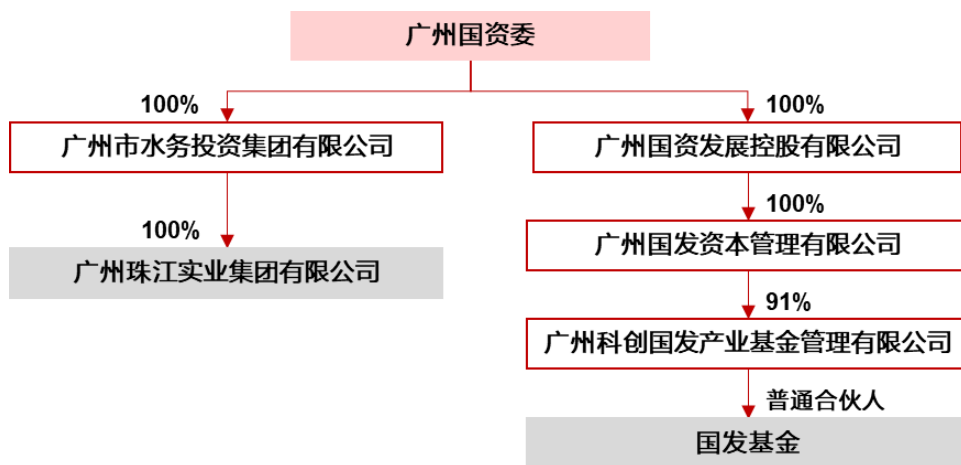
公司积极探索智慧交通建设,抢占战略高地。2019年公司被江苏省工信厅和省交通厅联合认定为“首批智慧交通领域重点企业”,积极助力交通智慧转型。截至2020H1,公司基于多年的业务实践及市场需求,已研发出智慧桥梁定检系统、智慧高速公路拥堵预测与管控系统、智慧停车管理系统、智慧工地系统、智慧监理系统、智慧安全云系统以及非现场执法系统,有效提升了作业效率。其中,智慧桥检系统已累计上线40个项目,超过5000座桥梁,超过10万个病害,业务项目分布于江苏、陕西、重庆、宁夏、福建、湖北、广西、云南、安徽等9个省份的政府客户;智慧高速公路拥堵预测与管控系统也已在苏州、贵州等高速公路项目上进行了实践测试。

携手阿里云，加速布局智慧交通。为加速切入智慧交通领域并解决相关技术难题，公司于2020年6月与阿里云签署了正式合作协议，在智慧交通、交通行业信息化等领域展开紧密合作。未来，双方将围绕综合立体交通网规划、智慧公路、智慧桥梁、BIM和GIS示范应用、新基建等重点内容，共同提升交通行业信息化、智慧化水平；还将就新基建展开深度合作，重点围绕解决公路、桥梁、港口、轨道交通等热点场景，形成互补合作。

4.3 引入广州国资，大建设蓝图雏形初现

公司实际控制人或将变更为广州市国资委。8月21日，公司实际控制人符冠华、王军华与珠江实业集团及其一致行动人广州国发基金签署了《合作框架协议》及附生效条件的《股份转让协议》，同时，公司与珠江实业集团签署了附生效条件的《股份认购协议》，拟通过协议转让、定增以及放弃表决权等方式实现公司控制权的变更。上述协议生效并实施完成后，珠江实业集团将直接持有公司23.08%的股权，珠江实业集团及其一致行动人广州国发基金将合计持有公司26.92%的股权；符冠华、王军华合计持股比例将减少至23.29%，合计行使表决权股份比例将减少至13.31%；公司控股股东将变为珠江实业集团，实际控制人将变更为广州市国资委。

图 38：珠江实业集团和广州国发基金的股权结构



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

表 16：公司控制权变更整体方案实施前后股权结构变动情况

股东	整体方案实施前				整体方案实施后			
	持股数量 (万股)	持股比例	拥有表决权股份数 (万股)	拥有表决权 股份比例	持股数量 (万股)	持股比例	拥有表决权股份数 (万股)	拥有表决权 股份比例*
珠江实业集团	-	-	-	-	29142.18	23.08%	29142.18	23.08%
广州国发基金	-	-	-	-	4857.03	3.85%	4857.03	3.85%
小计	-	-	-	-	33999.21	26.92%	33999.21	26.92%
符冠华	20412.67	21.01%	20412.67	21.01%	17498.45	13.86%	9998.45	7.92%
王军华	13849.69	14.26%	13849.69	14.26%	11906.88	9.43%	6806.88	5.39%
小计	34262.36	35.27%	34262.36	35.27%	29405.33	23.29%	16805.33	13.31%
其他股东	62878.24	64.73%	62878.24	64.73%	62878.24	49.79%	62878.24	49.79%
合计	97140.60	100.00%	97140.60	100.00%	126282.78	100.00%	113682.78	90.02%

注：在本次发行完成的同时，符冠华、王军华将分别放弃所持7,500万股、5,100万股股票的表决权，导致各股东实际拥有表决权的股份总数占公司股本总数比例为90.02%。

资料来源：公司公告，西部证券研发中心

公司时隔八年重回国资怀抱，并未就近选择当地国资或央企，而是将橄榄枝抛给了千里之外的广州国资，其背后蕴含的是未来粤港澳大湾区广阔的建设机遇。2019年以来，各政府部门相继发布了《粤港澳大湾区发展规划纲要》、《广东省2020年重点建设项目计划》、《关于粤港澳大湾区城际铁路建设规划的批复》等文件，粤港澳大湾区重获政策重磅支持，未来投资体量大，有望掀起新一轮建设高潮。

表 17：粤港澳大湾区基础设施建设相关内容

时间	相关部门	相关文件	建设内容
2019.02	中共中央 国务院	《粤港澳大湾区发展规划纲要》	推进赣州至深圳、深圳至茂名等铁路项目建设；加快构建以广州、深圳为枢纽，高速公路、高速铁路和快速铁路等广东出省通道为骨干，连接泛珠三角区域和东盟国家的陆路国际大通道；实施广州、深圳等机场改扩建，建设深圳、珠海通用航空产业综合示范区，推进广州、深圳临空经济区发展。
2020.03	广州发改委	《广东省2020年重点建设项目计划》	2020年广东省安排省重点项目1,230个项目，总投资5.9万亿元，年度计划投资7,000亿元，安排开展前期工作的省重点建设前期预备项目868个，估算总投资3.4万亿元。
2020.08	国家发改委	《关于粤港澳大湾区城际铁路建设规划的批复》	粤港澳大湾区城际铁路建设项目总投资约4,741亿元，包括13条城际铁路和5个枢纽工程项目，总里程约775公里。到2025年，大湾区铁路网络运营及在建里程将达到4,700公里，全面覆盖大湾区中心城市、节点城市和广州、深圳等重点都市圈；远期到2035年，大湾区铁路网络运营及在建里程达到5,700公里，覆盖100%县级以上城市。

资料来源：各政府部门，西部证券研发中心

引入广州国资，开拓新市场，公司承接项目数量有望上升。一方面，国资入股后，可为公司品牌及信用进行背书，为公司承接项目（尤其是大型项目）带来较好的正向作用，承接项目数量有望上升。另一方面，珠江实业集团多年来深耕粤港澳大湾区基础设施建设和运营服务，具备深厚的区域性资源优势 and 强大的资本资金实力。引入珠江实业集团这一战略投资者将有助于公司进行粤港澳大湾区及其辐射地区基础设施建设的市场拓展，促进产业链资源整合，助力公司实现跨越式发展。

引入广州国资，融资成本下降，预计将为公司带来0.47亿元的净利润增幅。

- 2020H1 公司有息负债情况：短期借款 26.60 亿元，1 年内到期的非流动负债 4.55 亿元，长期借款 2.89 亿元，长期应付款 0.95 亿元，无应付债券。
- 2020H1 利息费用为 7158.72 万元。
- 仅考虑短期借款+长期借款+长期应付款=30.44 亿元，测算出 2020H1 公司融资成本为 4.70%。
- 设计总院（实际控制人为安徽国资委）2018 年有息负债 0.16 亿元，利息费用为 47.23 万元，对应融资成本为 3.05%。
- 根据公司披露的定增预案，此次发行股票的募集资金总额不超过 23.9 亿元，其中有 12 亿元将用于偿还银行借款。

综上，在实际控制人发生变更后的一个年度里，公司财务费用至少可下降 0.56 亿元（12 亿元 × 4.7%），对应净利润增加约 0.47 亿元（税率按 2019 年的实际税率 15.9%），同时融资成本也有望下降约 1.65pct。

表 18：苏交科和设计总院融资成本简单测算

	苏交科 (2020H1)	设计总院 (2018)*
短期借款	26.60	
有息负债		
1年内到期的非流动负债	4.55	
长期借款	2.89	
应付债券		
长期应付款	0.95	0.16
利息费用 (万元)	7158.72	47.23
融资成本	4.70%	3.05%

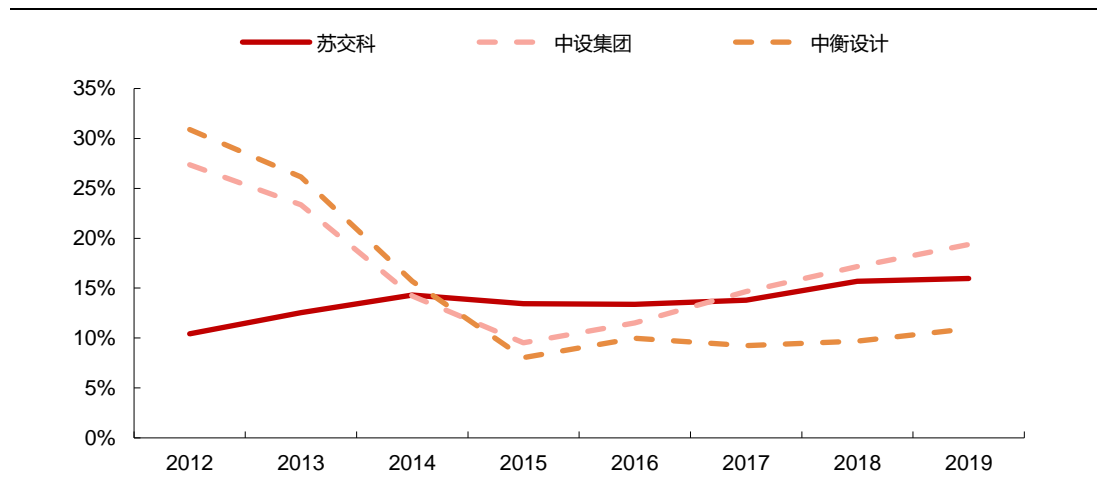
注：设计总院在 2019-2020H1 无有息负债

资料来源：wind，西部证券研发中心

五、财务分析：盈利能力稳步提升，现金流管理能力较强

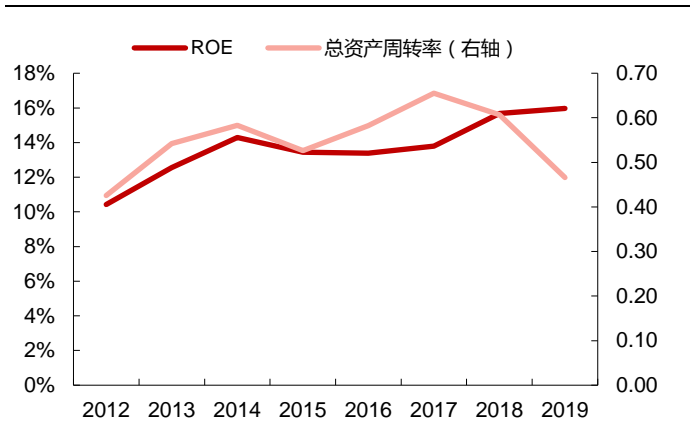
公司 ROE 处于行业平均水平，上市以来总体呈现稳步上升的趋势。公司 ROE 由 2012 年的 10.43% 稳步提升至 2019 年的 15.97%。细分来看，2012-2017 年，公司 ROE 主要受总资产周转率影响，除 2015/2016 年外均保持增长态势，其中 2016 年 ROE 与总资产周转率变动方向出现背离，主要系净利率出现较大幅度变动，同比下降 3.39pct。2018-2019 年，ROE 延续上升趋势，并维持 15% 以上的水平，这一阶段主要受净利率影响。

图 39：上市以来，公司 ROE 稳步提升



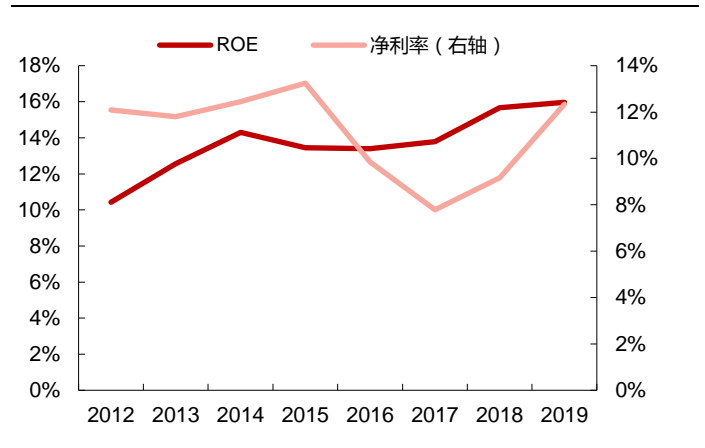
资料来源：wind，西部证券研发中心

图 40: 2012-2017 年, ROE 主要受总资产周转率影响



资料来源: wind, 西部证券研发中心

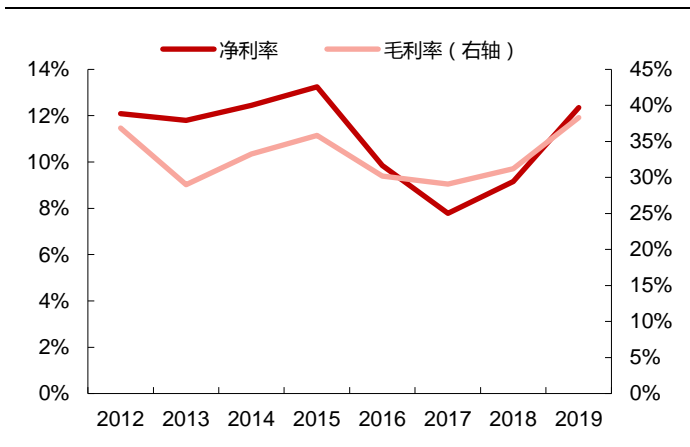
图 41: 2018-2019 年, 净利润带动 ROE 提升



资料来源: wind, 西部证券研发中心

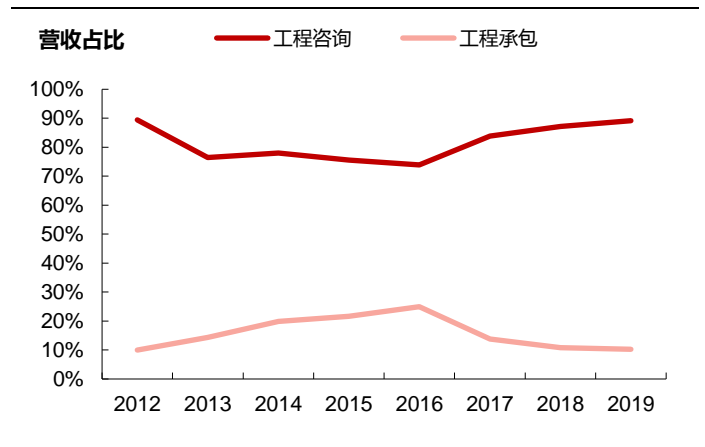
公司净利率与毛利率保持同步变动, 而毛利率主要受其业务结构变动影响。2012-2016 年, 毛利率相对较低的工程承包业务占比持续提升, 公司综合毛利率由 2012 年的 36.83% 下降至 2016 年的 30.17%, 净利率由 2012 年的 12.09% 下降至 2016 年的 9.85%, 毛利率和净利率呈现波动中下降的趋势, 整体处于行业较低水平。2017 以来, 工程承包业务开始收缩, 但受 TA 和 Eptisa 首次实现全年并表、毛利率较低的海外业务收入占比提升的影响, 2017 年公司毛利率和净利率均有所下降 (毛利率为 29.09%、净利率为 7.78%); 2018-2019 年, 公司毛利率和净利率分别为 31.23%/38.32%、9.16%/12.34%, 呈现持续增长的趋势, 并于 2019 年超过同业。

图 42: 公司净利率与毛利率保持同步变动



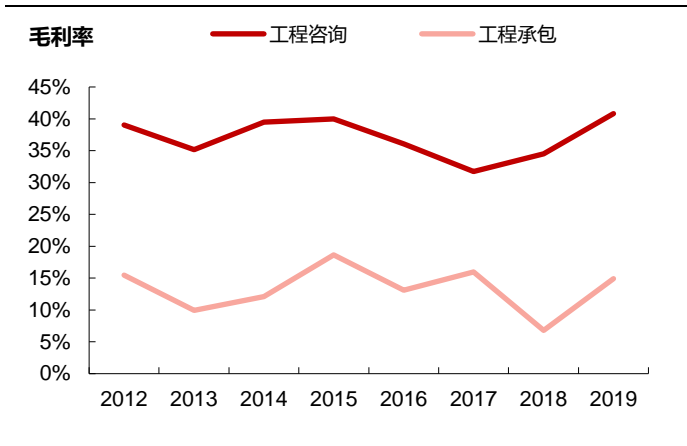
资料来源: wind, 西部证券研发中心

图 43: 2017 年以来工程承包业务占比下降



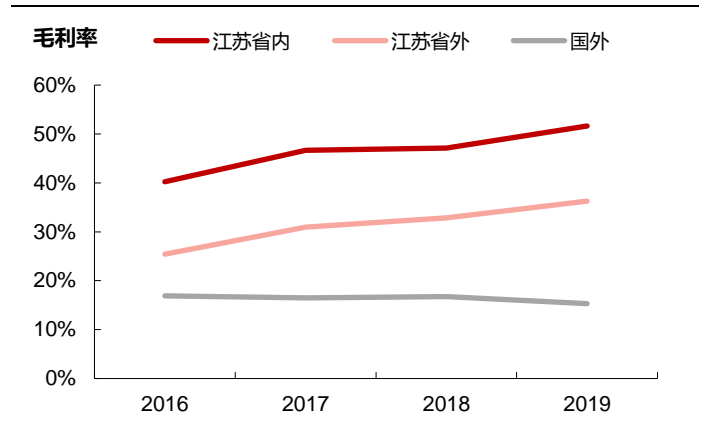
资料来源: wind, 西部证券研发中心

图 44：工程承包业务毛利率相对较低



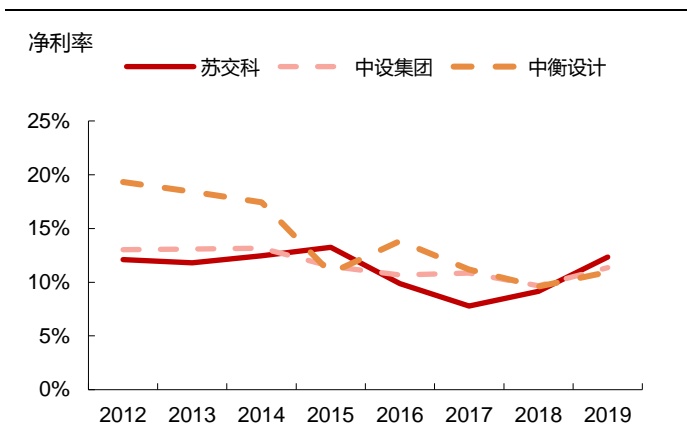
资料来源：wind，西部证券研发中心

图 45：海外业务毛利率相对较低



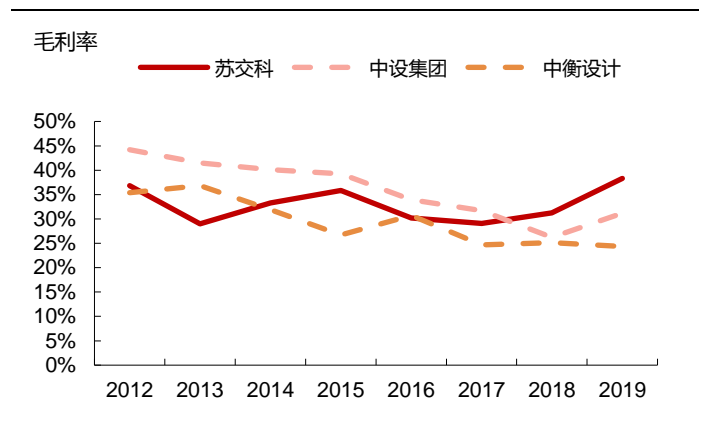
资料来源：wind，西部证券研发中心

图 46：2019 年公司净利率高于同业



资料来源：wind，西部证券研发中心

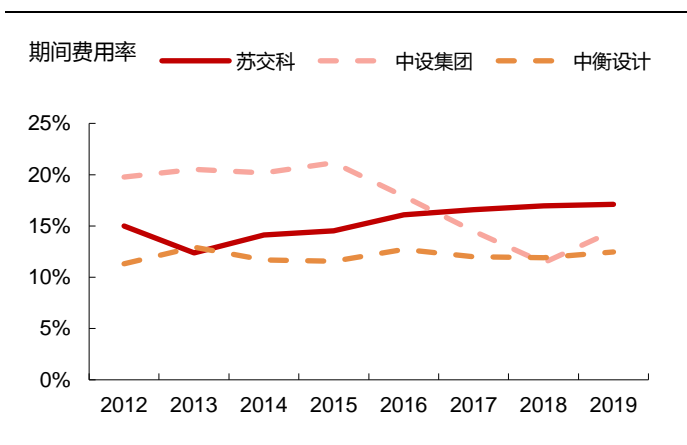
图 47：2018-2019 年公司毛利率高于同业



资料来源：wind，西部证券研发中心

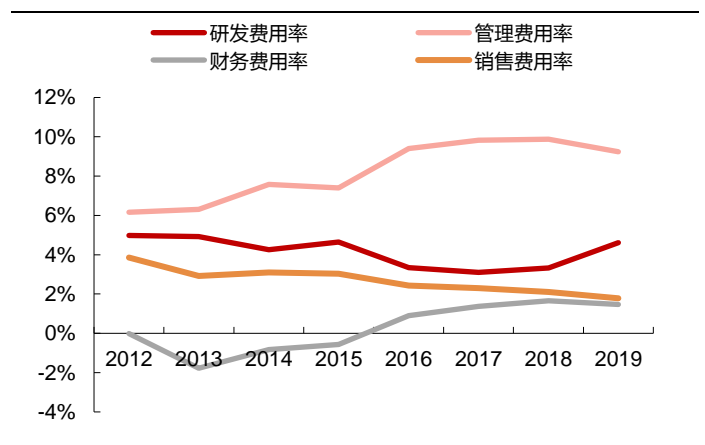
公司期间费用率上升幅度趋缓，未来有望下降。公司期间费用率由 2013 年的 12.37% 上升至 2019 年的 17.11%，主要是持续的异地扩张导致管理费用率不断提升所致。近两年，公司已基本完成全国布局，省外属地化管理效果也开始不断显现，未来期间费用率有望下降。2019 年管理费用率同比下降 0.63pct，期间费用率同比上升 0.15pct，主要系研发费用率上升 1.30pct。

图 48：公司期间费用率上升幅度趋缓



资料来源：wind，西部证券研发中心

图 49：2019 年公司管理费用率同比下降 0.63pct

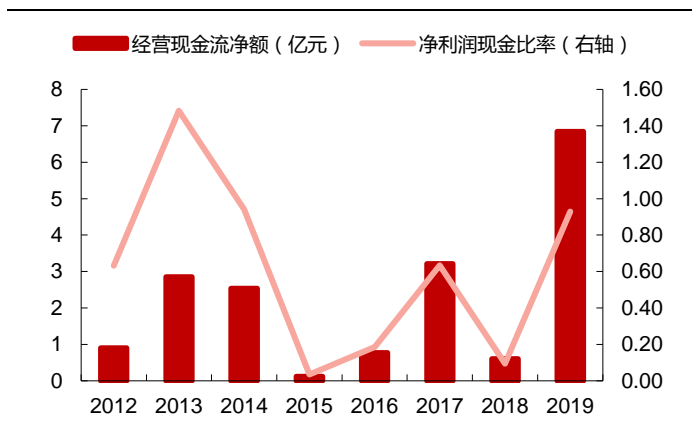


资料来源：wind，西部证券研发中心

经营性现金流表现较好，与净利润缺口主要来自应收账款。自上市以来，公司经营性净现金流量持续为正，主要是因为公司以工程咨询业务为主，工程咨询轻资产，回款情况要好于工程承包等业务。2019年公司经营性净现金流净额为6.85亿元，同比实现大幅提升，主要系剥离TA后经营性回款增加幅度大于经营性现金支出增加幅度。但从净利润现金比率来看，除2013年外，公司经营现金流净额均小于当期净利润，主要是应收账款占比较大所致。

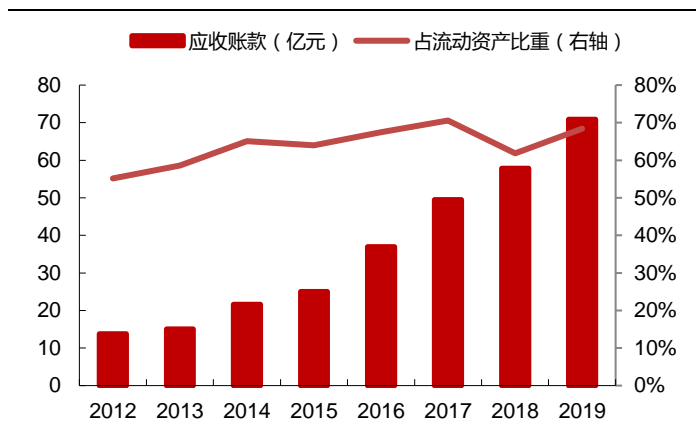
应收账款规模持续扩大，存在一定的回收风险。应收账款随着公司业务的发展呈现快速上升趋势，2019年末公司应收账款为70.88亿元，在流动资产中占比达68.37%，对资金流动性造成一定的压力。公司应收账款规模较大主要由于工程咨询业务的实施期限较长，同时业主采用项目节点的结算方式使得收款滞后于公司劳动成果的完工进度所致。公司应收账款业主主要为政府部门及其下属的基础设施投资管理公司，资信较好，发生大额坏账的可能性较小，自上市以来，公司共计核销坏账金额仅2059万元，但考虑到公司应收账款规模较大，仍存在一定的回收风险。

图 50：经营性现金流表现较好



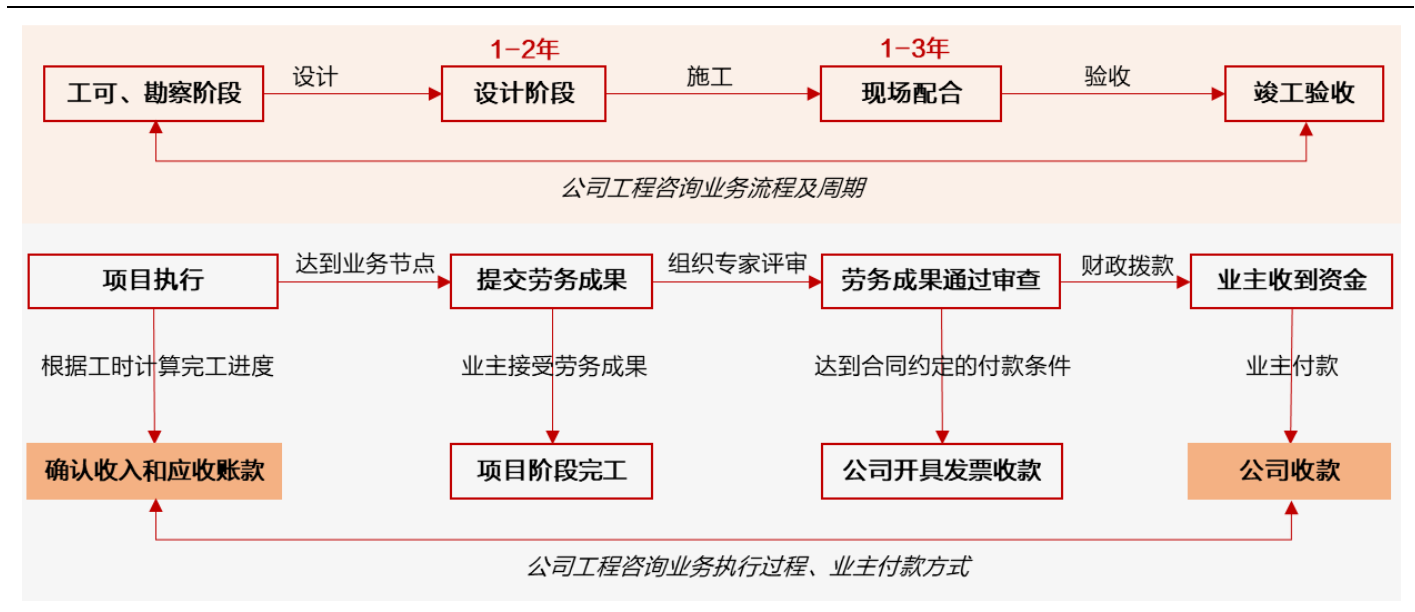
资料来源：wind，西部证券研发中心

图 51：应收账款规模不断扩大



资料来源：wind，西部证券研发中心

图 52：工程咨询业务周期长，结算滞后



资料来源：公司招股说明书，西部证券研发中心

主动加强管理叠加政策利好，公司回款情况有望改善。为进一步加速回款，公司将项目经理的绩效考核指标与回款密切挂钩，并执行其他监控程序以控制应收账款风险。此外，2019年2月中办、国办印发了《关于加强金融服务民营企业的若干意见》，强调要加快清理政府部门及其所属机构（包括所属事业单位）、大型国有企业（包括政府平台公司）因业务往来与民营企业形成的逾期欠款，公司回款情况有望相应改善。

六、盈利预测与投资建议

6.1 盈利预测

我们对于公司未来三年的盈利预测仅仅是基于公司现有业务的发展，并未考虑未来公司继续实施外延并购可能带来的业绩增长，以及实际控制人变更后粤港澳大湾区建设可能为公司带来的巨大订单的释放，属于一个保守预测。

核心假设：

1、我们预计 2020-2022 年公司工程咨询业务收入分别同比+12%/15%/18%，一是基建投资增速持续向好，设计咨询环节位于基建产业链前端将率先受益，二是公司检测业务布局效果显现，未来有望保持较快增长；预计 2020-2022 工程承包业务收入分别同比+20%/10%/10%，在公司不断完善全国布局的背景下保持平稳增长。

2、我们预计 2020-2022 年公司工程咨询业务毛利率分别为 38%/39%/40%，2020 年毛利率受上半年疫情影响有所下滑，2021-2022 年随着省外属地化管理效果不断显现，毛利率呈上升趋势；预计 2020-2022 工程承包业务毛利率维持 14.5%的水平。

表 19：公司分项收入和毛利率预测

单位：亿元		2018	2019	2020E	2021E	2022E
工程咨询	营业收入	61.30	53.19	59.57	68.50	80.84
	YoY	12.16%	-13.23%	12.00%	15.00%	18.00%
	营业成本	40.16	31.48	36.93	41.79	48.50
	毛利率	34.49%	40.82%	38.00%	39.00%	40.00%
工程承包	营业收入	7.63	6.14	7.36	8.10	8.91
	YoY	-14.81%	-19.61%	20.00%	10.00%	10.00%
	营业成本	7.11	5.22	6.30	6.93	7.62
	毛利率	6.79%	14.89%	14.50%	14.50%	14.50%
其他	营业收入	1.37	0.35	0.38	0.42	0.46
	YoY	-13.03%	-74.56%	10.00%	10.00%	10.00%
	营业成本	1.07	0.11	0.31	0.34	0.37
	毛利率	21.69%	68.69%	20.00%	20.00%	20.00%
总计	营业收入	70.30	59.67	67.32	77.03	90.21
	YoY	7.84%	-15.12%	12.81%	14.42%	17.11%
	营业成本	48.34	36.81	43.54	49.05	56.49
	毛利率	31.23%	38.32%	35.33%	36.32%	37.38%

资料来源：wind，西部证券研发中心

3、我们预计 2020-2022 年公司期间费用率分别为 16.80%/16.55%/16.28%，伴随规模和管理提升，费用率呈持续下降趋势。其中，2020-2022 年销售费用率分别为 1.80%/1.70%/1.60%，管理费用率 8.80%/8.70%/8.70%，财务费用率 1.60%/1.55%/1.38%，研发费用率维持 4.60%。

表 20：公司期间费用率预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	2.10%	1.78%	1.80%	1.70%	1.60%
管理费用率	9.88%	9.25%	8.80%	8.70%	8.70%
研发费用率	3.32%	4.62%	4.60%	4.60%	4.60%
财务费用率	1.66%	1.46%	1.60%	1.55%	1.38%
期间费用率	16.96%	17.11%	16.80%	16.55%	16.28%

资料来源：wind，西部证券研发中心

盈利预测：预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 67.32/77.03/90.21 亿元，同比分别 +12.81%/14.42%/17.11%，归母净利润分别为 7.53/9.26/11.49 亿元，同比分别 +4.10%/22.94%/24.06%，对应 EPS 分别为 0.78/0.95/1.18 元/股，当前价格对应 PE 分别为 10.2/8.3/6.7 倍。

6.2 投资建议

从行业层面来看，资金有保障加上交通强国战略等政策的支持，未来三年我国基建投资（尤其是交通基建）有望保持较高水平；从公司层面来看，传统业务稳健发展，检测业务和智慧交通建设有望成为公司新的增长点，推动业绩实现较快增长。

我们预计公司 2020-2022 年实现归母净利润 7.53/9.26/11.49 亿元，对应 EPS 0.78/0.95/1.18 元/股，YoY+4.10%/22.94%/24.06%，CAGR+16.66%。参考可比公司 2020 年平均 12XPE，我们认为可以给予公司 2020 年 12XPE，对应目标价为 9.36 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

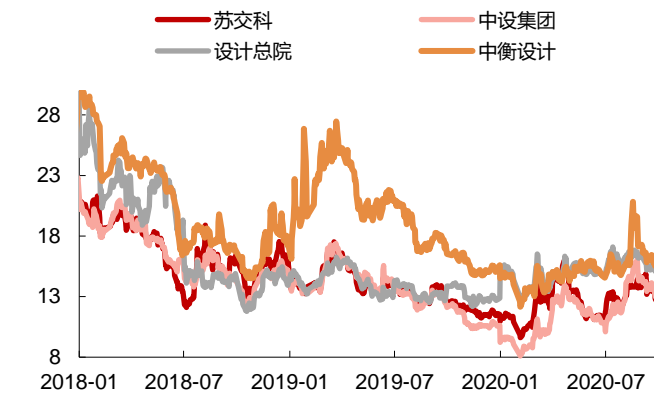
表 21：2020 年行业可比公司 PE12X

证券代码	公司名称	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元/股)			PE	
				2019A	2020E	2021E	2020E	2021E
603018.SH	中设集团	69.49	12.47	1.12	1.14	1.39	10.9	9.0
603357.SH	设计总院	45.82	10.08	0.71	0.86	1.06	11.7	9.5
603017.SH	中衡设计	33.22	12.00	0.73	0.85	1.04	14.1	11.5
整体平均值							11.9	9.7
300284.SZ	苏交科	76.64	7.89	0.74	0.78	0.95	10.2	8.3

注：股价为 2020/9/28 收盘价；除苏交科外，其余公司 2020-2021 年 EPS 均取自 wind 一致预期。

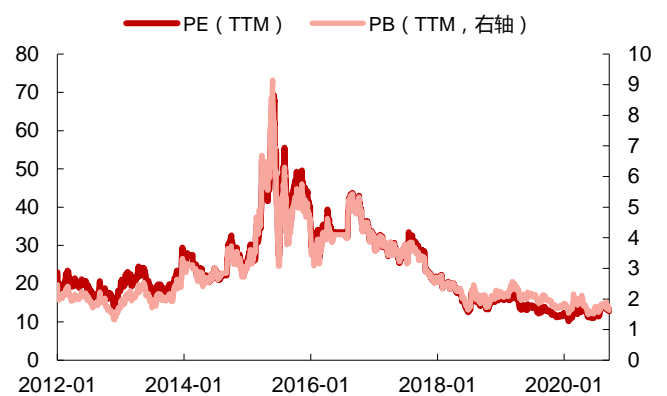
资料来源：wind，西部证券研发中心

图 53：目前公司 PE 估值处于行业较低水平



资料来源：wind，西部证券研发中心

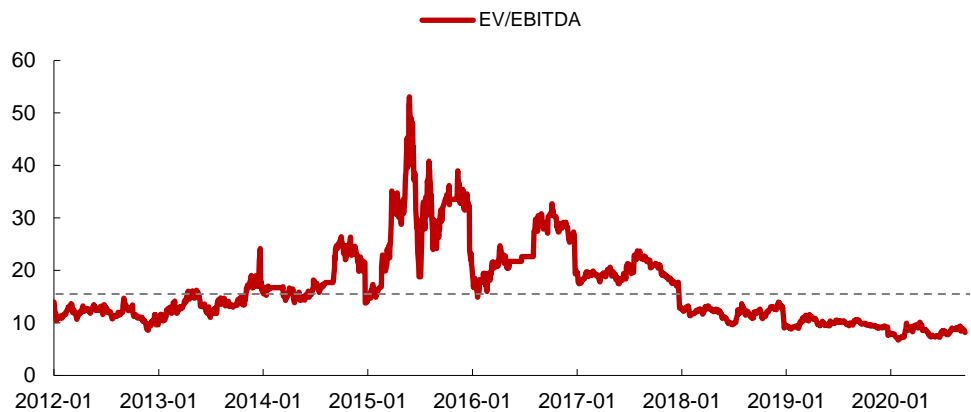
图 54：公司当前估值处于历史底部



资料来源：wind，西部证券研发中心

用企业倍数估值法，我们认为目标价为 17.11 元，可作为参考。我们预计 2020-2022 年公司 EBITDA 分别为 11.72/13.69/16.30 亿元，YoY+3.09%/16.82%/19.02%。我们取 2012 年 1 月 10 日-2020 年 9 月 28 日 EV/EBITDA 的中位数 14.3X，对应目标价为 17.11 元。

图 55：目前公司 EV/EBITDA 处于历史较低水平



资料来源：wind，西部证券研发中心

七、风险提示

1、基建投资放缓风险。公司所从事的工程咨询与工程承包业务与国家基建投资尤其是交通基建投资密切相关。从当前市场来看，基建投资增速有明显的回升，但未来仍然存在一定的不确定性。若未来基建投资增速放缓，将对公司的业务造成一定的影响。

2、盈利恢复程度不及预期风险。今年上半年尤其是一季度，公司的工程勘察、综合检测等需要现场作业的业务以及海外业务受疫情影响较大，盈利能力大幅下降。从目前情况来看，国内疫情逐步得到有效控制，公司业务有序恢复。若未来疫情持续反复，将对公司的正常业务开展将产生不利影响，阻碍盈利恢复。

3、应收账款坏账风险。随着公司业务范围和规模的扩大，公司应收账款余额持续增长。尽管公司客户主要为政府部门及其下属的基础设施投资管理公司，资信良好，应收账款发生大额坏账的可能性较小，但若出现公司应收账款不能按期收回或无法收回而发生坏账的情况，将对公

司财务状况和经营成果产生不利影响。

4、工程质量事故风险。工程项目出现质量事故的影响往往较大，甚至会造成人民生命、财产的巨大损失。因此一旦由公司负责勘察设计的工程发生安全质量事故，如工程倒塌或报废等，将对公司造成较为致命的打击。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	2,651	2,785	3,663	5,070	5,726	营业收入	7,030	5,967	6,732	7,703	9,021
应收款项	6,138	7,403	8,234	8,149	9,631	营业成本	4,834	3,681	4,354	4,905	5,649
存货净额	68	39	90	57	112	营业税金及附加	31	34	30	42	59
其他流动资产	500	140	160	155	155	销售费用	148	106	121	131	144
流动资产合计	9,358	10,367	12,146	13,430	15,623	管理费用	928	827	902	1,024	1,200
固定资产及在建工程	689	693	598	504	410	财务费用	116	87	108	119	124
长期股权投资	68	69	70	70	70	其他费用/(-收入)	223	353	306	359	453
无形资产	226	220	187	153	123	营业利润	749	878	911	1,121	1,392
其他非流动资产	1,912	2,003	1,971	1,973	1,964	营业外净收支	1	(2)	1	(0)	(0)
非流动资产合计	2,896	2,984	2,826	2,701	2,567	利润总额	750	876	912	1,121	1,391
资产总计	12,254	13,351	14,972	16,131	18,190	所得税费用	106	139	145	178	221
短期借款	2,483	2,480	2,480	2,480	2,480	净利润	644	737	767	943	1,170
应付款项	4,573	4,849	5,946	6,206	7,041	少数股东损益	21	13	14	17	21
其他流动负债	0	1	0	0	1	归属于母公司净利润	623	724	753	926	1,149
流动负债合计	7,057	7,331	8,427	8,687	9,522	财务指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
长期借款及应付债券	566	797	697	797	997	盈利能力					
其他长期负债	85	77	80	79	78	ROE	15.7%	16.0%	14.7%	15.9%	17.1%
长期负债合计	651	874	777	876	1,074	毛利率	31.2%	38.3%	35.3%	36.3%	37.4%
负债合计	7,708	8,204	9,204	9,562	10,597	营业利润率	10.7%	14.7%	13.5%	14.6%	15.4%
股本	810	971	971	971	971	销售净利率	9.2%	12.3%	11.4%	12.2%	13.0%
股东权益	4,546	5,147	5,768	6,568	7,593	成长能力					
负债和股东权益总计	12,254	13,351	14,972	16,131	18,190	营业收入增长率	7.8%	-15.1%	12.8%	14.4%	17.1%
						营业利润增长率	20.7%	17.3%	3.7%	23.1%	24.1%
						归母净利润增长率	34.4%	16.1%	4.1%	22.9%	24.1%
						偿债能力					
						资产负债率	62.9%	61.5%	61.5%	59.3%	58.3%
						流动比	1.33	1.44	1.44	1.55	1.64
						速动比	1.32	1.41	1.43	1.54	1.63
						每股指标与估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
						每股指标					
						EPS	0.64	0.74	0.78	0.95	1.18
						BVPS	4.37	4.96	5.59	6.39	7.43
						估值					
						P/E	12.3	10.6	10.2	8.3	6.7
						P/B	1.5	1.6	1.4	1.2	1.1
						P/S	1.1	1.3	1.1	1.0	0.8

数据来源: 公司财务报表, 西部证券研发中心

西部证券—公司投资评级说明

买入：	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上
增持：	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间
中性：	公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5%
卖出：	公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

联系我们

联系地址：上海市浦东新区浦东南路 500 号国家开发银行大厦 21 层
北京市西城区月坛南街 59 号新华大厦 303
深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

联系电话：021-38584209

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他方式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。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、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议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客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。