

路桥改扩建市场咨询需求向好，工程项目承接扩张潜力显著

苏文科 (300284.SZ)

推荐 首次评级

一、我们的分析与判断

- 公司是体制优势明显的民营交通工程咨询企业，经营规模快速向行业一线梯队靠近。公司前身为江苏省交通科学研究所，02年在全国交通行业科研设计院所中第一个由事业单位成功改制。目前公司高管及核心人员合计持股54.4%，作为智力资本密集的咨询企业，公司具备良好的激励机制和灵活的经营机制。公司咨询收入在08-11年间保持了35%的快速复合增长，较行业一线梯队企业高5-10个百分点，收入规模有望形成对他们的全面赶超。
- 咨询业务方面，公司“实验室+项目设计”的技术组合优于传统设计院，存量路桥市场快速增长的的改扩建咨询需求是主要看点。目前，虽然我国公路新项目的建设市场已进入平稳阶段，但存量路桥市场的改扩建支出仍呈明显上升趋势。预计未来3年公路改扩建投资的年均复合增速仍在25%左右；公司在这一壁垒较高的细分领域将直接受益。
- 工程业务方面，“设计施工一体化”的工程板块完成经验积累，低财务杠杆支持营收规模的大幅扩张。08年起公司陆续承接了3个以“设计施工一体化”为主要经营模式的总包项目，这些项目由于公司主要提供设计、融资管理等高附加值服务，其毛利率、净利率也要比传统施工高出约3个百分点。同时，考虑到目前公司财务杠杆处于行业最低之列，公司“设计施工一体化”工程总包的承接能力有望在过去年均3亿元的规模上实现翻倍增长。
- 公司在江苏省外的营销网络铺设完成，即将进入收获期。2011年，公司省外收入占到公司整体收入的30%；从增速上看，过去两年省外收入的复合增速为35%，较同期公司整体收入增速高10个百分点以上。随着过去几年的市场口碑及客户关系积累，预计公司在省外的后续业务还将在以往路面、桥梁检测的基础上继续向设计和监理等新的领域快速扩展。

二、投资建议

首次给予推荐的投资评级。我们看好公司在路桥改扩建项目咨询市场的受益前景；同时，公司“设计施工一体化”的总包工程模式也将在未来3年进入加速实施阶段。预计12-14年EPS分别为0.72、1.01和1.36元，公司相对今年PE仅为15X，较可比公司折让明显，首次给予推荐评级。

主要财务指标 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	1268	1275	1853	2460
收入同比	10%	1%	45%	33%
归属母公司净利	132	173	243	326
净利润同比	39%	31%	41%	34%
毛利率	32.2%	36.3%	33.7%	33.0%
ROE	10.1%	11.7%	14.1%	15.9%
每股收益(元)	0.55	0.72	1.01	1.36
P/E	20.70	15.75	11.21	8.36
P/B	2.09	1.84	1.58	1.33

资料来源：中国银河证券研究部

分析师

罗泽兵

☎：(8621) 2025 2670

✉：luozebing@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511090003

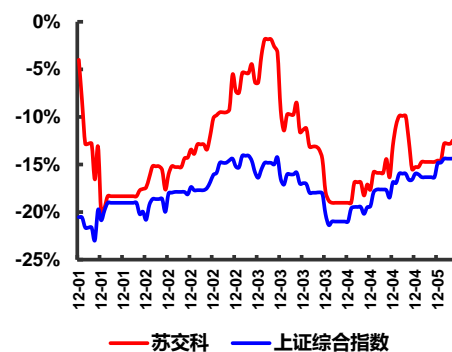
市场数据日期

2012.05.10

上证综合指数	2,449
公司收盘价	11.19
总股本(百万)	240
流通股本(百万)	60
流通市值(亿)	6.7
EPS (TTM)	0.57
每股净资产 (元)	5.53
资产负债率	48%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
苏文科	3.2	4.2	-14.2
上证指数	6.2	6.8	-3.0



投资概要:

驱动因素、关键假设及主要预测:

公司未来3年咨询设计及工程业务仍将保持良好成长性。咨询设计方面,虽然我国公路新项目的建设市场已进入平稳阶段,但存量路桥市场的改扩建支出仍呈明显上升趋势。预计未来3年公路改扩建投资的年均复合增速仍在25%左右。工程业务方面,公司过去3年已完成工程经验、项目管理团队的积累,同时当前财务杠杆处于有利的低位水平,承接规模扩张潜力显著。

按公司在手咨询订单及结算规律测算,预计今年公司工程咨询的收入为11.3亿元,增长23%;未来两年公司咨询业务的收入复合增速在28%左右。工程业务方面,预计公司未来3年的“设计施工一体化”年均承接合同金额在5-8亿元,较过去3年年均3亿元的规模有大幅提升,预计今年下半年开始公司将陆续有新的工程结算收入贡献,12-14年的结算收入分别为1.4、4.0和6.0亿元。

预计12-14年公司归属于母公司的净利润分别为1.73、2.43和3.26亿元,期间的业绩复合增速为34.9%。12-14年公司各年的EPS分别为0.72、1.01和1.36元。

我们与市场不同的观点:

市场将公司视为传统的交通设计院,对公司实验、检测等科研能力带来的业务潜力重视不足。交通改扩建市场的技术要求和进入壁垒高于传统新建项目市场,而公司在公路和桥梁领域的科研实力雄厚,拥有长大桥健康检测与诊断技术交通部重点实验室和新型道路材料国家级工程实验室,相比于传统的设计院,公司凭借这种“实验室+项目设计”的复合技术优势,能够在这一壁垒较高的细分领域直接受益。

同时,市场未认识到公司过往的工程业务在未来2年正处于回款集中期,结合上市完成后公司当前财务杠杆有很大的提升潜力,股东权益回报水平改善空间较大。

估值与投资建议:

目前与公司经营类型、市值规模接近的主要工程服务企业有中国海诚、成都路桥等,这些企业相对今年的PE估值在16.5-22.0倍之间。

公司未来两年35%左右的业绩复合增速高于可比企业25-30%的增速水平,我们认为其估值水平应处于可比公司估值区间的中偏上区域。公司当前股价15X的估值水平具备良好的吸引力,首次给予推荐的投资评级。

股价表现的催化剂:

公司咨询订单好于行业同业水平;

设计施工一体化模式复制到更多工程项目。

主要风险因素:

如果当前宏观调控在未来强度大幅增加,公路交通投资需求可能低于预期。

正文目录

一、公司是体制优势明显的民营工程咨询企业，经营规模快速向一线梯队靠近	4
(一) 公司是行业内首批核心技术及管理人员控股的大型工程咨询企业	4
(二) 灵活经营机制带来经营绩效快速上升，目前已快速接近行业一线梯队	5
二、“实验室+项目设计”的技术组合优于传统设计院，显著受益于不断扩大的路桥存量市场的改扩建咨询需求	6
(一) 独特的历史发展路径使公司拥有“实验室+项目设计”的特殊综合竞争优势	6
(二) 路桥市场新建规模稳定，但改扩建的咨询需求复合增速将在 25%左右	8
三、“咨询施工一体化”的工程板块完成经验积累，低财务杠杆支持营收规模的大幅扩张	10
(一) 公司自 08 年起涉足工程总包业务，增值服务带来良好收益率水平	10
(二) 工程应收款今年起进入快速回款期，募投资金的到位也使公司财务杠杆处于行业最低水平	11
四、江苏省外的营销网络铺设完成，即将进入收获期	12
(一) 公司以检修、检测的技术优势为先导快速进入省外市场，后续业务逐步向项目设计和监理等有序扩展	12
(二) 未来 3 年公司咨询业务将实现“省内平稳增长，省外快速扩张”的发展格局	13
五、盈利预测及估值	14

图表目录

图 1 上市完成后公司的股权控制图	4
图 2 2008-2011 年公司咨询营业收入变化	4
图 3 2008-2011 年公司工程承包的收入变化	4
图 4 2011 年公司咨询收入的分类构成	5
图 5 2005-2010 国内公路市场新建和改扩建规模对比	8
图 6 2005-2010 年江苏省公路投资构成及改扩建占比	9
图 7 2005-2010 年江苏省公路新建投资与改扩建投资增速	9
图 8 2004-2010 年我国公路桥梁拥有量	9
图 9 2005-2010 年江苏省公路桥梁拥有量	9
图 10 公司工程承包业务与同业企业的毛利率对比	10
图 11 公司工程承包业务的应收账款历年余额	11
图 12 公司既有工程承包业务的经营回款时间分布图	11
图 13 主要工程企业的资产负债率对比（截至 2012 年 1 季度末）	11
图 14 08-11 年公司省内外的收入结构变化	12
图 15 08-11 年公司咨询业务订单的省内外构成	13
图 16 08-11 年公司咨询业务省外订单与省外收入结算量的对比	13
表 1 公司在主要交通工程咨询领域的资质及其等级	5
表 2 公司与交通工程咨询一线梯队企业的设计收入及增速对比（单位：百万元）	6
表 3 公司重点实验室服务产值及占工程咨询收入比重	7
表 4 苏交科已完成的咨询服务各类典型工程一览	8
表 5 公司 08 年以来承接的工程总包业务明细	10
表 6 公司 09 年以来承接的主要省外咨询工程一览	12
表 7 公司各类业务的收入预测（收入单位：万元）	14
表 8 公司各类业务的毛利率预测（单位：%）	15
表 9 苏交科盈利预测	15
表 10 市值规模相近的可比工程服务公司估值水平	16

一、公司是体制优势明显的民营工程咨询企业，经营规模快速向一线梯队靠近

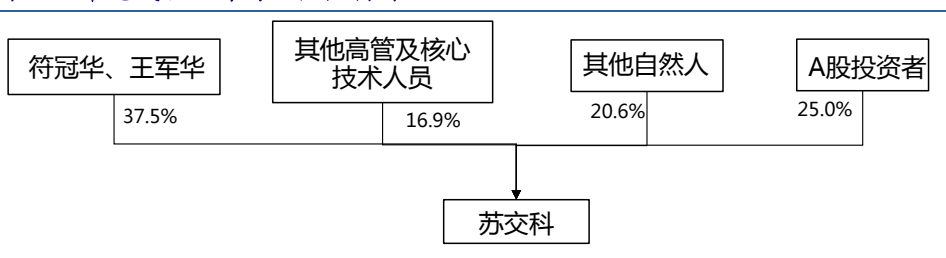
(一) 公司是行业内首批核心技术及管理人员控股的大型工程咨询企业

公司前身为江苏省交通科学研究院，2002年在全国交通行业省属科研设计院所中第一个由事业单位成功改制为科技型企业有限公司，2008年整体变更为股份有限公司，并在2012年1月10日成功登陆深圳证券交易所，成为国内首批登陆资本市场的工程咨询类企业。

目前交通咨询行业的大多数企业均为事业单位编制，而公司经过改制上市后目前已由核心技术及管理人员控股。其中董事长符冠华先生持股比例为22.08%，董事兼总经理王军华持股比例为15.39%，二人合计控制公司37.47%的股份，为一致行动人，同时也是苏交科的实际控制人；公司其他高管及核心技术人员持股比例为16.9%。

公司高管及核心技术人员合计持股为54.4%，作为智力资本密集的咨询企业，公司具备良好的激励机制和灵活的经营机制。

图1 上市完成后公司的股权控制图



资料来源：公司资料

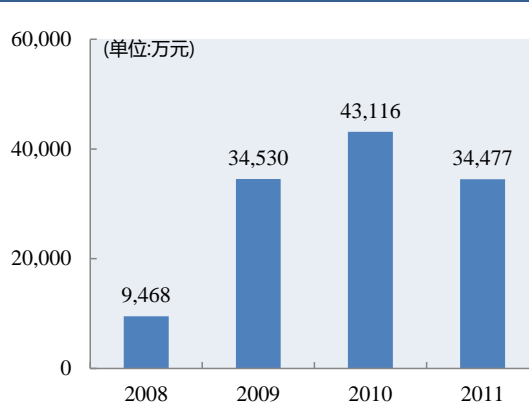
2011年公司实现营业收入12.7亿元。其中咨询业务是公司营收的主要来源，2011年实现收入9.2亿元，占公司整体收入的73%，并在08-11年间保持了35%的稳定复合增长。同时，公司咨询业务已形成了设计、检测和施工监理综合发展的良好格局。

图2 2008-2011年公司咨询营业收入变化



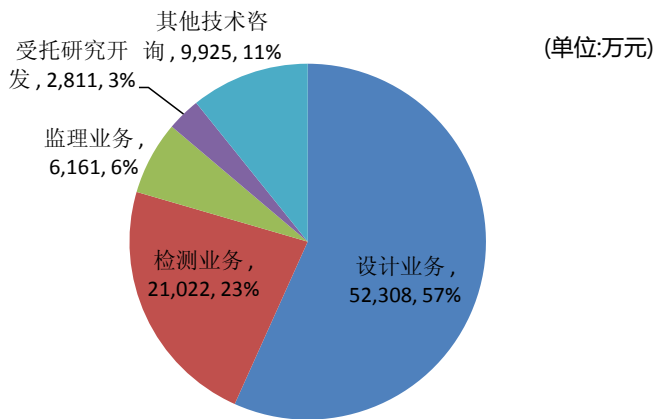
资料来源：公司公告

图3 2008-2011年公司工程承包的收入变化



资料来源：公司公告

图 4 2011 年公司咨询收入的分类构成



资料来源：公司公告

在咨询业务收入之外，公司 08 年起还新拓展了工程总包业务，过去 3 年实现了年均 3.7 亿元的收入规模，形成对公司整体营收的有益补充。

(二) 灵活经营机制带来经营绩效快速上升，目前已快速接近行业一线梯队

在灵活的经营机制下，目前公司工程咨询的业务领域已有以前的公路领域拓展至市政、轨道交通、房建和水运工程领域，目前拥有各类甲级资质 20 项，乙级资质 16 项。其中新进入的轨道交通领域已获得甲级资质，水运行业的甲级资质也在正常申请流程中，公司正在形成覆盖完备的“大交通”工程咨询格局。

表 1 公司在主要交通工程咨询领域的资质及其等级

工程咨询子行业	专业领域	等级种类	公司资质情况
公路行业	公路	甲级、乙级、丙级	甲级
	特大桥梁	甲级	甲级
	特长隧道	甲级	甲级
	交通工程	甲级、乙级	甲级
市政行业	道路工程	甲级、乙级、丙级	甲级
	桥梁工程	甲级、乙级	甲级
	轨道交通工程	甲级	甲级
房建行业	建筑工程	甲级、乙级、丙级、丁级	甲级
水运行业	港口工程	甲级、乙级	乙级
	航道工程	甲级、乙级	乙级

资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究部

与行业内其他事业单位性质的设计院相比,公司经营体制上的优势主要体现在以下几个方面:

(1) 自主经营决策能力强,能更快地对市场的需求作出反应,并根据市场的变化及时调整经营策略。公司最近向轨道交通和水运工程咨询的业务拓展就是一个很好的例证。

(2) 能够制定更为灵活的人才激励和淘汰机制,充分调动员工的积极性,实现员工价值和公司价值的统一。与事业制设计单位相比,公司由于没有编制的限制,公司可以根据业务发展的需要,快速引入各方面的人才并按市场化的机制进行考核,以满足公司高速发展的需要。

经过过去几年的高速发展,公司咨询业务的额营收规模与一线企业快速接近。从 ENR 公布的 2010 年的收入数据看,公司咨询业务的收入规模已相当于中交第一、第二公路勘察设计研究院的收入规模的 7 成左右,公司 07-10 年的复合增速为 24%,也高于行业的一线梯队。

表 2 公司与交通工程咨询一线梯队企业的设计收入及增速对比 (单位:百万元)

公司名称/年份	2007	2008	2009	2010	复合增速
苏交科 (工程咨询收入)	372	517	663	717	24%
中交第一公路勘察 设计研究院有 限公司	878	969	1,070	1,209	11%
中交第二公路勘察 设计研究院有 限公司	573	643	919	1,022	21%

资料来源:公司公告, ENR

二、“实验室+项目设计”的技术组合优于传统设计院,显著受益于不断扩大的路桥存量市场的改扩建咨询需求

(一) 独特的历史发展路径使公司拥有“实验室+项目设计”的特殊综合竞争优势

公司作为以路桥科研试验起家的研究院所,相比于传统的设计院,公司拥有“实验室+项目设计”的复合技术优势,能够在承接路桥新建项目外,大量参与到存量路桥市场的检测和改扩建市场中,从而大大拓宽了公司的业务领域。

实验室技术方面,公司拥有长大桥健康检测与诊断技术交通部重点实验室和新型道路材料国家级工程实验室。通过过去 10 年的技术积累、引进和创新,已经拥有了沥青路面

技术、桥梁检测技术、道桥改扩建技术三大核心技术，均达到国内领先水平，这一独特的发展模式使得公司的技术优势在工程实践中得到充分体现。

实验室方面的雄厚技术一方面本身为公司带来良好产值（公路、桥梁两个实验室目前各自产值都在1亿元左右）；同时也使公司大量参与到传统设计单位较难承接的路桥拓宽改造的设计项目。

1、公司实验室服务简介

公司依托两个重点实验室，在项目承接中展现良好资信和技术实力，公司两个重点实验室产值目前占到工程咨询业务收入的20-25%，2010年公司公路及桥梁实验室合计产值达到1.75亿元，实现了实验室技术优势向经济效益的转化。

表3 公司重点实验室服务产值及占工程咨询收入比重

重点实验室	2008	2009	2010
公路实验室			
服务产值（万元）	4,553	5,302	8,073
在咨询总收入占比	12%	10%	11%
桥梁实验室			
服务产值（万元）	5,102	6,562	9,477
在咨询总收入	14%	13%	13%
工程咨询总收入（万元）	37150	51682	71715

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

年初公司上市完成后，未来两年还将利用募集资金8279万元投入两个实验室，更新和补充生产类设备，增加基础研究类设备凭借领先的专业技术和科研能力，凭借领先的专业技术和科研能力，两个重点实验室的检测、技术服务业务能力将进一步增强。

2、实验室技术对设计等其他咨询业务的带动——过往重点项目分析

依托在科研领域的技术优势，公司承接的项目具有鲜明的技术特色，“实验室技术——新项目勘察设计”两方面能力的良好互动使公司承接的咨询业务类型广于传统交通工程设计单位，涵盖了新建项目设计、路桥拓宽改造、路桥定期检测维护等。

公司实验室方面的良好技术能力、成本节约效应在公司过往的咨询业务承接中起到很大的促进作用。如在沪宁高速公路（常州段）拓宽改造工程中，公司沥青路面再生技术研究成果得到了充分利用，为工程能节省近2亿元成本，从而使公司顺利获得该项拓宽改造工程的设计订单。此外，如公司的“桥梁极限承载能力实桥试验研究”研究成果，能使桥梁体检定期检测封路时间大为缩短，直接经济损失约为常规荷载试验法所带来的损失的1/8至1/4，对桥梁业主单位也具有很大的吸引力。

表 4 苏交科已完成的咨询服务各类典型工程一揽

项目类型	项目名称
存量路桥的拓宽改造设计	沪宁高速公路（常州段）拓宽改造工程
	沪宁高速公路（无锡段）拓宽改造工程
	204 国道（江苏段）扩建工程
	京珠高速公路安新段改扩建工程老路改造施工图设计
新建路桥的设计	南京-马鞍山高速公路
	南京-宿迁-徐州高速公路
	连云港-盐城高速公路
	扬州西北绕城高速公路
	全国第一座无粘结预应力系杆拱的云阳大桥
	全国第一座 PC 斜拉桁架连续梁的硕放大桥
后期检测及维护	南京长江三桥主桥定期检测
	苏通长江公路大桥基桩完整性检测
	2009 年、2010 年度沪宁高速公路路面定期检测

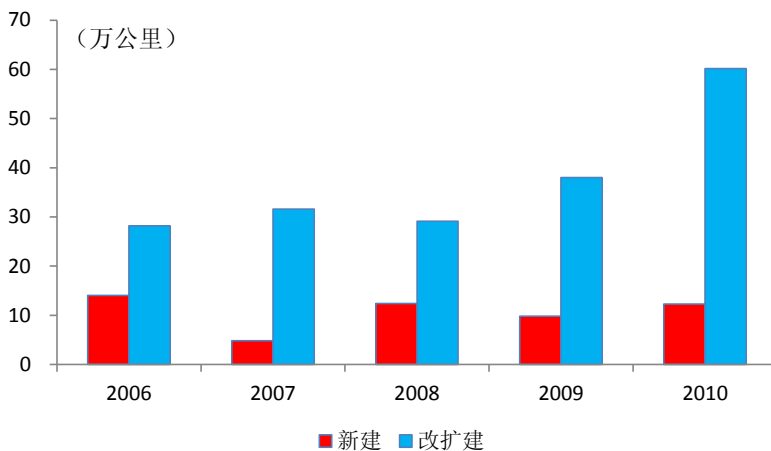
资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

因此，在未来路桥市场新建规模稳定，但存量市场改扩建需求快速上升的行业背景下，公司“实验室+项目设计”的技术组合将具有良好竞争力。

（二）路桥市场新建规模稳定，但改扩建的咨询需求复合增速将在 25% 左右

十一五期间从全国的统计数据来看，我国公路新项目建设市场已进入平稳阶段，但存量路桥市场的改扩建支出呈明显上升趋势，2010 年当年改扩建公路里程为 60 万公里，远高于同期 12 万公里的新建公路里程。07-10 年间，国内公路改扩建里程的年均复合增速为 24%。

图 5 2005-2010 国内公路市场新建和改扩建规模对比



资料来源：历年《公路水路交通运输行业发展统计公报》

江苏省过去 5 年的情况与全国较为类似，江苏省交通投资由 2005 年到 2010 年间

的复合增速在 10% 左右。但从构成看，新建项目的投资基本保持，而改扩建项目的投资快速上升，2010 年改扩建项目的投资占比已达到 53%，较“十一五”期初增加了 11 个百分点。

图 6 2005-2010 年江苏省公路投资构成及改扩建占比

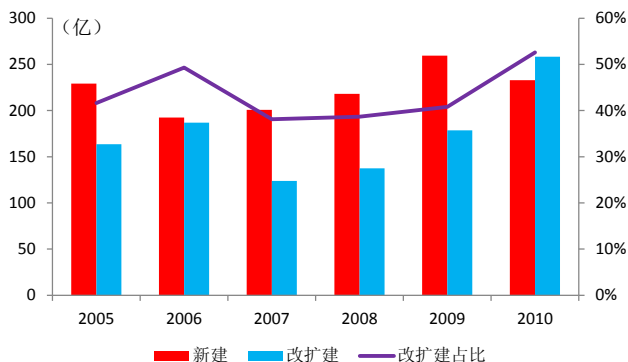
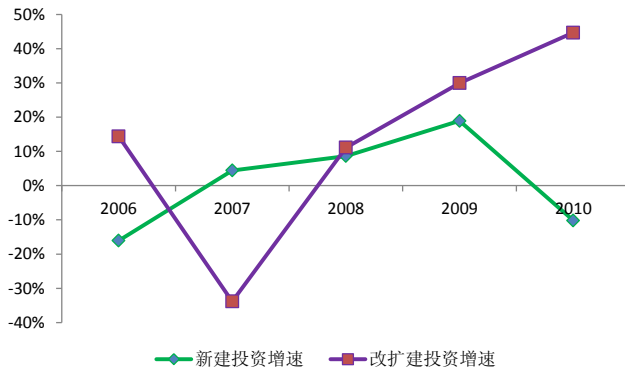


图 7 2005-2010 年江苏省公路新建投资与改扩建投资增速



资料来源：《江苏省统计年鉴》、中国银河证券研究部

经过多年的发展，目前国内路桥存量不断累积，后续的改建、扩建、检测需求将有巨大的市场空间。仅以桥梁为例，我国公路桥梁由 2004 年 32.16 万座增长到 2011 年 68.94 万座，桥梁长度由 2004 年 1340 万米增长到 2011 年 3348 万米；2010 年底仅江苏省公路桥梁就达到 6.5 万座，桥梁总长度 283 万米

在路桥存量市场的改扩建、检测维护需求领域，由于要综合运用路面沉降控制、路面修补拼接、桥梁快速无损检测等技术，公司这类科研能力强、历史数据积累充分的综合性咨询单位将表现出良好的竞争能力。

图 8 2004-2010 年我国公路桥梁拥有量

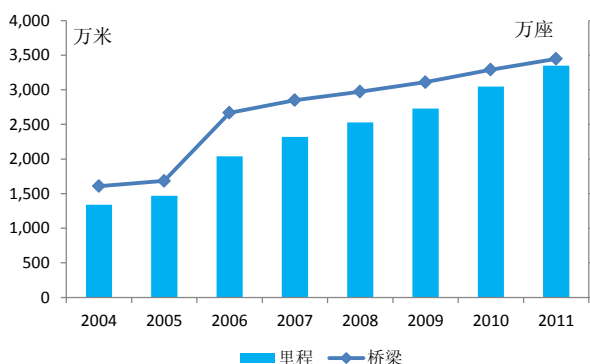
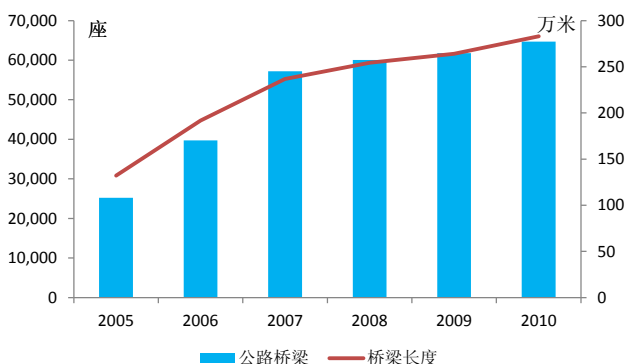


图 9 2005-2010 年江苏省公路桥梁拥有量



资料来源：历年《江苏省统计年鉴》、中国银河证券研究部

三、“咨询施工一体化”的工程板块完成经验积累，低财务杠杆支持营收规模的大幅扩张

(一) 公司自 08 年起涉足工程总包业务，增值服务带来良好收益率水平

08 年起公司陆续承接了宝大公路宝应段、省道 332 宝应段和 S249 新沂段 3 个工程承包项目，合同总金额达到 9.5 亿元。

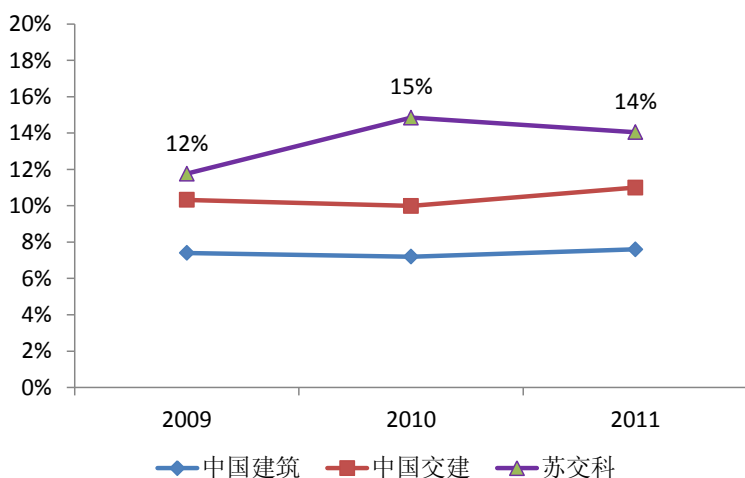
其中前两个工程总包项目均为设计施工一体化的承接模式，公司提供“一揽子”的解决方案，在开展工程承包业务时，利用自身的设计咨询背景，以提供设计优化、工程项目融资、采购管理、工程施工管理服务为主，较少涉及具体的工程施工业务。因此相对单纯的施工业务而言，其毛利率要比同业企业高出约 3 个百分点。

表 5 公司 08 年以来承接的工程总包业务明细

项目名称	项目金额 (万元)	工程开始日期	工程结束日期
宝大公路宝应段 项目的设计施工 总承包权	32,263	2008.03	2011 年底
省道 332 宝应段 工程项目的 设计施工总承包权	31,932	2008.03	2011 年 6 月
S249 新沂段 拓宽改造项目的 工程总承包权	30,600	2010.04	2011 年底

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

图 10 公司工程承包业务与同业企业的毛利率对比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

（二）工程应收款今年起进入快速回款期，募投资金的到位也使公司财务杠杆处于行业最低水平

公司 2011 年底应收账款余额为 12.0 亿元，同比增长 36%，高于同期收入增速。应收账款增速较快主要来自工程承包业务的应收账款增加，公司目前已完成的 3 个工程项目均为融资模式的 BT 项目，业主的主要付款期集中在 2012-2013 年，这两年的每年还款金额在 2.3 亿元左右。随着这些还款的到位，一方面将大大缓解公司的资金压力，同时也有利于冲回前期计提的减值损失。

图 11 公司工程承包业务的应收账款历年余额

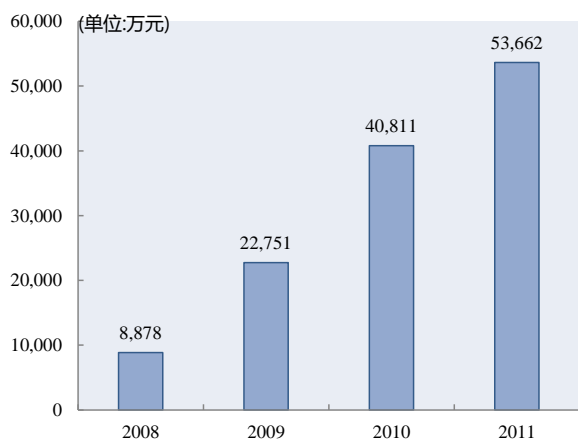
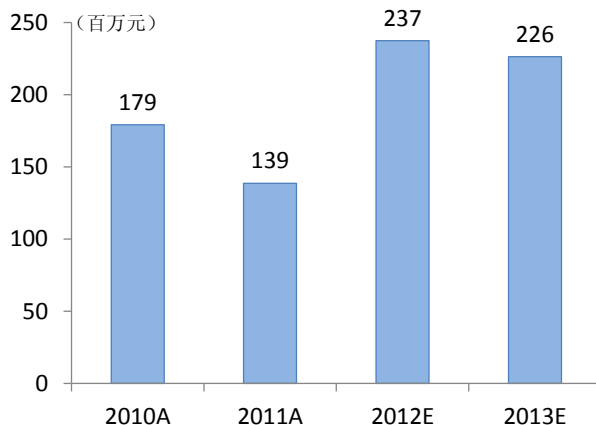


图 12 公司既有工程承包业务的经营回款时间分布图

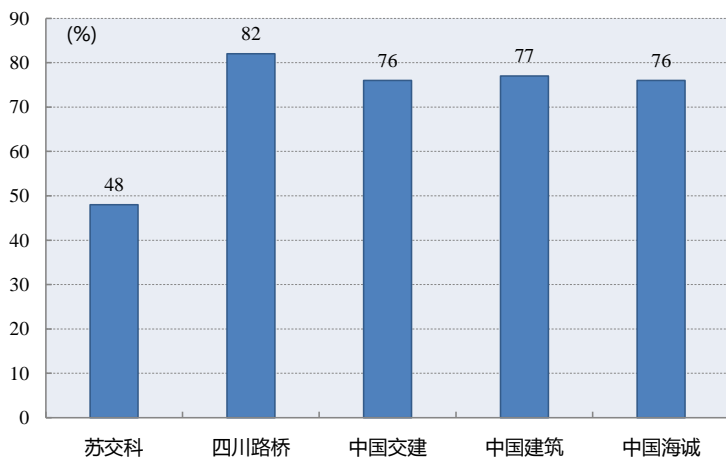


资料来源：公司公告

资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

同时，在年初公司上市完成后，公司运营资金得到良好补充，今年 1 季度末公司的资产负债率仅为 48%，远低于行业同类企业，较低的财务杠杆有助于公司未来继续承接更多的优质工程总包项目。

图 13 主要工程企业的资产负债率对比（截至 2012 年 1 季度末）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

四、江苏省外的营销网络铺设完成，即将进入收获期

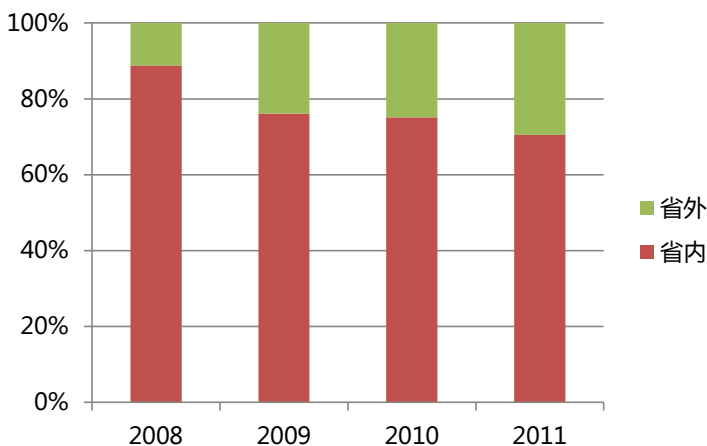
（一）公司以检修、检测的技术优势为先导快速进入省外市场，后续业务将向项目设计和监理等有序扩展

07 年开始，为规避对江苏省及周边区域市场依赖的风险，开拓新的发展区域、培育新的利润增长点。公司近年来以路面再生、桥梁检测等技术服务为先导，通过设立子公司、建设分支机构等形式快速进入了西南、华南、华北、华中地区等省外市场。

目前，公司已在全国设有 21 个分支机构，业务覆盖全国 28 个省、自治区、直辖市。完善的全国营销网络使公司在项目信息收集、服务及时、成本节约、沟通便捷等方面具有一定的优势。2011 年，公司省外收入达到 3.7 亿元，占到公司整体收入的 30%；从增速上看，公司过去两年省外收入的复合增速为 35%，较同期公司整体收入增速高 10 个百分点以上。

随着过去几年的市场口碑及客户关系积累，预计公司在省外的后续业务还将在路面、桥梁检测的基础上继续向设计和监理等新的领域快速扩展。

图 14 08-11 年公司省内外的收入结构变化



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

表 6 公司 09 年以来承接的主要省外咨询工程一览

合同名称	签约金额（万元）	签约时间
四川省绵竹至茂县公路汉旺至牛圈沟段两阶段勘察设计	10,708	2009.07
四川省绵竹至茂县公路绵竹段蓝家岩隧道及接线两阶段勘察设计	1,744	2009.07
四川省绵竹至茂县公路茂县段两阶段勘察设计	3,350	2009.1
昆明市三环闭合（西、北段）质量安全控制中心	1,408	2009.12
漳州沿海大通道 B 合同段勘察设计	1,850	2010.01

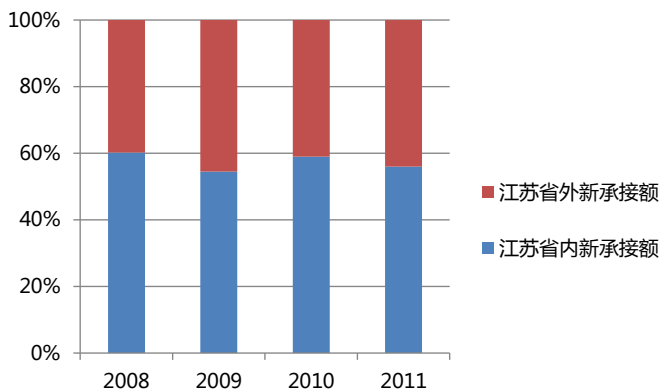
昆明市寻甸至倘甸公路工程勘察设计服务	3,105	2010.03
新疆维吾尔自治区克拉玛依至塔城高速公路第二标段勘察设计	2,950	2010.09
新疆维吾尔自治区克拉玛依至塔城高速公路（东线）第一标段勘察设计	2,010	2010.09
丹东金山生态健康旅游村市政工程设计	3,480	2010.11
港珠澳大桥主体工程试验检测中心	4,442	2010.12
乐昌至广州高速公里项目第三方质量监控 JK1 标	1,055	2011.3
广青公路什邡红白至青牛沱段勘察设计	1,826	2011.5

资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

（二）未来3年公司咨询业务将实现“省内平稳增长，省外快速扩张”的发展格局

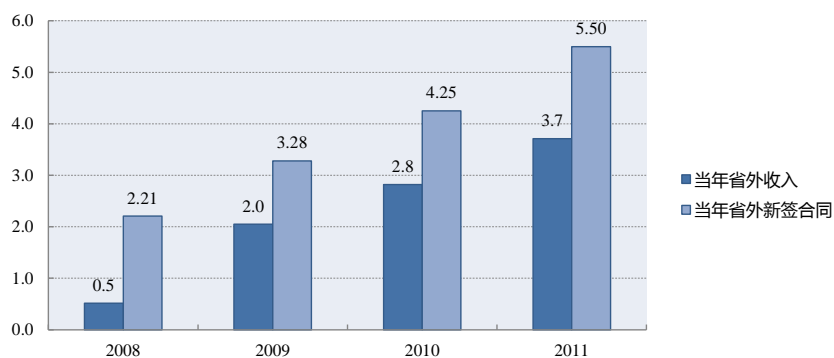
从咨询业务历年承接额的先行指标看，公司省外收入的增速及其在公司整体中的占比还将进一步上升。

图 15 08-11 年公司咨询业务订单的省内外构成



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

图 16 08-11 年公司咨询业务省外订单与省外收入结算量的对比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

09-11 年公司咨询新签合同中，省外的占比已稳定在 40-45% 左右，高于同期省外收入 25-30% 的占比水平。

我们预计未来 3 年公司省内的咨询业务仍将保持 15% 左右的平稳增长；而受益于省外拓展和经营网点的初见成效，省外的咨询业务年均增速将在 30-35%。

五、盈利预测及估值

● 盈利预测

收入及毛利率预测：

- 1) 去年底公司咨询业务的在手未完工订单为 14.2 亿元，按往年 80% 的结算规律计算，预计今年公司工程咨询的收入为 11.3 亿元，增长 23%。13-14 年随着国内路桥改扩建项目设计占比的提高、以及公司省外收入的贡献加大，预计公司咨询业务的收入复合增速在 28% 左右。
- 2) 工程承包方面，预计公司未来 3 年的“设计施工一体化”年均承接合同金额在 5-8 亿元，较过去 3 年年均 3 亿元的规模有大幅提升。收入结算方面，预计今年下半年开始公司将陆续有新的工程结算收入贡献，12-14 年的结算收入分别为 1.4、4.0 和 6.0 亿元。
- 3) 收入合计看，12-14 年公司收入分别为 12.8、18.5 和 24.6 亿元。今年上半年由于工程收入的暂时断顿，预计今年收入基本与去年持平，13-14 年公司收入将分别增长 45% 和 33%。
- 4) 毛利率方面，预计公司工程咨询的毛利率将稳定在 40% 左右；工程承包方面，鉴于公司未来的项目选取仍将以高收益的“设计施工一体化”项目为主，这块业务的毛利率也将在 15% 左右。

表 7 公司各类业务的收入预测（收入单位：万元）

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
工程咨询	71,715	92,227	113,440	145,203	185,860
+/-	39%	29%	23%	28%	28%
工程承包	43,116	34,477	14,000	40,000	60,000
+/-	25%	-20%	-59%	186%	50%
其他业务	36	94	108	124	143
+/-		161%	15%	15%	15%
收入合计	114,867	126,798	127,548	185,327	246,003
+/-	33%	10%	1%	45%	33%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

表 8 公司各类业务的毛利率预测 (单位: %)

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
工程咨询	39.5%	39.0%	39.0%	39.0%	39.0%
工程承包	14.9%	14.1%	14.5%	14.5%	14.5%
其他业务	29.8%	53.0%	30.0%	30.0%	30.0%
综合毛利率	30.2%	32.2%	36.3%	33.7%	33.0%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

净利润预测:

预计 12-14 年公司归属于母公司的净利润分别为 1.73、2.43 和 3.26 亿元, 期间的业绩复合增速为 34.9%。12-14 年公司各年的 EPS 分别为 0.72、1.01 和 1.36 元。

表 9 苏交科盈利预测

利润表	单位: 百万元			
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	1268	1275	1853	2460
营业成本	859	812	1229	1648
营业税金及附加	50	50	72	96
营业费用	41	45	56	71
管理费用	114	132	164	201
财务费用	11	2	-6	-8
资产减值损失	39	30	50	65
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	155	205	289	387
营业外收入	3	3	5	8
营业外支出	1	1	2	4
利润总额	157	207	292	391
所得税	26	34	48	64
净利润	131	173	243	326
少数股东损益	-1	0	0	0
归属母公司净利润	132	173	243	326
EBITDA	190	230	311	414
EPS (元)	0.55	0.72	1.01	1.36

资料来源: 中国银河证券研究部

● 估值分析

目前与公司经营类型、市值规模接近的主要工程服务企业有中国海诚、成都路桥等, 这些企业相对今年的 PE 估值在 16.5-22.0 倍之间。

公司目前在手咨询合同充足 (当前咨询合同未完成额为 14.2 亿元, 今年全年的咨询收入基本得到锁定), 未来将受益于路桥改扩建咨询需求的快速增长。同时, 上市完成后运营资金的大幅增加也将有利于公司大力承接“设计施工一体化”的高收益率工程项目。

公司未来两年 35%左右的业绩复合增速高于可比企业 25-30%的增速水平，我们认为其估值水平应处于可比公司估值区间的中偏上区域。建议按公司 2012 年 EPS 取 20.0-22.0 倍的 PE 估值，当前股价 15 X 的估值水平具备良好的吸引力，首次给予推荐的投资评级。

表 10 市值规模相近的可比工程服务公司估值水平

股票代码	公司名称	股价 12/5/8	总市值 (亿元)	EPS				PE				PB
				2011	2012E	2013E	2014E	2011	2012E	2013E	2014E	
002628	成都路桥	12.85	42.9	0.57	0.79	1.01	1.26	22.4	16.4	12.8	10.2	3.1
002116	中国海诚	22.86	26.1	0.79	1.03	1.38	1.75	28.8	22.2	16.5	13.0	4.6
300284	苏交科	11.41	27.4	0.55	0.72	1.01	1.36	20.8	15.9	11.3	8.4	2.1

资料来源：WIND，中国银河证券研究部

表 11 公司财务报表预测 (单位: 百万元)

资产负债表					利润表				
	2011	2012E	2013E	2014E		2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	2419	2353	2830	3419	营业收入	1268	1275	1853	2460
现金	1142	1083	1150	1188	营业成本	859	812	1229	1648
应收账款	1203	1199	1575	2091	营业税金及附加	50	50	72	96
其它应收款	44	43	63	83	营业费用	41	45	56	71
预付账款	21	19	29	40	管理费用	114	132	164	201
存货	7	6	10	13	财务费用	11	2	-6	-8
其他	2	2	3	4	资产减值损失	39	30	50	65
非流动资产	237	279	291	308	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	25	25	25	25	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	154	182	203	218	营业利润	155	205	289	387
无形资产	13	13	13	13	营业外收入	3	3	5	8
其他	44	59	49	51	营业外支出	1	1	2	4
资产总计	2656	2632	3121	3726	利润总额	157	207	292	391
流动负债	1228	1030	1276	1555	所得税	26	34	48	64
短期借款	421	200	200	200	净利润	131	173	243	326
应付账款	403	381	576	773	少数股东损益	-1	0	0	0
其他	404	450	500	583	归属母公司净利润	132	173	243	326
非流动负债	119	119	119	119	EBITDA	190	230	311	414
长期借款	110	110	110	110	EPS (元)	0.55	0.72	1.01	1.36
其他	9	9	9	9					
负债合计	1347	1149	1394	1674					
少数股东权益	1	1	1	1					
股本	240	240	240	240					
资本公积	750	750	750	750					
留存收益	318	491	735	1061					
归属母公司股东权益	1309	1482	1725	2052					
负债和股东权益	2656	2632	3121	3726					

现金流量表					主要财务比率				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	-5	213	111	81	成长能力				
净利润	131	173	243	326	营业收入	10.4%	0.6%	45.3%	32.7%
折旧摊销	25	22	29	35	营业利润	31.7%	32.5%	40.4%	34.1%
财务费用	11	2	-6	-8	归属于母公司净利润	38.9%	31.4%	40.5%	34.1%
投资损失	0	0	0	0	获利能力				
营运资金变动	-219	156	-170	-277	毛利率	32.2%	36.3%	33.7%	33.0%
其它	48	-140	15	4	净利率	10.4%	13.6%	13.1%	13.3%
投资活动现金流	-29	-50	-50	-50	ROE	10.1%	11.7%	14.1%	15.9%
资本支出	33	50	50	50	ROIC	21.9%	27.5%	28.9%	28.8%
长期投资	1	0	0	0	偿债能力				
其他	4	0	0	0	资产负债率	50.7%	43.7%	44.7%	44.9%
筹资活动现金流	986	-222	6	8	净负债比率	-46.7%	-52.1%	-48.6%	-42.8%
短期借款	270	-221	0	0	流动比率	1.97	2.28	2.22	2.20
长期借款	3	0	0	0	速动比率	1.96	2.28	2.21	2.19
普通股增加	60	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	685	0	0	0	总资产周转率	0.63	0.48	0.64	0.72
其他	-32	-2	6	8	应收账款周转率	1	1	1	1
现金净增加额	952	-60	67	39	应付账款周转率	2.43	2.07	2.57	2.44
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.55	0.72	1.01	1.36
					每股经营现金流(最新摊薄)	-0.02	0.89	0.46	0.34
					每股净资产(最新摊薄)	5.45	6.17	7.19	8.55
					估值比率				
					P/E	20.7	15.8	11.2	8.4
					P/B	2.1	1.8	1.6	1.3
					EV/EBITDA	11	9	7	5

资料来源: 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

罗泽兵，建筑行业证券分析师。工学学士，管理学硕士，4 年证券从业经历，3 年企业工作经验。2007 年进入中投证券从事建材及建筑行业研究，2011 年加入银河证券。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区：于淼 021-20257811 yumiao_jg@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn