

苏交科 (300284.SZ)

建筑施工行业

评级: 增持 维持评级

公司研究

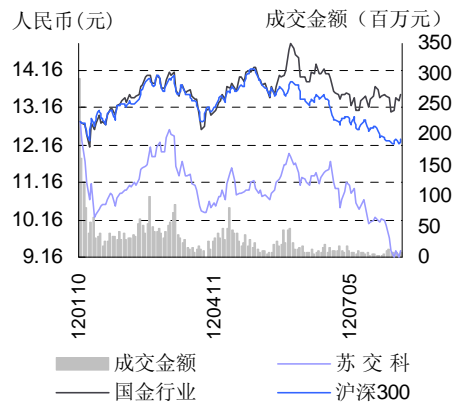
市价(人民币): 9.31元

## 增长确定的交通咨询龙头公司

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	60.00
总市值(百万元)	22.34
年内股价最高最低(元)	13.06/9.16
沪深 300 指数	2353.74



## 公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.527	0.549	0.703	0.937	1.208
每股净资产(元)	2.40	5.45	6.02	6.83	7.91
每股经营性现金流(元)	0.19	-0.02	1.44	0.77	0.97
市盈率(倍)	N/A	N/A	13.24	9.94	7.71
行业优化市盈率(倍)	40.83	34.11	34.11	34.11	34.11
净利润增长率(%)	16.98%	38.88%	28.02%	33.27%	28.92%
净资产收益率(%)	22.01%	10.07%	11.67%	13.72%	15.27%
总股本(百万股)	180.00	240.00	240.00	240.00	240.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **“确定性”和“前周期”**是苏交科逻辑中两个主要特点。首先在目前的经济背景下大规模启动基建投资重回过去增长模式的概率并不大,因此在基建领域相关公司估值普遍受压制的大背景下,寻找业绩确定性公司就显得格外重要,而苏交科就属于这一品种。此外,由于苏交科以基础设施建设领域的咨询业务为主,具有“前周期”性,因此如若后续基建有所起色,苏交科也必然是第一批受益品种。
- **“十二五”基础设施建设投资放缓,公司仍将保持高于行业的稳定增速:**经历了“十一五”期间基建投资快速增长,“十二五”期间伴随着国家的经济转型,基建投资也将告别快速增长的时代,但公司凭借在原有领域优势,在其他领域的拓展仍能保持高于行业的稳定增速:
  - **高等级公路仍保持较快增速:**公司主要以承接高等级公路(一二级公路)项目的咨询业务为主,“十二五”期间规划要建的二级及以上公路里程同比“十一五”期间完成量增长 72.3%,高等级公路相对较快的投资增速有助于保障公司公路咨询业务正常发展。
  - **改扩建业务更凸显公司优势:**公路投资逐渐走向平稳,但投资结构会发生一定的改变,存量公路里程的上升,促使改扩建体量的增加。相比新建公路,改扩建不仅投资额更高,而且需要检测、设计业务的有效配合,是综合实力的体现,这点更适合苏交科这类公司开展业务。
  - **拓展新领域,开辟新空间:**公司积极向市政、轨交、铁路、水运等领域拓展,目前公路咨询业务收入占比呈逐渐下降趋势,新领域拓展不仅可以有效抵御公路投资放缓所带来的风险,而且可以增强公司综合实力,成为综合性交通领域基础设施建设咨询商。
  - **关注超募资金用途,如若兼并收购将加快公司业务发展:**公司上市前曾运用兼并扩张手段实现快速增长,目前经济下行正处在兼并收购黄金期,而公司又恰逢成功上市资金充裕,如有兼并收购将带动公司业务快速增长,这也是推动公司发展的一个潜在手段。

孙鹏

联系人  
(8621)60753921  
sunp@gjzq.com.cn

贺国文

分析师 SAC 执业编号: S1130512040001  
(8621)61038234  
hegw@gjzq.com.cn

- **知识密集型企业有别于传统工程公司，科研实力奠定公司业务发展基础：**公司属于知识密集型企业，员工更多以脑力劳动为主，有别于传统体力为主的工程公司，在咨询行业内公司人力资源优势明显，工程师及以上职称人数接近 650 人，每年员工人数的稳定增长保障了公司业务的快速发展；资质方面，公司拥有多领域设计甲级资质，可以提供一体化服务，有助于提升公司整体竞争力；科研优势是公司区别于其他咨询类公司主要特点，公司目前已经形成了沥青路面技术，桥梁检测咨询技术，道路、桥梁改扩建等为代表的研发体系，为业务拓展，在改扩建领域更进一步打下了良好的基础；公司在研发方面投入力度较大，专利成果丰富，保证了公司在行业技术上的领先优势。
- **应收账款不影响正常周转：**公司回款模式不同于其他工程施工类企业，应收账款回款周期相对较长，这会在一定程度上增加坏账准备，但同样由于公司业务和模式的不同，较高的应收账款不会对公司业务周转造成较大的影响，反而项目经理和人员的效率在公司特有模式下可以得到较充分的发挥。

### 投资建议

- 公司目前是交通基础设施建设咨询领域第一股，出众的实力加上先发优势助推公司快速发展。预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.70、0.94、1.21 元，分别对应 13、10、8 倍估值水平，目标价格区间：11.2-12.6，对应 16-18 倍估值水平，给予“增持”评级。

### 风险

- 公路投资增速低于预期

## 内容目录

公司基本情况介绍 .....	5
公司以咨询业务为核心 .....	5
省外业务不断拓展 .....	5
咨询行业具有较强盈利能力 .....	6
“十二五”投资放缓，公司四大途径促进稳定增长 .....	6
交通基础设施建设投资逐渐放缓 .....	6
公司增速将快于行业增速原因一：高等级公路投资增速依然较快 .....	7
公司增速将快于行业增速原因二：公司在改扩建领域具备较强竞争实力 .....	7
公司增速将快于行业增速原因三：积极拓展其他领域，开辟新空间 .....	8
公司增速将快于行业增速原因四：关注超募资金用途，如有兼并收购将加快 公司业务发展 .....	8
当前市场容量测算 .....	11
知识型企业有别于传统工程公司，科研实力奠定公司业务发展基础 .....	11
人力、资质优势明显 .....	11
科研实力打造差异化优势，研发+专利保障公司咨询领域领先优势 .....	13
咨询类公司特点：应收款较多，但不影响正常周转 .....	15
回款流程决定应收账款较多 .....	15
业务模式可以保证正常周转 .....	16
投资建议 .....	16
风险提示 .....	16
附录：三张报表预测摘要 .....	17

## 图表目录

图表 1：公司业务构成——按行业分类 .....	5
图表 2：公司省外业务逐渐增加 .....	6
图表 3：公司毛利率较高 .....	6
图表 4：公司 ROE 较高 .....	6
图表 5：“十二五”公路、水路投资增速放缓 .....	7
图表 6：“十二五”交通运输发展的部分指标 .....	7
图表 7：二级及以上公路里程保持相对较快增长 .....	7
图表 8：改扩建道路建设规模逐渐加大 .....	8
图表 9：城市公共交通业固定资产投资稳步增长 .....	8
图表 10：轨道交通将迎来快速发展期 .....	8
图表 11：公司上市前收购情况 .....	9
图表 12：部分拥有公路甲级设计资质的设计院 .....	10

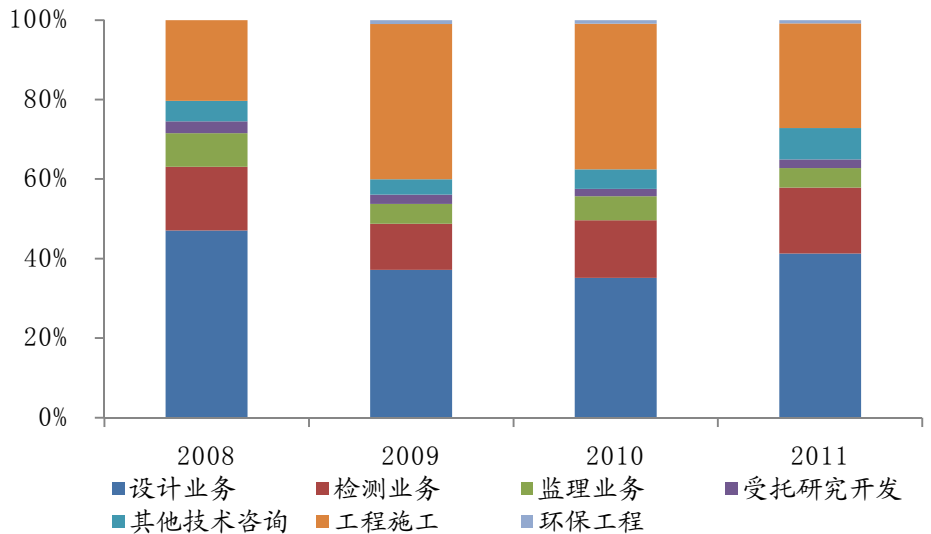
图表 13: 兼并收购需要较强资金实力——以苏交科上市前收购情况为例 .....	11
图表 14: 上市后, 货币资金增加提升公司兼并扩张实力.....	11
图表 15: 勘探设计取费标准逐年上升 .....	11
图表 16: 勘探设计取费标准有较大上涨空间.....	11
图表 17: 工程师及以上职称占员工人数比例逐年上升 .....	12
图表 18: 行业内相关公司比较 .....	13
图表 19: 公司交通工程咨询和工程承包业务链.....	13
图表 20: 公司业务涵盖的行业和服务广泛 .....	13
图表 21: 公司核心技术 .....	14
图表 22: 公司研发费用投入较高 .....	15
图表 23: 设计类公司研发费用占收入比.....	15
图表 24: 合同通常约定的付款方式及付款期限.....	15
图表 25: 公司应收账款占销售收入比例较高——以 2011 年报数据为例.....	16
图表 26: 公司坏账准备比例明细比较——以 2011 年报数据为例 .....	16

## 公司基本情况介绍

### 公司以咨询业务为核心

- 公司主营业务为交通工程咨询与工程承包业务，业务覆盖公路、桥梁、市政、水运、轨交、房建等领域。其中，公路项目的咨询业务是公司收入和利润的主要来源。
- 近年来，公司公路领域业务占比呈逐年下滑趋势，市政、轨交等领域拓展较快，业务收入占比逐步提高；工程项目在短期内并不是公司未来发展重点方向，预计未来工程项目的营收占比将呈逐步下滑的趋势。

图表1: 公司业务构成——按行业分类

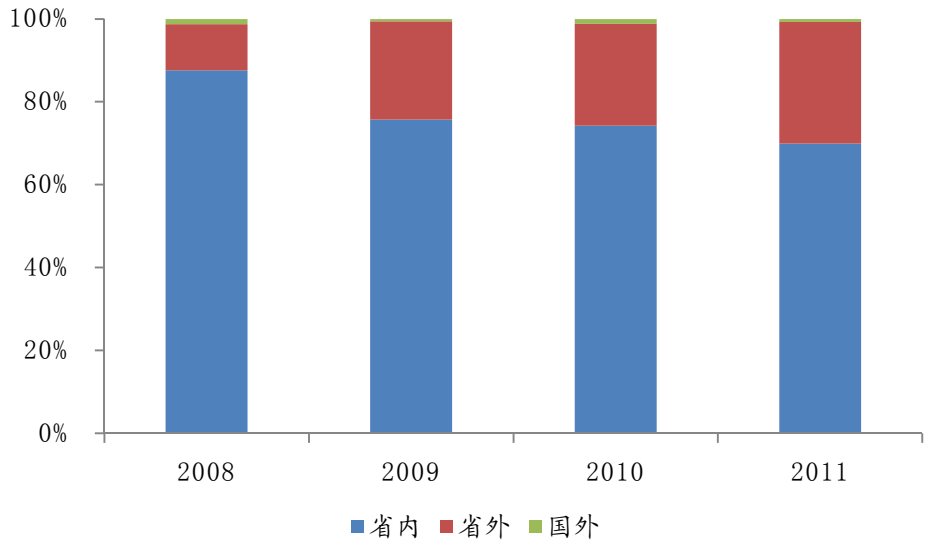


来源：公司公告 国金证券研究所

### 省外业务不断拓展

- 公司省外业务拓展快速，目前公司已经在全国设立了 21 家分支机构，2011 年在江苏省外 14 个省级区域销售业绩达到 1000 万元以上，省外销售业绩增长额已经占到公司销售业绩增长总额的 90%；从订单角度来看，省外订单增速较快，对公司整体业务贡献也在逐渐加大。可以说省外市场的拓展很大程度上决定了公司未来的业绩增长。

图表2: 公司省外业务逐渐增加

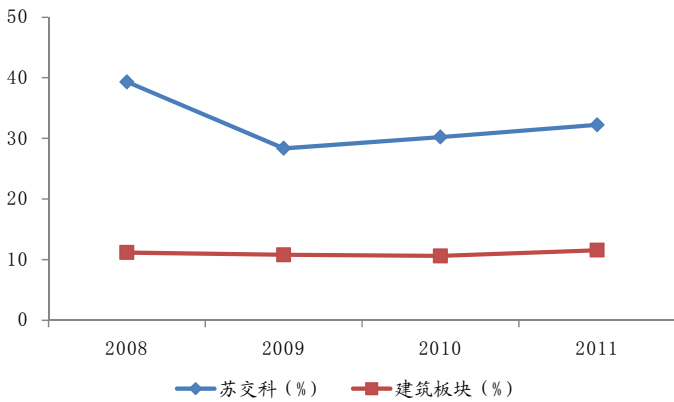


来源: 公司公告 国金证券研究所

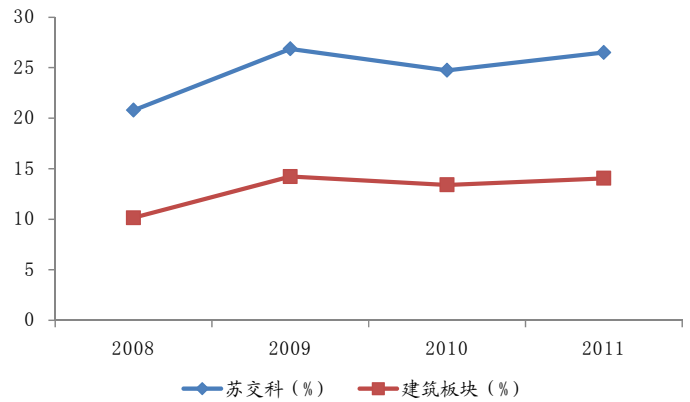
咨询行业具有较强盈利能力

- 虽然同属于建筑工程行业, 但与传统工程类企业相比, 员工工作性质却大不相同, 公司以设计咨询业务为主, 靠脑力劳动, 更类似于软件类行业员工的工作性质, 因此公司在毛利率、ROE 等盈利指标上都高于传统工程建筑行业, 具有较强的盈利能力。

图表3: 公司毛利率较高



图表4: 公司 ROE 较高



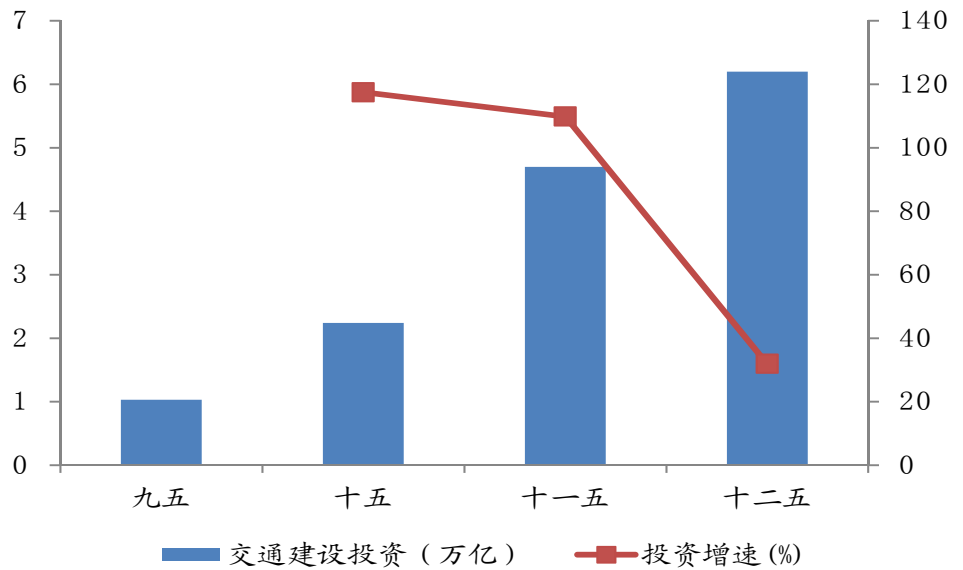
来源: wind 国金证券研究所

“十二五”投资放缓, 公司四大途径促进稳定增长

交通基础设施建设投资逐渐放缓

- 在经历了“十一五”期间基建投资快速增长后, “十二五”期间伴随着国家的经济转型, 基建投资也将告别快速增长的时代, 但中国潜在的交通需求仍将推动基建投资平稳的增长。交通运输部预计“十二五”期间, 公路、水路投资规模将达到 6.2 万亿, 相比“十一五”期间的 4.7 万亿, 增长 32%, 年均复合增速为 5.7%, 增速较“十一五”期间大幅放缓。
- 公路投资——上述 6.2 万亿投资大部分将流向公路建设, 根据公路建设投资与交通建设总投资历年比例关系推断, “十二五”期间公路总投资将处于 5.3-5.5 亿之间, 2011 年, 公路建设累计投资为 1.26 万亿。

图表5: “十二五”公路、水路投资增速放缓



来源: 交通运输部 国金证券研究所

公司增速将快于行业增速原因一: 高等级公路投资增速依然较快

- 苏文科主要以承接高等级公路(一二级公路)项目的咨询业务为主,“十二五”期间规划要建的二级及以上公路里程同比“十一五”期间完成量增长72.3%,高等级公路相对较快的投资增速有助于保障公司公路咨询业务正常发展。

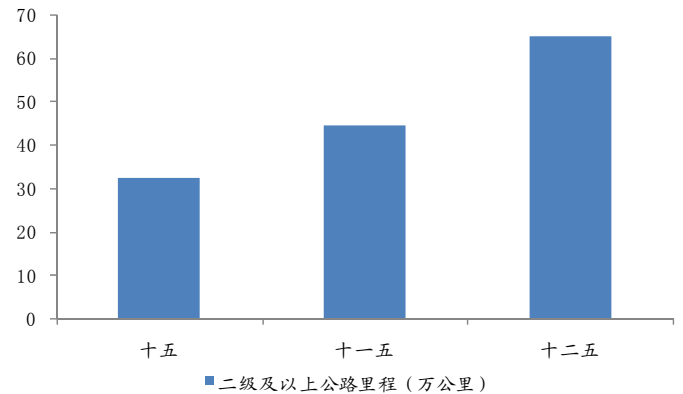
图表6: “十二五”交通运输发展的部分指标

	指标	2010	2015
基础设施	公路网总里程(万公里)	398.4	450
	高速公路总里程(万公里)	7.4	10.8
	高速公路覆盖20万以上城镇人口城市比例(%)	80	≥90
	二级及以上公路总里程(万公里)	44.5	65
	国省道总体技术状况(MQI, %)	72	>80
	农村公路总里程(万公里)	345.5	390

来源: 交通运输部 国金证券研究所

注: “十二五”数据均为规划数据

图表7: 二级及以上公路里程保持相对较快增长

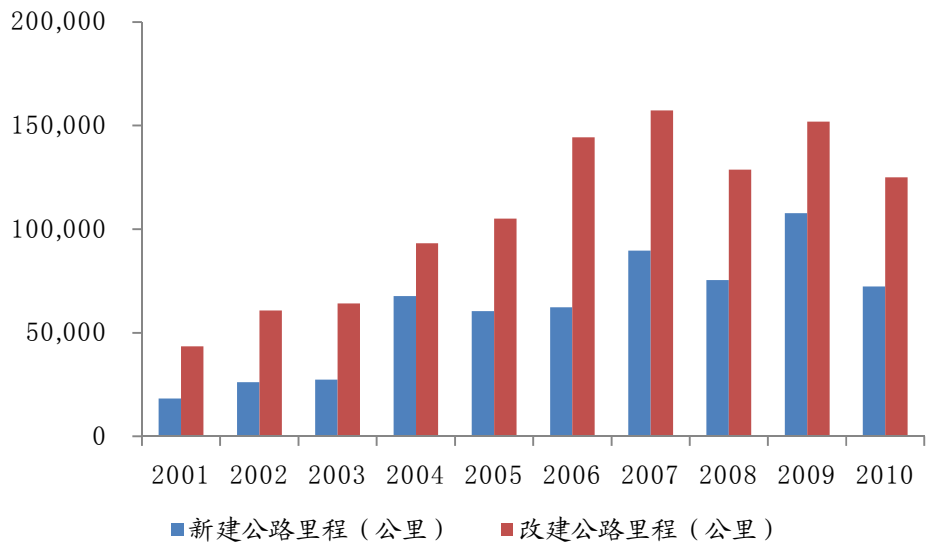


公司增速将快于行业增速原因二: 公司在改扩建领域具备较强竞争实力

- 未来随着我国公路网建设逐渐完善,公路投资将逐渐走向平稳,但存量公路里程的上升,将会促使投资结构发生一定的改变,道路改扩建体量将逐渐增加,一方面改扩建相比新建公路投资额更高,保证了公路投资规模的稳定,另一方面相比新建公路,改扩建需要较强技术实力,是检测、设计等综合实力的体现,而这更有利于公司整体实力的发挥,在市场竞争中抢占更有力的地位。



图表8: 改扩建道路建设规模逐渐加大

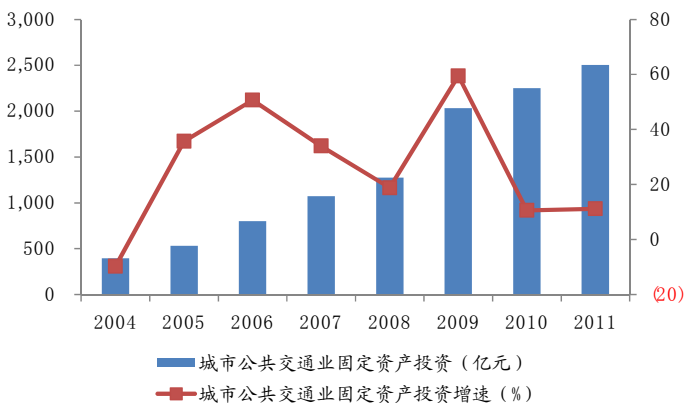


来源: wind 国金证券研究所

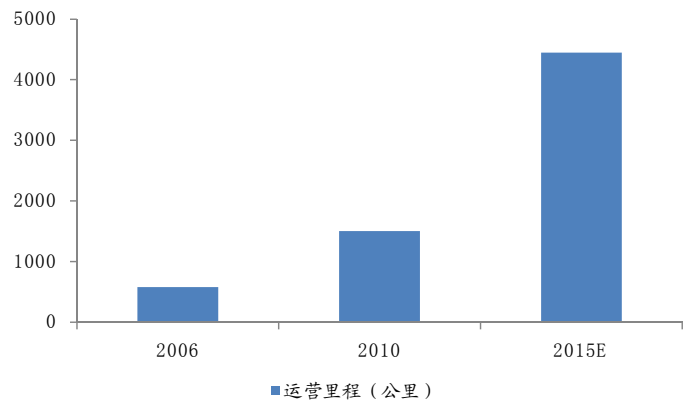
公司增速将快于行业增速原因三: 积极拓展其他领域, 开辟新空间

- 公司在巩固原有等级公路市场同时, 积极拓展相关领域, 公司很早就进入市政领域, 目前已经发展设立了市政设计研究所和二所。在市政领域, 也多为路桥建设的咨询项目, 这本身就是公司优势领域, 因此在拓展上有着天然的便利。不论是项目主管单位方面, 还是技术经验方面, 等级公路建设与市政道路建设区别不大, 这为公司业务拓展创造了有利条件。
- “十一五”期间, 城市公共交通运输保持了较快的增长, 年复合增长率超过了 30%。“十二五”期间, 随着城市化进程推进, 对于新修道路以及改扩建的需求也在逐步加大。尤其是城市轨道交通, 作为城市公共交通运输快速发展重要一环, 在“十二五”期间将迎来快速发展, 预计新增里程近 3000 公里, 投资超万亿。公司已经做好了此方面布局, 提前设立的轨道工程设计研究所, 并且获得了轨道工程甲级资质。未来城市公共交通运输建设有助于拉动公司咨询业务的快速发展。

图表9: 城市公共交通运输业固定资产投资稳步增长



图表10: 轨道交通将迎来快速发展期



来源: wind 中国城市轨道交通网 国金证券研究所

公司增速将快于行业增速原因四: 关注超募资金用途, 如有兼并收购将加快公司业务发展

- 兼并收购已经成为公司扩张重要手段
  - 公司一直积极拓展市场, 兼并收购是其快速发展增长主要手段之一, 通过并购, 公司在当地业务承接额实现了快速上升, 在拓展业务同



时，通过与被并购公司协同合作，利用被并购公司原有营销网络，扎根当地市场，逐步做大做强。

图表11：公司上市前收购情况

地区	项目	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011H1
常州	常州设计院承接额	2,254	2,758	1,941	被并购				
	苏文科当地承接额	432	579	923	2,011	1,686	5,934	6,093	2,977
北京	剑平瑞华合同承接额		328	116	505	1,240	1,245	1,540	700
常熟	常熟设计院承接额					2,620	3,112	1,109	850
	苏文科当地承接额						6,883	865	
江苏	江苏建工院业务承接				537	465	549.7	2,846	2,264

来源：公司公告 国金证券研究所

■ 收购对象广泛，合作共同做强

- 过去，交通设计、建设行业的地域壁垒较强，当地政府更倾向于将手中的项目分给下属的设计和工程单位，尤其在转制之前，设计院普遍还隶属于当地的交通部门。这就造成了我国在不同区域分布着大大小小不同资质水平交通设计院，根据 08 年一个不完全统计，拥有公路行业各类甲级资质设计院近 80 家，算上各类乙级资质设计院超过 300 家，

**图表12：部分拥有公路甲级设计资质的设计院**

公路甲级设计院			
中交公路规划设计院	黑龙江省林业设计研究院	四川省交通厅公路规划勘察设计研究院	铁道第二勘察设计院
中交第一公路勘察设计研究院	上海交通设计所	四川省林业勘察设计研究院	铁道第三勘察设计院
中交第二公路勘察设计研究院	上海市城市建设研究院	重庆交通科研设计院	交通部第二航务工程勘察设计院
中国公路工程咨询监理总公司	上海市隧道工程轨道交通设计研究院	重庆市公路勘察设计研究院	交通部第三航务工程勘察设计院
江苏省交通科学研究院	上海市政工程设计研究院	云南省公路规划勘察设计院	中交第四航务工程勘察设计院
江苏省交通规划设计院	江苏伟信工程咨询有限公司	贵州省交通规划勘察设计研究院	中铁（洛阳）隧道勘测设计院
北京交科公路勘察设计院	安徽省公路勘测设计院	陕西省公路勘察设计院	中铁大桥勘测设计院
华杰工程咨询有限公司	浙江省交通规划设计研究院	甘肃省交通规划勘察设计院	北京国道通公路设计研究院
北京市市政工程设计研究总院	福建省交通规划设计院	青海省公路科研勘测设计院	北京建达道桥咨询有限公司
天津市市政工程设计研究院	江西省交通设计院	新疆公路规划勘察设计院	海南省公路勘察设计院
山西省交通规划勘察设计院	山东省交通规划设计院	西藏自治区交通厅公路勘察规划设计院	宁夏回族自治区公路勘测设计院
河北省交通规划设计院	河南省交通规划勘察设计院	东南大学建筑设计研究院	山西交科公路勘察设计院
内蒙古大兴安岭森隆工程勘察设计有限公司	湖北省交通规划设计院	同济大学建筑设计研究院	沈阳市公路规划设计院
内蒙古自治区交通设计研究院有限责任公司	湖南省交通规划勘察设计院	水利部黄河水利委员会勘测规划设计研究院	大连市交通规划勘察设计院
辽宁省交通勘测设计院	广东省公路勘察规划设计院	长江水利委员会长江勘测规划设计研究院	无锡市交通规划勘察设计院
吉林省公路勘测设计院	广东省冶金建筑设计研究院	铁道部第四勘察设计院	淮安市交通规划设计院
黑龙江省公路勘察设计院	广西壮族自治区交通规划勘察设计院	铁道第一勘察设计院	浙江交通勘察设计有限公司
宁波市交通设计研究	烟台市路通公路勘察设计有限公司	东营市公路勘察设计院	宜昌市交通规划勘察设计院
武汉市公路勘察设计院	惠州市道路桥梁勘察设计院	广东粤路勘察设计院有限公司	
长安大学工程设计研究院	西安公路研究所	中交通力公路勘察设计工程有限公司	

来源：国金证券研究所

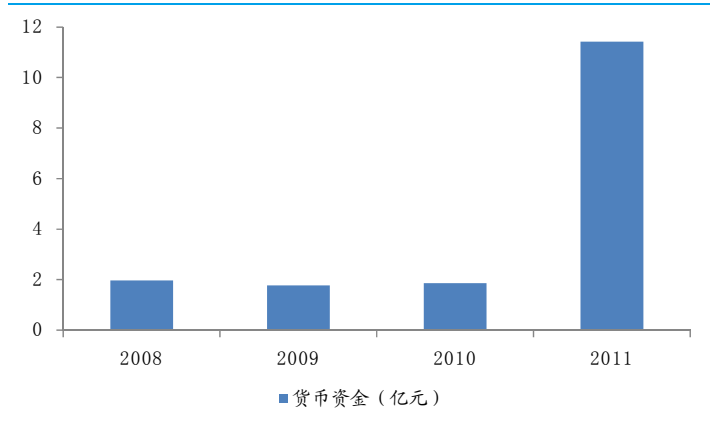
- 随着改制完成，大的设计院等咨询机构走出原有地域，参与全国竞争，品牌、服务能力重要性在竞争中愈发凸显，市场竞争也愈加激烈。在这种竞争中，国内中小型咨询企业的生存现状是相对困难的，由于缺乏核心能力和品牌，面对业主的议价能力低，合同条款苛刻，恶性竞争时有发生，因此一些中小型企业不得不走上被施工企业或大型设计企业兼并的道路。大企业与中小企业合并重组，不仅拓宽大企业业务布局，进一步增强了自身竞争力，也帮助小企业改善内部管理，提升自身咨询实力，借助大品牌增强服务能力，共同做大做强。
- 上市为公司兼并扩张带来了机遇
  - 兼并收购需要大量资金，成功上市大幅增强公司资金实力，有助于提升公司在兼并扩张方面的竞争力，利用先发优势抢占更多市场。公司品牌效应随着成功上市会得到进一步加强，优秀的人才，优质的项目会向公司逐渐靠拢，推动公司快速发展。

图表13: 兼并收购需要较强资金实力——以苏交科上市前收购情况为例

收购方式	公司名称	持股比例		收购或增资价格 (万元)
		收购(增资)前	收购(增资)后	
收购取得控制权	常熟设计院	20%	100%	2,101.27
	江苏建工院	0%	75%	487.5
增资取得控制权	剑平瑞华	0%	100%	208
收购少数股东权益	兆通路桥	65%	100%	610.38
	泰州新通	90%	100%	20
	金邦科技	30%	70%	11

来源: 公司公告 国金证券研究所

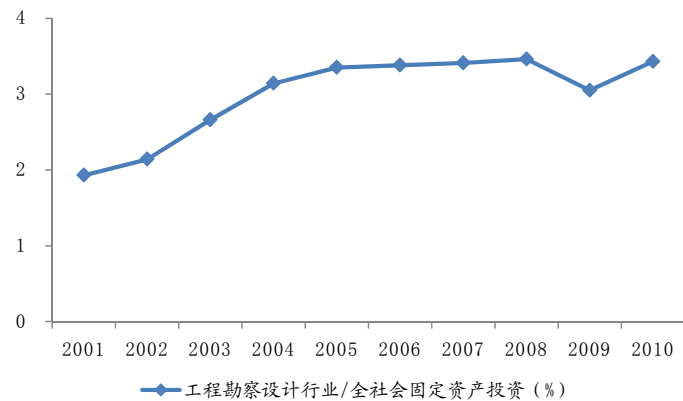
图表14: 上市后, 货币资金增加提升公司兼并扩张实力



### 当前市场容量测算

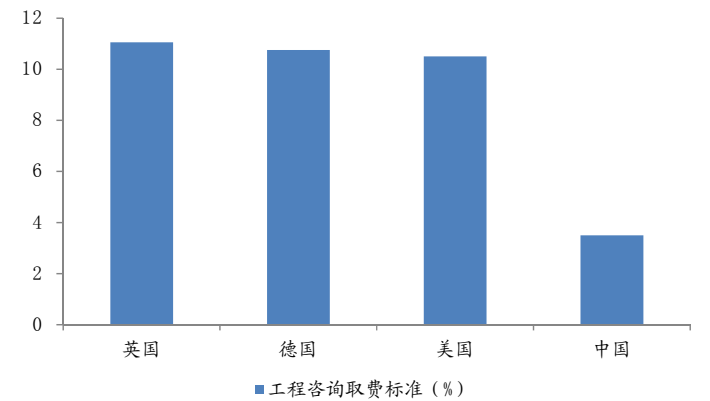
- 公司咨询业务主要包括工程设计、检测和监理。
  - 勘探设计行业营业收入占全社会固定资产投资规模比重稳步上升, 已经从2001年的1.93%上升到2010年的3.43%, 目前我国勘探设计取费标准相比国外发达国家仍然较低, 存在较大上升空间。

图表15: 勘探设计取费标准逐年上升



来源: 公司公告 国金证券研究所

图表16: 勘探设计取费标准有较大上涨空间



- 根据目前建筑行业整体情况, 工程检测、监理业务取费合计约占工程项目总投资的2%-4%。
- 综合上面工程设计、检测、监理三项咨询业务, 共计占到工程项目总投资的5%-7%。2011年, 公路建设累计投资1.26万亿, 其中公路咨询业务市场大约贡献了600-900亿。如果再考虑到市政、水运、房建等领域, 公司所面对的市场空间将更为宽广。

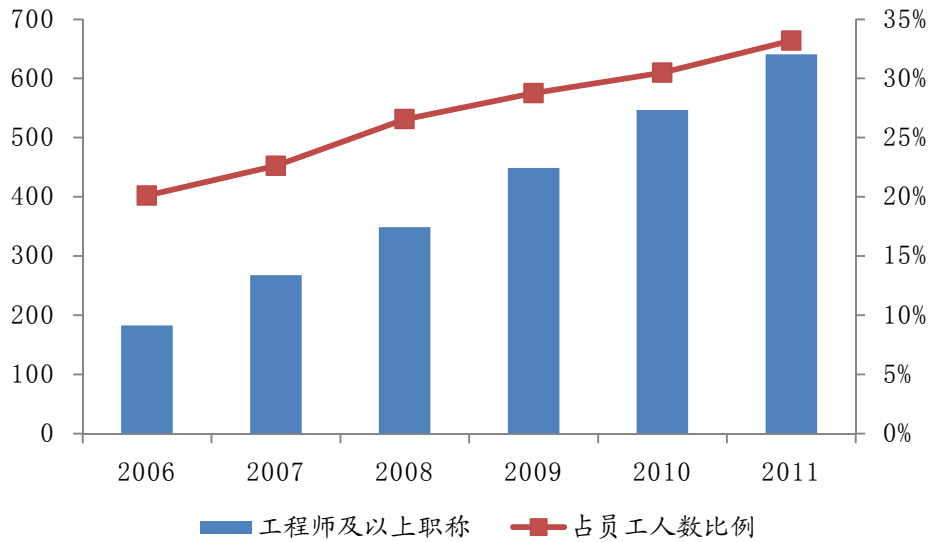
### 知识型企业有别于传统工程公司, 科研实力奠定公司业务发展基础

#### 人力、资质优势明显

- 公司以咨询业务为核心业务, 区别传统工程施工类企业, 属于知识密集型企业, 人力资源对于公司来说至关重要, 公司在此方面也表现出较强优势: 公司目前拥有国务院特殊津贴专家3人, 高级工程师171人, 工程师439人, 各类注册技术人员200余人。其中, 一级注册建筑师6人, 一级注册结构工程师8人, 注册咨询工程师45人, 注册土木工程师6人。

- 公司拥有健全的人才激励机制和完善的人才培养体系，这对增强员工工作热情，提升工作能力起到积极的推动作用。近年来，公司核心人员人数及比例都得到了较大幅度的提升，推动了公司业务的快速发展。

图表17: 工程师及以上职称占员工人数比例逐年上升



来源：公司公告 国金证券研究所

- 公司在人才、荣誉等方面都有较强的竞争优势，与中交一院、中交二院等优势企业同属行业第一集团。

图表18: 行业内相关公司比较

项目	中交一院	中交二院	本公司
人才	本部职工近 800 人, 各类专业技术人员近 500 人。技术人员中有国家级设计大师 1 人, 国家突出贡献的中青年专家 6 人, 享受政府特殊津贴者 19 人, 国家重点工程青年功臣 2 人, 高级职称 160 余人。	本部在职员工 782 人, 各类专业技术人员 595 人, 其中高级工程师以上职称 207 人。该公司现有中国工程勘察设计大师 2 名, 国家级中青年专家、享受国务院政府特殊津贴专家 13 名, 教授级高级工程师 37 名, 各类国家注册工程师 42 名。	公司本部(母公司)在职 1,179 人, 各类专业技术人员 938 人, 其中享受国务院特殊津贴专家 3 人, 高级工程师 171 人, 工程师 439 人。拥有各类专业注册人员 200 余人。
获得荣誉	多次获得国家级、省部级特奖、优秀勘察、设计奖、科技进步奖七十多项。	多次获得各类科技进步奖, 中国公路学会科学技术奖, 詹天佑奖, 公路交通优秀设计奖等。	多次获得各类科技进步奖, 中国公路学会科学技术奖, 公路交通优秀设计奖等。获得联合国、国家和部、省级以上的成果奖励 170 余项。
竞争优势	承担公路工程勘察设计任务遍及 28 个省市、自治区和亚非地区十二个国家。	每年能完成 1000 公里以上高等级公路勘察设计, 具有公路勘察设计行业标准、规范、手册、指南编制的技术实力, 能承担本行业国家级重大科研课题的研究开发。	累计服务高速公路里程达 7,000 多公里, 先后组织、参与了近 20 项国家、行业以及地方标准的编制工作。
2010ENR 前 60 强排名	20 名	26 名	37 名

来源: 公司公告 国金证券研究所

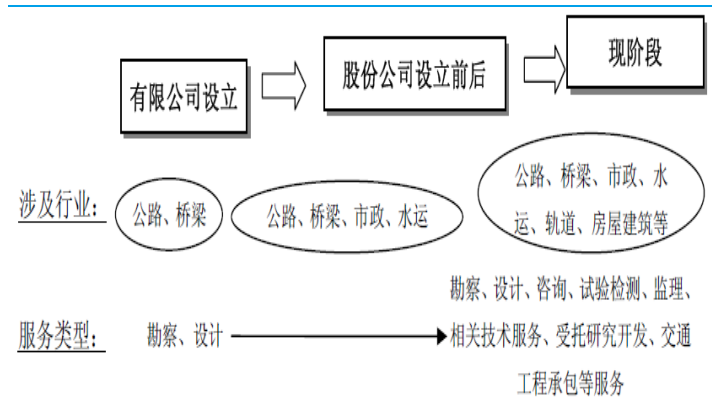
- 公司及子公司目前拥有甲级资质 20 项, 乙级资质 16 项, 丙级资质 14 项。相比其他工程咨询类公司, 公司具有一体化服务优势, 横向来看, 公司在勘察设计、检测、监理等业务领域都具备了甲级资质; 纵向来看, 在单体项目工程中, 公司可以覆盖公路、桥梁、隧道等不同范围的设计、检测和监理工作。一体化服务模式在保证服务质量和工程品质的同时可以有效减少业主招投标环节工作量, 提升整体工作效率, 业主对于该服务模式的认可大大增强了公司在市场上的竞争力。

图表19: 公司交通工程咨询和工程承包业务链



来源: 公司公告 国金证券研究所

图表20: 公司业务涵盖的行业和服务广泛



科研实力打造差异化优势, 研发+专利保障公司咨询领域领先优势



- 苏交科与其他基础设施建设咨询类公司的一个重要区别就在于其具备较强的科研实力。几个重点实验室和研究中心的科研实力与咨询业务可以形成良好的协同，一方面较强的科研实力不仅可以指导咨询业务，也可以为咨询业务带来更多的订单；另一方面，咨询业务的扩大也为科研提供了更广阔的试验领域，带动研发创新的发展。
- 目前，公司已经形成沥青路面技术，桥梁检测咨询技术，道路、桥梁改扩建等为代表的研发体系。在道路、桥梁等咨询领域拥有较强的研究实力。这为公司业务拓展，在改扩建领域更进一步打下了良好的基础。

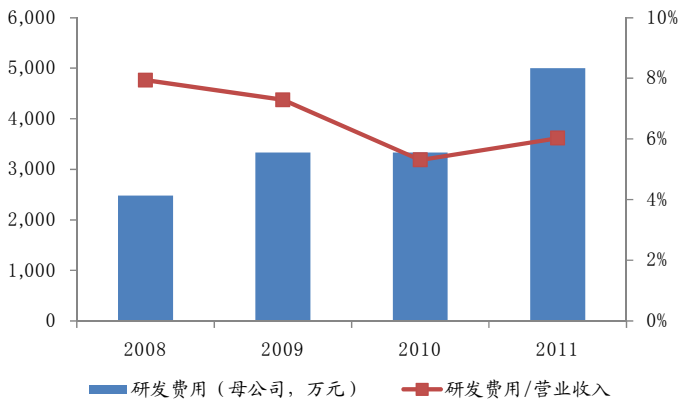
图表21：公司核心技术

核心技术	具体类别	研究成果
沥青路面技术	沥青路面再生技术	公司在沥青路面再生技术研究领域承接和完成了多项省部级科研课题，公司在沪宁高速公路改扩建工程中提供了200公里的扩建技术服务，为工程节省了近2亿元费用
	环保概念的橡胶沥青技术	公司承担的《橡胶改性沥青在高速公路上的应用研究》项目研究经专家鉴定，研究成果达到了国际先进水平
	Superpave沥青技术	公司已参与了全国10个省（区、市）共3,400余公里Superpave的技术服务
	沥青玛蹄脂碎石混合物料(SMA)技术	公司先后承担了《SMA路面推广应用》、《SMA面层试验研究》等研究课题，提出了诸多技术观点，至2009年，本公司参与推广的SMA路面已超过3,000公里
桥梁检测咨询技术	长大桥安全预警技术及结构健康状态评估技术	1、结构损伤机理与识别；2、传感器优化布设；3、数据传输与管理
	梁式桥损伤机理与状态快速评定成套技术	1、梁式桥梁病害情况的识别与处理；2、梁式桥承载能力快速评定解决方案
	桥梁结构耐久性设计与评价技术	1、高性能混凝土施工质量控制；2、跨江海大型桥梁结构混凝土劣化机理与耐久性对策措施；3、长大型桥梁高性能结构混凝土质量控制标准研究
道路、桥梁改扩建技术		借助公司在老路老桥方面检测与评价的优势，形成了以路基拼接、路基不均匀沉降控制、路面加铺、老桥拓宽与加固等公路及桥梁评价、改建的技术成果

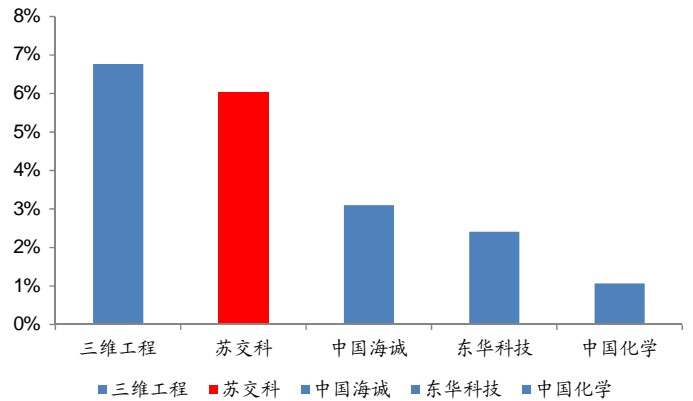
来源：公司公告 国金证券研究所

- 研发投入，公司投入较大人力物力，2011年研发费用超过5000万，占母公司收入比重超过6%，较高的研发投入保证了公司在行业内设计咨询优势，有助于在市场上抢占更多的市场份额。
- 专利方面，公司经过多年潜心钻研，已经获得发明专利5项，实用新型专利29项，外观设计专利3项，并有35项发明专利、11项实用新型专利和1项外观设计专利正在申请。

图表22: 公司研发费用投入较高



图表23: 设计类公司研发费用占收入比



来源: 公司公告 国金证券研究所

### 咨询类公司特点: 应收款较多, 但不影响正常周转

#### 回款流程决定应收账款较多

- 公司作为基础设施建设咨询类公司, 在回款方面与普通工程类建筑公司有诸多不同:
  - 工程建筑类公司的工程款一般是根据上月完成工程量按月支付, 具有连续稳定性, 但公司设计业务收到的款项是根据设计完成阶段一次性支付, 以公司为例, 在初步设计、施工图设计、竣工验收后的几个时间节点统一支付, 不具有连续稳定性。
  - 由于上述特点, 工程建筑类公司可以根据回款情况调节自身的施工进度, 有效的控制工期, 但设计类公司则不具备这个特点, 而且初步设计和施工图设计在完成后的项目大小要经过不同部门的会议审核, 会议什么时间开, 要经过几个部门的审核都会在一定程度上影响公司回款, 具有一定不可控制性。
  - 设计类公司不仅要在施工前完成设计工作, 而且在施工过程中进行技术服务, 这使得整个回款期不仅包括了设计期还包括了施工工期, 再加上最后的质保期, 这使得设计类公司回款期普遍比较长, 应收款较多, 在一定程度上增加了公司的坏账准备。

图表24: 合同通常约定的付款方式及付款期限

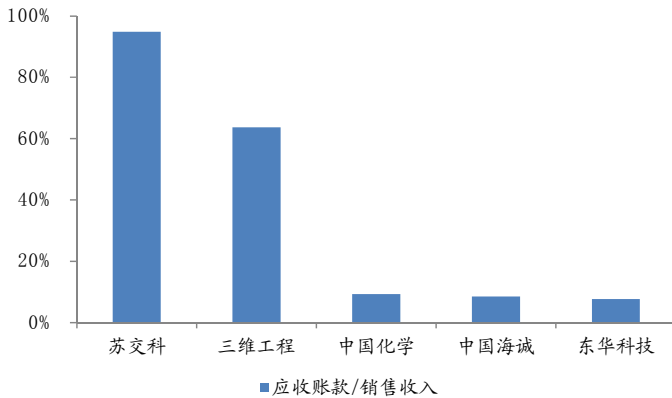
业务类别	合同通常约定的付款方式及付款期限
设计业务	初步设计提交并通过审查后, 支付30%-50%; 施工图设计提交并通过审查后, 支付20%-50%; 项目建成通过竣工验收后, 支付5%-20%; 项目通过竣工验收后, 支付5%-10%。付款期一般为各阶段工作完成后的7至30日内。此外, 部分合同约定生效后预付10%-20%。
检测业务	提交检测报告并经业主确认后30日内一次性支付; 另有部分合同约定生效后并进场后预付20%-40%。
监理业务	工程竣工验收前不定期支付95%; 工程竣工验收后至两年缺陷责任期满支付5%。另有部分合同约定生效后预付10%-20%。
其他技术咨询	合同生效后7-30日内预付20%-50%; 提交咨询报告并经业主确认后15-30日内支付余款。

来源: 公司公告 国金证券研究所

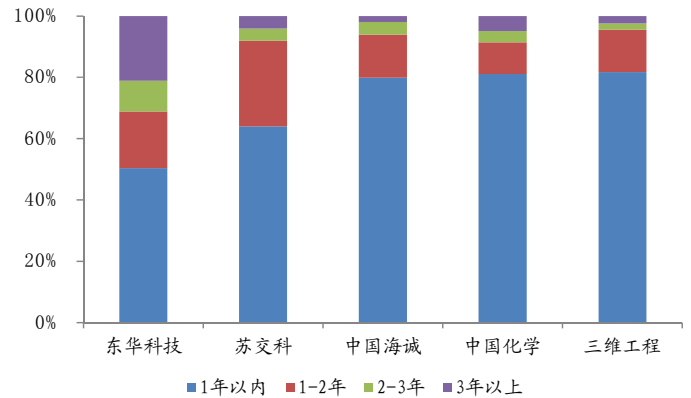
- 从应收款占销售收入比例以及账龄结构等方面都可以看出公司应收账款较多, 这在一定程度上对公司现金情况有所影响。



图表25: 公司应收账款占销售收入比例较高——以 2011 年报数据为例



图表26: 公司坏账准备比例明细比较——以 2011 年报数据为例



来源: 公司公告 国金证券研究所

### 业务模式可以保证正常周转

- 咨询类项目毛利率较高，主要成本是人力成本，相比工程建筑类项目，咨询项目过程中需要垫资地方较少，凭借项目前期的预付款以及其他项目在滚动中回收的资金可以有效保障新接项目的正常周转。
- 针对项目经理负责制的工程建筑类公司和咨询类公司，公司快速发展主要依赖项目团队快速周转，项目人员只有将绝大多数时间投入到项目中，才能为公司贡献更多的营收。相比工程施工类项目，咨询类项目有着更快的周转速度：
  - **项目经理效用最大程度发挥：**工程施工类项目的项目经理，要从头到尾负责整个项目的施工过程，受施工地点限制，而且理论上项目经理不可兼职多个项目，这样即便周转快，如装饰园林行业项目经理，一年仅能承接两到三个项目。但咨询类的项目经理则不同，以设计为例，因为不受地点限制，完全可以同时承接多个项目。此外，项目经理主要以策划、分析方案为主，这样项目经理的效用可以得到最大的发挥。
  - **项目人员效用最大程度发挥：**工程施工类项目即便施工进度被放缓，人员也必须留在施工现场，这样整体周转效率就会降低，影响公司盈利能力提升。但咨询类项目则不同，以设计为例，承接了多个项目，每个项目时间节点不同，项目经理就可以安排人员投入到当前最为重要的项目中去，充分发挥项目人员的效用，提升公司盈利能力。

### 投资建议

- 公司目前是交通基础设施建设咨询领域第一股，出众的实力加上先发优势助推公司快速发展。预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.70、0.94、1.21 元，分别对应 13、10、8 倍估值水平，目标价格区间：11.2-12.6，对应 16-18 倍估值水平，给予“增持”评级。

### 风险提示

- 公路投资增速低于预期

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	863	1,149	1,268	1,145	1,478	1,903	货币资金	177	187	1,142	897	997	1,158
增长率		33.0%	10.4%	-9.7%	29.1%	28.7%	应收款项	637	922	1,249	945	1,184	1,493
主营业务成本	-619	-802	-859	-729	-942	-1,213	存货	4	6	7	5	7	9
% 销售收入	71.6%	69.8%	67.8%	63.6%	63.7%	63.7%	其他流动资产	14	16	21	18	24	30
毛利	245	347	409	417	536	690	流动资产	832	1,130	2,419	1,866	2,212	2,690
% 销售收入	28.4%	30.2%	32.2%	36.4%	36.3%	36.3%	% 总资产	82.1%	84.3%	91.1%	87.3%	87.7%	89.0%
营业税金及附加	-31	-41	-50	-46	-59	-76	长期投资	12	26	25	25	25	25
% 销售收入	3.6%	3.5%	3.9%	4.0%	4.0%	4.0%	固定资产	131	149	154	193	224	241
营业费用	-30	-41	-41	-39	-50	-65	% 总资产	13.0%	11.1%	5.8%	9.0%	8.9%	8.0%
% 销售收入	3.5%	3.5%	3.2%	3.4%	3.4%	3.4%	无形资产	28	21	23	20	26	31
管理费用	-77	-91	-114	-103	-133	-171	非流动资产	182	210	237	272	310	332
% 销售收入	8.9%	7.9%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	% 总资产	17.9%	15.7%	8.9%	12.7%	12.3%	11.0%
息税前利润 (EBIT)	107	175	204	229	294	378	<b>资产总计</b>	<b>1,014</b>	<b>1,341</b>	<b>2,656</b>	<b>2,138</b>	<b>2,521</b>	<b>3,022</b>
% 销售收入	12.4%	15.2%	16.1%	20.0%	19.9%	19.9%	短期借款	94	150	531	0	0	0
财务费用	-2	-11	-11	7	20	22	应付款项	325	446	551	431	557	717
% 销售收入	0.2%	0.9%	0.8%	-0.6%	-1.3%	-1.2%	其他流动负债	193	194	257	253	317	399
资产减值损失	-16	-46	-39	-38	-47	-56	流动负债	611	790	1,338	684	875	1,117
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	60	107	0	0	0	1
投资收益	1	0	0	0	0	0	其他长期负债	2	10	9	9	9	9
% 税前利润	0.6%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	<b>负债</b>	<b>674</b>	<b>907</b>	<b>1,347</b>	<b>693</b>	<b>884</b>	<b>1,127</b>
营业利润	90	118	155	199	266	345	<b>普通股股东权益</b>	<b>336</b>	<b>431</b>	<b>1,309</b>	<b>1,446</b>	<b>1,640</b>	<b>1,898</b>
营业利润率	10.5%	10.3%	12.2%	17.3%	18.0%	18.1%	少数股东权益	5	2	1	-1	-2	-4
营业外收支	0	8	2	3	3	3	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,014</b>	<b>1,341</b>	<b>2,656</b>	<b>2,138</b>	<b>2,521</b>	<b>3,022</b>
税前利润	90	126	157	202	269	348	<b>比率分析</b>						
利润率	10.4%	11.0%	12.4%	17.6%	18.2%	18.3%		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
所得税	-8	-32	-26	-34	-46	-59	<b>每股指标</b>						
所得税率	8.8%	25.5%	16.6%	17.0%	17.0%	17.0%	每股收益	0.451	0.527	0.549	0.703	0.937	1.208
净利润	82	94	131	167	223	288	每股净资产	1.867	2.395	5.453	6.025	6.832	7.910
少数股东损益	1	-1	-1	-2	-2	-2	每股经营现金净流	0.191	0.193	-0.021	1.443	0.767	0.966
归属于母公司的净:	81	95	132	169	225	290	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.130	0.130	0.130
净利率	9.4%	8.3%	10.4%	14.7%	15.2%	15.2%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	24.14%	22.01%	10.07%	11.67%	13.72%	15.27%
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	总资产收益率	8.00%	7.08%	4.96%	7.89%	8.92%	9.59%
净利润	0	0	131	167	223	288	投入资本收益率	19.78%	18.84%	9.25%	13.14%	14.90%	16.55%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	0	0	63	53	66	77	主营业务收入增长率	85.10%	33.03%	10.39%	-9.68%	29.07%	28.73%
非经营收益	0	0	22	11	-3	-3	EBIT增长率	41.32%	63.14%	16.84%	12.03%	28.43%	28.58%
营运资金变动	0	0	-221	116	-102	-131	净利润增长率	14.02%	16.98%	38.88%	28.02%	33.27%	28.92%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-5</b>	<b>346</b>	<b>184</b>	<b>232</b>	总资产增长率	29.87%	32.17%	98.14%	-19.49%	17.90%	19.85%
资本开支	-24	-29	-29	-47	-53	-41	<b>资产管理能力</b>						
投资	-18	-14	1	0	0	0	应收账款周转天数	205.3	234.7	299.9	300.0	300.0	300.0
其他	0	0	0	0	0	0	存货周转天数	4.0	2.2	2.7	2.7	2.7	2.7
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-41</b>	<b>-43</b>	<b>-29</b>	<b>-47</b>	<b>-53</b>	<b>-41</b>	应付账款周转天数	106.2	117.4	150.1	150.0	150.0	150.0
股权募资	1	0	750	0	0	0	固定资产周转天数	55.5	47.2	44.4	56.1	48.3	40.9
债权募资	134	107	270	-530	0	1	<b>偿债能力</b>						
其他	-150	-90	-34	-14	-31	-31	净负债/股东权益	-6.94%	16.32%	-46.70%	-62.08%	-60.89%	-61.05%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-16</b>	<b>17</b>	<b>986</b>	<b>-544</b>	<b>-31</b>	<b>-30</b>	EBIT利息保障倍数	67.3	16.0	19.1	-31.4	-15.0	-17.0
<b>现金净流量</b>	<b>-57</b>	<b>-25</b>	<b>952</b>	<b>-245</b>	<b>100</b>	<b>161</b>	资产负债率	66.41%	67.67%	50.70%	32.41%	35.05%	37.29%

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	1	1	3	6
增持	0	0	1	1	2
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.25	1.25	1.25

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；  
 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；  
 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；  
 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以下。

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B