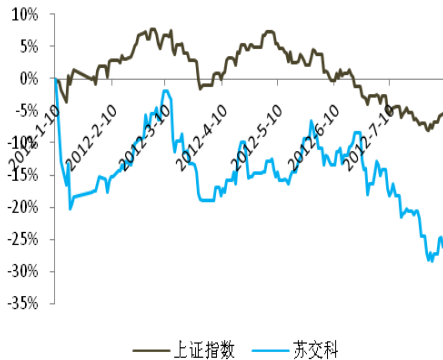




苏文科(300284)：“技术+资金”驱动增长

近半年该股与沪深300指数走势



● 内容提要

公司评级：推荐

- **咨询为主，施工为辅：**交通工程咨询和交通工程承包是公司的主营业务，从业务构成来看，咨询业务占比72%，工程施工业务占比28%，其中，咨询业务毛利较高，回款较快。业务增速来看，工程施工收入增速波动较大，是公司收入波动的主要原因。
- **民营体制，激励充分：**公司是由管理层和核心技术骨干共同控股的民营企业，股权激励充分，而且奖金激励也非常充分。公司内部各大分院，包括实验室都单独考核；项目经理奖金激励额度以完成项目毛利的回款额为基准，这也无疑将提升项目经理的风险管理意识。
- **“工程咨询费率提升+行业规范化水平提高”是行业的核心驱动因素：**道路存量市场巨大，改扩建投资占道路投资比重长期趋势向上。改扩建市场咨询费用率普遍高于新建市场，受益于此，预计道路工程咨询费用率长期趋势向上（内在逻辑参见图8）；道路咨询行业招投标规划化、公开化也是长期趋势，机制灵活的优质企业将长期受益。
- **技术优势驱动内生增长：**依托两个国家级实验室，公司拥有国际领先的三项核心技术——（1）沥青路面技术；（2）长大桥梁健康检测与诊断技术（3）道路、桥梁改扩建技术。技术优势有望驱动公司内生增长的核心动力。以桥梁检测业务为例，数据监测将增加客户黏性，桥梁在服役6-7年后，病害问题将开始慢慢显现，桥梁加固是少不了的环节，拥有数据优势的企业具备核心的拿单能力。
- **资金优势驱动外生爆发式增长：**区域半封闭性的行业特征和业主对工程承包方资质的要求都决定了并购是公司发展最直接最快的方式。公司IPO超募资金5.68亿元，在手现金充足，大规模的超募资金也为

基础数据

总股本（百万股）	240
实际流通A股（百万股）	60
实际流通A股市值（亿元）	6.32
研究员	周庭佐
电话	(025) 83367888-3085
邮箱	zhoutingzuo@126.com
研究员	张文刚
投资咨询证书号	S0620511010008

公司加快战略收购提供了保障，若省外并购能够顺利进行，省外市场可能迎来爆发式增长。

- **盈利预测：**预计公司2011-2013年归属母公司净利润分别为1.69和2.04亿元，对应EPS分别为0.63和0.72元/股。给予2012年20倍的PE水平，合理价位为12.6元/股，首次覆盖，给予推荐评级。

目录

1. 公司基本情况：交通咨询为主，工程为辅.....	- 2 -
1.1 设计收入增长稳定，总承包业务波动较大.....	- 2 -
1.2 咨询业务毛利较高，但呈缓慢下滑趋势.....	- 3 -
2. 机制灵活，激励充分.....	- 4 -
3. 行业驱动力：改扩建市场 + 行业规范化水平提高.....	- 4 -
3.1 改扩建市场是驱动咨询费率提升的核心因素.....	- 4 -
3.2 规范化程度提高利好优质道路咨询企业.....	- 6 -
4. 技术和资金优势双轮驱动增长.....	- 6 -
4.1 技术优势和过往业绩是公司内生增长核心动力.....	- 6 -
4.2 战略并购推动省外市场跳跃式增长.....	- 7 -
5. 盈利预测和主要风险.....	- 8 -

图目录

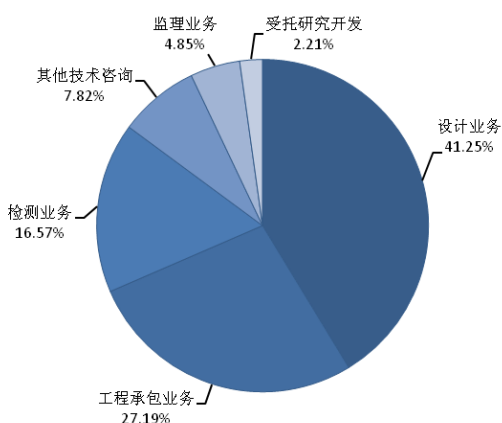
图 1 公司业务构成情况.....	- 2 -
图 2 毛利构成情况.....	- 2 -
图 3 公司收入增速有所下滑.....	- 3 -
图 4 总承包业务收入增速波动较大.....	- 3 -
图 5 监测毛利稳步上升，设计毛利有所下滑.....	- 3 -
图 6 预计道路投资增速将缓慢下移.....	- 5 -
图 7 道路改扩建投资与新建道路投资比值逐步向上.....	- 5 -
图 8 道路工程咨询投资增速高于道路投资增速的内在逻辑图.....	- 5 -

1. 公司基本情况：交通咨询为主，工程为辅

交通工程咨询和交通工程承包是公司的主营业务，从业务构成来看，毛利较高的交通工程咨询业务占比72%，交通工程施工业务占比28%。公司的工程咨询业务分项设计、检测、监理等业务占比分别为：41.25%，16.57%和4.85%。从毛利构成来看，咨询业务毛利贡献88%，其中设计检测、监理等业务占比分别为：51.1%，20.2%和4.9%。

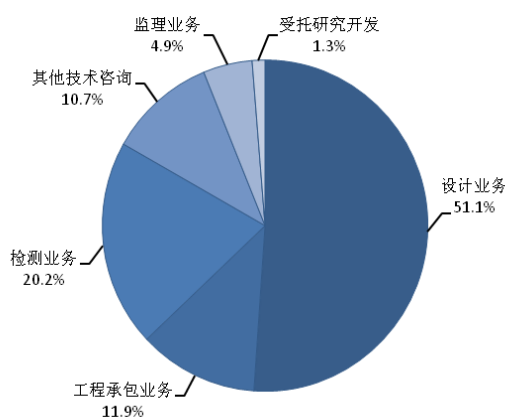
公司从事的工程咨询业务，处于工程价值链的上游环节，剪术性强，科技含量高，属于较为典型的剪术与人才密集，是公司发展的重心。与咨询业务相比，总承包业务具有回款慢，毛利低等劣势，短期内成为公司重点发展领域的概率不大。

图 1 公司业务构成情况



(数据来源：2011年报，南京证券)

图 2 毛利构成情况

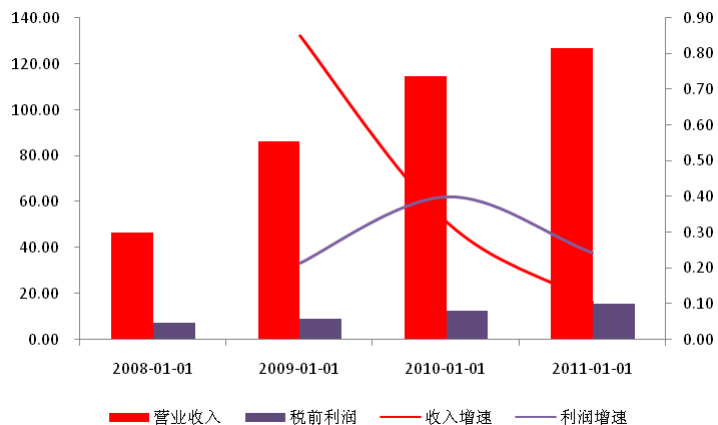


(数据来源：2011年年报，南京证券)

1.1 设计收入增长稳定，总承包业务波动较大。

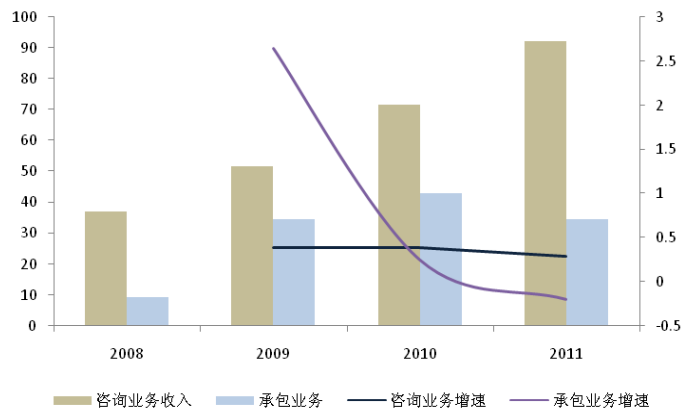
公司2011年收入为12.68亿元，利润为1.32亿，2008-2011收入增CAGR为39.6%，税前利润增速为28%。从公司的业务构成来看，工程咨询业务收入增速呈缓慢下滑态势，但总体波动不大；**工程施工收入增速波动较大，也是公司收入波动的主要原因**。2009年后，工程施工业务增速快速下滑，这也是公司营收增速快速下滑的主因。工程施工业务并不是公司核心业务，基本都是选着订单做，以优质项目为主，有优质项目就多做，优质项目少就少接，这也是公司工程施工收入波动较大的主要原因。

图 3 公司收入增速有所下滑



(数据来源: 2011年报, 南京证券)

图 4 总承包业务收入增速波动较大

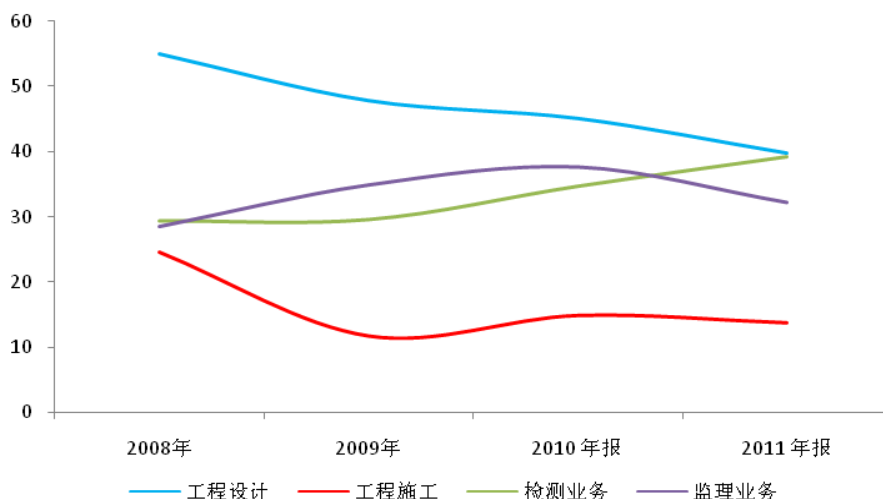


(数据来源: 2011年年报, 南京证券)

1.2 咨询业务毛利较高, 但呈缓慢下滑趋势

公司咨询业务毛利较高, 2011年公司咨询业务毛利高达39.02%。其中, 公司设计毛利为39.96%, 不过受到人员工资不断上调影响, 公司设计业务毛利下滑趋势明显, 预计随着新招员工熟练度的提升, 毛利水平将逐步稳定; 公司监测毛利逐年提高, 2011年监测毛利已经高达39.3%。目前, 公司在路面和桥梁检测的技术优势非常显著, 预计检测业务的高毛利水平将维持较长时间。

图 5 监测毛利稳步上升, 设计毛利有所下滑



(数据来源: 公司公告, 南京证券)

2. 机制灵活，激励充分

公司成立于1978年，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转制为由管理层和核心技术骨干共同控股的民营企业。公司管理层和核心技术骨干合计持有公司54.4%的股权，股权激励较为充分。符冠华和王军华合计持股比例为37.47%，是公司的实际控制人。除股权激励充分外，公司奖金激励也较为充分。

公司对整个分院领导和项目经理的奖金激励也非常充分，公司内部各大分院，包括实验室都单独考核。不同于其他企业实验室的入不敷出，公司两个实验室均能自负盈亏，年营业额都在亿元以上。公司对项目经理激励也较为充分和严格，奖金激励额度以完成项目毛利的回款额为基准，这也无疑将提升项目经理的风险管理意识。

表 1 管理层和核心技术人员持股情况

序号	姓名	职务	持股数（股）	持股比例
1	符冠华	董事长	52999099	22.08%
2	王军华	董事、总经理	36936640	15.39%
3	朱绍玮	董事、副总经理	3854258	1.61%
4	潘岭松	董事会秘书、财务负责人	3854258	1.61%
5	汪燕	燕宁咨询总经理	3854258	1.61%
6	严萍	副总工程师	3854258	1.61%
7	曹荣吉	公司副总经理	3854258	1.61%
8	黄永勇	监事会主席	3854258	1.61%
9	陆晓锦	副总工程师	3818684	1.59%
10	张卫星	技术质量部总经理、副总工程师	3458871	1.44%
	合计		120338842	50.16%

3. 行业驱动力：改扩建市场 + 行业规范化水平提高

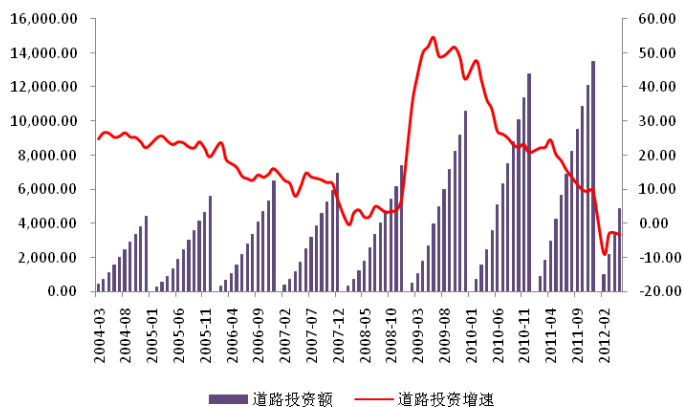
3.1 改扩建市场是驱动咨询费率提升的核心因素

2008-2010年那轮的“四万亿”投资基本透支了道路投资建设未来潜在增速，预计整个十二五期间公路投资规模在6.2万亿左右，平均每年投资规模为1.24万亿，我国2010年道路投资规模已经达到1.28万亿元，预计十二五期间的道路投资增速很可能是保持缓慢增长，甚至零增长。在整个行业增速缓慢的背景下，道路咨询业保持较快增长的唯一途径是提升工程咨询在整个道路投资中的比重。

从国际工程咨询行业来看，我国工程咨询费用在工程总投资占比尚有提升空间。在发达国家，工程咨询已经成为项目投资前的一项十分重要的工作。德国的工程咨询费约占工程造价的7.5%-14%；英国的工程咨询收费标准为8.85%-13.25%；美国的工程咨询费率在6%-15%之间，我国勘察设计行业营业收入占全社会固定资产投资规模的比重仅有3.05%。我们认为，我国工程咨询费用率仍有一定的提升空间，目前来看，“改扩建市场”有望成为驱动咨询费用比例提升的核心因素。

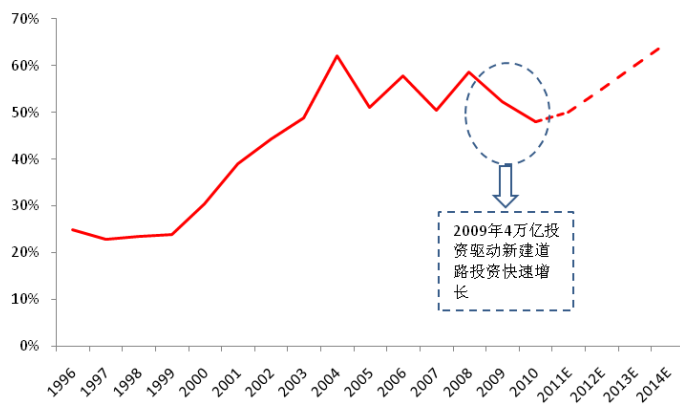
改扩建项目的工程咨询投入更高。受制于道路磨损和交通拥堵等因素，公路建设完成6-7年均存在改扩建的需求。通常而言，改扩建项目相对于新建项目的地理、经济和人文环境更为复杂，涉及到设计、规划、检测和工程咨询等方面的业务更多，因此，工程咨询费用在整个工程中的比例也将更高。当前，道路存量市场巨大，2006年以后新建的道路将陆续进入改扩建的高峰期，在新建道路历程不断下滑的背景下，道路改扩建投资在整个道路投资中的比重将逐步提升。

图 6 预计道路投资增速将缓慢下移



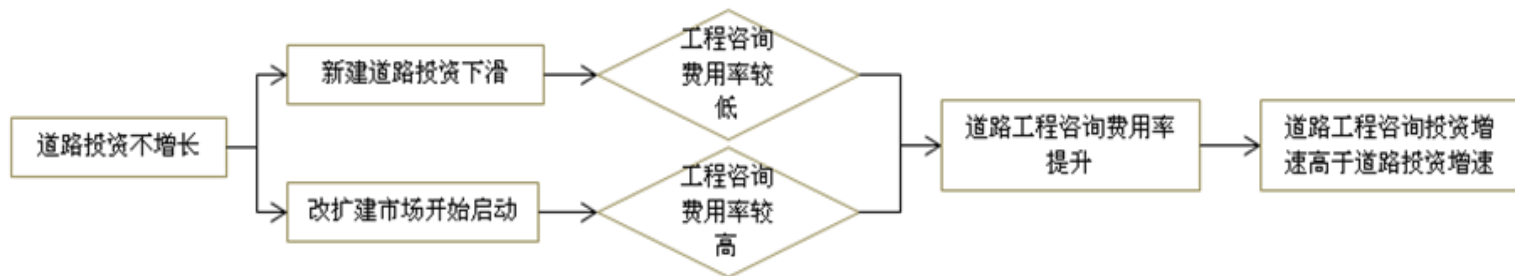
(数据来源: Wind, 南京证券)

图 7 道路改扩建投资与新建道路投资比值逐步向上



(数据来源: Wind, 南京证券)

图 8 道路工程咨询投资增速高于道路投资增速的内在逻辑图



(数据来源: 南京证券)

3.2 规范化程度提高利好优质道路咨询企业

招标规范化程度的稳步提升将成为驱动行业集中度提升的关键因素。道路勘探设计是新建、改建、扩建和技术改造道路工程的重要环节，也是提高项目质量和综合效益的重要保障。不过，咨询和交通工程承包行业仍没有完全采取市场化的运作方式，行业内存在着较为明显的地方保护和行业保护现象，各地区市场分割也较为严重，具体表现为地方设计院的主要过往业绩均集中在当地。不过，随着投标公开化和网络监督日益强化，道路咨询市场地区分割现象有望被打破，机制灵活、资金充沛、设计能力和技术水平较强企业的市场份额将稳步提升。

4. 公司成长路径：技术和资金优势双轮驱动增长

4.1 技术优势和过往业绩是公司内生增长核心动力

依托两个国家级实验室^①，经过多年的积累经积淀了显著技术优势，公司先后获得国家和省部级以上奖励 173 项，发明专利 5 项，实用新型专利 29 项，外观设计专利 3 项。公司三项核心技术优势领先其他企业：（1）沥青路面技术；（2）长大桥梁健康检测与诊断技术（3）道路、桥梁改扩建技术。技术优势已经成为公司内生增长核心动力。技术对公司业绩增长的影响效果很难量化，我们这里以路桥监测业务为例。

检测数据积累增加客户黏性。公司是最早获得交通运输部甲级试验室资质的单位之一，2004 年通过了国家实验室认可，2010 年被交通运输部列为全国典型示范试验检测机构，也是国内同行企业拥有检测参数最齐全的机构之一，并为省内外众多路桥项目提供定期检测业务。常年定期检测，公司积累了大量的数据资源，这在一定程度上增加了客户黏性，为获取未来的其他业务奠定坚实基础。以桥梁检测为例，苏通大桥、泰州大桥，润扬大桥和港珠澳大桥定期检测业务全部由公司完成，桥梁在服役 6-7 年后，病害问题将开始慢慢显现，桥梁加固是少不了的环节，而这些业务体量往往较大，公司竞标这些订单时具有显著的数据优势。

表 2 公司提供检测服务重点项目一栏

苏通大桥结构健康监测及安全评价系统研究、设计与实施
江阴长江大桥上部结构健康监测系统升级改造
上海杨浦、徐浦大桥桥梁结构安全检测与评价

^① 长大桥梁健康检测与诊断技术交通行业重点实验室和江苏省公路运输工程实验室

沪宁高速公路新兴塘大桥拖拉施工控制
 阿尔及利亚东西高速质量控制中心
 沪宁高速公路扩建工程检测中心
 青海省西部四条高速沥青路面中心试验室
 青海省 G315 西刚段升级改造工程中心试验室
 青海省 G214 线结古至多普玛段建设项目办中心试验室
 重庆高发司北方建设分公司渝湘高速公路洪酉段路面中心试验室
 天津中新生态城中心试验室
 江西昌铜高速公路中心试验室
 沪宁扩建工程、连盐高速公路软基处治检测
 泰州长江大桥、苏通长江大桥、润扬长江大桥中心实验室
 南京地铁二号线、一号线南延工程中心实验室建设与运营
 港珠澳大桥试验检测中心

(数据来源: 公司公开资料整理, 南京证券)

4.2 战略并购推动省外市场跳跃式增长

公司在江苏地区道路工程咨询市场所占份额已经较高, 根据不完全统计, 公司在江苏的市场份额可能已经在 15%以上, 期望公司在江苏道路咨询市场的订单增速能持续保持远超行业增速并不现实。因此, 开拓省外市场, 积极进入与公司业务相关新兴领域成为推动公司业绩持续增长的唯一动力。

区域半封闭性的行业特征和业主对工程承包方资质的要求都决定了并购是公司发展最直接最快的方式。一方面, 并购可以打破区域半封闭的行业特征, 直接切入并购方的市场, 推动公司收入快速增长。以常州设计院为例, 2010 年, 公司在常州地区的业务承接额达到 6,093 万元, 从并购完成(2006 年)至今累计增长了 560.13%, 年均增长率达 60.29%。

表 3 并购前后, 公司在当地营业收入变化情况

地区	项目	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 1-6 月
常州	常州设计院承接额	2,254	2,758	1,941	被并购				
	苏交科当地承接额	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
	苏交科当地承接额							6,883	865
江苏	江苏建工院业务承接额				537	465	549.7	2,846	2,264

(数据来源: 招股说明书, 南京证券)

当前, 省外市场开拓较为顺利, 2011 年, 公司近 30% 的收入来自于省外, 从当前订单结构来看, 新建、四川和云南等地区的收入均达到了 5000 万以上。从目前订单结构来看, 省内和省外订单占比已经达到 1:1 的水平。不过要在省外立足

仍许由自己的大本营，跨省并购当地优质设计院无疑是较好的选择。公司 IPO 超募资金 5.68 亿元，在手现金充足，大规模的超募资金也为公司加快战略收购提供了保障，弱省外并购能够顺利进行，省外市场可能迎来爆发式增长。

另一方面，可以获得相关资质和优质团队，为公司进入新兴市场扫清障碍。以收购江苏建工为例，公司在 2009 年成功入主江苏建工，通过此次并购，弥补公司在建筑设计资质方面的“短板”，通过建筑设计力量的加强，公司已经于 2011 年 4 月成功获得了轨道交通设计甲级资质，使公司大力开展轨道交通业务的规划得以有效推进。当前，公司甲级资质 20 项目，乙级优势 16 项，丙级优势 14 项。

工程咨询业务各子行业	专业领域	等级种类	公司等级
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
市政工程	给水工程	甲级、乙级、丙级	乙级
	排水工程	甲级、乙级、丙级	乙级
	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（借助并购获取）
建筑行业	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（借助并购获取）
	航道工程	甲级、乙级	乙级（借助并购获取）

（资料来源：公司公开资料整理，南京证券）

5. 盈利预测和主要风险

核心假设：

1. 这里仅仅考虑公司内生增长因素，假设 2012-2013，咨询业务收入分别为 10.5 亿和 12 亿。
2. 工程承包类：工程承包短期不会成为公司的核心业务，2012-2013 年，承包业务均维持小幅增长
3. 咨询业务毛利水平：受跨区域市场开拓和人力成本上升影响，毛利水平小幅下移。
4. 期间费用方面：公司是典型的智力密集型行业，管理费用率的规模效益可能并

不明显；公司 IPO 超募 5.6 亿，财务费用下降明显。

预计公司 2012-2013 年 EPS 分别为 0.63-0.72 元/股，给予 20 倍的 PE 水平，合理价位为 12.6 元/股，当前价格为 9.45 元，低估明显，首次覆盖，给予推荐评级。

核心风险：

(1) 订单增速低于预期。公司下游为道路投资，具有典型的周期性和政策性，订单情况容易受到经济周期和政策周期影响。

(2) 并购失败。并购是公司的核心战略，也是公司快速开拓省外市场的最优选择。但并不能排除并购失败，被并购企业人员流失的可能。

(3) 毛利持续下滑，期间费用控制失控：公司是典型的智力密集性行业，工人工资是主要成本，随着工人工资的稳步上升，有利有下滑可能；同时，公司的行业性质也决定了公司出现规模经济效益的概率较低，随着工人数量的上升，管理瓶颈可能出现。

表 5 盈利预测表

	2009	2010	2011	2012E	2013E
营业总收入	86.35	114.87	126.80	140.00	160.00
营业成本	61.85	80.16	85.92	94.55	108.18
营业税金及附加	3.08	4.06	4.96	5.32	6.08
销售费用	3.04	4.07	4.05	4.62	5.28
销售费用率	3.5%	3.5%	3.2%	3.3%	3.3%
管理费用	7.66	9.09	11.44	12.60	14.40
管理费用率	8.87%	7.92%	9.02%	9.00%	9.00%
财务费用	0.16	1.09	1.07	0.00	0.00
资产减值损失	1.59	4.63	3.85	4.62	5.12
营业利润	9.02	11.78	15.50	18.29	20.94
所得税	0.79	3.22	2.61	3.11	3.56
所得税税率		26%	17%	17%	17%
净利润	8.22	9.38	13.06	15.18	17.38
稀释每股收益	0.45	0.53	0.73	0.63	0.72

(元)

(数据来源：wind，南京证券)

法律声明

本报告中的信息均来源于南京证券有限责任公司（以下简称“本公司”）认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载的资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告仅针对本公司特定客户，未经本公司书面同意，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

南京证券行业投资评级标准：

- 推荐：预计 6 个月内该行业超越整体市场表现；
- 中性：预计 6 个月内该行业与整体市场表现基本持平；
- 回避：预计 6 个月内该行业弱于整体市场表现。

南京证券上市公司投资评级标准：

- 强烈推荐：预计 6 个月内绝对涨幅大于 20%；
- 推 荐：预计 6 个月内绝对涨幅为 10%-20%之间；
- 中 性：预计 6 个月内绝对涨幅为-10%-10%之间；
- 回 避：预计 6 个月内绝对涨幅为-10%及以下。