

苏交科 (300284.SZ) 建筑施工行业

评级: 增持 维持评级

业绩点评

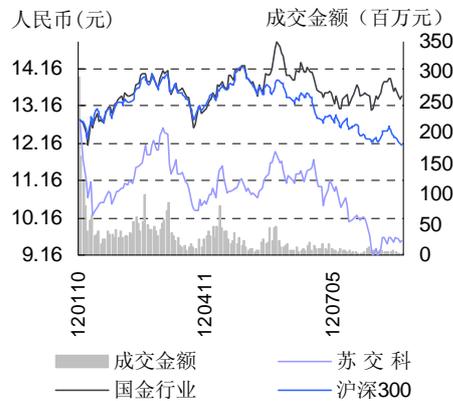
市价(人民币): 9.55元

苏交科 2012 半年报业绩点评

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)	22.92
年内股价最高最低(元)	13.06/9.16
沪深 300 指数	2313.48



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	13.90	10.43	8.09
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

业绩简评

- 8月21日苏交科发布2012半年报: 公司实现营业收入4.71亿元, 相比上年同期下降11%, 实现归属于上市公司股东净利润0.46亿元, 相比上年同期增长24.69%, 按期末股本摊薄后每股收益为0.19元。

公司经营概况

- 收入下降, 净利润保持较快增长:** 1、报告期内, 公司实现营业收入4.71亿元, 相比上年同期下降11%, 造成公司收入下降主要原因在于去年同期实施的工程承包业务(新沂249省道拓宽改造项目)已于上年基本结束, 而今年上半年公司工程承包业务实施下降; 2、报告期内公司咨询业务仍保持较快增长(19.08%), 帮助公司实现归属于上市公司股东净利润0.46亿元, 相比上年同期增长24.69%, 保持较快增长。
- 业务结构发生变化, 毛利率有较大幅度上升:** 1、报告期内, 公司工程咨询业务毛利率为35.55%, 保持稳定, 相比上年同期略有下降0.48%; 2、公司工程承包业务毛利率为6.22%, 相比上年同期下降11.15%, 主要原因在于报告期内公司工程承包项目收入下降较多, 而成本支出未有下降; 3、随着工程业务占比的降低, 公司报告期内整体毛利率有较大幅度上升, 相比上年同期上涨3.58%, 为34.01%。
- 应收款继续增长:** 1、一方面受报告期内回款降低影响; 2、一方面公司咨询项目回款方式与传统建筑行业有所不同, 公司咨询业务, 尤其是设计业务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, 所以容易造成应收款偏多。3、由于公司应收款增加以及部分工程项目账龄加长, 导致资产减值损失随着增加, 现金流情况持续负向增长。

看好公司未来发展, 关注订单情况

- 立足主业, 做强优势:** 公司主要优势——咨询业务依然保持了较快发展, 同比增速超过19%, 咨询业务是公司立足之本, 即使受到工程业务减速影响, 依然可以保证利润较快增长。

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

- **业务模式可以保证公司周转：**1、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；2、相比工程施工类项目，咨询类项目人员可以更好的融入多个项目，有着更快的周转速度。
- **关注公司后续订单：**1、经济下行，交通基础设施投资缩减难免会对产业链上公司带来不利影响，作为行业内优秀咨询公司，具有一定抵御风险能力；2、目前，公司在手订单可以保证公司咨询业务稳定增长；3、公司通过涉足 BT、BOT 项目进行行业上下游拓展，同时通过兼并购、加大省外和国外市场的开拓力度，力图减少宏观经济下行对公司业绩的不利影响。

投资建议

- “稳定性”和“前周期”特点是我们推荐公司主要观点，我们认为其出众的科研实力加上先发优势助推公司稳定发展，而其所从事的咨询业务，处在基建投资前端，未来如若基建回暖，公司必将第一批受益。
- 预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.70、0.94、1.21 元，分别对应 14、10、8 倍估值水平，维持“增持”评级。

风险提示

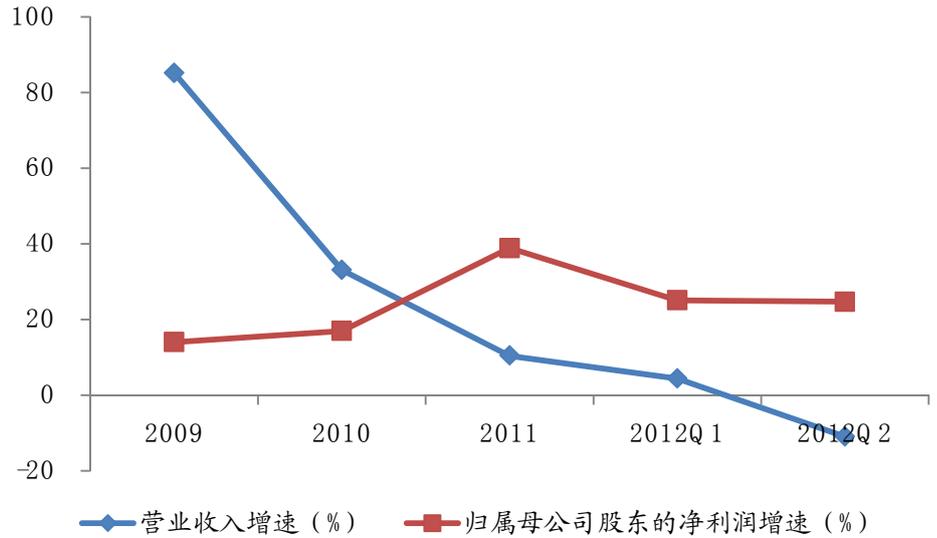
- 公路投资增速低于预期
- 所得税率波动带来跨期比较问题

报告期公司经营概况

收入下降，净利润保持较快增长

- 报告期内，公司实现营业收入 4.71 亿元，相比上年同期下降 11%，造成公司收入下降主要原因在于去年同期实施的工程承包业务（新沂 249 省道拓宽改造项目）已于上年基本结束，而今年上半年公司工程承包业务实施下降，报告期内公司咨询业务仍保持较快增长（19.08%），帮助公司实现归属于上市公司股东净利润 0.46 亿元，相比上年同期增长 24.69%，保持较快增长。

图表1：公司收入下降，净利润保持较快增长

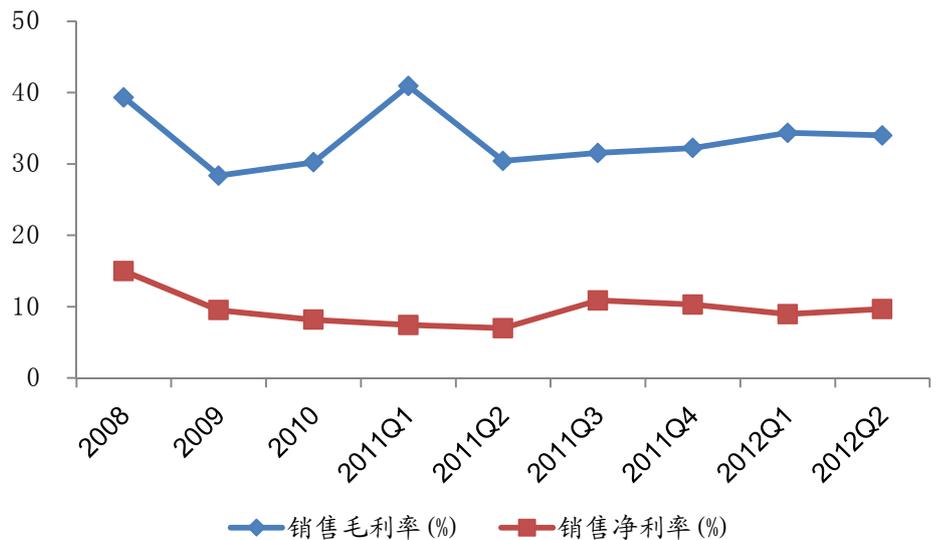


来源：公司公告 国金证券研究所

业务结构发生变化，毛利率有较大幅度上升

- 报告期内，公司工程咨询业务毛利率为 35.55%，保持稳定，相比上年同期略有下降 0.48%；公司工程承包业务毛利率为 6.22%，相比上年同期下降 11.15%，主要原因在于报告期内公司工程承包项目收入下降较多，而成本支出未有下降；随着工程业务占比的降低，公司报告期内整体毛利率有较大幅度上升，相比上年同期上涨 3.58%，为 34.01%。
- 报告期内，公司销售费用率为 3.77%，相比上年同期增长 0.33 个百分点；公司管理费用为 11.75%，相比上年同期增长 1.31 个百分点，公司财务费用率为 -0.87%，相比上年同期下降 1.87 个百分点（募集资金产生的利息）。
- 受公司毛利率上升、所得税率大幅下降有利影响，公司销售净利率同比上涨 2.68 个百分点，为 9.67%。

图表2: 公司毛利率、净利率有较大幅度上升



来源: 公司公告 国金证券研究所

应收款继续增长

- 报告期内, 公司应收账款继续上涨, 一方面受报告期内回款降低影响, 一方面公司咨询项目回款方式与传统建筑行业有所不同, 公司咨询业务, 尤其是设计业务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, 所以容易造成应收款偏多。
- 由于公司应收款增加以及部分工程项目账龄加长, 导致资产减值损失随着增加, 现金流情况持续负向增长。

看好公司未来发展

立足主业, 做强优势

- 报告期内, 公司主要优势——咨询业务依然保持了较快发展, 同比增速超过 19%, 咨询业务是公司立足之本, 即使受到工程业务减速影响, 依然可以保证利润较快增长。
 - 在公路市场疲软的大环境下, 加强了市政及相关市场拓展力度, 市政、城市轨道交通等业务承接额同比增长 30%以上, 市政业务占比比去年同期有大幅提升;
 - 公司加大了并购整合力度, 使用部分超募资金并购杭州华龙交通勘察设计有限公司 70%股权。
- 在目前时点, 立足主业、做强优势是公司战略的最佳选择, 公司也在寻求多种方式增强自身在主业上的竞争力。

业务模式可以保证公司周转

- 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。

关注公司后续订单

- 经济下行，交通基础设施投资缩减难免会对产业链上公司带来不利影响，作为行业内优秀咨询公司，具有一定抵御风险能力，目前，公司在手订单可以保证公司咨询业务稳定增长。
- 公司通过涉足 BT、BOT 项目进行行业上下游拓展，同时通过兼并购、加大省外和国外市场的开拓力度，力图减少宏观经济下行对公司业绩的不利影响。

投资建议

- “稳定性”和“前周期”特点是我们推荐公司主要观点，我们认为其出众的科研实力加上先发优势助推公司稳定发展，而其所从事的咨询业务，处在基建投资前端，未来如若基建回暖，公司必将第一批受益。
- 预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.70、0.94、1.21 元，分别对应 14、10、8 倍估值水平，维持“增持”评级。

风险提示

- 公路投资增速低于预期
- 所得税率波动带来跨期比较问题

图表3: 三张报表

损益表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	863	1,149	1,268	1,145	1,478	1,903
增长率		33.0%	10.4%	-9.7%	29.1%	28.7%
主营业务成本	-619	-802	-859	-729	-942	-1,213
% 销售收入	71.6%	69.8%	67.8%	63.6%	63.7%	63.7%
毛利	245	347	409	417	536	690
% 销售收入	28.4%	30.2%	32.2%	36.4%	36.3%	36.3%
营业税金及附加	-31	-41	-50	-46	-59	-76
% 销售收入	3.6%	3.5%	3.9%	4.0%	4.0%	4.0%
营业费用	-30	-41	-41	-39	-50	-65
% 销售收入	3.5%	3.5%	3.2%	3.4%	3.4%	3.4%
管理费用	-77	-91	-114	-103	-133	-171
% 销售收入	8.9%	7.9%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%
息税前利润 (EBIT)	107	175	204	229	294	378
% 销售收入	12.4%	15.2%	16.1%	20.0%	19.9%	19.9%
财务费用	-2	-11	-11	7	20	22
% 销售收入	0.2%	0.9%	0.8%	-0.6%	-1.3%	-1.2%
资产减值损失	-16	-46	-39	-38	-47	-56
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.6%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	90	118	155	199	266	345
营业利润率	10.5%	10.3%	12.2%	17.3%	18.0%	18.1%
营业外收支	0	8	2	3	3	3
税前利润	90	126	157	202	269	348
利润率	10.4%	11.0%	12.4%	17.6%	18.2%	18.3%
所得税	-8	-32	-26	-34	-46	-59
所得税率	8.8%	25.5%	16.6%	17.0%	17.0%	17.0%
净利润	82	94	131	167	223	288
少数股东损益	1	-1	-1	-2	-2	-2
归属于母公司的净:	81	95	132	169	225	290
净利率	9.4%	8.3%	10.4%	14.7%	15.2%	15.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	0	0	131	167	223	288
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	0	0	63	53	66	77
非经营收益	0	0	22	11	-3	-3
营运资金变动	0	0	-221	116	-102	-131
经营活动现金净流	0	0	-5	346	184	232
资本开支	-24	-29	-29	-47	-53	-41
投资	-18	-14	1	0	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-41	-43	-29	-47	-53	-41
股权募资	1	0	750	0	0	0
债权募资	134	107	270	-530	0	1
其他	-150	-90	-34	-14	-31	-31
筹资活动现金净流	-16	17	986	-544	-31	-30
现金净流量	-57	-25	952	-245	100	161

资产负债表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	177	187	1,142	897	997	1,158
应收款项	637	922	1,249	945	1,184	1,493
存货	4	6	7	5	7	9
其他流动资产	14	16	21	18	24	30
流动资产	832	1,130	2,419	1,866	2,212	2,690
% 总资产	82.1%	84.3%	91.1%	87.3%	87.7%	89.0%
长期投资	12	26	25	25	25	25
固定资产	131	149	154	193	224	241
% 总资产	13.0%	11.1%	5.8%	9.0%	8.9%	8.0%
无形资产	28	21	23	20	26	31
非流动资产	182	210	237	272	310	332
% 总资产	17.9%	15.7%	8.9%	12.7%	12.3%	11.0%
资产总计	1,014	1,341	2,656	2,138	2,521	3,022
短期借款	94	150	531	0	0	0
应付款项	325	446	551	431	557	717
其他流动负债	193	194	257	253	317	399
流动负债	611	790	1,338	684	875	1,117
长期贷款	60	107	0	0	0	1
其他长期负债	2	10	9	9	9	9
负债	674	907	1,347	693	884	1,127
普通股股东权益	336	431	1,309	1,446	1,640	1,898
少数股东权益	5	2	1	-1	-2	-4
负债股东权益合计	1,014	1,341	2,656	2,138	2,521	3,022

比率分析

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	0.451	0.527	0.549	0.703	0.937	1.208
每股净资产	1.867	2.395	5.453	6.025	6.832	7.910
每股经营现金净流	0.191	0.193	-0.021	1.443	0.767	0.966
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	24.14%	22.01%	10.07%	11.67%	13.72%	15.27%
总资产收益率	8.00%	7.08%	4.96%	7.89%	8.92%	9.59%
投入资本收益率	19.78%	18.84%	9.25%	13.14%	14.90%	16.55%
增长率						
主营业务收入增长率	85.10%	33.03%	10.39%	-9.68%	29.07%	28.73%
EBIT增长率	41.32%	63.14%	16.84%	12.03%	28.43%	28.58%
净利润增长率	14.02%	16.98%	38.88%	28.02%	33.27%	28.92%
总资产增长率	29.87%	32.17%	98.14%	-19.49%	17.90%	19.85%
资产管理能力						
应收账款周转天数	205.3	234.7	299.9	300.0	300.0	300.0
存货周转天数	4.0	2.2	2.7	2.7	2.7	2.7
应付账款周转天数	106.2	117.4	150.1	150.0	150.0	150.0
固定资产周转天数	55.5	47.2	44.4	56.1	48.3	40.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-6.94%	16.32%	-46.70%	-62.08%	-60.89%	-61.05%
EBIT利息保障倍数	67.3	16.0	19.1	-31.4	-15.0	-17.0
资产负债率	66.41%	67.67%	50.70%	32.41%	35.05%	37.29%

来源: 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	0	1	1	2	6
增持	0	2	3	3	4
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.67	1.71	1.67	1.55

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2012-08-07	增持	9.64	11.20 ~ 12.60

来源：国金证券研究所

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