



Research and
Development Center

苏交科：立足交通工程咨询，外延扩张加速前行

—— 苏交科（300284）调研报告

2013 年 01 月 31 日

关健鑫
建筑建材行业分析师

证券研究报告

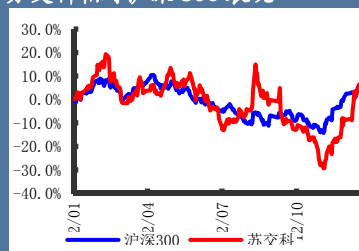
公司研究——调研报告

苏交科 (300284.sz)



首次评级 买入 2013.1.31

苏交科相对沪深300表现



资料来源：信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	10.41
52周内股价波动区间(元)	7.22-13.30
最近一月涨跌幅(%)	7.54
总股本(亿股)	2.40
流通A股比例(%)	60.92
总市值(亿元)	24.98

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院
1号楼6层研究开发中心
邮编：100031

关健鑫 行业分析师

执业编号：S1500512050001

联系电话：+86 10 63081092

邮箱：guanjianxin@cindasc.com

方光照 研究助理

联系电话：+86 10 63081267

邮箱：

fangguangzhao@cindasc.com

立足交通工程咨询，外延扩张加速前行

苏交科调研报告

2013年01月31日

目标价：13.3元

本期内容提要：

- ◆ 在新型城镇化建设的推动下，国内将掀起交通基础设施建设的热潮，为交通工程咨询提供巨大的市场空间。预计2013-2015年交通固定资产投资规模约3万亿元，那么按照3%的比例计算，未来3年我国交通工程咨询行业市场容量大约为900亿元。
- ◆ 2013年投资有望提速，基建复苏确定性强。我们发现政府换届后第一年固定资产投产增速都有明显的提升，因此，我们预计2013年新一届政府加大固定资产投资、刺激经济增长的可能性较大。
- ◆ 公司致力于成为国内一流的工程咨询公司：苏交科立足于交通工程的上游规划、勘察、设计、检测及施工阶段项目管理和监理等业务环节，深耕产业价值链。经过多年的技术积累和发展，公司在行业内逐步确立了市场优势地位。
- ◆ 外延式扩张注入新动力：2012年上半年公司省外收入占比已达到45%，外延式扩张步伐已见成效。公司通过兼并收购实现业务地域范围扩大化，实现工程咨询服务产品多样化，双方优势资源得以优化、整合和互补，发挥协同效应，提升公司的核心竞争力。
- ◆ 风险因素：应收账款周转风险；海外业务风险；固定资产投资增速下滑；收购标的业绩不佳。
- ◆ 股价催化剂：固定资产投资规模超预期、外延式扩张步伐进一步推进。
- ◆ 盈利预测、估值及投资评级：我们预测公司2012至2014年营业收入分别为10.4亿元、12.39亿元和17.23亿元，归属母公司的净利润分别为1.39亿元、1.78亿元和2.39亿元，对应EPS分别为0.58元、0.74元和1.00元。我们按照公司2013年每股收益0.74元，给予公司行业18-20倍市盈率较为合理，对应的合理估值区间为13.3-14.8元。首次给予公司“买入”评级。

公司报告首页财务数据

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
主营业务收入(百万元)	1,148.67	1,267.98	1,040.78	1,238.61	1,722.53
增长率 YoY %	33.03	10.39	-17.92	19.01	39.07
净利润(百万元)	94.91	131.81	139.03	178.72	239.82
增长率 YoY %	16.98	38.88	5.47	28.55	34.19
毛利率%	30.21	32.24	35.71	36.11	34.55
净资产收益率 ROE%	24.74	15.15	10.09	11.63	13.73
每股收益 EPS(元)	0.40	0.55	0.58	0.74	1.00
市场一致预期 EPS(元)	0.40	0.55	0.61	0.76	1.06

市盈率 P/E(倍)	28.37	20.43	19.37	15.07	11.23
市净率 P/B(倍)	6.25	2.06	1.86	1.66	1.44

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测 注: 股价为 2013 年 1 月 30 日收盘价

目 录

投资聚焦	1
苏交科：A 股市场交通工程咨询第一股	3
公司基本概况	3
公司业务结构	4
推进新型城镇化将加快交通建设步伐	5
新型城镇化：交通行业发展的核心驱动力	5
城市轨道交通：2013 年“超速”前进	6
公路建设：西部地区仍具有广阔市场空间	8
铁路建设：2013 年投资加速确定性较强	9
2013 年“建筑早周期”特性将凸显	10
苏交科：致力于成为国内一流的工程咨询公司	11
全产业链价值造就核心竞争优势	11
技术是公司持续发展的根本动力	12
外延式扩张注入新动力	13
公司财务指标分析	14
业务结构调整，盈利能力提升	14
应收账款大幅增加	15
相关假设及盈利预测	16
相对估值：市盈率模型	17
综合估值与投资评级	17
风险因素	18

图 目 录

图 1：2008-2012Q3 公司营业收入及增速情况	4
图 2：2008-2012Q3 公司归属于母公司所有者净利润及增速情况	4
图 3：2011 年公司各项业务收入占比情况	5
图 4：2011 年公司各项业务利润占比情况	5
图 5：中国城市化率稳步提升	6
图 6：2006-2012.11 我国交通固定资产投资额	6
图 7：中国城市化率稳步提升	7
图 8：全国公路建设投资增速趋稳	8
图 9：西部公路建设投资增速率先回升	8
图 10：西部省份单位面积公路里程较低	9
图 11：全国铁路固定资产投资额	9
图 12：全国铁路基本建设投资额	9
图 13：固定资产投资与政府换届的关系	10
图 14：GDP 增速与政府换届的关系	10
图 15：交通建设产业价值链	11
图 16：重点工程应用--苏通大桥	12
图 17：重点工程应用--312 国道沪宁段	12
图 18：公司拥有的核心技术	13
图 19：公司省外收入占比持续升高	14
图 20：公司在国内的分支机构情况	14
图 21：部分相关上市公司毛利率水平（%）	15
图 22：部分相关上市公司净利率水平（%）	15
图 23：部分相关上市公司应收账款周转天数情况	15

表 目 录

表 1：公司承接的大型重点项目	3
表 2：发改委 9-11 月批复的城市轨道交通项目	7
表 3：公司部分超募资金使用用途	14
表 4：部分财务指标假设情况（单位：百万元）	16
表 5：同行业可比上市估值对比（2013 年 1 月 30 日）	17

投资聚焦

主要内容

我们对苏交科所处行业未来发展趋势、公司技术实力以及成长性做了深入剖析，我们认为，苏交科作为交通工程咨询行业的上市公司，明显具有建筑早周期属性，同时公司凭借技术实力及资本实力一直致力于外延式扩张。

投资逻辑

推进新型城镇化建设不仅是未来拉动经济增长的重要引擎，更是推动交通行业发展的核心驱动力，因此，国内将掀起交通基础设施建设的热潮。交科立足于交通工程的上游规划、勘察、设计、检测及施工阶段项目管理和监理等业务环节，深耕产业价值链，提升公司的核心竞争优势，同时凭借资本实力，将进一步加快外延式扩张步伐。

有别于大众的认识

- 1、新型城镇化建设更加凸显交通工程咨询的重要性；
- 2、公司通过收购异地企业能够快速实现外延式扩张，并且通过对赌协议有效降低收购风险；
- 3、公司技术实力在国内首屈一指，随着国家级重点实验室的建设，公司在长大桥梁健康检测领域将确立领先地位；

股价催化剂

固定资产投资增速超预期；

公路、轨道交通建设规模超预期；

外延式扩张步伐进一步推进；

关键假设、盈利预测与投资评级

我们假设 2013-2014 年在新型城镇化的推动作用下，国内固定资产投资规模进一步扩大，铁路、公路投资出现恢复性增长、轨道交通投资力度进一步加大，作为建筑早周期的交通工程咨询业务量将增多，公司承接的订单量也将有所增多。

我们假设 2012 年-2014 年公司实现营业收入同比增速分别为-17.92%、19.01%和 39.07%，综合毛利率分别为 35.71%、36.11%和 34.55%。

我们预测公司 2012 至 2014 年营业收入分别为 10.4 亿元、12.39 亿元和 17.23 亿元，归属母公司的净利润分别为 1.39 亿元、1.78 亿元和 2.39 亿元，对应 EPS 分别为 0.58 元，0.74 元和 1.00 元。我们按照公司 2013 年每股收益 0.74 元，给予公司行

业 18-20 倍市盈率较为合理，对应的合理估值区间为 13.3-14.8 元。首次给予公司“买入”评级。

主要风险

- 1、应收账款回收风险；
- 2、海外业务风险；
- 3、固定资产投资增速下滑，公司新签订单量低于预期；
- 4、收购标的业绩不佳

苏交科：A 股市场交通工程咨询第一股

公司基本概况

2012 年 1 月，苏交科成功登陆资本市场，成为国内交通工程咨询行业第一家上市公司，其前身为江苏省交通科学研究院。经过多年的发展，苏交科业务领域涉及公路、桥梁、铁路、轨道交通、隧道工程、水运工程及市政工程等多个领域，主要提供项目前期咨询、勘察、设计、试验检测、监理等相关技术服务，业务已覆盖全国 28 个省、自治区和直辖市，累计服务高速公路里程达 7,000 多公里。2010 年公司被交通运输部确定为“典型示范试验检测机构”，2011 年公司被科学技术部、国务院国资委、中华全国总工会联合正式确定为“国家创新型企业”。2012 年，国家发改委批准组建“新型道路材料国家工程实验室”。并且，公司连续五年入围 ENR/建筑时报评出的“中国工程设计企业 60 强”，2011 年位列第 43 位。目前，公司实际控制人为符冠华先生和王军华先生，合计持有公司 37.47% 的股份。

近年来，公司不断地进行技术创新和前沿课题研究，并取得丰富的科研技术成果，并且在公路、桥梁、铁路、轨道、岩土及隧道工程咨询方面均承接了多项大型重点项目，在行业中已形成了较强的品牌影响力。

表 1：公司承接的大型重点项目

项目类型	代表性工程
交通工程项目前期咨询	江苏铁路“十二五”建设发展规划
	江苏综合客运枢纽布局规划研究
	上海-西安（江苏段）高速公路可行性研究
	江苏苏锡常轨道网战略研究
公路及桥梁工程勘察设计	沪宁城际与区域内城市轨道交通衔接研究
	上海-西安高速公路江都-六合段勘察设计
	南京新机场高速公路
	南京-马鞍山高速公路
铁路与轨道交通工程前期咨询及设计	南京-宿迁-徐州高速公路
	京珠高速公路安新段改扩建工程老路改造施工图设计
	江苏省苏锡常轨道网规划
	江苏省境内铁路支线及专用线中长期规划
	苏州市轨道交通 2 号线工点设计
	南京地铁 3 号线工点设计
	南京地下铁道工程质量检验标准研究

岩土及隧道工程前期咨询、设计及检测

江六高速公路中心试验室、路基沉降观测与分析

宿新高速公路中心试验室

沪宁高速公路扩建工程路基沉降观测与分析

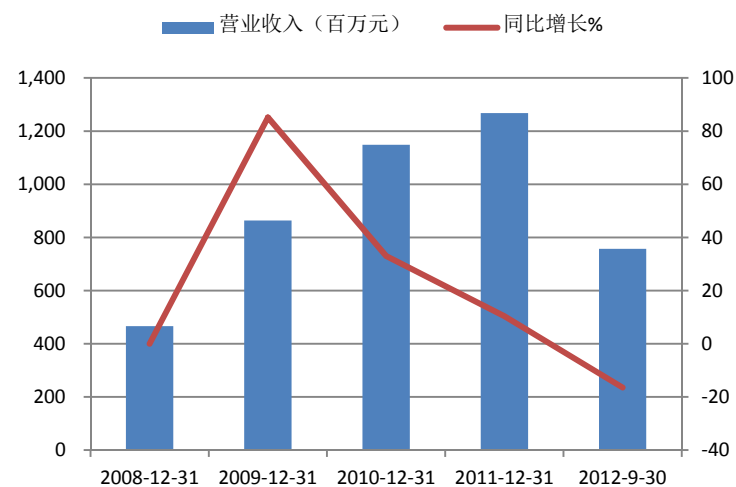
港珠澳大桥试验检测中心

资料来源：公司招股说明书 信达证券研发中心

公司业务结构

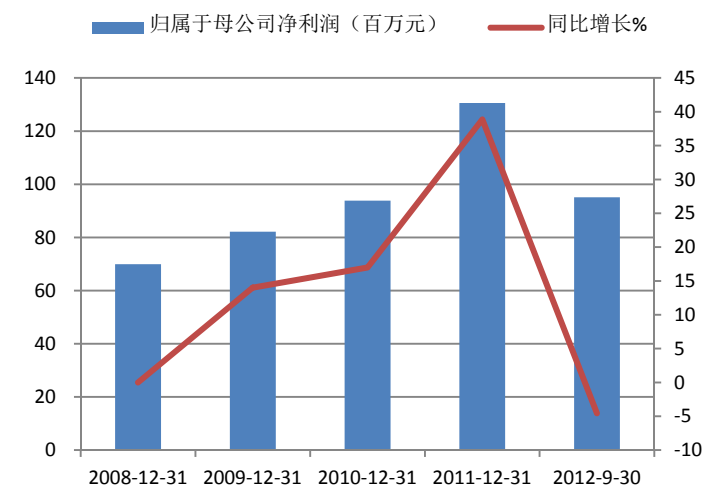
公司致力于成长为“国内一流的工程咨询公司”。从业务结构来看，工程咨询业务是公司核心业务，2011 年公司工程咨询业务实现营业收入 92227 万元，占比 72.79%，实现营业利润 35986 万元，占比 88.03%；工程承包业务实现营业收入 34477 万元，占比 27.21%，实现营业利润 48445 万元，占比 11.97%。从细分业务来看，设计业务实现收入占总收入比重为 41%，同时贡献 51% 的利润。此外，公司还有监理业务、受托研究开发和其他技术咨询等工程咨询业务。详见图 3 和图 4。2012 年 1-9 月实现营业收入 7.57 亿元，较去年同期下降 16.47%，主要是工程承包业务量下降所致，但值得一提的是，公司核心业务工程咨询业务仍实现同比增长 8.43%。

图 1：2008-2012Q3 公司营业收入及增速情况



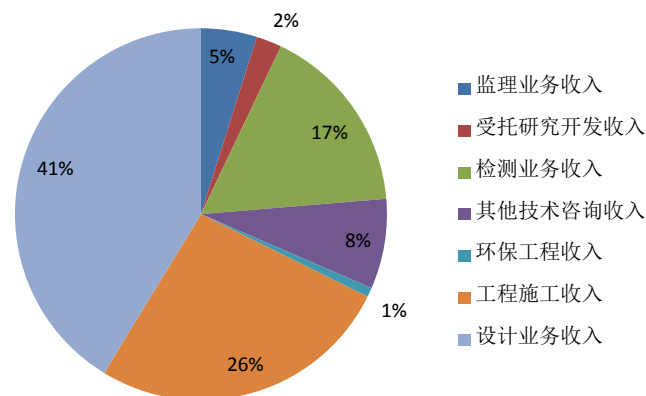
资料来源：wind 信达证券研发中心

图 2：2008-2012Q3 公司归属于母公司所有者净利润及增速情况



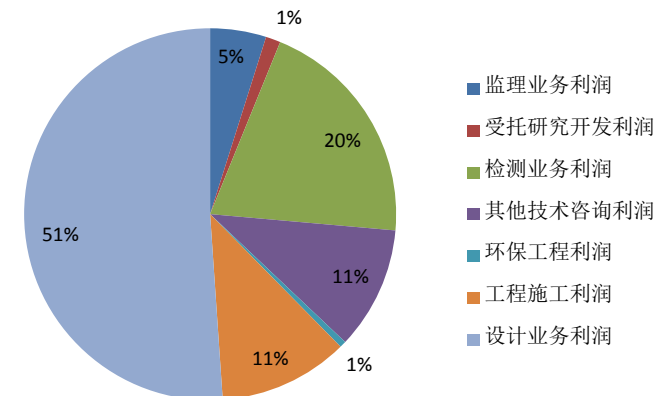
资料来源：wind 信达证券研发中心

图 3：2011 年公司各项业务收入占比情况



资料来源：wind 信达证券研发中心

图 4：2011 年公司各项业务利润占比情况



资料来源：wind 信达证券研发中心

推进新型城镇化将加快交通建设步伐

“十八大”提出了新型城镇化的建设要求，把生态文明的理念引入到城市建设和交通规划中去。国务院副总理李克强也曾指出，城镇化不是简单的人口比例增加和城市面积扩张，更重要的是实现产业结构、就业方式、人居环境、社会保障等一系列由“乡”到“城”的重要转变。

我们认为，推进新型城镇化建设不仅是未来拉动经济增长的重要引擎，更是推动交通行业发展的核心驱动力，因此，国内将掀起交通基础设施建设的热潮。

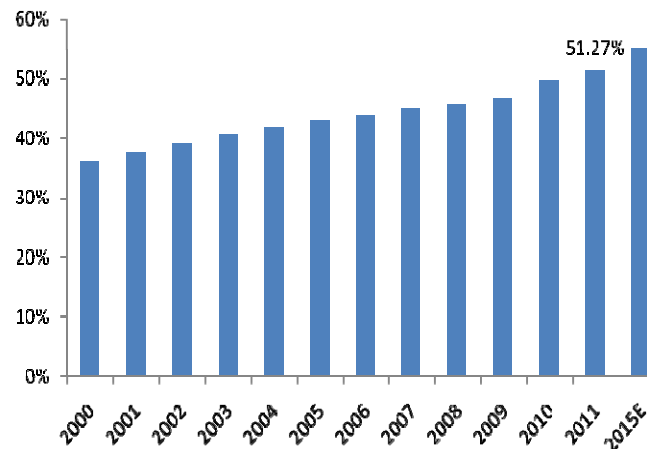
新型城镇化：交通行业发展的核心驱动力

2011 年我国城市化率达到 51.27%，并且预计未来每年以 1% 的速度增长，到 2020 年我国城市化率将达到 60%。据测算，城市化率每提高 1 个百分点，就会有 1000 万到 1200 万人口从农村到城市，这意味着随着城市化率的大幅提高，大量人口要进入城市，那么，城市的交通问题显得尤为突出。

众所周知，交通在新型城镇化建设发展中具有极其重要的地位和作用。2011 年国内交通固定资产投资完成 14464 亿元，同比增长 9.5%，2012 年前 11 月国内交通固定资产投资完成 13051.1 亿元，同比增长 0.83%，其中 11 月当月投资同比环比继续保持增长，并创下年内单月投资新高。“十一五”期间，我国完成了基本建设投资约 4.7 万亿元，是“十五”期间的 2.5 倍，由于交通项目的建设期一般为 3-5 年，在“十一五”末期投产的项目将会延续至“十二五”建成，再加上新建项目，预计“十

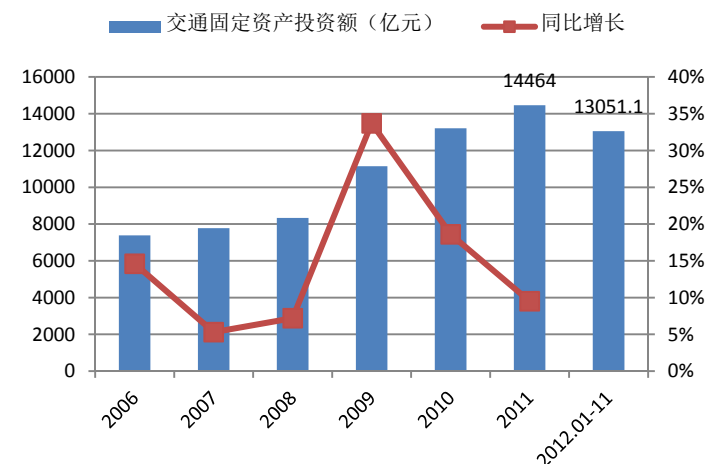
“二五”期间全国交通基本建设投资总规模约 6.2 万亿元。我们有理由相信，在新型城镇化的推动下，我国城市公路、铁路、轨道交通建设发展仍具备加速度，这将为交通工程咨询提供巨大的市场空间。

图 5：中国城市化率稳步提升



数据来源：国家统计局，信达证券研发中心

图 6：2006-2012.11 我国交通固定资产投资额



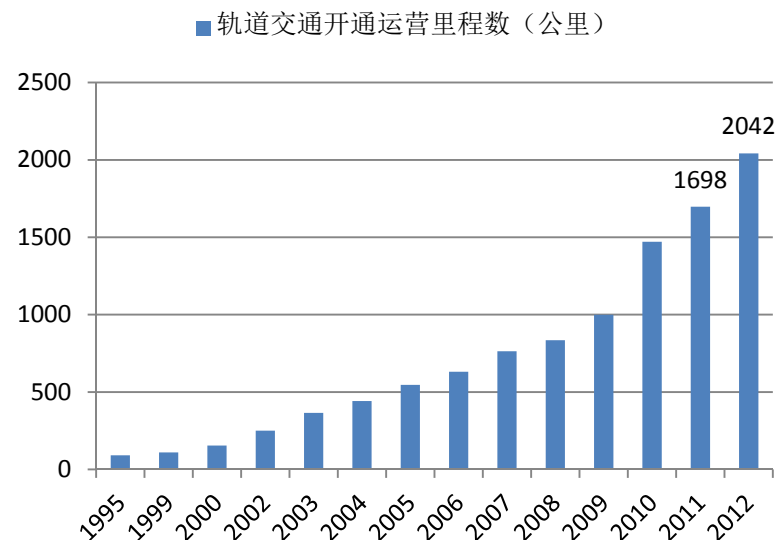
数据来源：wind，信达证券研发中心

交通工程咨询行业的收入规模与交通基础设施固定资产投资规模密切相关。从整个工程咨询行业来看，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自 2001 年以来表现出稳步提升的势头，2009 年以来一直保持在 3% 以上，我们假设十二五期间全国完成交通固定资产投资 6.2 万亿，那么 2013-2015 年交通固定资产投资规模约 3 万亿元，那么按照 3% 的比例计算，未来 3 年我国交通工程咨询行业市场容量大约为 900 亿元，因此，随着我国交通基础设施固定资产投资规模的进一步扩大和交通基础设施存量的增长，以及对交通工程咨询的日益重视，我国交通工程咨询行业仍面临着良好的市场机会。

城市轨道交通：2013 年“超速”前进

新型城镇化大潮下，随着农村人口进一步向城市转移，城市公共交通矛盾将更加突出。轨道交通已经成为各城市优化公共交通，改善人居环境、提升城市可持续发展能力的重要基础设施。当前，世界主要大城市的轨道交通在环境交通压力方面都发挥了举足轻重的作用。截至 2012 年底，全国轨道交通运营总里程达到 2042 公里，比 2011 年 1677 公里增长 21.76%。2012 年度全国有 35 个城市在建轨道交通线路，估算完成总投资约 2600 亿元。由此可见，我国近几年城市轨道交通发展迅速。

图 7：中国城市化率稳步提升



数据来源：国家统计局，信达证券研发中心

目前，我国正以世界罕见的发展速度推进城市轨道交通建设。2012年9月，发改委集中批复了18个城市的21个轨道交通项目，11月又批复了4个城市的轨道交通项目，今年以来批复的轨道交通项目累计金额达8455亿元，里程超过1376公里。其中，属于通过可行性研究报告的项目里程合计为645.58公里，总投资为3634亿元，属于近期规划中的项目里程730.42公里，总投资约4821亿元。详见表2。2013年，西安、天津、重庆、成都、杭州、宁波、昆明、青岛、无锡和东莞等10个以上城市将获批新一轮轨道交通建设规划，徐州、温州等市将作为新增城市获得批准。2013年全年城轨投资规模有望达到2800亿元至2900亿元。根据国务院批准城市地铁建设的要求，全国还有20多个城市具备建设城市轨道交通的基本条件。随着中国城镇化进程的继续推进，将会有越来越多的城市将迈入轨道交通时代。到2020年，轨道交通总长将达到6000公里，每年增加大约500公里。

表 2：发改委 9-11 月批复的城市轨道交通项目

省份/城市	线路全长（公里）	总投资（亿元）	省份/城市	线路全长（公里）	总投资（亿元）
厦门	75	503.7	深圳	82	588.14
常州	53.9	336.5	宁波	23.45	70.22
沈阳	118	610.38	天津	89.7	656.37
哈尔滨	89.6	562.2	西安	38.4	180.3
广州	247.5	1335.67	长春	20.5	128.3
苏州	68.7	456.54	石家庄	59.6	421.94

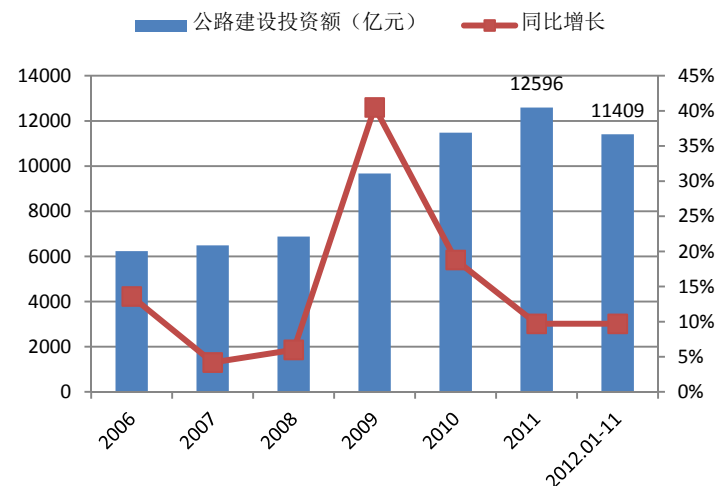
杭州	53	220.8	太原	49.2	309.29
成都	25.4	154.9	兰州	36	229.22
青岛	29.7	175.52	上海	30.35	167.91
福州	26.3	182.27	乌鲁木齐	47.9	312.4
南昌	23.3	145.23	北京	89	707
总计		22个城市，线路总里程 1376.5 公里，总投资 8455 亿元左右			

资料来源：发改委网站，信达证券研发中心

公路建设：西部地区仍具有广阔市场空间

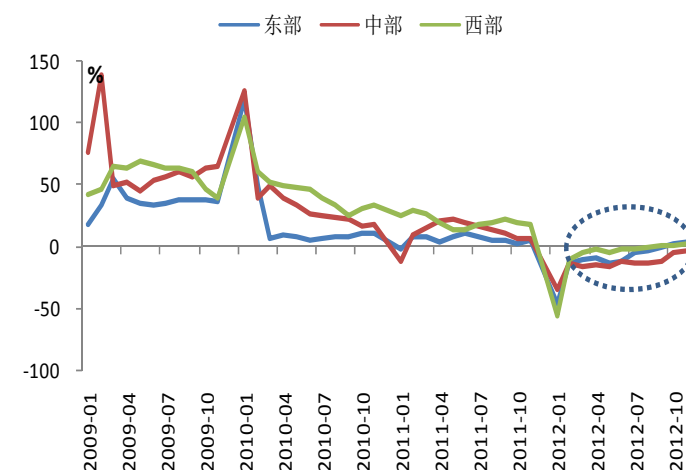
2012 年 12 月 26 日交通运输部发布前 11 月全国交通经济运行情况，数据显示，1 至 11 月份，我国公路累计完成固定资产投资 11409 亿元，同比增长 9.7%。从地区来看，东部、中部、西部地区分别累计完成投资 3747.5 亿元、3031.6 亿元和 4692.6 亿元。由此可见，在全国公路建设整体稳中趋缓的情况下，西部地区公路建设呈现后来者居上之势。以新疆为例，2012 年全区共完成公路交通固定资产投资 376 亿元（含新疆生产建设兵团和社会投资 57 亿元），投资额创历史新高。另外，2012 年前 11 月四川省交通固定资产投资 1067 亿元，同比增长 9.12%。

图 8：全国公路建设投资增速趋稳



数据来源：国家统计局，信达证券研发中心

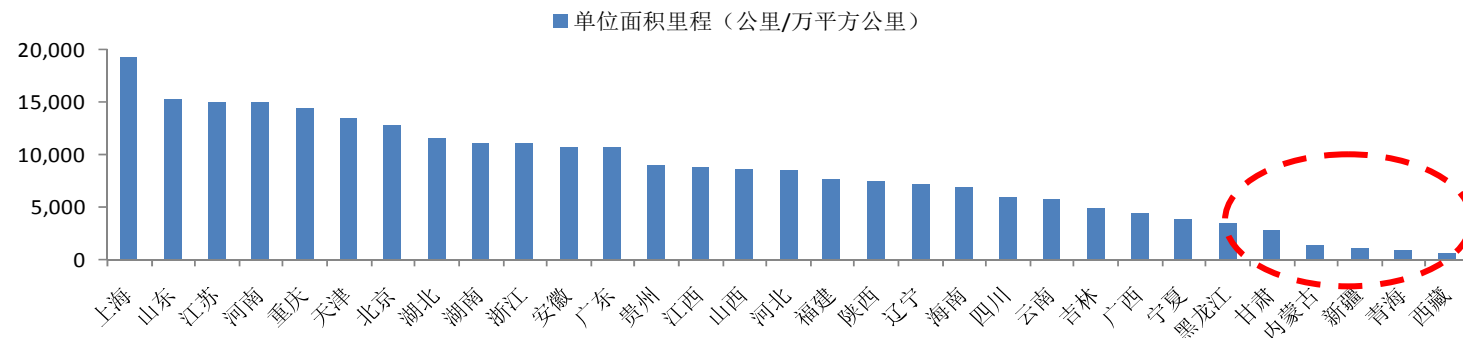
图 9：西部公路建设投资增速率先回升



数据来源：wind，信达证券研发中心

2012 年全年新增公路通车里程 8.7 万公里，其中高速公路 1.1 万公里，新改建农村公路 19.4 万公里。截至 2012 年底，我国已建成公里总里程 419.34 万公里。从分布上看，区域差异较大。华东、华南及京津冀地区公路密度大，单位面积里程较高，且多为高速公路或一、二级公路；广大西部地区由于地广人稀，人均公路里程较高，但单位面积里程低。

图 10：西部省份单位面积公路里程较低



资料来源：wind，信达证券研发中心

我们认为，在国家新型城镇化建设的推动下，2013 年公路建设投资增速将持续反弹。由于目前中央财政对西部地区公路项目支持力度较大，加上西部地区公路建设空间广阔，我们预计西部地区公路投资将率先提速，增速将高于东部和中部地区。

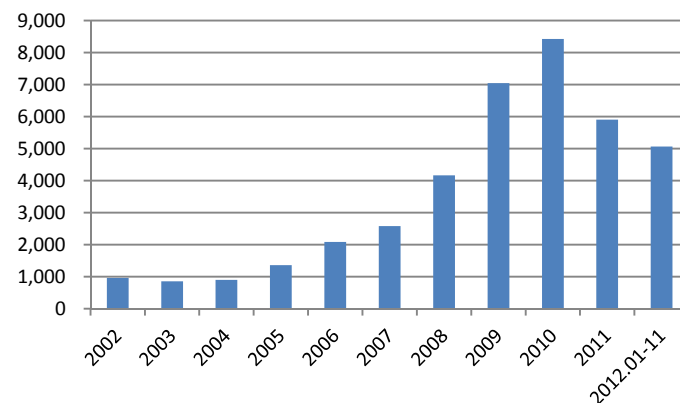
铁路建设：2013 年投资加速确定性较强

今年 1 月 17 日召开的 2013 年全国铁路工作会议上，铁道部提出，2013 年全国铁路安排固定资产投资 6500 亿元，其中基本建设投资 5200 亿元、投产新线 5200 公里以上。在我们 1 月 9 日的 2013 年度策略报告中，我们预计在中性情况下，2013 至 2015 年铁路基建投资年均完成 6000 亿，虽然均超过此次会议提出的 2013 年完成 5200 亿的目标，但考虑到 2013 年是政府换届之年，从过去情况看，固定资产投资一般在政府换届第 2 年开始加速；同时，铁路市场化改革将继续推进，未来 2-3 年内民间资本进入铁路建设领域有望破题，拓宽铁路建设资金来源，因此我们预计，2013 至 2015 年铁路投资有望渐进增加。

图 11：全国铁路固定资产投资额

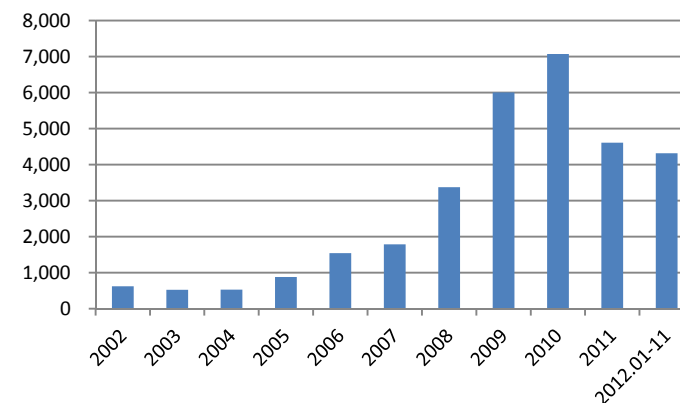
图 12：全国铁路基本建设投资额

■ 全国铁路:固定资产投资 (亿元)



数据来源: 国家统计局, 信达证券研发中心

■ 全国铁路:固定资产投资:基本建设投资额 (亿元)

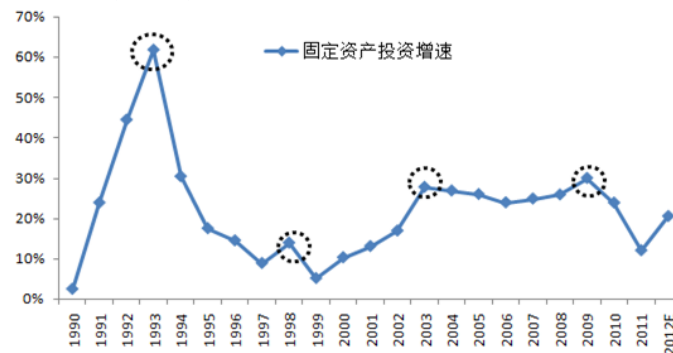


数据来源: wind, 信达证券研发中心

2013 年“建筑早周期”特性将凸显

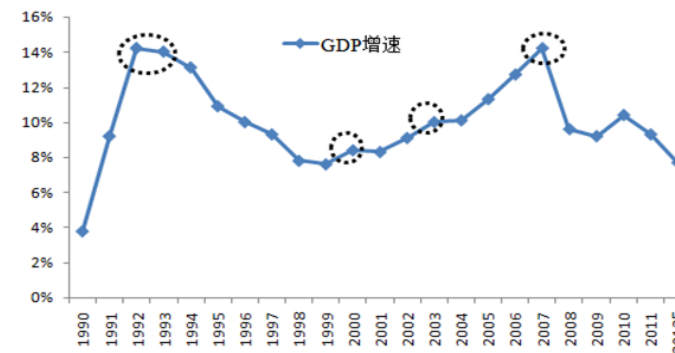
2013 年投资有望提速, 基建复苏确定性强。换届之后, 投资在短期内增速通常会加快。我们对 1990 年以来的固定资产投资增速进行统计, 不难发现在 1993 年、1998 年、2003 年和 2009 年固定资产投资增速都有明显的提升, 并且这是新一届政府执政的第一年, 加大固定资产投资、刺激经济增长成为执政首年的“必修课”。此外, 我们可以看到固定投资增速与 GDP 的拉动效果较为明显, 通常在当年或第二年就能显现出来。

图 13: 固定资产投资与政府换届的关系



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 14: GDP 增速与政府换届的关系



资料来源: wind, 信达证券研发中心

苏交科：致力于成为国内一流的工程咨询公司

全产业链造就核心竞争优势

在市场竞争日益激烈的今天，交通工程咨询公司之间的竞争不再局限于某种产品或某个环节，而是产业价值链之间的竞争，公司的核心竞争优势将体现于其对产业价值链资源的整合能力。

苏交科立足于交通工程的上游规划、勘察、设计、检测及施工阶段项目管理和监理等业务环节，深耕产业价值链，有效降低生产成本，将使其在行业内获得领先的成本优势，从而大大增强企业的抗风险能力，提升公司的核心竞争优势。主要体现在以下三个方面：第一，随着新建项目及原有项目改扩建工程的实施，交通工程咨询业务量持续增加，会给公司带来持续性的收入；第二，在公司从事的交通工程检测评估咨询业务时，积累了丰富的数据资料，为道路、桥梁等交通工程的改造业务提供了必要的支持，从而进一步确立公司的技术优势；第三，公司采取这种全产业链的运营模式，有利于提高业主方对公司的依赖程度。

图 15：交通建设产业价值链



资料来源：wind，信达证券研发中心

技术是公司持续发展的根本动力

近年来,公司凭借技术优势在工程设计咨询行业中取得了有利的竞争地位。目前,公司已拥有工程设计咨询类甲级资质 20 项,乙级资质 16 项,丙级资质 14 项;公司的科研和技术人才在国内乃至国际的交通工程咨询领域都具有一定的影响力,其中,三位专家享受国务院特殊津贴,公司副总工程师任职国际沥青路面协会(ISAP)主席。经过多年的技术积累和发展,公司在道路、桥梁的设计、试验检测、工程监理等领域逐步确立了市场优势地位。2011 年公司被国家科学技术部、国务院国资委和中华全国总工会三部门联合授予“国家创新型企业”称号。2012 年国家发改委批准组建“新型道路材料国家工程实验室”。公司通过这些科研平台的建设提升自主创新能力,先后承担了大量的国家和省级重点科研攻关、设计、试验检测和产品开发工作,获得国家和部、省级以上的成果奖励 200 余项,获得国家授权专利 79 项,一批具有国际、国内领先水平的科技成果和新材料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、苏通长江大桥等国家级、省级重点工程。

图 16: 重点工程应用--苏通大桥



资料来源: 公司网站, 信达证券研发中心

图 17: 重点工程应用--312 国道沪宁段

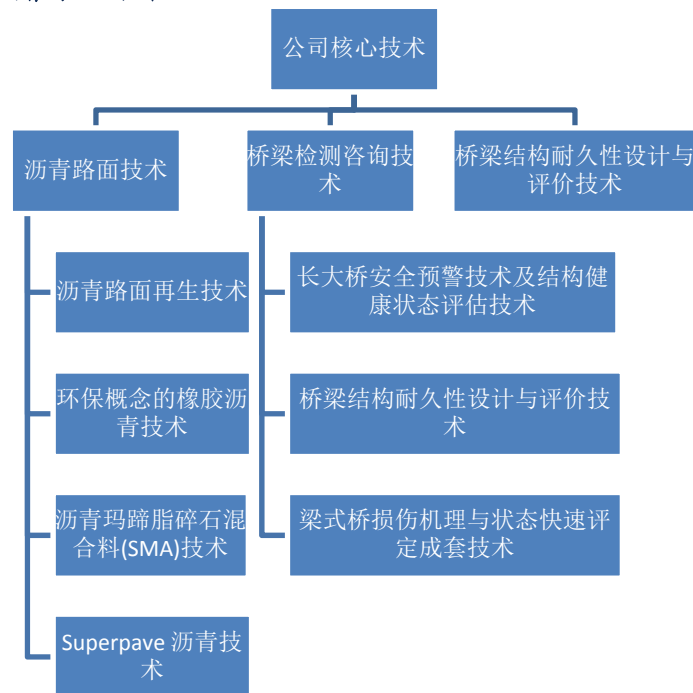


资料来源: 公司网站, 信达证券研发中心

目前,公司的核心技术主要包括: 沥青路面技术、桥梁检测咨询技术、道路、桥梁改扩建等路面技术,拥有江苏省公路运输工程实验室(省级)、长大桥梁健康检测与诊断技术交通行业重点实验室(国家级)。公司以核心技术为依托建立了公路新建工程、公路改建工程、市政工程 3 大领域多达 17 项的路面系统解决方案,为全国 17 个省份多达 10,000 余公里的高等级公路提供了技术服务和咨询工作,为业主解决了大量的工程实际问题。其中,长大桥梁健康检测与诊断技术交通行业重点实验室研究并建立我国长大桥梁结构损伤机理、健康诊断理论体系及技术标准,研究系统修复技术,为长大桥梁设计、建设等提供实施规范,确保长大桥梁运营安全,尤其是在旧桥改造过程中发挥积极作用,桥梁实验室奠定了公司长大桥梁健康检测方面的优势。公司沥青路面的技术研究积累了多项国际领先或先进的技术成果,并广泛应用于实践当中: 如在沪宁高速公路扩建工

程中，公司结合沥青路面再生技术研究成果，将沥青面层和基层的铣刨料 100%利用在扩建工程的路面结构中，取得了明显的经济和社会效益。目前，全国 20%多的沥青路面是公司给予的技术咨询方案。

图 18: 公司拥有的核心技术



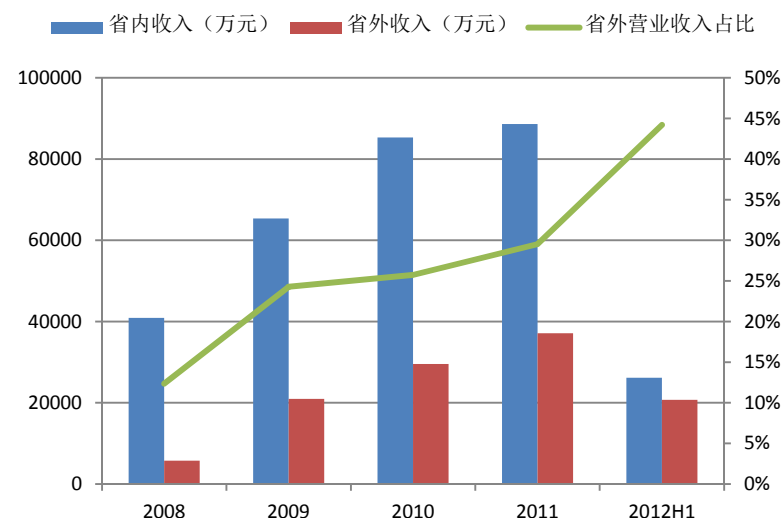
资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

外延式扩张注入新动力

近年来，公司通过开设分支机构、兼并收购等方式，在全国业务布局已见成效。2012 年上半年公司省外收入占比已达到 45%，2008 年公司省外收入占比仅为 12.75%。由此可见，公司通过外延式扩张为自身的发展注入了新动力。

2012 年 7 月公司并购杭州华龙交通勘察设计有限公司，华龙在浙江周边及隧道领域经验丰富，有助于公司在浙江和隧道领域开拓市场；2013 年 1 月公司拟使用募资金人民币 2041.20 万元及自有资金人民币 510.30 万元（合计人民币 2551.5 万元）收购甘肃科地工程咨询有限责任公司 70% 股权。公司通过兼并收购实现业务地域范围扩大化，实现工程咨询服务产品多样化，双方优势资源得以优化、整合和互补，发挥协同效应，提升公司的核心竞争力。

图 19: 公司省外收入占比持续升高



资料来源: 公司网站, 信达证券研发中心

图 20: 公司在国内的分支机构情况



资料来源: 公司网站, 信达证券研发中心

值得一提的是, 公司上市之初超募资金为 5.67 亿元, 经过 2012 年及 2013 年提前偿还银行借款、临时补充流动资金, 兼并收购之后, 公司超募资金仍有约 2.3 亿元, 这为公司后续外延式扩张提供了强有力的支持, 同时, 我们预计积极进取的管理层未来规划的重点之一仍然是外延式扩张。

表 3: 公司部分超募资金使用用途

日期	金额 (万元)	主要用途
2012 年 3 月	11000	提前偿还银行贷款
2012 年 6 月	17000	用于临时补充流动资金, 不超过六个月
2012 年 7 月	3636	收购杭州华龙交通勘察设计有限公司 70% 股权
2013 年 1 月	2041	收购甘肃科地工程咨询有限责任公司 70% 股权

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

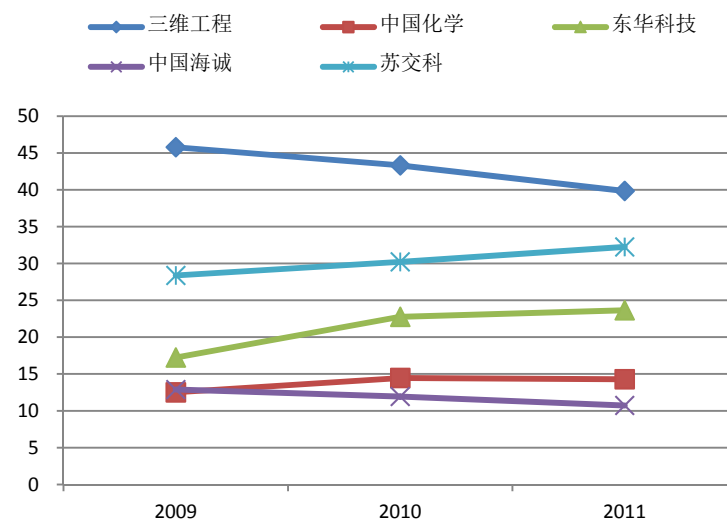
公司财务指标分析

业务结构调整, 盈利能力提升

2013 年 1 月份公司发布业绩预告称, 2012 年公司实现净利润较去年同期增长 0-10% 之间, 业绩稳步增长主要是由于工程咨询业务加大市场拓展力度, 同时公司针对工程总承包项目业务进行了有选择性的承接。公司业务结构的调整直接促使毛利率稳步提升。2012 年前三季度公司毛利率已达到 37.47%, 2011 年公司毛利率为 32.24%。由于工程咨询业务技术含量较高, 自然会享

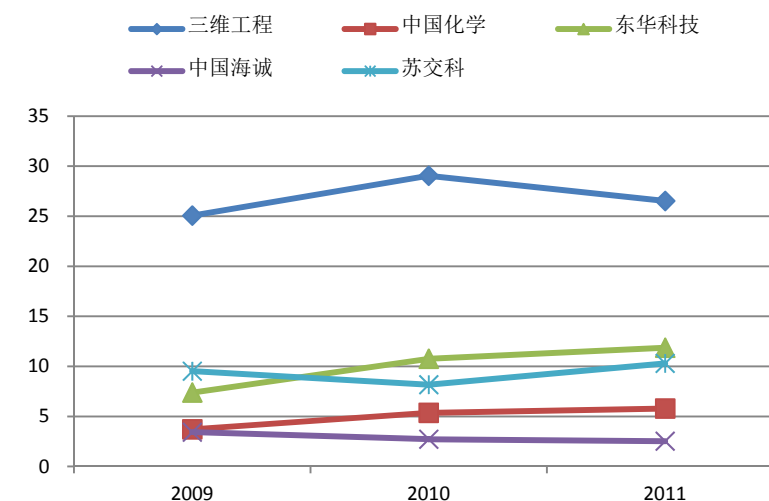
受到较高的毛利率水平,同时净利润率也随之进一步提升。2012年前三季度公司实现净利润率12.56%,2011年公司净利润率为10.3%,与其他相关上市公司相比,公司净利润率处于中等水平。总体来看,由于公司业务结构的调整,盈利能力进一步得到提升。一直以来,公司致力于成为国内一流的工程咨询公司,基于此战略目标我们认为,公司仍会将主要精力放在工程咨询业务上,这也是公司盈利能力得以提升的根本所在。

图 21: 部分相关上市公司毛利率水平 (%)



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 22: 部分相关上市公司净利润率水平 (%)

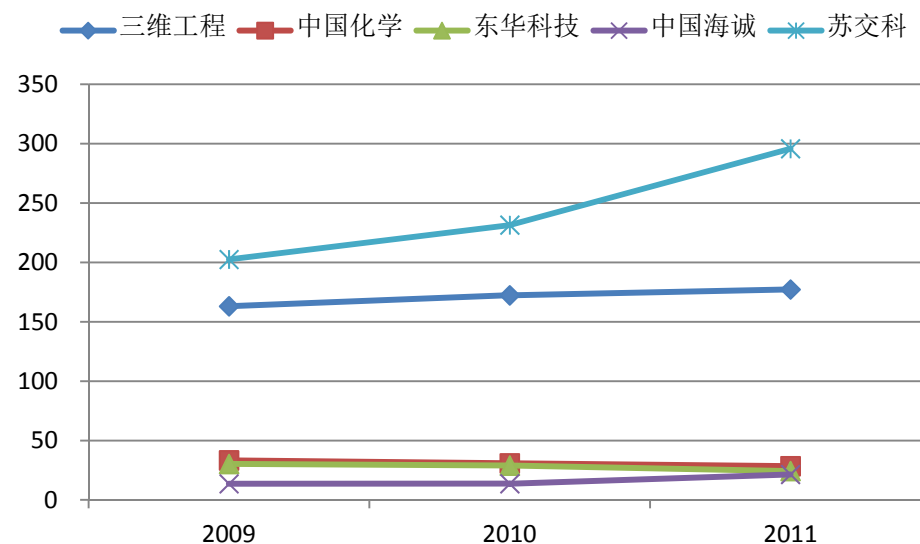


资料来源: wind, 信达证券研发中心

应收账款大幅增加

2012年前三季度公司应收账款达到14.45亿元,其中,9亿元为工程咨询业务,5亿元为工程总包业务,三季度资产减值损失2705万元。与其他相关上市公司相比,公司应收账款周转天数明显高于其他公司。我们认为,对于上市公司而言,上市之后业务量增加是必然趋势,因此公司应收账款增加是正常现象。一般情况下,2年内的应收账款占比超过90%是正常现象,因为公司工程咨询业务的特点,项目结款一般都要超过1年。但值得一提的是,应收账款大幅增加势必会增加坏账计提数额,虽然不会成为坏账,但会影响当期净利润。

图 23: 部分相关上市公司应收账款周转天数情况



资料来源: wind 信达证券研发中心

相关假设及盈利预测

2013 年 1 月份公司发布业绩预告称, 2012 年公司实现净利润较去年同期增长 0-10%之间, 业绩稳步增长主要是由于工程咨询业务加大市场拓展力度。由于业务结构的调整, 之前增收不增利的工程总承包业务占比相对变小, 这使得公司营业收入较去年同期有所下降。

我们假设 2013-2014 年在新型城镇化的推动作用, 国内固定资产投资规模进一步扩大, 铁路、公路投资出现恢复性增长, 轨道交通投资力度进一步加大, 作为建筑早周期的交通工程咨询业务量将增多, 公司承接的订单量也将有所增多。

假设刚刚收购的甘肃科地暂不对公司业绩构成影响。

我们假设 2012 年-2014 年公司实现营业收入同比增速分别为-17.92%、19.01%和 39.07%, 综合毛利率分别为 35.71%、36.11%和 34.55%。工程咨询业务及工程总承包业务拆分的收入规模、增长率及毛利率假设如下表。

表 4: 部分财务指标假设情况 (单位: 百万元)

项目/年度	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	1148.67	1267.04	1040.78	1238.61	1722.53
增长率 YoY%	33.03	10.31	-17.92	19.01	39.07
其中: 工程咨询业务(百万元)	717.15	922.27	948.89	1138.67	1480.27

增长率 YoY%	38.76	28.60	2.89	20.00	30.00
毛利率%	39.45	39.02	37.73	37.97	37.83
工程承包业务（百万元）	431.16	344.77	91.11	99.01	240.97
增长率 YoY%	24.86	-20.04	-73.57	8.68	143.37
毛利率%	14.85	14.05	14.69	14.75	14.43

资料来源：wind，信达证券研发中心

我们预测公司 2012 至 2014 年营业收入分别为 10.4 亿元、12.39 亿元和 17.23 亿元，归属母公司的净利润分别为 1.39 亿元、1.78 亿元和 2.39 亿元，对应 EPS 分别为 0.58 元，0.74 元和 1.00 元。

相对估值：市盈率模型

我们采用市盈率（P/E）模型对公司进行估值。公司主营业务为交通工程咨询业务，属于建筑早周期行业，因此我们以 A 股装饰行业上市公司中国海诚、中国化学、三维工程和东华科技为参照样本，得出样本 2012 年平均静态市盈率约 25 倍，2013 年平均动态市盈率约 18 倍。考虑到交通工程咨询的具有较高的技术含量，以及公司成长性较好等因素，我们按照公司 2013 年每股收益 0.74 元，给予公司行业 18 倍动态市盈率较为合理，对应的合理估值区间为 13.3-14.8 元。

表 5：同行业可比上市估值对比（2013 年 1 月 30 日）

股票名称	股票代码	销售毛利率%	销售净利率%	每股收益		市盈率	
				2012E	2013E	2012E	2013E
601117	中国化学	12.92	5.74	0.66	0.85	11.43	8.87
002140	东华科技	19.80	10.31	0.81	1.11	29.66	21.68
002116	中国海诚	9.35	2.67	0.61	0.83	22.41	16.41
002469	三维工程	34.75	22.23	0.61	0.82	37.91	27.98
平均值						25.35	18.73
300284	苏交科	35.71	13.55	0.58	0.74	17.95	14.07

数据来源：wind 信达证券研发中心，其中中国化学、东华科技、中国海诚和三维工程每股收益取自 wind 预测平均值

综合估值与投资评级

我们预测公司 2012 至 2014 年营业收入分别为 10.4 亿元、12.39 亿元和 17.23 亿元，归属母公司的净利润分别为 1.39 亿元、1.78 亿元和 2.39 亿元，对应 EPS 分别为 0.58 元，0.74 元和 1.00 元。我们按照公司 2013 年每股收益 0.74 元，给予公司行业 18-20 倍市盈率较为合理，对应合理估值区间为 13.3-14.8 元。首次给予公司“买入”评级。

风险因素

- 1、应收账款回收风险。若未来经济不景气，业主拖延交款时间，公司回款时间将延长，或有违约风险。
- 2、海外业务风险。海外项目存在着潜在的政治风险、经济风险、管理风险等。
- 3、固定资产投资增速下滑，公司新签订单量低于预期。
- 4、收购标的业绩不佳。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	1,130.35	2,419.10	2,440.31	2,584.70	2,967.82
货币资金	186.85	1,142.21	1,383.39	1,459.23	1,504.90
应收票据	1.06	1.93	1.04	1.23	1.72
应收账款	880.63	1,202.89	988.74	1,052.81	1,378.02
预付账款	16.13	21.33	16.73	19.78	28.18
存货	5.76	7.03	6.69	7.91	11.27
其他	39.91	43.72	43.72	43.72	43.72
非流动资产	210.25	237.15	236.61	310.62	324.10
长期投资	26.00	25.38	25.38	25.38	25.38
固定资产	148.64	154.09	140.95	198.23	198.09
无形资产	13.53	13.21	21.18	29.08	31.54
其他	22.07	44.47	49.09	57.93	69.09
资产总计	1,340.60	2,656.25	2,676.92	2,895.32	3,291.92
流动负债	789.85	1,337.95	1,219.59	1,259.28	1,416.05
短期借款	150.25	420.65	420.65	420.65	420.65
应付账款	303.81	402.80	301.09	332.36	450.96
其他	335.80	514.50	497.85	506.26	544.44
非流动负债	117.38	8.64	8.64	8.64	8.64
长期借款	107.32	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	10.06	8.64	8.64	8.64	8.64
负债合计	907.23	1,346.59	1,228.23	1,267.92	1,424.70
少数股东权益	2.20	0.95	-0.39	-2.10	-4.41
归属母公司股东权益	431.17	1,308.71	1,449.07	1,629.51	1,871.63
负债和股东权益	1340.60	2656.25	2676.92	2895.32	3291.92

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1,148.67	1,267.98	1,040.78	1,238.61	1,722.53
同比(%)	33.03%	10.39%	-17.92%	19.01%	39.07%
归属母公司净利润	94.91	131.81	139.03	178.72	239.82
同比(%)	16.98%	38.88%	5.47%	28.55%	34.19%
毛利率(%)	30.21%	32.24%	35.71%	36.11%	34.55%
ROE (%)	24.74%	15.15%	10.09%	11.63%	13.73%
每股收益(元)	0.40	0.55	0.58	0.74	1.00
P/E	28.37	20.43	19.37	15.07	11.23
P/B	6.25	2.06	1.86	1.66	1.44
EV/EBITDA	13.40	14.50	14.44	11.85	9.20

利润表

单位:百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1,148.67	1,267.98	1,040.78	1,238.61	1,722.53
营业成本	801.62	859.18	669.09	791.34	1,127.39
营业税金及附加	40.58	49.63	46.83	55.74	72.35
营业费用	40.69	40.50	47.88	56.98	68.90
管理费用	90.94	114.39	99.91	118.91	155.03
财务费用	10.91	10.68	-20.30	-30.54	-33.23
资产减值损失	46.32	38.55	33.36	35.52	46.49
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.16	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	117.76	155.05	164.01	210.66	285.60
营业外收入	9.04	2.99	4.01	5.35	4.12
营业外支出	0.80	1.40	0.51	0.69	0.77
利润总额	126.00	156.64	167.50	215.32	288.94
所得税	32.18	26.08	28.48	36.61	49.12
净利润	93.82	130.56	139.03	178.72	239.82
少数股东损益	-1.09	-1.25	-1.34	-1.72	-2.30
归属母公司净利润	94.91	131.81	140.36	180.44	242.12
EBITDA	169.93	222.34	223.22	272.10	350.46
EPS (摊薄)	0.40	0.55	0.58	0.75	1.01

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	34.81	-5.12	289.87	199.49	112.23
净利润	93.82	130.56	139.03	178.72	239.82
折旧摊销	20.51	24.62	24.16	25.22	29.97
财务费用	23.42	41.09	31.55	31.55	31.55
投资损失	投资损	-0.16	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-142.46	-218.64	68.27	-64.39	-227.16
其它	39.67	17.26	26.87	28.39	38.05
投资活动现金流	-42.69	-28.85	-20.88	-92.10	-35.01
资本支出	-28.60	-29.47	-20.88	-92.10	-35.01
长期投资	-0.09	4.27	0.00	0.00	0.00
其他	-14.00	-3.65	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	17.25	986.12	-31.55	-31.55	-31.55
吸收投资	0.00	750.20	0.00	0.00	0.00
借款	106.75	270.40	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	75.15	29.30	31.55	31.55	31.55
现金净增加额	9.35	952.22	237.45	75.84	45.67

建筑与工程行业小组简介

关健鑫，经济学硕士，证券从业 5 年，曾就职于政府部门、民族证券研究发展中心等机构，获得过 2010 年度“天眼”中国证券分析师金属与采矿行业第三名，2011 年度“天眼”中国证券分析师行业盈利预测最准确分析师第三名。目前主要负责非金属材料、建筑与工程行业研究，坚持独立、客观、有针对性的研究风格，挖掘潜在的投资价值。目前，主要覆盖公司包括围海股份、中国玻纤等。

方光照，上海财经大学金融学硕士，2012 年 2 月加盟信达证券研发中心，现从事建筑与工程行业研究。

重点覆盖公司

亚泰集团（600881）	冀东水泥（000401）	海螺水泥（600585）	嘉寓股份（300117）
海螺型材（000619）	中国玻纤（600176）	北新建材（000786）	中国海诚（002116）
围海股份（002586）	东方园林（002310）	江河幕墙（601886）	苏文科（300284）
东方雨虹（002271）	太空板业（300344）	纳川股份（300198）	开尔新材（300234）

机构销售联系人

姓名	电话	手机	邮箱
袁泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
张华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
单丹	010-63081079	18611990152	shandan@cindasc.com
文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
徐吉炉	021-63570071	18602104801	xujilu@cindasc.com
刘晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上； 增持 ：股价相对强于基准 5% ~ 20%； 持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间； 卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	看好 ：行业指数超越基准； 中性 ：行业指数与基准基本持平； 看淡 ：行业指数弱于基准。

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。