

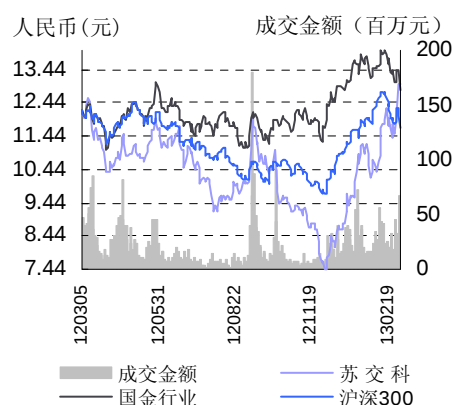
苏交科(300284.SZ) 建筑施工行业

评级：增持 维持评级
业绩点评

市价(人民币)：12.99元

苏交科 2012 年报业绩及股权激励点评
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)	132.42
总市值(百万元)	31.18
年内股价最高最低(元)	12.99/7.44
沪深 300 指数	2622.81


公司基本情况(人民币)

项 目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	0.549	0.589	0.771	1.000	1.246
每股净资产(元)	5.45	5.84	6.48	7.16	8.28
每股经营性现金流(元)	-0.02	0.38	1.16	0.89	1.16
市盈率(倍)	N/A	16.32	16.85	12.99	10.42
行业优化市盈率(倍)	12.34	18.36	18.29	18.29	18.29
净利润增长率(%)	38.88%	7.19%	30.94%	29.75%	24.60%
净资产收益率(%)	10.07%	10.08%	11.89%	13.97%	15.06%
总股本(百万股)	240.00	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

- 2012 年报：公司实现营业收入 11.79 亿元，相比上年同期减少 7.02%，实现归属于上市公司股东净利润 1.41 亿元，相比上年同期增长 7.19%，按期末股本摊薄后每股收益为 0.59 元。2012 年度利润分配的预案为：以现有总股本 240,000,000.00 股为基数，向公司全体股东按每 10 股派发现金红利 2.00 元（含税）。
- 2013 年一季报业绩预告：归属于上市公司股东的净利润在 2117.82-2521.21 万元，相比上年同期增长 5%-25%。
- 公司公布股权激励草案：拟向公司董事、中高级管理人员与业务骨干人员及部分子公司负责人授予 775.5 万份股票期权，行权价格为 12.99 元，行权条件为未来三年净利润相比 2012 年增长不低于 25%、50%和 80%。

公司经营概况

- 收入增速略有下降，净利润保持增长：报告期内，公司调整了其业务结构，使得公司整体营业收入增速略有下滑；但由于工程咨询业务盈利能力较高，所以报告期内公司净利润仍保持增长。公司预告 2013 年一季度归属于上市公司股东净利润相比上年同期增速在 5%-25%，保持着稳健增长。
- 公司毛利率、净利率、期间费用率有所上升：报告期内，由于公司适当调整了业务结构，毛利率以及净利率有了比较明显的上升，其中，公司毛利率上涨 4.59 个百分点为 36.83%，净利率上涨 1.79 个百分点为 12.09%。公司期间费用率为 14.99%，相比上年同期增长 1.93 个百分点。
- 公司年底回款加快，收现比提升明显：行业特点决定公司一般在四季度会加快回款进度，业主也倾向在年底前支付款项，公司收现比指标相比前三季度和去年同期有了较明显的提升。报告期内，公司净经营性现金流也由负转正，印证了公司回款的加快。
- 公司省外业务快速拓展：报告期内，公司江苏省内营业收入相比上年同期下降 20.19%，公司省外业务营业收入上涨 13%，省外业务对于公司未来拓展将起到至关重要的作用。

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

看好公司未来发展

- **立足主业，多领域拓展：**公司立足于交通建设工程价值链的上游规划、勘察、设计及施工阶段项目管理和监理业务，业务领域由原来以公路为主，逐步向市政、水运、轨道等多领域拓展。我们在年度策略中已经做过预测，今年基建大环境要好于去年，这为公司未来业务发展提供了广阔的市场空间。经济周期的好转以及新政治周期的开启，都将正向驱动公司业务快速增长。
- **并购合作，拓展新市场：**报告期内，公司积极开展并购和合作，拓展新市场。并购基于两方面考虑，或者提升自身技术实力，如并购杭州华龙，或者通过并购开辟新的市场，如并购甘肃科地。此外，公司与实力较强的工程建筑类公司展开合作，如与中水电合作成立中水电南京工程勘察设计有限公司共同拓展市场，达到优势互补的目的，未来通过与更多优质资源的合作，推动公司逐步做大做强。
- **股权激励，推动内生性增长：**公司公告了股权激励草案，拟向公司董事、中高级管理人员与业务骨干人员及部分子公司负责人授予 775.5 万份股票期权，行权价格为 12.99 元，行权条件为未来三年净利润相比 2012 年增长不低于 25%、50%和 80%。此次股权激励不仅表明公司对于未来业务发展的信心，而且使公司管理人员与公司股东利益达成一致，进一步发挥出管理效率，推动公司未来的内生性增长。

投资建议

- 短期，我们认为 2013 年建筑行业大环境要好于 2012 年，作为建筑行业难得的“早周期”品种，必将率先受益行业整体的景气企稳；从调研情况来看，去年年中出现订单放缓的情况已经大为好转，这将从源头推动公司后续的快速发展；长期，公司对外并购合作，多领域发展，对内股权激励，提升效率，内生性增长。
- 预计公司 2013-2015 年 EPS 为 0.77、1.00、1.25 元，分别对应 17、13、10 倍估值水平，给予“增持”评级。

风险提示

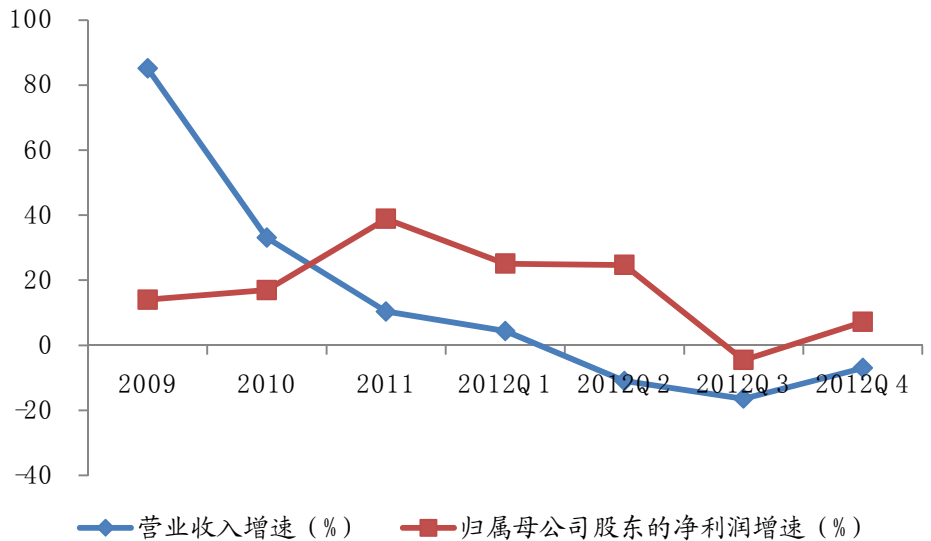
- 基建投资增速低于预期
- 业主回款进度低于预期

报告期公司经营概况

收入增速略有下降，净利润保持增长

- 报告期内，公司调整了其业务结构，更加注重主营工程咨询业务发展，随着新沂项目施工完成，公司在报告期内承包的工程项目数量有所下降，使得公司整体营业收入增速略有下滑；但由于工程咨询业务盈利能力较高，所以报告期内公司净利润仍保持增长。
- 公司预告 2013 年一季度归属于上市公司股东净利润相比上年同期增速在 5%-25%，保持着稳健增长。

图表1：公司收入增速略有下滑，净利润保持增长

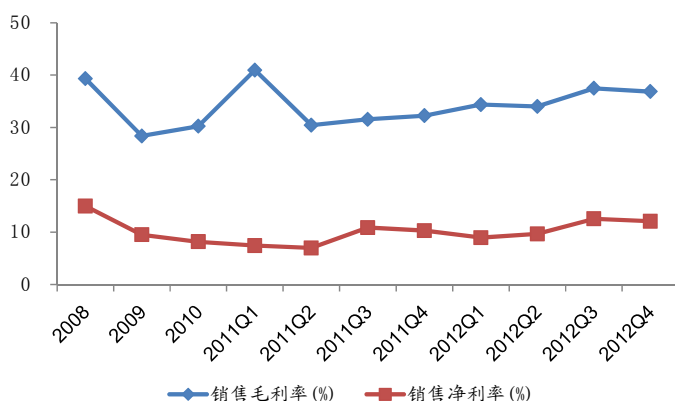


来源：公司公告 国金证券研究所

公司毛利率、净利率、期间费用率有所上升

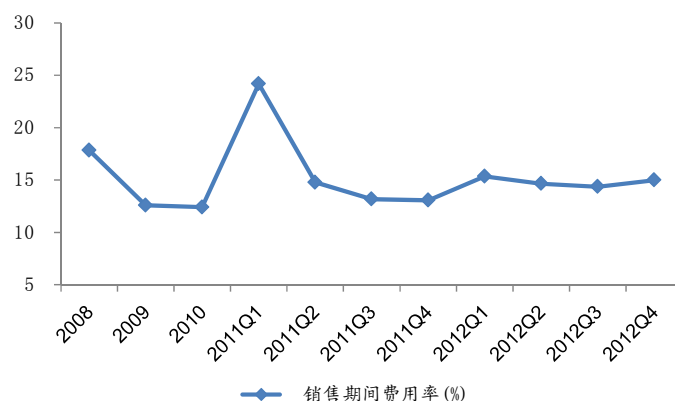
- 报告期内，由于公司适当调整了业务结构，毛利率以及净利率有了比较明显的上升，其中，公司毛利率上涨 4.59 个百分点为 36.83%，净利率上涨 1.79 个百分点为 12.09%。
- 报告期内，公司期间费用率为 14.99%，相比上年同期增长 1.93 个百分点。分结构来看，由于增设了海外事业部，公司销售费用率相比上年同期上涨 0.67 个百分点为 3.86%，由于薪酬和内部研发投入增加，公司管理费用率相比上年同期上涨 2.12 个百分点为 11.14%，由于公司上市募集资金等原因，公司财务费用率相比上年同期下降 0.85 个百分点，为-0.01%。
- 报告期内，由于公司业务特点，应收账款仍在继续增加，其中，工程咨询业务应收账款价值 101,132.06 万元，工程承包业务应收账款价值 36,412.23 万元，受此影响，报告期内公司资产减值损失占收入比例相比上年同期上涨 1.21 个百分点为 4.25%。

图表2：公司毛利率、净利率上升明显



来源：公司公告 国金证券研究所

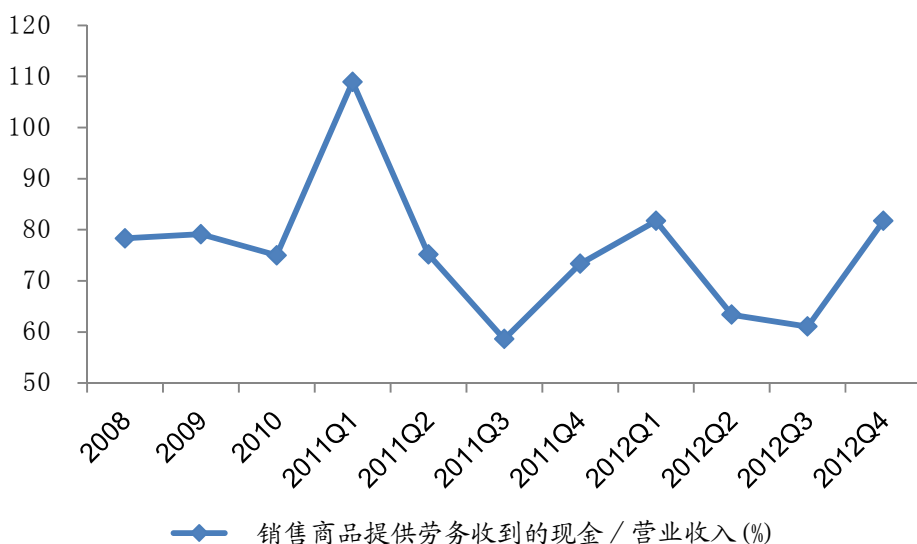
图表3：公司期间费用率有所上升



公司年底回款加快，收现比提升明显

- 行业特点决定公司一般在四季度会加快回款进度，业主也倾向在年底前支付款项，公司收现比指标相比前三季度和去年同期有了较明显的提升。报告期内，公司净经营性现金流也由负转正，印证了公司回款的加快。

图表4：公司收现比指标提升

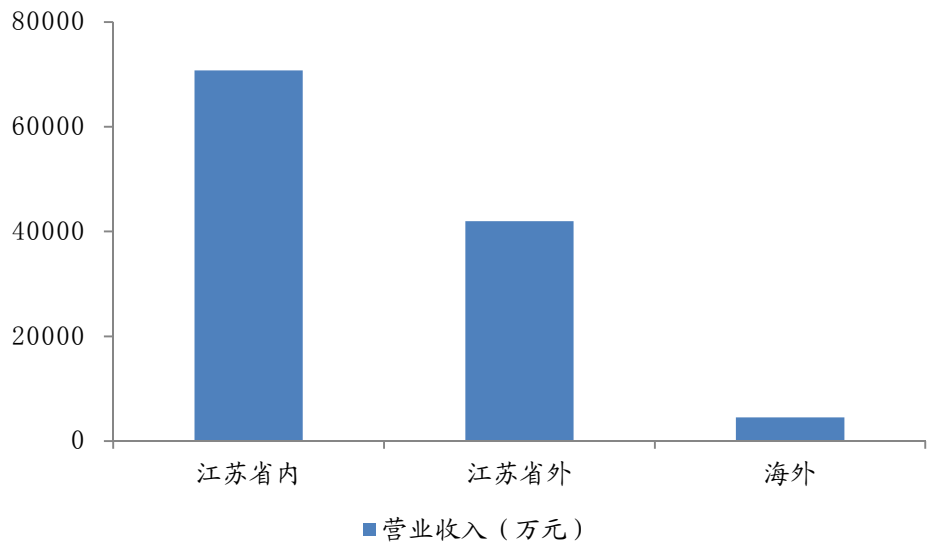


来源：公司公告 国金证券研究所

公司省外业务快速拓展

- 报告期内，公司江苏省内营业收入相比上年同期下降 20.19%，公司省外业务营业收入上涨 13%，省外业务对于公司未来拓展将起到至关重要的作用。

图表5: 公司在江苏省内、江苏省外以及海外业务体量



来源: 公司公告 国金证券研究所

看好公司未来发展

立足主业，多领域拓展

- 公司立足于交通建设工程价值链的上游规划、勘察、设计及施工阶段项目管理和监理业务，业务领域由原来以公路为主，逐步向市政、水运、轨道等多领域拓展。公司目前在美国《工程新闻纪录》(ENR)与建筑时报组织的 2012 年度中国工程设计企业 60 强评选中公司位列第 36 位，已经成为国内一流的工程咨询公司。
- 我们在年度策略中已经做过预测，今年基建大环境要好于去年，这为公司未来业务发展提供了广阔的市场空间。经济周期的好转以及新政治周期的开启，都将正向驱动公司业务快速增长。

并购合作，拓展新市场

- 报告期内，公司积极开展并购和合作，拓展新市场。并购基于两方面考虑，或者提升自身技术实力，如并购杭州华龙，或者通过并购开辟新的市场，如并购甘肃科地。
- 此外，公司与实力较强的工程建筑类公司展开合作，如与中水电合作成立中水电南京工程勘察设计有限公司共同拓展市场，达到资源优势互补的目的，未来通过与更多优质资源的合作，推动公司逐步做大做强。

股权激励，推动内生性增长

- 年报发布同时，公司公告了股权激励草案，拟向公司董事、中高级管理人员与业务骨干人员及部分子公司负责人授予 775.5 万份股票期权，行权价格为 12.99 元，行权条件为未来三年净利润相比 2012 年增长不低于 25%、50%和 80%。
- 此次股权激励不仅表明公司对于未来业务发展的信心，而且使公司管理人员与公司股东利益达成一致，进一步发挥出管理效率，推动公司未来的内生性增长。

投资建议

- 短期，我们认为 2013 年建筑行业大环境要好于 2012 年，作为建筑行业难得的“早周期”品种，必将率先受益行业整体的景气企稳；从调研情况来看，去年年中出现订单放缓的情况已经大为好转，这将从源头推动公司后

续的快速发展；长期，公司对外并购合作，多领域发展，对内股权激励，提升效率，内生性增长。

- 预计公司 2013-2015 年 EPS 为 0.77、1.00、1.25 元，分别对应 17、13、10 倍估值水平，给予“增持”评级。

风险提示

- 基建投资增速低于预期
- 业主回款进度低于预期

图表6：三张报表

损益表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	1,149	1,268	1,179	1,508	1,871	2,244
增长率		10.4%	-7.0%	27.9%	24.1%	20.0%
主营业务成本	-802	-859	-745	-934	-1,157	-1,388
% 销售收入	69.8%	67.8%	63.2%	62.0%	61.8%	61.8%
毛利	347	409	434	573	714	856
% 销售收入	30.2%	32.2%	36.8%	38.0%	38.2%	38.2%
营业税金及附加	-41	-50	-42	-54	-67	-81
% 销售收入	3.5%	3.9%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%
营业费用	-41	-41	-45	-59	-73	-88
% 销售收入	3.5%	3.2%	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%
管理费用	-91	-114	-131	-166	-206	-247
% 销售收入	7.9%	9.0%	11.1%	11.0%	11.0%	11.0%
息税前利润 (EBIT)	175	204	215	294	368	441
% 销售收入	15.2%	16.1%	18.3%	19.5%	19.7%	19.7%
财务费用	-11	-11	0	-22	-23	-28
% 销售收入	0.9%	0.8%	0.0%	1.5%	1.2%	1.2%
资产减值损失	-46	-39	-50	-55	-62	-60
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	118	155	165	217	283	354
营业利润率	10.3%	12.2%	14.0%	14.4%	15.1%	15.8%
营业外收支	8	2	4	3	3	3
税前利润	126	157	170	220	286	357
利润率	11.0%	12.4%	14.4%	14.6%	15.3%	15.9%
所得税	-32	-26	-27	-33	-43	-53
所得税率	25.5%	16.6%	15.9%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	94	131	143	187	243	303
少数股东损益	-1	-1	1	2	3	4
归属于母公司的净：	95	132	141	185	240	299
净利率	8.3%	10.4%	12.0%	12.3%	12.8%	13.3%
现金流量表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	0	131	143	187	243	303
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	0	63	79	84	93	93
非经营收益	0	22	27	84	42	50
营运资金变动	0	-221	-159	-75	-165	-168
经营活动现金净流	0	-5	90	280	212	278
资本开支	-29	-29	-76	22	-16	-17
投资	-14	1	-110	-1	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-43	-29	-185	21	-16	-17
股权募资	0	750	21	0	-46	0
债权募资	107	270	49	39	100	151
其他	-90	-34	-90	-40	-76	-84
筹资活动现金净流	17	986	-19	-1	-22	67
现金净流量	-25	952	-114	299	175	328
资产负债表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	187	1,142	1,026	1,325	1,499	1,827
应收款项	922	1,249	1,423	1,636	1,981	2,340
存货	6	7	7	8	10	12
其他流动资产	16	21	39	49	60	71
流动资产	1,130	2,419	2,494	3,018	3,551	4,251
% 总资产	84.3%	91.1%	86.5%	91.1%	92.6%	94.0%
长期投资	26	25	115	116	115	115
固定资产	149	154	155	143	129	113
% 总资产	11.1%	5.8%	5.4%	4.3%	3.4%	2.5%
无形资产	21	23	73	35	39	42
非流动资产	210	237	391	296	284	271
% 总资产	15.7%	8.9%	13.5%	8.9%	7.4%	6.0%
资产总计	1,341	2,656	2,885	3,314	3,835	4,522
短期借款	150	531	580	630	730	880
应付款项	446	551	600	735	910	1,092
其他流动负债	194	257	267	366	446	529
流动负债	790	1,338	1,446	1,731	2,086	2,501
长期贷款	107	0	0	0	0	1
其他长期负债	10	9	11	0	0	0
负债	907	1,347	1,458	1,731	2,086	2,502
普通股股东权益	431	1,309	1,402	1,556	1,718	1,986
少数股东权益	2	1	25	27	30	34
负债股东权益合计	1,341	2,656	2,885	3,314	3,835	4,522
比率分析						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
每股指标						
每股收益	0.527	0.549	0.589	0.771	1.000	1.246
每股净资产	2.395	5.453	5.842	6.481	7.160	8.276
每股经营现金净流	0.193	-0.021	0.375	1.165	0.885	1.159
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	22.01%	10.07%	10.08%	11.89%	13.97%	15.06%
总资产收益率	7.08%	4.96%	4.90%	5.58%	6.26%	6.61%
投入资本收益率	18.84%	9.25%	9.01%	11.31%	12.62%	12.92%
增长率						
主营业务收入增长率	33.03%	10.39%	-7.02%	27.88%	24.06%	19.95%
EBIT 增长率	63.14%	16.84%	5.34%	36.82%	24.95%	19.89%
净利润增长率	16.98%	38.88%	7.19%	30.94%	29.75%	24.60%
总资产增长率	32.17%	98.14%	8.60%	14.87%	15.72%	17.93%
资产管理能力						
应收账款周转天数	234.7	299.9	399.1	395.0	395.0	395.0
存货周转天数	2.2	2.7	3.4	3.2	3.2	3.2
应付账款周转天数	117.4	150.1	212.8	220.0	220.0	220.0
固定资产周转天数	47.2	44.4	47.4	33.9	24.5	17.9
偿债能力						
净负债/股东权益	16.32%	-46.70%	-31.23%	-43.91%	-44.01%	-46.85%
EBIT 利息保障倍数	16.0	19.1	-2,262.3	13.4	16.0	16.0
资产负债率	67.67%	50.70%	50.52%	52.24%	54.40%	55.32%

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	二个月内	三月内	六月内
买入	0	1	4	5	5
增持	0	4	5	5	8
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.80	1.64	1.58	1.59

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
2 2012-08-21	增持	10.10	N/A
3 2012-10-25	增持	9.40	N/A
4 2013-01-15	增持	11.12	N/A

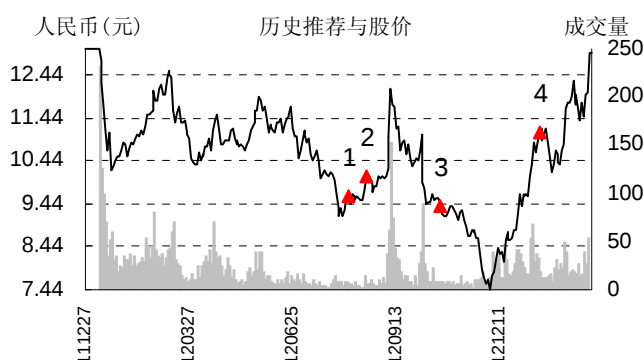
来源：国金证券研究所

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为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

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B