



Research and  
Development Center

# 苏交科：2013 年伊始，公司显现良好势头

—— 苏交科（300284）调研报告

2013 年 04 月 10 日

关健鑫  
建筑建材行业分析师

## 证券研究报告

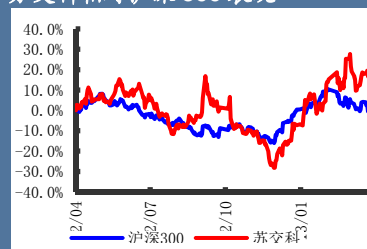
### 公司研究——调研报告

#### 苏文科 (300284.sz)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级 买入 2013. 3. 6

#### 苏文科相对沪深 300 表现



资料来源: 信达证券研发中心

#### 公司主要数据 (2013. 4. 9)

收盘价 (元)	12.89
52 周内股价 波动区间(元)	7.22-13.54
最近一月涨跌幅 (%)	4.37
总股本(亿股)	2.40
流通 A 股比例 (%)	60.92
总市值(亿元)	30.94

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:

fanguangzhao@cindasc.com

#### 相关研究

《12 年业绩符合预期, 13 年业绩增长有看点》2013.3

《苏文科 (300284): 立足交通工程咨询, 外延扩张加速前行》2013.1

## 2013 年伊始, 公司显现良好势头

### 苏文科调研报告

2013 年 04 月 10 日

目标价: 14.8 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。
- ◆ 2013 年伊始, 公司显现良好发展势头: 随着政府换届完成, 新项目招投标活动陆续开始, 公司一季度新签订单量要大大好于去年同期, 我们认为 2013 年公司显现了良好的发展势头, 全年新签订单量预计大大好于去年。
- ◆ 公司股权激励彰显管理层信心。公司推出股权激励, 其中首次行权价格为 12.99 元, 我们认为, 行权价格定在了当时历史高位, 也进一步彰显出管理层对公司未来发展的充分信心, 同时将助推管理层改善管理, 提升业绩。总体来看, 股权激励行权标准可达到性较高。
- ◆ 外延式扩张注入新动力: 2012 年公司省外收入占比已达到 60%, 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 2013 至 2015 年营业收入分别为 14.26 亿元、17.21 亿元和 20.99 亿元, 归属母公司的净利润分别为 1.77 亿元、2.40 亿元和 3.01 亿元, 对应 EPS 分别为 0.74 元, 1.00 元和 1.25 元。我们按照公司 2013 年每股收益 0.74 元, 给予公司行业 20 倍市盈率较为合理, 对应目标价 14.8 元。维持“买入”评级。

#### 公司报告首页财务数据

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
主营业务收入(百万元)	1,267.98	1,179.03	1,425.68	1,720.82	2,099.40
增长率 YoY %	10.39	-7.02	20.92	20.70	22.00
净利润(百万元)	131.81	141.30	177.07	240.08	300.56
增长率 YoY %	38.88	7.19	25.32	35.58	25.19

毛利率%	32.24	36.83	36.71	36.95	36.95
净资产收益率 ROE%	15.15	10.43	11.88	14.13	15.26
每股收益 EPS(元)	0.55	0.59	0.74	1.00	1.25
市场一致预期 EPS(元)	0.55	0.59	0.75	0.95	1.18
市盈率 P/E(倍)	23	22	17	13	10
市净率 P/B(倍)	2.4	2.2	2.0	1.7	1.5

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测 注: 股价为 2013 年 4 月 9 日收盘价

## 目 录

投资聚焦 .....	1
新型城镇化催生交通工程咨询市场巨大空间 .....	3
交通工程咨询行业迎发展契机 .....	3
2013 年“建筑早周期”特性将凸显 .....	4
城市轨道交通：2013 年“超速”前进 .....	4
公路建设：西部地区仍具有广阔市场空间 .....	6
苏交科：2013 年伊始，公司显现良好发展势头 .....	7
2013 年一季度公司新签订单好于去年同期 .....	7
公司轨道交通及市政业务成为新增长点 .....	9
公司推出股权激励，彰显管理层信心 .....	9
外延式扩张为公司注入新动力 .....	9
盈利预测及估值评级 .....	11
相关假设及盈利预测 .....	11
相对估值：市盈率模型 .....	11
综合估值与投资评级 .....	11
风险因素 .....	12

## 图 目 录

图 1：中国城市化率稳步提升 .....	3
图 2：2006-2012 年我国交通固定资产投资额 .....	3
图 3：固定资产投资与政府换届的关系 .....	4
图 4：GDP 增速与政府换届的关系 .....	4
图 5：1995-2012 国内轨道交通开通运营里程数 .....	5
图 6：全国公路建设投资增速趋稳 .....	6
图 7：西部公路建设投资增速率先回升 .....	6
图 8：西部省份单位面积公路里程较低 .....	7
图 9：2008-2012 公司营业收入及增速情况 .....	8
图 10：2008-2012 公司归属于母公司所有者净利润及增速情况 .....	8
图 11：2012 年公司各项业务收入占比情况 .....	8
图 12：2012 年公司各项业务利润占比情况 .....	8
图 13：公司省外收入占比持续升高 .....	10
图 14：公司在国内的分支机构情况 .....	10

## 表 目 录

表 1：发改委 2012 年 9-11 月批复的城市轨道交通项目 .....	5
表 2：江苏省内部分地铁项目 .....	9
表 3：公司部分超募资金使用用途 .....	10
表 4：同行业可比上市估值对比（2013 年 4 月 9 日） .....	11

## 投资聚焦

### 主要内容

近期，我们对苏交科进行了调研，对公司各项业务、外延式扩张以及重点实验室建设等进行了深入了解，我们认为公司作为交通工程咨询行业的上市公司，具有明显的建筑早周期属性，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，并已初见成效。

### 投资逻辑

2013 年伴随着新型城镇化建设的步伐，国内将再一次掀起交通基础设施建设的热潮。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，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 2013 年-2015 年公司实现营业收入同比增速分别为 20.92%、20.70%和 22.00%，综合毛利率分别为 36.71%、36.95%和 36.95%。

我们预测公司 2013 至 2015 年营业收入分别为 14.26 亿元、17.21 亿元 和 20.99 亿元，归属母公司的净利润分别为 1.77 亿

元、2.40 亿元和 3.01 亿元，对应 EPS 分别为 0.74 元、1.00 元和 1.25 元。我们按照公司 2013 年每股收益 0.74 元，给予公司行业 20 倍市盈率较为合理，对应目标价为 14.8 元。维持“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

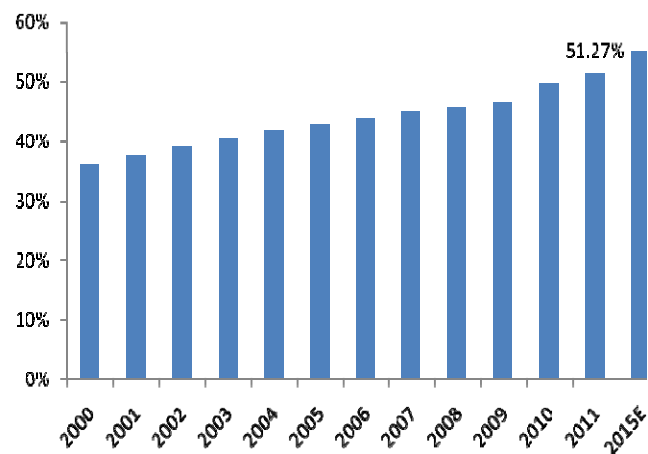
## 新型城镇化催生交通工程咨询市场巨大空间

### 交通工程咨询行业迎发展契机

在新型城镇化的推动下，国内将再一次掀起交通基础设施建设热潮。今年 3 月份，国家发改委印发《促进综合交通枢纽发展的指导意见》，明确了“基本建成 42 个全国性综合交通枢纽”发展目标和“按照零距离换乘和无缝化衔接的要求全面推进综合交通枢纽建设”主要任务。同时，为构建大交通格局，交通运输部正调整和完善综合交通运输规划，统筹铁路、公路、水路、民航发展，发改委正在研究制定“城市群综合交通网规划方案”。

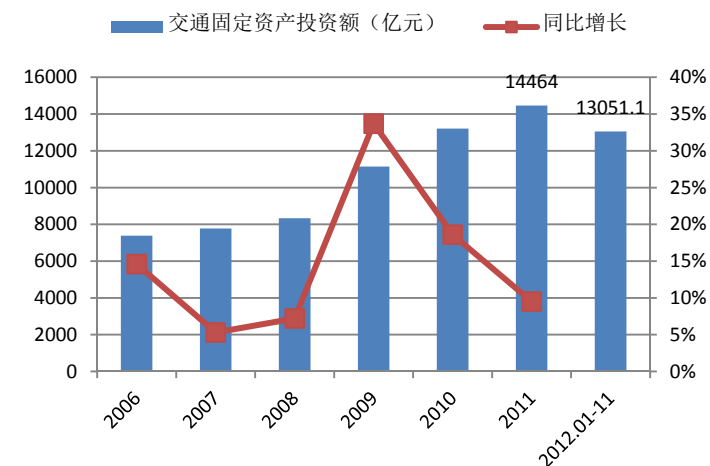
众所周知，交通在新型城镇化建设发展中具有极其重要的地位和作用。2012 年预计全年完成公路水路交通固定资产投资 1.43 万亿元，同比下降 1.2%，投资规模在去年首次超过 1.4 万亿元后继续保持高位，但增速较“十五”、“十一五”期明显放慢。“十一五”期间，我国完成了基本建设投资约 4.7 万亿元，是“十五”期间的 2.5 倍，由于交通项目的建设期一般为 3-5 年，在“十一五”末期投产的项目将会延续至“十二五”建成，再加上新建项目，预计“十二五”期间全国交通基本建设投资总规模约 6.2 万亿元。我们有理由相信，在新型城镇化的推动下，我国城市公路、铁路、轨道交通建设发展仍具备加速度，这将为交通工程咨询提供巨大的市场空间。

图 1：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 2：2006-2012 年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

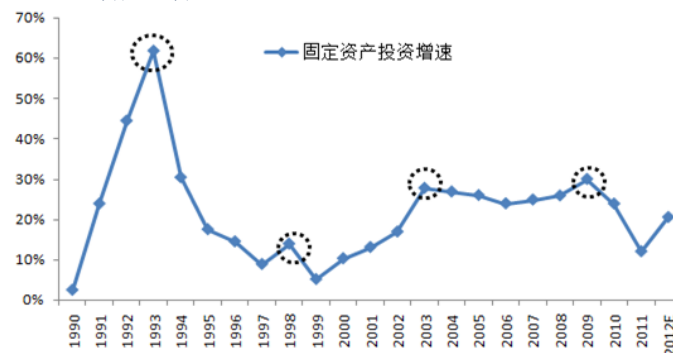


比例计算，未来 3 年我国交通工程咨询行业市场容量大约为 900 亿元，因此，随着我国交通基础设施固定资产投资规模的进一步扩大和交通基础设施存量的增长，以及对交通工程咨询的日益重视，我国交通工程咨询行业仍面临着良好的市场机会。

## 2013 年“建筑早周期”特性将凸显

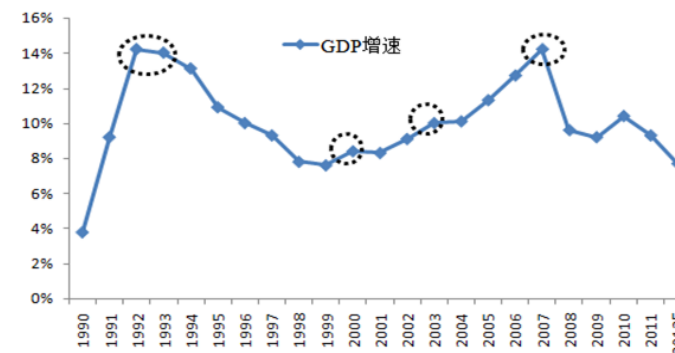
**2013 年公司将充分受益于基建复苏。**从历史情况看，政府换届后第一年固定资产投资增速都有明显的提升，因此，我们预计 2013 年新一届政府加大固定资产投资、刺激经济增长的可能性较大。从目前情况看，铁路、公路投资出现恢复性增长的确定性较强、轨道交通投资力度有望进一步加大，作为建筑早周期的交通工程咨询业务量将增多。公司立足于交通工程的上游规划、勘察、设计、检测及施工阶段项目管理和监理等业务环节，深耕产业价值链。经过多年的技术积累和发展，在行业内逐步确立了市场优势地位，承接的订单量也有望增多。

图 3: 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 4: GDP 增速与政府换届的关系



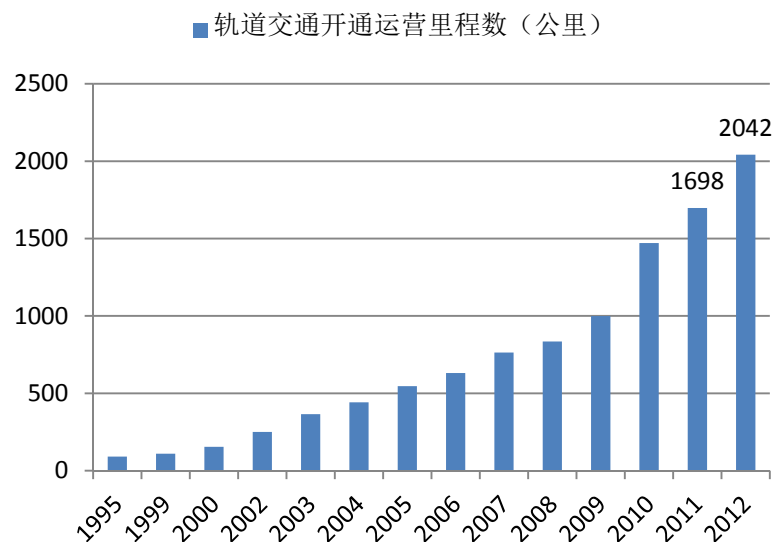
资料来源: wind, 信达证券研发中心

## 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 5: 1995-2012 国内轨道交通开通运营里程数



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 1: 发改委 2012 年 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

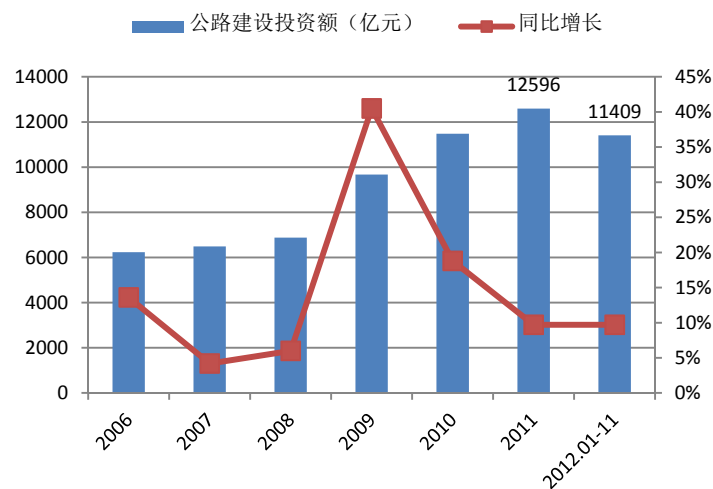
苏州	68.7	456.54	石家庄	59.6	421.94
杭州	53	220.8	太原	49.2	309.29
成都	25.4	154.9	兰州	36	229.22
青岛	29.7	175.52	上海	30.35	167.91
福州	26.3	182.27	乌鲁木齐	47.9	312.4
南昌	23.3	145.23	北京	89	707
<b>总计</b>			<b>22个城市</b>	<b>线路总里程 1376.5公里</b>	<b>总投资 8455 亿元左右</b>

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

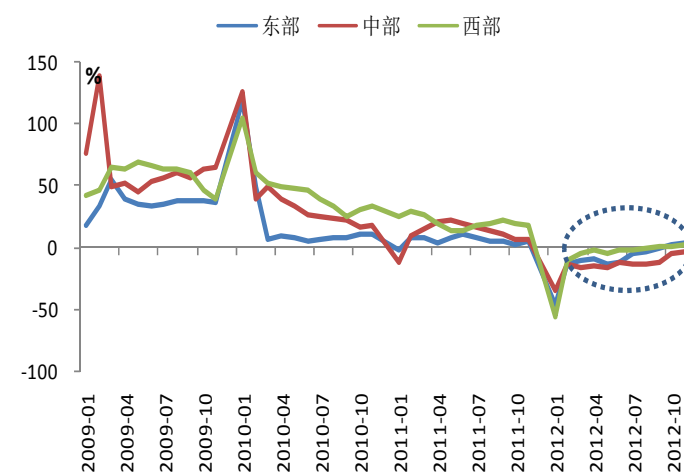
2012年12月26日交通运输部发布前11月全国交通经济运行情况，数据显示，1至11月份，我国公路累计完成固定资产投资11409亿元，同比增长9.7%。从地区来看，东部、中部、西部地区分别完成投资3747.5亿元、3031.6亿元和4692.6亿元。由此可见，在全国公路建设整体稳中趋缓的情况下，西部地区公路建设呈现后来者居上之势。以新疆为例，2012年全区共完成公路交通固定资产投资376亿元（含新疆生产建设兵团和社会投资57亿元），投资额创历史新高。另外，2012年前11月四川省交通固定资产投资1067亿元，同比增长9.12%。

图6：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7：西部公路建设投资增速率先回升

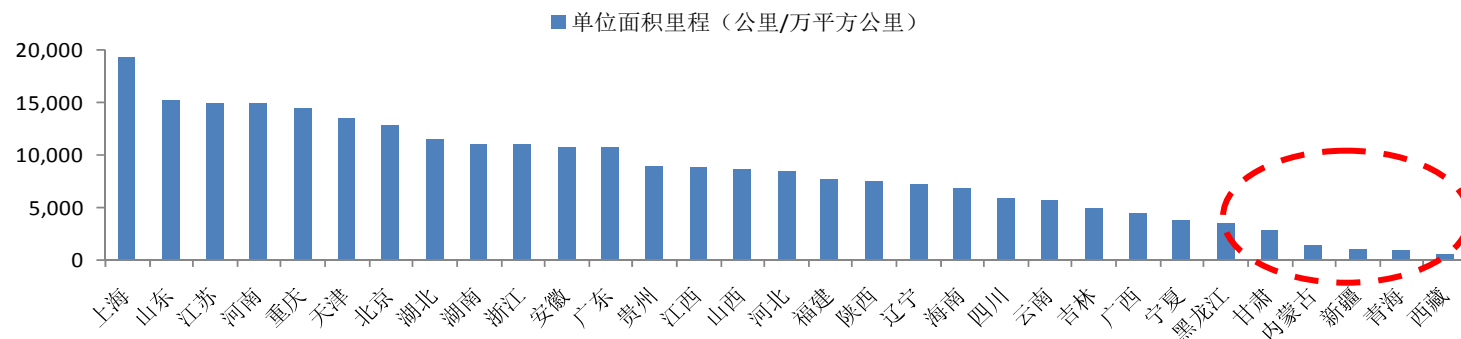


数据来源：wind，信达证券研发中心

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 8：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。

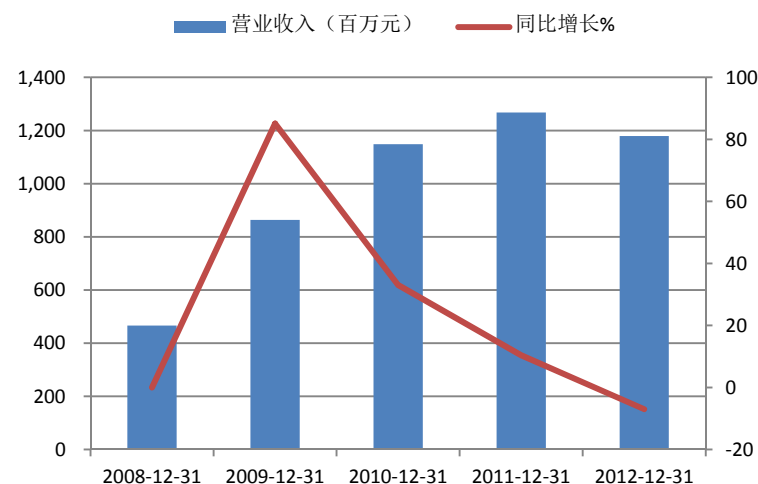
## 苏交科：2013年伊始，公司显现良好发展势头

### 2013年一季度公司新签订单好于去年同期

2012年公司实现营业总收入11.79亿元，同比下降7.02%；归属于上市公司股东的净利润1.41亿元，同比增长7.19%；基本每股收益为0.59元。公司业绩与我们在1月31日的调研报告《立足交通工程咨询，外延扩张加速前行》中的预测基本一致。报告期公司工程咨询业务同比增长14.32%，但工程承包业务同比下降65.89%，主要因新沂项目施工完成，未承接新的工程承包项目；但由于毛利率较高的工程咨询业务在营业总收入中占比增加，使得公司净利率有所提高，归属上市公司股东的净利润有所增长。2012年公司营业收入低于2011年，主要由于两方面原因：1、公司调整业务结构，毛利率水平较低的工程施工作业有选择地做；2、2012年作为上一届政府执政的最后一年，很多项目都进入了收尾阶段，工程咨询量较前几年有较大萎缩，同时由于换届等因素影响，新项目招投标活动均被推迟延后。但值得一提的是，进入2013年以来，随着政府换届完成，新项目招投标活动陆续开始，公司一季度新签订单量要大大好于去年同期，我们认为2013年公司显现了良好的发展势头。

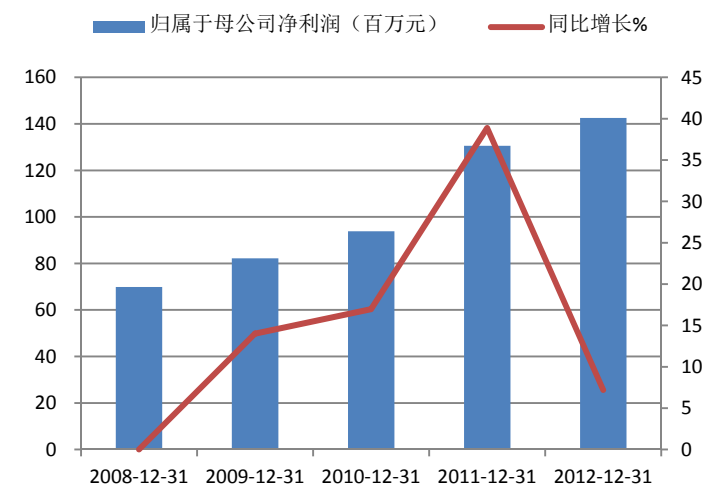
公司致力于成长为“国内一流的工程咨询公司”。从业务结构来看，工程咨询业务是公司核心业务，2012年公司工程咨询业务实现营业收入10.54亿元，占比89.96%，实现营业利润4.11亿元，占比95.77%；工程承包业务实现营业收入1.18亿元，占比10.03%，实现营业利润1818.05万元，占比4.23%。从细分业务来看，设计业务实现收入占总收入比重为52%，同时贡献57%的利润。此外，公司还有监理业务、受托研究开发和其他技术咨询等工程咨询业务。详见图9和图10。

图 9: 2008-2012 公司营业收入及增速情况



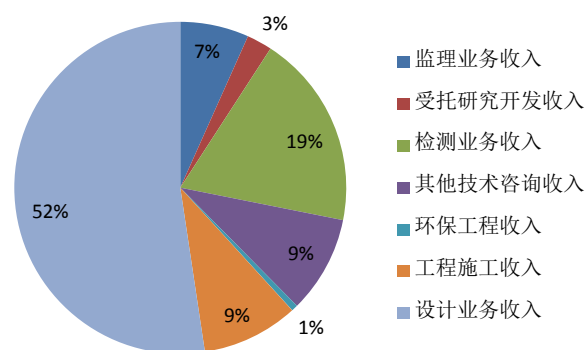
资料来源: wind 信达证券研发中心

图 10: 2008-2012 公司归属于母公司所有者净利润及增速情况



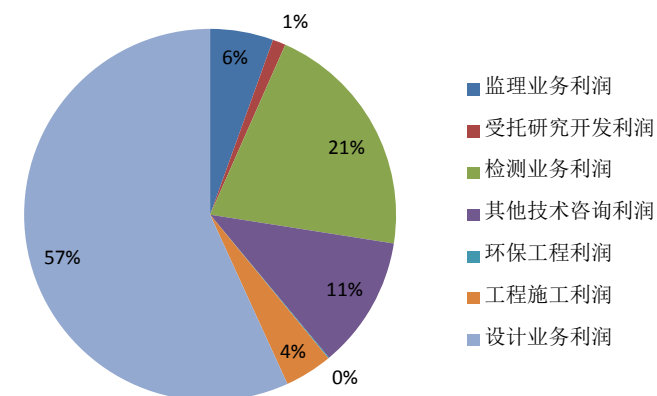
资料来源: wind 信达证券研发中心

图 11: 2012 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 12: 2012 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

## 公司轨道交通及市政业务成为新增长点

长久以来，公司业务开展仍以公路为主，但近年来公路业务占比逐年下降，相比之下，随着国内轨道交通及市政的蓬勃发展，公司在这两个领域的业务量逐年递增。去年国家发改委批复了多个城市轨道交通项目规划，其中江苏南京、常州、苏州、无锡、昆山五个城市均在批复之列，我们认为，公司发挥本土优势，拿到省内地铁项目咨询设计属于大概率事件。我们也列举了部分城市轨道交通计划，如表二。

**表 2: 江苏省内部分地铁项目**

城市	项目名称	投资额(亿元)	路线长度(公里)	建设工期
苏州	轨道交通 4 号线及支线工程	357.49	53.1	4 年 6 个月
苏州	轨道交通 2 号线延伸线工程	99.05	15.6	建设工期为 4 年
江苏省	沿江城市群城际轨道交通网		161	2012-2015 年
常州	城市轨道交通近期规划	336.5	53.88	2011-2018 年
南京	南京市地铁 3 号线二期工程	50		
南京	南京市轨道交通 4 号线一期工程项目	200.7		

资料来源：国家发改委网站，信达证券研发中心

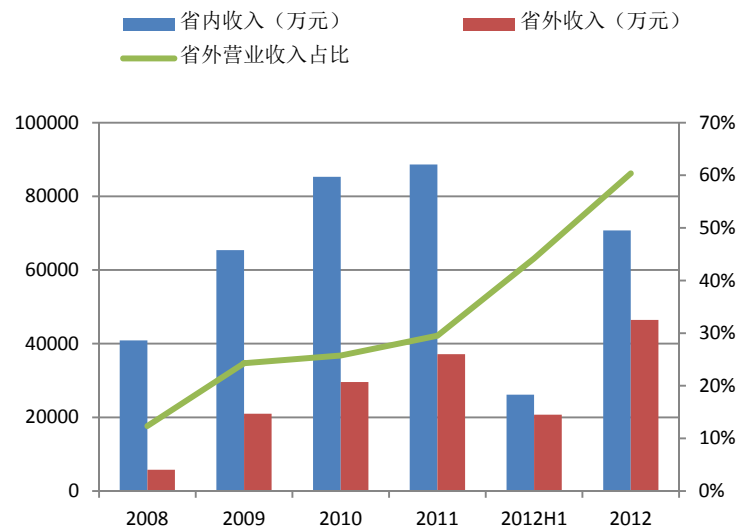
## 公司推出股权激励，彰显管理层信心

公司计划在 2013—2015 年的 3 个会计年度中，与 2012 年业绩相比，2013 年业绩增长率不低于 25%，2014 年业绩增长率不低于 50%，2015 年业绩增长率不低于 80%，以达到绩效考核目标作为激励对象的行权条件。其中，首次授予行权价格为 12.99 元，期权成本摊销数额为 2013 年 1015.81 万元，2014 年 1298.96 万元，2015 年 702.7 万元，2016 年 209.39 万元。我们认为，公司作为国内最先改制的省级交通科学院单位，其市场化程度较高，这次推出股权激励，尤其是行权价格定在了当时历史高位，也进一步彰显出管理层对公司未来发展的充分信心，同时将助推管理层改善管理，提升业绩。总体来看，股权激励行权标准可达到性较高。

## 外延式扩张为公司注入新动力

近年来，公司通过开设分支机构、兼并收购等方式，全国布局已见成效，省外收入占比由 2008 年的 12.75% 增加至 2012 年上半年的 45%。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，并购日后杭州华龙创造利润 826.38 万元；2013 年初公司使用部分超募资金和自有资金收购甘肃科地工程咨询有限责任公司 70% 的股权，通过收购甘肃科地，公司进一步拓展西部地区市场份额，分享西部公路投资的高增长。通过不断并购，公司实现业务地域范围扩大化和工程咨询服务产品多样化，各方优势资源得以优化、整合和互补，发挥协同效应，核心竞争力得到提升。

图 13: 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 14: 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, 兼并购之后, 公司超募资金仍有约 2.9 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
2012 年 12 月	17000	已归还到募集资金账户
2013 年 1 月	2041	收购甘肃科地工程咨询有限责任公司 70% 股权
2013 年 3 月	11000	提前偿还银行贷款

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心



## 盈利预测及估值评级

### 相关假设及盈利预测

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。

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 2013 年-2015 年公司实现营业收入同比增速分别为 20.92%、20.70%和 22.00%，综合毛利率分别为 36.71%、36.95%和 36.95%。

我们预测公司 2013 至 2015 年营业收入分别为 14.26 亿元、17.21 亿元 和 20.99 亿元，归属母公司的净利润分别为 1.77 亿元、2.40 亿元和 3.01 亿元，对应 EPS 分别为 0.74 元、1.00 元和 1.25 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 2013 年平均动态市盈率约 20 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 20 倍动态市盈率较为合理，对应目标价为 14.8 元。

表 4：同行业可比上市估值对比（2013 年 4 月 9 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	13.81	10.64
002140	东华科技	19.80	10.31	0.81	1.11	32.56	24.69
002116	中国海诚	9.35	2.67	0.61	0.83	21.04	15.07
002469	三维工程	34.75	22.23	0.61	0.82	27.74	31.77
	平均值					23.79	20.54
300284	苏交科	35.71	13.55	0.58	0.74	22.22	17.42

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 2013 至 2015 年营业收入分别为 14.26 亿元、17.21 亿元 和 20.99 亿元，归属母公司的净利润分别为 1.77 亿元、2.40 亿元和 3.01 亿元，对应 EPS 分别为 0.74 元、1.00 元和 1.25 元。我们按照公司 2013 年每股收益 0.74 元，给予公



司行业 20 倍市盈率较为合理，对应目标价为 14.8 元。维持“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	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	2,419.10	2,494.00	2,714.64	2,974.69	3,376.92
货币资金	1,142.21	1,025.62	1,281.19	1,425.93	1,602.22
应收票据	1.93	4.34	2.91	3.51	4.29
应收帐款	1,202.89	1,375.44	1,354.39	1,462.70	1,679.52
预付账款	21.33	37.29	22.56	27.12	33.09
存货	7.03	6.74	9.02	10.85	13.24
其他	43.72	44.57	44.57	44.57	44.57
非流动资产	237.15	390.81	318.06	363.36	379.35
长期投资	25.38	25.31	25.31	25.31	25.31
固定资产	154.09	152.99	93.43	114.86	111.12
无形资产	13.21	31.30	9.71	20.35	26.32
其他	44.47	181.21	189.61	202.84	216.60
资产总计	2,656.25	2,884.82	3,032.70	3,338.05	3,756.27
流动负债	1,337.95	1,446.32	1,415.55	1,478.67	1,593.63
短期借款	420.65	579.85	579.85	579.85	579.85
应付账款	402.80	465.39	406.04	455.69	529.47
其他	514.50	401.09	429.66	443.13	484.32
非流动负债	8.64	11.20	11.20	11.20	11.20
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	8.64	11.20	11.20	11.20	11.20
负债合计	1,346.59	1,457.52	1,426.75	1,489.87	1,604.83
少数股东权益	0.95	25.27	26.86	29.01	31.70
归属母公司股东权益	1,308.71	1,402.03	1,579.10	1,819.17	2,119.73
负债和股东权益	2656.25	2884.82	3032.70	3338.05	3756.27

## 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	1,267.98	1,179.03	1,425.68	1,720.82	2,099.40
同比(%)	10.39	-7.02	20.92	20.70	22.00
归属母公司净利润	131.81	141.30	177.07	240.08	300.56
同比(%)	38.88	7.19	25.32	35.58	25.19
毛利率(%)	32.24	36.83	36.71	36.95	36.95
ROE (%)	15.15	10.43	11.88	14.13	15.26
每股收益(元)	0.55	0.59	0.74	1.00	1.25
P/E	23	22	17	13	10
P/B	2.4	2.2	2.0	1.7	1.5
EV/EBITDA	16.3	15.3	13.9	10.7	8.8

## 利润表

单位:百万元

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	1,267.98	1,179.03	1,425.68	1,720.82	2,099.40
营业成本	859.18	744.75	902.31	1,084.98	1,323.67
营业税金及附加	49.63	42.28	51.32	61.95	75.58
营业费用	40.50	45.45	54.18	65.39	79.78
管理费用	114.39	131.34	156.82	177.24	216.24
财务费用	10.68	-0.10	-0.32	-11.94	-20.08
资产减值损失	38.55	50.10	51.30	55.40	63.61
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	155.05	165.19	210.07	287.80	360.61
营业外收入	2.99	6.14	6.06	5.06	5.75
营业外支出	1.40	1.77	0.87	1.02	0.99
利润总额	156.64	169.56	215.25	291.84	365.37
所得税	26.08	26.99	36.59	49.61	62.11
净利润	130.56	142.56	178.66	242.23	303.26
少数股东损益	-1.25	1.27	1.59	2.15	2.70
归属母公司净利润	131.81	141.30	177.07	240.08	300.56
EBITDA	222.34	239.96	263.84	344.25	419.17
EPS (摊薄)	0.55	0.59	0.74	1.00	1.25

## 现金流量表

单位:百万元

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	-5.12	90.10	221.96	233.00	235.10
净利润	130.56	142.56	178.66	242.23	303.26
折旧摊销	24.62	29.33	5.10	8.92	10.31
财务费用	41.09	41.07	43.49	43.49	43.49
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-218.64	-162.57	-47.14	-107.58	-174.59
其它	17.26	39.70	41.86	45.94	52.64
投资活动现金流	-28.85	-185.35	-108.42	-44.77	-15.33
资本支出	-29.47	-75.64	-108.42	-44.77	-15.33
长期投资	4.27	-21.38	0.00	0.00	0.00
其他	-3.65	-88.33	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	986.12	-19.65	-43.49	-43.49	-43.49
吸收投资	750.20	21.35	0.00	0.00	0.00
借款	270.40	49.20	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	29.30	83.35	43.49	43.49	43.49
现金净增加额	952.22	-114.30	70.05	144.74	176.29

## 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

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。

### 股票投资评级

**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  $\pm 5\%$  之间；

**卖出：**股价相对弱于基准 5% 以下。

### 行业投资评级

**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理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。