



内外并举，新领域拓展再造新价值

买入 维持

目标价格：15.40 元

投资要点：

- 公路、检测咨询等细分市场平稳增长，城轨、市政等新业务快速增长；
- 公司通过收并购扩张咨询业务范围和省外区域快速提升全国市占率；
- 产业链延伸至环保节能智能交通新领域，驱动持续增长并提升估值。

报告摘要：

- 公司品牌与资金优势加速业务渠道渗透，市占率逐步提升。2008-2012 年公司主营工程咨询业务收入由 3.72 亿元上升至 10.54 亿元，CAGR29.74%，快于同期全国勘察设计单位工程设计收入 CAGR 23.98%。2002-2012 年新签订单由 2002 年 0.3 亿提升至 13.3 亿元，CAGR46.11%。同时，公司区域渠道扩张效果明显，2008-2012 年省外收入占比由 12.35%提升至 35.58%；2012 年位列“ENR 国内工程设计企业 60 强”36 位。
- 预计未来 3 年工程咨询产值 CAGR 约 15%，2015 年将达 5800 亿元。2005-2011 年全国勘察设计单位营业收入规模由 1013 亿元提升至 3321 亿，CAGR 为 27.74%，由于工程咨询业务与固定资产投资增速高度相关，我们预计未来 3 年工程咨询产值规模增速大概率保持在 15%左右。公司凭借在设计与检测领域内的强大品牌与渠道基础，有望跑赢行业增速，重点发展轨道交通、市政、检测等咨询业务细分行业，逐步在上述领域建立优势，实现快速增长。
- 智能交通、环保节能等新领域驱动公司未来持续成长，估值有望逐渐提升。研究国际大型工程咨询公司 AECOM、FLUOR 发展路径可以发现，通过收并购进行外延式扩张一直是工程领域轻资产型公司实现增长的重要手段。公司自 2008 年起先后收并购 9 家公司，不断扩展业务范围和地方市场，我们判断公司通过并购及新设网点进行全国化布局的战略未变；预计公司未来将通过子公司苏科畅联和交科能源布局智能交通、环保节能新兴市场，营造长期盈利增长点。
- 盈利预测与估值。预测公司 2013/14/15 年 EPS 分别为 0.77/0.96/1.25 元，3 年净利润 CAGR 达 28.4%，作为以设计咨询为主营业务的轻资产公司，我们认为给予 13 年 20 倍 PE 较为合理，对应 15.40 元目标价，维持“买入”评级。

建筑工程研究小组

分析师：

鲍荣富(S1180513070004)

电话：021-51782230

Email: baorongfu@hysec.com

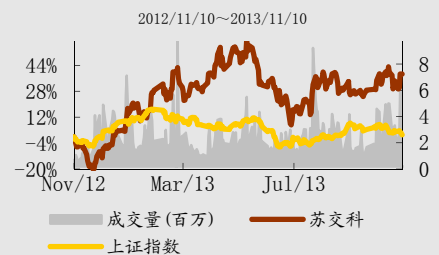
傅盈(S1180513100001)

电话：021-51782238

Email: fuying@hysec.com

朱耀、邱林晶对报告亦有贡献

市场表现



相关研究

《公司季报点评 * 现金流大幅改善，并购战略将持续 * 300284 * 建筑工程行业》

2013/10/21

《公司半年报点评 * 营改增追溯后咨询毛利率基本持平 * 300284 * 建筑工程行业》

2013/07/29

主要经营指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	1267.98	1179.03	1,294.28	1,564.51	1,862.73
增长率 (%)	10.39	-7.02	9.78	20.88	19.06
归母净利润(百万)	131.81	141.30	184.03	231.02	299.32
增长率 (%)	38.88	7.19	30.24	25.54	29.56
每股收益	0.55	0.59	0.77	0.96	1.25
市盈率	23.4	21.8	16.7	13.4	10.3

目 录

一、公司简介	5
(一) 历史沿革	5
1、交通工程咨询公司上市龙头	5
2、业务领域多元扩展	5
(二) 股权架构	5
(三) 主营业务	6
1、业务结构	6
2、业务优势	8
3、核心技术与历史业绩	9
二、传统工程咨询行业保持平稳增长	13
(一) 行业总体概况	13
(二) 细分子行业概况	14
1、公路：市场规模平稳提升，检测业务有望放量	14
2、桥梁：检测周期缩短，存量检测业务成长可期	16
3、水运：沿海、内河建设咨询稳步增长	17
4、市政：历史欠账催生新空间	18
5、轨道交通：交通基建新领域，开拓长期增长点	19
三、新领域方兴未艾，成长可期	21
(一) 智能交通：智慧城市重要支撑点	21
(二) 环保节能：合同能源管理，开启节能环保新机制	25
四、国际工程咨询公司发展路径	27
(一) AECOM	27
1、公司介绍	27
2、发展历程	27
3、财务分析	31
(二) FLUOR	32
1、公司介绍	32
2、发展历程	33
3、财务分析	33
五、风险因素	35
六、盈利预测与估值	35
(一) 盈利预测	35
1、营业收入预测	35
2、分项毛利率水平预测	36
3、期间费用率及税率预测	36
4、盈利预测结论	37
(二) 估值及投资建议	37

插 图

图 1: 苏文科股权结构图 (截止 2013.10)	6
图 2: 工程咨询及承包业务链	7
图 3: 2012 年主营业务收入构成	7
图 4: 2012 年工程咨询业务收入构成	7
图 5: 2010-2012 年营业收入地域结构	7
图 6: 2008-2012 年工程咨询业务收入构成 (万元)	7
图 7: 苏文科沥青路面技术演变过程图	8
图 8: 2006-2012 年苏文科工程师及以上职称及占员工人数比例	9
图 9: 2010-2012 年苏文科省外项目收入及占比	11
图 10: 苏文科主要区域机构分布	11
图 11: 2005-2011 年工程咨询营业收入	14
图 12: 2005-2011 年全社会固定资产投资	14
图 13: 2004-2011 年 ENR60 市场集中度	14
图 14: 2005-2011 年勘察设计机构单位数	14
图 15: 2008-2012 年交通固定资产投资	15
图 16: 2008-2012 年交通固定资产投资结构	15
图 17: 2008-2012 年公路建设投资额	15
图 18: 2007-2011 年等级公路里程	15
图 19: 2005-2009 年新建改建公路里程	16
图 20: 2004-2012 年我国公路桥梁数量	17
图 21: 2004-2012 年我国公路桥梁里程数	17
图 22: 2008-2012 年水运投资建设结构	18
图 23: 2008-2012 年水运投资额	18
图 24: 2008-2012 年内河投资额	18
图 25: 2008-2012 年沿海建设投资额	18
图 26: 2005-2011 年市政公用工程企业营收	19
图 27: 2010-2011 智能交通千万级别项目	24
图 28: 2005-2011 年环境污染治理投资总额	26
图 29: 2007-2011 年国家财政环境支出	26
图 30: AECOM 业务领域布局	27
图 31: 2012 年营业收入行业占比	27
图 32: 2012 年营业收入地域占比	27
图 33: AECOM 营业收入及结构占比 (百万)	31
图 34: AECOM 历年人均收入与人均利润 (百万)	32
图 35: FLUOR 业务部门	32
图 36: 2012 年 FLUOR 营业收入分类占比	32
图 37: 2012 年在建项目区域占比	32
图 38: FLUOR 2001-2012 财年营收结构 (百万美元)	34
图 39: FLUOR 历年各业务领域销售利润率 (%)	35

表 格

表 1: 苏文科发展历程.....	5
表 2: 近年收购并购公司.....	5
表 3: 苏文科桥梁检测咨询技术.....	8
表 4: 苏文科实验室、工程中心或服务台项目.....	9
表 5: 公司历史项目业绩.....	10
表 6: 苏文科及其子公司主要工程资质.....	11
表 7: “十二五”规划中国道改造工程.....	16
表 8: “十二五”公路建设指标.....	16
表 9: “十二五”长江干线航道建设重点.....	17
表 10: “十二五”城市公共交通发展目标.....	19
表 11: 江苏省城市轨道交通建设情况.....	20
表 12: 苏文科已披露城轨项目.....	20
表 13: 城市轨道交通主要参与者承接项目.....	20
表 14: 设计咨询子行业“十二五”期间年均总产值预测.....	21
表 15: 2013 智慧城市试点名单.....	22
表 16: 智能交通系统子系统.....	23
表 17: 2012-2013 年亿元级别智能交通项目.....	23
表 18: 2012 年智能交通行业主要并购案例.....	24
表 19: 苏科畅联主要智能交通项目.....	25
表 20: 2013 年下半年江苏省主要智能交通项目.....	25
表 21: 江苏省部分城市 BRT 建设情况.....	25
表 22: “十二五”交通运输节能减排示范推广工程.....	26
表 23: AECOM 并购路径.....	28
表 24: AECOM 历年财务数据 (百万).....	31
表 25: FLUOR 发展轨迹.....	33
表 26: FLOUR 历年财务数据.....	34
表 27: 公司收入预测表 (百万元).....	35
表 28: 公司分项毛利率假设.....	36
表 29: 公司期间费用率及税率情况及预测.....	37
表 30: A 股可比公司估值情况.....	37

一、公司简介

(一) 历史沿革

1、交通工程咨询公司上市龙头

江苏省交通科学研究院股份有限公司（简称“苏文科”）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改制为科技型企业，2008 年又整体变更为股份有限公司，2012 年 1 月 10 日，苏文科成功 IPO 并在深圳证券交易所正式挂牌上市，成为国内首家登陆资本市场的工程咨询企业。

表 1：苏文科发展历程

时间	大事记
1978	公司于江苏南京正式成立
2002	由事业单位成功改制为科技型企业有限公司，注册资本 2014 万
2008	以注册资本 18000 万元整体变更为股份有限公司
2012	以每股 13.3 元发行 6000 万股 IPO，成为国内首家上市工程咨询类企业

资料来源：招股说明书，宏源证券研究所

2、业务领域多元扩展

公司业务范围从最初单一公路桥梁勘察设计领域逐渐拓展成为综合型工程咨询类企业，目前，苏文科业务领域涉及公路、市政、水工、城市轨道、铁路、航空和建筑、环评等行业，形成了以规划咨询、勘察设计、科研、试验检测、质量管理咨询及新材料、新技术和新产品研发为核心业务领域的企业集团，业务覆盖全国 31 个省、自治区、直辖市，主营咨询业务承接额从改制前的近 3000 万元，发展到 2012 年 13.3 亿元，连续五年入围 ENR/建筑时报评出的“中国工程设计企业 60 强”，2012 年位列第 36 位。

表 2：近年收购并购公司

时间	收购方式	公司名称	持股比例	收购目的
2008.02	收购少数股东权益	泰州新通	90%→100%	规范持股关系
2008.06	增资取得控制权	剑平瑞华	0%→50.98%	进入北京市场
2009.06	收购少数股东权益	兆通路桥	65%→100%	规范持股关系
2009.09	收购取得控制权	常熟设计院	20%→100%	扩大市场份额
2009.11	收购取得控制权	江苏建院	0%→75%	取得建筑设计资质
2010.10	收购少数股东权益	金邦科技	30%→70%	扩大业务范围
2012.07	收购取得控制权	杭州华龙	0%→70%	进入浙江及周边市场
2013.01	收购取得控制权	甘肃科地	0%→70%	进入甘肃及周边市场
2013.06	收购取得控制权	江苏三联	0%→100%	进入大交通领域安全评价市场

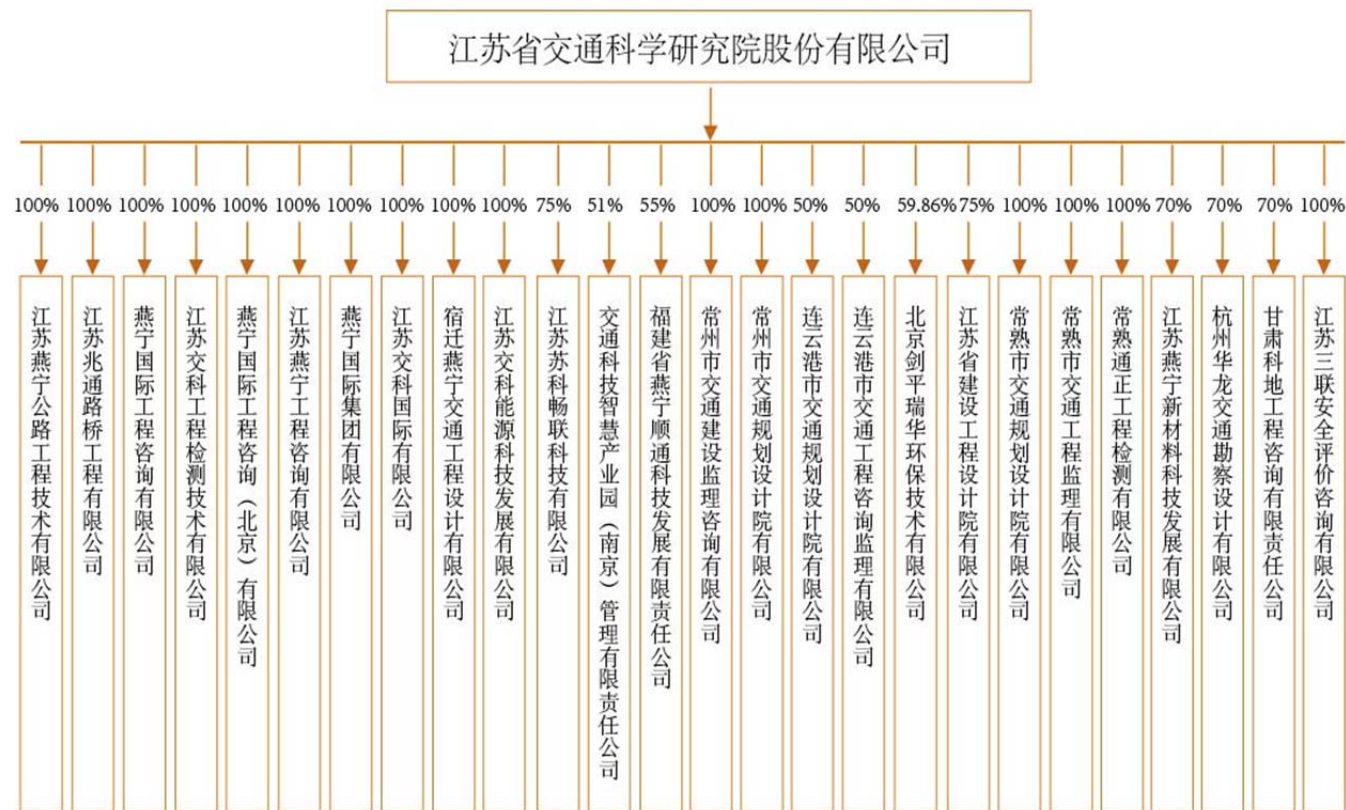
资料来源：招股说明书，公司公告，宏源证券研究所

(二) 股权架构

公司改制前后，实际控制人未发生变化，目前前十大股东均为境内自然人，前两大股东为符冠华和王军华，分别持股 22.08%、15.39%，相对于公司发起时分别持股 29.44%、20.52% 有所下降。符冠华先生，东南大学道路与铁道工程专业博士，南京大学 MBA；为第一大

股东，现任本公司董事长。王军华先生，江苏工学院汽车工程专业本科学历、南京理工大学管理科学与工程研究生学历，为第二大股东，现任本公司董事兼总经理。

图 1：苏文科股权结构图（截止 2013.10）



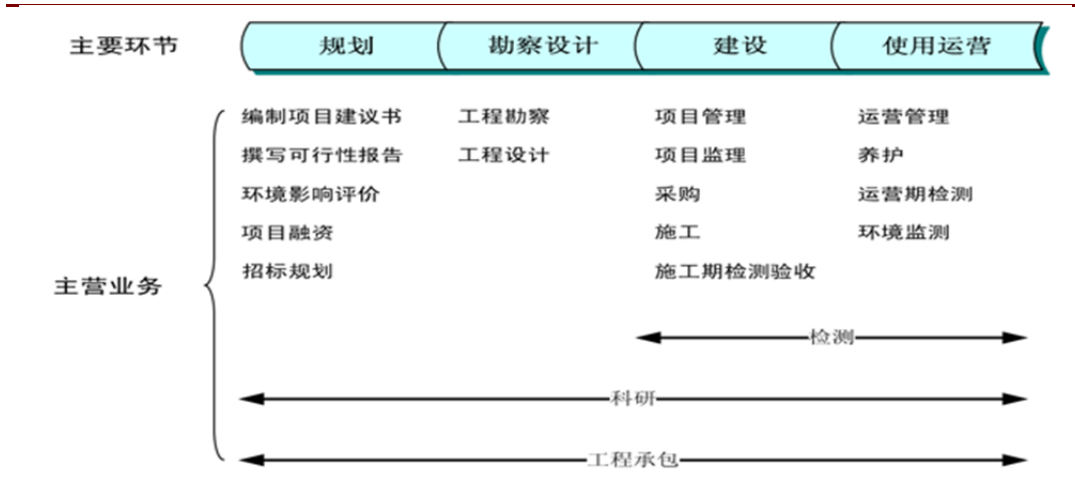
资料来源：公司公告，宏源证券研究所

（三）主营业务

1、业务结构

工程咨询为主，工程承包为辅。公司历年主营业务结构未发生显著变化，工程咨询收入占主营业务收入 80%以上，主要以轻资产业务模式发展，公司同时涉猎部分工程承包业务，但占比逐年下降，公司紧紧围绕交通工程咨询领域中的竞争优势，依托工程总承包业务，并抓住工程总承包业务中附加值高的项目管理和工程咨询业务，同时分包工程施工业务，以进一步强化公司的竞争优势。工程咨询类业务中，设计与检测业务占主要份额，2008-2012 年上述领域占工程咨询总收入比例在 70%左右，是公司的主要业务线。

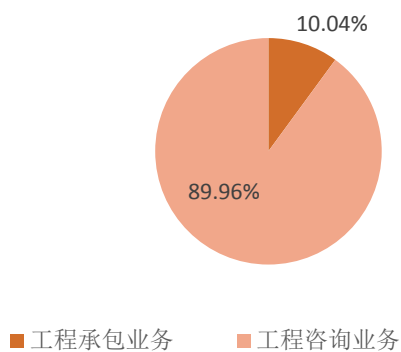
图 2: 工程咨询及承包业务链



资料来源: 招股说明书, 宏源证券研究所

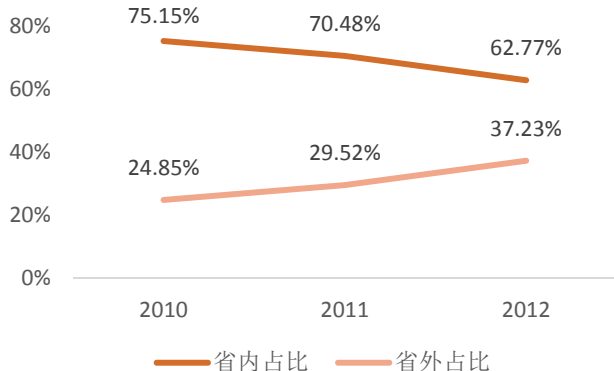
省内市场为主, 省外业务占比逐步提升。自上市起, 公司立足江苏, 巩固本土市场地位, 不断开拓省外市场, 省外收入占比逐年提升, 从 2010 年 24.85% 上升至 2012 年 37.23%, 随着公司积极开拓省外市场, 预期未来省外市场业务量将逐步提升, 区域扩张将是公司业务实现持续增长的重要手段。

图 3: 2012 年主营业务收入构成



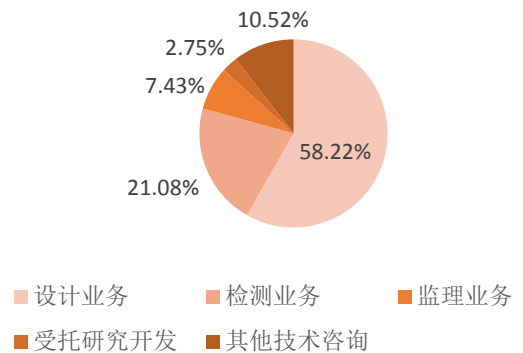
资料来源: 公司年报, 宏源证券研究所

图 5: 2010-2012 年营业收入地域结构



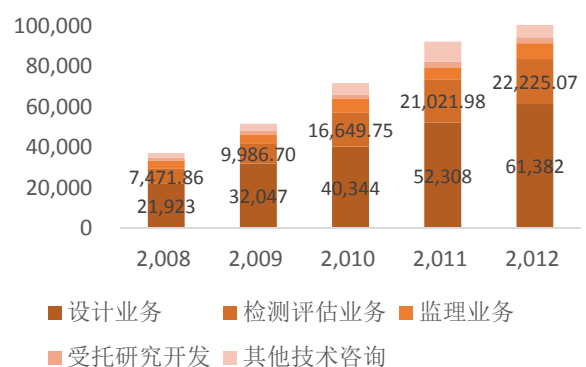
资料来源: 公司年报, 宏源证券研究所

图 4: 2012 年工程咨询业务收入构成



资料来源: 公司年报, 宏源证券研究所

图 6: 2008-2012 年工程咨询业务收入构成 (万元)



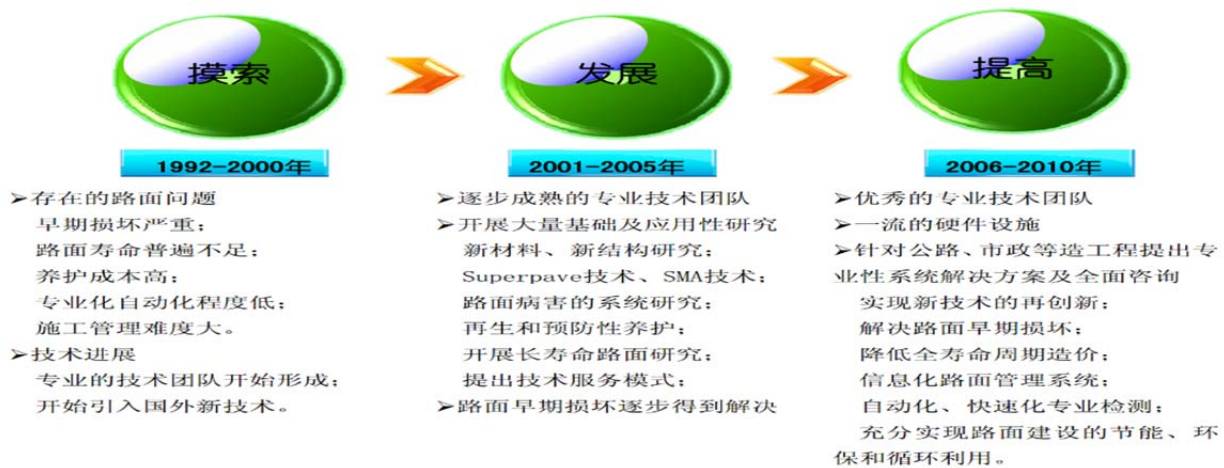
资料来源: 公司年报, 宏源证券研究所

2、业务优势

公路设计咨询优势明显。公司经过几十年发展，积累了雄厚的技术基础并拥有较强的科研技术平台，具有为道路、桥梁等交通基础设施建设工程提供全过程的技术服务能力，公司核心技术主要有：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，是最早获得交通部甲级试验室资质的单位之一；同时设立了长大桥梁健康检测与诊断技术交通行业重点试验室、江苏省交通运输工程重点实验室、江苏省公路桥梁工程技术研究中心，在沥青路面技术方面处于国际领先地位。公司已积累了路面和桥梁各种技术参数的大数据库，提高了检测的效果和效率，在道路、桥梁检测业务的领域内具有较强的竞争优势。

避其锋芒，专注桥梁检测。在桥梁设计领域，公司跟行业龙头中建交等尚存差距，公司专注于桥梁检测，积累了大量检测数据与实施经验，苏文科拥有桥梁实验室，并主导实施江苏江阴大桥、苏通大桥监测，港珠澳的建设期检测任务。公司检测和监测历史业绩为未来老桥危桥改造积累了充足的技术优势，有望在存量桥梁检测领域持续获取份额。

图 7：苏文科沥青路面技术演变过程图



资料来源：招股说明书，宏源证券研究所

表 3：苏文科桥梁检测咨询技术

技术类别	研究成果	研究方向
长大桥安全预警技术及结构健康状态评估技术	1、结构损伤机理与识别 2、传感器优化布设 3、数据传输与管理	1、桥梁健康监测系统的自身健康状况自诊断分析； 2、对运营桥梁结构和关键构件进行快速有效的损伤识别； 3、研究健康监测系统与桥梁养护管理系统的融合
梁式桥损伤机理与状态快速评定成套技术	1、梁式桥梁病害情况的识别与处理 2、梁式桥承载能力快速评定解决方案	1、提高现有快速评价技术的可靠性和精度，并研发提出新的测试技术； 2、不中断交通的承载能力评定技术； 3、开展研究桥梁结构多致因损伤机理、结构性能衰减规律，并研究基于全寿命周期的优化的养护改造方案。
桥梁结构耐久性设计与评价技术	1、高性能混凝土施工质量控制 2、跨江海大型桥梁结构混凝土劣化机理与耐久性对策措施 3、长大型桥梁高性能结构混凝土质量控制标准研究	1、高性能混凝土施工质量控制 2、跨江海大型桥梁结构混凝土劣化机理与耐久性对策措施

资料来源：公司公告，宏源证券研究所

3、核心技术与历史业绩

技术实力领先。公司科研能力突出，技术平台强大，拥有丰富的科研和技术成果，交通领域核心技术——沥青路面技术处于国际领先地位，常年积累的检测参数广受行业认可，参与多项国家及行业标准制定，科研技术实力和自主创新能力得到政府部门充分认同，2011年3月21日，被科学技术部、国务院国资委、中华全国总工会联合认定为“国家创新型企业”。截止2012年12月31日公司拥有发明专利20项，实用新型专利55项、外观设计专利4项，并有43项发明专利、8项实用新型专利、2项外观设计正在申请中，整体实力跨入交通行业前3名，土木建筑与大交通行业前10名的行列，顺利通过第四批“全国企事业知识产权示范单位”验收。

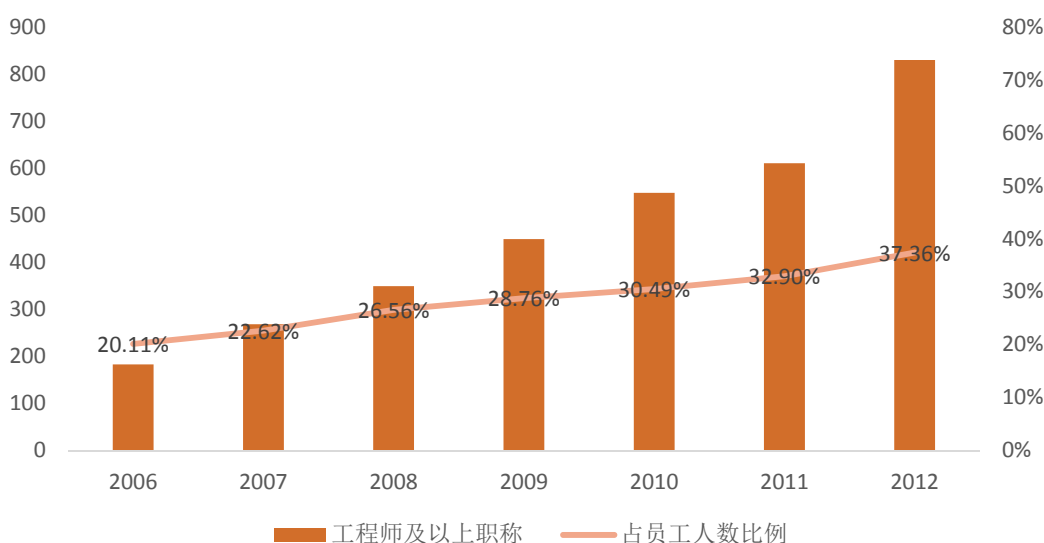
表 4：苏文科实验室、工程中心或服务台项目

	长大桥梁健康检测与诊断技术交通行业重点实验室（交通部）
	江苏省公路运输工程实验室（省级重点试验室）
	博士后科研工作站（国家人事部）
	企业院士工作站（江苏省）
苏文科实验室、工程中心或服务台项目	江苏省公路桥梁工程研究中心
	江苏省路面养护技术工程中心
	江苏省桥梁安全防护工程实验室
	江苏省桥梁质量检测与营运安全评价公共服务平台
	新型道路材料国家工程实验室
	江苏省交通环境监测中心

资料来源：公司公告，宏源证券研究所

人才培养与激励机制完善。截止2012年，公司拥有国务院特殊津贴专家3人，高级工程师196人，工程师633人。拥有国家外国专家局授予的“国家引进智力示范单位”称号，与国外同行建立了广泛的合作交流机制。2006年首批两家被批准设立“博士后工作站”的省级科研院所之一，形成了完整的技术人才梯队。2009年被江苏省科技厅、江苏省科学技术协会列为江苏省企业院士工作站建设单位。

图 8：2006-2012 年苏文科工程师及以上职称及占员工人数比例



资料来源：公司公告，宏源证券研究所

历史业绩辉煌。公司从事工程咨询服务 30 余年，国内实力名列前茅，连续六年入围 ENR/建筑时报评选的“中国工程设计企业 60 强”，作为从事公路交通工程咨询业务的企业，一直在 60 强中排名前列。通过长期的市场经营，已形成苏文科品牌，客户认同度颇高，在项目信息获取、客户需求分析、项目执行沟通协调等方面具有明显优势。

表 5: 公司历史项目业绩

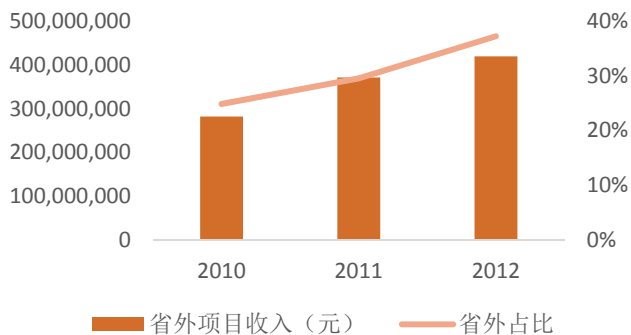
项目类型	项目名称
交通工程项目前期咨询	上海-西安(江苏段)高速公路可行性研究
	上海-成都(武汉-荆门段)高速公路施工图设计咨询
	江都-海安高速公路可行性研究
	312 国道(江苏段)
	204 国道(江苏段)扩建工程
	沿江高速公路扩建预(工)可研究(工程部分)
	沿江高速公路东段扩建工程可行性研究
	佛开高速公路扩建工程交通组织研究咨询
	临海高等级公路连云港段预可行性研究
	江苏铁路“十二五”建设发展规划
	江苏省长大桥健康监测数据分析中心可行性研究及应用探索
	公路工程混凝土结构耐久性设计细则
	沪宁高速公路(常州段)拓宽改造工程
	上海-西安高速公路江都-六合段勘察设计
公路及桥梁工程勘察设计	南京新机场高速公路
	南京-马鞍山高速公路
	南京-宿迁-徐州高速公路
	连云港-盐城高速公路
	扬州西北绕城高速公路
	广东佛开高速公路 K46—K79 大修工程勘察设计
	河北京张高速公路(北京方向)一期中修罩面勘察设计
	312 国道(江苏段)、204 国道(江苏段)拓宽改造工程、
	107 国道广东清远大燕河桥-银盏段路面加铺沥青混凝土工工设计
	全国第一座无粘结预应力系杆拱的云阳大桥
	全国第一座 PC 斜拉桁架连续梁的硕放大桥
	京杭运河项王大桥、引湖大桥
	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
沿江铁路(上海-南京)线位规划研究	
铁路与轨道交通工程前期咨询及设计	新沂铁路枢纽总图规划
	苏州市轨道交通 2 号线工点设计
	南京地下铁道工程质量检验标准研究
	南京地铁 3 号线工点设计
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
	汕梅高速公路桥梁技术状况定期检测与评定
	崇启大桥试验中心筹建及运营
	2009 年、2010 年度沪宁高速公路路面定期检测

2009 年宁宿徐高速公路桥梁定期检查
 南京长江三桥主桥定期检查
 南京长江第四大桥主桥及南北接线桥梁桩基检测
 江苏省干线公路建设工程质量检测 and 养护大中修工程质量检测
 苏通大桥跨江大桥部分桥梁墩身、支座及箱梁外侧检测
 福州至永泰高速公路试验检测服务
 昆明轻轨首期工程试验段桩基检测
 2010 年度宁连、宁通、通启、宁连高速桥梁定期检查
 江苏省高速公路水泥搅拌桩质量检测
 沪宁高速公路扩建工程路基沉降观测与分析
 苏通长江公路大桥基桩完整性检测
 润扬长江大桥基桩完整性检测
 保阜高速公路隧道工程超前地质预报和质量无损检测
 港珠澳大桥试验检测中心

资料来源：公司公告，宏源证券研究所

布局全国的营销网络优势。公司在不断巩固在江苏地区的区域龙头地位的同时，积极抓住交通工程咨询行业日益市场化带来的全国市场机会，较早地进入全国市场，并完成了全国营销网络的布局。至 2011 年，公司已在全国设有 21 个分支机构，业务覆盖全国 28 个省、工程咨询和工程承包业务已拓展到包括四川、北京、浙江、云南等全国 28 个省、自治区、直辖市。

图 9：2010-2012 年苏文科省外项目收入及占比



资料来源：公司公告，宏源证券研究所

图 10：苏文科主要区域机构分布



资料来源：公司网站，宏源证券研究所

工程咨询业务资质齐全。公司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。取得的资信认证包括：江苏省信誉咨询企业（机构）AAA 级证书；通过 ISO9001(2008 版)质量体系认证。此外，公司还获得江苏省质量技术监督局颁发的《资质认定计量认证证书》、中国合格评定国家认可委员会颁发的《实验室认可证书》、江苏省建设厅颁发的《建设工程质量检测机构资质证书》等证书。

表 6：苏文科及其子公司主要工程资质

所有权人	证书名称	核定范围	级别	颁发单位
苏文科	工程勘察证书	工程勘察综合类	甲级	住建部
		公路行业（公路、特大桥梁、特长隧道、交通工程）专业	甲级	住建部
	工程设计资质证书	市政行业（轨道交通工程、道路工程、桥梁工程）专业	甲级	住建部
		水运行业（港口工程、航道工程）	乙级	住建部

	建筑行业（建筑工程）	甲级	住建部	
	市政行业（给水工程、排水工程）专业	乙级	江苏住建厅	
	环境工程（水污染防治工程、物理污染防治工程）专项	乙级	江苏住建厅	
	电力行业（变电工程）专业	丙级	江苏住建厅	
	风景园林工程设计专项	乙级	江苏住建厅	
工程咨询单位 资格证书	公路：规划咨询、编制项目建议书、编制项目可行性研究报告、项目申请报告、资金申请报告、评估咨询、工程设计、工程项目管理（全过程策划和准备阶段管理）； 生态建设和环境工程：编制项目建议书、编制项目可行性研究报告、项目申请报告、资金申请报告； 水文地质、工程测量、岩土工程：编制项目建议书、编制项目可行性研究报告、项目申请报告、资金申请报告、工程设计。	甲级	发改委	
	水文地质、工程测量、岩土工程：工程项目管理（全过程策划和准备阶段管理）；生态建设和环境工程：评估咨询	乙级	发改委	
	城市规划、铁路、城市轨道交通、机械、通信信息：规划咨询、编制项目建议书、编制项目可行性研究报告、项目申请报告、资金申请报告、评估咨询；			
	港口河海工程、市政公用工程（市政交通）规划咨询、编制项目建议书、编制项目可行性研究报告、项目申请报告、资金申请报告、评估咨询、工程设计*、工程项目管理（全过程策划和准备阶段管理）；	丙级	发改委	
	生态建设和环境工程：规划咨询； 水文地质、工程测量、岩土工程：规划咨询、评估咨询			
常州监理	公路水运工程 试验检测机构 等级证书	水运工程结构类 水运工程材料类 公路工程桥梁隧道工程 公路工程综合甲级工程试验检测 公路工程交通工程	甲级 甲级 专项 甲级 专项	交通部 交通部 交通部 交通部 交通部
	建设项目环境 影响评价资质 证书	环境影响报告书类别：交通运输；环境影响 报告表类别：一般项目环境影响报告表	乙级	国家环保总局
	地质灾害治理 工程设计单位 资质	地址灾害治理工程设计 地质灾害危险性评估	丙级 丙级	国土资源厅 国土资源厅
	交通建设工程 监理企业资质 等级证书	在全国范围内从事一、二、三类公路工程、 桥梁工程、隧道工程项目的监理业务 在全国范围内从事中、小型水运工程项目的 监理业务	公路工程甲级 水运工程乙级	交通部 交通部
工程监理企业 资质等级证书	可以开展相应类别建设工程的项目管理技术咨询等业务	市政公用工程 监理乙级	江苏省住房 和城乡建设 厅	
公路水运实验	公路工程综合	公路工程综合	交通厅工程质	

检测等级证书		丙级	量监督站
燕宁咨询	交通建设工程 监理企业资质 等级证书	在全国范围内从事一、二、三类公路工程、桥梁工程、隧道工程项目的监理业务	公路工程甲级 交通运输部
	常州设计 院	公路专业的规划咨询、编制项目建议书、编制项目可行性研究报告、项目申请报告、资金申请报告、评估咨询、工程设计	乙级 发改委
燕宁公路	工程咨询单位 资格证书	港口河海工程：规划咨询、编制项目建议书、编制项目可行性研究报告、项目申请报告、资金申请报告	丙级 发改委
		市政公用工程（道桥、桥隧、公共交通）：规划咨询、编制项目建议书、编制项目可行性研究报告、项目申请报告、资金申请报告、评估咨询	丙级 发改委
	工程施工总承包	公路工程施工总承包（二级）、市政公用工程施工总承包（二级）、桥梁工程专业承包（二级）、公路路面工程专业承包（二级）、公路路基工程专业承包（二级）、公路养护工程专业承包（二级）、特种工程专业承包（不分等级）	二级资质证书
江苏建工 院	工程设计资质证书	建筑行业（建筑工程）	甲级 住建部
通正检测	公路水运工程 试验检测机构 等级证书	公路工程综合	乙级 江苏省交通厅工程质量 监督站

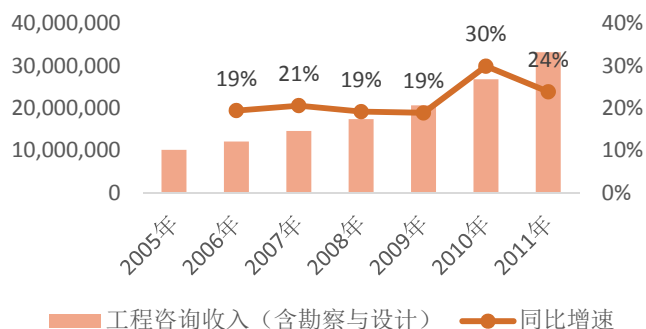
资料来源：公司公告，宏源证券研究所

二、传统工程咨询行业保持平稳增长

（一）行业总体概况

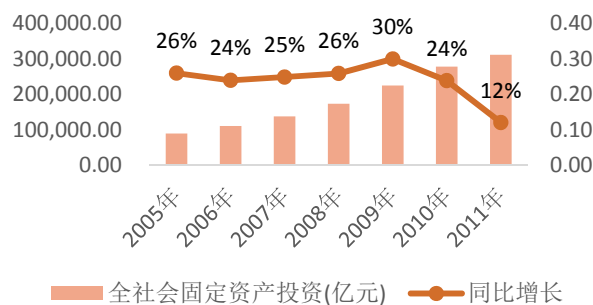
工程咨询行业增速预计达 20%，2015 年市场规模约 5800 亿元。工程咨询行业处于项目前端，未来行业规模和增速与固定资产投资高度相关。考虑到工程咨询取费以工程总价的相应比例收取，且近年来收费标准未呈现显著下降趋势，预计未来工程咨询企业总收入平均增速将不低于固定资产投资增速。根据国家统计局已公布数据，自 2005 年至 2011 年，勘察设计行业工程咨询业务（含勘察与设计业务、不包含工程施工收入）营收年复合增长率达 21.89%，对应期间固定资产投资年复合增长率达到 23.3%。考虑到“十一五”期间四万亿经济刺激计划带来的高基数以及转型背景下经济发展以调结构为主基调，预计固定资产投资增速相对于“十一五”期间将有所放缓，增速将落在 15%-20% 之间。如果以 2011 年工程咨询（勘察设计）行业营收 3321.46 亿元为基数，预计“十二五”期间复合增速在 15% 左右，则至 2015 年工程咨询设计行业产值将达 5809.25 亿元。

图 11: 2005-2011 年工程咨询营业收入



资料来源: 国家统计局, 宏源证券研究所

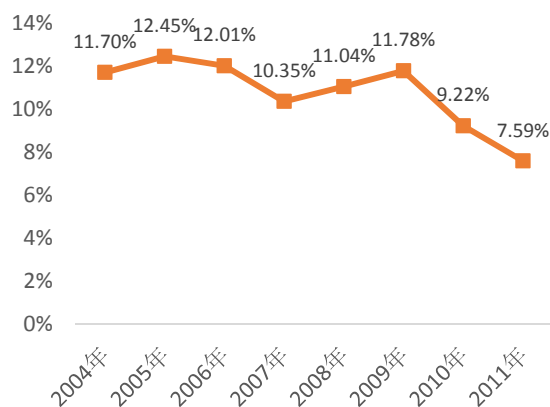
图 12: 2005-2011 年全社会固定资产投资



资料来源: 国家统计局, 宏源证券研究所

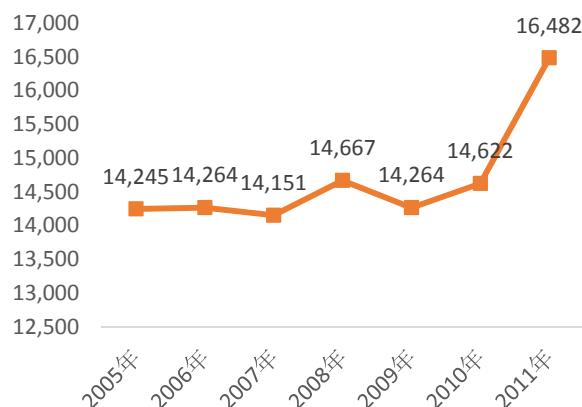
行业竞争加剧，集中度低为公司带来外延扩张空间。ENR 设计 60 强企业市场集中度近三年逐步降低，CR60 从 2009 年的 11.78% 下降至 2011 年 7.59%。勘察设计机构数量大幅增加，行业整体竞争日趋激烈，一方面是由于行业本身具有较强的地域性，优势企业外部扩张区域壁垒明显。此外由于市场主体包含大部分地方设计院，性质以事业单位居多，市场化运作动力不足，行业并购整合不够活跃，随着“事改企”的推进以及部分大型勘察设计企业的上市，行业并购整合进程有望加快。这将为苏交科带来广阔的地域拓展空间。

图 13: 2004-2011 年 ENR60 市场集中度



资料来源: 国家统计局, 宏源证券研究所

图 14: 2005-2011 年勘察设计机构单位数



资料来源: 国家统计局, 宏源证券研究所

(二) 细分子行业概况

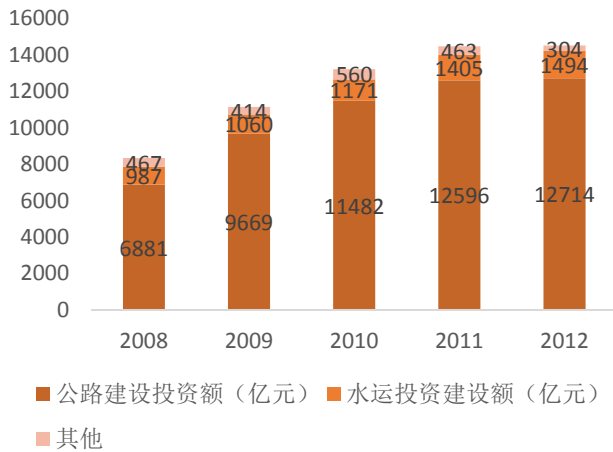
1、公路: 市场规模平稳提升, 检测业务有望放量

公路历年来是交通固定资产投资总额的主体, 2008 年至 2012 年平均占比在 86% 左右, 公路作为地面交通系统的主要组成部分, 未来这一趋势有望得以延续。

预计未来三年公路建设投资增速将平稳增长, 十二五公路投资有望上调至 6.8 万亿。“十二五”期间中国交通建设投资总规模约 6.2 万亿元, 根据历年公路建设投资额占比在 85% 左右, 根据此测算, 则“十二五”期间公路建设投资额规模将达 5.3 万亿。考虑到 2011、2012 年公路建设投资额分别为 1.26 万亿、1.27 万亿, 2013 年 1-9 月 0.94 万亿, 因此截止目前公路投资已完成 3.47 万亿, 根据历年规划公路投资年均平稳增长的规律, 我们判断 14、15 年公路投资将保持平稳增长, “十二五”期间公路总投资有望达上调至 6.8 万亿。

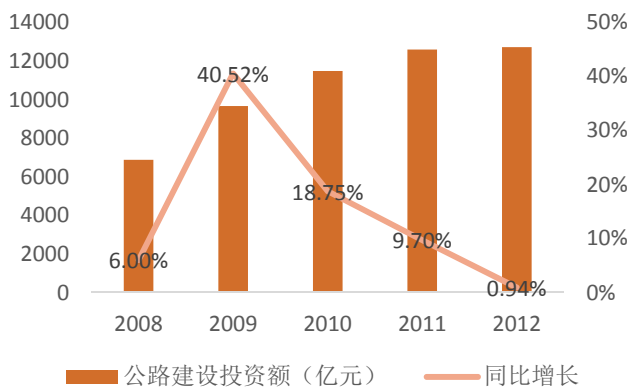
“十二五”期间公路设计咨询市场规模约 3400 亿-4800 亿，年均约 680-950 亿。参照公路咨询收费标准，项目前期规划、预可、工可、初步设计及施工图都属于设计咨询业务范围，上述领域占投资总额比例约 2%；项目建设期间的监理，检测，科研，技术服务等业务占投资总额比约在 3-5%，因此，设计咨询费用占工程造价比例在 5%-7%之间，由此估算“十二五”期间公路设计咨询市场规模年均约 680 亿-950 亿。

图 15: 2008-2012 年交通固定资产投资



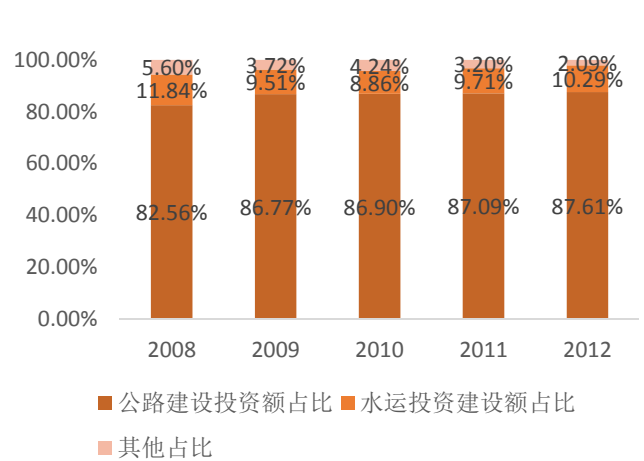
资料来源: 交通运输行业发展统计公报, 宏源证券研究所

图 17: 2008-2012 年公路建设投资额



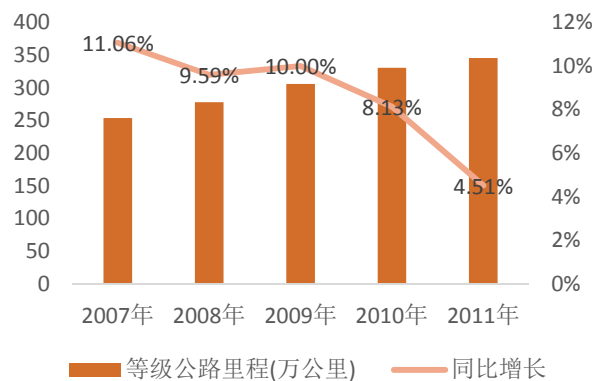
资料来源: 国家统计局, 宏源证券研究所

图 16: 2008-2012 年交通固定资产投资结构



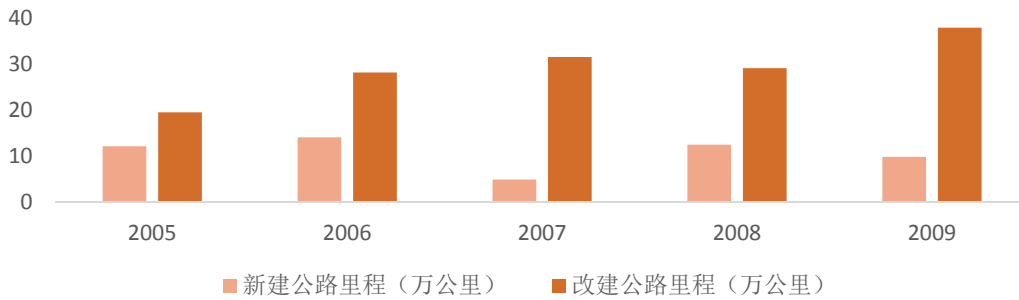
资料来源: 交通运输行业发展统计公报, 宏源证券研究所

图 18: 2007-2011 年等级公路里程



资料来源: 国家统计局, 宏源证券研究所

公路改扩建咨询市场空间广阔，年均创造产值 245-390 亿元。随着我国公路建设事业的快速发展，不少先期建成路段由于设计标准较低，已经无法适应目前大交通量通行要求，需要通过改建、扩建、提升路面等级等措施进行完善。2005 年以来，我国每年改建公路总里程均超过新建公路里程，改扩建一条公路的投资成本甚至比当年新建成本更高，交通工程咨询业务需求在改扩建领域也更为广阔。“十二五”期间，每年实施国省道大中修工程比例目标将由 13% 提高到 17%，截止到 2012 年，我国公路总里程约 423.75 万公里，等级公路 360.96 万公里，国省道按分类属于一级公路，根据一级公路里程占等级公路里程约 5-8% 之间，在每年 15% 进行改扩建工程，则每年创造工程咨询产值达 245-390 亿元。

图 19: 2005-2009 年新建改建公路里程

资料来源: 招股说明书, 宏源证券研究所

表 7: “十二五”规划中国道改造工程

区域	建设重点	建设对象
东中部地区	扩容改造和纳入国家高速公路网未完工程和部分跨海大桥为重点 以路网加密、与周边地区联网的断头路为重点	重点改造交通拥挤的 G103、G104、G105、G107 四条射线和 G204、G205 两条纵线
西部地区	仍以国家高速公路网为建设重点	西部地区重点加强 G108、G212、G213、G214、G219、G317、G322、G323、G326 等九条建设相对滞后国道的升级改造

资料来源: 交通运输部“十二五”发展规划, 宏源证券研究所

低等级道路有望纳入检测体系, 国省道检测频次有望增加。“十二五”期间, 将全面推广多功能路况快速检测系统, 定期检测国省道路况。一是进一步完善路况检测指标, 增加公路几何线形、地理位置、沿线设施等信息的数据采集功能, 并应用到公路资产的科学化养护管理中。二是提高数据采集的频率和准确性, 将路况快速检测系统的适用范围从路网级大规模宏观路况检测扩展到项目级的损坏数据精细检测。三是开发操作方便、成本低廉、功能实用的路况快速检测系统系列装备, 为农村公路和低等级路网的科学化养护管理提供技术支撑。

表 8: “十二五”公路建设指标

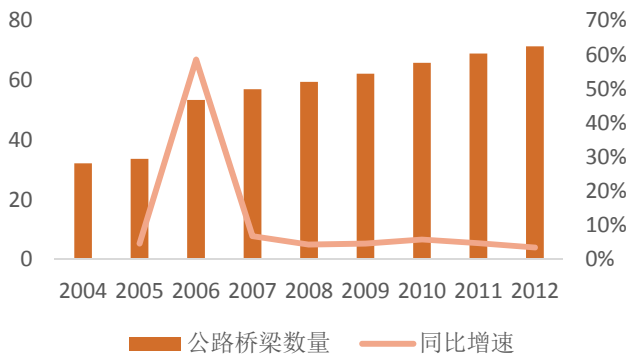
主要指标	2010	2015
公路网总里程 (万公里)	398.4	450
高速公路总里程 (万公里)	7.4	10.8
国家高速公路通车里程* (万公里)	5.8	8.3
高速公路覆盖 20 万以上城镇人口城市比例 (%)	80	≥90
二级及以上公路总里程 (万公里)	44.5	65
国道二级及以上公路比例** (%)	60	≥70
每年实施国省道大中修工程比例 (%)	13	≥17

资料来源: 交通运输部“十二五”发展规划, 宏源证券研究所

2、桥梁: 检测周期缩短, 存量检测业务成长可期

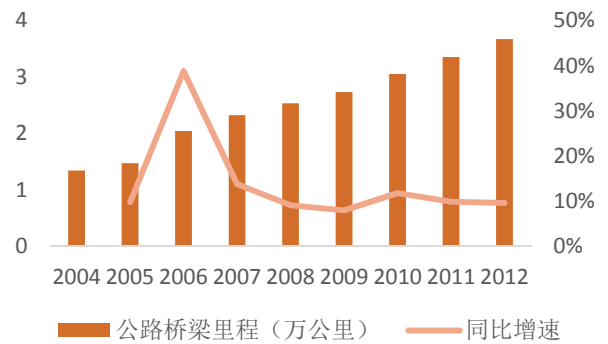
公路桥梁建设在公路建设带动下稳步增长。公路桥梁数量由 2004 年的 32.16 万座增加到 2012 年的 71.34 万座, 同比增长 122%, 年均复合增长率达 10.48%。公路桥梁长度由 2004 年 1.34 万公里增加至 2012 年 3.67 万公里, 增速为 173.88%, 年均复合增长率达 13.42%。

图 20: 2004-2012 年我国公路桥梁数量



资料来源: 交通运输行业发展统计公报, 宏源证券研究所

图 21: 2004-2012 年我国公路桥梁里程数



资料来源: 交通运输行业发展统计公报, 宏源证券研究所

江苏省作为桥梁建设大省, 为桥梁检测市场提供了广阔的市场空间。江苏境内公路桥梁大约 24,800 座, 同时交通运输“十二五”规划指出需进一步加大危桥改造力度, 按照技术规范要求严格实施安保工程, 桥梁检测维修需求旺盛。

随着中国的初始建设桥梁已逐步进入检测阶段, 未来三年, 桥梁检测业务有望迅速发展。大桥建设完工后一般在 20 年运行期后出现各类损坏情况, 此时需要通过检测来提供后续加工改造方案, 因为桥梁一般不可拆, 所以对于维保检测的专业性要求相对较高。中国的桥梁建设质量相对于国外稍差, 同时超载情况较多, 桥梁运行寿命期缩短, 检测周期相应也会缩短, 而根据实践, 新建桥梁在 10 年以后就陆续出现各类损坏病症, 需要进行检测维护。

3、水运: 沿海、内河建设咨询稳步增长

水运投资将在“十一五”基础上稳步增长。未来水运投资规划方向为加强沿海港口基础设施建设, 优化沿海港口结构与布局, 发挥内河水运对沿江产业布局的引导作用, 以高等级航道和主要港口为重点。

表 9: “十二五”长江干线航道建设重点

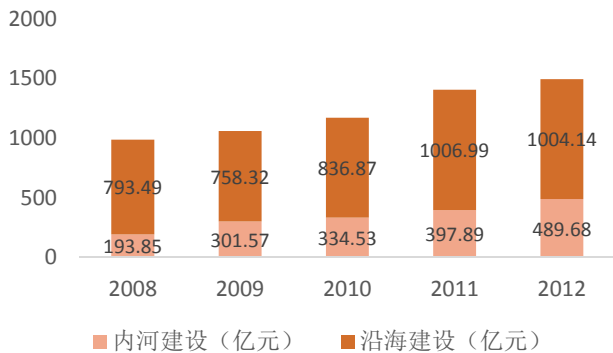
类型	建设重点
上游	实施水富至宜宾段三级航道建设工程, 将三级航道延伸至云南水富; 结合三峡后续规划, 适时推进三峡水库库尾航道治理; 实施三峡至葛洲坝两坝间乐天溪、莲沱等航道整治及配套设施建设工程, 结合优化水库调度、加强管理等手段, 改善两坝间通航条件。
中游	结合河势控制和防洪工程, 重点实施荆江河段(宜昌至城陵矶段)航道治理工程, 整治沙市、窑监、藕池口等主要碍航水道, 荆江河段航道等级由二级标准提高到一级标准, 航道水深由 3.0 米提高到 3.5 米; 城陵矶至武汉河段重点实施界牌水道二期、赤壁至潘家湾等河段航道整治工程, 提高通航标准, 航道水深由 3.2 米提高到 3.7 米。
下游	重点实施南京以下 12.5 米深水航道建设工程, 按照“整体考虑、自下而上、分段推进”的思路, 先期对福姜沙、通州沙、白茆沙水道进行治理, 南通以下航道水深达到 12.5 米; 实施仪征、和畅洲、口岸直等水道航道治理工程和后续完善工程, 加大维护力度, 力争开通南京以下 12.5 米深水航道。实施武汉至南京河段主要碍航水道航道治理, 武汉至安庆段航道水深由 4.0 米提高到 4.5 米, 安庆至芜湖段水深由 5.0 米提高到 6.0 米, 芜湖至南京段水深达到 7.5 米。

资料来源: 交通运输部“十二五”发展规划, 宏源证券研究所

“十二五”期间水运设计咨询总产值将达 500 亿, 年均产值约 100 亿。2012 年内河及沿海建设完成投资 1493.82 亿元, 近 5 年水运投资年复合增长率 10.9%。“十二五”期间沿海

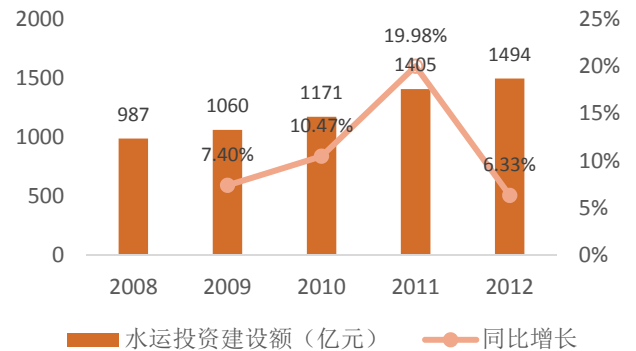
港口规划新增深水泊位 440 个，较 2010 年增长 24.8%，预计至 2015 年沿海投资规模将达 1200 亿。同时新增高等级航道约 3000 公里，较 2010 年增长 30%，改善三级及以上航道 800 公里，预计 2015 年内河建设投资将达 520 亿。预计整个“十二五”期间水运建设将达 8300 亿，设计咨询产值将达 500 亿。

图 22: 2008-2012 年水运投资建设结构



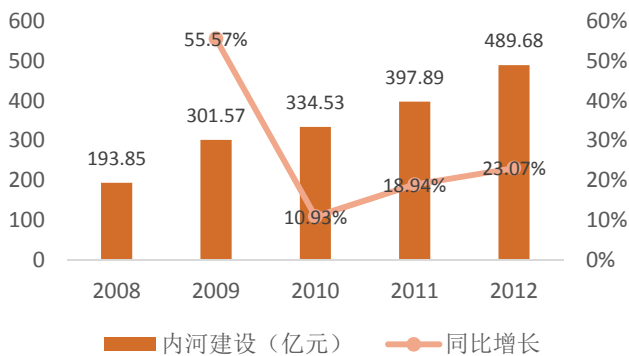
资料来源: 交通运输行业发展统计公报, 宏源证券研究所

图 23: 2008-2012 年水运投资额



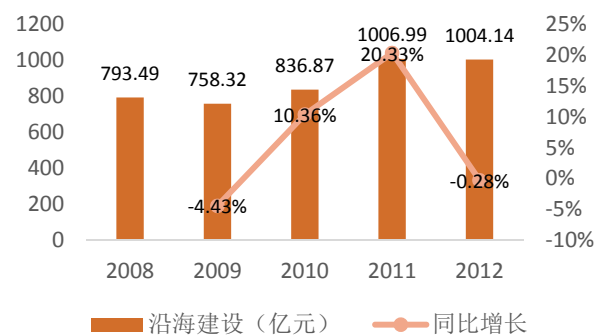
资料来源: 交通运输行业发展统计公报, 宏源证券研究所

图 24: 2008-2012 年内河投资额



资料来源: 交通运输行业发展统计公报, 宏源证券研究所

图 25: 2008-2012 年沿海建设投资额



资料来源: 交通运输行业发展统计公报, 宏源证券研究所

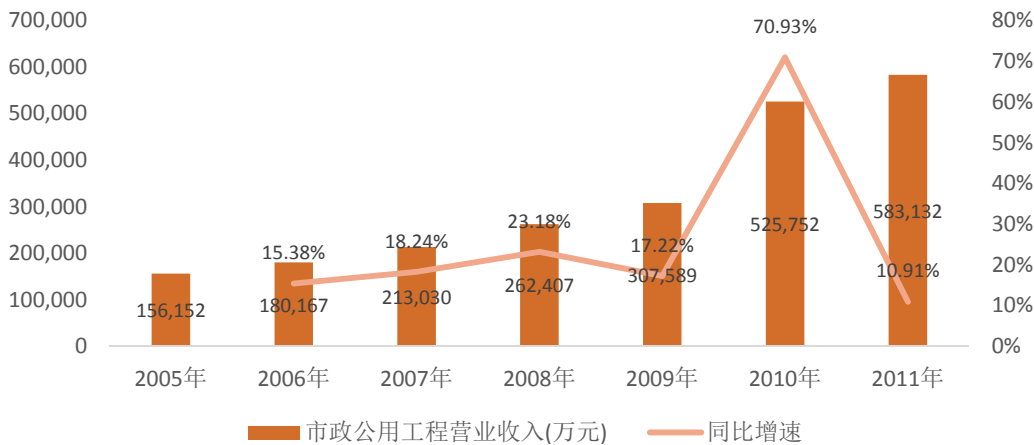
4、市政: 历史欠账催生新空间

市政建设将成为城市建设新热点。新型城镇化背景下，城市建设涉及大量市政基础业务，包括城市规划发展战略规划研究、城市道路、管网规划、景观设计、交通节能减排、解决城市公共交通拥堵、建立和完善城市公共智能交通综合解决方案等。

预计“十二五”间市政建设将伴随城市化进程进入快速增长期，设计咨询总产值将达 1300 亿，年均产值 280 亿元。市政公用工程企业营收从 2007 年 104.68 亿增长至 2012 年 233.37 亿元，年复合增长率达 17.39%，随着城镇化的深入以及城市化率市政业务仍有平稳增长空间，预计“十二五”期间市政咨询 CAGR 在 10-15%左右，至 2015 年市政设计产值在 310-355 亿区间，年均市政咨询产值约 280 亿。

市政业务集中度比较分散，区域性强。公司从 04 年开始涉足市政业务，09 年开始加速发展，虽在省内份额排名前列，但份额不足 5%，整个市场集中度较低。市政较公路行业结构更为零散，主要原因是市政涉及到地下管网，而地下管网及空间分布作为基础数据，是开展其它市政建设项目的的基础；因此，市政领域区域性极强，业务粘性较高。

图 26: 2005-2011 年市政公用工程企业营收



资料来源: 国家统计局, 宏源证券研究所

5、轨道交通：交通基建新领域，开拓长期增长点

“十二五”期间城市轨道交通投资额将达到一万亿，设计咨询行业总产值将达 600 亿，年均产值达 120 亿元。根据交通部《城市公共交通“十二五”发展规划纲要》，“十二五”末全国城市轨道交通线路运营里程达到 3300 公里。全国“十一五”期间完成建设 1,500 公里左右，十二五期间预计新增 2000 公里，较十一五期间增长 133%，以每公里 5 亿元造价估算，十二五期间城市轨道交通投资额将达到一万亿左右，年均投资达 2000 亿，城市轨道交通设计咨询行业总产值将达 600 亿元。

表 10: “十二五”城市公共交通发展目标

类型	具体目标
300 万人口以上城市	到“十二五”末，建成以轨道交通为骨干、以城市公共汽电车为主体的城市公共交通服务网络，公共交通出行分担率达到 35%以上。公共汽电车平均营运时速达到 15 公里以上，公共交通准点率较 2010 年提高 20%，万人公共交通车辆拥有量达到 15 标台以上。1000 万人口以上的城市基本建成城市轨道交通网络，公共交通出行分担率达到 40%以上。
100-300 万人口城市	到“十二五”末，基本建成以公共汽电车为主体，轨道交通和快速公交（BRT）适度发展的公共交通服务网络，公共交通出行分担率达到 25%以上。公交车辆平均营运时速达到 20 公里以上，公共交通准点率较 2010 年提高 20%，万人公共交通车辆拥有量达到 12 标台以上。
100 万人口以下城市	到“十二五”末，建立完善的以公共汽电车为主体的城市公共交通服务网络，公共交通出行分担率达到 15%以上，公交车辆平均营运时速达到 25 公里以上，万人公共交通车辆拥有量达到 10 标台以上。

资料来源: 交通运输部“十二五”发展规划, 宏源证券研究所

“十一五”期间江苏省城市轨道交通建设步伐加快，苏文科积极发展省内业务，夯实城轨业务基础。“十一五”期间，江苏城市轨道交通完成投资约 350 亿元，是“十五”期间的 4.1 倍，年均增长 32.7%，运营里程增加近 3 倍，达到 85 公里，目前在建里程 142 公里。南京、苏州、无锡都在进行轨道交通建设，开工城市数量与广东并列第一。其中，南京市已建成轨道交通“十字形”网络骨架，运营里程 85 公里，排名全国第五，目前轨道交通 3 号线一期在建，在建里程 35 公里；苏州、无锡全面启动了轨道交通网络骨架建设，各有 2 条线路在建，在建里程分别为 52 和 55 公里。此外，常州、徐州等一批城市启动了规划建设前期工作，全省城市轨道交通规划里程约 1000 公里。

表 11: 江苏省城市轨道交通建设情况

性质	名称	里程
建成运营	南京市轨道交通 1 号线	22
	南京市轨道交通 1 号线南延线	25
	南京市轨道交通 2 号线及东延线	38
	苏州市轨道交通 1 号线	26
在建	南京市轨道交通 3 号线一期	35
	苏州市轨道交通 2 号线	26
	无锡市轨道交通 1 号线	29
	无锡市轨道交通 2 号线	26

资料来源: 江苏省轨道交通“十二五”及中长期发展规划, 宏源证券研究所

“十二五”期间江苏省轨道建设有望继续领跑全国, 省内业务持续受益, 省外城轨业务取得突破性进展。“十二五”期间, 江苏将启动建设沿江地区城际轨道建设, 同时, 南京都市圈和苏锡常都市圈城际轨道建设全面启动, 新开工里程约 160 公里, 期末建成运营约 80 公里。全省 5 大城市开展城市轨道交通建设, 新增运营里程超过 200 公里, 运营线路总规模达 300 公里左右; 南京形成“两纵三横”网络骨架, 苏州、无锡形成“十字形”网络骨架, 常州、徐州也启动建设。省外方面, 公司参与了武汉 3 号线以及昆明地铁土建和检测业务, 说明公司城轨技术已受市场认可, 近日中标哈尔滨地铁 2 号线, 未来省外份额加速上升可期。

表 12: 苏文科已披露城轨项目

性质	工程项目
省内	苏州地铁 2 号线土建设计
	无锡地铁 2 号线土建设计
	南京地铁 3 号线土建设计
	南京地铁 4 号线土建设计
	南京地铁 3 号线、10 号线车辆段、停车场设计
	无锡地铁 2 号线车辆段、停车场设计
	南京地铁检测中心
省外	昆明地铁检测中心
	昆明地铁首期工程土建设计
	武汉地铁 3 号线土建设计
	哈尔滨地铁 2 号线

资料来源: 公司网站, 宏源证券研究所

目前城市轨道交通领域排名前列的参与者主要是广州地铁设计研究院, 北京城建设计研究总院, 中铁第四勘察设计院集团有限公司, 其主要城轨业务如下表。随着苏文科在城轨领域的不断进步, 未来有望与此类企业展开更持续的竞争。

表 13: 城市轨道交通主要参与者承接项目

公司名称	名称
广州地铁设计研究院	苏州轨道交通 2 号线
	广州市轨道交通 4、6、9 号线
	福州地铁 2 号线勘察项目
	南昌轨道交通 2 号线

西安轨道交通 4 号线
深圳轨道交通 9 号线
长沙轨道交通 4 号线

北京城建设计研究总院	北京轨道交通 5 号线雍和宫站 北京轨道交通 10 号线黄庄车站 南京轨道交通 2 号线新街口站 武汉轨道交通 2 号线洪山广场站 上海轨道交通 7 号线肇嘉浜路站 广州轨道交通 2 号线江南西站 南京轨道交通 2 号线东延线仙鹤门站 深圳轨道交通 4 号线红山站 北京地铁 10 号线三元桥站~亮马河站盾构区间 武汉轨道交通 2 号线洪山广场站~中南路站区间工程 德黑兰轨道交通 1、2 号线工程 德黑兰轨道交通 1 号线北延线工程 越南河内吉灵-河东线
中铁第四勘察设计院集团有限公司	苏州地铁 1 号线 武汉轨道交通 1 号线 佛山新型轨道交通项目 无锡轨道交通 1 号线 长沙轨道交通 3 号线一期总体总包 郑州轨道交通 1 号线二期勘察设计总承包 昆明轨道交通首期工程

资料来源：公司网站，宏源证券研究所

根据测算，“十二五”期间公路桥梁、水运、市政、城市轨道合计设计咨询总产值将达 4650 亿，公路桥梁仍占据主要份额，达 3150 亿。城市轨道居次，达 600 亿。具体数据见表 14。

表 14：设计咨询子行业“十二五”期间年均总产值预测

子行业	总产值	测算方法
公路桥梁	1340 亿	以公路投资 6.8 万亿、改扩建投资 1.3 万亿预测
水运	100 亿	以 2012 年水运投资 1494 亿预测
市政	280 亿	以市政咨询收入增速 10% 预测
城市轨道	120 亿	以轨道交通投资总额 1 万亿预测
合计	1840 亿	

资料来源：宏源证券研究所

三、新领域方兴未艾，成长可期

（一）智能交通：智慧城市重要支撑点

2013 年以来，智慧城市试点范围进一步扩大，在 2012 年首批 90 个城市基础上增加 103 个城市，智慧城市建设正倍速增长。而交通作为城市智能运转的脉络，在智慧城市的建设

过程中占据不可或缺的地位，智能交通将伴随智慧城市建设的铺开进入高速增长期。而苏文科作为国内首家上市的交通工程咨询类企业，凭借其在交通领域的多年积累与沉淀，将在智能交通行业形成天然的竞争优势。

表 15: 2013 智慧城市试点名单

省份	城市
北京	北京经济技术开发区、房山区长阳镇
天津	武清区、河西区
重庆市	永川区、江北区
河北省	唐山市曹妃甸区、唐山市滦南县、保定市博野县
山西省	阳泉市、大同市城区、晋城市、朔州市怀仁县
内蒙古自治区	呼伦贝尔市、鄂尔多斯市、包头市石拐区
黑龙江省	齐齐哈尔市、牡丹江市、安达市
吉林省	四平市、榆树市、长春高新技术产业开发区、白山市抚松县、吉林市船营区搜登站镇
辽宁省	营口市、庄河市、大连市普湾新区
山东省	烟台市、曲阜市、济宁市任城区、青岛市崂山区、青岛高新技术产业开发区、青岛中德生态园、潍坊市昌乐县、平度市明村镇
江苏省	南通市、丹阳市、苏州吴中太湖新城、宿迁市洋河新城、昆山市、徐州市丰县、连云港市东海
安徽省	阜阳市、黄山市、淮北市、合肥高新技术产业开发区、宁国港口生态工业园区、六安市霍山县
浙江省	杭州市拱墅区、杭州市萧山区、宁波市（含海曙区、梅山保税港区、鄞州区咸祥镇）、宁波市宁海县、临安市昌化镇
福建省	莆田市、泉州台商投资区
江西省	新余市、樟树市、共青城市、上饶市婺源县
河南省	许昌市、舞钢市、灵宝市
湖北省	黄冈市、咸宁市、宜昌市、襄阳市
湖南省	岳阳市岳阳楼区、长沙市长沙县、郴州市永兴县、郴州市嘉禾县、常德市桃源县漳江镇
广东省	肇庆市端州区、东莞市东城区、中山翠亨新区
广西壮族自治区	南宁市、柳州市（含鱼峰区）、桂林市、贵港市
云南省	红河哈尼族彝族自治州蒙自市、红河哈尼族彝族自治州弥勒市
贵州省	贵阳市、遵义市（含仁怀市、湄潭县）、毕节市、凯里市、六盘水市盘县
甘肃省	兰州市、金昌市、白银市、陇南市、敦煌市
四川省	绵阳市、遂宁市、崇州市
西藏自治区	林芝地区
陕西省	宝鸡市、渭南市、延安市
宁夏回族自治区	银川市、石嘴山市（含大武口区）、银川市永宁县
新疆维吾尔自治区	乌鲁木齐市、克拉玛依市、伊宁市

资料来源：住建部，宏源证券研究所

智能交通系统（ITS）是将先进的信息技术、数据通讯传输技术、电子传感技术及计算机软件处理技术等有效地集成运用于整个地面交通管理系统而建立的一种在大范围内、全方位发挥作用的高效、便捷、安全、环保、舒适、实时、准确的综合交通运输管理系统，是

一种提高交通系统的运行效率、减少交通事故、降低环境污染，信息化、智能化、社会化、人性化的新型交通运输系统。它将有助于最大程度地发挥交通基础设施的效能，提高交通运输系统的运行效率和服务水平，为公众提供高效、安全、便捷、舒适的出行服务。

表 16: 智能交通系统子系统

子系统	简介
智能化交通信息服务系统	即面向公众的智能交通信息服务系统。
智能化车辆控制系统	包括车载通讯设备、电子地图、全球定位系统、紧急制动、危险防护警告系统、防盗报警系统等。
智能交通管理系统	包括智能交通管制系统、动态路径引导系统、智能信号系统、公共交通优先系统、智能车辆管理等。
智能收费系统	自动识别、不停车自动收费。
智能应急管理系统	即紧急情况处理系统
智能公共交通运营系统	包括高速公路、城市轨道交通、铁路、航运、空运的中央管理控制、指挥调度、信号信息系统。
智能商用车辆运营系统	货运及车队的调度、管理

资料来源：“十二五”交通发展科技规划，宏源证券研究所

智能交通高速发展是大势所趋，大数据的发展为其提供技术支持。随着经济快速发展以及城镇化进程的加快，城市机动车数量大幅增加。交通拥堵、污染日益严重，交通事故频发，这些日益严重的“城市病”，成为阻碍城市进一步发展的瓶颈。从中央到地方政府，都对智能交通行业给予了更大的关注：公安部《道路交通安全管理科技发展“十二五”》对城市智能交通的建设提出了详细的目标，交通部也明确将智能交通列入了“十二五”九个重点发展方向之一。而数据是智能交通的基础，智能应用都是基于海量数据的实时获取和分析得以实现的，交通流量、速度、占有率、排队长度、行程时间、区间速度等是其中最为重要的交通参数。随着海量存储、无线宽带、实时定位等相关技术的不断成熟，智能交通系统最为倚重的交通检测基础数据来源有了更可靠的保障。“大数据”的进步给智能交通的发展提供了更加强劲的技术支持。

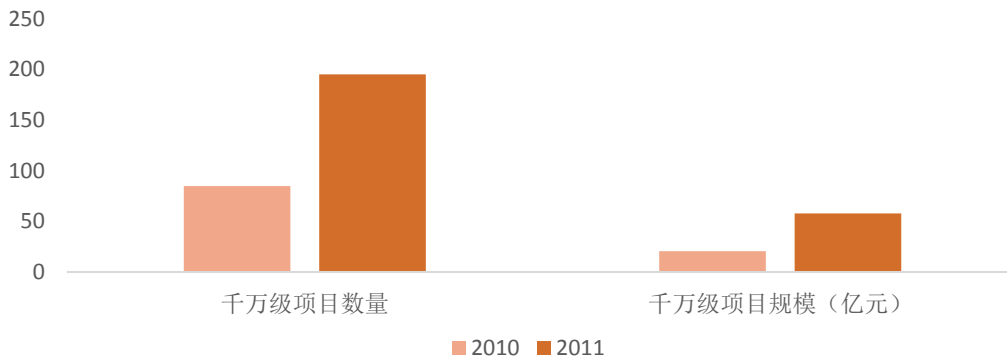
表 17: 2012-2013 年亿元级别智能交通项目

项目名称	项目金额	中标公司
保定市“平安城市”车辆查缉布控系统与重点部位监控系统项目	24980 万	山西中天信科技股份有限公司
青岛市城市道路智能交通管理服务系统	59957 万	青岛海信网络科技股份有限公司
北海平安城市二期项目社会治安监控系统和智能交通系统租用服务	22900 万	中国联合网络通信有限公司广西壮族自治区分公司
中标南海区第六期交通违法抓拍系统	11508 万	深圳市中盟科技股份有限公司
贵阳市公安交通管理局贵阳市视频监控平台项目	35779.9 万	青岛海信网络科技股份有限公司+贵阳海信电子有限公司
北京市公安局公安交通管理局全市公交专用道电子监控系统建设(BT)项目；公交专用道固定式电子监控设备及系统上端建设	11822 万	首都信息发展股份有限公司、富盛科技股份有限公司（联合体）
江门市公安智能交通控制中心建设项目	10100 万	青岛海信网络科技股份有限公司
遵义市城市报警与监控暨智能交通管理指挥平台建设工程	58618.18 万	大唐电信科技产业控股有限公司+北京航天长峰科技工业集团有限公司

资料来源：中国交通技术网，宏源证券研究所

智能交通有望保持年复合 30% 以上增速，2015 年有望达到 350 亿市场规模。统计数据显示，我国建设智慧城市领域直接投资已经超过 3000 亿元，预计“十二五”期间该领域投资有望突破 5000 亿元。智能交通作为未来智慧城市标配，将持续受益。2012 年城市智能交通总规模 163 亿，较 2011 年增长 21%。《交通运输行业智能交通发展战略(2012-2020 年)》提出，支持和引导带动性强、集中度高的大企业以及有技术专长的中小企业的发展，在交通运输信息服务、运营管理和电子支付领域实现产业突破，争取 2020 年相关产值过千亿元。

图 27: 2010-2011 智能交通千万级别项目



资料来源：中国交通技术网，宏源证券研究所

中国智能交通产业项目单体规模逐年提升，二三线城市开始发力。2011 年千万级项目数量共 195 项，总规模约 57.9 亿元，同比增长分别为 129%、180%。2012 年千万级项目平均规模 2900 万，较 2011 年增长 400 万，千万级项目占全年市场总规模 42%；而千万级以下项目平均规模也达 330 万。进入 2013 年，亿元级别项目开始显现。其中青岛市城市道路智能交通管理服务系统单体项目金额达 6 亿元。除一线城市持续大力投入外，二三线城市智能交通投资加速，千万级别项目数量有望快速增长，未来市场空间巨大。智能交通行业 2012 年 CR4 为 16%，比 2011 年上升近 2 个百分点，市场集中度进一步提高。

表 18: 2012 年智能交通行业主要并购案例

并购方	被并购方	并购目的
易华录	济南京翔智能交通系统有限公司	加强在交通信号产品线的实力
中国智能交通系统有限公司(CIC)	北京四通	加强智能交通系统集成的实力
北京数字政通	北京汉王	加强在智能交通和平安城市的市场布局

资料来源：宏源证券研究所

子公司苏科畅联专攻智能交通系统研发设计，持续受益省内智能交通投资。从中标情况来看，智能交通呈现出较强的地域性，立足江苏，逐步向省外扩张仍是此块业务未来发展的路径。江苏是我国智能公交发展较快地区，未来市场潜力来看，2012 年南京被确定为首批 15 个“公交都市”示范城市之一，而智能公交建设是“公交都市”的重要内容。根据规划，南京智能公共交通系统的总投资约 1.5 亿元。非省会城市 BRT 建设需求旺盛，规划内容合计建设里程约为 220 公里，共约投资 45 亿左右。如果每条 BRT 线路都建设完善的安全门系统、运营调度系统、公交优先系统、售检票系统，那么 BRT 智能系统投资约 4 亿元。苏文科子公司江苏苏科畅联科技有限公司，专注移动智能公交，公路桥梁检测等领域，已在省内积累大量业务经验，未来有望持续为公司利润做出贡献。

表 19: 苏科畅联主要智能交通项目

产品类型	项目名称
移动智能公交抓拍系统	成都市公交移动智能图像识别系统
	苏州公交场站管理有限公司移动智能公交抓拍系统
	南京移动智能公交抓拍系统
公路（桥梁）超限监测系统	江苏宿迁轴载数据采集分析系统、不停车检测系统；
	江苏镇江、常州、连云港、淮安、无锡不停车检测系统；
结冰预警系统	南京绕越公路秦淮河大桥结冰预警

资料来源：公司网站，宏源证券研究所

表 20: 2013 年下半年江苏省主要智能交通项目

时间	项目	金额
2013.11	高清卡口建设项目	1 亿
2013.09	电子警察项目	3500 万
2013.09	交通服务智能化平台项目	6000 万
2013.08	道路卡口监控系统采购项目	1400 万
2013.08	万高速公路全程监控系统	1200 万
2013.08	电子警察、卡口项目	2900 万
2013.07	交通监控工程	2300 万

资料来源：中国交通技术网，宏源证券研究所

表 21: 江苏省部分城市 BRT 建设情况

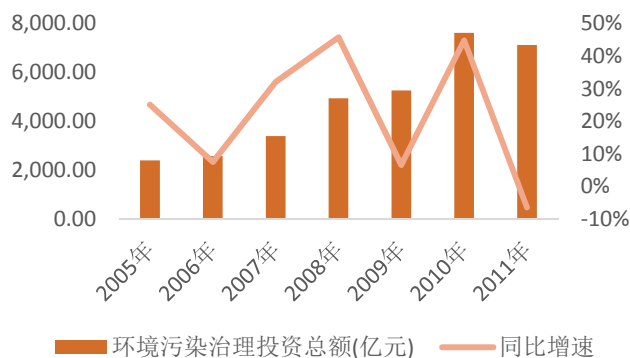
城市	规划建设	规划长度
徐州	十二五期间建设 2~3BRT 通道	20 公里
常州	已经开通 BRT1 号线和 2 号线，拟建 B3~B5	三条线全长 70 公里。五条线合计长度 120 公里。
淮安	BRT1 号线建设批复发布	26 公里
连云港	已开通“一主两环四支”的快速公交系统	136.9 公里

资料来源：江苏省轨道交通“十二五”及中长期发展规划，宏源证券研究所

（二）环保节能：合同能源管理，开启节能环保新机制

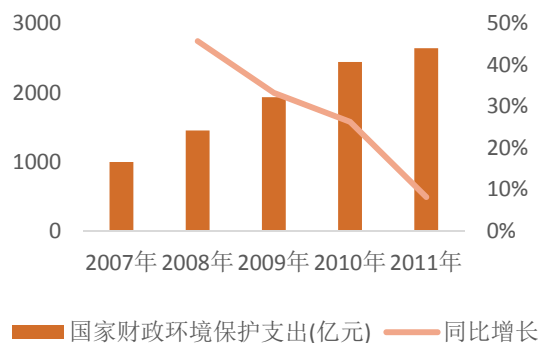
环保行业处于高速增长期，交通环保投资维持 30% 高增长。从城市环境基建投资来看，2007 年至 2011 年，投资额从 1468 亿增长至 4557 亿，年复合增长高达 33%，环保财政支出从 996 亿增加至 2441 亿，年复合增长率达到 25%。考虑到经济转型背景下，经济发展质量高于数量，预计未来三年环保投入将持续增长。2012 年全年公路水路交通运输行业环境保护投入 176 亿元，其中公路环境保护投入 152 亿元，港口 24 亿元。预计交通环保投资增速将在环保行业整体增速水平，预计未来三年年复合增长达 30%，至 2015 年交通环保市场规模有望达到 390 亿，其中公路环保投入 330 亿，港口 60 亿。

图 28: 2005-2011 年环境污染治理投资总额



资料来源: 国家统计局, 宏源证券研究所

图 29: 2007-2011 年国家财政环境支出



资料来源: 国家统计局, 宏源证券研究所

合同能源管理是一种基于市场的节能新机制, 即由用能单位与专业能源管理公司签订合同, 为其提供节能项目用能状况的诊断、设计、融资、改造、施工、设备采购、安装调试、运行管理、人员培训、节能量测量和验证等服务并保证节能量或节能率, 用能单位保证以节能效益向能源管理公司支付项目投资和合理利润的市场化节能机制。

政策加码, 合同能源管理市场规模已超 580 亿, “十二五” 期间将加速发展。2012 年 4 月, 国务院办公厅颁布《关于加快推行合同能源管理促进节能服务产业发展意见》的通知, 指出未来几年的发展目标, 即到 2012 年, 培育一批专业化节能服务公司, 发展壮大一批综合性大型节能服务公司。到 2015 年, 建立比较完善的节能服务体系, 合同能源管理成为用能单位实施节能改造的主要方式之一; 同时交通运输“十二五”规划指出, “十二五”期间, 国家将大力推广交通运输节能减排工程, 加速推广公路建设和运营节能减排技术, 实施公路隧道照明智能控制; 并逐步使合同能源管理成为交通运输行业节能技术服务市场的重要机制。未来合同能源管理将受到资金, 税收, 会计制度, 金融服务等方面的扶持。

表 22: “十二五” 交通运输节能减排示范推广工程

子工程	具体内容
营运车船燃料消耗量准入与退出工程	实施营运车辆燃料消耗量限值标准, 加快淘汰高能耗、高污染的运输车辆和船舶。
节能与新能源车辆示范推广工程	促进混合动力、纯电动、天然气等新能源和清洁燃料车辆在公共汽车和出租车领域的示范推广应用, 在城际客货运输和城市物流配送车辆中试点推广新能源和天然气车辆。
绿色驾驶与维修工程	大力推广绿色节能驾驶技术, 组织实施绿色维修工程。
智能交通节能减排工程	推广电子不停车收费技术、内河船舶免停靠报港信息服务系统, 建设物流公共信息平台、公众出行信息服务系统。
公路建设和运营节能减排技术推广工程	推广应用温拌沥青铺路技术、交通建设材料循环利用技术, 实施公路隧道通风照明智能控制、高速公路服务区、收费站等节能减排技术改造, 大力推进太阳能、风能等可再生能源利用, 建设低碳服务区等一批试点工程。
绿色港航建设工程	加快港口集装箱码头轮胎式集装箱起重机“油改电”和船舶靠港使用岸电技术改造, 积极推广太阳能、地热能等可再生能源利用。
合同能源管理推广工程	逐步使合同能源管理成为交通运输行业节能技术服务市场的重要机制。

资料来源: “十二五” 交通运输发展规划, 宏源证券研究所

子公司交科能源为公司在节能环保领域奠定良好的市场与技术基础, 未来将对公司业绩做出持续贡献。苏交科目前依旧充分发挥自身在交通领域的相对优势, 主攻综合交通枢纽的照明节能以及合同能源管理等项目, 下属子公司江苏交科能源科技发展有限公司, 主营

节能改造设计、咨询、施工，节能环保产品开发、销售、技术转让，合同能源管理、能源项目开发，为公司未来在节能环保领域的进一步拓展奠定良好的市场与技术基础。

四、国际工程咨询公司发展路径

本章我们对国际大型工程咨询公司 AECOM、FLUOR 的历史发展，工程咨询公司通过收购进行业务领域或区域扩张一直是工程咨询公司实现增长的重要手段，有效管理或通过整合实现协同效应，工程咨询公司的人均收入和人均利润依旧能持续保持同比增长。

（一）AECOM

1、公司介绍

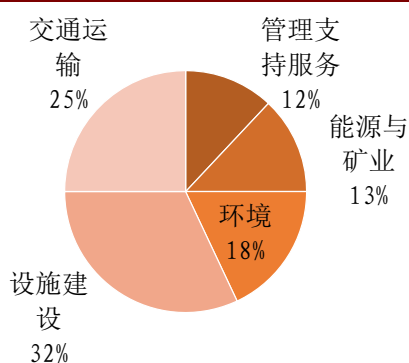
公司为 2013 年《工程新闻纪录》(ENR) 500 强设计公司排名第二，AECOM 自 1990 年成立以来在十几年的时间内迅速发展壮大。通过自身增长和并购策略，目前 AECOM 已成为向全球七大洲 125 个国家提供包括建筑、规划、设计、工程、石油与天然气、项目管理、交通运输、水务等超过 30 多个行业服务的咨询巨头，AECOM 于 2007 年在纽交所上市。2012 财年公司年收入达 80 亿美元，全球员工逾 45000 人。

图 30: AECOM 业务领域布局



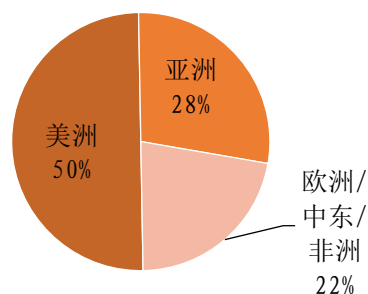
资料来源：公司年报，Bloomberg，宏源证券研究所

图 31: 2012 年营业收入行业占比



资料来源：公司年报，Bloomberg，宏源证券研究所

图 32: 2012 年营业收入地域占比



资料来源：公司年报，Bloomberg，宏源证券研究所

2、发展历程

1990 年，亚什兰 (Ashland) 集团的几名员工买断了该集团的工程类业务，在洛杉矶创立了私人公司 AECOM。当年亚什兰已是跨石油、化学、汽车、建筑等多个行业的世界 500

强公司。

2000年，AECOM 扩展了北美地区业务，并通过与 Maunsell Group 兼并将业务范围扩展到全球，包括香港、中国、英国、中东和澳洲。两年内，对水务工程公司 Metcalf & Eddy 和英国著名工程公司 Oscar Faber 的并购进一步扩大了 AECOM 的全球覆盖和业务领域。2005年其收购的两家公司——专注于环境和水务的 ENSR 国际公司和有着 60 多年历史的设计和景观规划公司 EDAW，使得 AECOM 业务领域更为多元，具备向全球市场提供多元化服务的能力。

2006 至 2010 年 AECOM 继续维持并购步伐，先后共收购 23 家公司，进一步加强其在建筑工程、环境、水务、项目管理、能源、经济咨询的业务能力，并引入水电技术、国际发展服务等业务线。2008 年 AECOM 收购年收入达 13 亿美元的 Earth Tech 公司，进一步巩固其在水务的核心竞争力。在业务扩张的同时，AECOM 也在完成地理上的扩张。在发展其原有北美、中东和亚洲市场的同时，AECOM 通过对三家欧洲公司的并购进军欧洲特别是东欧建筑设计和项目管理市场。

从 2011 年至今，AECOM 放慢了其收购兼并的速度，加强了对其之前涉猎较少地区的关注，包括印度、非洲和东南亚地区。

表 23: AECOM 并购路径

年份	数量	名称	年收入规模	人数	业务范围	注册地	主营业务	收购目的
2000	2	Maunsell Group	N/A	N/A	全球	英国	工程建筑	成为全球化公司
		Metcalf&Eddy	N/A	N/A	全球	美国	环境工程、水务	与原有环境业务相整合并扩展全球业务
		Transportation part of KPMG Consulting	N/A	N/A	美国	美国弗吉尼亚公司	交通运输	加强交通基础设施建设能力
2001	3	Halpern Glick Maunsell	N/A	N/A	澳大利亚	澳大利亚	工程建筑	完成余下 2/3 股权的收购
		Warren Group	N/A	N/A	英国	英国	水利工程	扩大业务版图
2002	2	Oscar Faber	N/A	N/A	英国	英国	设计、交通规划	与 Maunsell 合并, 扩大英国市场
		Alliance	N/A	N/A	美国	美国	建筑咨询	扩大美国市场
2004	1	PADCO Inc.	N/A	N/A	世界银行/USAID	美国	经济咨询	增加新业务线
2005	2	ENSR International	\$200 million	1600	全球 100 个国家	澳大利亚	环境、水务	与 AECOM 的水务和环境业务相结合发挥协同优势

		EDAW	\$150 million	1200	美国/英国/ 澳大利亚/ 香港/中国	美国旧金山	城市设计规 划, 建筑, 文化环境	将 EDAW 的规划技术 与 AECOM 的设计和 项目管理能力相结合
2006	1	Cansult	\$60 million	700	中东	加拿大	建筑和工程 咨询	扩展中东市场并抓住 当地政府大举投资建 筑行业摆脱石油依赖 的契机
		HSMM	N/A	650	全球	美国弗吉尼 亚州	建筑和工程 咨询	加强在美国东南部的 布局
		RETEC	N/A	400	美国	美国	环境管理咨 询和工程	与 ENSR 整合成为具 有领先地位的环境安 全公司。RETEC 专注 于石油天然气、电力和 交通制造业的咨询。
		STS Consultants	N/A	550	美国和阿联 酋	美国	工程咨询	加快地理布局的扩张, 同时拓宽技术领域
2007	8	HLA-Enviro sciences	N/A	250	澳大利亚	澳大利亚	环境安全咨 询和工程	与 ENSR 合并, 为 ENSR 带来能源、矿业 和国防领域的专长。并 加强澳大利亚和亚洲 市场的拓展。
		KMK Consultants	N/A	N/A	加拿大	加拿大	水务和市政 工程	拓展加拿大基础设施 市场
		Gartner Lee Limited	N/A	N/A	加拿大	加拿大	环境咨询	进一步巩固和发展在 加拿大环境和基础设 施市场的份额
		CityMark	N/A	200	中国	中国深圳	具有中国 A 级建筑和工 程资质	开拓在中国的业务并 深化在亚洲的规划设 计和管理业务
		Economics Research Associates	N/A	N/A	全球	NA	国际经济咨 询公司	丰富 AECOM 的全球 产品组合
2008	5	International Development Firm TSG	N/A	N/A	美国	美国弗吉尼 亚州	国际发展服 务公司	与 PADCO 公司组合专 注于发展中国家市场 的国际发展业务
		Earth Tech	1.3 billion	7000	全球	美国	工程、建筑、 水务、环境、 交通	加强在水务领域的核 心竞争力并拓展全球 市场
		Tecsult	N/A	1100	加拿大	加拿大	能源、交通、 设施和环境	将水电技术加入 AECOM 丰富的产品组 合

2009	4	Boyle Engineering	N/A	600	美国	美国加州	水务	加强水务、环境、基础设施市场的领先地位
		Totten Sims Hubicki Associates (TSH)	N/A	425	加拿大	加拿大	交通、设施和环境工程	扩展加拿大市场
		Savant	N/A	600	英国、欧洲和独联体	英国	项目和管理咨询	扩展俄罗斯、东欧和独联体的市场
		LAN Engineering Corp.	N/A	200	美国	美国加州	项目和管理咨询	加强 AECOM 在交通运输的领导地位
		Ellerbe Becket	N/A	450	美国和中东	美国	建筑、工程和室内设计	扩展保健和运动市场
		SSI Services Inc.	N/A	N/A	美国	美国	设施运营分析和优化	加强 AECOM 在关键任务环境的业务
		INOCSA Ingenieria, S.L.	N/A	550	西班牙, 罗马尼亚和巴尔干地区, 中美洲	西班牙马德里	建筑、设计、工程和项目管理	扩展欧洲市场
2010	5	Tishman Construction	1 billion	900	美国和阿联酋	美国纽约	建筑管理服务	扩展高毛利率的建筑管理业务
		McNeil Technologies	245 million	1500	美国	美国	政府安全和智能服务	加强在美国智能市场的地位
		Davis Langdon	430 million	2000	全球	英国	成本和项目管理	发展 AECOM 在项目管理的服务并加强全球布局
		RSW Inc.	450 million	550	全球	加拿大	专业于水电和传输的国际工程	加强产品组合特别是全球能源业务
2011	1	Spectral Services Consultants Pte. Ltd.	N/A	500	印度	印度	具有建筑环保理念的机械、电子咨询	扩展印度市场
		Capital Engineering Corporation	N/A	160	台湾	台湾	水务和环境	扩展亚洲市场
2012	3	BKS	N/A	900	非洲	南非	建筑、交通、水务、能源和矿业工程咨询	扩展非洲市场

	KPK	N/A	600	亚洲	马来西亚	建筑成本和 项目管理咨 询	扩展亚洲市场
--	-----	-----	-----	----	------	---------------------	--------

资料来源：公司年报，Bloomberg，宏源证券研究所

3、财务分析

自 2004 年至今，除 2012 年由于商誉的非现金调整造成的亏损外，AECOM 的年度营业收入、利润及 EPS 稳步增长，2004-2011 年营收复合增长约 21.88%，营业利润复合增速为 27.47%；且人均收入与人均利润也保持同比增长（图 34）。

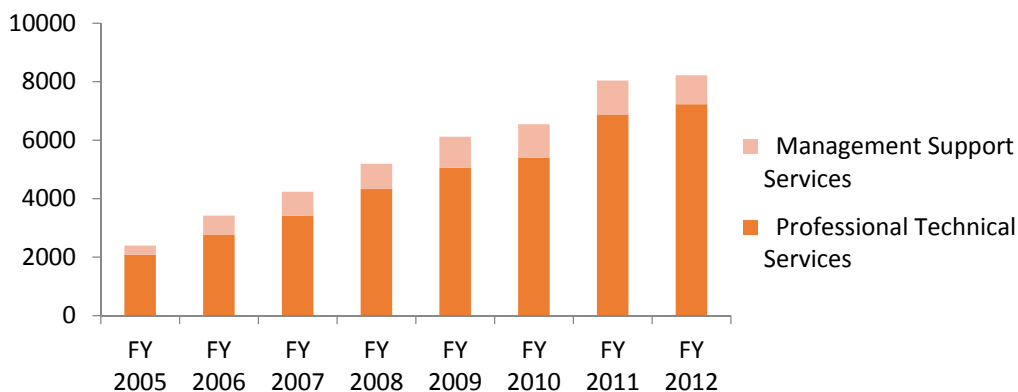
表 24: AECOM 历年财务数据（百万）

	FYE 2004	FYE 2005	FYE 2006	FYE 2007	FYE 2008	FYE 2009	FYE 2010	FYE 2011	FYE 2012
营业收入	\$2,011,975	\$2,395,340	\$3,421,492	\$4,237,270	\$5,194,482	\$6,119,465	\$6,545,791	\$8,037,374	\$8,218,180
YOY(%)	N/A	19%	43%	24%	23%	18%	7%	23%	2%
毛利润	\$86,627	\$98,300	\$103,409	\$155,939	\$238,507	\$286,866	\$340,795	\$421,223	\$53,606
YOY(%)	N/A	13%	5%	51%	53%	20%	19%	24%	-87%
营业利润	\$50,436	\$53,814	\$53,686	\$100,297	\$147,226	\$189,696	\$236,887	\$275,800	(\$58,567)
YOY(%)	N/A	7%	0%	87%	47%	29%	25%	16%	-121%
EPS	0.86	0.93	0.94	1.37	1.44	1.73	2.07	2.35	(0.52)
YOY(%)	N/A	8%	1%	46%	5%	20%	20%	14%	-122%
员工数	N/A	22000	27300	32000	43000	43200	48100	45000	46800
YOY(%)	N/A	N/A	24%	17%	34%	0%	11%	-6%	4%

资料来源：公司年报，Bloomberg，宏源证券研究所

按部门分类，专业技术服务（PTS）持续占到年度收入的 80%以上，说明建筑、工程等主营业务还是 AECOM 的收入主要来源。而管理支持服务的营业收入也在逐年提升。

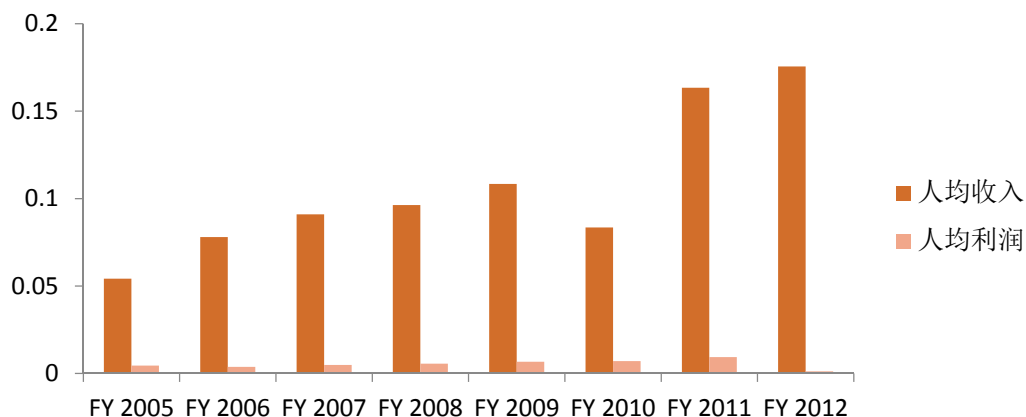
图 33: AECOM 营业收入及结构占比（百万）



资料来源：公司年报，Bloomberg，宏源证券研究所

由于 AECOM 在 2005 年之后的收购主要是原有产业的扩张，所以人均收入和人均利润是并购后管理效率的一个较为有效的指标。除 2012 年由于商誉的调整造成人均利润的大幅降低外，人均收入和利润在 2005 年以来都有稳步提升。

图 34: AECOM 历年人均收入与人均利润 (百万)



资料来源: 公司年报, Bloomberg, 宏源证券研究所

(二) FLUOR

1、公司介绍

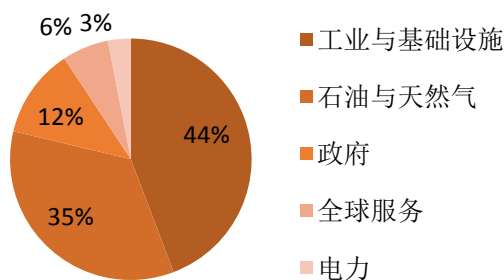
创立于 1912 年的美国福陆工程公司, 是全球知名的提供设计、采购、建筑和项目管理等服务的国际性工程公司, 曾获 2012 年《工程新闻纪录》全球设计公司 100 强的第一名。福陆公司经营主要五大部门: 石油与天然气, 工业与基础设施建设, 政府, 全球服务和能源。2012 财年福陆公司年收入逾 275 亿美元, 员工数超过 30,000 人。

图 35: FLUOR 业务部门



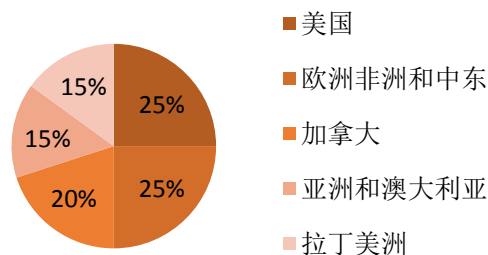
资料来源: 公司年报, Bloomberg, 宏源证券研究所

图 36: 2012 年 FLUOR 营业收入分类占比



资料来源: 公司年报, Bloomberg, 宏源证券研究所

图 37: 2012 年在建项目区域占比



资料来源: 公司年报, Bloomberg, 宏源证券研究所

2、发展历程

福陆公司在 1912 年建立初期以建筑服务为主，在 1920 年代开始将业务扩展到石油和天然气。1930 年代开始扩大加州以外的石油和天然气业务，并于 1940 年代进入电力、化工行业。其间福陆公司发展了沙特、加拿大、英国和荷兰市场，至 1970 年中期福陆为西欧最大的工程建筑公司。福陆公司于 1957 年在纽交所和太平洋沿岸交易所上市。在 1960 年代，福陆将发展重心转向化工、采矿和金属行业，通过收购犹他建筑公司的矿业部门充实其采矿和金属实力。1970 年代福陆公司进入核电市场，并通过收购丹尼尔国际和美国设备公司进入医疗保健和设备服务市场。之后福陆公司在巩固原有市场的前提下进一步发展其环保和美国政府后勤业务。整体来看，FLUOR 采用的是以内生增长为主，并购为辅的发展模式，以达到业务领域和全球市场的双扩张。

表 25: FLUOR 发展轨迹

1912 年	福陆建筑公司在美国成立
20 世纪 10 年代	以建筑服务为主：为南加州天然气公司建立仪表店和办公楼，为燃料供应商建造压缩机组
20 世纪 20 年代	福陆将业务扩展到石油和天然气，工厂建造和专利技术：建造冷却塔、汽油厂、燃气厂等
20 世纪 30 年代	福陆公司扩大加州以外的石油和天然气业务，远至波斯湾：在德克萨斯和印第安纳州间建设压缩机组，在波斯湾建设炼油厂
20 世纪 40 年代	在二次大战期间增长了 10 倍，进入到电力，化工等行业：建造氟烷基化装置，氟工厂，协助核技术的开发，在加拿大建造炼油厂并建立办事处，进入沙特市场
20 世纪 50 年代	福陆公司与实验室合作开发新技术：引入比例模型，1957 年在纽约交易所和太平洋沿岸交易所上市，在英国和荷兰开设分部以满足石化行业的扩张需求；直至 20 世纪 70 年代中期，福陆是西欧最大的工程建设公司
20 世纪 60 年代	化工，采矿和金属行业成为福陆新的商业重点：为美国政府建造导弹发射井，在科威特建造世界第一家全氢炼油厂，进入海上钻探行业，收购犹他建筑公司的矿业部门以充实福陆的采矿和金属实力
20 世纪 70 年代	福陆公司进入大型项目，并专注于国际天然资源行业：进入核电市场，设计建造第一个完全离岸天然气厂，与沙特 Aramco 公司签订史上最大 500 亿天然气传输订单，收购丹尼尔国际和美国设备公司(AMECO)，由此进入医疗保健和设备服务市场，进入中国市场，完成南非第一个煤燃料厂
20 世纪 80 年代	福陆公司保持持续增长：在沙特完成第一个模块化项目，建造第一个商业太阳能光伏电站，在智利设计并建造世界最大之一的铜矿
20 世纪 90 年代	福陆公司扩展海外大型石化，基础设施和环保项目：和墨西哥 GRUPO ICA ICA Fluor 公司组建合资企业提供工程建设服务，赢得美国能源部 5 亿美元环境清理工作
2000 年代	Fluor 公司 2000 年美国政府的业务扩展，并加强运营和维护能力：在中国建造世界上最大的多晶硅工厂，为驻扎在阿富汗的美国军队提供后勤支持，
2010 年代	福陆公司 2010 年代的美国政府业务的扩展，并加强运营和维护能力：协助墨西哥湾沿岸清理，庆祝成立 100 年

数据来源：FLUOR 网站，宏源证券研究所

3、财务分析

福陆公司自 2005-2012 年收入复合增速约 11.15%，净利润复合增速约 14.07%；，除 2008 年金融危机导致营收同比下降，其余年份收入增长保持相对平稳。

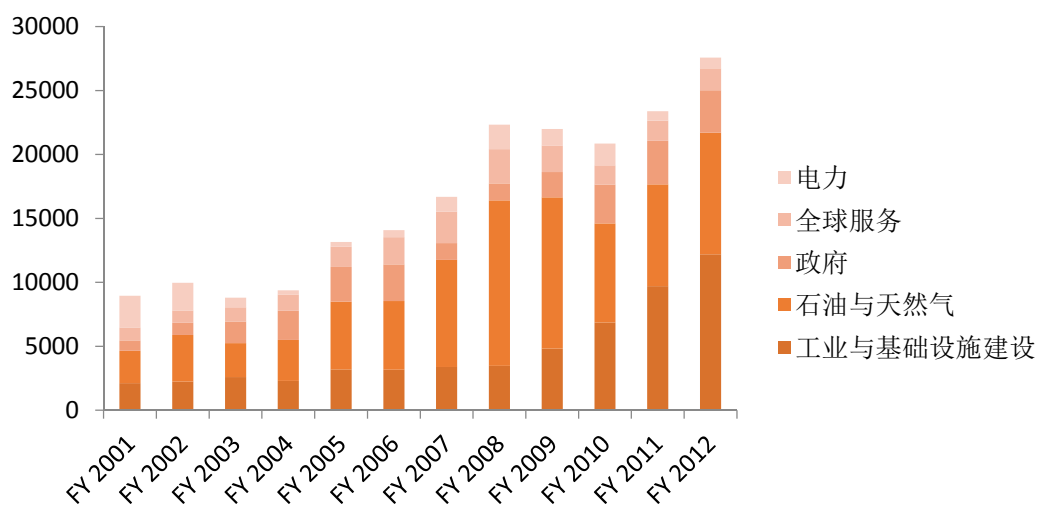
表 26: FLOUR 历年财务数据

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
主营业务收入	13161	14078.50	16691.0330	22325.8940	21990.2970	20849.3490	23381.3990	27577.135
同比增长	40.3056	6.9710	18.5568	33.7598	(1.5032)	(5.1884)	12.1445	17.9448
毛利	435.928	556.4730	802.4460	1244.0240	1301.1360	705.2500	1148.9160	884.9970
利润率%	3.3123	3.9526	4.8076	5.5721	5.9169	3.3826	4.9138	3.2092
EBITDA	396.329	503.8140	755.3930	1177.6370	1304.6270	739.5660	1187.3950	946.3680
利润率%	3.0114	3.5786	4.5257	5.2748	5.9327	3.5472	5.0784	3.4317
净利润	227.273	263.4520	533.3190	748.9030	732.8750	441.0820	698.0870	571.0670
利润率%	1.7269	1.8713	3.1952	3.3544	3.3327	2.1156	2.9857	2.0708
调整 EPS	1.4100	1.4750	2.2500	3.6500	3.7500	3.2100	3.6200	4.2800
增长%同比	25.3333	4.6099	52.5424	62.2222	2.7397	(14.4000)	12.7726	18.2320

数据来源: 公司年报, Bloomberg, 宏源证券研究所

从业务结构角度分析, 石油天然气和工业与基础设施部门的营收占比提升较为明显, 并在绝对值上也有显著增长。政府服务部门收入在绝对值上有小幅的增加, 而电力、全球服务部门都呈现绝对值相对稳定而所占比例减少的趋势。

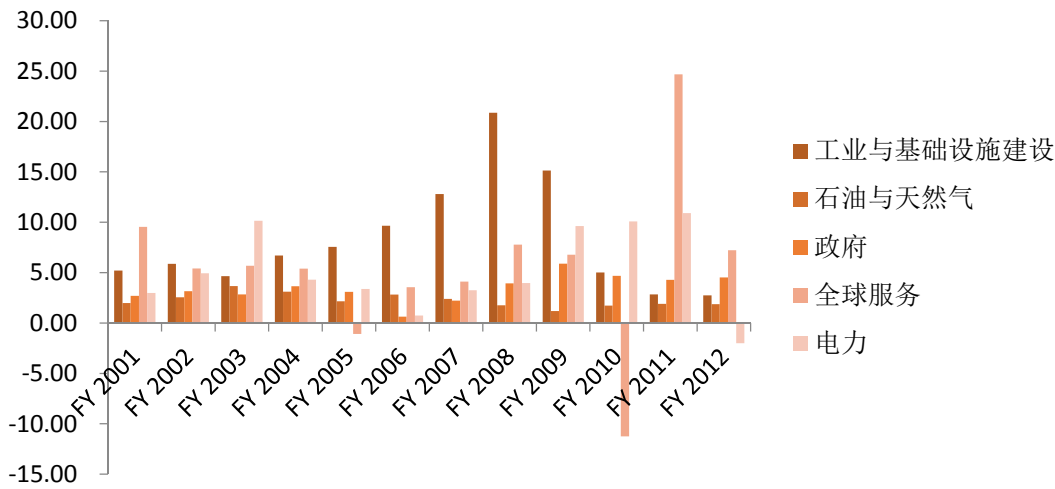
图 38: FLUOR 2001-2012 财年营收结构 (百万美元)



资料来源: 公司年报, Bloomberg, 宏源证券研究所

从各部门的利润率上分析, 在营业收入中占比很大的石油与天然气部门的利润率较低且稳定在 2% 左右, 而同样占比较大的工业基础设施建设部门利润率较高受经济形势影响较大。政府、电力部门利润率相对稳定并小幅浮动, 而全球服务部门在 2010-2011 年间利润率有较大幅度的波动, 甚至出现较高的亏损率。但由于主营收入石油天然气与工业基础设施建设占比较大, 其他三部门的利润率浮动并未对综合利润率造成太大影响。

图 39: FLUOR 历年各业务领域销售利润率 (%)



资料来源: 公司年报, Bloomberg, 宏源证券研究所

五、风险因素

- 1、交通工程咨询是公司的核心业务, 占公司营业收入的 80%以上, 而交通行业投资主要依托于国家政策及相关行业规划, 且地域性较强, 如政策发生重大变化或公司市场开拓收到地方体制等因素影响, 公司收入规模将会有较大波动。
- 2、公司业主主要是地方政府或下属基础设施投资公司, 如公司项目完工无法及时结算收款, 将导致应收账款余额过大, 有可能造成大额坏账损失或应收账款减值损失。
- 3、外延扩张风险。公司收购或并购子公司, 如无法有效管理产生协同效应, 有可能造成人才流失, 业务份额急剧减少进而造成亏损。

六、盈利预测与估值

(一) 盈利预测

1、营业收入预测

根据公司目前经营发展及在手订单情况, 我们预计公司工程咨询业务收入将实现平稳增长, 其中 2014 年收入增速较快, 工程承包业务也将保持较快增长势头。分项业务收入预测如下表所示:

表 27: 公司收入预测表 (百万元)

业务	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
业务收入合计	1148.67	1267.98	1179.03	1294.28	1564.51	1862.73
增长率	33.03%	10.39%	-7.02%	9.78%	20.88%	19.06%
工程咨询业务	717.15	922.27	1054.31	1243.86	1489.80	1768.07
增长率	38.76%	28.60%	14.32%	17.98%	19.77%	18.68%

设计业务	403.44	523.08	613.82	736.58	898.63	1078.36
增长率	25.89%	29.65%	17.35%	20.00%	22.00%	20.00%
检测业务	166.50	210.22	222.25	260.03	309.44	368.23
增长率	66.72%	26.26%	5.72%	17.00%	19.00%	19.00%
其他技术咨询	56.40	99.25	110.91	129.76	153.12	180.68
增长率	70.08%	75.98%	11.75%	17.00%	18.00%	18.00%
监理业务	69.42	61.61	78.36	86.20	94.82	104.30
增长率	61.93%	-11.25%	27.19%	10.00%	10.00%	10.00%
受托研究开发	21.39	28.11	28.97	31.29	33.79	36.49
增长率	4.55%	31.42%	3.06%	8.00%	8.00%	8.00%
工程承包业务	431.16	344.77	117.61	41.18	61.77	76.56
增长率	24.86%	-20.04%	-65.89%	-64.99%	50.00%	23.94%
工程施工	420.23	334.55	110.24	33.07	49.61	59.53
增长率	24.82%	-20.39%	-67.05%	-70.00%	50.00%	20.00%
环保工程	9.61	7.89	7.05	8.11	12.16	17.03
增长率	-17.90%	-10.65%	10.00%	15.00%	50.00%	40.00%
其他业务	0.36	0.94	7.11	9.24	12.94	18.11
增长率	-73.36%	163.55%	653.78%	30.00%	40.00%	40.00%

资料来源：公司公告，宏源证券研究所预测

2、分项毛利率水平预测

我们预计，受制于 2012 年底“营改增”影响，导致咨询业务毛利率在 2013 年系统性降低，但随着设计与检测业务在公司营业收入中比重增加，综合毛利有望逐渐提升；工程承包业务随着部分毛利率较高的 BT 项目收入实现结转，毛利率有望快速提升，其他业务毛利率基本平稳。各项业务毛利率水平预测参见下表：

表 28：公司分项毛利率假设

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
工程咨询业务	39.45%	39.02%	39.02%	31.77%	32.12%	32.17%
设计业务	45.19%	39.87%	39.76%	32.00%	32.50%	32.50%
检测业务	34.78%	39.30%	40.27%	33.00%	33.00%	33.00%
其他技术咨询	25.89%	43.86%	44.48%	33.00%	33.00%	33.00%
监理业务	37.76%	32.27%	30.13%	30.00%	30.00%	30.00%
受托研究开发	8.93%	18.64%	16.81%	16.00%	16.00%	16.00%
工程承包业务	14.85%	14.05%	15.46%	13.03%	16.02%	17.11%
工程施工	14.92%	13.78%	16.20%	15.00%	17.00%	18.00%
环保工程	0.00%	0.00%	0.00%	5.00%	12.00%	14.00%
其他业务	27.73%	55.33%	66.24%	50.00%	50.00%	50.00%
综合毛利率	30.21%	32.24%	36.83%	31.31%	31.63%	31.72%

资料来源：公司公告，宏源证券研究所预测

3、期间费用率及税率预测

我们预计，随着公司 2013~2015 年营业收入规模逐步扩大，规模效应将缓步显现，销售费用和管理费用率会有所下降。

表 29: 公司期间费用率及税率情况及预测

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售费用率	-	3.19%	3.86%	3.60%	3.20%	3.00%
管理费用率	-	9.02%	11.14%	9.40%	8.90%	8.60%
财务费用率	-	0.84%	-0.01%	1.42%	0.49%	0.37%
实际所得税率	-	16.6%	15.9%	16.7%	16.5%	16.5%

资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所预测

4、盈利预测结论

在上述假设下, 经模型测算, 公司 2013 年、2014 年和 2015 年净利润分别为 1.84、2.31 和 2.99 亿元, 复合增长率为 28.4%, 2013/14/15 年 EPS 分别为 0.77/0.96/1.25 元。

(二) 估值及投资建议

苏文科是以交通工程设计和检测为核心主营业务的轻资产工程咨询公司, 业务相近的可比上市公司主要有中国海诚、建研集团等。我们将上述公司作为估值参照对象, 样本 2013 年 PE 均值为 14 倍, PEG 均值 0.48。

表 30: A 股可比公司估值情况

代码	简称	收盘价	EPS (元)				PE				peg
			2012	2013E	2014E	2015E	2012	2013E	2014E	2015E	
601669.sh	中国海诚	11.84	0.59	0.78	1.03	1.30	20	15	12	9	0.49
600068.SH	建研集团	12.68	0.74	0.97	1.24	1.54	17	13	10	8	0.47
平均							19	14	11	9	0.48

注: 建研集团盈利预测取自 wind 一致预期; 资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所预测

我们预测公司 2013/14/15 年 EPS 分别为 0.77/0.96/1.25 元, 2013~2015 年 CAGR 达 28.4%。当前股价为 12.88 元, 对应 2013/14/15 年 17/13/10 倍 PE, PEG 为 0.58。考虑到公司的业务和其他三家相比景气度较高, 并考虑到公司在资本市场的行业龙头地位及高成长性, 我们采用 0.7 倍的 PEG 给予公司估值, 得出公司合理价值为 15.40 元 (对应 2013 年 20 倍 PE), 维持“买入”评级。

利润表

(百万元)

资产负债表

(百万元)

指标名称	2011	2012	2013E	2014E	2015E	指标名称	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	1,268	1,179	1,294.28	1,564.51	1,862.73	货币资金	1,142	1,026	757	868	1,046
营业成本	859	745	889	1,070	1,272	存货	7	7	8	10	11
毛利率	32.2%	36.8%	31.3%	31.6%	31.7%	应收账款	1,203	1,375	1,332	1,475	1,676
营业税金及附加	50	42	10	2	2	其他流动资产	67	86	96	116	139
营业费用	41	45	47	50	56	流动资产	2,419	2,494	2,194	2,469	2,872
营业费用率	3.19%	3.86%	3.60%	3.20%	3.00%	固定资产	154	153	291	368	394
管理费用	114	131	122	139	160	长期股权投资	25	25	25	25	25
管理费用率	9.02%	11.14%	9.40%	8.90%	8.60%	无形资产	13	31	61	59	67
财务费用	11	0	18	8	7	其他长期资产	44	181	195	210	227
财务费用率	0.84%	-0.01%	1.42%	0.49%	0.37%	非流动资产	237	391	572	663	713
投资收益	0	0	0	0	20	资产总计	2,656	2,885	2,766	3,132	3,585
营业利润	155	165	227	283	365	短期借款	421	580	200	200	200
营业利润率	12.23%	14.01%	17.54%	18.09%	19.59%	应付账款	403	465	533	642	763
营业外收入	3	6	0	0	0	其他流动负债	514	401	451	531	632
营业外支出	1	2	0	0	0	流动负债	1,338	1,446	1,185	1,372	1,595
利润总额	157	170	227	283	365	长期负债	0	0	0	0	0
所得税	26	27	38	47	60	其他长期负债	9	11	11	11	11
所得税率	16.6%	15.9%	16.7%	16.5%	16.5%	非流动性负债	9	11	11	11	11
少数股东损益	-1	1	5	5	5	负债合计	1,347	1,458	1,196	1,383	1,606
归属于母公司股东的净利润	132	141	184.03	231.02	299.32	股本	240	240	240	240	240
净利率	10.40%	11.98%	14.22%	14.77%	16.07%	资本公积	750	750	750	750	750
每股收益(元)(摊薄)	0.55	0.59	0.77	0.96	1.25	股东权益合计	1,308	1,402	1,540	1,713	1,938
						少数股东权益	1	25	30	36	41
						负债股东权益总计	2,656	2,885	2,766	3,132	3,585
现金流量表						主要财务指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
指标名称	2011	2012	2013E	2014E	2015E	增长率					
净利润	132	141	184	231	299	营业收入	10.39	(7.02)	9.78	20.88	19.06
少数股东损益	-1	1	5	5	5	营业利润	31.66	6.54	37.42	24.70	28.89
折旧和摊销	25	29	20	25	30	净利润	38.88	7.19	30.24	25.54	29.56
营运资金变动	-238	-177	153	-6	-40	利润率(%)					
其他	78	95	0	21	8	毛利率(%)	32.24	36.83	31.31	31.63	31.72
经营现金流	-5	90	363	276	303	EBIT Margin(%)	16.11	18.25	17.56	19.43	20.02
资本支出	-29	-76	-187	-100	-64	EBITDA Margin(%)	18.05	20.74	19.13	21.03	21.62
投资收益	0	0	0	0	20	净利率(%)	10.40	11.98	14.22	14.77	16.07
资产变卖	3	4	0	0	0	回报率(%)					
其他	-3	-114	0	0	0	净资产收益率(%)	10.07	10.43	12.51	14.20	16.40
投资现金流	-29	-185	-187	-100	-44	总资产收益率(%)	4.96	5.12	6.58	7.92	9.02
发行股票	750	0	0	0	0	其他(%)					
负债变化	275	52	-380	0	0	资产负债率(%)	50.70	50.52	43.23	44.17	44.81
股息支出	-29	-83	-46	-58	-75	所得税率(%)	16.65	15.92	16.70	16.50	16.50
其他	-10	11	-18	-8	-7	股利支付率(%)	0.00	0.00	25.00	25.00	25.00
融资现金流	986	-20	-444	-65	-82						
现金净增加额	952	-115	-268	111	177						

资料来源：公司公告，宏源证券研究所

作者简介:

鲍荣富: 宏源证券研究所研究所建筑工程行业研究员，复旦大学经济学硕士。

五年房地产开发企业从业经历。2012年《新财富》最佳分析师建筑工程行业第一名（团队成员）。

傅 盈: 宏源证券研究所研究所建筑工程行业研究员，工科硕士，四年建筑工程行业从业经历。

机构销售团队

机构销售团队					
公 募	北京片区	李 倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗 云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		陈紫超	010-88085798	13811637082	chenzichao@hysec.com
	上海片区	奚 曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴 蓓		18621102931	wubei@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵 越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
机 构	上海保险/私募	周 迪	0755-33352262	15013826580	zhouidi@hysec.com
		赵 佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	北京保险/私募	李 岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
		王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张 瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
		朱 隼	010-88013612	18600239108	zhusun@hysec.com
银行/信托					

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。