



**买入** **23% ↑**  
目标价格: 人民币 11.10

300284.CH

价格: 人民币 9.04

目标价格基础: 21.5 倍 2014 市盈率

板块评级: 中立

# 苏交科

## 外延式扩张顺利推进 设计主业稳健增长

公司上半年业绩预告为: 归属于上市公司股东的净利润同比增速区间为 20%-40%, 延续了 1 季度以来业绩稳步向上的态势。我们认为公司在工程设计和咨询板块中有成熟的业务模式、较高的管理水平和灵活的发展机制, 与大型的央企设计研究院比, 公司的发展扩张诉求更强, 与一般的地方设计院比, 公司的创新和多元化业务模式更为领先。在公路、市政等主业设计咨询继续稳健增长的前提下, 公司将逐步拓展环保、智能交通等新型业务, 并且会择机进行横向并购, 进一步拓展在江苏省外的市场份额。在外延扩张和内涵深化的双重推动下, 公司有更大的成长空间。我们看好公司重点业务区域的基础设施建设需求, 同时对公司新业务的发展模式和理念表示认同。预计公司 2014-2016 年每股收益分别为 0.516、0.657、0.819 元, 目标价 11.10 元对应 21.5 倍 2014 年市盈率, 给予买入评级。

### 支撑评级的要点

- 公司注重外延式扩张, 上市以来, 陆续收购了杭州华龙、甘肃科地、厦门市政等公司的股权, 增发收购淮交院稳步推进中。从已经并购公司的效果看, 公司相应的市场份额都有一定的提升, 初步整合的效果显现。
- 环保和智能交通领域是公司下一步大力拓展的业务。公司将会优先发展煤制气以及石油的污水处理业务, 在环保领域公司有较好的基建设计能力、熟悉政府的审批环节, 有一定的客户资源。智能交通方面, 公司将会结合自身优势做好决策支持和服务民生两个方面。
- 1 季度末, 公司在手资金 8.77 亿元, 资产负债率为 45.4%, 在毛利率方面, 近 3 年来公司设计主业的平均水平为 38.1%, 业务规模适中, 成本控制较好, 公司在交通、市政主业的毛利率要好于大型央企的设计院。
- 截至 1 季度末, 公司应收账款占总资产的比重达到了 45%, 比去年底降低了 3 个百分点; 应收账款同比增长了 5.2%。1 季度, 公司经营活动的现金流入净额为 3,300 万元, 去年同期为净流出 3,100 万元, 公司已基本摆脱 2012 年业绩波动的影响, 2013 年订单稳健增长的积极效应在今年将会进一步释放。

### 评级面临的主要风险

- 地方政府融资平台风险进一步恶化扩散、公司横向整合效果不达预期。

### 估值

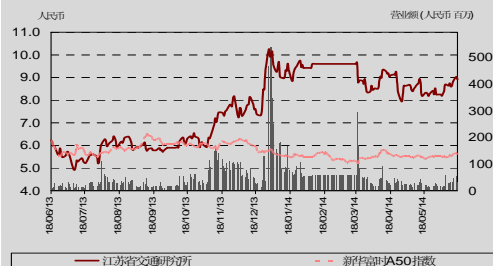
- 我们预计公司 2014-2016 年每股收益分别为 0.516、0.657、0.819 元, 目标价 11.10 元对应 21.5 倍 2014 年市盈率, 给予买入评级。

### 投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(人民币 百万)	1,179	1,628	2,011	2,487	3,079
变动 (%)	(7)	38	24	24	24
净利润(人民币 百万)	141	186	248	316	393
全面摊薄每股收益(人民币)	0.294	0.387	0.516	0.657	0.819
变动 (%)	(0.8)	31.3	33.6	27.3	24.6
市场预期每股收益(人民币)			0.51	0.64	0.78
核心每股收益(人民币)	0.374	0.419	0.542	0.695	0.865
变动 (%)	3.5	11.9	29.4	28.2	24.5
全面摊薄市盈率(倍)	30.0	22.8	17.1	13.4	10.8
核心市盈率(倍)	23.6	21.1	16.3	12.7	10.2
每股现金流量(人民币)	0.38	1.19	0.55	0.47	0.50
价格/每股现金流量(倍)	23.5	7.4	16.1	18.7	17.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	7.0	6.4	9.6	7.6	6.1
每股股息(人民币)	0.200	0.200	0.129	0.164	0.204
股息率 (%)	2.3	2.3	1.5	1.9	2.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

### 股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(10.3)	8.7	(7.2)	44.3
相对新华富时 A50 指数	(6.2)	7.0	(12.2)	53.8

发行股数(百万)	480
流通股(%)	57
流通股市值(人民币 百万)	4,234
3 个月日均交易额(人民币 百万)	38
净负债比率(%) (2014E)	净现金
主要股东(%)	
符冠华	22

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究  
以 2014 年 6 月 16 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

工业: 建筑及基建

张泰欣

(8610)66229336

taixin.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514040002

李攀, CFA

(8610) 6622 9073

pan.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120035

## 目录

投资摘要 .....	3
公司及行业基本介绍 .....	5
基建平稳运行保障设计业务空间 .....	10
市政建设将提速 提升综合设计能力 .....	13
智能交通将成为公司创新业务的试点 .....	16
优先发展环保业务，涉足水处理行业 .....	19
加强内部整合，继续拓展外延式收购 .....	22
业绩持续性较强，财务状况稳健 .....	24
附录：AECOM 简介 .....	30
研究报告中所提及的有关上市公司 .....	33

## 投资摘要

公司专门从事公路、市政等领域的咨询设计，在建筑工程板块中，处于行业产业链的前端，综合毛利率及净利率高于一般建筑工程企业。上市以来苏交科通过不断并购，拓展了业务领域和区域空间，目前公司正在进行产业的升级与内部的整合，工业污水处理将是公司环保产业优先发展的领域，此外，智能交通领域公司也将有新的布局，这些业务在将来会有快速的发展。公司整体财务状况稳健，既有的订单数量将为今后两年业绩的平稳增长提供坚实支持。

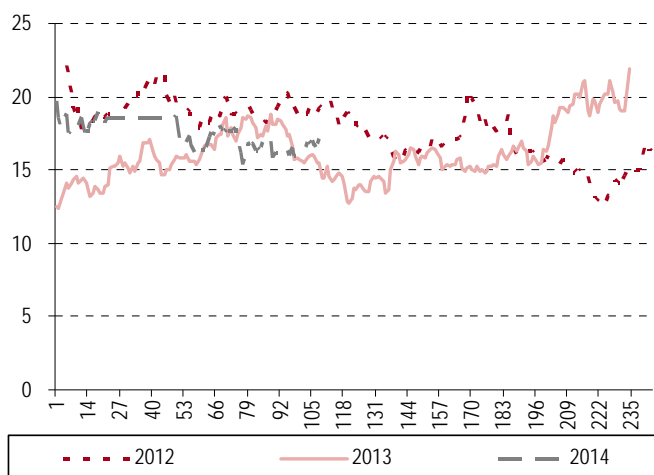
我们认为，在建筑工程板块上市公司中，与公司营收规模相当、业务近似度高的涉及工程设计咨询业务的公司有建研集团。建研集团是国内技术实力较强的建筑科研机构。2013年建研集团整体营业收入为17.7亿元，归属于母公司所有者的净利润为2.3亿元，其中有关设计咨询业务的占比为13.6%。从估值看，2014年建研集团的市盈率为11.3倍，由于建筑新材料和混凝土销售在建研集团的整体业务占比中超过了80%，因此从估值的角度看，更偏向于传统建筑建材类企业。

此外，我们还关注另一家专门从事检测和咨询服务公司——华测检测。该公司是一家全国性综合性的独立第三方检测服务机构，主要从事工业品、消费品生命科学以及贸易保障领域的技术检测服务。2013年华测检测的生命科学检测的收入占比为35.01%、贸易保障的检测占比为28.12%、消费品测试为27.79%，剩余9.07%为工业品服务。2013年该公司整体的营业收入为7.8亿元，2014年的市盈率为38.6倍，由于该公司业务规模较小，且相关的行业都是具有较高成长性的生命科学及消费品领域，因此该公司的估值要大大高于从事类似业务模式的建筑工程行业的公司。

苏交科上市以来，2012年当年市盈率区间为12.6-22.1倍，2013年当年市盈率区间为12.4-26.5倍，2014年1月到目前，市盈率区间为15.4-19.7倍，估值区间受业务拓展及收购预期的影响在缓慢上移。

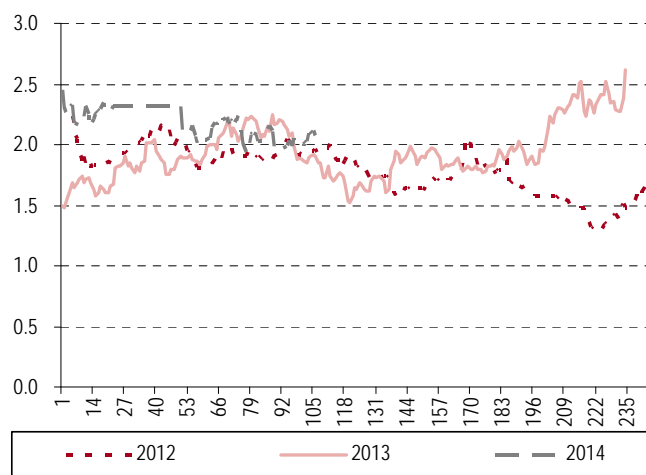
公司在建筑建材板块中业绩后续增长的空间和弹性较大，毛利率和净利率显著高于普通建筑建材类企业，资产结构轻资产型，结合公司比较纯粹的工程咨询业务结构，在估值上显著高于目前建材业务占比为主的建研集团是合理的。同时，由于所处行业差异，公司估值将显著低于华测检测，也是不争的事实。我们预计公司2014-2016年每股收益分别为0.516、0.657、0.819元，目标价11.10元对应21.5倍2014年市盈率，就目前的基本面及股价上升空间，给予**买入**评级。

图表 1. 公司当年市盈率 (截止到 2014.6.13)



资料来源: 公司财报、中银国际研究

图表 2. 公司当年市净率 (截止到 2014.6.13)



资料来源: 公司财报、中银国际研究

图表 3. 公司历史市盈率



资料来源: 万得、中银国际研究

图表 4. 公司历史市净率



资料来源: 万得、中银国际研究

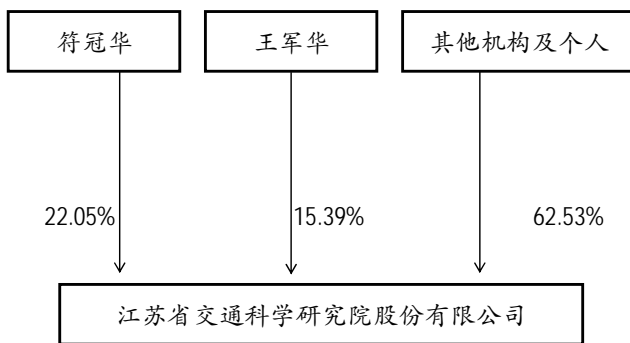
## 公司及行业基本介绍

### 公路设计咨询占比五成，业绩持续向上

公司是由交科有限依法整体变更设立的股份有限公司，发起人为符冠华、王军华等共 48 位自然人。股份公司于 2008 年 9 月 12 日完成了工商变更登记手续，设立时注册资本为 18,000 万元，目前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 12 项。

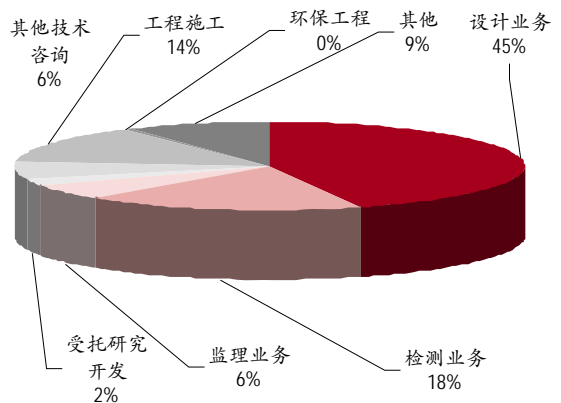
公路设计与咨询业务是公司设立发展时的主要业务，成立之初该业务占比达到 90% 以上，经过多年的多元化业务布局，公司逐步开拓了市政、轨道交通、航空、铁路设计咨询等业务。截至 2013 年底，公司的营业收入为 16.28 亿元，实现归属于母公司股东的净利润 1.86 亿元；在公司的营业收入中，设计业务占比为 44.3%、检测业务占比为 17.6%、工程施工占比 14.3%、监理业务占比 5.9%、其他技术咨询占比 6.5%。此外公司还有一些环保工程及其他研发业务。2011-2013 年公司的业绩增速分别为 38.9%、7.2% 和 31.3%。2014 年 1 季度，公司营收同比增速为 25.6%、净利润同比增速为 31.5%。

图表 5. 公司股权结构简图



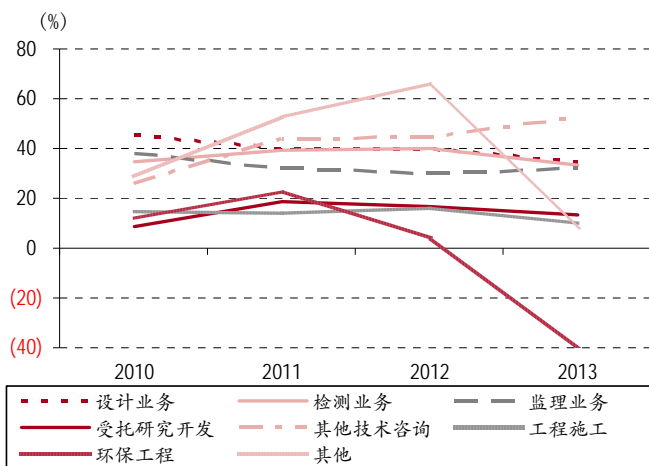
资料来源：公司财报、中银国际研究

图表 6. 2013 公司主要业务占比



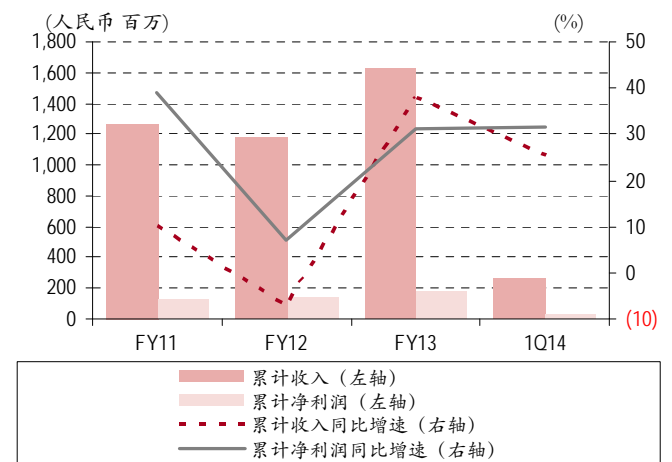
资料来源：公司财报、中银国际研究

图表 7. 公司主要业务毛利率



资料来源：公司财报、中银国际研究

图表 8. 公司收入及净利润（累计）

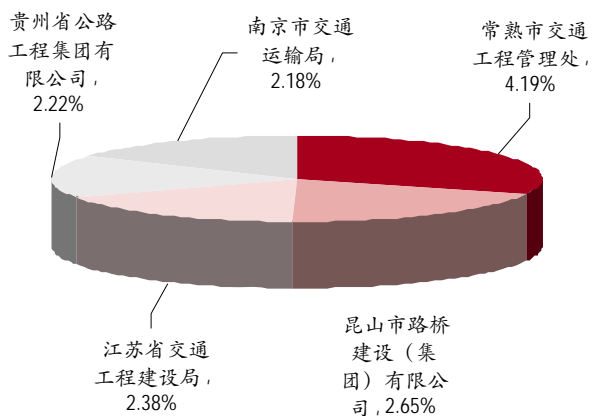


资料来源：公司财报、中银国际研究



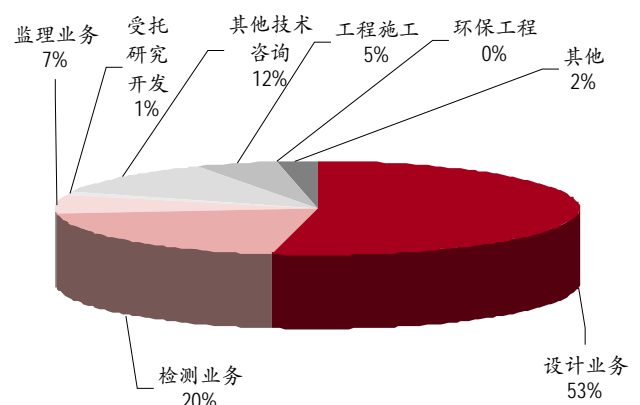
公司的主要业务集中在江苏省内，经过持续的并购以及一些事件性机会，公司也在大力拓展江苏省外的业务。截至 2013 年底，公司江苏省内、江苏省外以及国外的业务占比分别为 54%、37%和 9%。从江苏省内的情况看，江阴、常熟、常州等苏南地区业务占比较大，而江苏省外四川、新疆、云南等地的营收已经连续多年超过 5,000 万元。从区域的毛利率看，截至 2013 年，江苏省内业务的毛利率为 35.8%、江苏省外为 28.7%，国外为 8.7%。随着公司外延式扩张步伐的加快以及前期并购区域公司的有效整合，公司将会进一步提升在全国的区域布局。从前五大销售占比看，2013 年为 14.1%，前五大应收账款比重为 13.4%，前五大采购商占比为 46.8%。

图表 9.2013 年公司前五大销售客户占比



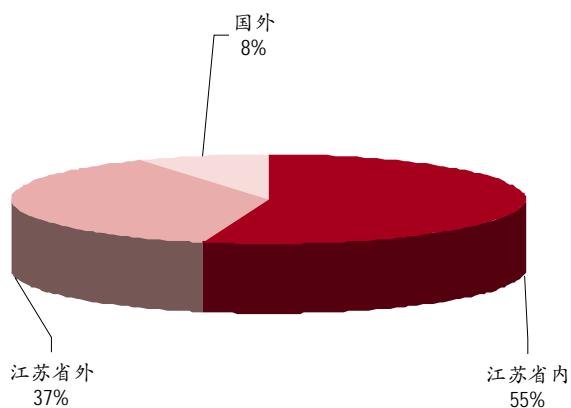
资料来源：公司财报，中银国际研究

图表 10.2013 年公司主要项目毛利分布



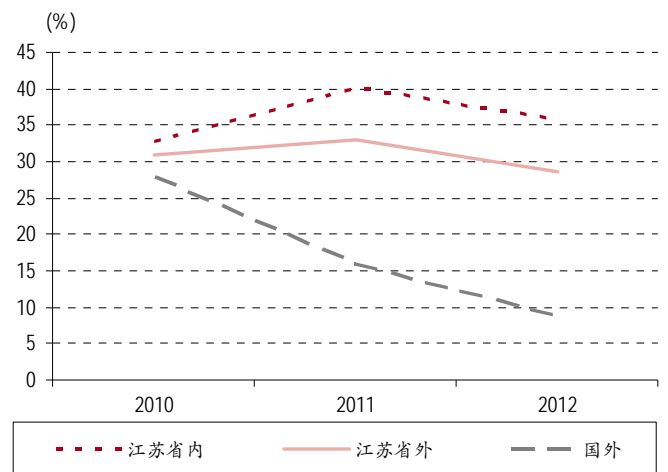
资料来源：公司财报，中银国际研究

图表 11.2013 年公司地域收入占比情况



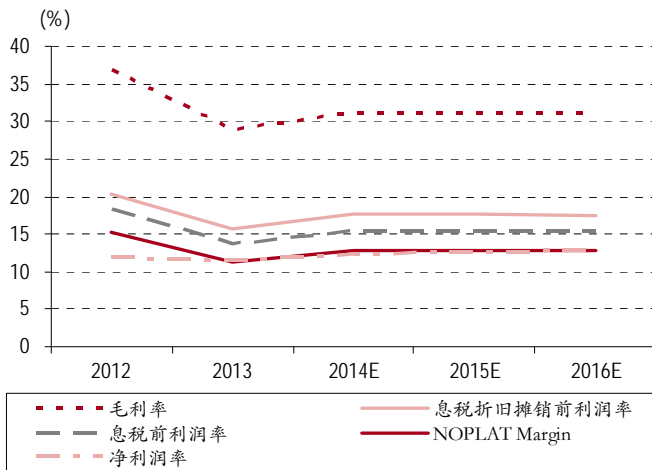
资料来源：公司财报，中银国际研究

图表 12.公司分地域毛利率情况

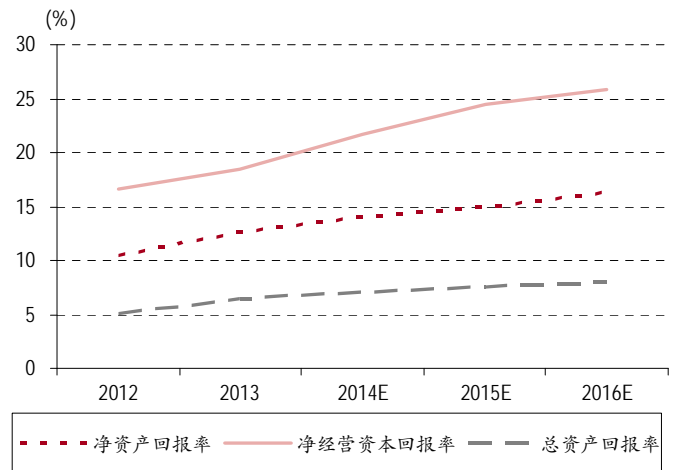


资料来源：公司财报，中银国际研究

从现金流看，截至 2013 年底，公司经营现金流净流入 2.85 亿，2014 年 1 季度，净流入 3,300 万元。截至 2014 年 1 季度，公司的货币资金余额为 8.77 亿元，公司的资产负债率为 45.4%，从这些指标看，公司的财务状况比较稳健，由于前几年连续收购对外投资，整体而言，公司的现金为净流出状态，这种趋势可能还会持续一段时间。我们看好相关区域公司被并购后的发展潜力，长期而言，公司的现金回收能力和运营能力将会助涨公司业务规模的进一步扩大。

**图表 13. 公司利润率趋势**


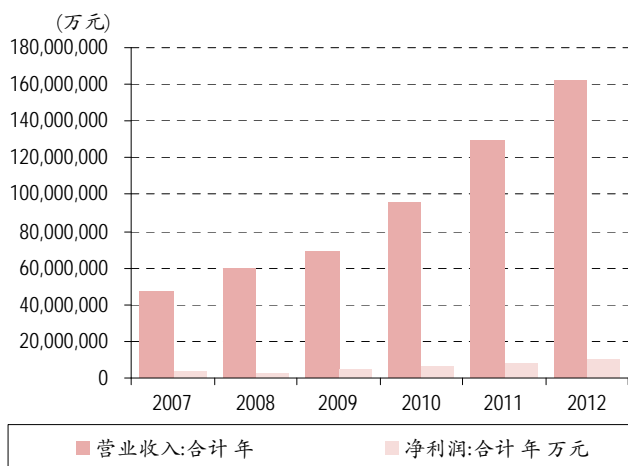
资料来源：公司财报、中银国际研究

**图表 14. 公司投资回报率趋势**


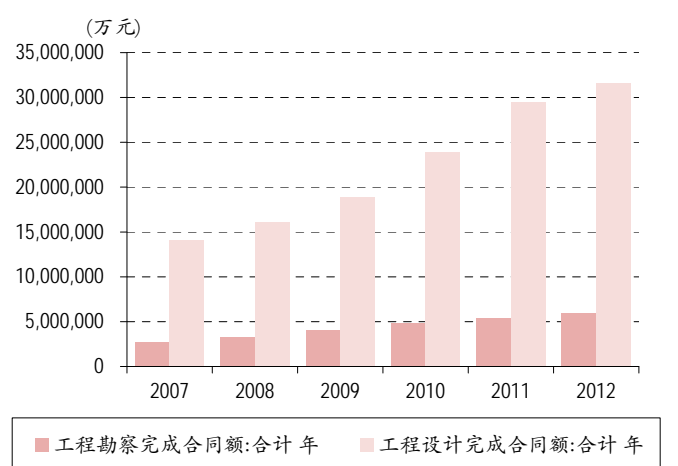
资料来源：公司财报、中银国际研究

### 行业空间仍大，市场集中度有待提升

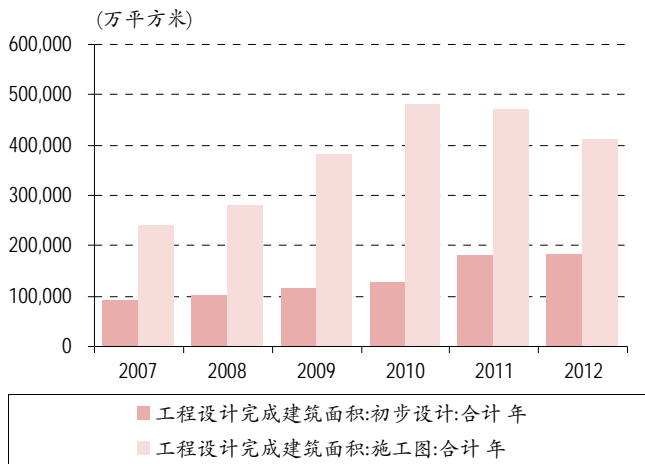
我国工程咨询行业规模不断扩大。根据住建部《全国工程勘察设计企业统计资料汇编》，工程咨询行业营业收入由 2006 年的 1,791.73 亿元增加到 2012 年的 5,307.6 亿元，年复合增长率达 19.84%。交通领域工程咨询行业是指与公路、水运、市政等交通建设工程相关的工程咨询行业，与我国交通运输行业的发展密切相关。

**图表 15. 勘察、设计、咨询行业整体收入及净利润**


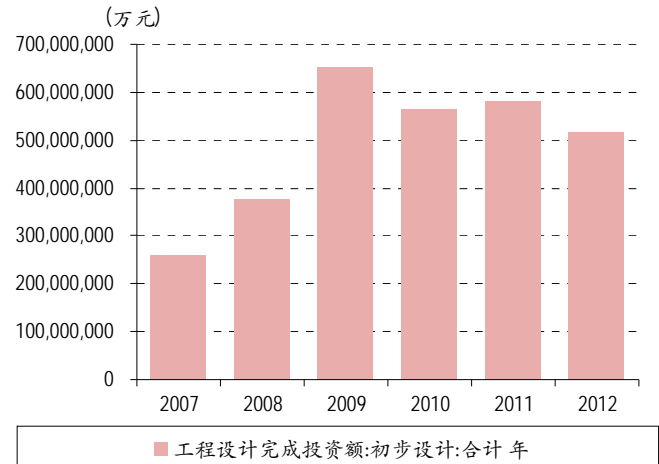
资料来源：万得、中银国际研究

**图表 16. 勘察设计行业完成合同额**


资料来源：万得、中银国际研究

**图表 17. 工程设计行业完成建筑面积**


资料来源: 万得、中银国际研究

**图表 18. 工程设计完成投资额**


资料来源: 万得、中银国际研究

从市场主体角度看, 行业内企业主要分为三大类: 一是“部级院”。该类企业主要是由具有传统行业竞争优势的原部属单位逐渐演变过来, 如主要以工程施工为主业的大型中央企业及所属工程咨询企业(中国交建、中国中铁和中国铁建为代表), 这些企业具有较强的专业技术水平和丰富的业务经验, 设计力量比较强大, 并且在全国范围内开展业务。

二是“省级院”。即各地省级交通规划设计院、市政设计院等。这些单位主要是为地方交通工程服务, 一般行业覆盖度较宽, 同质性较强, 因此仍存在一定程度的区域化市场特征。

三是“市级院”。这些市级地方设计院一般规模比较小, 资质范围较窄、等级较低。

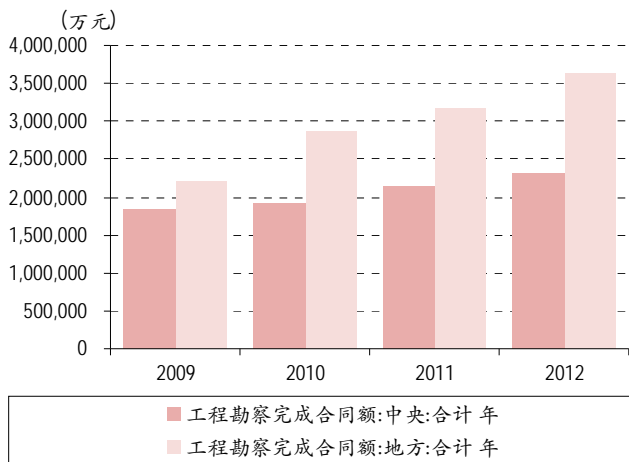
从全国整体的规划设计院数量看, 2006年至2012年, 全国工程勘察设计单位由14,264家增加到18,280家, 甲级资质企业(不含专项甲级资质)由2006年的2,749个增加到2012年的3,495个。行业内从业资格注册人次及中高级职称人员数量不断增加, 据各年度住建部《全国工程勘察设计企业统计资料汇编》统计, 2006年至2012年, 全国工程勘察设计行业各种从业资格注册人次由2006年的115,464人次增加到2012年的249,230人次, 中高级职称人员5年间的复合增长率为3.24%。

**图表 19. 近年来全国工程咨询行业从业人员情况**

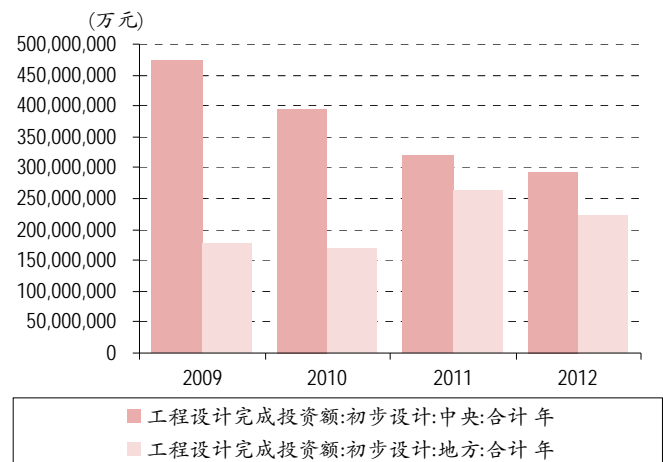
项目	2006年度	2007年度	2008年度	2009年度	2010年度	2011年度	2012年度
从业资格注册人次	115,464	128,115	152,287	151,106	174,111	213,438	249,230
高级职称人员数量	240,919	243,432	247,795	243,500	255,300	270,904	291,700
中级职称人员数量	321,386	328,735	341,978	338,350	363,378	408,898	454,920
<b>全部从业人员</b>	<b>1,120,719</b>	<b>1,175,258</b>	<b>1,249,062</b>	<b>1,272,963</b>	<b>1,422,995</b>	<b>1,728,497</b>	<b>2,123,379</b>

资料来源: 住建部、中银国际研究



**图表 20. 中央与地方勘察完成合同额**


资料来源: 万得、中银国际研究

**图表 21. 中央与地方工程设计完成投资额**


资料来源: 万得、中银国际研究

在发达国家, 工程咨询已经成为项目投资前的一项十分重要的工作。德国的工程咨询费约占工程造价的 7.5%-14%, 英国的工程咨询收费标准为 8.85%-13.25%; 美国的工程咨询费率在 6%-15%之间。2012 年, 我国工程设计 ENR 排名前 60 名的工程咨询企业营业收入总额为 1,052 亿元, 而国际工程咨询龙头企业 AECOM 公司 2013 年总收入达到 80.37 亿美元, 约占我国工程设计咨询前 60 强企业收入的 45.8%。从以上统计数据来看, 我国工程咨询行业整体收入水平与国际巨头相比尚存较大差距, 同时也说明我国工程咨询企业仍有较大的发展潜力, 勘察设计咨询作为其中的重要组成部分, 其业务收入也将拥有较大的提升空间。

从苏交科的排名和市场规模看, 2013 年 ENR/建筑时报评选的中国工程设计企业 60 强中, 公司排名第 37 位, 排在前五位的是中国水电工程顾问集团有限公司、中国电力工程顾问集团公司、中国成达工程有限公司、中国建筑设计研究院、中国中建设计集团有限公司。从市场占有率看, 公司在全国的市场占有率尚不足 1%, 在江苏省的市场的占比不到 5%, 从一些其他大型设计院的数字看, 中铁 2012 年收入规模为 16 个亿、中交一院收入为 13 个亿、中交二院为 11 个亿, 全国的市场占有率均不足 1%, 可以看到, 工程咨询行业竞争分散化的现象还比较突出, 公司未来的成长空间还很大。

**图表 22. 公司在全国及江苏市场的占有率**

市场占有率	2010 年	2011 年	2012 年
公司主营业务收入 (亿元)	11.49	12.68	11.79
全国工程咨询业务收入合计 (亿元) (=营业收入-工程承包收入)	3,823.71	4,725.53	5,307.60
工程咨询业务全国市场占有率(%)	0.3	0.27	0.22
江苏省工程咨询业务收入合计 (亿元)	163.75	202.41	254.07
工程咨询业务江苏省市场占有率(%)	7.02	6.26	4.64

资料来源: 公开资料整理、公司财报、中银国际研究

## 基建平稳运行保障设计业务空间

### 公路建设将保持高位运行

公司以公路设计咨询起家，截至目前公路咨询的业务占比依然在50%左右，因此基建投资的状况尤其是公路投资建设将会极大的影响到公司的基本业务。就基建投资当前的态势看，截至2014年4月，全国基建固定资产投资额2.19万亿元，累计同比增长21%，去年全年基建投资额为9.4万亿元，累计同比增长23%，经历了2012年的低谷，目前基建投资保持在15%-20%左右的区间运行，我们认为，基建投资在中期内还将保持高位，中国投资驱动的经济增长模式在短期内还很难改变，大项目、基础设施以及城镇化建设在中期内还将是拉动中国经济增长的核心动力。

就交通运输行业看，尽管“十一五”期间我国交通运输业已取得显著成绩，但仍然存在一些问题需要完善，如交通基础设施网络尚不完善，技术等级、网络覆盖广度与通达深度有待提高，区域间、方式间、方式内等结构性矛盾仍然突出，存量设施系统效率偏低；各种运输方式之间的有效衔接尚未完全形成，综合交通枢纽和一体化服务发展滞后等，这些都给交通运输的后续发展打开了一定的空间。

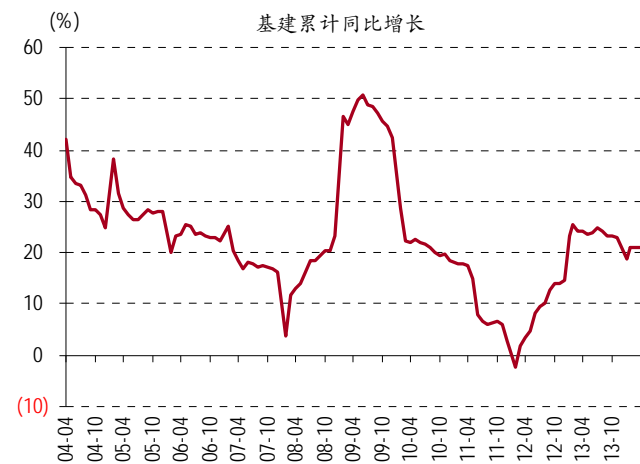
在我国无论是客运还是货运，公路都是主要的运输方式。“十一五”期间，我国二级及以上高等级公路总里程由2005年的33.1万公里增加到2010年的44.7万公里，占公路总里程的比重由2005年的9.9%增加到2010年的11.2%。截至2012年底，我国二级及以上高等级公路里程达到50.19万公里，比重增加到11.8%。

“十二五”期间，我国新建公路的建设方向将向高等级公路倾斜。预计“十二五”期间高速公路新增里程将达到3.4万公里，超过“十一五”期间建设的规模，至2015年总通车里程达10.8万公里，形成由中心城市向外放射、横贯东西、纵贯南北的国家高速公路网；二级及以上高等级公路还将新增20.3万公里，总里程将达到65万公里，新增里程较“十一五”时期新增里程增加75%。

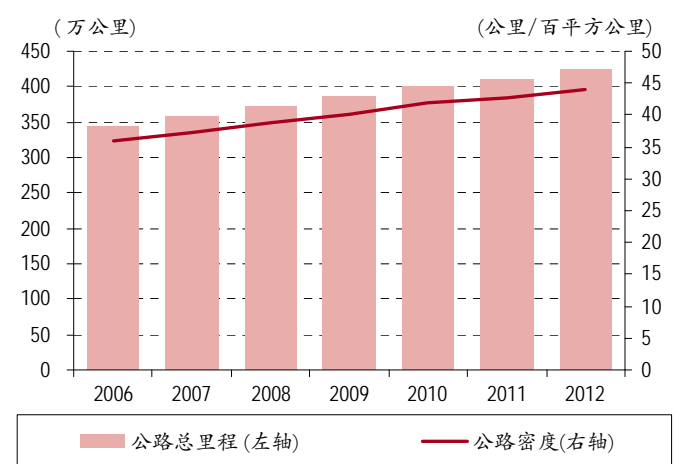
图表 23. 中国“十二五”期间公路建设

指标	2005年	2010年	2015年	“十一五”期间新增	“十二五”期间新增	较“十一五”增里程相比
公路网总里程（万公里）	334.5	400.8	450.0	66.3	49.2	26% ↓
二级及以上高等级公路总里程（万公里）	33.1	44.7	65.0	11.6	20.3	75% ↑
其中：高速公路	4.1	7.4	10.8	3.3	3.4	3% ↑
三级及以下公路（万公里）	301.4	356.1	385	54.7	28.9	47% ↓
二级及以上高等级公路占总里程的比例	9.9%	11.2%	14.4%	“十一五”期间提升1.3个百分点	“十二五”期间提升3.2个百分点	/

数据来源：交通运输部“十二五”发展规划、中银国际研究

**图表 24. 基建建设还将保持高位**


资料来源：万得、中银国际研究

**图表 25. 中国公路总里程及密度**


资料来源：中国统计年鉴、中银国际研究

此外，值得关注的是，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，已经无法满足目前交通量和交通方式的需求，面临着改建问题，公路的更新换代需求也将继续带动投资额的增长。根据《“十二五”综合交通运输体系规划》，我国将加大国省干线公路改造力度。重点改造 G103（北京至塘沽）、G104（北京至福州）、G105（北京至珠海）、G204（烟台至上海）等“五射、六纵、四横”15 条国道及其他瓶颈路段；在地方，我国还将实施县通二级公路工程，基本实现具备条件的县城通二级及以上标准公路。这些既有道路的改造升级也将创造不小的设计勘察咨询的需求。

### 江苏省内公路建设投资规模还将增加

江苏是公司目前的主要业务市场，2013 年收入整体占比超过 50%，因此江苏省的基建及公路建设的发展对公司整体业务的开展更具有导向作用。根据《江苏省交通运输“十二五”发展规划纲要》，“十一五”期间江苏省完成交通基础设施建设投资 3,683 亿元，呈持续增长态势，是“十五”时期的 2.2 倍。“十二五”时期，江苏交通基础设施建设投资约 4,665 亿元，养护资金约 400 亿元，并将继续加大对科技、人才、节能减排和应急保障等方面的资金投入。

**图表 26. 江苏省交通建设投资情况**

指标	“十五”时期	“十一五”时期	“十二五”规划投资
总投资 (亿元)	1,712	3,683	4,665
铁路 (亿元)	70	1,190	1,500
公路 (亿元)	1,539	1,790	1,990
航道 (亿元)	38	155	440
港口 (亿元)	61	474	580
民航 (亿元)	4	74	155

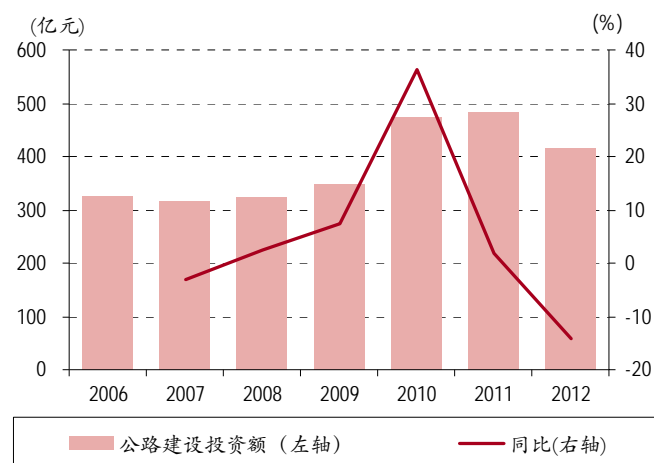
资料来源：江苏省交通运输“十二五”规划、中银国际研究

可以看到公路依然是交通运输投资的大头，“十一五”期间，江苏省公路总里程增加 3.5 万公里；新增高速公路 1,173 公里，高速公路通车里程达到 4,059 公里，密度居全国各省区首位。完成新建普通国省干线公路 3,043 公里；新建农村公路 4.2 万公里。截至 2012 年，江苏省公路总规模已达到 15.4 万公里。

根据《江苏省交通运输“十二五”发展规划纲要》，“十二五”时期，江苏省将续建并建成和开工建成高速公路 698 公里，开工建设 498 公里、续建并建成扩建工程和开工扩建工程 482 公里；完成新改建普通国省干线公路 3,000 公里，拟新开工和力争开工建设 3,100 公里；规划建设各类路网连接公路约 1,000 公里；新改建和完善农村公路 25,000 公里。预计“十二五”期间，江苏省公路建设总投资将达到 1,990 亿元，而 2012 年江苏省公路建设完成投资 414.93 亿元。

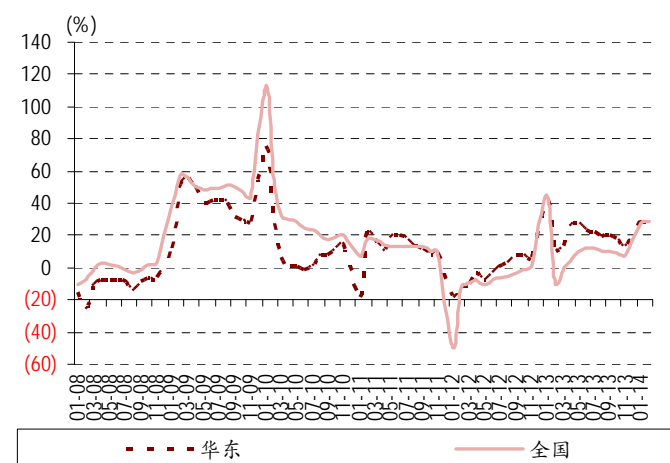
总体而言，国内的基建投资尤其是公路建设还将保持在高位，虽然不排除未来几年有可能会暂时回落，但是总体而言，巨大的市场和投资额还将为相对较小的设计咨询行业带来广泛的空间。就公路投资细化来看，高速公路、一级路的建设在东部地区还有较高的需求，如果考虑上政治周期及政绩因素，新增投资及更新换代的投资还将继续带动设计咨询行业的发展。就公司业务的重镇——江苏来看，新建、扩建的公路规模还将保持在高位，因此在宏观、微观方面都将对苏交科设计咨询业务的发展形成继续的支撑。从 2013 年设计业务板块的收入增速看，基本与 2012 年持平，未来我们预计还会有 20% 左右的增速。

图表 27. 江苏省公路建设投资额及增速



资料来源：江苏省统计局、中银国际研究

图表 28. 华东地区公路投资增速与全国基本同步



资料来源：万得、中银国际研究

## 市政建设将提速 提升综合设计能力

### 轨交、城市路网等大市政项目步入快速发展期

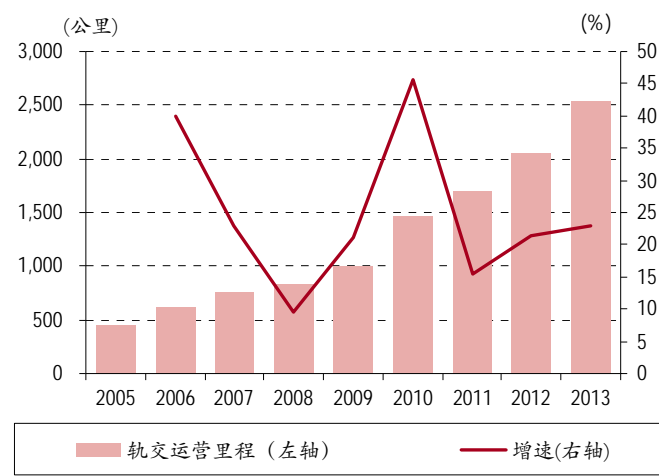
与公路类业务相比，市政工程业务的一个突出特点是，行业结构更为零散，市场集中度较低，主要原因是市政工程涉及地下管网，而地下管网及空间分布作为开展市政建设项目的的数据，对于本地勘察设计及咨询的企业更易于掌握熟悉。因此，市政工程勘察设计及咨询业务区域性强，粘性较高。

公司经过多年的异地化发展，在四川、新疆、云南、浙江、河南等地开拓了较好的市政项目资源，如云南的滇池治理、四川德阳的市政规划、新疆伊犁的基础设施建设等。公司全国化市政的布局版图正在不断完善中。

从全国整体来看，城镇化的推进需要市政建设的跟进和提速，经过多年的积累和业务模式的探索，以轨道交通、多功能综合体、园林绿化、路网体系、给排水等为载体的市政工程将步入快速发展期。此前，住建部总经济师李秉仁指出，“十二五”期间仍需要加快市政公用基础设施建设，预计“十二五”期间市政的投资总额在7万亿元左右。市政道路交通作为市政公用基础设施建设的重要组成部分，在“十二五”期间建设规模将继续增加。

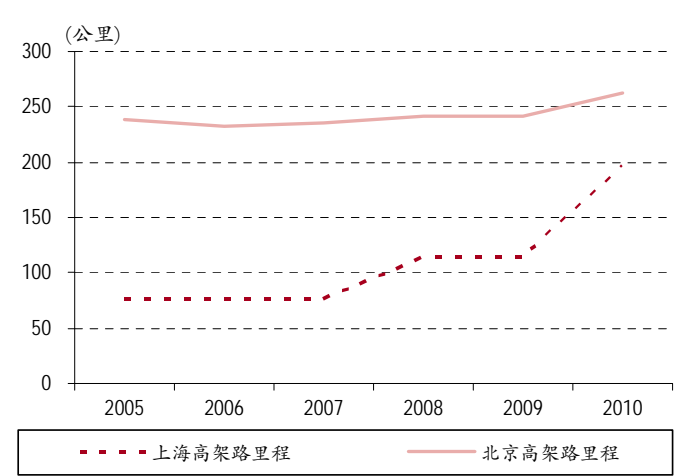
与大型公路建设不同，市政项目涉及的路桥建设更多的偏向实用和民生。目前在主干道等大动脉基本构架完毕的情况下，市政路桥的毛细血管建设需要更多精心科学的设计。大量人口涌入城市必然导致原有的老城负荷度越来越大，很多大、中城市的空间格局也正发生巨大变化。城市发展模式、空间格局的变化需要快速、便捷的骨架路网体系来支撑和引导城市的发展。伴随着城市格局的变换，市政道路交通建设将会集中在快速路网体系、城市主次干道、快速公交和有轨电车以及城际铁路四个方面进行。预计“十二五”期间，城市轨道交通的建设规模为2,500公里左右，总投资为1.2万亿元左右。至2020年末累计投运里程将达到7,000公里左右，届时轨道交通将覆盖全国主要大中城市，在城市交通系统中发挥主体、骨干作用。

图表 29. 中国轨道交通运营里程及增速



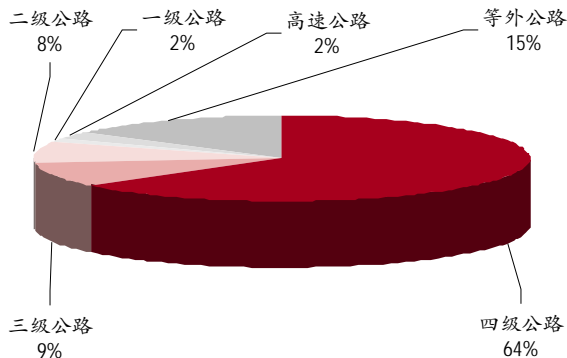
资料来源：江苏省统计局、中银国际研究

图表 30. 北京上海高架路通车里程

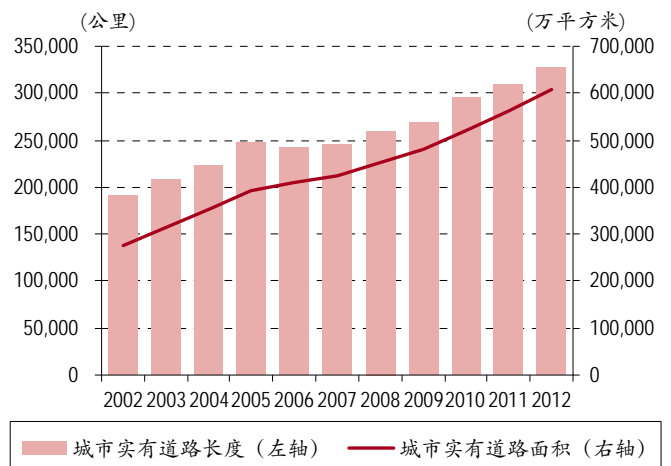


资料来源：万得、中银国际研究



**图表 31.2012 全国各技术等级公路情况 (万公里)**


资料来源：江苏省统计局、中银国际研究

**图表 32.中国城市道路面积与长度**


资料来源：万得、中银国际研究

可以看到，发展立体式、综合化、无缝对接的交通体系已经成为各地政府制定市政规划考虑的重点，就全国市场而言，市政建设中的轨交、路网等需要更多长远科学的规划设计，作为研究机构，如何结合这些不同区域既有的路网体系和市政的现状，做好新旧体系、不同层级体系的科学有效对接将对公司竞争力的提升和占有更多的市场提供一个良好契机。就当前多数的地方性规划设计研究院看，由于受区域以及传统业务的约束，在市政综合化、科学化、高效化方面的设计能力和创新能力亟待提升，对于苏交科而言，如能进一步抓住这个机会，强化研发能力，则公司在整个设计领域第一梯队的实力将会进一步夯实。

### 江苏省市政建设规模将扩大

《江苏省城镇体系规划（2012-2030）》提出，未来江苏城镇空间格局将形成“一带两轴，三圈一极”的“紧凑型”城镇空间结构。城市规模及空间结构的快速发展，以及由此而产生的日益增长的交通需求将对市政建设提出更高的要求。

根据江苏省各地政府规划，未来两年内淮安市的市政领域投资额为 135 亿元，淮安周边的苏北地区城市连云港、盐城、扬州的市政领域投资额分别将达到 150 亿元、302 亿元、560 亿元。大规模的市政项目如轨道交通、城市路网、多功能综合体等将会给公司的设计业务发展提供更坚实的支持。

在城市地铁方面，“十一五”期间，江苏共有南京、苏州、无锡 3 个开工城市，数量与广东并列第一。其中，南京市建成“十字形”网络骨架，运营里程 85 公里，列全国第五，并有轨道交通 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，并且各有 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，江苏省城市轨道交通规划里程约 1,000 公里。“十二五”期间，南京、苏州、无锡、常州和徐州等城市共投资建设城市轨道交通项目约 16 项，建设里程约 404.8 公里，总投资约 1,753 亿元。



**图表 33. 江苏省未来地铁建设项目情况**

序号	项目名称	建设性质	建设里程	建设年限	“十二五”投资(亿元)	备注
1	南京市轨道交通3号线	新建	45	2010-2014	300	续建
2	苏州市轨道交通1号线	新建	26	2007-2012	42	续建
3	苏州市轨道交通2号线	新建	26	2009-2014	104	续建
4	无锡市轨道交通1号线	新建	29	2009-2014	124	续建
5	无锡市轨道交通2号线	新建	26	2010-2015	145	续建
6	南京市轨道交通10号线一期	新建	15.9	2011-2014	110	
7	南京市轨道交通4号线一期	新建	33	2011-2015	200	
8	苏州市轨道交通2号线延伸线	新建	13	2011-2014	78	
9	上海市轨道交通11号线北段工程	新建	6	2011-2012	18	
10	苏州市轨道交通4号线及支线	新建	51	2012-2016	257	
11	常州市轨道交通1号线一期工程	新建	34	2012-2017	110	
12	常州市轨道交通2号线一期工程	新建	20	2014-2018	30	力争开工
13	无锡市轨道交通1号线南延线工程	新建	4.6	2012-2017	15	力争开工
14	无锡市轨道交通3号线一期工程	新建	29.9	2012-2017	100	2014年开工
15	无锡市轨道交通4号线一期工程	新建	22.4	2013-2017	60	力争开工
16	徐州市轨道交通1号线	新建	23	2014-2018	60	试验段已开工
<b>合计</b>			<b>404.8</b>		<b>1,753</b>	

资料来源：江苏省各地交通运输“十二五”规划、中银国际研究

在快速公交方面，截至 2013 年末，江苏省有常州、盐城和连云港三个城市投资修建了城市快速公交系统，运营里程分别为 146.8 公里、131.5 公里和 47.6 公里。南京、苏州也开建了现代有轨电车，建设里程分别为 16.86 公里、79.18 公里。预计“十二五”期间，其它城市快速公交系统和现代有轨电车也将较快发展。未来江苏省快速公交路线的规划里程将会突破 2,500 公里。

**图表 34. “十二五”江苏省快速路规划里程**

重点城市	南京	无锡	徐州	常州	苏州	南通	连云港	淮安	盐城	扬州	镇江	泰州	宿迁	合计
规划规模(公里)	820	282	113	136	227	120	197	140	94	100	86	107	81	2,504

资料来源：江苏省各地交通运输“十二五”规划、中银国际研究

在市政路网方面，据《长三角城际轨道交通线网规划》（2010 年调整），至 2020 年长三角三省一市新增大区域间联系的时速 200 公里以上的区域城际轨道 5,359 公里，其中江苏境内约新增 2,000 公里，至 2030 年，三省一市共新增 6,648 公里的区域城际轨道，其中江苏省境内约新增 3,000 公里，远景规划建设总里程约 7,220 公里。从这个规划看，公司市政设计业务在江苏省内还将进一步提速。

## 智能交通将成为公司创新业务的试点

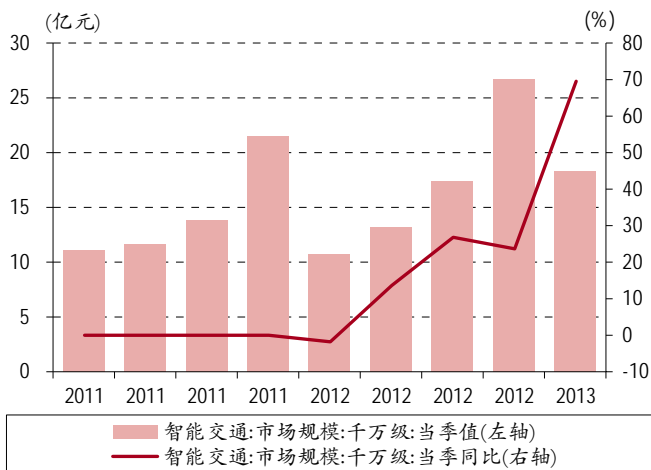
### 智能交通发展仍处于战国期

对于智能交通，目前国内还未出台一个权威的、统一的、明确的定义与规划，就市场上各家公司从事的业务看，有专做交通安防方面的、也有专做道路检测的，还有一些从事流量控制的，不同公司对智能交通理解的差异以及业务侧重，形成了当前国内智能交通市场发展多元化、分散化的状况。

就行业发展来看，“十一五”期间，国内公路水路交通信息化建设的总投资规模为30亿元左右，主要在公路水路交通基础设施运行管理系统、行业公共信息服务平台、公路水路交通运输管理服务系统、交通安全监管和应急系统等四个方面开展了建设。

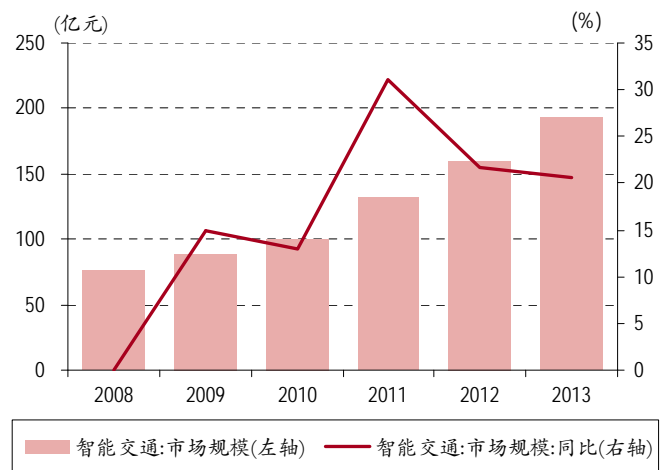
2011年以来，我国智能交通行业进入快速发展时期，根据中国交通技术网的统计，2011年中国城市智能交通千万级项目数量195项，项目规模合计57.9亿元，同比分别增长了129%及180%。2012年中国城市智能交通千万级项目数量235项，项目规模合计68.1亿元。

图表 35.近年来中国智能交通领域千万级以上项目情况



资料来源：万得、中银国际研究

图表 36.中国智能交通市场规模



资料来源：中国统计年鉴、中银国际研究

根据中国智能交通协会的预计，“十二五”期间，我国将在50个左右的大城市推广交通信息服务平台建设，提供交通信息查询、交通诱导等服务；在200个以上的城市发展城市智能控制信号系统，形成智能化的交通指挥系统；在100个以上的大城市推进大城市公共交通区域调度和相应的系统建设，加大电子化票务的建设与应用。

预计2009-2016年，我国城市道路智能交通系统的总投资额将超过1,000亿元，信号控制系统、交通综合信息平台、视频监控系统、交通违法处理系统等是智能交通投资的主要内容。有专家预计到2020年国内智能交通领域的投入将达1,820亿元。

虽然从这些规划和愿景看，智能交通业务的发展空间非常美好，但是从当前国内市场从事智能交通行业的公司看，割据化、分散化、多元化的市场竞争格局依然为主要特征，目前智能交通领域依然处于战国时代，各主要竞争主体在各子系统拥有相对优势，没有一家企业在整个城市智能化行业取得全面竞争优势。举例而言，如在乘客咨询和交通安防方面，赛为智能的市场占有率超过 20%，在交通监控方面，南京南瑞、中控信息的市场占有率超过 10%，在交通信号系统方面，卡斯柯的竞争优势比较明显，在交通通信方面，上海贝尔和赛维智能的市场美誉度较高。各家公司也基本都是按照各自的业务领域优势来研发相应的产品，诠释对智能交通业务的理解。

从近期行业发展的态势看，虽然有一些从事智能化业务的公司提出了智城的理念，力图把智能交通、智能医疗、智能安防、智能建筑等各业务板块整合到一个综合的系统中，但是从具体的实践看，概念形式的意义大于实际的操作和效果，我们认为，要想实现真正的智城还需要多领域的实际整合与磨合，简单依靠软件或联网的形式还远远达不到智慧城市的真谛。对于苏交科而言，未来的市场空间和目前的企业竞争态势，给发展智能交通业务带来了更多的机遇。

**图表 37. 目前部分国内从事智能交通领域公司的细分业务**

公司名称	综合监控系统	综合安防系统	乘客资讯系统	自动售检票系统	通信系统	信号系统
赛为智能	○	○	○	✓	○	
上海贝尔	○		○		○	
上海华虹				○		
卡斯柯	○		○			○
北京和利时	○		○			○
南京南瑞	○					
北京世纪瑞尔	✓					
天津凯发	○	✓				
高新现代				○		
国电南自	○	✓				
上海宝信	✓					
同方股份	○					
浙大网新				○		○

资料来源：公开资料整理、中银国际研究

### 通过并购方式加速相关业务

公司对于智能交通的理解是在现有基础设施条件下，提升通行能力。苏交科将重视在现有公路设计咨询业务的基础上，进一步整合相关技术和数据。可以看到，随着技术的不断进步，交通运输方面会产生大量的数据，公司将会把这些数据应用到决策支持和服务民生两个方面。

目前一些公司从事的智能交通业务更多的是监控，而对于数据流量的分析，并没有跟市政联系在一起，这些公司开展业务的目的是为了治安和谐，在具体的业务方面，苏交科也与目前一些其他公司只是预测未来交通量有所不同，公司将会结合大数据做深度的分析决策，这也是公司的强项，公司将会在整合现有数据的基础上，使智能交通的服务更加科学，做到真正的有别于其他公司。

在智能交通的业务方面，公司将着重以下两方面，一个是从服务政府决策方面，公司将会为具体的交通设施布局智能软硬件，并进行交通网点的有效对接，提供一整套综合化的方案。比如从规划上，哪些地方应该建公交、轨道交通，设施如何布局，在现有公交客运量数据的基础上，如何进行优化等。另外一个是在服务民生方面，公司将会侧重居民的日常体验，如在日常出行中，居民会根据目前公交运行的状况，通过终端了解下一辆车大概多久能到，从而对出行决策提供指导，在盈利方式上，未来可进行手机收费的方式来推广。

由于目前主管部门对智慧城市还没有一个明确的定义，各部委都是根据自身的司职试图进一步规范行业的发展，因此掌握最新最权威的行业标准和规划变成成为下一步公司业务推进的前提。目前公司在国家发改委信息中心正在做一个相关的数据项目，未来公司的智慧交通业务将会围绕国家发改委的项目具体规划来做，相应的公司也会联合设备供应商，开发相应的软件。

此外，公司目前还在做一些智能交通的产品，同时会跟紧规划立项的源头和数据，达到科学决策和便民服务的功能，公司的智能交通业务也会通过并购的方式来做。我们认为，公司在交通行业有着深厚的技术咨询积累，整合既有的咨询优势转向综合化的智能交通业务是公司未来业务升级的一个方向，公司在数据分析和综合决策方面有着较大的优势，通过并购的方式深耕智能交通业务，一方面可以帮助公司在该领域能够较快起步，另一方面，通过差异化的竞争，公司也能在细分领域继续抢占优势。

## 优先发展环保业务，涉足水处理行业

### 污水处理投入将超万亿元

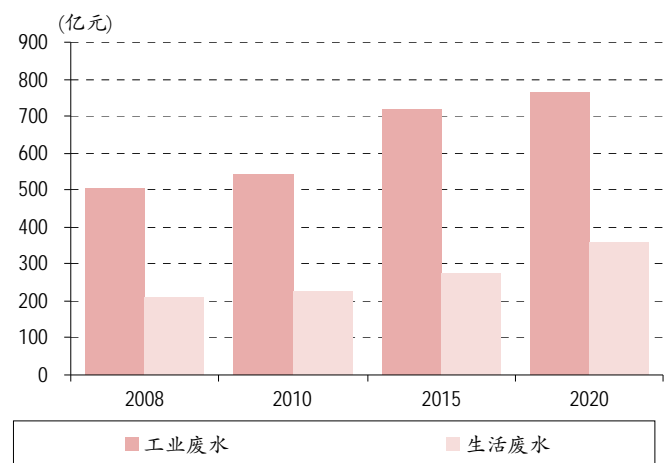
面对全球性的水资源短缺及水污染的严峻问题，污水处理及再生利用行业无疑是环保行业乃至国民经济中极其重要并极具发展空间的朝阳产业。对于这个巨大的市场机遇，公司目前已经确定了发展方向，在排除了垃圾焚烧处理、土壤修复等其他环保细分行业后，苏交科准备全力进军污水处理行业。

国外发达国家在经历了工业革命和经济发展带来的“先污染”的苦痛和教训之后，于上世纪七十年代纷纷加大了城市污水处理的力度。如英国、德国、芬兰、荷兰等欧洲国家均已投巨资对水污染进行治理；日本、新加坡、美国、澳大利亚等国家也对污水处理给予了较大投资。特别是新加坡，并没有走先污染后治理的道路，而是采取经济与环境协调发展的政策，这使其不仅在经济上进入了发达国家的行列，而且还形成了一个绿树成荫、蓝天碧水的优美环境。这也给我国水处理环保业务的发展提供了一个好的先例。

到上世纪90年代末，国外发达国家城市污水处理率已平均达到80%以上的较高水平，如德国污水处理率为86%，瑞士和荷兰为90%，法国为68%，丹麦为85%，意大利为63%，美国为74%（1985年），这些国家已经朝着污水处理普及率100%而努力，而我国目前还在70%左右，未来还有很大的提升空间。从人均指标看，美国平均每1万人拥有一座污水处理厂，瑞典和法国每5,000人有一座污水处理厂，英国和德国7,000~8,000人有一座污水处理厂。水污染控制达到相当高的水平。我国污水处理行业的市场渗透率还需进一步提升。

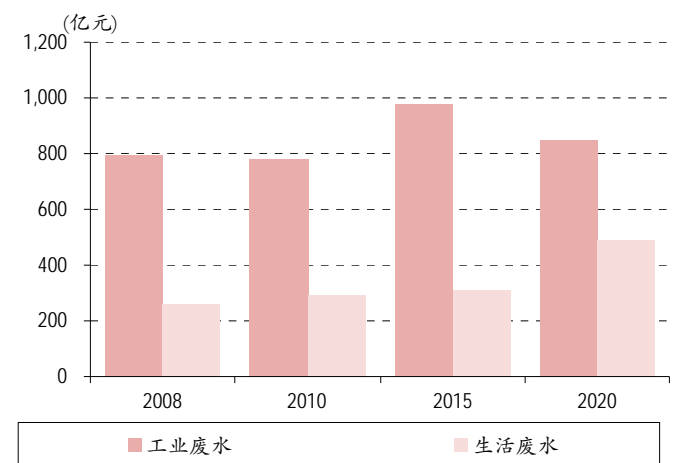
根据国家环保总局环境规划院、国家信息中心《2008—2020年中国环境经济形势分析与预测》，在处理水平正常提高的情况下，我国“十二五”和“十三五”时期的废水治理投入（含治理投资和运行费用）将分别达到10,583亿元和13,922亿元，其中用于工业和城镇生活污水的治理投资将分别达到4,355亿元和4,590亿元；而在采取更有力措施情况下，“十二五”和“十三五”时期我国废水治理投入将分别达到12,781亿元和15,603亿元，其中用于工业和城镇生活污水的治理投资将分别达到5,753亿元和5,578亿元。“十一五”后的未来十年，用于污水处理的投资仍将保持持续增长。

图表 38.正常提高类污水处理投资额



资料来源：环保部、中银国际研究

图表 39.更有力措施类污水处理投资额



资料来源：环保部、中银国际研究



## 并购方式优先发展水处理业务

就目前国内污水处理市场的竞争态势看，按建设运营项目的污水处理能力排名，前十大公司总的市场占有率为20%左右，单个企业市场占有率不超过3%。因而，市场较为分散，但一些口碑较好、资历较老的企业正在逐步扩大自己的市场份额。就目前市场上采用的处理技术看，我国污水处理技术水平基本与国外保持同步，并成功地走出了一条引进消化、研究开发创新的发展道路。现有城市污水处理厂主要采用普通活性污泥法、氧化沟法、厌氧-缺氧-好氧法(A2/O)和序批式活性污泥法(SBR)。其中氧化沟法、厌氧-缺氧-好氧法(A2/O)和序批式活性污泥法(SBR)在新建污水处理厂建设中占有越来越大的比重，已成为我国现阶段城镇污水处理的三大传统主流工艺技术。

在环保方面，2013年11月份以来苏交科已经接触了很多企业，由于环保市场出现的变化，原来计划收购的公司目前已经暂停，从具体的业务看，公司目前正在从事的环保业务主要还是环境检测以及一部分合同能源管理项目。其中合同能源管理由子公司交科能源来做，但预计规模不会太大，很难有突飞猛进的增长。而公司的环境检测和技术服务虽然这些业务的市场总量不大，谈不上很大的市场份额，但公司还会继续去做，这些是与公司原有的技术能力嫁接最直接的。

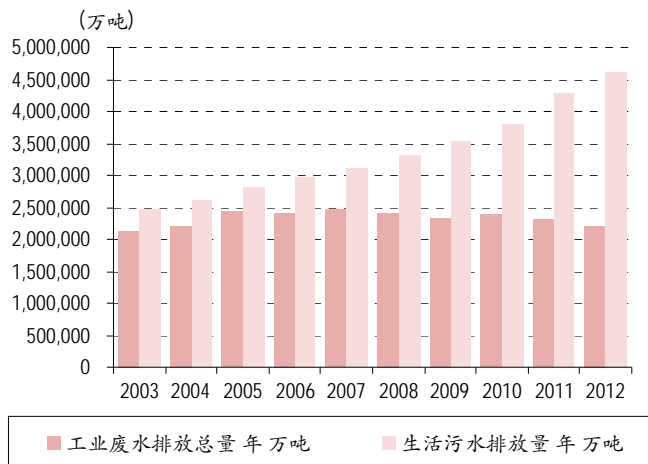
在污水处理方面，公司将会偏重煤化工、石油等工业污水处理。可以看到未来十年工业废水的投资额和处理力度将得到进一步的加强。由于前期缺乏相应的惩罚机制，国内石油行业的水污染非常严重，而新制定的环保法对当事人的处罚做出了明确规定，这也将会导致未来企业行为的改变，目前一些石油企业已经开始重视水环境问题，而苏交科目前也有一个专门国家级相关实验室，这也是公司从事石油水处理方面的一个优势。

在煤制气方污水处理方面，由于相应的规划方案还没最终敲定，公司还将持续关注最终标准的确定。总体而言，在污水处理方面，公司还将优先采取并购的方式，收购不同的团队对公司未来战略的影响会有很大不同。整体而言，工业废水项目的市场空间很大，如果公司选好相应的标的，整合成功的话，在石油、煤炭等行业的污水处理订单应该很大，我们预计，营收额应该远远不止1-2个亿。

就国外同行来看，AECOM目前的环保业务占到整个业务板块的30%，预计苏交科也会朝着这个方向努力。对于公司而言，从事环保的短板是技术，这需要通过并购来弥补，而公司的优势在前端，如政府的审批流程，在煤制气方面的审批部门是公司原有接触的部门，若公司继续拓展环保业务，在这些部门可能会得到更好的认可。此外，在环保业务中，大概40%的投资会涉及到土建，公司也有相应的施工队伍和设备，在环保土建方面可以压缩成本，进一步提升项目的毛利。



图表 40.国内废水排放量



资料来源：万得、中银国际研究

图表 41.国内废水处理设施



资料来源：万得、中银国际研究

## 加强内部整合，继续拓展外延式收购

### 淮交院并购如期进行

梳理公司的发展上市历程可以发现，并购一直是公司不断扩张的主线，在上市前，公司先后通过并购若干公司弥补了区域和资质方面的短板，如收购剑平国际开拓北京市场，并进一步拓展环保领域的业务、收购金邦科技，进一步拓展沥青业务等，从公司并购发展的期限看，大都不超过两年，每两年公司便会通过新公司或原有板块的整合开拓新的业务、打入新的区域。

图表 42.上市前公司进行的部分并购公司

收购方式	公司名称	时间	转让方情况	持股比例(%)		收购/增资价格		收购目的
				收购前	收购后	价格(万元)	定价依据	
收购取得控制权	常熟设计院	2009.7-2009.9	苏骏等 18 位原股东	20	100	2,101.27	2009.2.28 审计的净资产	扩大当地市场
	江苏建工院	2009.11	胡小钟、齐婷等	0	75	487.5	6.5 元/份	取得建筑设计资质
增资取得控制权	剑平瑞华	2008.6	剑平国际	0	50.98	208	1 元/份	进入北京市场
		2010.3	剑平国际	50.98	59.86	0	剑平瑞华环保项目未能实现承诺	
收购少数股东权益	兆通路桥	2009.6	耿小平、周建华	65	100	610.38	4.36 元/份	规范持股关系
	泰州新通	2008.2	卢拥军	90	100	20	出资成本	规范持股关系
	金邦科技	2010.10.	香港金邦科技	30	70	11	账面净资产	拓展沥青业务

资料来源：公司招股书、中银国际研究

今年 3 月份，公司公告了并购淮交院的方案，目前的并购程序在如期进行中。根据方案，苏交科拟以 18.76 元/股，非公开发行股份 10,114,349 股购买陈大庆等 33 名自然人合计持有的淮交院公司 100% 股权。以 2013 年 12 月 31 日为评估基准日，淮交院公司 100% 股权的评估值为 19,010.49 万元，较其账面净资产（母公司财务报表）5,156.71 万元评估值增值 13,853.78 万元，增值率为 268.66%。经交易各方友好协商，淮交院公司 100% 股权的交易作价为 18,974.55 万元，对应于淮交院 2013 年 9 倍市盈率。本次并购后，苏交科的股本将会扩大 4.6%，公司的股权结构不会发生大的变化。同时淮交院也做出了相应的业绩承诺：2014 年扣非后的净利润不低于 2,731 万元，2014-2015 累计不低于 6,009 万元，2014-2016 累计不低于 9,778 万元。就淮交院而言，其前身为淮安市交通局下属事业单位，主要服务当地交通及市政建设，业务区域目前主要集中在淮安地区，2012 年和 2013 年淮安地区的收入占比约为 70% 和 55%。淮交院公司 2013 年和 2012 年毛利率为 44.18% 和 38.19%，盈利能力良好。预计并购后将会有效的拓展公司在淮安地区的业务，增强发展动力。

就前期并购的公司看，经过短期的磨合，基本达到了公司的预期，2013 年杭州华龙实现净利润 1,156 万元，实现了此前业绩承诺，并大大超过了并购前该公司的业绩。此外，2013 年并购的甘肃科地目前的业务开展也比较迅猛。而收购厦门设计院目前已经完成了工商变更登记。

可以看到，在上市之前通过并购，公司加速取得了多领域的甲级资质。目前公司尚未取得市政（给水、排水）专业甲级资质，同时在其他业务板块还有资质进一步提升的空间。在未来三年，公司还将会积极并购相关企业，快速获得上述相关资质，进一步体现公司整体的竞争力。我们认为，随着公司多年的外延式并购发展，未来在继续拓宽相应领域的同时，公司还将加强对既有并购公司的整合，如何将公司的管理理念和运行实践传导至相应的公司，发挥标的公司在本地市场的积极作用，进一步提升市场份额，强化协同效应将是公司并购业务后续的重点工作。

### 股权激励行权彰显公司扩张信心

5月31日，公司发布了股票期权激励计划采用自主行权模式的提示性公告，公司激励计划首次授予的33名激励对象第一个行权期的起止日期为：2014年6月3日起至2015年4月24日止；本次可行权数量共计431.82万份，行权价格为6.3元。

受到2013年公司分红和转增股本的影响，5月20日公司董事会对公司股票期权的期权数量和行权价格进行了调整，首次授予股票期权的行权价格由最初的12.79元调整为6.30元，期权份数由最初的775.5万份变更为1,551万份；预留股票期权的行权价格由最初的18.65元调整为9.23元，期权份数由最初的24.55万份变更为49.10万份。公司于2013年3月公布了股权激励方案的草稿，经过相应的调整，我们认为近期公司相关人员陆续行权的概率很大。根据之前的草案，满足行权条件的激励对象可按30%、30%、40%的比例，分三期行权，第一期行权的进行将会为后续几期提供很强的示范效应。此前公司设定的行权条件为2013-2015年ROE不低于10%、11%、12%，业绩增长分别达到25%、20%、20%，我们认为在公司外延式扩张持续，协同效应有望体现的状况下，公司股权激励将会陆续行权，这也会很大的提升公司整体的士气。

## 业绩持续性较强，财务状况稳健

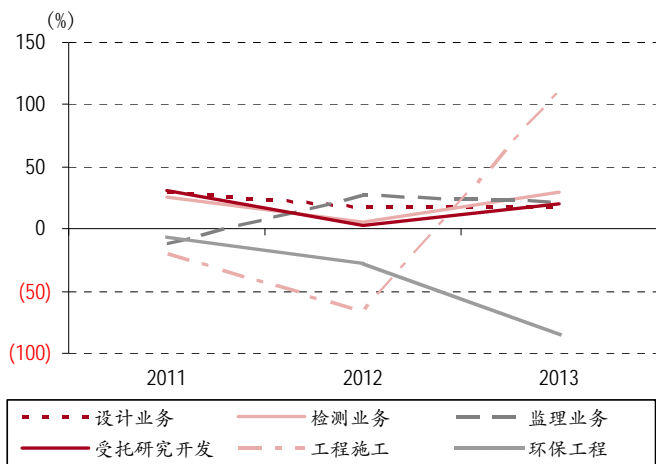
### 去年订单稳健增长保障 14 年业绩

受到 2012 年政治换届的周期影响，公司业绩出现了个位数增长，为近三年来的低点，由于政治换届导致的地方政府规划和建设项目的暂时搁置使得公司业绩出现了急刹，但我们认为这是特殊现象。在摆脱事件性影响之后，公司整体将步入平稳上升的通道。

根据行业经营的特点，订单转化为收入需要一定的时间，前一年公司的订单增长将对当前的业绩形成重要的影响。从 2013 年公司的订单增速看，增速为 20%，截至目前，公司整体的订单增速为 30%，存量订单接近 20 个亿，这无疑对 2014 年的业绩提供了坚实的保障。

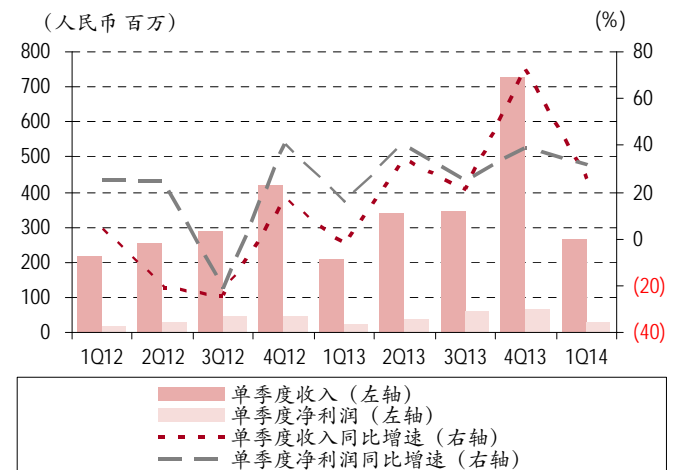
从 2013 年的情况看，苏交科的业绩和收入增速均超过了 30%，带动公司收入增长的主要是工程施工、其他以及检测业务，上述三项业务的同比增速分别为 110.6%、2,030.3%和 29.2%，其他业务出现暴涨的原因是公司加入了沥青贸易，如果排除其影响，公司 2013 年的业绩实际增长 20%。在毛利率方面，由于受到营改增的影响，2013 年公司整体的综合毛利率出现了下降，比 2012 年下降了 7.8 个百分点。从净利润率看，同比下降率 0.6 个百分点。目前公司的盈利能力处于稳步回升中，截止到今年 1 季度，公司的净利润率为 11.6%，同比提升了 0.5 个百分点，我们认为，今年公司会摆脱营改增的负面影响，整体的毛利率将回升至过去三年 32% 以上的平均水平。

图表 43. 细分业务收入增速



资料来源：公司财报、中银国际研究

图表 44. 单季度收入与利润增速



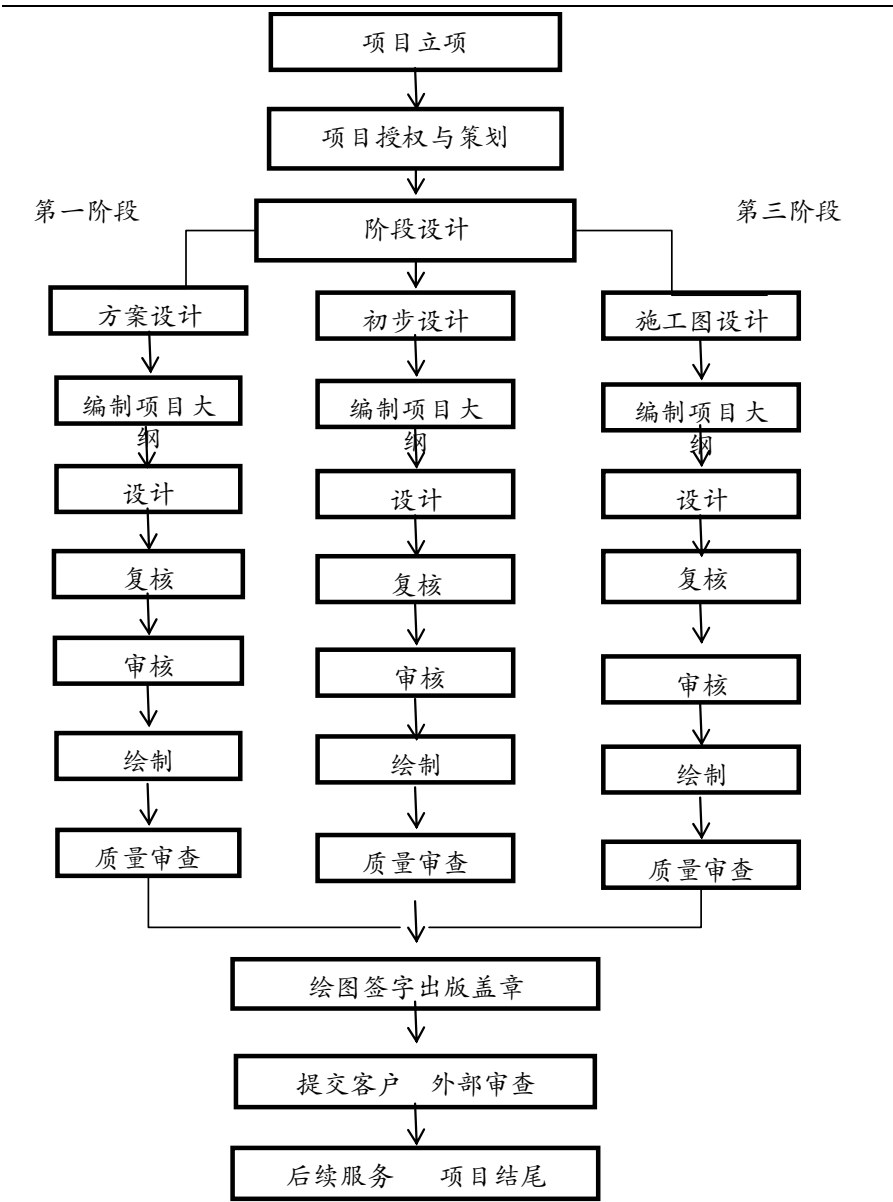
资料来源：公司财报、中银国际研究

### 两年以内应收增速和占比正常

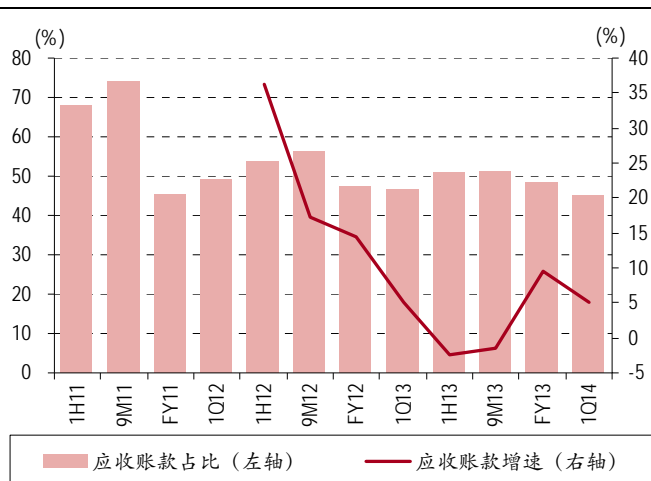
由于受到行业习惯和结款时间点的限制，公司的应收账款在资产中的占比较大。截止到 2014 年 1 季度，公司整体的应收账款为 13.78 亿元，占总资产的比重为 45%，与去年底相比下降了 3 个百分点，从增速看，同比增长了 5.2%。从近年来的情况看，公司的应收账款在总资产中的占比一直在 45% 以上。

公司应收账款占比过大是与其业务特色密切相关的。按照一般的业务流程，在没有其他因素干扰的情况下，公司设计咨询业务正常完工时间是一年，这其中细分来看，公司先会委托勘测、航拍，然后进行内部审查，再到国土、环保等多个政府部门会签，这些流程走下来大概为一年半左右，在这期间，公司大概 90%的工作量能完成，再往后期是工程现场服务以及后续的质保服务，如果这期间发生其他的公司不可控因素、工期的时间还会延长。如果遇到急的项目，赶工期的话，大半年内也可完成，但这不是常态。从这些流程的整体跨度看，大约需要两年时间，这也决定了公司应收账款的回收速度。

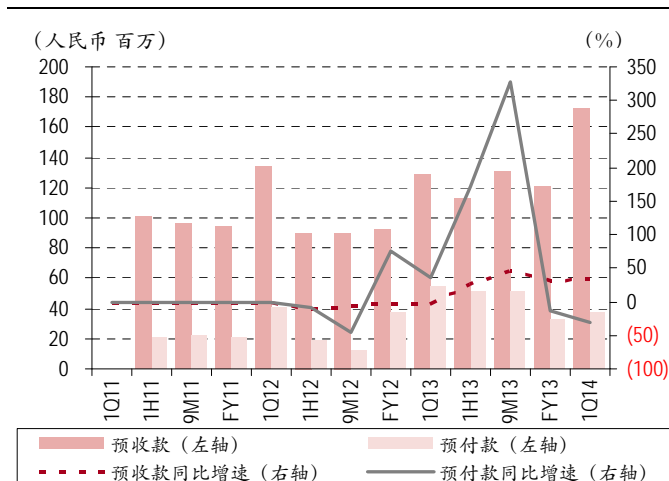
从收入的贡献看，一般而言，当年的收入中有 30%是今年的新签订单，70%是往年结转订单，排除一些突击和赶工期的项目外，一般而言，下半年的订单对今年的利润营收的贡献比较小。在合同签订时，有的项目会涉及预付有的不会预付。在付款节点上，在设计业务方面，从开始接单到航拍勘测，再到初步设计完成，通过评审，这占到了整个设计业务流程的 40%，然后出施工图，这时占到整个业务流程的 50%，公司确认收入是按实际发生的人力资源成本，因此，从委托勘察画图已经确认收入了，因此也就形成了大量的应收账款，再到画图的环节，这时公司内部应收的账龄已经 4-5 个月了，在公司画图结束后，接着便是拿到外部审查数据、复核，然后到各政府部门流程走一圈，最后开会确定最终方案时，这才到了合同规定的付款节点，因此从上述流程来看，公司应收账款占比大是行业特殊原因所致。

**图表 45. 公司设计咨询业务流程**


资料来源：公司招股书、中银国际研究

**图表 46. 公司应收账款占比与增速**


资料来源：公司财报、中银国际研究

**图表 47. 公司预收预付款情况**


资料来源：公司财报、中银国际研究



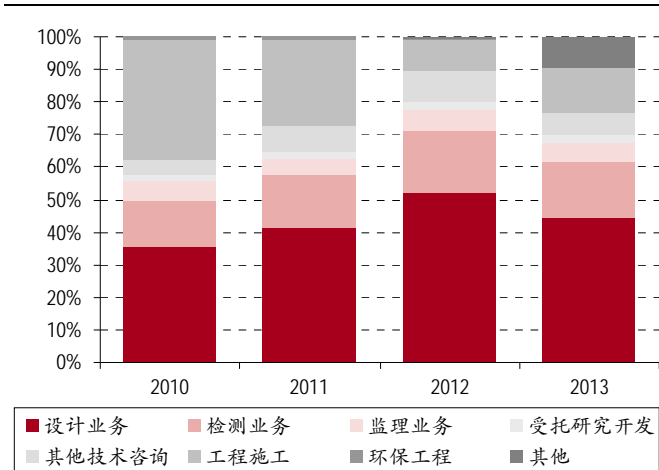
根据上述对公司业务流程的分析，我们认为两年以内应收账款都比较正常，在付款方面，由于政府内部也有一个流程，也需要一定的时间，但是整体而言，我们会对两年以上的应收比较关注。截至 2013 年公司两年以上的应收账款占比为 21.15%，合计为 3.58 亿元。我们也会注重应收账款增速与营收的增速的匹配，以及两年以上的应收增长的持续性等指标。

### 公司业务结构还将优化

截止到 2013 年公司设计咨询的业务占比达到 60%，此外，工程施工的业务占比达到了 14%，而环保业务占比尚不足 1%。公司把 AECOM 作为自身发展的一个参照，以此来看，未来公司设计咨询在保持在 50%左右的占比情况下，环保、智能交通等新兴业务的占比将会提升至 30%左右，这些业务有着巨大的发展空间，同时结合国内环保和智能交通业务发展的现状看，目前依然处于激励竞争的态势，公司如何结合自身优势，做出特色，对新业务的持续发展非常重要。

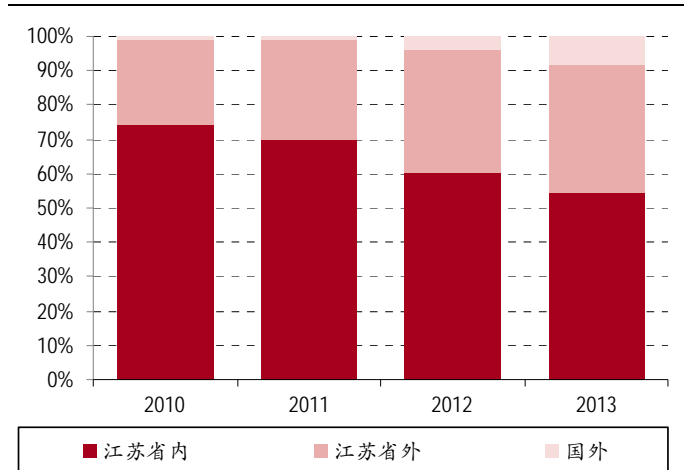
从区域上看，随着公司并购业务的不断开展和整合的深入，目前公司江苏省外的业务发展提速明显，如 2013 年公司去年公司设计订单 17 个亿，其中江苏为 8.3 亿，江苏以外 8.7 亿，江苏市场继续增长，而江苏省外的增长更快。2013 年江苏省外和国外业务的营收同比增速为 32.5%和 176.5%，有效的带动了公司整体的业绩增长。从区域的毛利率方面看，江苏省内的毛利率为 35.8%，大幅高于整体的综合毛利率，省外的为 28.7%，我们认为随着公司对省外业务的大幅开拓，相应的拓展成本的上升导致了江苏省外的毛利率要低于省内，这种状况伴随着公司外延式的并购扩张还会持续一段时间。在新领域和新区域的业务优化将会进一步带动公司业务做大做强。

图表 48.近年来公司细分业务占比



资料来源：公司财报、中银国际研究

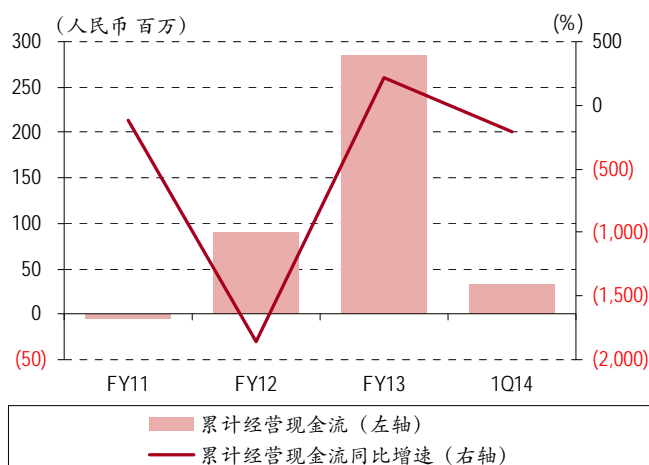
图表 49.近年来公司收入地域占比



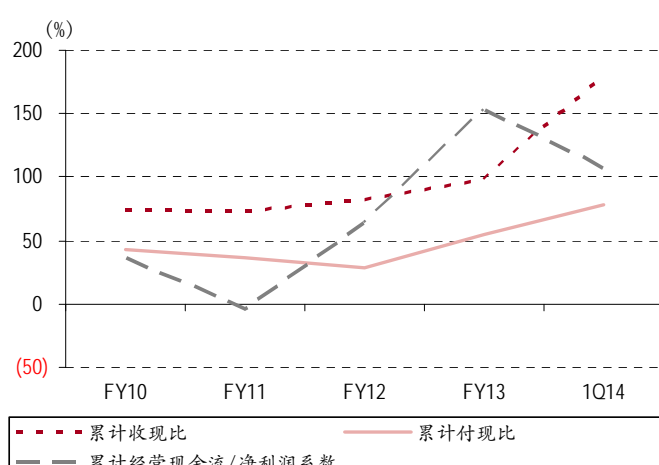
资料来源：公司财报、中银国际研究

### 资产负债率较低，收现情况良好

从现金流的角度看，公司整体的经营情况不断向好。2013 年全年，公司经营现金流为净流入 2.85 亿元，今年 1 季度，整体的经营现金流为净流入 3,300 万元，从收现比和付现比的情况看，2013 年全年收现比为 98，付现比为 55，今年 1 季度分别为 180 和 78，上市以来，公司的收现比和付现比在不断的上升中。

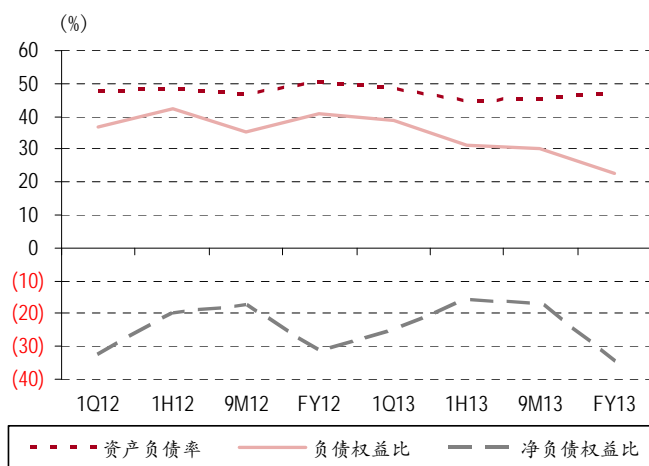
**图表 50. 近年来公司累计经营现金流**


资料来源：公司财报、中银国际研究

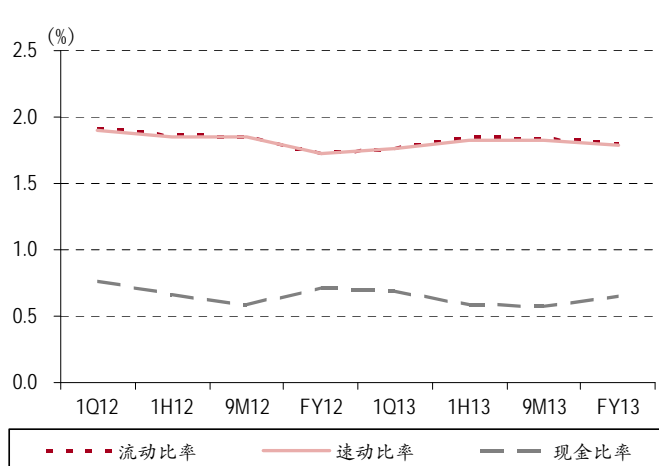
**图表 51. 近年来公司收现比付现比**


资料来源：公司财报、中银国际研究

在资产负债率方面，截至今年1季度为45.4%，比去年底下降了2.2个百分点，上市以来，公司整体的资产负债率一直维持在较低的水平，公司的负债主要集中在短期借款和应付账款，而没有长期借款，整体而言，公司的资产负债结构非常稳健。在盈利能力方面，公司的净资产回报率和总资产回报率都在不断的提升过程中，截至去年底，公司上述两项指标分别为11.9%和6.2%，都达到了上市以来的最高水平。我们认为，随着公司业务领域的多元化、业务区域的不断拓展以及内部整合效应的体现，公司的盈利能力还将有稳步的提升。

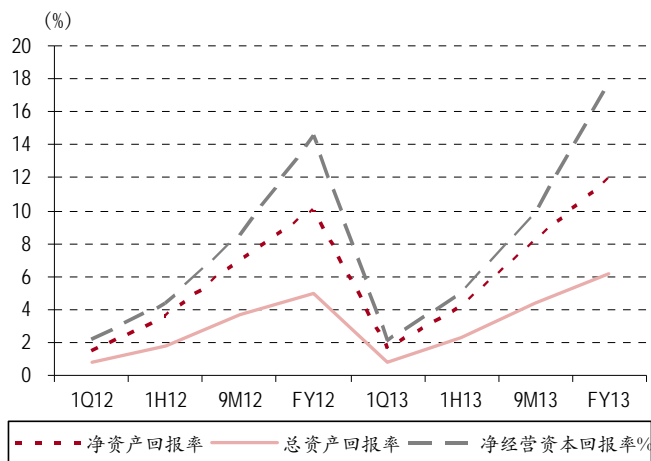
**图表 52. 公司资产负债率维持稳健**


资料来源：公司财报、中银国际研究

**图表 53. 公司流动比率速动比率**


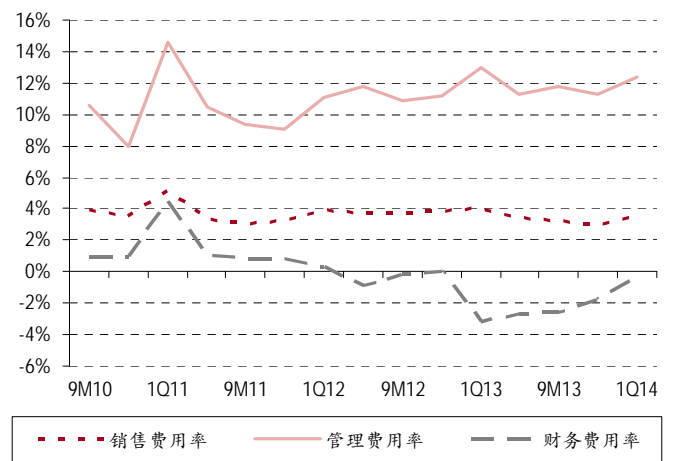
资料来源：公司财报、中银国际研究

图表 54. 公司净资产回报率



资料来源：公司财报、中银国际研究

图表 55. 公司三项费用率



资料来源：公司财报、中银国际研究

## 附录：AECOM 简介

在业务发展上，苏交科把 AECOM 当做未来发展的目标，而 AECOM 作为世界领先的工程咨询设计公司，业务领域更加多元化，经历了前几年的并购扩张，目前该公司的业务发展步入平稳期。

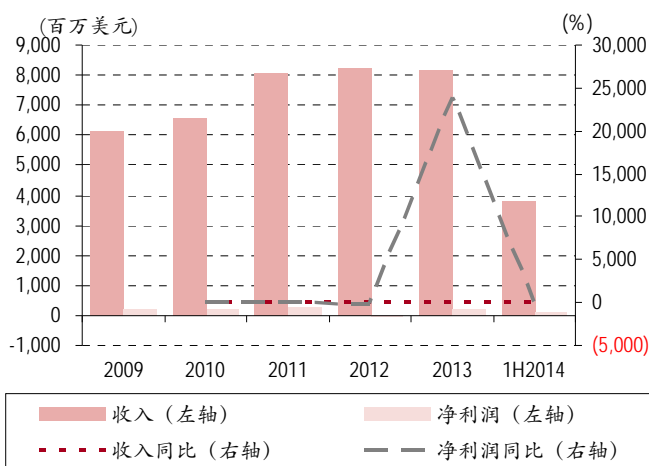
截至 2014 年 5 月，该公司的业务领域已经拓展至全球 150 个国家，覆盖了超过 30 个细分产业市场。在设计咨询方面，基础设施、交通运输、环境和电力采矿的业务占比分别为 39%、26%、17%和 8%。此外，还有 10%的业务为管理及服务支持。截止到 2014 年 5 月，该公司实现营业收入 38.26 亿美元，实现净利润 9,600 万美元，同比分别增长-4.5%和 5.6%。截至 2014 年 6 月 16 日，该公司市值为 32.47 亿美元，股本为 9,600 万股，2014 年市盈率为 12.9 倍。

该公司的业务主要分两大部分，一部分是专业技术服务 (PTS)，这是其主要业务，截至 2014 年 5 月占比为 90%，该业务主要是为交通、基础设施、能源、环境 园林景观等提供设计咨询勘察服务。另外一部分为管理支持服务(MSS)，目前该业务的占比为 10%。从区域市场对比布局看，2014 年 5 月，该公司 48% 的收入来自美洲市场，27%的收入来自欧洲中东和非洲市场，25%的收入来自亚太市场。

收购兼并是 AECOM 发展过程中的一个重要战略。2007-2011 年，该公司收购兼并的步伐不断加快，在这期间，收入的增速连续多年超过 20%，净利润的增速也保持在较高的位置。随着业务规模的扩大，该公司已经从业务发展期导入到成熟期，净利润率多年来也保持平稳，目前维持在 3.5%左右的水平，从 ROA 来看，截至去年底为 4.99%，其资产负债率整体为 36%。

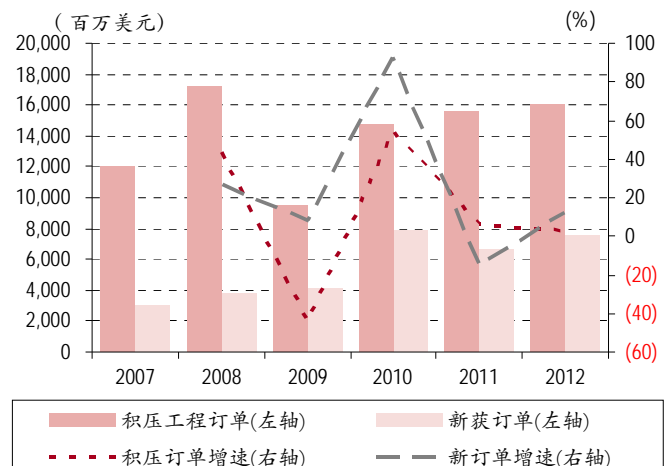
该公司于 2007 年收购了深圳城脉建筑设计公司，成为第一家外资完全控股的中国设计公司，这也使其迅速打开了中国市场，外资公司的进入，对于规范和发展国内的建筑设计市场能够起到积极的推动作用。

图表 56.AECOM 收入及利润增速



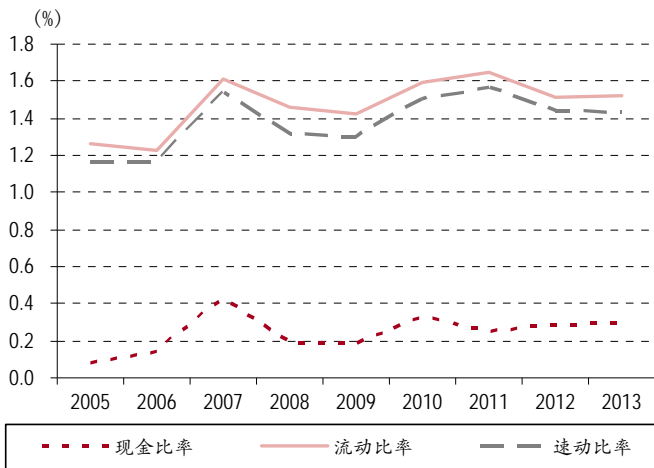
资料来源：彭博、中银国际研究

图表 57.公司订单增长情况



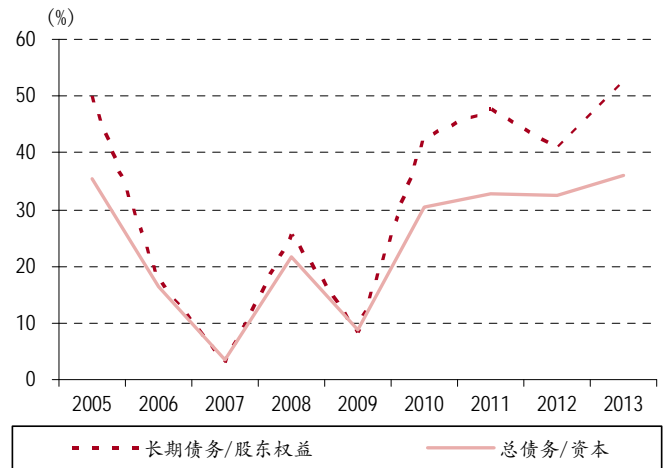
资料来源：彭博、中银国际研究

图表 58.AECOM 现金比率 流动速动比率



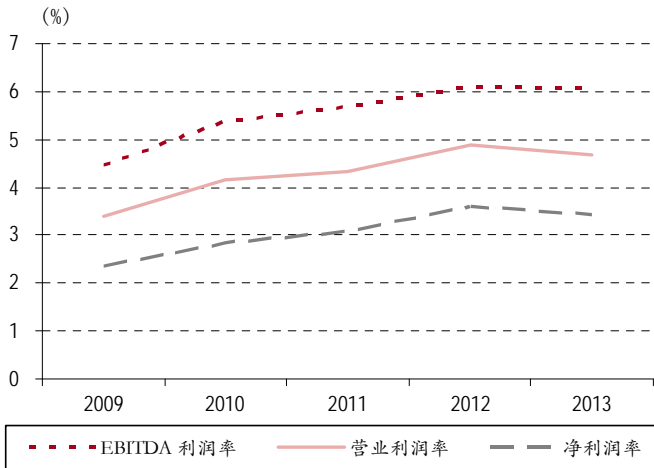
资料来源：彭博、中银国际研究

图表 59.公司资产负债率



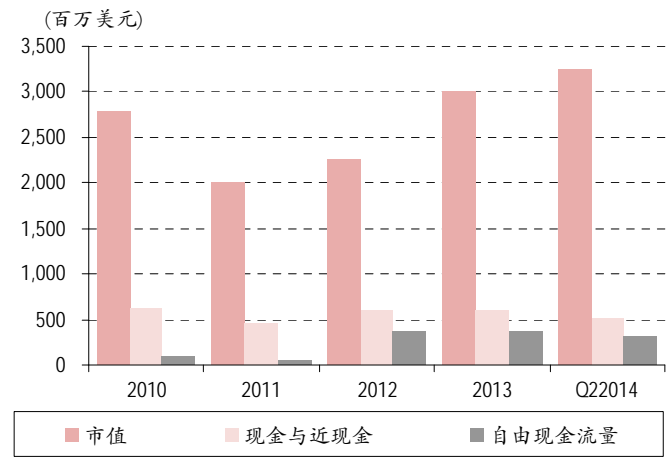
资料来源：彭博、中银国际研究

图表 60.AECOM 盈利能力



资料来源：彭博、中银国际研究

图表 61.公司市值 现金及自由现金流



资料来源：彭博、中银国际研究

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	1,179	1,628	2,011	2,487	3,079
销售成本	(745)	(1,156)	(1,384)	(1,712)	(2,121)
经营费用	(193)	(218)	(270)	(335)	(417)
息税折旧前利润	241	254	356	439	541
折旧及摊销	(26)	(31)	(43)	(53)	(64)
经营利润(息税前利润)	215	223	313	386	478
净利息收入(费用)	0	29	3	19	25
其他收益/(损失)	(46)	(17)	(13)	(20)	(25)
税前利润	170	235	302	385	478
所得税	(27)	(43)	(54)	(69)	(86)
少数股东权益	(1)	(7)	0	0	0
净利润	141	186	248	316	393
核心净利润	180	201	260	334	415
每股收益(人民币)	0.294	0.387	0.516	0.657	0.819
核心每股收益(人民币)	0.374	0.419	0.542	0.695	0.865
每股股息(人民币)	0.200	0.200	0.129	0.164	0.204
收入增长(%)	(7)	38	24	24	24
息税前利润增长(%)	5	4	40	24	24
息税折旧前利润增长(%)	6	5	40	23	23
每股收益增长(%)	(1)	31	34	27	25
核心每股收益增长(%)	3	12	29	28	24

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	170	235	302	385	478
折旧与摊销	26	31	43	53	64
净利息费用	0	(29)	(3)	(19)	(25)
运营资本变动	(173)	5	(28)	(127)	(193)
税金	(27)	(43)	(54)	(69)	(86)
其他经营现金流	95	86	3	3	2
经营活动产生的现金流	90	285	263	226	239
购买固定资产净值	(79)	(89)	(120)	(126)	(132)
投资减少/增加	(22)	(20)	0	0	(1)
其他投资现金流	(84)	(27)	1	1	0
投资活动产生的现金流	(185)	(135)	(120)	(126)	(132)
净增权益	21	48	240	0	1
净增债务	49	(210)	0	100	100
支付股息	(48)	(48)	(48)	(62)	(79)
其他融资现金流	(42)	(33)	3	19	26
融资活动产生的现金流	(20)	(243)	194	57	48
现金变动	(115)	(93)	338	157	155
期初现金	1,126	1,011	918	1,256	1,413
公司自由现金流	(59)	149	198	176	194
权益自由现金流	(46)	(93)	146	219	233

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	1,011	918	1,256	1,413	1,568
应收帐款	1,474	1,627	1,953	2,356	2,844
库存	7	25	43	64	93
其他流动资产	2	1	1	1	1
流动资产总计	2,494	2,571	3,252	3,834	4,506
固定资产	155	217	278	337	391
无形资产	66	95	106	116	127
其他长期资产	170	238	239	242	244
长期资产总计	391	550	624	695	762
总资产	2,885	3,121	3,876	4,528	5,267
应付帐款	600	679	957	1,218	1,500
短期债务	580	371	371	471	571
其他流动负债	267	379	415	453	495
流动负债总计	1,446	1,428	1,743	2,141	2,565
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	11	56	57	58	58
股本	240	240	480	480	480
储备	1,162	1,313	1,513	1,766	2,081
股东权益	1,402	1,553	1,993	2,246	2,561
少数股东权益	25	83	83	83	83
总负债及权益	2,885	3,121	3,876	4,528	5,267
每股帐面价值(人民币)	5.84	6.47	4.15	4.68	5.33
每股有形资产(人民币)	5.57	6.07	3.93	4.44	5.06
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.80)	(2.28)	(1.84)	(1.96)	(2.08)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率**

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	20.4	15.6	17.7	17.7	17.6
息税前利润率(%)	18.3	13.7	15.6	15.5	15.5
税前利润率(%)	14.4	14.4	15.0	15.5	15.5
净利率(%)	12.0	11.4	12.3	12.7	12.8
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.7	1.8	1.9	1.8	1.8
利息覆盖率(倍)	5.2	6.8	5.8	6.6	7.8
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.7	1.8	1.8	1.8	1.7
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	30.0	22.8	17.1	13.4	10.8
核心业务市盈率(倍)	23.6	21.1	16.3	12.7	10.2
目标价对应核心业务市盈率(倍)	29.6	26.5	20.5	16.0	12.8
市净率(倍)	1.5	1.4	2.1	1.9	1.7
价格/现金流(倍)	23.5	7.4	16.1	18.7	17.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	7.0	6.4	9.6	7.6	6.1
<b>周转率</b>					
存货周转天数	3.4	5.1	9.0	11.4	13.6
应收帐款周转天数	427.3	347.7	325.0	316.2	308.2
应付帐款周转天数	178.1	143.3	148.5	159.6	161.0
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	34.0	25.9	25.0	25.0	24.9
净资产收益率(%)	10.4	12.6	14.0	14.9	16.4
资产收益率(%)	6.5	6.1	7.3	7.5	8.0
已运用资本收益率(%)	13.4	14.2	16.6	17.7	18.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测



## 研究报告中所提及的有关上市公司

建研集团(002398CH/人民币 11.91, 未有评级)

华测检测(300012.CH/人民币 20.5, 未有评级)

苏交科(300284.CH/人民币 9.04, 买入)

AECOM (ACM.US/美元 32.72, 未有评级)

以 2014 年 6 月 16 日当地货币收市价为标准  
本报告所有数字均四舍五入

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；  
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；  
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；  
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；  
未有评级（NR）。

### 行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；  
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；  
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 2 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371