证券研究报告

建筑装饰

兴业证券 INDUSTRIAL SECURITIES

兴业“建”谈系列报告之三：坚持外延并购的建筑设计龙头-AECOM

中性 （维持）

2015 年 01 月 17 日

重点公司

重点公司	14E	15E	评级
中国铁建	0.95	1.12	增持
中国中铁	0.52	0.59	增持
中国建筑	0.88	1.05	增持
广田股份	1.13	1.41	增持
亚厦股份	1.21	1.53	增持
苏交科	0.50	0.61	增持

相关报告

《兴业建筑每周观点（2015.1.2-2015.1.9）》2015-01-12

《兴业“建”谈系列报告之二：最赚钱的建筑工程企业—法国万喜》2015-01-12

《IPO 预披露新股投资系列报告之二十——奇信股份—建筑工程行业周报（2014.12.15-2014.12.21）》2014-12-22

分析师：

孟杰

mengjie@xyzq.com.cn

S0190513080002

研究助理：

房大磊

fangdalei@xyzq.com.cn

投资要点

- **AECOM：全球最大建筑工程设计公司**。AECOM 成立于 1990 年，总部位于美国洛杉矶，截止到 2013 年底，公司在全球拥有 45500 名员工，业务遍及全球 140 多个国家，总资产超过 56 亿美元，净资产超过 20 亿美元，收入规模超过 80 亿美元，是世界上最大的专业技术和管理支持服务公司。公司有专业技术服务和管理支持服务两大主营业务，为客户提供规划、咨询、建筑设计、项目管理等全方面服务，业务覆盖交通运输、基础设施、能源、水利、环境和政府项目等多个领域。2013 年公司实现营业收入 81.53 亿美元，2003-2013 年 CAGR 为 15.59%；公司于 2007 年在纽约证券交易所上市，在海外并购的驱动下，AECOM 股价上涨 36.01%。

- **AECOM 的战略发展：并购+多元化+治理结构创新。1）并购：**AECOM 的发展战略一方面是保持在核心市场的竞争优势，另一方面是抓住全球经济发展“一体化”的契机，进入新的市场和领域。在 2007-2014 年间，公司几乎每年都有多个并购项目。为保持核心竞争优势并完善业务体系，拓展服务的终端市场，公司通过收购 Ellerbe Becket，将业务拓展至全球医疗设施和专业体育设施市场；通过收购 Tecsult，拓展水力发电工程业务；为进入新兴市场，在 2007 年收购城脉进入中国市场，在 2011 年收购 Spectral 进入印度市场，在 2012 年收购 BKS 和 KPK，分别进入南非和马来西亚市场，以并购的方式推动企业的多元化扩张和区域扩张。**2）多元化：**通过并购，AECOM 实现了贯穿产业链的“规划+设计+发展”的多元化服务方式，为客户提供一站式的全链条服务；**3）治理结构创新：**AECOM 通过创新的治理结构使得旗下众多的海外子公司与母公司形成委托代理关系，在母公司的掌舵下拥有一定的自主经营权，该治理结构既能保证母公司的控制权又给予子公司足够自主权以适应东道国的市场需求和变化。

- **AECOM 财务分析：高周转&低杠杆。**2013 年 AECOM 的净资产回报率（ROE）为 11.42%，与国内的大型建筑企业相比，仅高于 ROE 水平较低的中国中铁。从杜邦分析的角度来看，2013 年公司的净利率、资产周转率、权益乘数分别为 2.93%、1.44、2.7，公司总体呈现、“高周转”、“低杠杆”的财务特征。

- **总结与启示：**从 AECOM 20 余年的发展历程来看，对国内大型建筑企业的启示包括：（1）多元化将成为国内大型建筑企业发展的选择，而并购是迅速实现业务、区域多元化的有效途径之一；（2）高周转&低杠杆是大型建筑企业的持续经营之道，因此提升运营效率，降低资产负债率是大型建筑企业未来的经营趋势。

- **风险提示：新签订单低于预期、项目进度低于预期**

此文件只供yanbao@tpa.cntaiping.com使用

目录

1、AECOM:全球最大建筑工程设计公司 ..... - 3 -
1.1 公司经营回顾：35 年立于行业巅峰 ..... - 3 -
1.2 公司经营范围：为客户提供“一站式”的服务 ..... - 4 -
1.3 公司资本市场表现 ..... - 5 -
2、公司发展战略：并购+多元化+治理结构创新 ..... - 7 -
2.1 通过并购巩固、拓展业务范围 ..... - 7 -
2.2 业务领域和区域多元化 ..... - 9 -
2.3 治理结构与海外管理创新 ..... - 10 -
3、财务分析：低费用&高周转&低杠杆 ..... - 11 -
3.1 净利率与国内大型建筑企业不相上下 ..... - 11 -
3.2 营业周期短于国内大型建筑企业 ..... - 12 -
3.3 资产负债率低于国内大型建筑企业 ..... - 15 -
4、总结与启示 ..... - 15 -
4.1 海外并购将成为国内大型建筑企业发展的选择 ..... - 15 -
4.2 大型建筑企业的持续经营之道：高周转+低杠杆 ..... - 15 -

图 1、AECOM2003-2013 年收入 CAGR=15.59% ..... - 3 -
图 2、AECOM2003-2013 年净利润 CAGR=20.51% ..... - 3 -
图 3、AECOM 主要经营业务 ..... - 4 -
图 4、AECOM 营业收入增速和业务分类图 ..... - 5 -
图 5、AECOM 股价表现 ..... - 6 -
图 6、AECOM 估值变化 ..... - 6 -
图 7、AECOM 营业收入增速和业务分类图 ..... - 7 -
图 8、AECOM 美国市场收入及占比 ..... - 10 -
图 9、AECOM 全球市场收入分布 ..... - 10 -
图 10、AECOM 治理结构 ..... - 10 -
图 11、AECOM 员工数和人均创收 ..... - 11 -
图 12、各业务员工占比和收入占比 ..... - 11 -
图 13、AECOM 与国内大型公司净利率对比 ..... - 12 -
图 14、AECOM 与国内大型公司毛利率对比 ..... - 12 -
图 15、AECOM 与国内建筑公司营业周期对比 ..... - 13 -
图 16、AECOM 与国内建筑公司应收账款周转率对比 ..... - 13 -
图 17、2006—2013 年 AECOM 与国内建筑公司资产负债率对比 ..... - 14 -
图 18、建筑行业总体经营情况 ..... - 15 -

表 1、2009-2013 全球建筑工程设计前五名企业 ..... - 3 -
表 2、2003-2013 年 AECOM 经营情况 ..... - 4 -
表 3、AECOM 营业收入——按业务分类 ..... - 5 -
表 4、AECOM 并购 ..... - 7 -
表 5、全球收入占总收入比重 ..... - 9 -
表 6、2005-2013 年 AECOM 的盈利能力情况（%） ..... - 11 -
表 8、2005-2013 年 AECOM 的营运能力情况（%） ..... - 12 -
表 9、2005-2013 年 AECOM 的资本结构情况（%） ..... - 13 -

敬请参阅特别声明 此文件只供yanbao@tpa.cntaiping.com使用

1、AECOM：全球最大建筑工程设计公司

1.1 公司经营回顾

AECOM 成立于 1980 年，总部位于美国洛杉矶，截止到 2014 年底，公司在全球拥有 45500 名员工，业务遍及全球 140 多个国家，总资产超过 61 亿美元，净资产超过 22 亿美元，收入规模超过 80 亿美元，是世界上最大的专业技术和管理支持服务公司。公司有专业技术服务和管理支持服务两大主营业务，为客户提供规划、咨询、建筑设计、项目管理等全方面服务，业务覆盖交通运输、基础设施、能源、水利、环境和政府项目等多个领域。2010-2013 年，公司连续 4 年在全球建筑工程设计企业排名中位列第一，是全球最大的建筑工程设计公司。

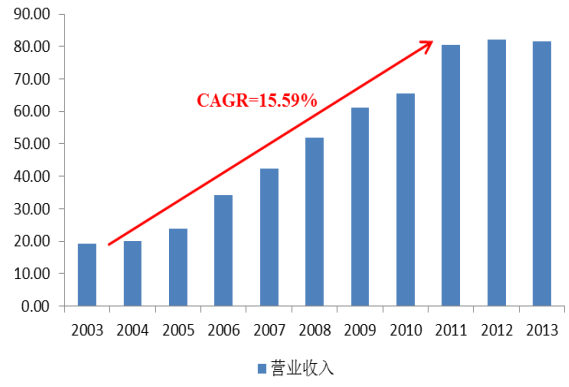
表 1、2009-2013 全球建筑工程设计前五名企业

排名	2009	2010	2011	2012	2013
1	Jacobs（嘉科）	AECOM	AECOM	AECOM	AECOM
2	AECOM	URS（优斯）	URS（优斯）	URS（优斯）	WorleyParsons（沃利帕森斯）
3	URS（优斯）	Jacobs（嘉科）	Jacobs（嘉科）	Jacobs（嘉科）	URS（优斯）
4	Fluor（福陆）	Fluor（福陆）	WorleyParsons（沃利帕森斯）	WorleyParsons（沃利帕森斯）	Jacobs（嘉科）
5	WorleyParsons（沃利帕森斯）	CH2M（西图）	CH2M（西图）	Fluor（福陆）	AMEC

数据来源：公开资料

AECOM 公司 2013 年实现净利润 2.39 亿美元，2003-2011 年年均复合增长率达 20.51%。2013 年公司实现营业收入 81.53 亿美元，2003-2013 年年均复合增长率为 15.59%；AECOM 的近十年的发展中，除 2012 年外，净利润均保持平稳增长。2012 年净利润为负的主要原因是公司在该会计年度内计提了 3.36 亿美元的商誉减值准备，净利润仅为-0.59 亿美元。

图 1、AECOM2003-2013 年收入 CAGR=15.59%



数据来源：Wind，兴业证券研究所

图 2、AECOM2003-2013 年净利润 CAGR=20.51%

数据来源：Wind，兴业证券研究所

敬请参阅特别声明
此文件只供yanbao@tpa.cntaiping.com使用

表 2、2003-2013 年 AECOM 经营情况

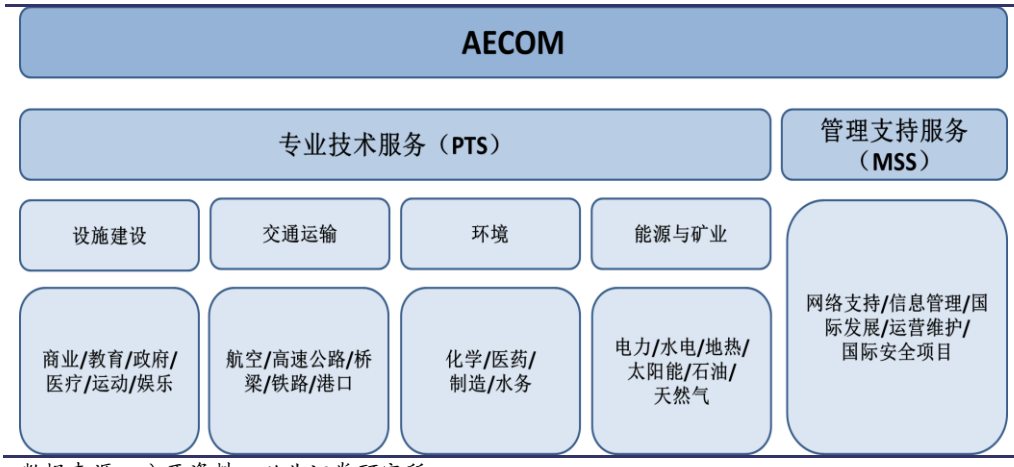
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
营业收入（亿美元）	19.15	20.12	23.95	34.21	42.37	51.95	61.19	65.46	80.37	82.18	81.53
YOY（%）		5.07	19.04	42.86	23.84	22.60	17.80	6.97	22.79	2.25	-0.79
营业利润（亿美元）	0.67	0.84	0.96	0.97	1.44	2.17	2.64	3.20	3.76	3.41	3.53
YOY（%）		25.37	14.29	1.04	48.45	50.69	21.66	21.21	17.50	-9.31	3.44
净利润（亿美元）	0.37	0.50	0.54	0.54	1.00	1.47	1.90	2.37	2.76	-0.59	2.39
YOY（%）		35.14	8.00	-0.37	86.43	46.79	28.85	24.88	16.43	-121.24	508.49
营业利润率（%）	3.50	4.17	4.01	2.84	3.40	4.18	4.31	4.89	4.68	4.15	4.3
净利率（%）	1.93	2.49	2.25	1.57	2.37	2.83	3.10	3.62	3.43	-0.71	2.93
ROE（%）				7.93	7.84	10.35	10.97	11.33	11.79	-2.70	11.84
总资产（亿美元）	10.56	11.15	14.25	18.26	24.92	35.96	37.90	52.43	57.89	56.65	56.66
净资产（亿美元）				6.79	12.78	14.23	17.30	20.90	23.40	21.69	20.21

数据来源：Wind，兴业证券研究所

1.2 公司经营范围：为客户提供“一站式”的服务

AECOM 由五个英文单词的首字母组成：Architecture(建筑设计)、Engineering(工程)、Consulting(咨询)、Operations(营运)和 Maintenance(维护)，显而易见，公司的主营业务由这五个部分构成。**目前，AECOM 主要将业务分为专业技术服务（PTS）和管理支持服务（MSS）两部分**（图 1），专业技术服务作为 AECOM 的主营业务在 2013 年为公司提供了 89%的收入。

图 3、AECOM 主要经营业务



数据来源：公开资料，兴业证券研究所

专业技术服务部门为全球主要终端市场的商业和政府客户提供策划、咨询、建筑工程设计和工程管理等服务。管理支持服务则为客户，主要是美国政府机构提供程序、设施管理、维护、培训、咨询、技术支持和设备集成服务等。**AECOM 通过为客户提供跨学科、综合性的“规划+设计+发展”方案的方式，为客户“一站**

敬请参阅特别声明 此文件只供yanbao@tpa.cntaiping.com使用

式”的项目服务。例如，随着 AECOM 环保业务的发展，公司可为运输和其他基础设施项目提供环保服务，免去将该部分外包给第三方带来的成本和风险。

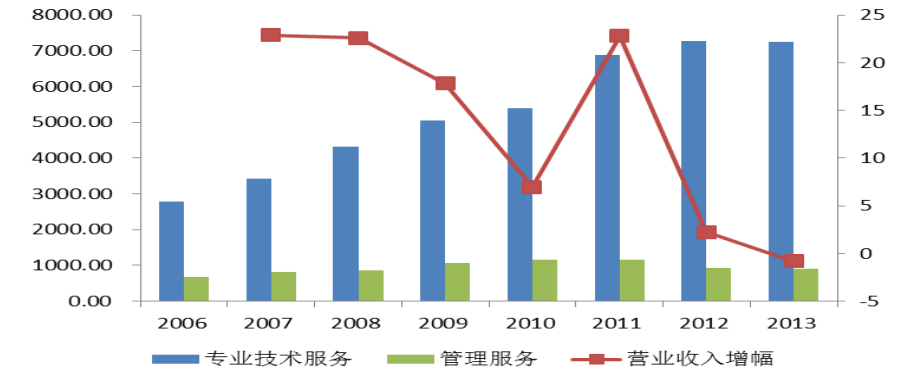
基于其全方位、多元化、一站式的服务，AECOM 的营业收入一直保持着平稳增长的态势，占据营业收入 88%的专业技术服务也不断增长。

表 3、AECOM 营业收入——按业务分类

收入结构（百万美元）	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
专业技术服务	2774.30	3418.68	4327.87	5057.69	5393.73	6877.10	7276.90	7242.90
占比	80.45%	80.68%	83.31%	82.65%	82.40%	85.56%	88.55%	88.83%
管理支持服务	674.19	818.59	866.81	1061.78	1152.06	1160.30	941.30	910.60
占比	19.55%	19.32%	16.69%	17.35%	17.60%	14.44%	11.45%	11.17%
合计	3448.49	4237.27	5194.68	6119.47	6545.79	8037.40	8218.20	8153.50

数据来源：Wind，兴业证券研究所

图 4、AECOM 营业收入增速和业务分类图



数据来源：Wind，兴业证券研究所

1.3 公司资本市场表现

2007 年 5 月 10 日，AECOM 在纽约证券交易所上市，股票代码为 ACM。2007 年上市至今，AECOM 股价上涨 36.01%，大幅跑赢标准普尔中盘股 400 指数涨幅。从估值的角度来看，公司的 PE、PB、PS 分别由 2007 年的 52.23、3.94、0.79 变为 2013 年的 9.05、1.40、0.35。

敬请参阅特别声明

此文件只供yanbao@tpa.cntaiping.com使用

图 5、AECOM 股价表现

数据来源：Wind，兴业证券研究所

图 6、AECOM 估值变化

数据来源：Wind，兴业证券研究所

敬请参阅特别声明

此文件只供yanbao@tpa.cntaiping.com使用

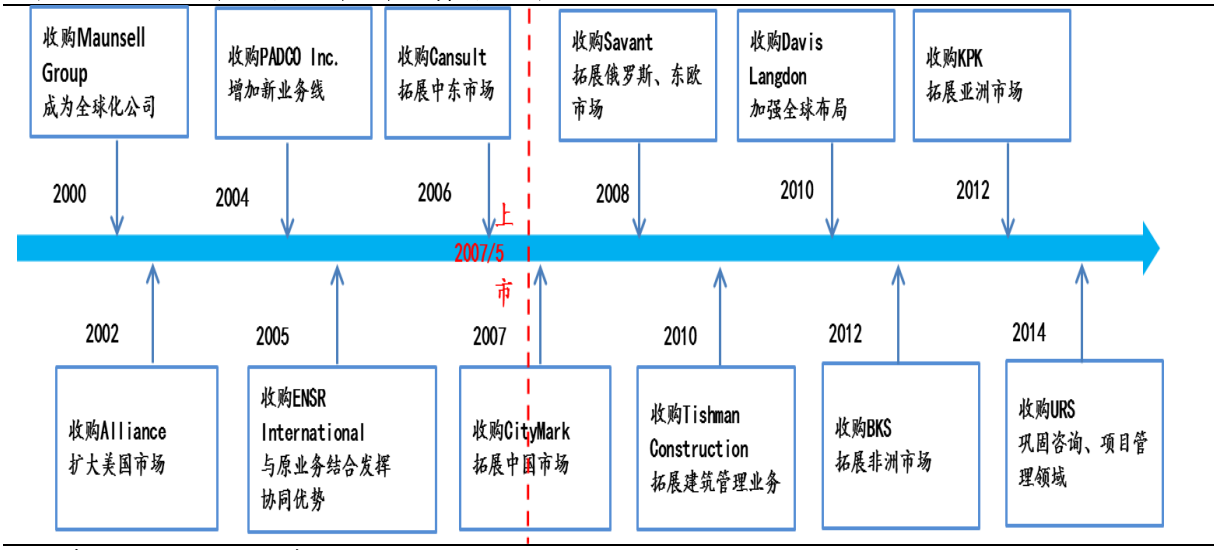
2、公司经营之道：并购+多元化+治理结构创新

2.1 持续并购巩固、拓展市场空间和业务

AECOM 的发展战略分为两部分：1）利用现有竞争优势，保持在核心市场的领导地位；2）利用客户关系进入新的服务市场和地理区域。

- ✓ **持续并购，拓展市场空间；**在 2007-2014 年间，公司几乎每年都有多个并购项目。其 2011、2012、2013 年收购完成的合计价值分别为 45330 万美金、1540 万美金和 8200 万美金。为保持核心竞争优势并完善业务体系，拓展服务的终端市场，公司通过收购 EllerbeBecket，将业务拓展至全球医疗设施和专业体育设施市场；通过收购 Tecsult，拓展水力发电工程业务；为进入新兴市场，在 2007 年收购城脉进入中国市场，在 2011 年收购 Spectral 进入印度市场，在 2012 年收购 BKS 和 KPK，分别进入南非和马来西亚市场，以并购的方式推动企业的多元化扩张和区域扩张。
- ✓ **AECOM 并购特点：整体收购。**工程咨询公司人是最重要的，一个好的团队才是最根本的价值所在。在并购之后，被并购的公司不再保持独立运作和品牌，而是被 AECOM 进行品牌整合，整合为 AECOM 建筑、AECOM 规划设计、AECOM 能源交通、AECOM 水利、AECOM 环境、AECOM 建筑工程、AECOM 工程管理等，按专业市场划分为 7 条线，同时在全球建立多个区域公司，形成一种网格化的管理模式。

图 7、AECOM 营业收入增速和业务分类图



数据来源：Wind，兴业证券研究所

表 4、AECOM 主要并购项目

时间	收购公司	收购公司业务范围	业务领域
2000/12/04	Metcalf&Eddy	全球	环境工程服务
2000/12/04	Maunsell Mcintyre	全球	高速公路和其他土建工程建造服务
2002/03/15	Oscar Faber	英国	房建和交通运输工程咨询

敬请参阅特别声明
此文件只供yanbao@tpa.cntaiping.com使用

2004/04/01	Padco	全球	提供经济、产业、人口、基础设施等领域咨询
2004/09/13	UMA	加拿大	提供基础设施、水利、交通运输、工业工程等领域的工程咨询和项目管理服务
2004/10/12	Bassett	澳大利亚	电力和机械工程咨询
2005/04/01	Bullen	英国	提供高速公路、铁路、水利、环境和房建领域的工程咨询
2005/09/06	ENSR	全球	环境卫生和安全管理服务
2005/11/22	EDAW	美国	城市规划、园林设计
2006/10/03	Cansult	中东	提供土木工程施工和建筑工程、能源输送工程、专业工程、电力工程、机械工程等领域的相关服务
2007/01/03	HSMM	全球	提供房屋、工业、安全设施、通信、交通运输、娱乐场所、水利工程等领域的建筑设计和工程咨询服务
2007/01/29	Retec	美国	环境工程设计咨询
2007/04/02	STS Consultants	美国、阿联酋	建设服务、场地开发、设施和交通运输工程等领域
2007/06/04	HLA-Envirosciences	澳大利亚	提供环境管理、卫生和安全服务
2007/08/23	KMK Consultant	加拿大	提供水利、污水处理、市政领域的工程服务
2007/10/18	Gartner Lee	加拿大	环境科学咨询
2007/11/20	深圳城脉	中国	中国 A 级建筑和工程资质
2007/11/21	ERA	全球	提供娱乐、房地产、公共设施、旅游以及经济发展方面的咨询和经济分析服务
2008/01/14	TSG	美国	为进驻新兴市场的客户提供支持服务
2008/03/03	Tecsult	加拿大	水力发电工程
2008/03/31	Boyle	美国	提供饮用水解决方案、废水处理、水资源管理等水务领域服务
2008/04/14	TSH	加拿大	建筑设计、土地规划、交通设施设计、环境工程服务等
2008/07/25	Earth Tech		水利、环境、交通和设施工程领域提供咨询、设计、施工和运营服务
2009/05/01	Savant	欧洲	项目、施工和成本管理咨询服务
2009/08/30	LAN	美国	为政府提供项目管理、设计、施工管理等服务
2009/08/30	Ellerbe Becket	美国、中东	业务覆盖公司、政府、医疗设施、高等教育设施、专业体育设施和商业中心等多个领域
2009/11/05	SSI	美国	为美国联邦和地方政府提供公共设施运营、维护和管理服务
2010/05/10	INOCSA Ingenieria	西班牙	建筑设计、项目管理和城市规划
2010/07/14	Tishman	美国、阿联酋	施工管理服务
2010/08/17	Tritech Rail	英国	铁路行业的工程咨询
2010/08/27	McNeil Technologies	美国	国家安全和情报服务
2010/11/0	Davis Langdon	非洲、澳大利亚和新西兰、欧洲、中	一家成本和项目管理咨询公司

敬请参阅特别声明

此文件只供yanbao@tpa.cntaiping.com使用

		东、美国	
2010/11/29	RSW	全球	水利发电和输送等能源工程
2011/06/13	Spectral Services Consultants	印度	机械工程、电力工程和专业工程的咨询服务
2012/01/06	Capital Engineering Corporation	台湾	环境、水利、土地开发领域的工程咨询服务
2012/10/09	BKS	南非	工程咨询
2012/10/05	KPK	亚洲	施工成本、合同和项目管理咨询服务
2014/7/14	URS	全球	工程咨询、设计和项目管理
2014/7/28	Hunt	美国	商业施工管理公司

资料来源：Wind，兴业证券研究所

2.2 业务领域和区域多元化

AECOM 从成立之初，就一直遵循着多元化的战略，具体而言为业务领域多元化和区域多元化。

- ✓ **业务多元化**：AECOM 已经将业务拓展到基础设施、交通运输、环境、电力能源、采矿等领域。公司“规划+设计+发展”的服务方式使得公司各业务之间发挥最大的协同作用，扩大公司收入增长点。
- ✓ **区域多元化**：通过战略性扩张，公司已将业务区域覆盖到全球 140 多个国家。近年来，公司在美国市场的业务始终占据着重要份额，实现 AECOM 发展战略——利用现有竞争优势，保持在核心市场的领导地位。同时，依赖于海外并购，公司在其他地区尤其的亚太地区的收入呈现稳步增长。2013 年，公司来自美国本土的收入达到 59.23%，其余收入分别来自国外市场，其中亚太市场占比 18.49%，加拿大市场占比 8.73%，欧洲市场占比 7.35%。

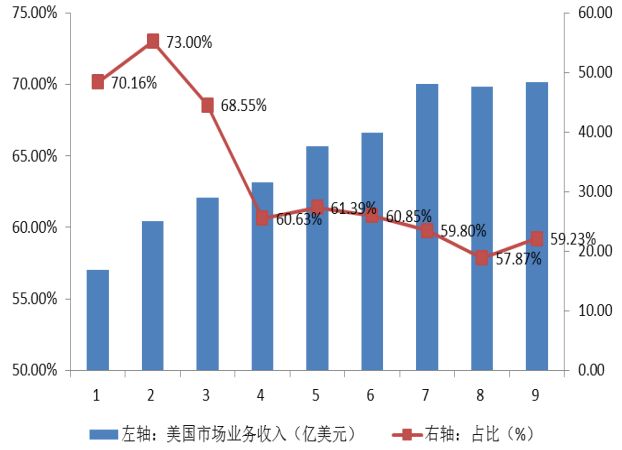
表 5、全球收入占总收入比重

收入区域结构（%）	2009	2010	2011	2012	2013
美国	61.39%	60.85%	59.80%	57.87%	59.23%
亚太	13.23%	15.00%	17.68%	20.87%	18.49%
加拿大	9.16%	9.79%	8.54%	8.62%	8.73%
欧洲	8.46%	7.55%	8.00%	7.40%	7.35%
其他	7.76%	6.81%	5.98%	5.23%	6.20%
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

资料来源：Wind，兴业证券研究所

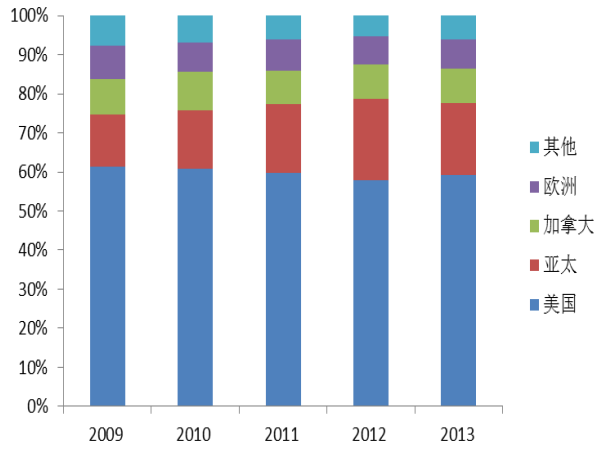
敬请参阅特别声明 此文件只供yanbao@tpa.cntaiping.com使用

图 8、AECOM 美国市场收入及占比



资料来源：wind，兴业证券研究所

图 9、AECOM 全球市场收入分布



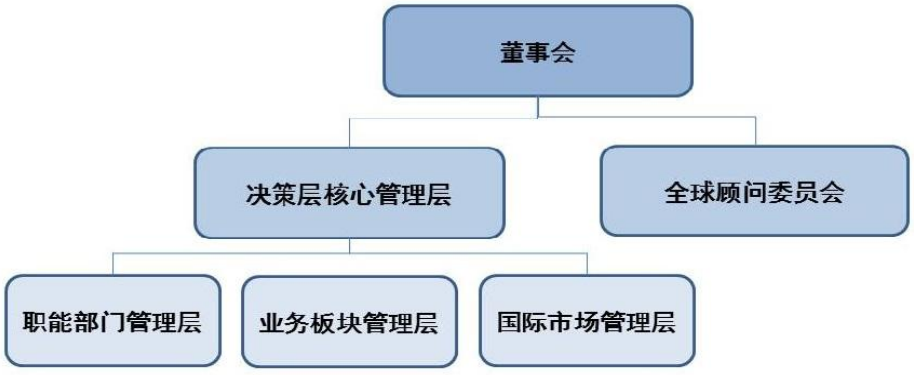
资料来源：wind，兴业证券研究所

2.3 治理结构与海外管理创新

AECOM 在美国本土及境外拥有大量的子公司，作为大型跨国企业，子公司的管理和监督成为 AECOM 公司治理的重点。在 AECOM 的治理结构中，美国母公司与海外子公司是一种委托代理关系。

AECOM 通过母公司选任董事、经理、管理层等方式行使出资人权力，实现对子公司的组织及人员控制；虽然子公司的董事会有独立行使出资者的职权，但按照出资者股权理论，占比例较大的控股股东仍然掌握着子公司的控制权，所以虽然通过直接或间接控制层层委托关系，重大投融资决策问题仍然要经过母公司董事会或股东大会或者通过母公司授权。

图 10、AECOM 治理结构

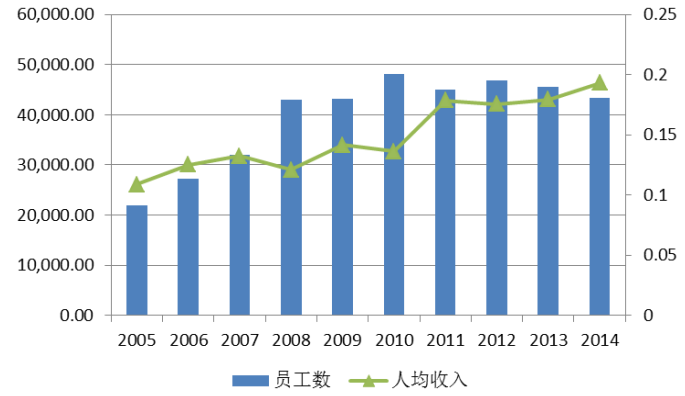


资料来源：公开资料，兴业证券研究所

随着海外并购进程的推进，AECOM 的员工数呈增长趋势，且人均收入逐年稳步上升。在有效的治理结构下，AECOM 的职工的工作效率和管理效率达到最大化发展。2012、2013、2014 年分别实现职工人均销售额 175,602.14、179,197.69、192,997.30 百万美金。以 2013 年为例，PTS 部门员工占总人数的 89.15%，创造收入 90.06%。

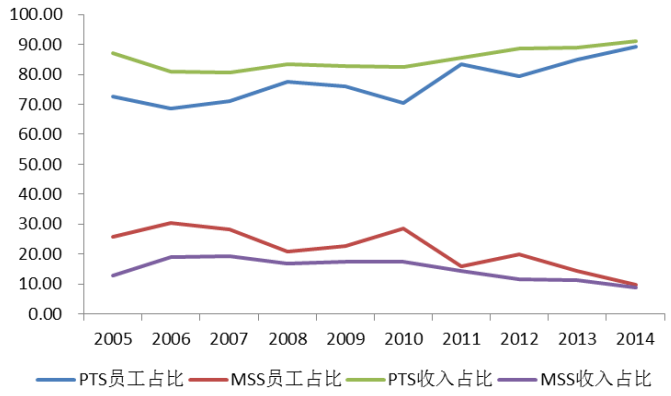
敬请参阅特别声明
此文件只供yanbao@tpa.cntaiping.com使用

图 11、AECOM 员工数和人均创收



资料来源：wind，兴业证券研究所

图 12、各业务员工占比和收入占比



资料来源：wind，兴业证券研究所

3、财务分析：低费用&高周转&低杠杆

AECOM 的净资产回报率（ROE）与国内的大型建筑企业基本持平（表 6）。从杜邦分析的角度来看，2013 年公司的净利率、资产周转率、权益乘数分别为 2.93%、1.44、2.7，**公司总体呈现“低费用”、“高周转”、“低杠杆”的财务特征。**

表 6、2005-2013 年 AECOM 的盈利能力情况（%）

ROE	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
AECOM（%）			10.25	10.90	12.03	12.40	12.45	-2.60	11.42
中国铁建（%）	35.8	85.87	89.57	13.79	13.06	7.67	12.86	12.64	13.54
中国中铁（%）	8.35	30.65	10.2	2	11.76	11.73	9.64	9.78	11.36
中国建筑（%）	54.38	64.66	55.58	19.48	13.52	12.6	16.28	16.48	18.55
中国交建（%）	27.6	4.82	10.85	12.24	13.12	15.38	17.16	15.04	13.25

资料来源：Wind，兴业证券研究所

3.1 净利率与国内大型建筑企业不相上下

2013 年 AECOM 实现综合毛利率 5.52%，远低于国内大型建筑企业，但其净利率达到 2.93%，仅次于中国建筑和中国交建。从利润表的分析来看，AECOM 毛利率较低可能是中美会计准则对于期间费用的归纳方式不一致造成。

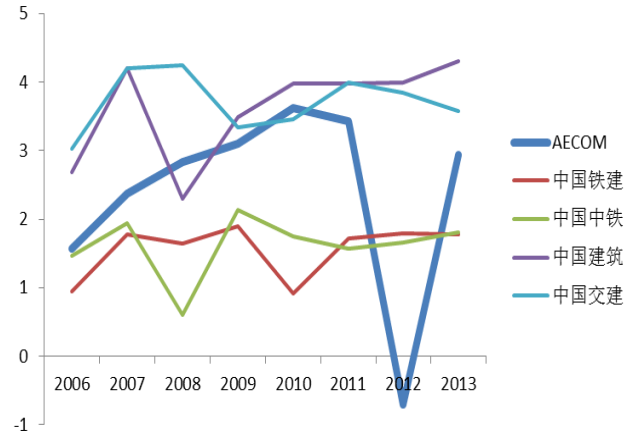
表 7、2005-2013 年 AECOM 的盈利能力情况（%）

公司	项目	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
AECOM	毛利率	26.47	27.4	5.53	5.74	6.57	5.81	5.13	5.52
	净利率	1.57	2.37	2.83	3.1	3.62	3.43	-0.71	2.93
中国铁建	毛利率	9.13	9.52	9.96	9.31	8.83	10.5	10.62	10.15
	净利率	0.94	1.77	1.64	1.89	0.92	1.72	1.79	1.78
中国中铁	毛利率	10.72	10.33	10.49	9.08	8.87	10.37	10.55	10.19
	净利率	1.46	1.94	0.61	2.14	1.75	1.57	1.66	1.8
中国建筑	毛利率	10.35	12.55	11.33	12.15	12.09	12.04	12.19	11.87
	净利率	2.69	4.2	2.3	3.49	3.97	3.98	3.99	4.31
中国交建	毛利率	12.89	12.19	12.38	12.11	11.43	12.47	13.83	13.03
	净利率	3.02	4.2	4.25	3.34	3.45	3.99	3.85	3.57

敬请参阅特别声明
此文件只供yanbao@tpa.cntaiping.com使用

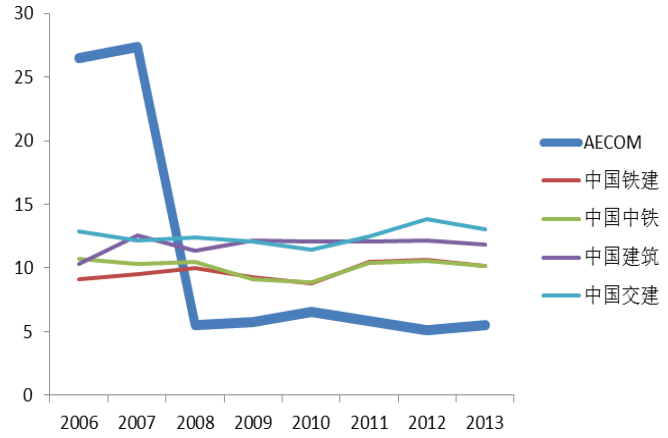
资料来源：Wind，兴业证券研究所

图 13、AECOM 与国内大型公司净利率对比



资料来源：Wind，兴业证券研究所

图 14、AECOM 与国内大型公司毛利率对比



资料来源：Wind，兴业证券研究所

3.2 营业周期短于国内大型建筑企业

2013 年 AECOM 的营业周期仅为 103.42 天，远低于国内大型建筑企业。从资产负债表的分项来看，与国内大型建筑企业相比，公司的应收账款周转率较低，资金周转天数少，速度快。（表 9）。

表 8、2005-2013 年 AECOM 的营运能力情况（%）

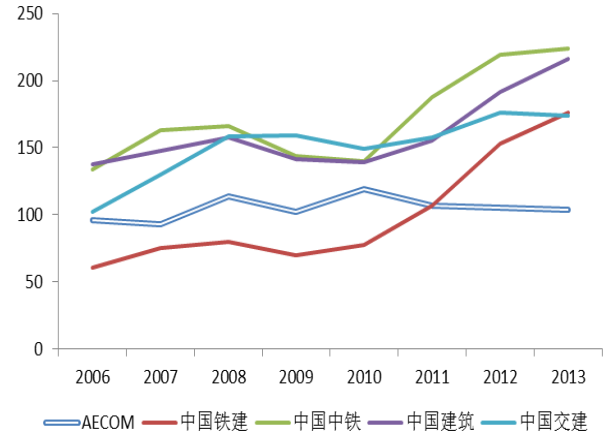
公司	项目	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
AECOM	营业周期（天）	96.08	92.75	113.58	101.95	119.36	106.61	104.95	103.42
	应收账款周转率	3.75	3.88	3.17	3.53	3.02	3.38	3.43	3.48
中国铁建	营业周期（天）	60.57	75.28	80.03	70.21	77.65	106.45	152.89	176.26
	应收账款周转率	8.25	6.78	7.21	9.19	9.33	7.69	7.19	7.36
中国中铁	营业周期（天）	134.02	162.79	165.98	143.99	140.15	187.87	219.38	224.11
	应收账款周转率	5.64	5.08	5.21	5.96	6.42	5.17	4.89	4.99
中国建筑	营业周期（天）	137.99	147.92	157.75	141.13	138.8	155.28	191.52	216.51
	应收账款周转率	5.18	5.79	6.32	7.19	8.48	8.46	7.77	8.48
中国交建	营业周期（天）	102.35	130	158.36	159.09	148.82	157.89	175.85	173.93
	应收账款周转率	7.04	7.16	6.3	6.47	6.44	6.04	5.75	5.99

资料来源：Wind，兴业证券研究所

敬请参阅特别声明

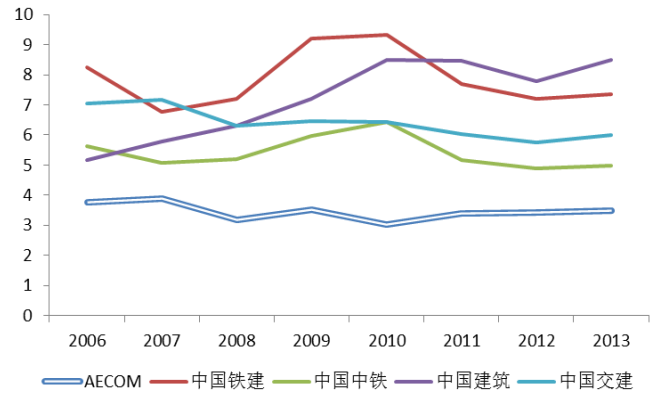
此文件只供yanbao@tpa.cntaiping.com使用

图 15、AECOM 与国内建筑公司营业周期对比



数据来源：Wind，兴业证券研究所

图 16、AECOM 与国内建筑公司应收账款周转率对比



数据来源：Wind，兴业证券研究所

3.3 资产负债率低于国内大型建筑企业

2013 年 AECOM 的资产负债率为 63.39%，与国内大型建筑企业相比其资产负债率略低（表 10），从积极的角度来看，较低的资产负债率表明公司的财务成本较低，风险较小，偿债能力强，经营较为稳健且对投资行为的态度比较慎重。分项来看，公司 2013 年的应付账款/总资产、有息负债/总资产分别为 12.80%、20.71%，应付与总资产的比例远低于国内大型建筑企业，同时有息负债比与中国企业基本持平。AECOM 在关注财务风险的同时也注重对外部资金的合理利用。

表 9、2005-2013 年 AECOM 的资本结构情况（%）

公司	项目	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
AECOM	资产负债率	61.80	47.85	59.02	53.71	59.21	58.63	60.73	63.39
	应付/总资产	14.53	9.17	11.32	10.59	11.24	11.73	13.44	12.80
	有息负债/总资产	7.53	1.93	11.07	4.52	17.76	20.08	18.88	20.71
中国铁建	资产负债率	97.72	96.64	78.06	80.89	83.37	84.46	84.77	83.84
	应付/总资产	28.32	26.55	26.51	33.12	36.43	35.32	33.05	32.15
	有息负债/总资产	13.08	14.46	8.54	4.98	6.78	12.38	11.57	16.07
中国中铁	资产负债率	93.13	72.62	75.77	78.72	81.02	82.64	83.92	84.59
	应付/总资产	29.14	23.62	25.21	28.56	32.63	31.06	29.13	28.87
	有息负债/总资产	19.62	16.02	19.57	15.37	14.48	21.42	21.99	20.67
中国建筑	资产负债率	88.95	84.32	84.96	69.81	74.03	76.59	78.59	79.00
	应付/总资产	32.13	28.67	26.56	24.7	25.27	26.95	28.01	27.42

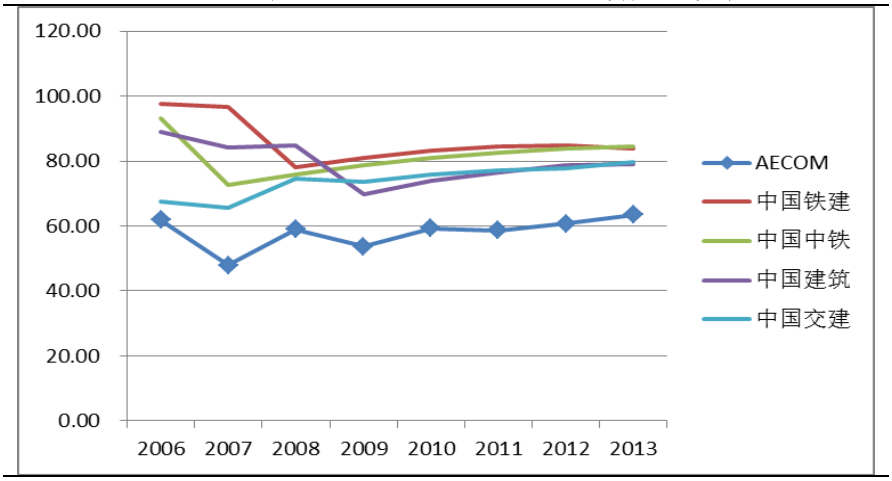
敬请参阅特别声明

此文件只供yanbao@tpa.cntaiping.com使用

	有息负债/总资产	14.14	16.99	18.04	10.03	11.14	14.16	14.53	12.69
中国交建	资产负债率	67.65	65.52	74.57	73.71	75.88	77.18	77.61	79.62
	应付/总资产	17.25	18.56	19.67	20.1	23.44	25.13	22.91	22.58
	有息负债/总资产	18.33	18.2	20.3	15.36	17.16	21.03	21.58	25.83

资料来源：Wind，兴业证券研究所

图 17、2006—2013 年 AECOM 与国内建筑公司资产负债率对比



数据来源：Wind，兴业证券研究所

敬请参阅特别声明
此文件只供yanbao@tpa.cntaiping.com使用

34、总结与启示

纵览 AECOM20 余年的发展历程，我们认为 AECOM 带给国内大型建筑企业的启示包括：

4.1 海外并购将成为国内大型建筑企业发展的选择

2013 年随着社会经济持续低迷，四万亿经济刺激后的紧缩，中国投资驱动下的经济发展模式面临转型。建筑行业整体增速放缓，虽然产值利润率仍保持稳定，但企业总收入和利润总额累计同比出现下滑。面对如此市场环境，通过海外并购寻求发展成为国内大型建筑企业的发展方向。海外并购一方面能够帮助公司完善产业结构和链条，巩固现有市场，另一方面能帮助公司迅速进入新的区域市场，扩大营收范围。企业可通过并购实现领域和区域的多元化发展，打通前后端产业链，为客户提供一站式、全方位的服务成为国内建筑企业制胜的出路。

图 18、建筑行业总体经营情况

资料来源：Wind，兴业证券研究所

结合 AECOM 多元化发展的经验来看，并购是企业实现经营领域和区域多元化的有效途径。但对于国内大型建筑公司而言，并购后的产业链整合和治理结构改造决定了并购能否真正实现价值最大化。

4.2 大型建筑企业的持续经营之道：高周转+低杠杆

AECOM 的持续经营之道：高周转&低杠杆。从 ROE 的杜邦分析来看，AECOM 与大型建筑企业豪赫蒂夫一样呈现“高周转”和“低杠杆”的特点。因建筑工期的原因，建筑企业经济周期普遍长于其他行业，资金占用时间较长。资产负债率

敬请参阅特别声明
此文件只供yanbao@tpa.cntaiping.com使用

过高会影响企业的偿债能力和现金流量，不利于企业发展，因此保持较低的资产负债率和较快的营业周期有利于建筑企业在经济周期的波动中持续稳定经营平稳

从 AECOM 的发展历程来看，缩短营业周期，加快资产周转速度，降低资产负债率将成为国内大型建筑企业的经营趋势。与 AECOM 相比，国内大型建筑企业仍然呈现较低的运营效率和较高的资产负债率。我们认为提升运营效率、降低资产负债率将成为国内大型建筑企业的经营趋势。

敬请参阅特别声明 此文件只供yanbao@tpa.cntaiping.com使用

投资评级说明

行业评级报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推荐:相对表现优于市场;

中性:相对表现与市场持平

回避:相对表现弱于市场

公司评级报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

买入:相对大盘涨幅大于 15%;

增持:相对大盘涨幅在 5%~15%之间

中性:相对大盘涨幅在-5%~5%;

减持:相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人			邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
地址:上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层(200135)传真:021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	李丹	010-66290223	lidan@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址:北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层 609(100033)传真:010-66290200					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元彧	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址:福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701(518035)传真:0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
地址:上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层(200135)传真:021-38565955					
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-38565470	yangxueting@xyzq.com.cn
地址:上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层(200135)传真:021-38565955					

敬请参阅特别声明 此文件只供yanbao@tpa.cntaiping.com使用

【信息披露】

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 http://www.xyzq.com.cn 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

敬请参阅特别声明

此文件只供yanbao@tpa.cntaiping.com使用