

山鼎设计 (300492.SZ) 新股报告

初具品牌影响力的全流程建筑设计提供商

核心观点:

- **公司是具有全国性品牌影响力的民营建筑工程设计企业**

公司是一家项目经验丰富、品牌影响广泛的全流程设计服务提供商。公司以西部业务为基础，凭借其多年的经验积累和品牌建设，逐渐向全国辐射。公司长期目标是成为兼具中国特色和国际视野的创意驱动型综合产业设计平台运营商，短期内目标是成为全国性、国际化的标杆设计企业。

- **行业态势:商业地产潜力巨大，行业地域性特点显著**

公司属于民用建筑设计行业。民用建筑设计行业市场提升空间大，合同获取以邀标为主。伴随着消费型社会的逐步成型以及消费模式的演变，商业地产，尤其是综合多项功能、满足各类需求的城市综合体将大量兴建，给民用建筑设计行业带来新机遇。

- **公司竞争优势:人才储备多元化，品牌外延趋势显著**

公司部分核心管理人员及技术人员拥有美国、新加坡等发达国家建筑设计领域的工作经验，在创作理念及设计工作流程上均具有国际化的视野及标准。同时，公司自成立以来创作设计了大量项目，又积累了丰富的本土设计实践经验。公司在西部地区开展的项目屡获殊荣，此外，山鼎设计品牌效应正逐步由西部衍生到全国范围。

- **盈利预测**

我们预测，公司 2015-2017 年分别实现收入 2.22、2.60、3.05 亿元，同比增长分别为 10.24%、17.12%、17.29%；按照发行 2080 万股摊薄后 EPS 分别为 0.39、0.46、0.56 元/股。公司此次拟发行 2080 万股，按照募集资金加发行费用 1.4352 亿元计算出的理论发行价为 6.90 元。

- **风险提示**

市场竞争风险；受房地产行业影响较大的风险；现金流风险。

盈利预测:

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	227.42	201.82	222.08	260.10	305.08
增长率(%)	17.42%	-11.26%	10.04%	17.12%	17.29%
EBITDA(百万元)	63.10	51.62	50.87	58.62	67.82
净利润(百万元)	42.31	25.61	32.11	38.55	46.60
增长率(%)	19.61%	-39.46%	25.36%	20.07%	20.86%
EPS(元/股)	0.678	0.410	0.386	0.463	0.560

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心 注：2015-2017 年计算 EPS 时用的股本数为新股发行后的股本数，即 8320 万股。

公司评级

暂无评级

合理价值 14.06 元

报告日期 2015-12-07

基本数据

总股本/流通股本(百万股) 62/0

每股净资产(元) 2.49

资产负债率(%) 40.56

分析师: 唐笑 S0260512030009

 010-59136616

 tangxiao@gf.com.cn

相关研究:

联系人: 岳恒宇 010-59136612

yuehengyu@gf.com.cn

目录索引

一、具有全国性品牌影响力的民营建筑工程设计企业	5
1、项目经验丰富、品牌影响广泛的全流程设计服务提供商	5
2、面向国际的中国特色“创意驱动型”综合产业设计平台运营商	6
二、行业态势：商业地产潜力巨大，地域性特点显著	6
1、公司行业定位：民用建筑设计行业	6
2、市场提升空间大，合同获取以邀标为主	7
3、我国即将迎来消费型社会，商业地产提供新机遇	9
4、行业具有地域性、壁垒高、竞争激烈的特征	10
三、公司竞争优势：设计团队实力强，品牌效应助力全国布局	12
1、人才队伍实力雄厚，公司项目屡获殊荣	12
2、聚焦高附加值领域，实现行业全流程覆盖	13
3、西部市场基础扎实，品牌效应助力全国布局	14
4、优质客户保证订单量,在手订单持续丰富	15
四、公司财务分析：营业收入体量较小，西部地区业务占比最大	17
1、营业收入维持上升趋势，西南地区业务占比最大	17
2、盈利能力：设计毛利高于行业均值，但有下降趋势	18
3、资金实力：公司资金情况有望恢复提升态势	19
五、募投项目：完善行业领域全覆盖，实现全国化战略布局	20
1、区域业务拓展中心建设项目：实现全国化战略布局	20
2、总部建设项目：为持续发展创造条件	21
六、盈利预测与估值	21
1、盈利预测	21
2、绝对估值	22
3、相对估值	22
风险提示	22
1、市场竞争风险	22
2、受房地产行业影响较大的风险	23
3、现金流风险	23

图表索引

图 1: 公司 2014 年各项业务占比	5
图 2: 公司 2014 年各区域业务占比	5
图 3: 本次发行前公司股权控制关系图	5
图 4: 公司战略目标和计划	6
图 5: 工程技术服务业细分行业	7
图 6: 公司业务在行业中的定位	7
图 7: 我国工程勘察设计行业市场规模	7
图 8: 工程勘察设计行业营业收入/固定资产投资总额	7
图 9: 公司获取合同方式	8
图 10: 业务流程	9
图 11: 建筑设计行业与上下游产业关系图	9
图 12: 2005-2014 年全国商业地产完成投资情况	10
图 13: 房地产投资增速	10
图 14: 各地区建筑设计行业收入规模	10
图 15: 各地区固定资产投资情况	10
图 16: 西部地区建筑设计市场规模	11
图 17: 各项业务占比 (2014 年)	14
图 18: 公司四大业务板块	14
图 19: 公司各地区收入情况 (万元)	15
图 20: 公司各地区分布 (2014 年)	15
图 21: 公司与众多企业建立了良好的合作关系 (不完全统计)	16
图 22: 公司获取合同方式 (2014 年)	16
图 23: 公司新签订单情况 (万元)	17
图 24: 公司期末累计在手订单情况 (万元)	17
图 25: 公司在工程技术服务类公司中体量较小	17
图 26: 公司营业收入同比增速有望持续提升	17
图 27: 公司各地区收入分布 (2014 年)	18
图 28: 公司各项业务收入分布 (2014 年)	18
图 29: 公司各地区收入趋势图 (万元)	18
图 30: 公司各项业务收入趋势图 (万元)	18
图 31: 毛利率高于行业均值 (2014 年)	19
图 32: 净利率高于行业均值 (2014 年)	19
图 33: 公司各项业务毛利率情况	19
图 34: 公司经营性现金流情况	19
图 35: 公司近年收现比情况	20
图 36: 公司近年付现比情况	20
图 37: 公司区域发展规划	20
表 1 建筑设计行业竞争格局	11

表 2 公司主要设计师履历表	12
表 3 公司所获部分资质奖项	13
表 4 公司各业务类型收入占比	14
表 5 公司所获奖项	15
表 6 稳定合作客户收入占比	16
表 7: FCFF 方法估值公司合理市值在 8.24 亿元	22

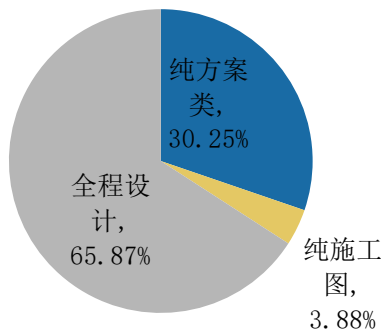
一、具有全国性品牌影响力的民营建筑工程设计企业

1、项目经验丰富、品牌影响广泛的全流程设计服务提供商

四川山鼎建筑工程设计股份有限公司（以下简称山鼎股份）是一家面向各类住宅、城市综合体、公共建筑、规划、景观、室内设计等多层次对象，提供包括项目前期咨询、概念设计、方案设计、初步设计、施工图设计及施工配合等全流程专业技术服务的工程设计公司。公司主营业务包括建筑领域的工程设计及相关咨询服务。

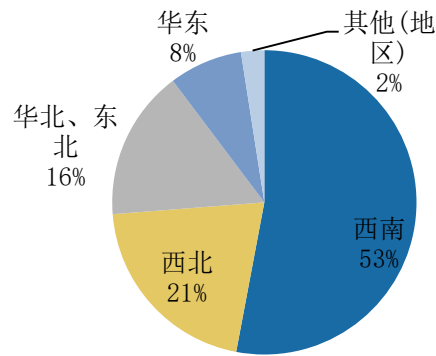
公司拥有建筑行业（建筑工程）甲级设计资质，是少有的能够提供全流程高品质设计服务的建筑工程设计标的。公司业务地域分布覆盖广泛，不仅包括川渝地区还包括北京、西安等国际化大都市，风格独特，品质优良，在所在城市有一定的知名度。公司在品牌影响力和行业经验方面都拥有较扎实的前期积累。

图 1：公司 2014 年各项业务占比



数据来源：公司招股说明书、广发证券发展研究中心

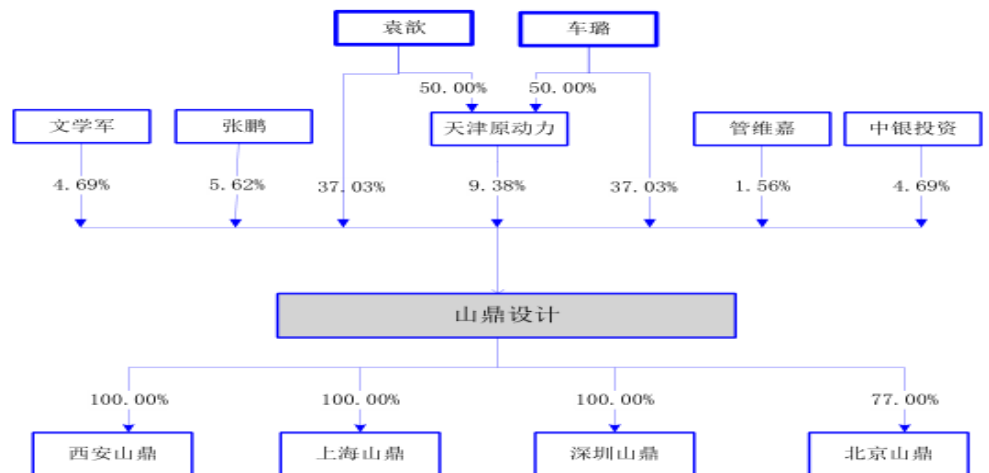
图 2：公司 2014 年各区域业务占比



数据来源：公司招股说明书、广发证券发展研究中心

公司股权结构清晰且稳定：控股股东为袁歆和车璐，分别持有公司 37.03% 股份。实际控制人为袁歆与车璐、陈粟夫妇，控股权结构自 2003 年至今未发生重大变化。公司此次拟发行 2080 万股，不涉及老股转让，按照募集资金加发行费用 1.4352 亿元计算出的理论发行价为 6.90 元。

图 3：本次发行前公司股权控制关系图



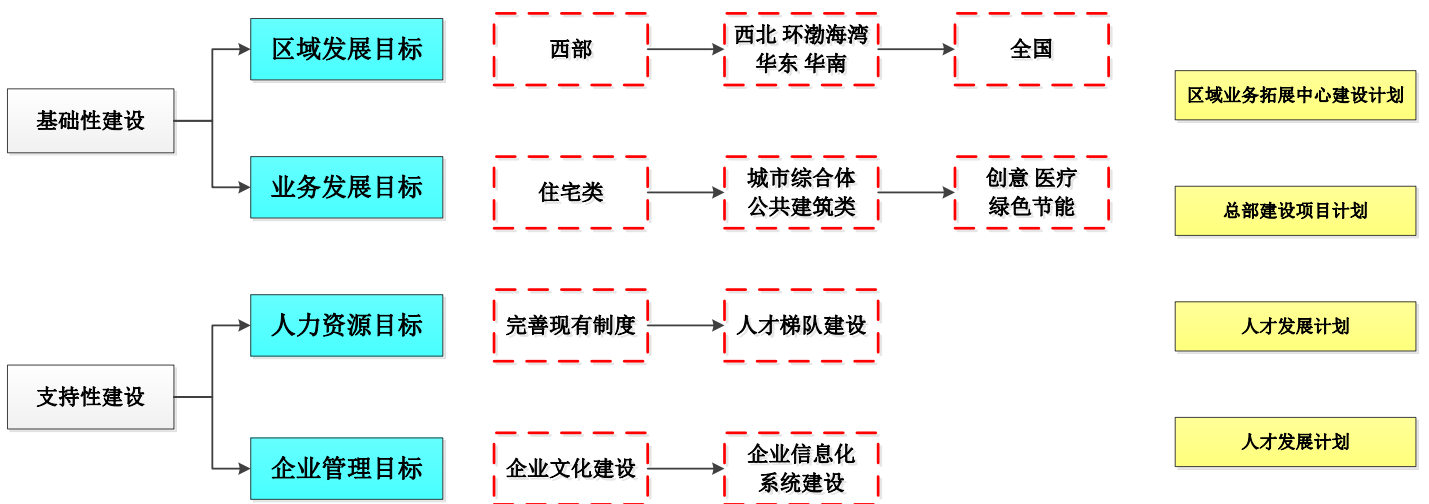
数据来源：公司招股说明书、广发证券发展研究中心

2、面向国际的中国特色“创意驱动型”综合产业设计平台运营商

公司以西部业务为基础,凭借其多年的经验积累和品牌建设,逐渐向全国辐射。公司长期目标是成为兼具中国特色和国际视野的创意驱动型综合产业设计平台运营商,短期(三年)内目标是成为全国性、国际化的标杆设计企业。

围绕上述目标,公司基础性建设和支持性建设两方面做出具体规划:

图4: 公司战略目标和计划



数据来源：公司招股说明书、广发证券发展研究中心

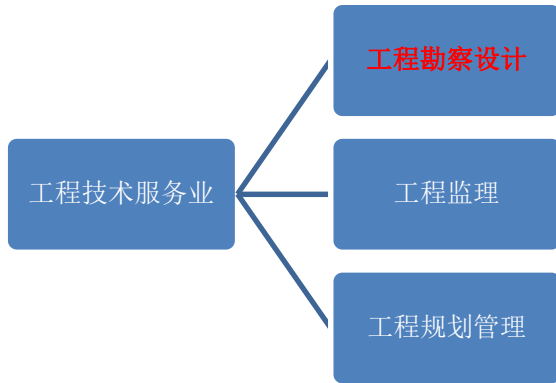
二、行业态势：商业地产潜力巨大，地域性特点显著

1、公司行业定位：民用建筑设计行业

工程技术服务业大致分为工程勘察设计、工程监理、工程规划管理三大细分行业。公司主营业务主要集中于建筑领域的工程勘察设计行业。工程勘察设计业涵盖军工、机械、公路、市政、建筑等21项子行业,公司主营业务归属于勘察设计业中的建筑子行业。

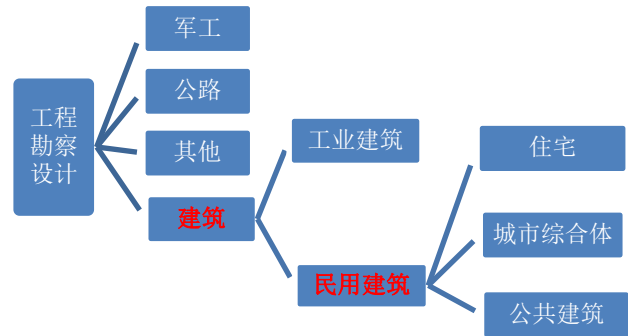
建筑工程勘察设计的项目范围主要包括民用建筑和工业建筑两大类型,公司的业务主要集中于民用建筑。民用建筑的范围较为广泛,可以分为三类。一类是以住宅为代表的居住建筑;二是城市综合体,即将城市中的商业、办公、居住、餐饮、文娱等城市生活空间的三项以上进行组合形成的一个多功能、高效率的综合体;三是公共建筑,指除城市综合体外各类承担公共活动职能的建筑物,包括商业中心、写字楼、酒店及非商业公共建筑等。

图5：工程技术服务业细分行业



数据来源：公司招股说明书、广发证券发展研究中心

图6：公司业务在行业中的定位



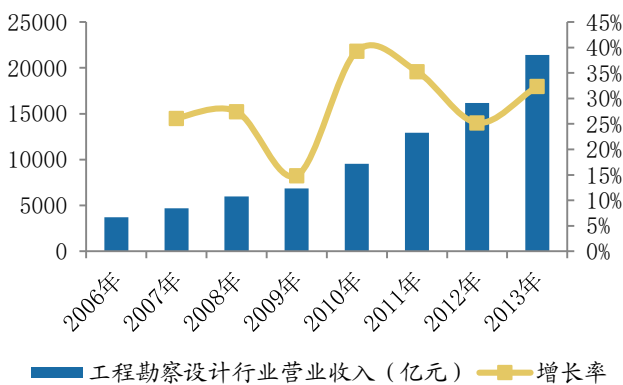
数据来源：公司招股说明书、广发证券发展研究中心

2、市场提升空间大，合同获取以邀标为主

我国工程勘察设计行业处于高速发展阶段。截止2013年底，我国工程勘察设计行业已形成了21409.8亿的庞大市场，2013年增长率达30%以上。我国工程勘察设计行业营业收入占固定资产投资总额的比重持续攀升，2013年占比达4.8%，较2001年的1.93%已有大幅上涨。

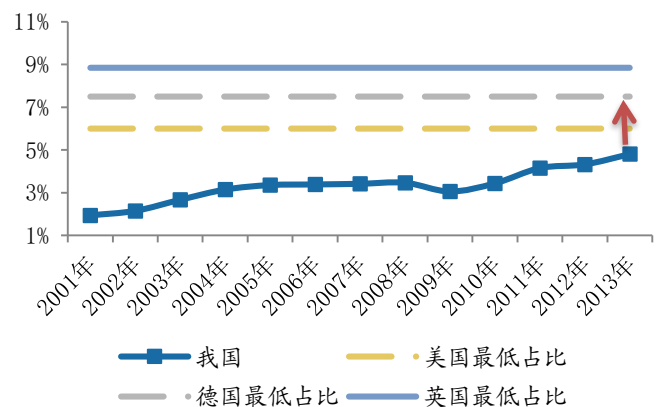
然而与发达国家相比，我国工程咨询费率还达不到发达国家的最低值。德国的工程咨询费率为7.5%-14%；英国的工程咨询收费标准为8.85%-13.25%；美国的工程咨询费率为6%-15%。这表明我国工程勘察设计行业行尚不成熟，仍有很大的提升空间。

图7：我国工程勘察设计行业市场规模



数据来源：wind、公司招股说明书

图8：工程勘察设计行业营业收入/固定资产投资总额



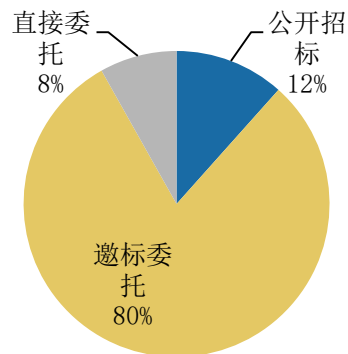
数据来源：wind、公司招股说明书、广发证券发展研究中心

在经营中，建筑设计公司获取设计任务的方式有两种：公开招标及客户委托。其中客户委托又分为邀标委托和直接委托两种。通常政府及国有资金投资的项目往往会通过公开招标方式选择合作设计企业。除此之外，客户往往会采取邀标委托或直接委托的方式选择合作设计企业。对于民用建筑设计为主的设计公司，由于业务规模相对较小，一般采用客户委托的方式获取合同，而由于直接委托风险往往较大，而倾向于采用邀标方式获取合同。

具体来说，邀标的主要流程为：（1）项目开始阶段，邀请三家以上长期设计

服务供应商或新设计企业，征集必选成果或邀请投标；（2）客户委托或自行成立评审小组，制定评审标准；（3）双方谈判并签署委托合同。

图9：公司获取合同方式



数据来源：公司招股说明书、广发证券发展研究中心

一般来说，建筑设计行业的整个业务流程可以分为六个阶段：从业务承接暨前期咨询、概念设计、方案设计、初步设计、施工图设计到施工配合。

1) 业务承接阶段

作为实际开展设计业务的前置环节，业务承接阶段可以分为前期咨询和立项阶段两部分内容：前期咨询和立项阶段。通过前期咨询达成合作意向。立项阶段包括根据《立项申请评估表》对项目进行评审并决定是否立项，同意立项后签署合同并确定设计团队及支持团队。

2) 概念设计

这一阶段，设计团队按照《设计说明书》的要求与客户就项目细节进行沟通，确定设计理念并创作概念具体图纸。

3) 方案设计

方案设计是在概念方案设计的基础上对方案进行功能深化设计并完成结构、设备的方案设计。并将设计成果向客户汇报。

4) 初步设计

施工图设计阶段需要将方案图纸转化为可供施工单位参照并进行施工的图纸。初步设计的设计深度介于方案设计与施工图设计之间。

5) 施工图设计

在初设施工图的基础上，设计人员将根据报审意见进行修改，最终形成施工图成稿并提交校对、审核、审定人进行校审，最终确定施工图定稿并报送第三方具备资质机构进行审核。

6) 施工配合

在施工图通过第三方有资质机构审核后，公司将施工图提交给客户及施工单位，建筑项目由此进入施工阶段。在施工过程中，公司将指定项目技术负责人及各专业负责人配合施工单位进行施工。

图10: 业务流程



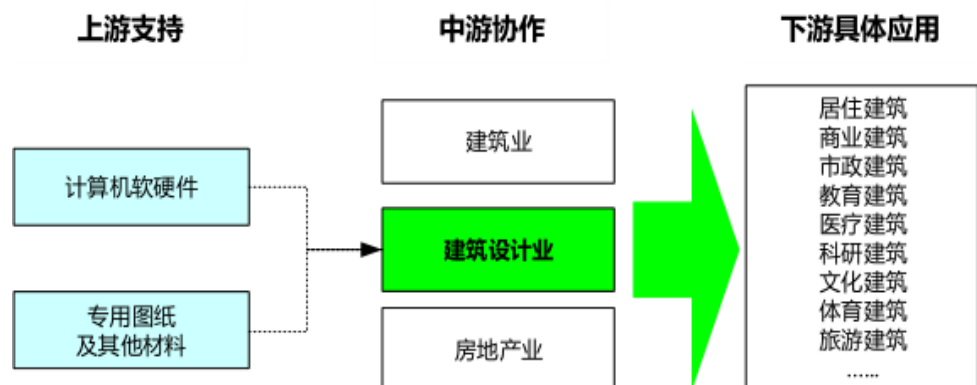
数据来源: 公司招股说明书

3、我国即将迎来消费型社会，商业地产提供新机遇

与上游关联产业不大。建筑设计行业主要向上游采购日常消耗品、计算机等通用设备材料，由于此类产品供应充裕且质量、价格高度透明，不存在依赖特定供应商的情形，因此，行业与上游产业不存在紧密关联的关系。下游建筑需求源于经济发展、居民生活的需要，直接影响着建筑、建筑设计、房地产各行业的景气程度。

与建筑业及房地产业联动关系密切。建筑设计行业处于建筑作品的前端，而建筑作品的实现是建筑设计行业与建筑业及房地产业分工协作的结果，因此行业与建筑业及房地产业之间存在密切的联动关系。若建筑业及房地产业出现低迷，则建筑设计行业将受到两方面的影响：一方面是房地产市场竞争加剧将促使开发商更加注重前端设计，从而拓展建筑设计的市场空间；另一方面是房地产业的整合及资金紧张程度的提高可能影响建筑设计企业应收账款的综合质量。

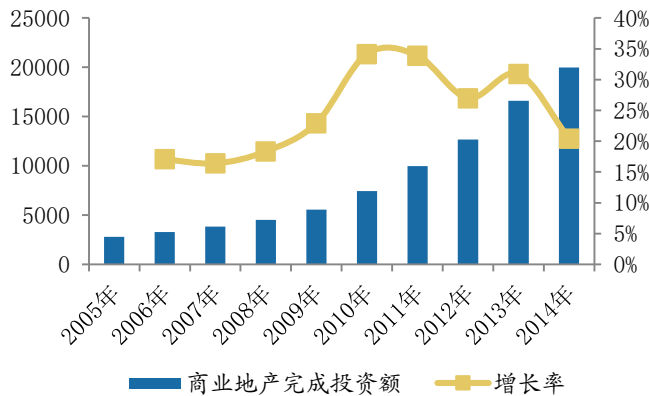
图11: 建筑设计行业与上下游产业关系图



数据来源: 公司招股说明书

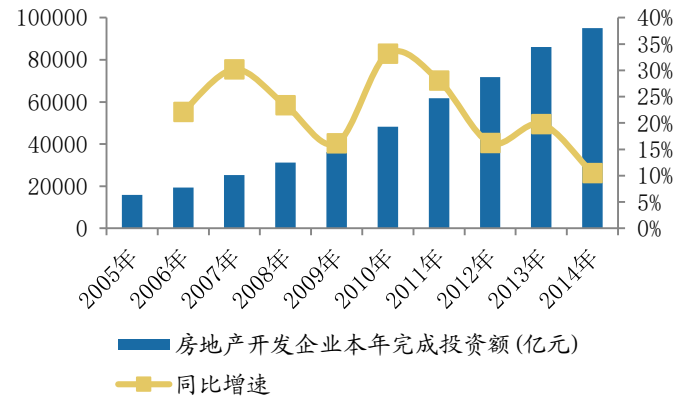
虽然房地产行业整体呈下行趋势，给行业造成负面影响。但随着经济发展、消费型社会的逐步成型以及消费模式的演变，商业地产，尤其是综合多项功能、满足各类需求的城市综合体将大量兴建。国际经验表明，人均GDP3,000-8,000美元是商业地产的起步期，8,000美元之后进入加速发展期。未来十年，中国人均GDP8,000美元以上城市将大量孕育，商业地产将进入高速增长阶段。

图12: 2005-2014年全国商业地产完成投资情况



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图13: 房地产投资增速

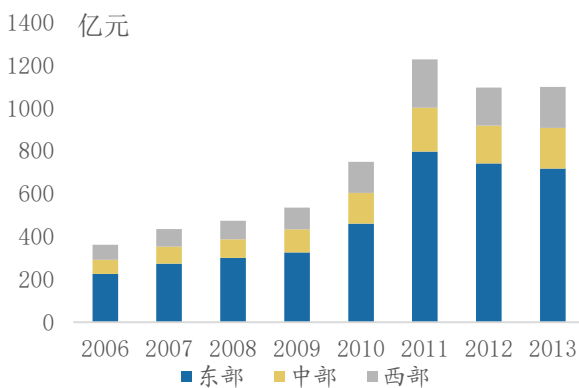


数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

4、行业具有地域性、壁垒高、竞争激烈的特征

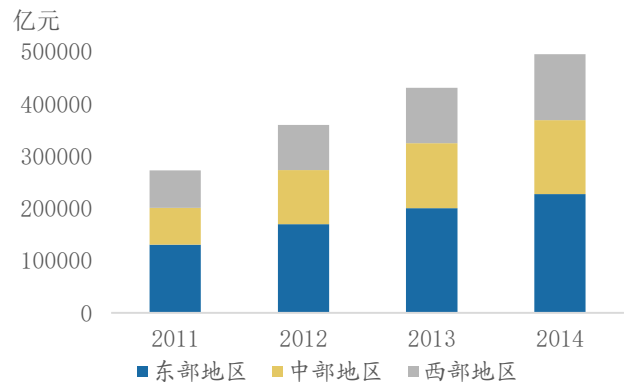
行业地域性特征明显 从地区分布来看，建筑设计行业东部地区的市场容量一直高于中部、西部地区，且占比均在60%以上，中部地区和西部地区的市场容量则均在20%左右。主要原因在于东部地区固定资产投资额远高于中西部地区，因此其建筑业与房地产业发展时间较长，市场较为繁荣，孕育、吸引了大量建筑设计企业及专业人才。

图14: 各地区建筑设计行业收入规模



数据来源: 公司招股说明书、广发证券发展研究中心

图15: 各地区固定资产投资情况

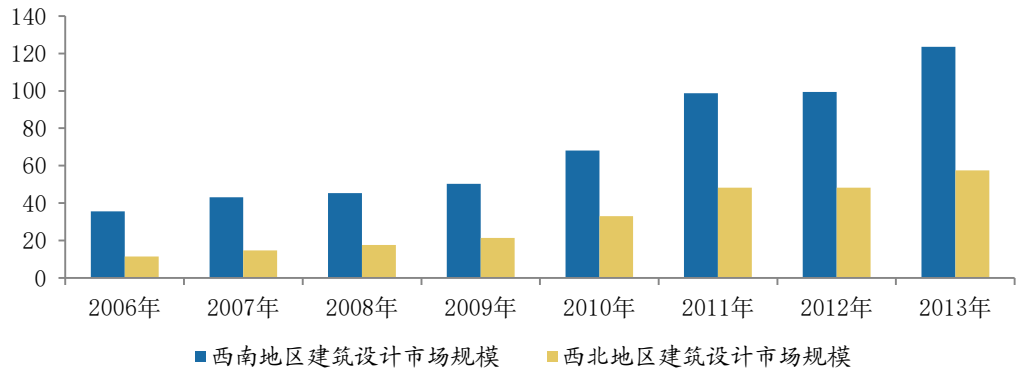


数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

西部具有成长潜力 得益于西部大开发政策的实施，西南地区经济呈现出快速增长的态势。从建筑设计市场规模分析，西南地区的市场容量在从2006年的35.56亿元增长至2013年已经达到123.48亿元，年均复合增长率为19.46%。同时考虑到中国整体城镇化进程的加速发展和国家西部大开发政策的深入，西南地区建筑设计行业的市场增长速度将会进一步提升。

西北地区的市场容量在从2006年的11.57亿元增长至2012年已经达到57.48亿元，年均复合增长率为25.73%。现阶段西北地区建筑设计市场规模相对较小，但市场成长性较高，房地产业发展程度还处于较低水平，不属于国家调控的主要区域，同时建筑设计市场竞争程度较低，优先进入该市场的建筑设计企业将获得先发优势。

图16: 西部地区建筑设计市场规模



数据来源: 公司招股说明书、广发证券发展研究中心

行业壁垒较高 《工程咨询单位资格认定办法》、《工程勘察资质分级标准》、《工程设计资质标准》及《工程监理企业资质管理规定》等相关规定对工程勘察、设计、监理企业在注册资本、专业技术人员、技术装备和业绩要求上有严格的要求和规范,行业壁垒较高。而且资金不足是限制企业承接工程总承包项目的主要障碍。企业必须向业主提供足够的资金担保及部分垫付,需要具备一定的资金实力。

竞争对手格局 建筑设计行业面临激烈的市场竞争。公司主要的竞争对手包括国有设计院、境外设计企业以及其他民营设计企业。建筑设计行业受到资质等级、专业注册人员规模、经营业绩等诸多因素的影响,目前的行业竞争格局为:少数拥有综合资质、人员规模较大、行业经验丰富的国有设计院占据领先地位;多数民营设计企业受资质、人才等因素影响,经营规模相对较小。但随着境外设计企业进军国内以及东中部建筑设计企业向西部地区渗入,公司将面临更加激烈的竞争环境。公司存在设计合同减少或收费水平较低的可能,进而对公司的经营状况造成不利影响。

表 1 建筑设计行业竞争格局

类别	优势	劣势	代表企业
国有设计院	一般发展历史较长、规模较大且享有较高的知名度,由于拥有数量庞大的专业人才、丰富的设计经验、齐备的专业设置,这些企业在承接大型基础设施建设项目、公共建筑项目、特殊行业建筑项目中具备天然优势。	大部分归属于集团公司,要服从于集团大战略部署,发展不够灵活,不能单独上市	中国建筑西南设计研究院有限公司、中国建筑西北设计研究院有限公司、上海现代建筑设计(集团)有限公司、同济大学建筑设计研究院(集团)有限公司、四川省建筑设计研究院
民营设计企业	完全按照市场运作,其垂直式、网络化管理模式保证了业务经营的灵活顺畅,也为客户服务意识的践行提供了基础,其市场竞争意识及成本控制意识较强,且人才管理及激励机制的调整也非常灵活,目前民营建筑设计企	业务受地域限制,品牌仍在建立中,研究实力,人才吸引相较国家级部属设计院较弱	汉嘉设计集团股份有限公司、筑博设计股份有限公司、悉地国际设计顾问等

	业吸引了越来越多的高端人才，未来在建筑设计市场的竞争中将更加活跃		
境外工程咨询公司等	从事高端建筑设计及其他技术服务，在我国经济发达地区承接的项目较多，国际化都市是其主要业务市场。拥有海外品牌和知名度，与外商客户有一定的渊源关系	知名外资设计企业偏重方案设计业务，且对国内施工法规及标准的熟悉程度弱于本土企业，目前其业务的广度及深度有限	AECOM 公司、ATKINS 公司、AEDAS 公司等

数据来源：公司招股说明书、广发证券发展研究中心

三、公司竞争优势：设计团队实力强，品牌效应助力全国布局

1、人才队伍实力雄厚，公司项目屡获殊荣

专业技术强、设计经验丰富、文化背景多元化的设计人才往往是承揽业务、培养团队以及成就设计精品的关键要素，因此，人力资本是建筑设计企业最核心的竞争力。

截至2014年底，公司共有设计人员468名，占公司员工总数的77.48%，达到了较高比例，其中包括核心技术人员10名。公司部分核心管理人员及技术人员拥有美国、新加坡等发达国家建筑设计领域的工作经验，在创作理念及设计工作流程上均具有国际化的视野及标准；同时，公司自成立以来创作设计了大量项目，又积累了丰富的本土设计实践经验。

表2 公司主要设计师履历表

姓名	职位	主要背景
袁歆	董事（实际控制人）	曾任职于新加坡建屋发展局，新加坡 NETEC 建筑设计事务所，新加坡 DCA 建筑设计事务所，从事建筑设计工作
陈栗	董事（实际控制人）	美国注册建筑师、美国建筑师协会会员。1993年-1997年任职于美国 RTKL 建筑师事务所，从事建筑设计工作；1997年-1999年任职于 Design International，从事建筑设计工作；1999年创办新加坡山鼎建筑师事务所。
刘骏翔	董事	曾任职于新加坡建屋发展局（HDB）、新加坡新科建筑与工程咨询设计有限公司（STAE），2001年-2002年任职于新加坡 SAA 建筑师事务所，2002年-2003年任职于香港 RMJM 有限公司，担任中国分公司经理；2003年-2006年任职于凯达环球（AEDAS）北京及成都公司，担任建筑经理。
文学军	董事	国家一级注册建筑师。1986年8月-2001年5月任中国市政工程西南设计研究院高级建筑师、所副总建筑师。
廖方跃	核心员工	曾就职于成都市青白江区居安达房地产公司、四川交通勘察设计院
杨瑛	核心员工	曾就职于四川省城镇建设规划设计所、四川省蜀泰建筑设计事务所；

数据来源：公司招股说明书、广发证券发展研究中心

公司在西部地区开展的项目屡获殊荣，获得了包括2009年中国土木工程詹天佑奖住宅小区优秀规划奖在内等奖项。公司自身也在2014年获得成都市勘察设计企业和施工图审查机构信用3A等级。通过在全国范围内设计唐山香格里拉大酒店、包头中建御澜世家、长春环球贸易中心、北京星光影视基地等代表性项目，山鼎设计品牌效应正逐步由西部衍生到全国范围。此外，公司还拥有建筑行业（建筑工程）甲级资质证书，能够提供从业务承接暨前期咨询、概念设计、方案设计、初步设计、施工图设计到施工配合的全流程设计服务。

表 3 公司所获部分资质奖项

年度	项目	奖项
2009	成都东郊红枫岭	中国土木工程詹天佑奖住宅小区优秀规划奖
2010	交大归谷国际住区	四川省首个通过国家科技部 3A 性能认定项目，且被住建部科学技术委员会等机构评为绿色建筑经典示范园区
	成都凯德风尚隔震工程	中国建筑学会 2011 年优秀建筑结构设计二等奖
	公司	建设部建筑行业（建筑工程）甲级资质
2012	远大都市风景四期	优秀建筑工程设计项目三等奖
2014	成都中加瑞辰商住小区	四川省第二届建筑信息模型（BIM）设计大赛二等奖
	岳麓欧城”项目	2013-2014 年度“广厦奖”
	公司	成都市勘察设计企业和施工图审查机构信用 3A 等级

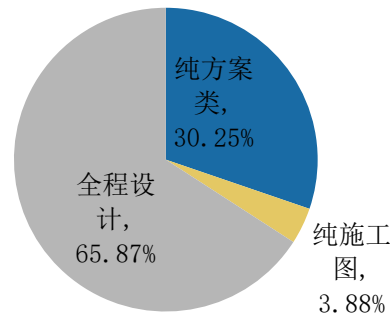
数据来源：公司招股说明书、广发证券发展研究中心

2、聚焦高附加值领域，实现行业全流程覆盖

公司拥有较为全面的建筑设计能力及客户服务能力。首先，公司形成了住宅设计业务为主，城市综合体、公共建筑业务协同发展，规划、景观、室内设计业务作为重要补充的业务结构，能满足客户各类建筑工程设计业务需求。其次，公司具备全流程服务能力，即能向客户提供从前期咨询、概念设计、方案设计、施工图设计、施工配合等一系列服务，其中，尤以方案设计创意能力见长。最后，公司服务的客户类型较为丰富，涵盖国有企业、民营企业、跨国公司及政府机构等。

公司2014年全程设计业务占总收入的65.87%，反映出公司具有较强的全流程服务能力。公司之所以能够实现建筑设计行业的全流程覆盖主要有两点原因：一是人才储备带来的概念优势，使公司更容易获得前端设计订单。公司部分核心管理人员及技术人员拥有美国、新加坡等发达国家建筑设计领域的工作经验，在创作理念及设计工作流程上均具有国际化的视野及标准；二是前端设计优势带来的先发优势，使得公司更容易获得后端设计订单。由于前端设计师对设计方案的了解，客户一般更愿意由提供概念设计的团队或者公司承接施工图设计或工程施工配合等后续业务，而公司在是否承接后续业务方面有选择权。对于毛利率较低的后续业务，公司有可能不愿意承接后续业务。

图17: 各项业务占比 (2014年)



数据来源: 公司招股说明书、广发证券发展研究中心

表4 公司各业务类型收入占比

	2012年	2013年	2014年
纯方案类	30.62%	24.30%	30.25%
纯施工图	2.43%	5.99%	3.88%
全程设计	66.94%	69.72%	65.87%
合计	100%	100%	100%

数据来源: 公司招股说明书、广发证券发展研究中心

图18: 公司四大业务板块



数据来源: 公司招股说明书

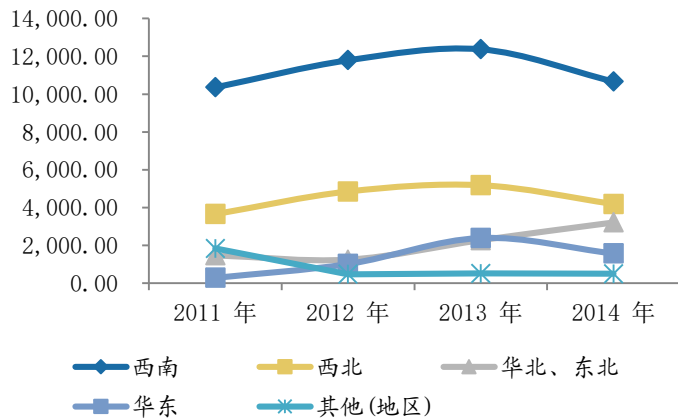
3、西部市场基础扎实，品牌效应助力全国布局

西南地区是公司最重要的业务区域，同时，公司抓住国家发展关中天水经济区的历史契机，以西安为中心，着力发展西北地区业务，使得西北地区成为公司业务发展的重要区域，在西部地区形成了明显优势。国家西部大开发战略的实施，带动了西部地区的大规模投资需求，及西部地区城市建设的快速发展，从而不断拉动西部建筑设计市场。公司根植于西部，业务经营受到西部大开发战略的积极影响。

除西部地区外，随着公司规模的不壮大以及知名度的不断提升，公司还逐步在华北及东北、华中、华东以及华南等地区开展业务，不断推进公司走向全国的战略。公司此战略已体现在其营业收入地区结构上，近年来公司在西南地区的营业收入占总收入比例逐渐下降，而其他地区的收入占比则逐渐上升，2014年华东、华

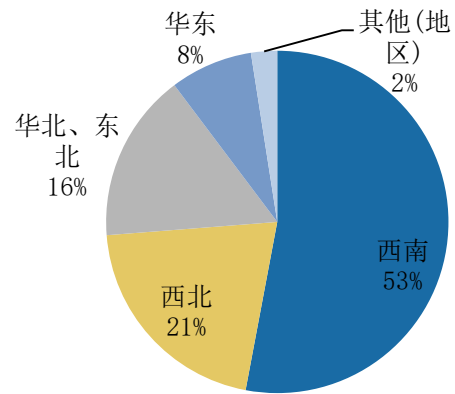
北及东北区域业务收入占比已达到24.69%。

图19: 公司各地区收入情况 (万元)



数据来源: 公司招股说明书、广发证券发展研究中心

图20: 公司各地区分布 (2014年)



数据来源: 公司招股说明书、广发证券发展研究中心

表5 公司所获奖项

项目	所获奖项
成都东部红枫岭	中国土木工程詹天佑奖住宅小区优秀规划奖
交大归谷国际住区	首个通过国家科技部 3A 性能认定的设计作品
成都凯德风尚隔震工程专项设计	中国建筑学会 2011 年优秀建筑结构设计二等奖
西藏自然科学博物馆	成都中加瑞辰商住小区
成都中加瑞辰商住小区	四川省第二届建筑信息模型 (BIM) 设计大赛二等奖
“岳麓欧城”项目	2013-2014 年度“广厦奖”
公司	2014 成都市勘察设计企业和施工图审查机构信用 3A 等级

数据来源: 公司招股说明书、广发证券发展研究中心

公司在根植西部的同时,也在逐步推进业务全国布局的进程,2014年华东、华北及东北区域业务收入占比达到24.69%。通过设计唐山香格里拉大酒店、包头中建御澜世家、长春环球贸易中心、北京星光影视基地等代表性项目,山鼎设计品牌效应正逐步由西部延生到全国范围。

4、优质客户保证订单量,在手订单持续丰富

公司拥有建筑行业(建筑工程)甲级设计资质,能够提供从业务承接暨前期咨询、概念设计、方案设计、初步设计、施工图设计到施工配合的全流程设计服务。在多年的业务发展中积累了丰富的项目经验,在国内已与20余家信誉好、有发展潜力的大中型钢铁企业建立了稳定、良好的合作关系。

图21: 公司与众多企业建立了良好的合作关系 (不完全统计)



数据来源: 公司网站、广发证券发展研究中心

报告期内, 公司客户主要分为上市房地产企业 (如中渝置地等)、跨国房地产开发集团 (如香港嘉里建设等)、国有企业 (如四川港航、汉中城投等)、民营房地产开发商 (如陕西国润置业、陕西云投置业、远大集团等) 等类别, 其中民营房地产开发商客户业务区域性较强, 主要集中于二、三线城市。

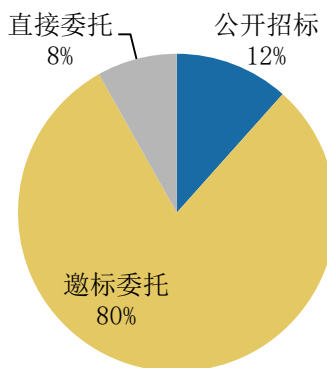
公司与很多优质客户保持密切合作关系, 利用合作优势, 很多订单由客户直接委托邀请获得, 2014年直接委托获得的订单收入占到总收入的8%。这些优质客户为公司带来了丰厚的订单, 公司在手订单丰富, 2014年末在手订单量为4.68亿元。

表6 稳定合作客户收入占比

客户名称	2012年	2013年	2014年
中渝置地	7.67%	5.73%	10.60%
香港嘉里建设	3.92%	3.00%	5.96%
四川港航	-----	5.19%	5.57%
合计	11.58%	13.92%	22.13%

数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

图22: 公司获取合同方式 (2014年)



数据来源: 公司招股说明书、广发证券发展研究中心

图23: 公司新签订单情况 (万元)

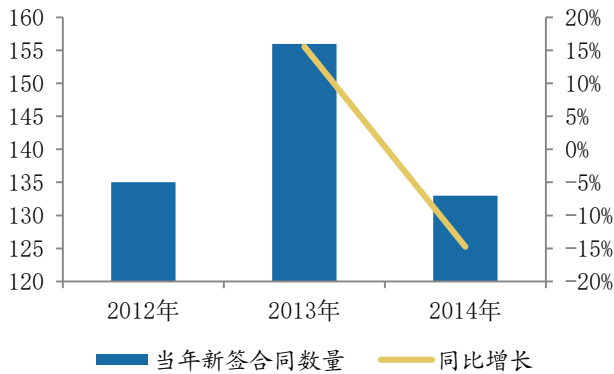
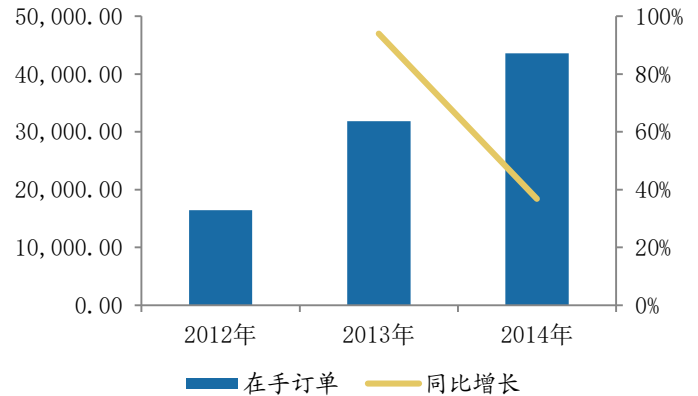


图24: 公司期末累计在手订单情况 (万元)



数据来源: 公司招股说明书、广发证券发展研究中心

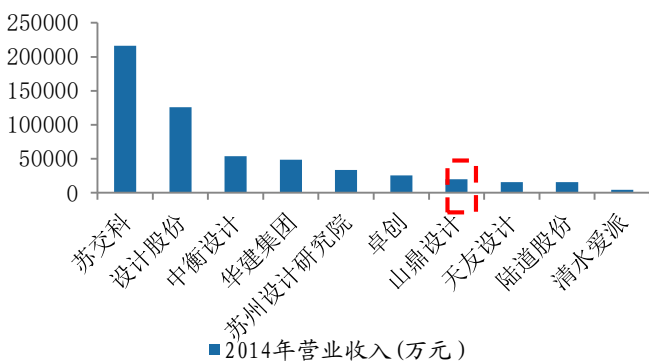
数据来源: 公司招股说明书、广发证券发展研究中心

四、公司财务分析: 营业收入体量较小, 西部地区业务占比最大

1、营业收入维持上升趋势, 西南地区业务占比最大

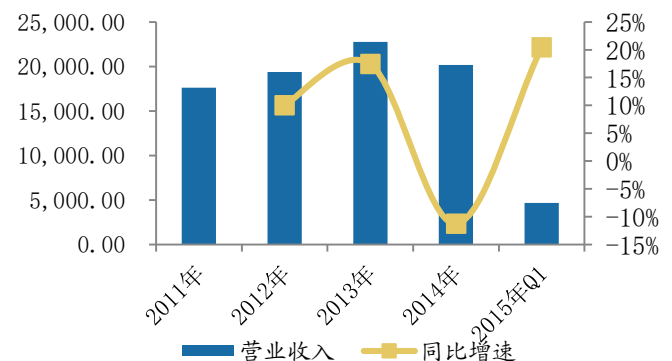
公司2014年主营业务收入为2.02亿元, 在目前工程技术服务类公司中体量较小。公司2012与2013营业收入增长为10.05%、17.42%, 虽然由于受下游房地产业不景气影响, 2014年收入增速有所下滑, 但2015年第一季度营业收入增速大幅回升, 较上年同期增长高达20.42%。

图25: 公司在工程技术服务类公司中体量较小



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图26: 公司营业收入同比增速有望持续提升



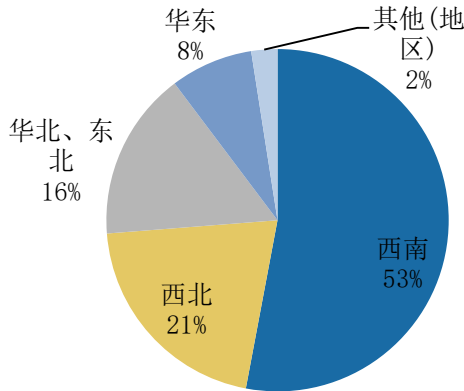
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

公司在西南地区有较好的地缘优势和市场占有率, 其2014年营业收入中, 西南地区收入占比为53%。整个西部地区收入占到总收入的74%。公司收入的地域优势明显。2014年各类业务收入中, 城市综合体设计和住宅设计分别占总收入的33%和32%。

从各地区收入变化趋势来看, 华北东北地区的收入呈增长趋势; 从各项业务收

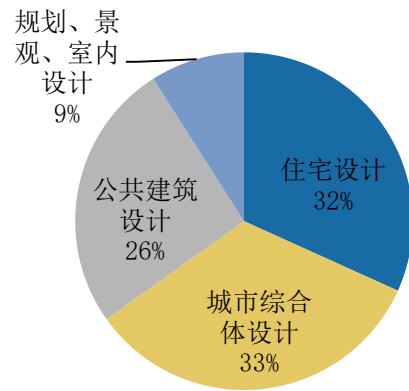
入变化趋势来看，城市综合体的设计收入呈增长趋势。这两部分也是公司上市募集资金的主要运用方向，可见具有较大的发展潜力。

图27: 公司各地区收入分布 (2014年)



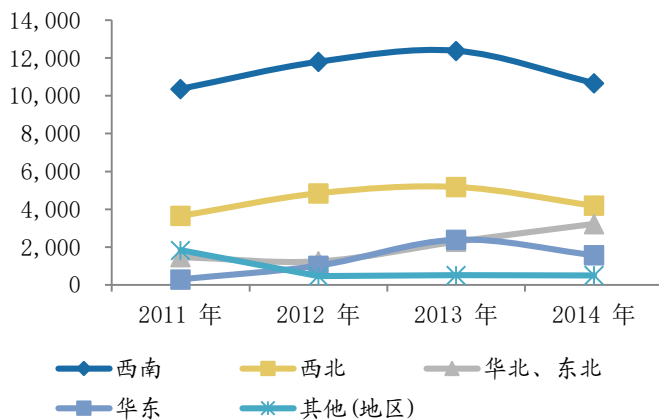
数据来源: 公司招股说明书

图28: 公司各项业务收入分布 (2014年)



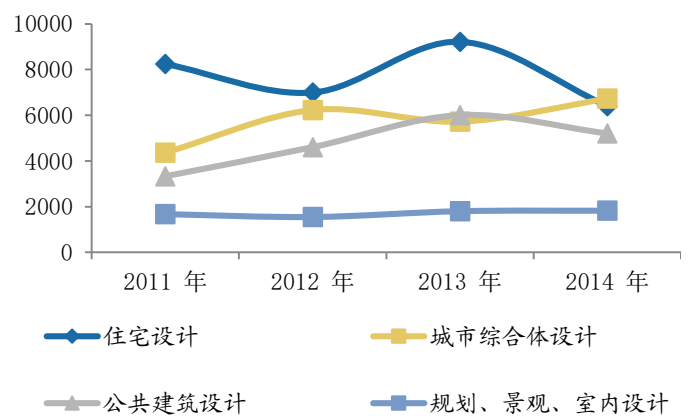
数据来源: 公司招股说明书

图29: 公司各地区收入趋势图 (万元)



数据来源: 公司招股说明书

图30: 公司各项业务收入趋势图 (万元)



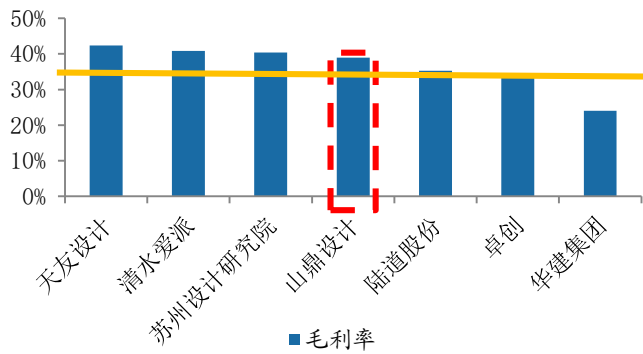
数据来源: 公司招股说明书

2、盈利能力: 设计毛利高于行业均值, 但有下降趋势

公司盈利能力较强, 毛利率和净利率在预披露设计公司中处于平均以上水平。公司大多承接对技术要求较高的高端项目, 由于公司大多承接对技术要求较高的高端项目, 且公司以纯创意类业务等毛利率较高业务见长, 因此毛利率高于行业平均水平。受房地产不景气影响, 公司各项业务毛利率均有所下降。

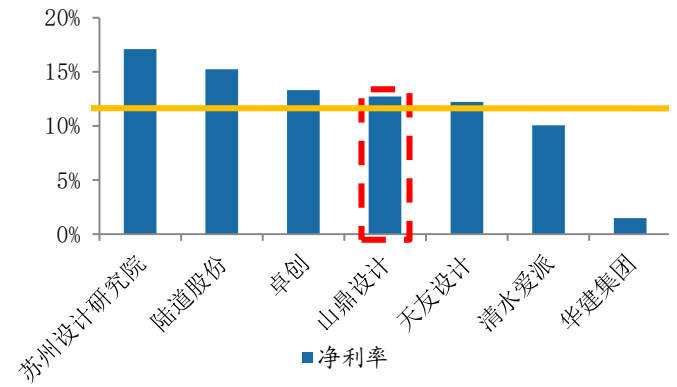
华建集团太大, 算均值不太对, 你用中位数吧

图 31: 毛利率高于行业均值 (2014 年)



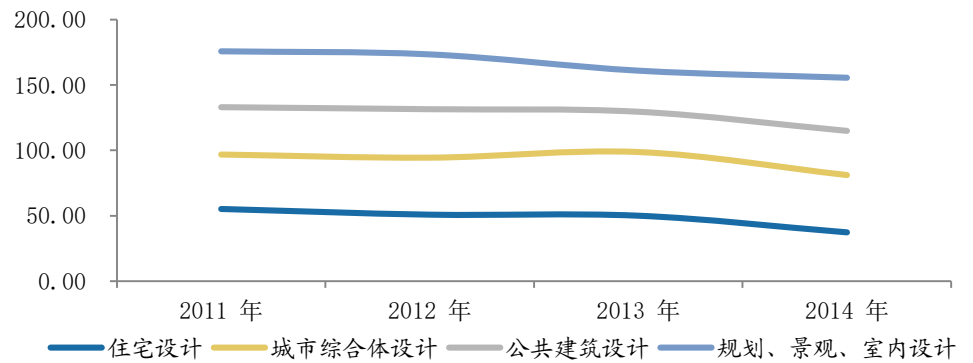
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 32: 净利率高于行业均值 (2014 年)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 33: 公司各项业务毛利率情况

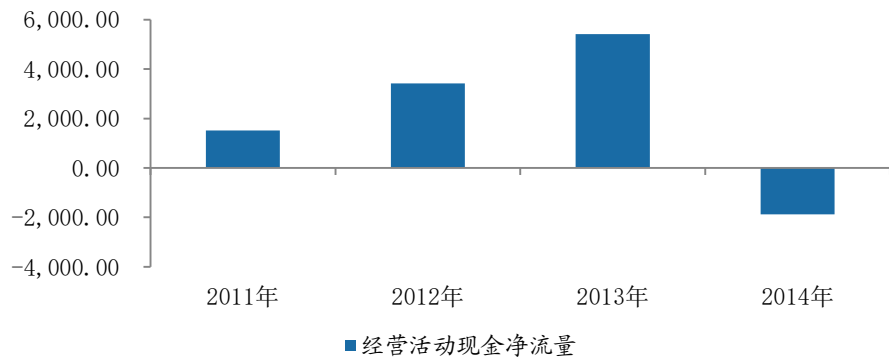


数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

3、资金实力: 公司资金情况有望恢复提升态势

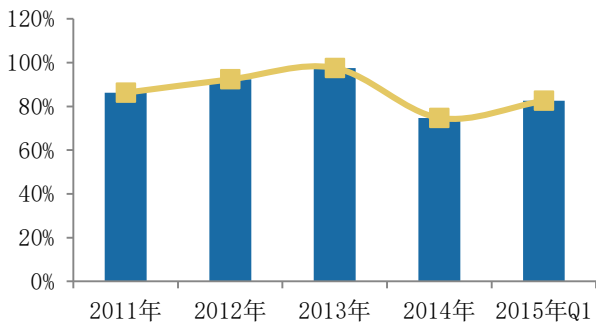
2014年受下游建筑行业 and 房地产业整体向下影响经营现金净流量由正转负。公司收现比一直维持增长态势, 2014年有所回落, 但2015年前三季度收现比已经开始恢复。公司付现比逐年下降, 反映公司将现金流压力转移给上游供货商。登陆资本市场有望提高公司融资能力。

图 34: 公司经营性现金流情况



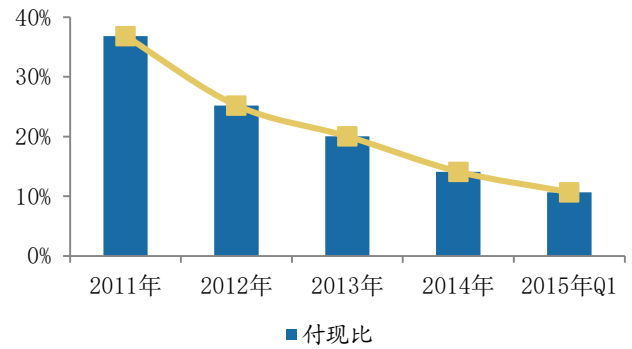
数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

图35: 公司近年收现比情况



数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

图36: 公司近年付现比情况



数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

五、募投项目: 完善行业领域全覆盖, 实现全国化战略布局

1、区域业务拓展中心建设项目: 实现全国化战略布局

本项目投资预算为7829.23万元, 建设期3年, 资金将用于设立西安、北京、上海、深圳分公司, 扩充设计人员并引进高端人才, 优化人员结构, 增强公司整体设计能力, 拓展全国市场并进行公司信息化系统建设。公司目前营业收入主要集中在西南地区, 确定了未来立足西部, 拓展全国市场的战略发展方向。通过区域业务拓展中心建设项目的实施, 公司将以西安、北京、上海、深圳等重点城市作为拓展全国业务的基地, 进一步完善业务在全国范围的布局, 适应区域业务特点, 提升客户服务能力, 引进高端人才, 为业务发展提供更广阔的市场空间。

图37: 公司区域发展规划



数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

2、总部建设项目：为持续发展创造条件

本项目投资预算为9060万元，将用于在现有办公场所附近购置房产，将公司主要设计部门人员迁入新增办公场所，同时购置办公所需硬件设备和设计软件，改善办公条件，为公司业务发展创造必要的条件。2014年之前，公司办公场所主要通过租赁方式获得，随着公司业务规模的扩张和人员数量的增加，租赁房产已不能满足公司业务持续发展的需要。总部建设项目将解决母公司办公场所不足的问题，为公司长远发展提供保障。

六、盈利预测与估值

1、盈利预测

假设一：公司住宅设计业务受房地产不景气影响，2015年不会有明显改善。商业地产发展前景较好，预期未来几年将迎来较快增长。

假设二：行业内竞争加剧，公司毛利率稳中有降。

假设三：公司有较好的管理制度，预计管理费用率、营业费用率将保持稳定。

表 4：营业收入增长预测

单位：百万元	2011A	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
住宅设计	82.40	69.91	92.12	63.98	63.98	70.38	77.42
增长率	—	-15.16%	31.77%	-30.55%	0.00%	10.00%	10.00%
城市综合体设计	43.64	62.31	57.20	67.26	77.35	92.82	111.38
增长率	—	42.78%	-8.20%	17.59%	15.00%	20.00%	20.00%
公共建筑设计	33.27	46.02	60.05	52.01	59.81	71.77	86.13
增长率	—	38.32%	30.49%	-13.39%	15.00%	20.00%	20.00%
规划、景观、室内设计	16.69	15.44	18.00	18.21	20.94	25.13	30.16
增长率	—	-7.49%	16.58%	1.17%	15.00%	20.00%	20.00%
主营业务收入合计	176.00	193.68	227.37	201.46	222.08	260.10	305.08
增长率		10.05%	17.39%	-11.40%	10.24%	17.12%	17.29%

数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

表 5：毛利率变化预测

%	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	2017E
住宅设计	55.15%	50.80%	49.99%	37.22%	36.50%	36.00%	35.50%
城市综合体设计	41.59%	43.55%	48.66%	43.91%	43.50%	43.00%	43.00%
公共建筑设计	36.21%	38.32%	30.84%	33.82%	33.50%	33.00%	33.00%
规划、景观、室内设计	42.99%	42.16%	31.59%	40.70%	40.00%	39.50%	39.50%
综合毛利率	47.05%	44.51%	43.14%	38.89%	38.46%	38.01%	37.93%
营业成本/营业收入	52.95%	55.49%	56.86%	61.11%	61.54%	61.99%	62.07%

数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

2、绝对估值

运用 DCF 估值法 (FCFF) 模型绝对估值法, 在 WACC 为 6.62%, TV 增长率 1.0% 的背景下, 山鼎设计的长期价值为 10.94-14.64 元。

表 7: FCFF 方法估值公司合理市值在 8.24 亿元

会计年度截止日: 12/	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	TV	合计
FCFF	32.24	-29.86	29.62	35.35	42.51	48.47	63.50	62.68	59.37	1,066.61	1,410.48
PV(FCFF)	30.24	-26.27	24.43	27.36	30.85	32.99	40.54	37.53	33.34	598.94	829.94
每股价值			13.21		TV增长率		1.0%				
隐含P/E			34.24		WACC		6.62%			估值区间	
企业值			870.06		债务		42.75			10.94	14.64
股票价值			824.57		投资		40.12				
					少数股东权益		2.74				

3、相对估值

A 股市场与园区设计业务比较相似的公司为苏交科、设计股份、中衡设计、华建集团, 均属于建筑工程技术服务行业。从 2014 年、2015 年各可比公司的 PE 来看, 目前可比公司估值范围分别为 27-49 倍、34-49 倍 PE。由于已经接近年末, 我们用公司 2015 年预测的经营业绩估值, 综合来看, 山鼎设计的合理估值应在 38 倍 PE, 即在 14.06 元/股左右。

表 7: 相对估值表

			EPS		PE	
代码	名称	12月06日收盘价(元)	2014A	2015E	2014A	2015E
300284	苏交科	22.42	0.46	0.59	49.40	43.00
603018	设计股份	80.82	1.60	1.82	39.26	43.00
603017	中衡设计	51.14	2.03	0.7	27.19	59.50
600629	华建集团	24.49	0.01	0.26	---	48.90
300492	山鼎设计		0.41	0.37		

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

综合以上绝对估值和相对估值分析, 我们认为公司合理估值区间为 14.06 元/股左右。

风险提示

1、市场竞争风险

建筑设计行业面临激烈的市场竞争。公司主要的竞争对手包括国有设计院、境外设计企业以及其他民营设计企业。建筑设计行业受到资质等级、专业注册人员规模、经营业绩等诸多因素的影响, 目前的行业竞争格局为: 少数拥有综合资质、人员规模较大、行业经验丰富的国有设计院占据领先地位; 多数民营设计企业受资质、人才等因素影响, 经营规模相对较小。

但随着境外设计企业进军国内以及东中部建筑设计企业向西部地区渗入, 公司将面临更加激烈的竞争环境。公司存在设计合同减少或收费水平较低的可能, 进而对公司的经营状况造成不利影响。

2、受房地产行业影响较大的风险

本公司主要向客户提供建筑设计及其相关咨询服务,公司业务发展与房地产行业有着密切的关系。房地产行业是典型的周期性行业,与宏观经济有较强的相关性,若房地产行业受到宏观经济波动和宏观调控政策的影响,将直接影响到建筑设计行业的发展。

其中主要包括受到房地产行业景气度影响、业务区域风险、跨区域经营不能达到预期、公共建筑设计受政府支出政策影响几方面的风险因素。

3、现金流风险

公司销售回款受房地产行业景气度的影响,2014年公司经营活动产生的现金流量净额-1876.65万元。2014年末,公司货币资金为3802.66万,较2013年下降超过50%。公司经营活动现金流出则主要是支付给职工以及为职工支付的现金,2014年该部分现金流出金额为1.16亿元。如公司应收账款不能及时回收,或无其他融资资金进入,或银行减少授信及贷款额度,公司存在资金周转困难的风险。

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2013A	2014A	2015	2016	2017
流动资产	173	185	316	313	362
货币资金	77	38	127	77	86
应收及预付	96	147	189	236	277
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	75	81	66	111	111
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	63	61	62	106	105
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	8	11	2	3	3
其他长期资产	4	8	2	2	2
资产总计	249	266	383	424	474
流动负债	78	88	71	84	99
短期借款	16	20	0	0	0
应付及预收	60	65	71	84	99
其他流动负债	3	3	0	0	0
非流动负债	23	20	20	20	20
长期借款	23	20	20	20	20
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0
负债合计	101	108	91	104	119
股本	62	62	83	83	83
资本公积	9	9	97	97	97
留存收益	74	84	108	136	171
归属母公司股东权	145	155	288	317	351
少数股东权益	3	3	3	3	3
负债和股东权益	249	266	383	424	474

现金流量表

单位: 百万元

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	54	-19	5	9	25
净利润	44	26	32	39	47
折旧摊销	6	8	5	6	6
营运资金变动	1	-65	-43	-42	-34
其它	3	13	11	7	6
投资活动现金流	-66	-8	6	-51	-6
资本支出	-66	-8	6	-51	-6
投资变动	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	9	8	78	-8	-10
银行借款	42	20	-20	0	0
债券融资	-2	-18	-3	0	0
股权融资	0	0	109	0	0
其他	-30	6	-9	-8	-10
现金净增加额	-2	-19	89	-50	9
期初现金余额	59	77	38	127	77
期末现金余额	57	58	127	77	86

主要财务比率

至12月31日	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
成长能力(%)					
营业收入增长	17.4	-11.3	10.0	17.1	17.3
营业利润增长	25.3	-43.4	28.1	20.1	20.9
归属母公司净利润增长	19.6	-39.5	25.4	20.1	20.9
获利能力(%)					
毛利率	43.1	39.0	38.5	38.0	37.9
净利率	19.2	12.7	14.5	14.9	15.3
ROE	29.1	16.5	11.1	12.2	13.3
ROIC	43.0	22.5	21.0	16.8	17.9
偿债能力					
资产负债率(%)	40.5	40.6	23.9	24.6	25.2
净负债比率	-0.2	-	-0.4	-0.2	-0.2
流动比率	2.23	2.12	4.43	3.72	3.66
速动比率	2.19	2.08	4.38	3.67	3.61
营运能力					
总资产周转率	1.12	0.78	0.69	0.65	0.68
应收账款周转率	2.72	1.60	1.22	1.14	1.14
存货周转率					
每股指标(元)					
每股收益	0.68	0.41	0.39	0.46	0.56
每股经营现金流	0.87	-0.30	0.06	0.11	0.30
每股净资产	2.33	2.49	3.46	3.81	4.22
估值比率					
P/E	-	-	-	-	-
P/B	-	-	-	-	-
EV/EBITDA	-	-	-	-	-

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	227	202	222	260	305
营业成本	129	123	137	161	189
营业税金及附加	4	1	2	2	2
销售费用	7	6	7	8	9
管理费用	30	28	31	36	43
财务费用	1	3	0	-1	0
资产减值损失	3	10	7	7	6
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	53	30	39	46	56
营业外收入	1	1	0	0	0
营业外支出	1	1	0	0	0
利润总额	53	31	39	46	56
所得税	9	5	6	8	9
净利润	44	26	32	39	47
少数股东损益	1	0	0	0	0
归属母公司净利润	42	26	32	39	47
EBITDA	63	52	51	59	68
EPS(元)	0.68	0.41	0.39	0.46	0.56

广发建筑行业研究小组

- 唐笑：首席分析师，北京大学光华管理学院金融硕士，具备多年建筑行业研究经验，2012年2月进入广发证券发展研究中心。2013年新财富最佳分析师建筑与工程行业第三名。
- 岳恒宇：研究助理，CPA非执业会员，对外经济贸易大学会计硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路183号 大都会广场5楼	深圳市福田区福华一路6号 免税商务大厦17楼	北京市西城区月坛北街2号 月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号 震旦大厦18楼
邮政编码	510075	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。