安信证券 ESSENCE SECURITIES

2015 年 12 月 7 日

山鼎设计（300492.SZ）

公司新股定价

证券研究报告

立足西部的建筑设计领军企业

■**立足西部的建筑设计咨询服务商**：公司业务范围包括项目前期咨询、概念设计、方案设计、初步设计、施工图设计及施工配合等，涵盖各类住宅、城市综合体、公共建筑、规划、景观、室内设计。总部位于成都，西南地区业务占比 53%。2014 年公司住宅/城市综合体/公共建筑/规划、景观、室内设计收入占比分别为 31.8%/33.4%/25.8%/9.0%。2012-2014 年收入分别为 1.94/2.27/2.02 亿元，净利润分别为 0.35/0.42/0.26 亿元，新签合同金额分别为 4.15/4.18/2.90 亿元，截至 2014 年底在手合同余额 4.4 亿元。

■**设计咨询行业空间广阔，技术革新与 PPP 推广将成未来行业趋势。**对标海外发达国家，我国城镇化率 54%与设计费率 1.6-4.5%（美、英、德设计费率均值均在 10%以上）仍有极大上升空间，另外城市群的崛起与建筑节能改造亦为建筑设计行业孕育广阔空间。现阶段业内成规模企业较少，格局较为分散，公司间并购整合势头明显。未来各类前瞻技术（BIM、3D 打印等）的运用有望变革行业整体操作模式，PPP 模式的推广亦将为设计咨询公司带来众多机会。

■**公司建筑设计领域综合竞争优势突出**：公司提供的建筑设计服务涵盖了住宅、城市综合体、公共建筑、规划、景观和室内设计等领域，拥有兼具国际视野及丰富本土实践经验的设计师队伍。公司根植西部，完成了成都中国水电成勘院、西藏自然科学博物馆等颇具影响力的项目，品牌效应正逐步由西部延伸到全国范围。

■**地域扩张及业务领域拓展将驱动成长。**公司未来将夯实西南并大力拓展西北、环渤海湾、华东及华南的建筑设计业务，实现全国布局。在稳步扩大住宅类设计业务的同时，重点发展城市综合体、公共建筑类项目的设计业务，并力求在景观、室内、规划设计方面实现较大发展，在创意、医疗、绿色节能等专业设计方面取得一定突破。公司上市后资金及品牌实力增强，有望通过并购等方式进行扩张，开辟新的利润增长点。

■**盈利预测与询价建议：**我们预测公司 2015/2016/2017 年发行摊薄后 EPS 为 0.37/0.43/0.51 元。当前可比公司 2015 年平均 PE 约为 47 倍，我们认为公司合理二级市场价格区间为 11.1 元-14.8 元（对应 30-40 倍 PE）。公司拟募集资金加预计发行费用为 14352 万元，预计发行 2080 万股，在不安排老股转让、没有超募且足额发行情况下，对应发行价格预计为 6.9 元。

■**风险提示：**地产行业下行风险、应收账款风险。

摘要(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	227.4	201.8	228.1	262.3	301.6
净利润	42.3	25.6	30.8	35.4	42.3
每股收益(元)	0.68	0.41	0.37	0.43	0.51
每股净资产(元)	2.33	2.49	3.54	3.96	4.47

盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
毛利率	43.1%	39.0%	39.0%	39.0%	39.0%
净利润率	18.6%	12.7%	13.5%	13.5%	14.0%
净资产收益率	29.1%	16.5%	10.5%	10.8%	11.4%
ROIC	77.5%	27.5%	21.3%	22.2%	21.4%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

询价区间：	6.9－6.9 元
定价区间：	11.1－14.8 元

发行数据

总股本（万股）	6,240
发行数量（万股）	2,080
网下发行（万股）	1,250
网上发行（万股）	830
保荐机构	国信证券
发行日期	2015-12-14
发行方式	网下询价,上网定价

股东信息

袁歆	37.03%
车璐	37.03%
天津原动力企业管理咨询有限公司	9.38%
张鹏	5.62%
文学军	4.69%
中银国际投资有限责任公司	4.69%
管维嘉	1.56%

%	1M	3M	12M
相对收益			
绝对收益			

杨涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1450514050002
yangt@essence.com.cn
021-68765859

夏天 分析师
SAC 执业证书编号：S1450514110001
xiatian@essence.com.cn
021-68763692

报告联系人
宋易潞 021-68766750
songyl@essence.com.cn

相关报告

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

目录

目录 2
1. 估值与询价建议 3
2. 公司概览：建筑工程设计咨询服务商 3
3. 行业分析 4
3.1. 建筑设计业受建筑业、房地产业周期性影响 4
3.2. 区域经济规划助力建筑设计业 6
3.3. 行业竞争格局：具有一定进入壁垒，竞争主体多元 6
4. 公司分析 7
4.1. 公司主营业务分析 7
4.2. 竞争优势分析 9
4.2.1. 较为全面的建筑设计能力及良好的设计创意能力 9
4.2.2. 根植西部并向外延伸的品牌效应 9
4.2.3. 具备实践基础的领先环保意识 10
4.3. 未来成长驱动因素 10
4.3.1. 跨区域扩张 10
4.3.2. 专业领域扩充 10
4.3.3. 战略并购 10
4.4. 财务分析 10
4.4.1. 收入、盈利受房地产行业影响较大 10
4.4.2. 毛利率有所波动，费用率有所提升 11
4.4.3. 现金流波动较大 11
4.4.4. 资产负债率偏高，应收账款周转率低 12
5. 募集资金投向 13
6. 风险因素 13
7. 盈利预测 13

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

1. 估值与询价建议

公司是国内建筑工程设计及相关咨询服务提供商，我们选择苏交科、设计股份、中衡设计和华建集团作为可比公司。可比公司 2015 年平均 PE 约为 47 倍，考虑市场因素，保守给予公司合理二级市场价格区间为 11.1 元-14.8 元（对应 2015 年 PE 为 30-40 倍）。根据公司募资金额、预估发行费、且不安排老股转让，测算出的发行价为 6.9 元。

表 1：可比公司估值

		EPS(元)			PE（倍）		
股票名称	股价（元）	2014	2015E	2016E	2014	2015E	2016E
苏交科	22.42	0.5	0.59	0.76	45	38	30
设计股份	80.82	1.6	1.95	2.33	51	41	35
中衡设计	51.14	0.76	0.86	1.08	67	59	47
华建集团	24.49	0.34	0.5	0.75	72	49	33
平均					59	47	36

数据来源：安信证券研究中心（注：股价为 2015/12/4 日收盘价）、wind

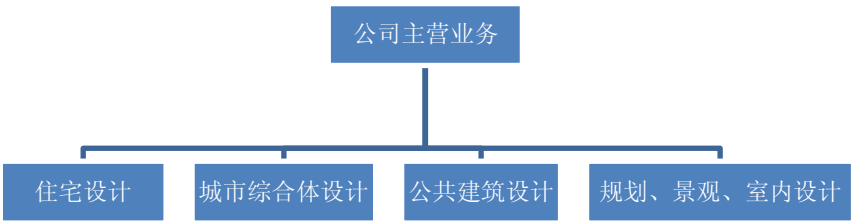
2. 公司概览：建筑工程设计咨询服务商

公司主要向客户提供建筑工程设计咨询服务，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服务，涵盖各类住宅、城市综合体、公共建筑、规划、景观、室内设计等设计类别。

公司系由四川山鼎建筑工程设计咨询有限公司整体变更设立的股份公司。四川山鼎建筑工程设计咨询有限公司成立于 2003 年，由袁歆、车璐、周欣、张鹏、文学军等 5 位自然人出资设立。2011 年 6 月 28 日，四川山鼎建筑工程设计咨询有限公司股东会做出决议，决定以发起设立方式将山鼎有限整体变更为股份公司，2011 年 8 月 18 日在成都市锦江工商行政管理局登记注册，并取得了成都市锦江工商行政管理局核发的营业执照。

公司拥有建筑行业（建筑工程）甲级设计资质，可从事资质证书许可范围内相应的建筑工程设计总承包业务、项目管理及相关技术与管理服务，提供全流程的设计服务。公司的代表性作品包括：成都中国水电成勘院、成都大慈寺片区综合规划、成都上实锦绣森邻、成都万科魅力之城（三期）、成都凯德风尚、成都中铁瑞城新界、成都都城雅颂居、重庆 SM 城市广场、成都交大归谷国际住区、西藏自然科学博物馆、株洲晋合湘水湾、贵阳中渝第一城、北京嘉里中心改扩建项目、嘉里建设唐山综合发展、成都丽都国际城、西安湾流、北京星光影视基地、济南香格里拉大酒店、攀枝花银泰城等。

图 1：公司主营业务



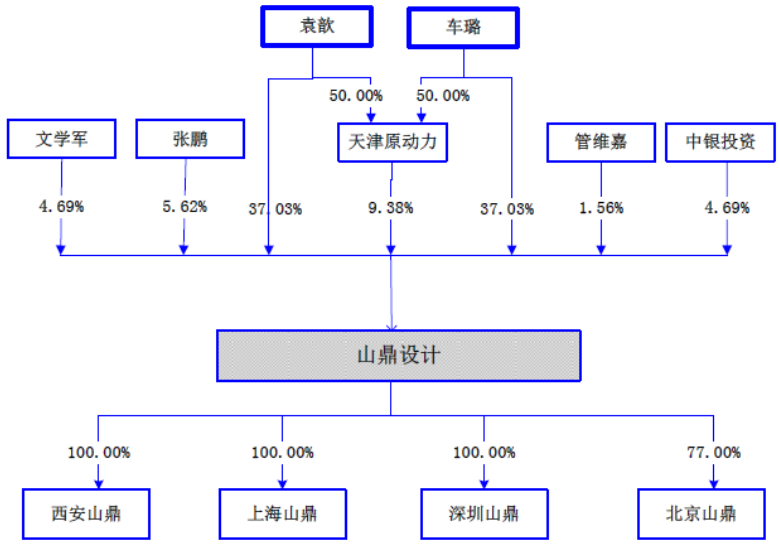
数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

公司控股股东为袁歆和车璐。发行前袁歆和车璐分别直接持有公司 2,310.75 万股，各占公司总股本的比例为 37.03%，双方通过天津原动力间接持有公司 585 万股，占公司

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

总股本 9.38%。袁歆和车璐直接和间接持有公司股份合计 5,206.5 万股，占公司总股本的 83.44%。此外，张鹏持有山鼎设计 351.00 万股股份，占公司总股本的 5.62%，无其他持有公司 5%以上股权的股东。公司实际控制人为袁歆及车璐、陈栗夫妇。

图 2：公司发行前股权结构图



数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

图 3：公司发展历史沿革

数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

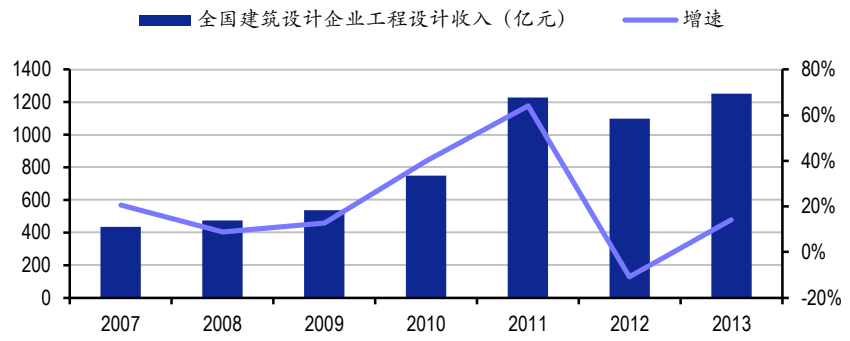
3. 行业分析

3.1. 建筑设计业受建筑业、房地产业周期性影响

建筑设计行业与建筑业及房地产业密切相关，而建筑业及房地产业是典型的周期性行业，其发展与宏观经济背景息息相关，进而使得建筑设计行业也存在明显的周期性。过去十年间，伴随着城镇化推进，房地产行业得到了快速发展，建筑设计企业的工程收入也在持续增长，近 5 年的年均增长率达到 21.40%，截止 2013 年全国建筑设计企业工程设计总收入达到 1251.67 亿元。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 4：2006-2013 年全国建筑设计企业工程设计收入情况



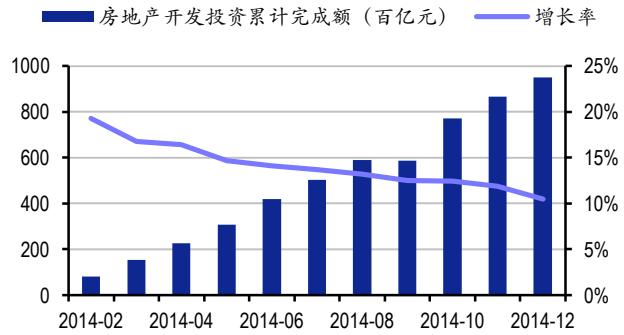
数据来源：住建部《2006-2013 年全国工程勘察设计企业统计资料汇编》,安信证券研究中心

2014 年以来，房地产景气度不佳，销售面积、金额均呈现负增长，库存压力高企，导致房地产投资和新开工等指标双双回落，对建筑设计行业产生了较大不利影响。设计企业业绩及订单普遍出现明显下滑。

未来城市综合体、养老、医疗、文化、旅游等多形态地产的发展将为建筑设计行业提供发展机遇。伴随着经济发展、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。

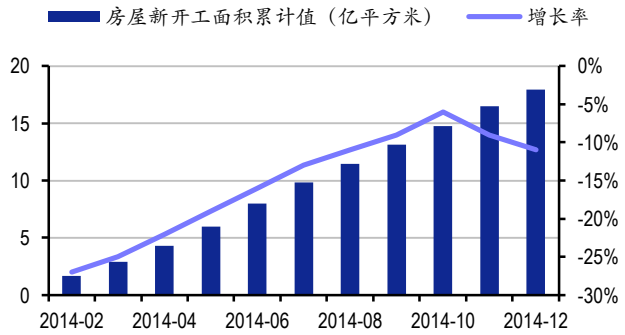
对标海外发达国家，我国城镇化率 54%与设计费率 1.6-4.5%（美、英、德设计费率均值均在 10%以上）仍有极大上升空间，另外城市群的崛起与建筑节能改造亦为建筑设计行业孕育广阔空间。现阶段业内成规模企业较少，格局较为分散，公司间并购整合势头明显。未来各类前瞻技术（BIM、3D 打印等）的运用有望变革行业整体操作模式，PPP 模式的推广亦将为设计咨询公司带来众多机会。

图 5：2014 年度全国房地产开发投资额



数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

图 6：2014 年度全国房地产新开工面积



数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

图 7： 2014 年度全国房地产销售额

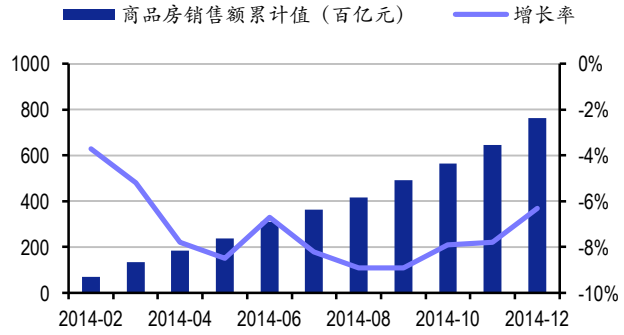
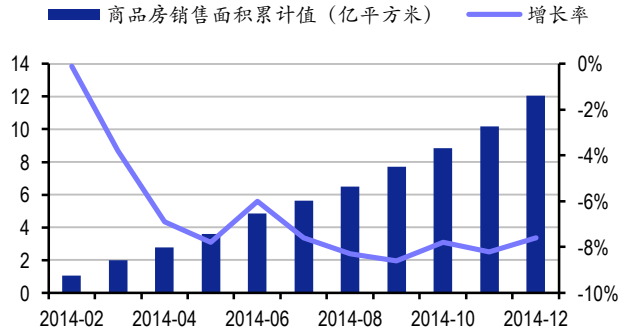


图 8：2014 年度全国房地产销售面积

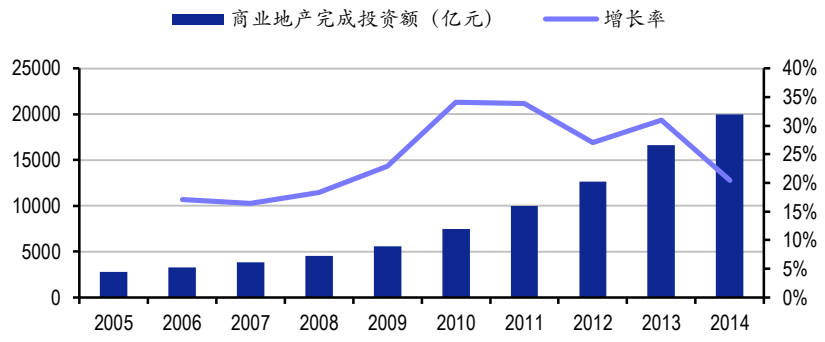


本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

图 9：2005-2014 年全国商业地产完成投资情况



数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

3.2. 区域经济规划助力建筑设计业

2008 年以来，国家制定或批准了《全国主体功能区规划》、《关中-天水经济区发展规划》、《西安市城市总体规划》、《甘肃省循环经济总体规划》、《成渝经济区区域规划》、《成都统筹城乡综合配套改革试验总体方案》、《重庆市城乡总体规划》、《广西北部湾经济区城镇群规划纲要（2009-2020）》、《南宁市总体规划》、《促进中部地区崛起规划》、《长江三角洲地区区域规划》、《珠江三角洲地区改革发展规划纲要（2008-2020 年）》、《四川省成都天府新区总体规划(2010-2030)》等众多区域经济发展规划，并且在国家层面提出了“一带一路”战略。上述区域规划及战略的实施将在一定程度上推动建筑设计行业发展。

3.3. 行业竞争格局：具有一定进入壁垒，竞争主体多元

中国建筑设计行业有着一定的进入壁垒。行业一直实行严格的资质管理，从事工程设计活动的企业均应按照其拥有的注册资本、专业技术人员、技术装备和勘察设计业绩等条件申请资质，经审查合格，取得工程设计资质证书后，方可在资质许可的范围内从事工程设计活动。此外，建筑设计对专业知识、制图技术及工具等的要求也构成了较高的技术及人才壁垒。

目前建筑设计行业的市场参与主体包括大中型国有设计院所、跨国建筑设计企业、国有或民营的建筑设计企业、个人建筑师事务所、个体建筑师工作室，体现了建筑设计业态中多种所有制形式并行、全球化、国际化、本土化多样化风格共存的格局，建筑设计市场出现前所未有的活跃氛围。分区域来看，东部地区的建筑设计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。

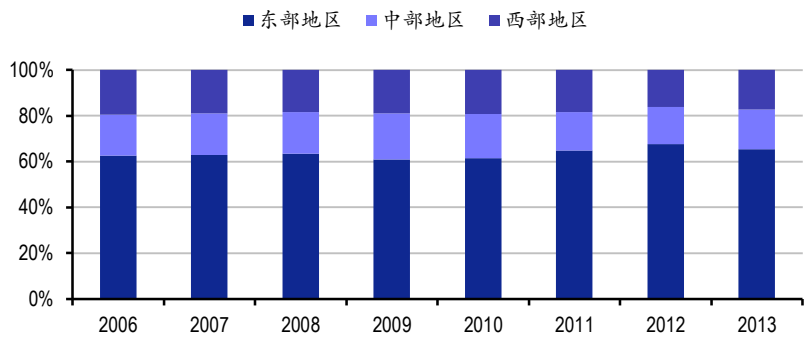
表 2：建筑设计行业主要竞争企业

类别	代表企业
国有设计院	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、同济大学建筑设计研究院（集团）有限公司
民营设计企业	汉嘉设计集团股份有限公司、筑博设计股份有限公司、CCDI（悉地国际设计顾问（深圳）有限公司）、山东同圆设计集团有限公司、成都基准方中建筑设计有限公司、深圳市华阳国际工程设计有限公司、上海天华建筑设计有限公司
外资、合资设计企业	AECOM、ATKINS、AEDAS、RTKL、GENSLER、CALLISON

数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 10：全国东、中、西部建筑设计市场容量占比



数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

4. 公司分析

4.1. 公司主营业务分析

公司的主营业务是提供建筑工程设计及相关咨询服务，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服务，涵盖各类住宅、城市综合体、公共建筑、规划、景观、室内设计等业务设计类别。所处行业的下游企业主要为房地产开发商和建筑企业。

公司 2011-2015Q3 年收入分别为 1.76/1.94/2.27/2.02/1.34 亿元，净利润分别为 0.32/0.35/0.42/0.26/0.17 亿元,2012-2015H 新签合同金额分别为 4.15/4.18/2.90/1.39 亿元，截至 2015 年 6 月在手合同余额 4.7 亿元。受房地产投资增速持续放缓影响，公司业绩及订单也出现明显下滑。

公司收入主要由住宅设计业务、城市综合体设计业务、公共建筑设计业务，及规划、景观、室内设计业务构成。其中，住宅设计业务公司营业收入主要组成部分，近三年收入分别为 0.70/0.92/0.64 亿元，占比分别为 36.10%/40.52%/31.76%，但业务毛利率逐年降低，毛利占比分别为 41.20%/46.95%/30.39%。

城市综合体设计业务 2012-2014 近三年收入分别为 0.62/0.57/0.67 亿元，占比分别为 32.17%/25.16%/33.38%，贡献的毛利逐年增长，毛利占比分别为 31.48%/28.37%/37.69%，已经成为公司毛利的重要组成部分。

公共建筑设计业务近三年收入分别为 0.46/0.60/0.52 亿元，占比分别为 23.76%/26.41%/25.82%,收入占比保持相对稳定,毛利占比分别为 19.78%/18.88%/22.46%。

规划、景观、室内设计业务近三年收入分别为 0.15/0.18/0.18 亿元，占比分别为 7.97%/7.92%/9.04%，收入占比保持相对稳定，且未来有一定发展潜力，毛利占比分比为 7.55%/5.80%/9.46%。

表 3：公司主营业务介绍

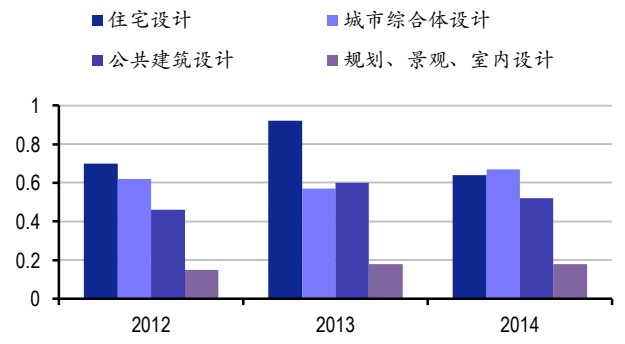
业务类别	业务情况
住宅设计业务	住宅类设计业务，要求设计人员在遵从设计规范的前提下，充分挖掘设计条件的可能性，在注重建筑外形、平面设计的同时，强调空间布局把握和实用性，同时注意控制成本及保证品质。
城市综合体设计业务	城市综合体设计业务，主要是将城市中的商业、办公、居住、旅店、展览、餐饮、会议、文娱和交通等城市生活空间的三项以上进行组合，并在各部分空间建立一种相互依存、相互助益的能动关系，从而形成的一个多功能、高效率的综合体。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

公共建筑设计业务	公共建筑设计业务，需要对建筑、结构、机电设备及经济投资预算的控制等方面进行综合考虑，充分结合标识系统、广场布局、灯光景观、店招体系、人流及车流引导体系等外沿设计内容，对空间的功能性划分、业态引导、配套设施等功能性设计内容。
规划、景观、室内设计业务	规划设计业务，为政府职能规划部门或开发企业提供商住片区、居住小区、城市街道等进行规划各个阶段的城市设计研究服务；景观设计主要是提供绿化设施、灯光布置、周边路径设计等服务，以此提升建筑的档次和整体价值；室内设计业务主要是对建筑内部的灯光、空调、地板、墙面、家具等方面进行协调设计，营造舒适优美的室内居住环境氛围。

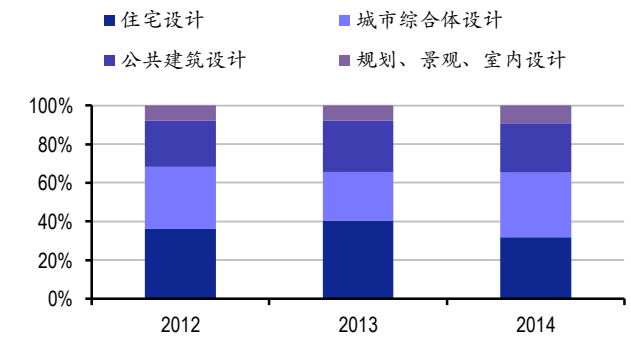
数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

图 11：公司分业务收入（亿元）



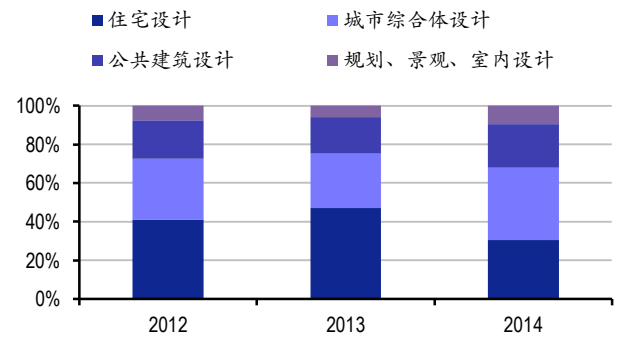
数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

图 12：公司分业务收入占比



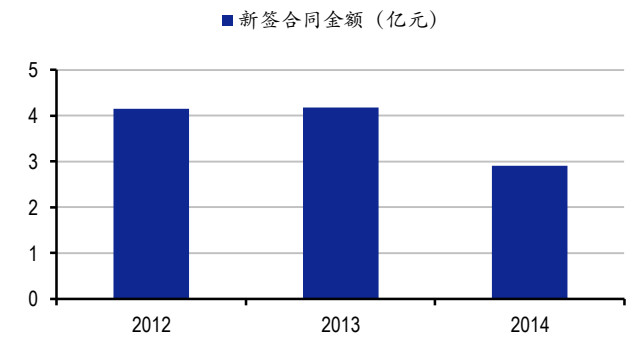
数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

图 13：公司分业务毛利占比



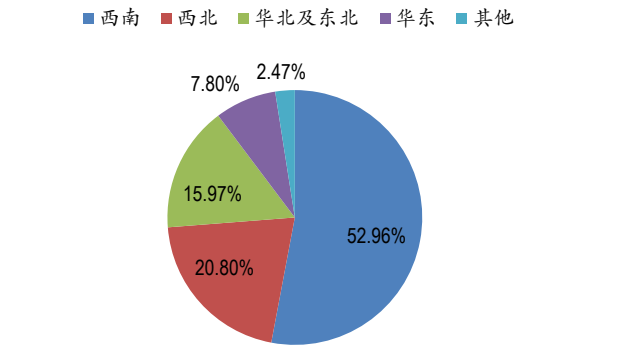
数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

图 14：公司新签合同额 （亿元）



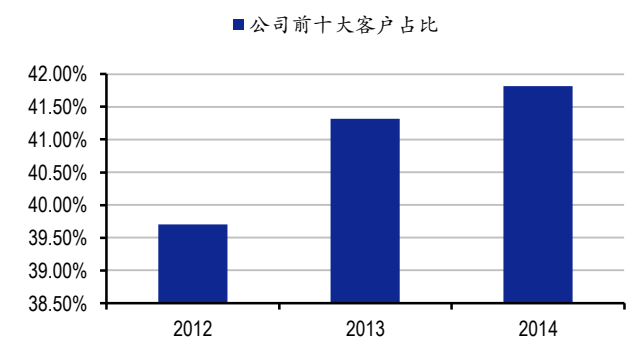
数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

图 15：各区域营业收入占比



数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

图 16：公司同一实际控制人控制口径前十大客户占比



数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

公司业务区域较集中，西南地区是公司最重要的业务区域，收入分别为 1.18/1.24/1.07 亿元，收入占比分别为 60.90%/54.44%/52.97%，近三年收入占比均超过 50%。此外，公

司正制定了逐步由西部走向全国的战略，正逐步在华北及东北、华中、华东以及华南等地区开展业务，

公司客户较为分散，不存在对单一客户的营业收入占公司当期营业收入的比例超过50%或严重依赖少数客户的情况。2012-2014 年，公司合作客户数量分别为 162 家、157 家、164 家，其中同一控制合并口径下的前十大客户收入占比分别为 39.70%、41.32%、41.82%。其中，公司稳定合作的三大客户分别为中渝置地控股有限公司、香港嘉里建设、四川省港航开发有限责任公司，近三年合计收入占比 11.58%/13.92%/22.13%。

4.2. 竞争优势分析

公司专注于在企业自身发展，通过多年的业务实践积累，在住宅、城市综合体、公共建筑、规划、景观和室内设计等建筑设计领域形成以下竞争优势：

4.2.1. 较为全面的建筑设计能力及良好的设计创意能力

公司拥有较为全面的建筑设计能力，提供的建筑设计服务涵盖了住宅、城市综合体、公共建筑、规划、景观和室内设计等领域，具备全流程服务能力，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。

公司具备良好的设计创意能力。公司拥有兼具国际视野及丰富本土实践经验的设计师队伍，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，在住宅、城市综合体、公共建筑和规划、景观、室内设计等业务类型方面均创作出了一系列作品，代表了公司的设计水平。这些代表性项目均为公司独立承揽，并根据设计合同约定内容为上述项目提供方案设计、施工图设计或全程设计服务，多数项目由公司独立完成。

表 4：公司代表性项目

项目	独立/合作承揽（合作方）	设计类型	合同金额（万元）	独立完成/分包完成（分包方）
贵阳中渝第一城	独立承揽	住宅/公共建筑（方案设计）	2,422.52	独立完成
晋合湘水湾	独立承揽	住宅/公共建筑（方案/全程设计）	1,075.43	独立完成
西藏自然科学博物馆	独立承揽	公共建筑/全程设计	840.54	分包完成（金额228.60万元）
西安太奥国际商业广场	独立承揽	城市综合体/全程设计	739.10	独立完成
唐山香格里拉大酒店	独立承揽	公共建筑/全程设计	847.78	分包完成（金额78.64万元）
成都都城雅颂居	独立承揽	住宅/全程设计	1,570.17	独立完成
成都青城根园项目	独立承揽	住宅/景观/全程设计	1,181.30	分包完成（金额268万元）
西安雁鸣湖 216 地块项目	独立承揽	住宅/方案设计	553.29	独立完成
成都中铁瑞城新界	独立承揽	住宅/室内（方案/施工图/全程设计）	463.50	分包完成（金额6.30万元）
成都欧香小镇	独立承揽	公共建筑、住宅/全程设计	1,104.93	分包完成（金额104万）

数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

4.2.2. 根植西部并向外延伸的品牌效应

公司在西部地区颇具影响力的项目包括：荣获 2009 年中国土木工程詹天佑奖住宅小区优秀规划奖的成都东郊红枫岭；2010 年全程设计完成的交大归谷国际住区为四川省首个通过国家科技部 3A 性能认定的设计作品，且被住建部科学技术委员会、中国房地产业协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专项设计荣获中国建筑学会 2011 年优秀建筑结构设计二等奖；2011 年全程设计完成的西藏自治区标志性建筑—

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

—西藏自然科学博物馆；2014 年使用 BIM 技术设计的成都中加瑞辰商住小区获得四川省第二届建筑信息模型（BIM）设计大赛二等奖、“岳麓欧城”项目获得 2013-2014 年度“广厦奖”；公司获得 2014 成都市勘察设计企业和施工图审查机构信用 3A 等级。

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。

4.2.3. 具备实践基础的领先环保意识

在业务实践中，公司一直有意识地推动绿色低碳建筑的研究及应用，比如，公司在设计西藏自然科学博物馆时，充分考虑了当地气候环境特点，运用太阳能光热采暖系统和太阳能光伏发电系统，提升了建筑的整体能源利用效率。此外，公司拟通过募集资金投资项目中的“建筑设计研发中心项目”下设的绿色建筑研究平台对相关课题进行专项研究，来提升公司的绿色建筑设计水平。

4.3. 未来成长驱动因素

4.3.1. 跨区域扩张

现阶段公司业务主要集中在西南及西北，未来将继续以西部为重心，进行全国战略布局，逐步覆盖全国主要市场。在现有组织架构的基础上，利用募集资金在西安、北京、上海、深圳等地建立分公司，以承接西北地区、环渤海湾地区、华东地区及华南地区的建筑设计业务，实现公司业务从西部走向全国市场的全面布局。

4.3.2. 专业领域扩充

公司当前业务以建筑设计为主，创意、医疗、绿色节能等创新业务尚未推进。公司将在稳步扩大住宅类设计业务的同时，通过募集资金重点发展城市综合体、公共建筑类项目的设计业务，并力求在景观、室内、规划设计方面实现较大发展，在创意、医疗、绿色节能等专业设计方面取得一定突破。

4.3.3. 战略并购

兼并收购是技术服务企业优化结构和加快发展的重要形式。通过并购，公司可以快速开拓市场，并获得相应资质，扩大业务领域；还可以充实人才队伍、丰富行业经验。国企改革背景下地方设计院积极改制，并购机会大量涌现，公司有望通过并购建筑、规划设计优质企业，实现公司规模扩张和业务升级。

4.4. 财务分析

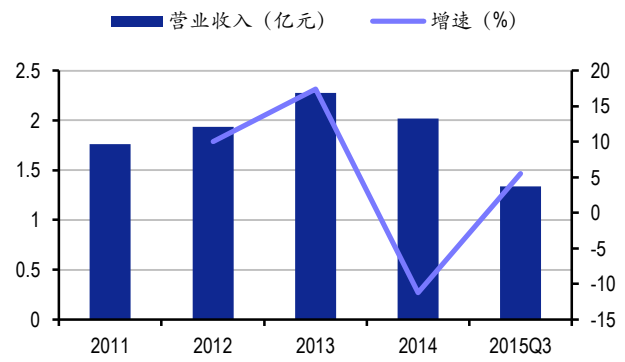
4.4.1. 收入、盈利受房地产行业影响较大

公司收入 2013 年较 2012 年稳步上升，同比增长 17.42%。2014 年收入较 2013 年下滑 11.26%，主要是由下游房地产行业不景气，导致房地产投资和新开工等指标双双回落，对公司建筑设计业务造成较大冲击。

公司净利润 2011-2015Q3 分别为 0.32/0.35/0.42/0.26/0.17 亿元，2014 年受房地产行业不景气影响，净利润同比下降 39.46%。

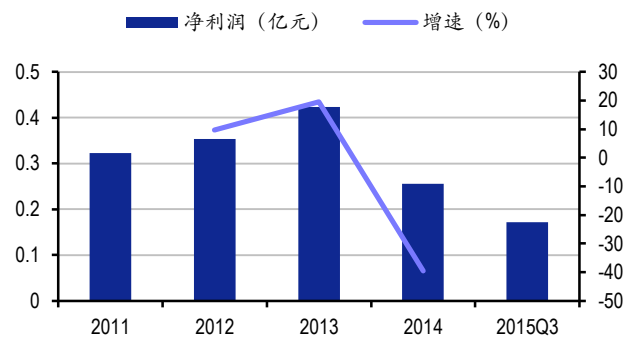
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 17：历年营业收入（亿元）及增长率



数据来源：Wind,安信证券研究中心

图 18：历年净利润（亿元）及增长率



数据来源：Wind,安信证券研究中心

4.4.2. 毛利率有所波动，费用率有所提升

公司住宅设计业务 2012-2014 年毛利率分别为 50.80%、49.99%、37.22%。2014 年毛利率有所下降主要系房地产市场波动较大，开发商观望情绪浓厚，推迟项目开发进度，导致公司在完成设计任务后，开发商推迟予以确认。公司根据会计收入确认政策，未予确认收入，但是相关成本已经发生，从而拉低了毛利率。

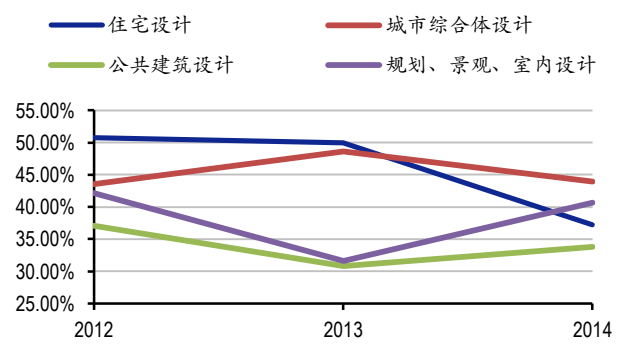
城市综合体设计业务毛利率变动不大，毛利率分别为 43.55%、48.66%、43.91%，保持在较高水平。公共建筑设计业务毛利率分别为 37.05%、30.84%、33.82%，业务总体毛利率低，是因为公共建筑设计的难度高、客户需求差异化较大、重复性较低。公司规划、景观、室内设计业务总量较小，其毛利率受单个项目和业务内部结构影响较大近三年该项业务的毛利率分别为 42.16%、31.59%、40.70%。

2012 -2015Q3 年，公司期间费用分别为 0.32/0.37/0.37/0.23 亿元，分别占同期营业收入的 16.30%/16.39%/18.33%/16.94%。

销售费用占营业收入的比重 2012 -2015Q3 分别为 3.11%/3.03%/3.08%/2.60%，2012 年销售费用增长较多系公司调整了内部管理架构，将原商务部扩展为市场运营中心，负责公司市场拓展、项目承揽及客户关系维护等工作，同时调入部分管理人员及招聘了部分专职人员。

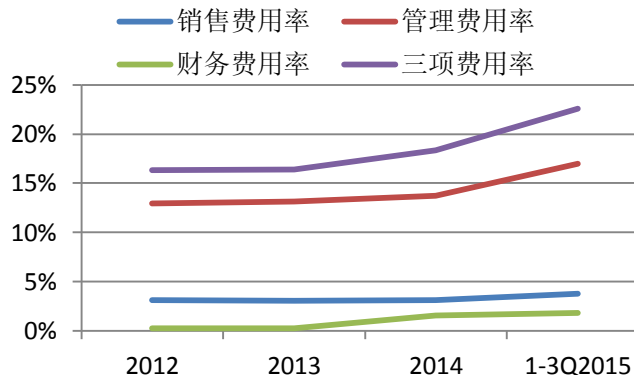
管理费用主要包括职工薪酬和办公费用，总体稳定。财务费用 2014 年上升，主要由于公司购置时代一号房产借款，使得利息支出增长较多。

图 19：分业务毛利率



数据来源：Wind,安信证券研究中心

图 20：公司三项费用分析



数据来源：Wind,安信证券研究中心

4.4.3. 现金流波动较大

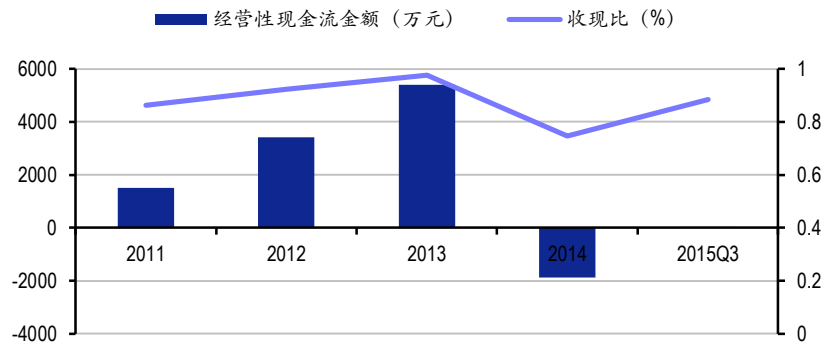
公司经营活动产生的现金流量净额波动较大，2011-2015Q3 分别为 1518.64/3420.4/5410.37/-1876.65/13.46 万元，2014 年公司经营活动产生的现金流量净额为负，主要是因为 2014 年公司回款情况较差，应收账款余额较上期末增加 6,153.74 万元，

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

而人工成本支出刚性发生。

2011-2015Q3 收现率分别为 86.22%/92.33%/ 97.57%/74.72%/88.42%，2014 年度收现率较低，主要由于一部分房地产开发商客户将因销售不畅导致资金持续紧张，公司无法及时收回货款。

图 21：公司现金流情况



数据来源：Wind,安信证券研究中心

4.4.4. 资产负债率偏高，应收账款周转率低

近三年公司资产负债率水平分别为 26.07%/39.84%/40.12%，高于可比企业中衡设计，2013 年资产负债率增长主要是因为购买经营所需房产，新增 10 年期借款 2,600.00 万元，流动资金借款 1,550.00 万元，而从负债结构看，公司负债大部分仍为流动负债。

流动性方面，公司的流动比率近年均大于 2，表明资产流动性较好，总体略高于中衡设计的同类指标；速动比率方面，公司相应指标大于 2，略优于同类公司。两个指标都小幅下降，是因为 2012 年及以前公司办公场所主要通过租赁方式获得，资产结构以流动资产为主，自身利润的积累及 2011 年的增资能够维持业务发展的资金需求，银行借款较小。2013 年公司因购买经营所需房产，新增了大额的长短期借款借款使得流动比率、速动比率同比下降，公司偿债能力有所下降。

公司应收账款周转率显著低于中衡设计，且呈下降趋势，主要原因是：（1）城市综合体和公共建筑合计收入逐年增加，此类项目开发和回款周期较长；（2）房地产宏观调控政策在短期内将影响开发商的项目开发周期和销售回款进度，从而使公司的回款速度放缓；（3）公司下游客户房地产开发商、政府等机构在付款审批层面环节增多，耗时增加，在一定程度上导致了公司应收账款周转率下降。

表 5：公司偿债能力与运营能力对比

	2012	2013	2014
资产负债率（%）			
中衡设计	31.78%	39.89%	21.01%
山鼎设计	26.07%	39.84%	40.12%
流动比率			
中衡设计	1.85	1.56	3.15
山鼎设计	3.42	2.23	2.12
速动比率			
中衡设计	1.85	1.56	3.15
山鼎设计	3.42	2.23	2.12
应收账款周转率			
中衡设计	6.16	3.53	4.12
山鼎设计	2.55	2.47	1.54

数据来源：Wind,安信证券研究中心

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

5. 募集资金投向

公司拟向社会公开发行不超过2,080万股股份，募集的资金将主要用于如下两个项目：区域业务拓展中心建设和总部建设项目。募投项目可以拓展公司业务，完善公司业务的全国布局，引进高端人才，进一步提升客户服务能力，并解决公司办公场所面积不足，为公司长远发展提供支持。

表6：募集资金投资项目

项目名称	总投资（万元）	拟投入募集资金（万元）
区域业务拓展中心建设	7,829.23	3757.95
总部建设项目	9,060.00	6979.05
合计	16,889.23	10737

数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

6. 风险因素

地产行业下行风险、应收账款风险。

7. 盈利预测

我们预计公司2015-2017年营业收入增速分别为13%/15%/15%，归属于股东的净利润增速分别为20.2%/15.1%/19.4%，对应2015/2016/2017年发行摊薄后EPS预测为0.37/0.43/0.51元。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

财务报表预测和估值数据汇总(2015 年 12 月 04 日)

利润表

（百万元）	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	**227.4**	**201.8**	**228.1**	**262.3**	**301.6**
减:营业成本	129.3	123.2	139.1	160.0	184.0
营业税费	4.4	1.4	1.5	1.8	2.1
销售费用	6.9	6.2	6.9	8.2	9.5
管理费用	29.8	27.7	29.6	35.9	41.6
财务费用	0.5	3.1	0.6	-0.7	-0.8
资产减值损失	3.3	10.1	14.0	14.0	14.0
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-
营业利润	**53.2**	**30.1**	**36.3**	**43.1**	**51.2**
加:营业外净收支	-0.3	0.7	0.9	0.4	0.6
利润总额	**52.9**	**30.8**	**37.1**	**43.5**	**51.8**
减:所得税	9.3	5.1	6.0	7.5	9.1
净利润	**42.3**	**25.6**	**30.8**	**35.4**	**42.3**

财务指标

（百万元）	2013	2014	2015E	2016E	2017E
成长性					
营业收入增长率	17.4%	-11.3%	13.0%	15.0%	15.0%
营业利润增长率	25.3%	-43.4%	20.5%	18.7%	18.9%
净利润增长率	19.6%	-39.5%	20.2%	15.1%	19.4%
EBITDA 增长率	22.0%	-33.4%	12.7%	15.1%	16.8%
EBIT 增长率	25.2%	-38.2%	11.3%	14.6%	19.0%
NOPLAT 增长率	22.9%	-37.5%	12.0%	13.0%	18.6%
投资资本增长率	76.4%	44.3%	8.4%	22.9%	11.2%
净资产增长率	26.6%	6.8%	88.1%	12.1%	12.8%
利润率					
毛利率	43.1%	39.0%	39.0%	39.0%	39.0%
营业利润率	23.4%	14.9%	15.9%	16.4%	17.0%
净利润率	18.6%	12.7%	13.5%	13.5%	14.0%
EBITDA/营业收入	25.4%	19.1%	19.0%	19.0%	19.3%
EBIT/营业收入	23.6%	16.4%	16.2%	16.1%	16.7%
运营效率					
固定资产周转天数	59	111	97	86	79
流动营业资本周转天数	64	106	140	154	164
流动资产周转天数	252	320	372	425	422
应收帐款周转天数	136	210	230	235	240
存货周转天数					
总资产周转天数	323	459	494	526	511
投资资本周转天数	125	220	239	241	244
投资回报率					
ROE	29.1%	16.5%	10.5%	10.8%	11.4%
ROA	17.5%	9.7%	8.7%	8.8%	9.5%
ROIC	77.5%	27.5%	21.3%	22.2%	21.4%
费用率					
销售费用率	3.0%	3.1%	3.0%	3.1%	3.2%
管理费用率	13.1%	13.7%	13.0%	13.7%	13.8%
财务费用率	0.2%	1.5%	0.3%	-0.3%	-0.3%
三费/营业收入	16.4%	18.3%	16.3%	16.5%	16.7%
偿债能力					
资产负债率	40.5%	40.6%	17.3%	18.1%	16.3%
负债权益比	68.0%	68.2%	20.9%	22.2%	19.5%
流动比率	2.23	2.12	4.61	4.53	5.12
速动比率	2.23	2.12	4.61	4.53	5.12
利息保障倍数	100.13	10.83	58.56	-56.96	-61.80
分红指标					
DPS(元)	-	-	-	-	-
分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股息收益率					

资产负债表

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	77.3	38.0	130.7	133.9	156.4
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	92.5	143.2	148.2	194.2	208.0
应收票据	-	1.0	0.1	1.2	0.3
预付帐款	3.5	3.1	6.9	4.7	8.6
存货	-	-	-	-	-
其他流动资产	0.1	-	-	0.1	-
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	-	-	-	-
投资性房地产	2.2	2.1	2.1	2.1	2.1
固定资产	62.9	61.2	61.6	64.4	68.5
在建工程	-	-	-	-	-
无形资产	1.5	1.9	1.2	0.8	0.8
其他非流动资产	8.6	15.3	8.6	5.9	4.4
资产总额	**248.5**	**265.9**	**359.5**	**407.1**	**449.1**
短期债务	15.5	20.0	-	-	-
应付帐款	8.4	12.7	11.1	16.3	15.2
应付票据	-	-	-	-	-
其他流动负债	53.7	54.9	50.9	57.4	57.7
长期借款	22.7	20.1	-	-	-
其他非流动负债	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2
负债总额	**100.6**	**107.9**	**62.2**	**73.8**	**73.1**
少数股东权益	**2.7**	**2.7**	**3.1**	**3.6**	**4.0**
股本	62.4	62.4	83.2	83.2	83.2
留存收益	82.9	92.9	211.0	246.5	288.8
股东权益	**148.0**	**158.0**	**297.3**	**333.3**	**376.0**

现金流量表

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	43.6	25.7	30.8	35.4	42.3
加:折旧和摊销	6.1	8.3	6.4	7.6	7.9
资产减值准备	3.3	10.1	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	1.0	3.4	0.6	-0.7	-0.8
投资损失	-	-	-	-	-
少数股东损益	1.3	0.1	0.4	0.5	0.4
营运资金的变动	11.1	-76.5	-1.5	-32.1	-16.7
经营活动产生现金流量	**54.1**	**-18.8**	**36.8**	**10.7**	**33.1**
投资活动产生现金流量	**-65.8**	**-8.4**	**-6.0**	**-10.0**	**-12.0**
融资活动产生现金流量	**9.5**	**7.9**	**61.9**	**2.5**	**1.4**

业绩和估值指标

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
EPS(元)	0.68	0.41	0.37	0.43	0.51
BVPS(元)	2.33	2.49	3.54	3.96	4.47
PE(X)	-	-	-	-	-
PB(X)	-	-	-	-	-
P/FCF	-	-	-	-	-
P/S	-	-	-	-	-
EV/EBITDA	-	-	-	-	-
CAGR(%)	-6.2%	18.5%	-4.3%	-6.2%	18.5%
PEG	-	-	-	-	-
ROIC/WACC	18.5	6.5	5.1	5.3	5.1
REP	-	-	-	-	-

资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■ 公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

杨涛、夏天分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	孟硕丰	021-68766287	mengsf@essence.com.cn
	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-68762965	xumin@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	张青		zhangqing2@essence.com.cn
	邓欣		dengxin@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地　址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮　编： 518026

上海市

地　址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮　编： 200123

北京市

地　址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮　编： 100034

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。