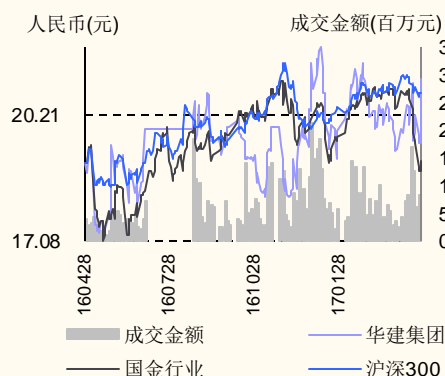


市场价格(人民币): 21.13元
 目标价格(人民币): 24.50-25.30元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	348.00
总市值(百万元)	7,586.94
年内股价最高最低(元)	21.89/17.20
沪深300指数	3446.72
上证指数	3152.19



国改不会缺席，设计龙头变革期临近

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.408	0.672	0.783	1.002	1.266
每股净资产(元)	12.54	17.08	26.47	33.73	42.94
每股经营性现金流(元)	2.82	2.24	17.40	12.04	16.32
市盈率(倍)	60.58	31.06	26.99	21.08	16.69
行业优化市盈率(倍)	52.84	52.84	52.84	52.84	52.84
净利润增长率(%)	3231.19%	64.61%	40.16%	28.03%	26.31%
净资产收益率(%)	19.87%	24.03%	21.73%	21.83%	21.66%
总股本(百万股)	359.06	359.06	432.21	432.21	432.21

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **国内排名第一设计院，公司业绩高增盈利能力改善空间大：**1) 公司为国内排名第一设计院，在超高层及大跨空间结构建筑等复杂结构设计领域具有绝对领先地位，参与了国内90%的已建及在建超高层建筑设计工作；2) 2016年新签合同总额65.36亿元(+4.67%)，相对16年收入比1.44倍；3) 公司16年归母净利润2.41亿元(+64.6%)，2017年Q1归母净利润0.48亿元(+84.19%)，业绩增长明显提速；公司净利率低于同业，管理费用较高，盈利能力改善空间大。
- **重组并购催生新格局，城镇化加快房地产投资回暖助推行业上行：**1) 设计行业已迈入成熟阶段，市场竞争加剧并购重组成为市场新趋势，有望催生出以国有大型企业主导的寡头新格局；2) 城镇化进程不断加快为建筑设计行业打下坚实市场基础，公共建筑需求上升再添新增量，2017Q1房地产投资增速9.1%较上年显著提高，助推行业打开上行通道；3) 公司已先后进行对Wilson、武汉正华和江西招标咨询等企业全资或部分股权的收购，完善海内外布局；2016年工程设计收入仅30.74亿元，行业占比不到1%，提升空间巨大。
- **国改驶入快车道，连续定增完成改善公司现金流情况：**1) 上海国改动作频繁，2017年4月18日，上海国资委召开区国资监管工作例会明确三点：一是国有资本要向关键性领域集中；二是打造一批有实力的企业集团；三是继续推进区属国有资产的资本化和证券化；2) 公司两大股东皆为国有企业，上海国资委合计持股71.35%，实质推进国改预期强烈，目前公司管理层和核心人员无股权，国改将显著提高管理效率，激发公司活力；3) 公司于2017年3月2日和16日，分别向上海现代建筑设计集团发行5933万股和非公开发行方式发行1381万股，其中非公开发行募集资金2.8亿，改善公司现金流情况。

投资建议

- 我们看好公司进入国改快车道，受益于城镇化加速与房地产投资回暖，预计公司业绩大幅增长，2017-2018年EPS分别为0.78、1.00元。

估值

- 我们给予公司未来6-12个月25.3元目标价位，对应17年PE估值32倍，上升空间尚有20%。

黄俊伟 联系人
 (8621)60230241
 huangjunwei@gjzq.com.cn

贺国文 分析师 SAC 执业编号: S1130512040001
 (8621)60230235
 hegw@gjzq.com.cn

风险

- 项目管理风险、国改不及预期风险等。

内容目录

一. 盈利预测与估值.....	5
1. 盈利预测.....	5
2. 采用 PE 估值法, 给予目标价 25.3 元.....	5
二. 背靠上海国资委, 技术优势助力全国化与国际化并进.....	5
1. 国内排名第一设计院, 业务涵盖设计/监利/咨询/总承包.....	5
2. 技术优势叠加品牌效应, 全国化与国际化并进.....	7
三. 业绩大幅增长, 效率有较大提升空间.....	9
1. 业绩大幅增长, 回款能力突出.....	9
2. 净利率偏低因管理费用过高, 效率提升空间巨大.....	10
四. 重组并购催生新格局, 城镇化继续市场仍大.....	10
1. 行业集中度低, 重新洗牌建立新格局.....	10
2. 城镇化还有空间行业仍在上行通道.....	11
五. 国改驶入快车道, 连续定增完成料改善公司现金流情况.....	11
1. 上海国改动作频繁, 公司国改预期强有望显著提高效率.....	12
2. 连续定增完成, 改善公司现金流情况.....	12
六. 风险提示.....	12

图表目录

图表 1: 公司盈利预测表.....	5
图表 2: 公司 PE 估值结果.....	5
图表 3: 公司旗子子公司共 25 家, 业务涵盖范围广泛.....	6
图表 4: 公司旗下两大股东为国有企业.....	6
图表 5: 公司各业务建设内容.....	7
图表 6: 工程设计占比达 68%.....	7
图表 7: 公司人才技术优势突出.....	8
图表 8: 华建集团参与设计建设多个国内地标式超高层建筑.....	8
图表 9: 2016 年收入省外占比 36%, 海外占比 8%.....	9
图表 10: Wilson 业务布局世界各地高端领域.....	9
图表 11: 2016 年营收增速反弹上升.....	9
图表 12: 2016 年归母净利润大幅增长 64.6%.....	9
图表 13: 公司 2016 年新签重大订单以设计类项目为主.....	9
图表 14: 2016 年公司应收账款占比显著低于同行业公司.....	10
图表 15: 2016 年公司净利率明显低于同业.....	10
图表 16: 2016 年公司管理费用率远远高于同业.....	10
图表 17: 大型建筑设计企业频繁开展并购将催生新格局.....	11
图表 18: 我国城镇化率线性稳定攀升.....	11
图表 19: 房地产开发增速回头.....	11

图表 20: 上海国企改革最新动向.....12

图表 21: 已进行国改的上海企业改革方案.....12

一. 盈利预测与估值

1. 盈利预测

- 公司国改进入快车道，受益于城镇化加速与房地产投资回暖。我们预计 2017-2019 年营业收入分别为 61.6/74.0/88.8 亿元。公司目前管理费用明显高于同业，考虑到未来效率改善空间大，预计 2017-2019 年综合毛利率分别为 28.7%/29.9%/30.7%。由此我们预计公司 2017-2019 年净利润分别为 3.4/4.3/5.5 亿元。

图表 1：公司盈利预测表

	2017E	2018E	2019E	
营业收入（亿元）	61.62	73.98	88.75	考虑公司通过外延并购市场份额提高，且城镇化增加建筑设计市场需求
同比	35.4%	20.1%	20.0%	
毛利率	28.7%	29.9%	30.7%	公司毛利率较同行业偏低，未来预期毛利率提升
营业税金占比	0.60%	0.60%	0.60%	参考历史数据
营业费用占比	1.10%	1.10%	1.10%	参考历史数据
管理费用占比	18.90%	18.40%	18.40%	公司管理费用较同行业偏高，考虑国改带来管理效率提高
归母净利润（亿元）	3.38	4.33	5.47	
同比	40.16%	28.03%	26.31%	
EPS（元/股）	0.78	1.00	1.27	

来源：wind、国金证券研究所

2. 采用 PE 估值法，给予目标价 25.3 元

- 公司属于建筑设计类公司，我们选取苏交科、中设集团和中衡设计作为可比公司，采用 PE 估值法进行估值。所属行业公司 2017 年平均 PE 为 26.4 倍。考虑公司通过外延并购提升业绩以及国改提高公司效率，我们给予公司一定估值溢价，根据 PE 估值法给予公司合理价值 25.3 元，对应 17/18 年 PE 估值水平 32/25 倍，以当前股价 21.1 元计，公司股价有 20% 的上升空间。

图表 2：公司 PE 估值结果

公司	总市值（亿）	EPS			PE		
		2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
苏交科	114.15	0.89	1.12	1.39	22.8	18.1	14.7
中设集团	71.14	1.39	1.80	2.22	24.8	19.1	15.8
中衡设计	53.26	0.60	0.73	0.96	31.5	25.9	21.0
	均值				26.4	21.0	17.2
华建集团	84.28	0.78	1.00	1.27	32.4	25.3	19.9

来源：wind、国金证券研究所

二. 背靠上海国资委，技术优势助力全国化与国际化并进

1. 国内排名第一设计院，业务涵盖设计/监利/咨询/总承包

- 公司为国内排名第一设计院，于 2014 年 11 月借壳棱光实业，2015 年 10 月集团成功上市。公司以工程设计咨询为核心，以先瞻科技为依托的技术服务型企业，为城镇建设提供高品质综合解决方案的集成服务供应商。
- 公司旗子子公司共 25 家，业务涵盖建筑设计、工程监理/咨询、工程总承包等，其中美国威尔逊公司在达拉斯、纽约、洛杉矶等全球 8 个城市设有办公室。集团作品遍及全国各省市及 20 多个国家和地区，累计完成上万吨工程设计及咨询工作，建成大量地标性项目，获得知识产权 410 余项，已连续十多年被列入“全球工程设计公司 150 强”企业。

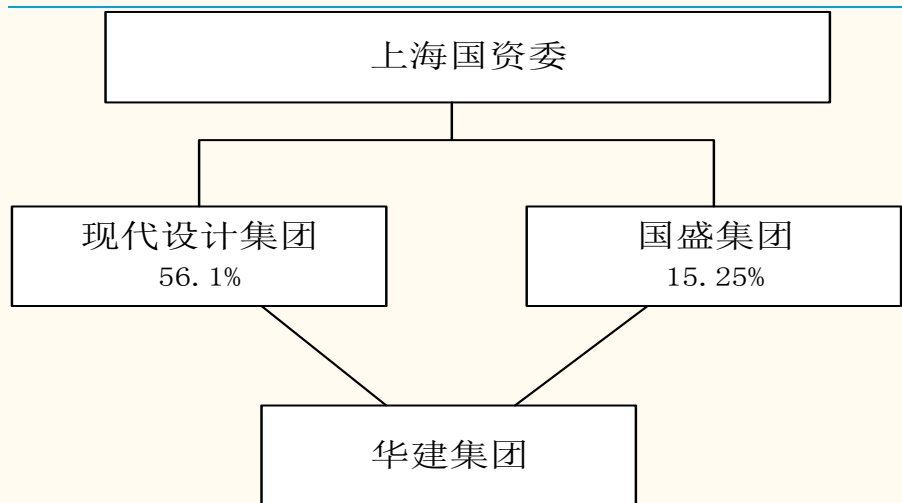
图表 3: 公司旗子子公司共 25 家, 业务涵盖范围广泛

序号	被参控公司	主要经营地	持股比例	业务性质
1	上海现代境源环艺设计工程有限公司	上海	40%	建筑设计
2	上海现代中都建筑监理咨询有限公司	上海	100%	工程监理
3	上海市水利工程设计研究院有限公司	上海	100%	水利工程及设计
4	上海民港国际建筑设计有限公司	上海	50%	建筑设计
5	Wilson Shanghai Company Limited	上海	100%	建筑设计
6	上海申元工程投资咨询有限公司	上海	51%	工程咨询及勘察
7	上海申元岩土工程有限公司	上海	100%	岩土工程勘测及设计
8	上海现咨建设工程审图有限公司	上海	100%	建筑审图
9	上海华瀛建筑科技有限公司	上海	100%	建筑设计
10	上海艺卡迪投资发展有限公司	上海	100%	实业投资
11	上海韵筑投资有限公司	上海	100%	投资管理
12	上海鑫圆建设咨询监理有限公司	上海	51%	工程监理
13	上海筑京现代建筑技术信息咨询有限公司	上海	100%	建筑咨询
14	上海现代建筑装饰环境设计研究院有限公司	上海	51%	建筑装饰,景观设计及工程
15	上海建筑设计研究院有限公司	上海	100%	建筑设计
16	上海现代建筑设计集团工程建设咨询有限公司	上海	100%	建筑设计,咨询和工程总承包
17	上海现代华盖建筑设计有限公司	上海	100%	建筑设计
18	华东建筑设计研究院河南有限公司	郑州	100%	建筑设计
19	上海现代建筑设计集团云南有限公司	昆明	100%	建筑设计
20	Wilson Asia Interior Architectura Design Company Limited	澳门	100%	建筑设计
21	上海现代建筑设计集团(国际)有限公司	香港	100%	建筑设计
22	Wilson Associates Interior Architectural Design Private Limited	印度	100%	建筑设计
23	Wilson Purchasing, LLC	美国	100%	装修材料采购
24	Lineage Wa, Inc.	美国	100%	投资管理
25	Wilson & Associates, LLC	美国	100%	建筑设计

来源: 公司公告、国金证券研究所

- 公司两大股东现代设计集团、国盛集团共持有公司 71.35% 股权, 皆为上海国资委所旗下的国有企业。

图表 4: 公司旗下两大股东为国有企业



来源: wind、国金证券研究所

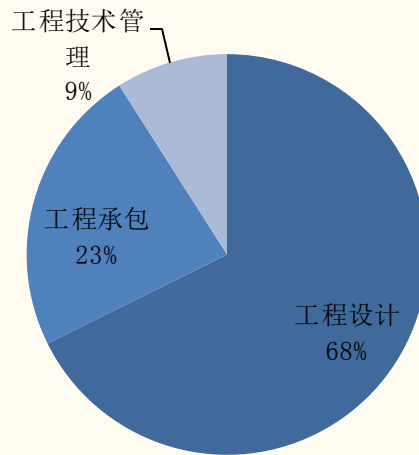
- 公司业务涵盖工程设计、工程承包、工程技术管理服务，营收占比分别为68%/23%/9%；公司近年来积极探索 BIM 技术的实践运用，上海市胸科医院、淀东水利枢纽泵闸改扩建工程入选上海市首批 BIM 技术应用设计试点项目。

图表 5：公司各业务建设内容

业务范围	各业务建设内容
工程设计	建筑工程设计
	城市规划编制
	市政公用设计
	水利工程设计
	专项设计
工程承包	文物保护工程勘察设计
	工程总承包
	专项承包
	其他承包
	工程咨询
工程技术管理服务	工程监理
	工程造价咨询
	招标代理
	项目管理
	BIM 咨询

来源：公司官网、国金证券研究所

图表 6：工程设计占比达 68%



来源：wind、国金证券研究所

2. 技术优势叠加品牌效应，全国化与国际化并进

- 公司已经形成“员工层次结构合理，专业分布有效优化”的近 6,000 人的稳定人才队伍，拥有高级以上技术职称的达到 1300 多人，具备各专业执业注册资格的有 1700 余人次，设计了大量具有影响力的项目。
- 公司除了优异的综合建筑设计能力以外，在各类建筑细分领域，如民用文化建筑、医疗建筑、历史建筑保护、绿色建筑、体育建筑、科研建筑等，公司都具备成熟的技术基础和大量标志性案例。特别是在超高层及大跨空间结构建筑等复杂结构设计领域，在行业内处于绝对领先地位，公司参与了国内 90% 以上的已建及在建超高层建筑设计工作。

图表 7：公司人才技术优势突出

专家级别	人数
中国工程院院士	2
全国勘察设计大师	8
上海市企业领军人才	8
现享受国务院颁发的特殊津贴专家	41
高级及正高级以上的技术人才	1387

来源：公司年报、国金证券研究所

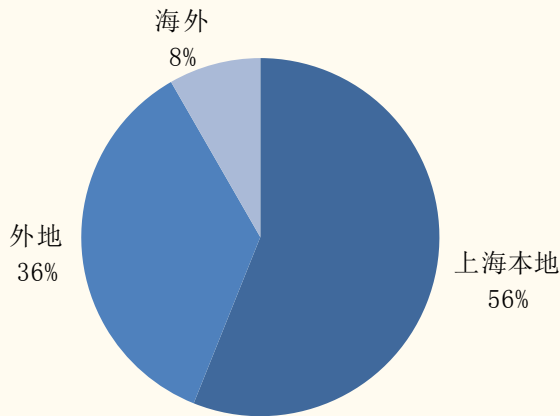
图表 8：华建集团参与设计建设多个国内地标式超高层建筑

项目名称	简介
天津周大福金融中心	建成后将成为滨海新区第一高度
重庆保利国际广场	重庆乃至整个中国西部已建成的最高建筑
重庆塔	建筑高度 431 米，海拔高度 680 米的超级摩天项目
紫峰大厦	南京主城区的中心点及城市的制高点
东方明珠广播电视塔	中国标志性建筑之一
武汉中心	建成后将成为华中第一高楼
天津环球金融中心	2011 年世界十佳摩天大楼
金茂大厦	1999 年中国大陆最高的大楼
常州现代传媒中心	全球摩天大楼排名第 35 位
高银金融 117 大厦	混凝土泵送达高度超越哈利法塔混凝土高度
济南绿地中心	济南都市第一高楼
上海环球金融中心	中国第 3 高楼（截至 2014 年）

来源：公司官网、国金证券研究所

- 公司大力推进“全国化战略”，依托自身优势资源积极推进全国业务的市场布局，在北京、天津、重庆、武汉、西安、厦门、苏州等地设有数十家内地机构，实现了区域性资源的整合与集成。公司完成华中区域中心布点，成功收购控股武汉正华建筑设计有限公司，正积极筹划华北、西南区域中心建设。
- 公司同时制定了明确的海外市场开发战略，通过设立境外分公司和海外兼并收购等多种经营模式并举，实现向国际化模式运营的逐渐转变。除了在香港、美国等地设立分支机构，2014 年完成了对世界排名前五的美国室内设计公司 Wilson 的全资收购，填补了公司在酒店等高端室内设计领域的业务空白，向价值链高端和产业链前端延伸。以 Wilson 为基础快速打开欧美市场的窗口，公司进一步开拓海外市场，签约外经合同 10 余项，已经获得土库曼斯坦格普恰克火车站设计项目和巴拿马龙城二期项目等订单，公司成为上海唯一一家入围商务部民用建筑援外项目管理短名单企业。

图表 9: 2016 年收入省外占比 36%，海外占比 8%



来源: wind、国金证券研究所

图表 10: Wilson 业务布局世界各地高端领域



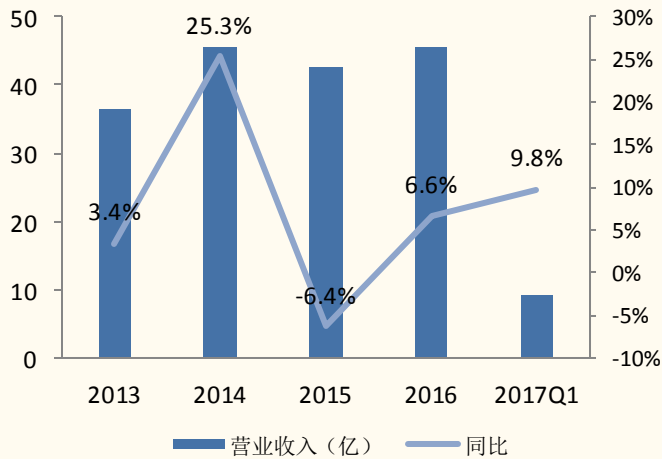
来源: 公司官网、国金证券研究所

三. 业绩大幅增长，效率有较大提升空间

1. 业绩大幅增长，回款能力突出

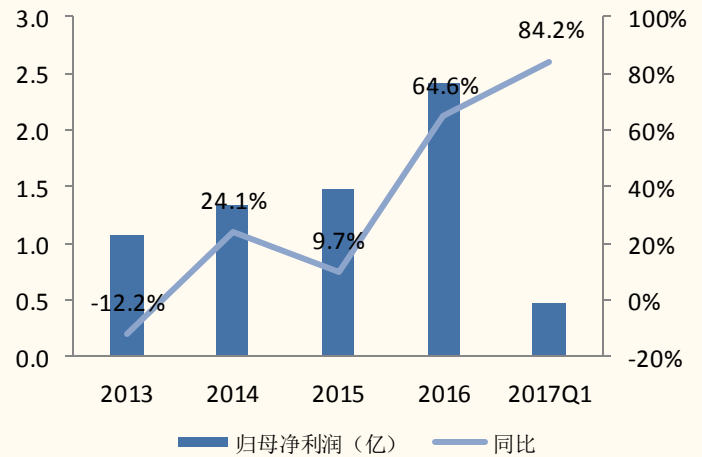
- 截止 2016 年年底，公司实现营业收入 45.5 亿元 (+6.63%)，归母净利润 2.4 亿元 (+64.61%)；2017 年 Q1 实现营业收入 9.2 亿元 (+9.79%)，归母净利润 0.48 亿元 (+84.19%)，业绩增长明显提速。2016 年公司新签合同总额 65.36 亿元 (+4.67%)，订单收入比 1.44 倍。其中，设计核心主业新签合同额 29.23 亿元，工程承包类合同额 22.93 亿元，新签千万以上设计咨询类合同 77 项，新签订单保持稳定增长。公司 2016 年公告重大订单 5 单，地区分布上海/新疆/陕西/广东等。

图表 11: 2016 年营收增速反弹上升



来源: 公司年报、国金证券研究所

图表 12: 2016 年归母净利润大幅增长 64.6%



来源: 公司年报、国金证券研究所

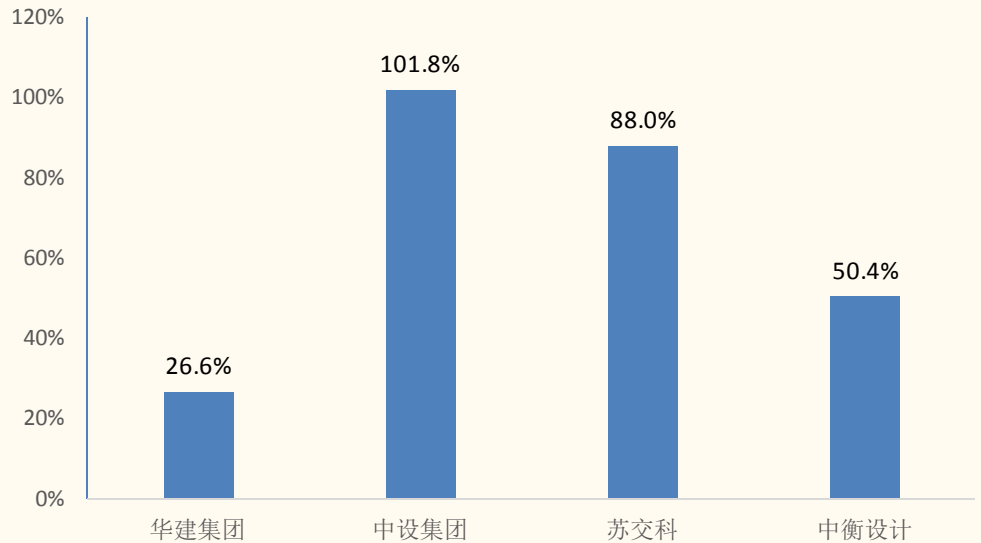
图表 13: 公司 2016 年新签重大订单以设计类项目为主

公告时间	项目名称	金额(亿)	工期	项目类型	地区
2016/12/21	乌鲁木齐国际机场北区航站区工程			设计	新疆
2016/8/25	横沙东滩围垦(八期)工程	0.54	1636 天	设计	上海
2016/6/13	提篮桥街道 HK324-01 地块综合开发项目	0.51	3 年	地块综合开发	上海
2016/5/26	韩城市·新城办盘乐村棚户区改造设计项目	0.53	6 年	设计	陕西
2016/2/18	江湾社区 A01B-04 地块新建医疗用房项目勘察、设计、施工一体化工程总承包合同	10.34	33 月	设计施工总承包	广东

来源: wind、国金证券研究所

- 2016 年公司应收账款占营收的 26.6%；同行业其他公司中，中设集团/苏交科/中衡设计的应收账款占比分别高达 101.8%/88.0%/50.4%，国有建筑设计企业龙头地位加上品牌效应使得公司回款能力非常突出。

图表 14：2016 年公司应收账款占比显著低于同行业公司

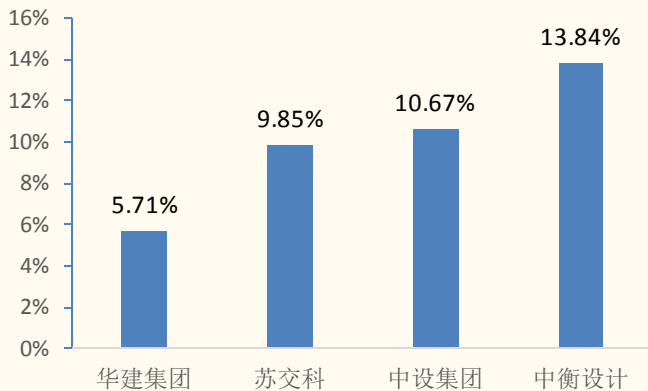


来源：wind、国金证券研究所

2. 净利率偏低因管理费用过高，效率提升空间巨大

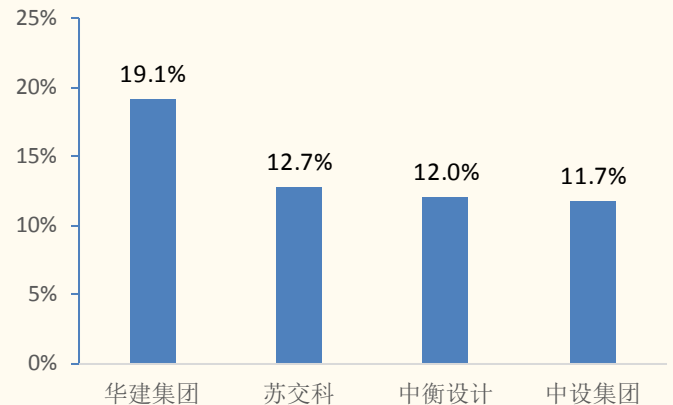
- 公司毛利率和净利率明显低于同行业其他公司。公司毛利率近两年稳定在 26%-28%，低于同行业平均水平。2016 年公司净利率仅为 5.71%，中衡设计/中设集团/苏交科的净利率分别为 13.84%/10.67%/9.85%，公司净利率明显偏低。2016 年公司管理费用率为 19.1%，苏交科/中衡设计/中设集团的管理费用率分别为 12.7%/12.0%/11.7%，管理效率改善空间较大。

图表 15：2016 年公司净利率明显低于同业



来源：wind、国金证券研究所

图表 16：2016 年公司管理费用率远远高于同业



来源：wind、国金证券研究所

四. 重组并购催生新格局，城镇化继续市场仍大

1. 行业集中度低，重新洗牌建立新格局

- 截止 2014 年底，建筑设计企业已达到 4629 家。根据住建部数据显示，2015 年工程设计企业共有 14982 个，工程设计完成合同额共计 3058.4 亿元，同比减少 14.0%，工程设计收入 3365.3 亿元，工程勘察设计企业全年利润总额 1623.9 亿元，行业集中度极低。公司 2016 年工程设计收入 30.74 亿元，行业占比不到 1%，提升空间巨大。

- 我国工程咨询行业总体发展已迈入成熟期阶段，建筑设计行业产能严重过剩，面临新的调整和洗牌，市场竞争进一步加剧，并购重组及登陆资本市场成为市场新趋势。国有大型设计企业项目经验丰富，技术实力雄厚，在大型公共建筑设计、工业建筑设计方面具有显著优势。华建集团于 2014 年一季度完成对酒店餐饮室内设计世界排名第 3 的美国室内设计公司 Wilson 的全资收购，向境外市场拓展且向价值链高端和产业链前端延伸。2016 年 12 月完成收购武汉正华 51% 股权，借助其在湖北省较高的市场地位和丰富的客户资源组建华中区域中心。2017 年 3 月正在进行对招标咨询 34% 股权的收购，借助其江西省招标咨询行业龙头优势开拓华南市场，进一步完善全国化布局。随着行业集中度的提升，行业生命周期有望催生出以国有大型企业主导的寡头新格局。

图表 17：大型建筑设计企业频繁开展并购将催生新格局

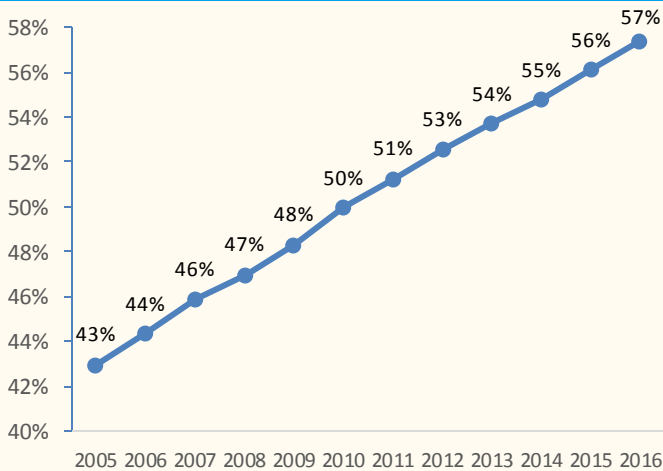
公司名称	被并购标的
华建集团	招标咨询 34% 股权、武汉正华 51% 股权、新江湾城投资 4% 股权、华东设计院 100% 股权、Wilson 100% 股权
苏交科	中山水利 70% 股权、EPTISA 90% 股权、America 100% 股权、英诺伟霆、中铁瑞威 85% 股权、厦门市市政院 84% 股权、淮交院 100% 股权
中设集团	扬州设计院 75% 股权、宁夏公路勘察设计院 99% 股权
中衡设计	浙江咨询 65% 股权、卢浮印象 15% 股权、卓创国际 100% 股权、苏州华造 65% 股权、点石市政 55% 股权

来源：公司公告、国金证券研究所

2. 城镇化还有空间行业仍在上行通道

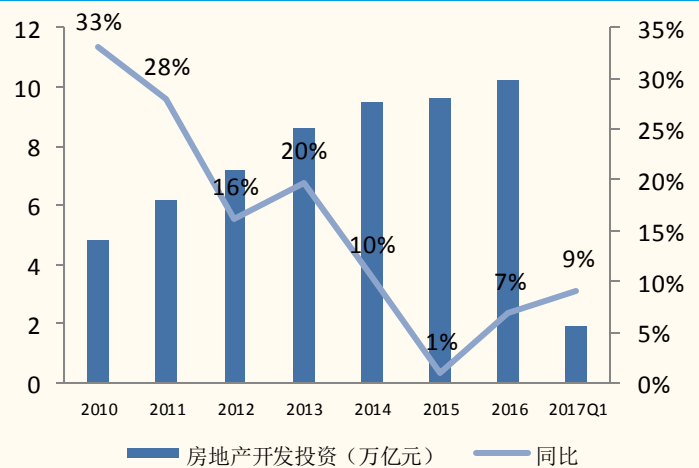
- 我国城镇化率从 2006 年 44% 提升至 2016 年 56%，城镇人口数量从 5.8 亿增长至 7.7 亿。根据发达国家的城镇化历史数据显示，我国城镇化率正处于加速上升阶段，未来仍有较长时间的持续上升，建筑设计行业仍将有广阔的增长空间。
- 2014-2016 年我国房地产开发投资完成额分别为 9.5/9.6/10.3 万亿元，增速分别为 10.5%/1.0%/6.9%；2017 年一季度，全国房地产开发投资 19292 亿元，同比增长 9.1%，增速较 2016 年全年提高 2.2 个 pct，创 2015 年 3 月以来新高。

图表 18：我国城镇化率线性稳定攀升



来源：wind、国金证券研究所

图表 19：房地产开发增速回头



来源：wind、国金证券研究所

- 随着我国城镇居民数量逐年增加，以教育机构、文化中心、体育场馆、卫生设施等为代表的公共建筑需求日益增多。公共领域固定资产投资规模 2006-2015 年年均复合增长率超过 15%，这些投资中很大部分用于建设相关的公共建筑，从而形成了巨大的公共建筑设计市场，低碳环保产业、绿色建筑将获得巨大发展空间。此外，海绵城市、特色小镇等将成为新的投资亮点。

五. 国改驶入快车道，连续定增完成料改善公司现金流情况

1. 上海国改动作频繁，公司国改预期强有望显著提高效率

- 2017 年上海国改动作频繁，4 月 18 日，上海国资委召开区国资监管工作例会明确三点：一是国有资本要向关键性领域集中；二是打造一批有实力的企业集团；三是继续推进区属国有资产的资本化和证券化。上海国企改革整体进程走在全国前列，具有明显示范效应，也是目前国企改革条件较为成熟的地区。
- 参照已经开展国有企业改革的上海企业上海建工、上港集团和上汽集团，公司有望实行股权激励以及混合所有制改革等措施。公司股权集中，旗下两大股东现代设计集团/国盛集团分别持有 56.1%/15.25% 股权，上海国资委合计持有 71.35% 股权，实质推进的预期较强。目前公司净利率显著偏低，管理费用显著偏高，公司管理层和核心人员无股权，未来股权激励等改革措施都将提高管理效率，激发公司活力。

图表 20：上海国企改革最新动向

时间	事件	相关内容	与上市公司关系
2017 年 1 月 8 日	出台《关于本市地方国有控股混合所有制企业职工持股首批试点工作实施方案》	方案指出将选出 5-10 家首批试点企业展开员工持股试点。	公司股份划转至国资流动平台，有望配合该方案。
2017 年 4 月 18 日	上海国资委召开区国资监管工作例会	明确三点：一是国有资本要向关键性领域集中；二是打造一批有实力的企业集团；三是继续推进区属国有资产的资本化和证券化。	公司深耕基建，细分行业实力突出，与三大导向关系密切。

来源：国资委、国金证券研究所

图表 21：已进行国改的上海企业改革方案

公司名称	改革方式	具体内容
上海建工	员工持股计划	不超过 4,826 名员工，不超过 13.2 亿份，认购价格 1 元/股，总计不超过 13.24 亿元，发行价 3.59 元/股
上港集团	员工持股计划	员工总人数达 1.6 万名，不超过 4.2 亿份，总计不超过 18.2 亿元，发行价 4.33 元/股
上汽集团	股权激励、员工持股计划	高管及核心员工共 2321 人认购 11.67 亿，募集资金不超过 150 亿，调整后价格 14.2 元/股

来源：wind、国金证券研究所

2. 连续定增完成，改善公司现金流情况

- 2017 年 3 月 2 日，公司向上海现代建筑设计集团发行 5933 万股用于购买办公楼等资产，每股发行价格 16.36 元；公司作为建筑设计公司，净资产较少，资产负债率较高，定增完成后有利于拓展业务改善海内外布局。2017 年 3 月 16 日，公司又采用非公开发行方式发行 1381 万股，每股发行价格为 20.27 元，募集资金不超过 2.8 亿，将改善公司现金流情况。

六. 风险提示

- 项目管理风险：公司提供的服务包括项目立项前的咨询、概念设计、方案设计、初步设计、施工图设计以及施工配合等诸多环节，涉及与客户、政府部门、施工单位、监理单位以及公司内部各设计专业团队之间的协调。信息的传递、进度款的收付、技术交底、成本与质量控制等因素都可能影响项目的进展及收益状况，项目本身具有的复杂性，仍可能存在因管理不善而导致项目进展不顺利或项目不能达到预期收益的风险。
- 国改不及预期风险：国改目前虽然上层进程加快，但是政策传导环节多，政策细节的制定与落实需要较长的时间。同时公司在上海属于大型国有设计企业，同类型企业国改经验不足，具体方案的制定与实施都需要较长的假设、论证、试验、决定的过程，国改方案对公司盈利能力以及管理运营能力的提升需要一定的时间。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	485	4,268	4,551	6,162	7,398	8,875
增长率		780.0%	6.6%	35.4%	20.1%	20.0%
主营业务成本	-369	-3,041	-3,328	-4,393	-5,188	-6,152
%销售收入	76.0%	71.3%	73.1%	71.3%	70.1%	69.3%
毛利	116	1,226	1,223	1,769	2,210	2,724
%销售收入	24.0%	28.7%	26.9%	28.7%	29.9%	30.7%
营业税金及附加	-2	-45	-25	-37	-41	-49
%销售收入	0.3%	1.1%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	-30	-44	-47	-68	-81	-98
%销售收入	6.2%	1.0%	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%
管理费用	-115	-867	-868	-1,165	-1,361	-1,633
%销售收入	23.7%	20.3%	19.1%	18.9%	18.4%	18.4%
息税前利润 (EBIT)	-30	270	282	500	727	944
%销售收入	n.a	6.3%	6.2%	8.1%	9.8%	10.6%
财务费用	-8	-10	5	-52	-172	-245
%销售收入	1.7%	0.2%	-0.1%	0.8%	2.3%	2.8%
资产减值损失	4	-69	-44	-14	-3	-3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	2	1	2	5	5	5
%税前利润	26.3%	0.5%	0.7%	1.1%	0.9%	0.7%
营业利润	-31	193	246	438	557	701
营业利润率	n.a	4.5%	5.4%	7.1%	7.5%	7.9%
营业外收支	40	12	77	3	3	3
税前利润	9	205	323	441	560	704
利润率	1.8%	4.8%	7.1%	7.2%	7.6%	7.9%
所得税	-1	-45	-63	-93	-118	-148
所得税率	16.0%	22.0%	19.6%	21.0%	21.0%	21.0%
净利润	7	160	260	348	442	556
少数股东损益	3	13	19	10	9	9
归属于母公司的净利润	4	147	241	338	433	547
净利率	0.9%	3.4%	5.3%	5.5%	5.9%	6.2%
				339	440	540

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	7	160	260	348	442	556
少数股东损益	3	13	19	10	9	9
非现金支出	54	102	75	63	76	90
非经营收益	5	53	-1	5	-1	-4
营运资金变动	-43	-149	-202	607	191	318
经营活动现金净流	23	166	132	1,023	708	960
资本开支	-52	-62	-46	-670	-180	-608
投资	-45	0	-111	-12	0	0
其他	5	11	8	5	5	5
投资活动现金净流	-92	-51	-149	-677	-175	-603
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	20	-89	82	23	8	-20
其他	-9	-15	-15	197	-11	-11
筹资活动现金净流	11	-104	68	220	-3	-31
现金净流量	-59	11	51	566	530	326

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	101	1,056	1,147	1,713	2,243	2,568
应收账款	276	1,157	1,351	1,580	1,897	2,267
存货	62	1,392	1,668	1,805	2,132	2,528
其他流动资产	59	17	14	136	28	33
流动资产	499	3,622	4,180	5,235	6,300	7,396
%总资产	32.0%	86.5%	86.4%	80.2%	81.8%	79.3%
长期投资	126	4	114	126	125	125
固定资产	801	139	132	997	1,123	1,660
%总资产	51.5%	3.3%	2.7%	15.3%	14.6%	17.8%
无形资产	122	369	378	135	120	108
非流动资产	1,058	566	658	1,294	1,402	1,928
%总资产	68.0%	13.5%	13.6%	19.8%	18.2%	20.7%
资产总计	1,557	4,188	4,839	6,529	7,702	9,324
短期借款	170	26	225	253	260	239
应付款项	248	2,551	2,813	3,499	4,157	4,953
其他流动负债	-31	635	667	1,085	1,156	1,452
流动负债	387	3,212	3,705	4,837	5,573	6,644
长期贷款	0	192	77	77	77	78
其他长期负债	86	15	21	17	18	18
负债	473	3,419	3,804	4,932	5,669	6,740
普通股股东权益	780	738	1,005	1,557	1,984	2,526
少数股东权益	303	31	30	40	49	58
负债股东权益合计	1,557	4,188	4,839	6,529	7,702	9,324

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.013	0.408	0.672	0.783	1.002	1.266
每股净资产	2.243	12.544	17.079	26.471	33.735	42.937
每股经营现金净流	0.065	2.820	2.244	17.396	12.039	16.324
每股股利	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100
回报率						
净资产收益率	0.56%	19.87%	24.03%	21.73%	21.83%	21.66%
总资产收益率	0.28%	3.50%	4.99%	5.18%	5.62%	5.87%
投入资本收益率	-2.00%	21.28%	16.95%	20.45%	24.20%	25.69%
增长率						
主营业务收入增长率	27.34%	780.00%	6.63%	35.40%	20.06%	19.96%
EBIT增长率	7.54%	#####	4.28%	77.22%	45.51%	29.85%
净利润增长率	-68.29%	3231.19%	64.61%	40.16%	28.03%	26.31%
总资产增长率	-0.46%	169.07%	15.52%	34.93%	17.97%	21.06%
资产管理能力						
应收账款周转天数	147.5	53.1	91.2	85.0	85.0	85.0
存货周转天数	70.2	87.3	167.8	150.0	150.0	150.0
应付账款周转天数	86.2	88.3	164.8	150.0	150.0	150.0
固定资产周转天数	446.5	11.7	10.4	52.8	36.0	47.5
偿债能力						
净负债/股东权益	6.34%	-108.95%	-81.66%	-86.57%	-93.69%	-87.12%
EBIT利息保障倍数	-3.7	27.6	-52.1	9.5	4.2	3.9
资产负债率	30.38%	81.63%	78.62%	75.54%	73.60%	72.29%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	1	5
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	1.00	1.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD