

营业增速迎拐点，切入TOD市场有望提供强劲业绩动力

——山鼎设计（300492）2018 年报点评

2019 年 04 月 10 日

推荐/首次

山鼎设计

财报点评

投资要点：

- **事件：**公司发布 2018 年年度报告，全年实现营收 2.16 亿，同增 44.02%，实现归母净利润 0.27 亿，同增 29.75%，实现扣非 0.27 亿，同增 72.28%；
- **营收增速迎来拐点，业绩提速增长，预告 Q1 归母同比中枢为 40%。**报告期内营收/归母同增 44.02% (+49pp) / 29.75% (+27.5pp)，其中营收在连续 4 年负增长后于本年首度迎来增速拐点；Q1-Q4 营收增速为 8.7%/74.8%/43.9%/45.3%，归母增速为 144.1%/74.7%/73.7%/4%，Q4 净利率 18.75% (-9.1pp)，系毛利率下滑、当季非经常性损失增加；公司预计 Q1 归母同增 25%-55%，中枢为 40%，有望持续高速增长；
- **毛利率/费率同步下降、整体盈利能力下滑，现金流大幅增加，负债率上升仍处极低水平。**毛利率 37.95% (-4.9pp)，系各细分业务毛利率均有所下降；销售/管理/财务/期间费率为 2.88% (+0.1pp) / 12.53% (-2.8pp) / 0.16% (-0.6pp) / 15.57% (-3.3pp)，其中财务费同减 68.9% 系利息收入增加所致；减值 1250 万 (-18%)，占净利润比例为 46.83% (-27pp)；投资净收益/处置收益/营业外支出分别变化 -26 万 / -101 万 / +264 万，估算合计拖累净利率约 1.8 个 pp；税率 15.54% (-0.3pp)；净利率 12.36% (-1.4pp)；收付现比为 117% (+31pp) / 37% (+12pp)；经营现金流 0.87 亿 (+485%)，系持续采取多种措施加大应收账款清收力度，采取诉讼、仲裁、财产保全等多种手段实现清收，本期回款增加；负债率 21.98% (+3pp) 有所增加但仍处在极低水平；
- **扎根西南，全国布局见成效，住宅和综合体设计主业强势增长。**全年西南/华东/西北收入分别为 1.33 亿 (+84%) / 0.34 亿 (+138%) / 0.31 亿 (-24%)，占比为 62% (+13pp) / 16% (+6pp) / 15% (-13pp)，华东收入增速显著。住宅/综合体设计/公建/其他设计收入为 1.13 亿 (+73%) / 0.56 亿 (+49%) / 0.27 亿 (+2.7%) / 0.2 亿 (-4.2)，占比为 52% (+9pp) / 26% (+1pp) / 12% (-5pp) / +9% (-5pp)，毛利率分别为 42.27% (-7.1pp) / 43.46% (-9.2pp) / 19.14% (-2.9pp) / 25.56% (-6.5pp)；
- **BIM 领军企业，市场前景辽阔、当前处在起步阶段。回购激励/股东增持彰显经营信心。**公司拥有建筑甲级设计资质，从事建筑设计近 20 载，业务覆盖住宅综合体等多种业态及咨询设计及施工配合全流程，具备全专业、全流程 BIM 设计能力，荣膺多项 BIM 设计大赛奖项，综合设计能力系行业领先。住建部规划要求 2020 绿色建筑及国有资金主投大中型建筑项目中 BIM 应用率达 90%，政策规划确定性不及装配式建筑，但市场前景辽阔、产业较为分散、存在较大业务机遇。按装配式建筑/园林/地铁/管廊等领域设计费率分别为 20 (/m2) / 0.6 建安费/50 万 (km) / 10 万 (km) 估算，我们认为每年市场容量在千亿规模以上。报告期内回购股份 53 万股 (占总股本 0.64%)，部分用于股权激励；公司股东车璐/袁歆分别增持 116.7 万股 (占总股本 1.40%) / 95.4 万股 (占总股本 1.15%)，持股比例分别增至 29.18% / 28.92%；
- **切入 TOD 蓝海市场有望提供强劲业绩动力。**报告期内公司与成都轨交地产 (当地 TOD 建设骨干之一) 新签成都 TOD 一体化设计项目，合同额 1.1 亿，占当期营收比例高达 51%，我们认为公司未来将充分受益当地 TOD 市场迅猛发展。成都系“中国最佳 TOD 一体化实践区” (《城市发展系列 TOD 白皮书》)、将是 TOD 发展最快市场之一 (2018 城轨 TOD 发展指数全国第 7)，当前轨交运营里程已达 197km，到 2020/2035 年将增加到 460km/1696km 规模，相应的 TOD 配套建设正紧密锣鼓展开：已出台《成都市人民政府关于轨道交通场站综合开发的实施意见》、《成都市轨道交通场站综合开发实施细则》确立了 TOD 综合开发的顶层设计和具体操作层面实施办法，并已对全市全网 700 余个站点按照“城市级、片区级、组团级和一般级”构建了四级分级体系。目前成都首批 TOD 项目正抓紧建设中，预计今年底，首个 TOD 综合体将投入运营；

研究员：郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

研究助理：王翩翩

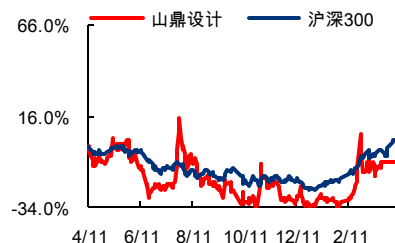
010-66554039

wangpp@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间 (元)	28.67-28.7
总市值 (亿元)	23.85
流通市值 (亿元)	10.35
总股本/流通 A 股 (万股)	8320/3611
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	4.87

52 周股价走势图



资料来源：Wind，东兴证券研究所

相关研究报告

■ **盈利预测与投资评级：**预计公司 2019 年-2021 年实现营业收入分别为 2.87 亿元、3.52 亿元、4.01 亿元；归母净利润分别为 0.33 亿元、0.41 亿元和 0.45 亿元；EPS 分别为 0.4 元、0.49 元和 0.54 元，对应 PE 分别为 71.5X、58.8X 和 53.6X。首次覆盖，给予“推荐”评级。

■ **风险提示：**1、投资不及预期；2、市场竞争风险；3、项目执行不及预期。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	149.94	215.95	286.75	351.94	400.58
增长率（%）	-4.93%	44.02%	32.79%	22.74%	13.82%
净利润（百万元）	20.61	26.69	33.21	40.44	44.42
增长率（%）	3.96%	29.46%	24.46%	21.77%	9.84%
净资产收益率（%）	6.56%	8.49%	9.84%	11.45%	12.00%
每股收益(元)	0.25	0.32	0.40	0.49	0.54
PE	114.68	89.59	71.54	58.84	53.56
PB	7.59	7.57	7.04	6.74	6.43

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司盈利预测表

资产负债表	单位：百万元					利润表					单位：百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	298	317	343	473	539	营业收入	150	216	287	352	401				
货币资金	117	165	122	230	316	营业成本	86	134	178	219	251				
应收账款	167	133	196	217	198	营业税金及附	2	2	3	3	3				
其他应收	5	8	10	13	14	营业费用	4	6	8	10	12				
预付款项	1	2	3	4	5	管理费用	23	27	44	57	66				
存货	0	0	0	0	0	财务费用	1	0	0	-1	1				
其他流动	0	0	0	0	0	资产减值损失	15	13	16	16	14				
非流动资产	90	86	89	90	93	公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00				
长期股权	0	0	0	0	0	投资净收益	-	(0)	(0)	(0)	(0)				
固定资产	53	50	52	55	58	营业利润	21	34	39	47	53				
无形资产	3	2	2	3	3	营业外收入	4	0	2	2	1				
其他非流	8	3	3	3	3	营业外支出	0	3	1	1	2				
资产总计	388	404	432	564	632	利润总额	24	32	39	48	53				
流动负债	61	79	86	200	252	所得税	4	5	6	7	8				
短期借款	25	15	15	15	90	净利润	21	27	33	40	44				
应付账款	13	15	19	18	41	少数股东损益	0	0	0	0	0				
预收款项	4	8	4	10	17	归属母公司净	21	27	33	41	45				
一年内到	3	3	3	2	2	EBITDA	76	132	88	106	125				
非流动负	12	10	7	10	9	EPS（元）	0.25	0.32	0.40	0.49	0.54				
长期借款	12	10	7	10	9	主要财务比率									
应付债券	0	0	0	0	0	率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E				
负债合计	74	89	94	210	261	成长能力									
少数股东	0	0	0	0	0	营业收入增长	-4.93%	44.02%	32.79%	22.74%	13.82%				
实收资本	83	83	83	83	83	营业利润增长	-5.72%	63.58%	12.93%	22.60%	12.08%				
资本公积	96	96	96	96	96	归属于母公司	2.27%	29.75%	24.66%	21.59%	9.86%				
未分配利	116	125	110	91	71	获利能力									
归属母公	314	315	339	354	371	毛利率(%)	43.04%	38.17%	38.00%	37.86%	37.42%				
负债和所	388	404	432	564	632	净利率(%)	13.75%	12.36%	11.58%	11.49%	11.09%				
现金流	单位：百万元					总资产净利润	7.81%	5.31%	6.63%	7.71%	7.19%				
						ROE(%)	6.56%	8.49%	9.84%	11.45%	12.00%				
经营活动	15	87	29	207	129	偿债能力									
净利润	21	27	33	40	44	资产负债率(%)	19%	22%	22%	37%	41%				
折旧摊销	54	98	99	101	104	流动比率	4.86	4.02	3.97	2.37	2.13				
财务费用	1	0	0	-1	1	速动比率	4.86	4.02	3.97	2.37	2.13				
应收账款	-14	34	-63	-21	19	营运能力									
预收账款	3	3	-3	6	7	总资产周转率	0.41	0.55	0.69	0.71	0.67				
投资活动	-9	-3	-77	-88	-102	应收账款周转	0.94	1.44	1.74	1.70	1.93				
公允价值	0	0	0	0	0	应付账款周转	13.09	15.53	16.84	18.79	13.54				
长期股权	0	0	0	1	0	每股指标（元）									
投资收益	0	0	0	0	0	每股收益(最新)	0.25	0.32	0.40	0.49	0.54				
筹资活动	14	-40	-4	-27	43	每股净现金流	0.24	0.53	-0.63	1.11	0.85				
应付债券	0	0	0	0	0	每股净资产(最)	3.78	3.79	4.07	4.26	4.46				
长期借款	0	0	-3	-3	-3	估值比率									
普通股增	0	0	0	0	0	P/E	114.68	89.59	71.54	58.84	53.56				
资本公积	0	0	0	0	0	P/B	7.59	7.57	7.04	6.74	6.43				
现金净增	20	44	-52	92	71	EV/EBITDA	30.36	17.01	26.00	20.54	17.31				

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员, 房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师 (第六名)。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强 (第七名)。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强 (第八名)。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

研究助理简介

王翩翩

建筑行业研究员。本科及硕士毕业于清华大学土木工程系, 曾任职于正荣地产、Hilti Group, 对建筑产业链具备深入研究和理解, 2018 年加入东兴证券研究所, 从事建筑行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司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。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。