

建筑装饰

高增长趋势料将延续——设计行业年报及一季报综述

 证券研究报告
 2018年05月13日

 投资评级
 行业评级 强于大市(维持评级)
 上次评级 强于大市

作者

唐笑 分析师
 SAC 执业证书编号: S1110517030004
 tangx@tfzq.com

岳恒宇 分析师
 SAC 执业证书编号: S1110517040005
 yuehengyu@tfzq.com

陈航杰 联系人
 chenhangjie@tfzq.com

肖文劲 联系人
 xiaowenjin@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《建筑装饰-行业专题研究:行业一季度订单汇总分析: 订单持续向龙头聚集, 去年订单高增长陆续向今年收入转化》2018-05-13
- 《建筑装饰-行业专题研究:园林行业景气度依然可观, 未来增速有望进入“质”“量”并重时期---2017年及2018年Q1财报汇总分析》2018-05-08
- 《建筑装饰-行业专题研究:装饰行业营收增长提速, 加强回款下经营活动现金流有所好转---2017年及2018年Q1财报汇总分析》2018-05-08

营收继续高增长, 趋势进一步确认

设计板块 2017 年营收增速为 34.97%, 超 2016 年增速 10.21 个百分点。苏交科、中衡设计、中设集团、设研院、杭州园林、杰恩设计、设计总院 2017 年营收增速均超 30%。中衡设计、中设集团 2017 年内生营收增速强劲且高于 2016 年增速。苏交科、中设集团、设研院等基建设计公司营收增速普遍高于华建集团、启迪设计等房建设计公司。

2018 年我们认为设计板块营收依然将保持高增长。从新签合同来看, 中衡设计、华建集团、中设集团、设计总院、勘设股份 2017 年新签合同额同比增长 44%、27%、39%、51%、253%, 若以半年至一年的合同兑现期来看, 2018 年营收增速应当会相当不错; 从经营目标来看, 中设集团、合诚股份、设计总院确定的 2018 年营收增速目标分别为 20%~40%、70%~90%、20%~50%。

整体毛利率小幅下滑, 设计、EPC 两大主业毛利率均存上行空间

板块 2017 年毛利率为 32.59%, 较 2016 年略下降 0.47 个百分点, 主因营收构成中毛利率较低的 EPC 业务占比的提升。中设集团、中衡设计、华建集团、杭州园林 EPC 类业务 2017 年结构百分比比较 2016 年分别同增 6.49、1.99、4.02、22.51 个百分点, 致使整体毛利率分别下降 2.27、6.06、1.34、7.13 个百分点。

随着行业集中度的提升、竞争格局的改善和 BIM 技术的推广落地, 以及 EPC 业务管理模式的逐渐成熟, 设计作为产业链的龙头地位和对全过程成本的控制优势将逐步体现, 设计、EPC 业务毛利率均存上行空间。但受制于营收结构的改变, 设计公司整体毛利率依旧存在向下的可能性。

净利率略微提升, 归母净利润普遍快速增长

2017 年, 设计板块期间费用率为 16.22%, 较 2016 年下降 1.41 个百分点, 营收的快速增长而期间费用较高的刚性是费用率下降的主要因素。杭州园林、设计总院、中设集团、设研院、华建集团期间费用率 2017 年较 2016 年分别快速下降 6.12、3.68、3.38、3.31、2.07 个百分点。板块 2017 年净利率提升 0.11 个百分点。勘设股份、设研院、杰恩设计净利率增长最快, 分别同增 6.97、2.69、2.61 个百分点。板块 2017、2018Q1 归母净利润增速分别为 36.38%、27.70%, 延续了 2016 年以来快速增长的趋势。

资产负债率有所下降, 经营性现金流良好

设计板块 2017 年资产负债率大幅下降 6.86 个百分点, 主要是多家设计企业首发上市及华建集团定增顺利实施致资产负债率快速下降。随着设计公司大量参与 EPC 项目, 垫付的资金快速增加, 急需大量融资; 而根据定增新规, 板块内仅有中设集团、山鼎设计等四家公司符合规定可于 2018 年进行定增, 股权融资受限、债务融资规模扩大将推动板块资产负债率的上行。

板块收、付现比分别下降 3.63、1.89 个百分点, 经营性现金流净额同比增长 12.28%。2018Q1 经营性现金流净额快速由正转负, 但与 2017 年同期相比基本持平。

投资建议: 设计板块的投资逻辑在于行业集中度和设计费用率双提升。板块 2017 年营收、归母净利润增速延续了高增长的趋势; 设计及 EPC 业务毛利率均存上行空间。我们发现, 龙头公司内生长性好, 对并购公司的整合能力优秀; 基建设计公司营收普遍好于房建设计公司; 今年利率渐入下行通道、资金面较 2017 年宽松的大环境下行业回款或将改善; 我们维持“强于大市”评级。建议重点关注苏交科、中设集团、中衡设计、勘设股份、设研院等估值处于低位、风险收益比极高的设计龙头。

风险提示: 固定资产投资加速下行, 项目推进不达预期

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价	投资评级	EPS(元)				P/E			
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
300284.SZ	苏交科	15.09	买入	0.80	1.00	1.23	1.51	18.86	15.09	12.27	9.99
603018.SH	中设集团	17.33	买入	1.40	1.87	2.45	3.08	12.38	9.27	7.07	5.63
603017.SH	中衡设计	13.29	买入	0.55	0.74	0.94	1.15	24.16	17.96	14.14	11.56
603458.SH	勘设股份	56.25	增持	2.65	3.44	4.46	5.74	21.23	16.35	12.61	9.80
300732.SZ	设研院	83.26	增持	3.20	4.61	6.17	7.77	26.02	18.06	13.49	10.72

资料来源: 天风证券研究所, 注: PE=收盘价/EPS

内容目录

1. 营收高增近 35%，基建设计增速普遍高于房建设计	4
2. 整体毛利率小幅下滑，设计、EPC 两大主业毛利率均存上行空间	5
3. 期间费用率下降，规模效应是主因	6
4. 资产减值损失或进一步加剧，净利润高增长有望保持	8
5. 资产负债率有所下降，股权融资受限料将上升	10
6. 收付现比均下降，现金流情况良好	11
7. 投资建议	13
8. 风险提示	13

图表目录

图 1：2014~2018Q1 设计板块营收同比增速及固定资产投资完成额累计同比增速	4
图 2：2016、2017、2018Q1 设计板块个股营收增速(个股以 2017 年增速由高到低排序，下同)	4
图 3：设计板块个股营收占比	4
图 4：2014~2018Q1 设计板块毛利率	5
图 5：2016、2017、2018Q1 设计板块个股毛利率	5
图 6：2014~2018Q1 设计板块期间费用率	7
图 7：2016、2017、2018Q1 设计板块个股期间费用率	7
图 8：2014~2018Q1 设计板块销售费用率	7
图 9：2016、2017、2018Q1 设计板块个股销售费用率	7
图 10：2014~2018Q1 设计板块管理费用率	7
图 11：2016、2017、2018Q1 设计板块个股管理费用率	7
图 12：2014~2018Q1 设计板块财务费用率	8
图 13：2016、2017、2018Q1 设计板块个股财务费用率	8
图 14：2014~2018Q1 设计板块资产减值损失/收入	8
图 15：2016、2017、2018Q1 设计板块个股资产减值损失/收入	8
图 16：2014~2018Q1 设计板块净利率	9
图 17：2016、2017、2018Q1 设计板块个股净利率	9
图 18：2014~2018Q1 设计板块归母净利润增速	10
图 19：2016、2017、2018Q1 设计板块个股归母净利润增速	10
图 20：2014~2018Q1 设计板块资产负债率	11
图 21：2016、2017、2018Q1 设计板块个股资产负债率	11
图 22：2014~2018Q1 设计板块收现比	11
图 23：2016、2017、2018Q1 设计板块个股收现比	11
图 24：2014~2018Q1 设计板块付现比	12
图 25：2016、2017、2018Q1 设计板块个股付现比	12
图 26：2017 设计板块应收账款增速和营收增速	12

图 27：2014~2018Q1 设计板块经营性现金流(百万)	12
图 28：2016、2017、2018Q1 设计板块个股经营性现金流(百万)	12
表 1：设计公司合并报表营收增速与内生营收增速对比	4
表 2：设计公司整体毛利率的变化趋势(百分点)	6
表 3：2017 设计行业费用率同比增速(百分点，个股按净利率增长由高到低排序)	9
表 4：设计公司合并报表净利润增速与内生净利润增速对比	10

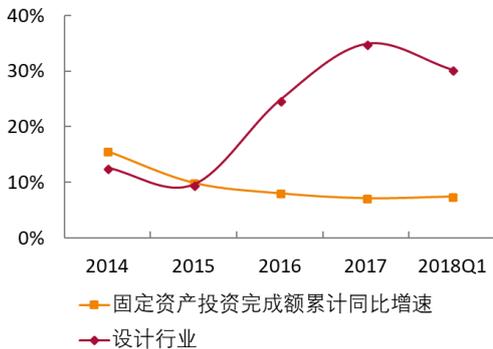
1. 营收高增近 35%，基建设计增速普遍高于房建设计

设计板块 2017 年营收增速为 34.97%，超 2016 年营收增速 10.21 个百分点。

个股方面，苏交科、中衡设计、中设集团、设研院、杭州园林、杰恩设计、设计总院 2017 年营收增速均超 30%；苏交科、中衡设计、中设集团营收高增长主要是由于收购公司的并表；设研院、杭州园林、杰恩设计、设计总院主要则是由于首发上市募集的流动资金对于公司业务的撬动作用。

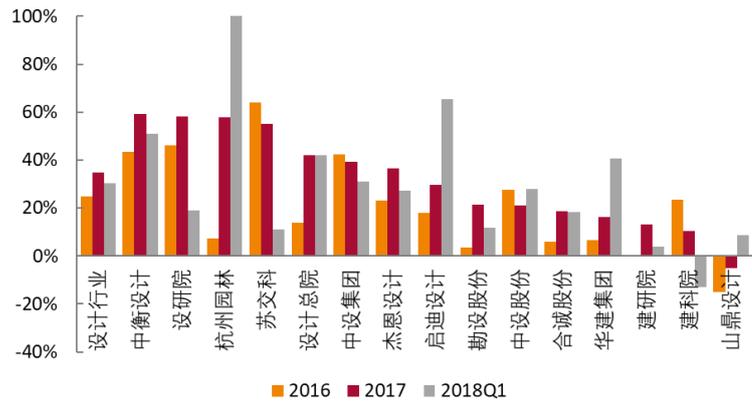
杭州园林、设计总院、勘设股份营收增速提升的百分比位列前三，营收增速分别较 2016 年增长 50.54、28.37、17.92 个百分点。

图 1：2014~2018Q1 设计板块营收同比增速及固定资产投资完成额累计同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：2016、2017、2018Q1 设计板块个股营收增速(个股以 2017 年增速由高到低排序，下同)

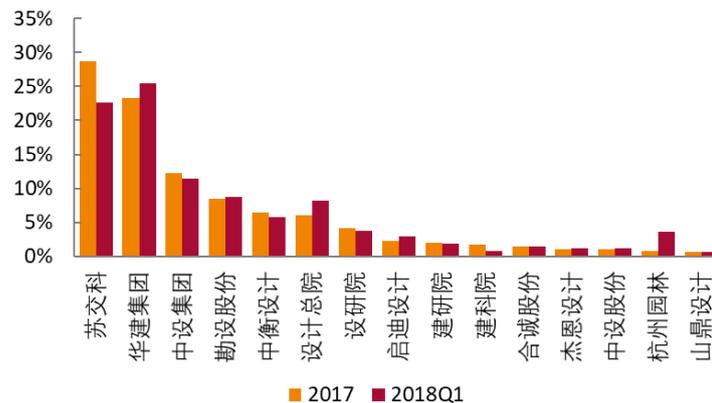


资料来源：Wind，天风证券研究所

注：杭州园林 2018Q1 营收增速为 591.55%。

营收占比方面，苏交科、华建集团、中设集团 2017 年营收占比位于前三，分别为 28.63%、23.23%、12.19%。杭州园林原本设计体量较小，占比仅为 0.81%，在大力开展 EPC 业务后 2018Q1 营收大幅增加 591.55%致占比快速提升至 3.61%。

图 3：设计板块个股营收占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

对外延并购较为活跃的公司，通过剔除新并购标的营收的方法来测算公司本身的内生增速。中衡设计、中设集团内生营收增速良好，分别为 44.89%、38.17%；中设集团、中衡设计、华建集团内生营收增速和合并报表营收增速差别不大，表明并购标的相较于母公司规模体量较小，公司营收的增长主要还是来源于内生。

表 1：设计公司合并报表营收增速与内生营收增速对比

股票名称	合并报表营收增速		内生营收增速		备注
	2016	2017	2016	2017	
苏交科	63.59%	55.17%	34.86%	16.73%	剔除 TA、EPTISA、石家庄市政院、中山水利
中设集团	42.51%	39.42%	36.93%	38.17%	剔除扬州院、宁夏院
中衡设计	43.41%	59.40%	40.81%	44.89%	剔除华造设计、浙江咨询
华建集团	6.63%	16.24%	6.63%	13.54%	剔除武汉正华
启迪设计	18.06%	29.53%	13.12%	9.63%	剔除深圳毕路德、北京毕路德

资料来源：Wind，天风证券研究所

基建设计公司(苏交科、中设集团、设研院等)营收增速要高于房建设计公司¹。我们认为主要原因在于基建、房建设计细分子行业竞争格局的不同。基建项目一般由政府投资，项目体量大，对设计公司的资质、技术实力有很高的要求，基建设计招投标的参与者一般是龙头公司；而房建投资方来源广泛，大量的项目规模较小，依然普遍存在“低价者中标”的现象，“劣币驱逐良币”不可避免。短期来看，基建、房建设计两个行业竞争格局的改变存有困难，我们认为基建设计公司的成长性将好于房建设计公司。

根据 2018 年一季报，华建集团、启迪设计的营收出现了快速增长，增速均较 2017 年大幅提升。华建集团营收的快速增长主要来自工程承包业务收入的增加，启迪设计则是收购的子公司嘉力达并表所致。

2018 年我们认为设计板块营收依然将保持高增长。从新签合同来看，中衡设计、华建集团、中设集团、设计总院、勘设股份 2017 年新签合同额同比增长 44%、27%、39%、51%、253%，若以半年至一年的合同兑现期来看，2018 年营收增速应当会相当不错；从经营目标来看，中设集团、合诚股份、设计总院 2018 年营收增速的目标分别为 20%~40%、70%~90%、20%~50%。

2. 整体毛利率小幅下滑，设计、EPC 两大主业毛利率均存上行空间

设计板块 2017 年毛利率为 32.59%，较 2016 年略微下降 0.47 个百分点。

勘设股份、杰恩设计、建科院、设研院、建研院、设计总院 2017 年毛利率分别较 2016 年增长 7.50、2.90、2.14、2.18、0.07、0.05 个百分点。

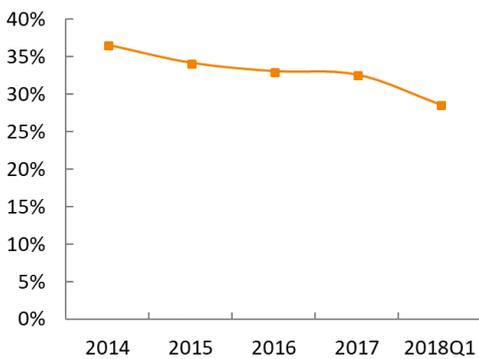
部分设计公司整体毛利率的下滑主要原因在于营收结构的改变。基于扩表及产业的延伸，大量设计企业开始参与毛利率较低的 EPC 业务，是设计公司毛利率下滑的主要因素。中设集团、中衡设计、华建集团提出要大力发展 EPC 业务模式，我们预计未来这几个公司未来业务结构中 EPC 模式的占比还将持续提升；苏交科则是有限度的参与 EPC，以期培养项目全生命周期的管理人才。

中设集团、中衡设计、华建集团、杭州园林 EPC 类业务结构百分比分别同增 6.49、1.99、4.02、22.51 个百分点，致使毛利率分别下降 2.27、6.06、1.34、7.13 个百分点。

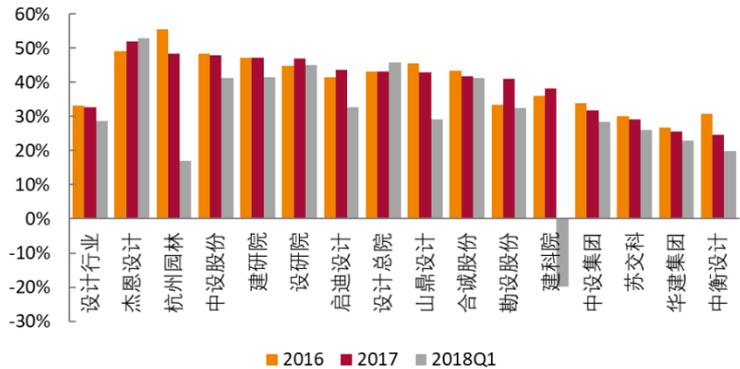
图 4：2014~2018Q1 设计板块毛利率

图 5：2016、2017、2018Q1 设计板块个股毛利率

¹ 设计咨询业务中已基建项目为主的定义为基建设计公司，主要有苏交科、中设集团、设研院、勘设股份等；已房建设计业务为主的则定义为房建设计公司，主要有华建集团、启迪设计等



资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

设计业务毛利率或将缓慢增长。一方面原因是上市设计公司基本已完成 BIM 技术的部署, 可为客户提供更为直观、差错更少、工程量计算更为精确的设计产品, 业主也逐渐愿意花更多的设计费与龙头公司合作, 以期获得更为优质的设计服务, 节省建造成本, 合同单价或迎来较快的增长; 另一方面, 随着行业集中度的提升, 靠低价中标的小设计公司的市场空间被进一步挤压, 设计行业将从压价竞标的恶性竞争逐渐往良性竞争的方向发展。

EPC 业务毛利率存有提升空间。EPC 业务盈利靠的是对全过程成本的精确控制。部分设计公司刚刚切入 EPC 业务, 且将工程施工分包于专业的施工承包商, 对于成本的控制能力相对较弱, 毛利率普遍偏低, 如中设集团 2017 年 EPC 业务毛利率仅为 0.83%。随着设计公司对 EPC 业务管理模式的逐渐成熟, 设计作为产业链的龙头地位和全过程成本的控制优势将逐步体现, EPC 业务毛利率我们预计将有不小的提升空间。

从公司整体毛利率的角度来看,虽然设计及 EPC 业务毛利率都有望提升, 但由于 EPC 业务毛利率远低于设计业务, EPC 业务占比的提升可能拖累公司的整体毛利率。

从 EPC 占比的变化来看, EPC 业务单体合同额远高于设计业务, 若开展顺利占比存在快速提升的可能。以中设集团为例, 2017 年是公司正式大力发展 EPC 业务的第一年, 便实现营收 1.8 亿元, 占比从 0% 提升至 6.49%。从设计业务毛利率的变化来看, 启迪设计、华建集团设计业务毛利率 2017 年较 2016 年分别增长 1.87、0.48 个百分点; EPC 业务的毛利率中设集团仅有 0.83%, 远低于苏交科的 19%, 存在较大的改善空间, 短期内有望快速提升。

我们据此进行敏感性分析, 假设某设计公司 2017 年设计业务毛利率为 25%, 2018 年毛利率的变化可能为 0.5、1 个百分点; 假设 2017 年 EPC 业务毛利率为 5%, 2018 年毛利率的变化可能为 0.5、1 个百分点; 同时假设 EPC 业务占比 2018 年可能提升 1、3、5、7 个百分点。结果如下表所示, 设计公司整体毛利率依然存在向下的可能性。

表 2: 设计公司整体毛利率的变化趋势(百分点)

	设计毛利率提升 0.5 个百分点, EPC 毛利率提升 0.5 个百分点	设计毛利率提升 0.5 个百分点, EPC 毛利率提升 1.0 个百分点	设计毛利率提升 1.0 个百分点, EPC 毛利率提升 0.5 个百分点	设计毛利率提升 1.0 个百分点, EPC 毛利率提升 1.0 个百分点
EPC 占比提升 1 个百分点	0.30	0.54	0.79	0.84
EPC 占比提升 3 个百分点	-0.15	0.94	0.37	0.89
EPC 占比提升 5 个百分点	-0.81	0.78	0.55	0.74
EPC 占比提升 7 个百分点	-1.73	1.25	0.16	0.83

资料来源: 天风证券研究所

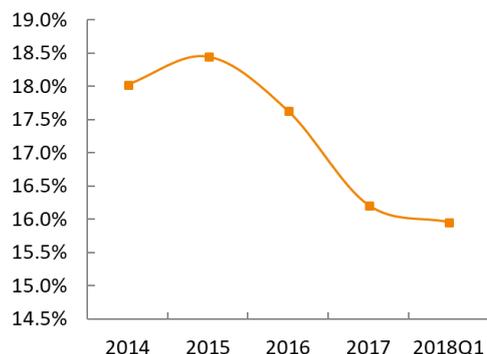
3. 期间费用率下降, 规模效应是主因

设计板块 2017 年期间费用率为 16.22%, 较 2016 年下降 1.41 个百分点。

杭州园林、设计总院、中设集团、设研院、华建集团分别下降 6.12、3.68、3.38、3.31、

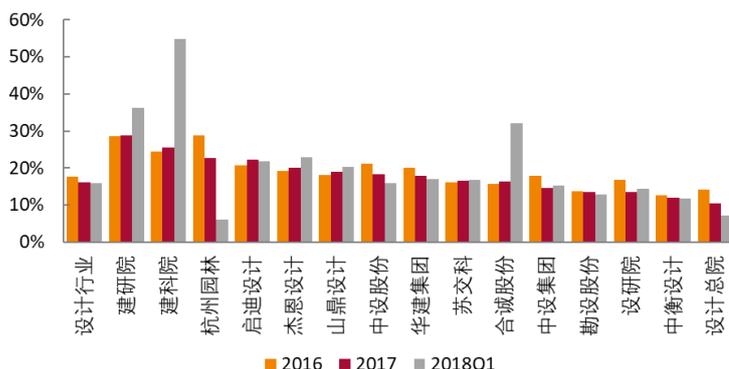
2.07 个百分点。由于较快的营收增长，规模效应是期间费用率下降的最主要原因。

图 6：2014~2018Q1 设计板块期间费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：2016、2017、2018Q1 设计板块个股期间费用率



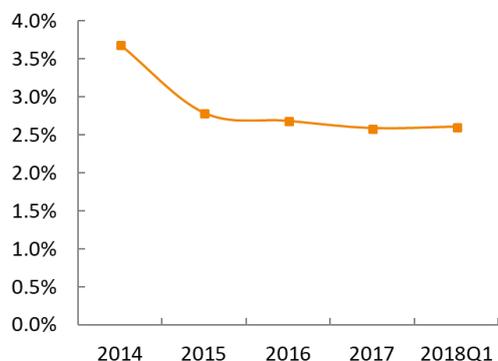
资料来源：Wind，天风证券研究所

设计板块 2017 年销售费用率为 2.59%，较 2016 年同比下降 0.10 个百分点。

苏交科、中设集团、设研院销售费用率分别同比下降 0.14、0.46、0.87 个百分点，体现了公司覆盖面较广的区域布局和成功的属地化管理模式，最终呈现了强劲的业务开拓承接能力。我们判断，未来销售费用率可能出现两极分化的现象，随着设计费用率的提升设计服务差异化将进一步拉大，龙头公司如苏交科、中设集团、华建集团获取订单或将相对容易，销售费用的规模效应或将慢慢显现。

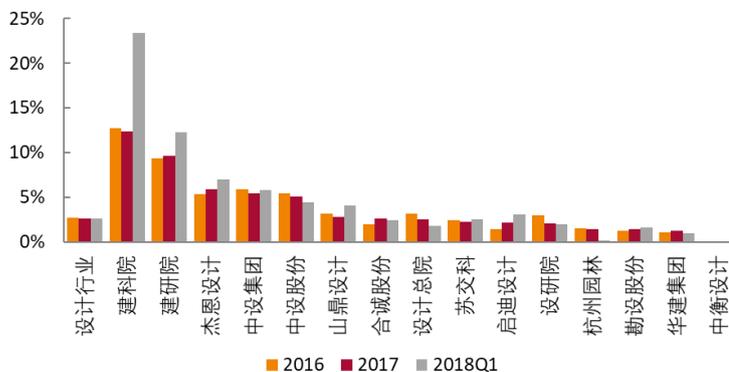
建科院 2018Q1 销售费用较 2017 年底快速增长 10.99%，主要是由于一季度部分 EPC 项目进度低于预期致营收同比下降 12.96%。

图 8：2014~2018Q1 设计板块销售费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：2016、2017、2018Q1 设计板块个股销售费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

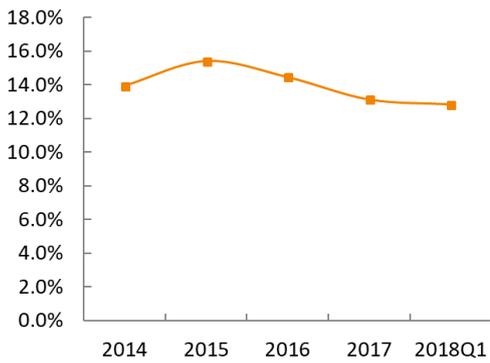
设计板块 2017 年管理费用率为 13.14%，较 2016 年下降 1.33 个百分点。营收占比分别为 23.23%、12.19% 的华建集团、中设集团管理费用率分别下降 2.20、2.91 个百分点是板块管理费用下降的主要因素。

管理费用一般刚性较大，管理费用率将随着公司营收的增长而缓慢下降。合诚股份、建科院、建研院 2018Q1 管理费用率大幅增加主要原因或是管理层一季度大量提取年终奖所致，并不影响管理费用率缓慢下行的判断。

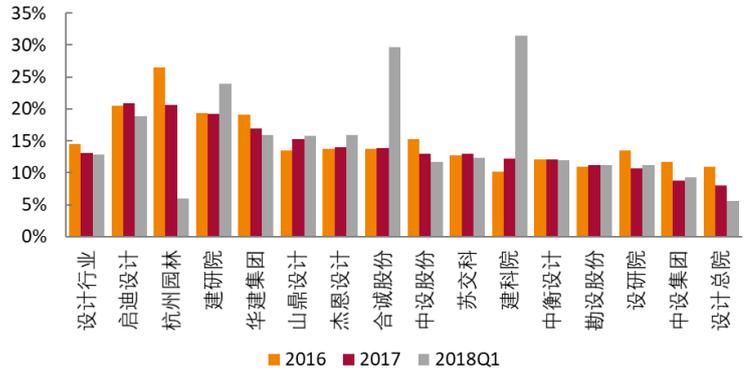
设计公司股权激励较多，一般将列支于管理费用。中衡设计、华建集团、中设集团 2017 年股权激励计提的费用占管理费用的比分别为 2.4%、5.1%、1.7%，并未对管理费用率造成重大影响。

图 10：2014~2018Q1 设计板块管理费用率

图 11：2016、2017、2018Q1 设计板块个股管理费用率



资料来源: Wind, 天风证券研究所

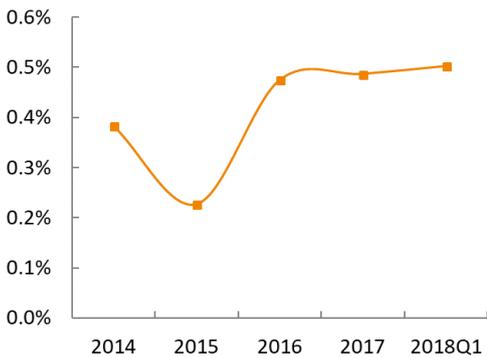


资料来源: Wind, 天风证券研究所

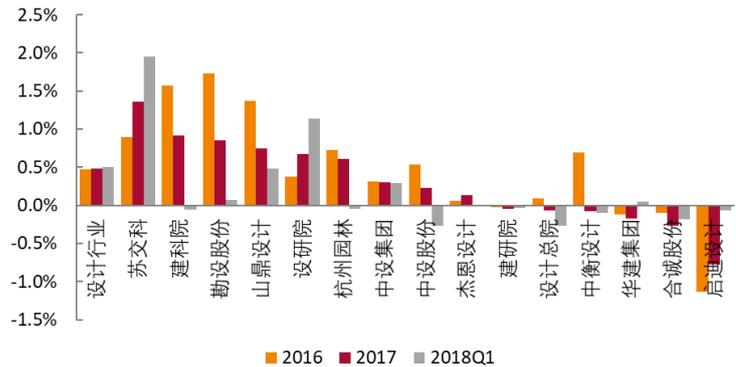
设计行业一般不需要垫资做业务,对于融资的需求甚少,因此财务费用率一直不高。2017年由于营收的快速增长,个股财务费用率普遍有所下降。营收占比 28.6%的苏交科在并表 TA 后利息支出同比快速增长 59%使得自身财务费用率增长 0.47 个百分点,致设计板块 2017 年财务费用率微增 0.01 个百分点至 0.49%。苏交科已通过债务重组的方式为 TA 偿还原有的高成本债务,并计划将未来的债务成本年化利率控制在 4%~6%,利息支出有望大幅下降,直接拉动行业财务费用率向下。

图 12: 2014~2018Q1 设计板块财务费用率

图 13: 2016、2017、2018Q1 设计板块个股财务费用率



资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

4. 资产减值损失或进一步加剧, 净利润高增长有望保持

设计板块资产减值损失/收入 2017 年增长 0.59 个百分点。

仅有三家公司此数值有所下降,山鼎设计、中衡设计、苏交科较 2016 年同期分别下降 2.37、1.17、0.60 个百分点。2017 年大力推进去杠杆、严控金融风险,PPP 业务开始迎来大整顿,部分已开工大型项目的后续推进受到一定程度影响,致使业主对设计尾款的付费意愿下降,使得较长账龄的应付款进一步增长,或是资产减值损失快速增加的主因。

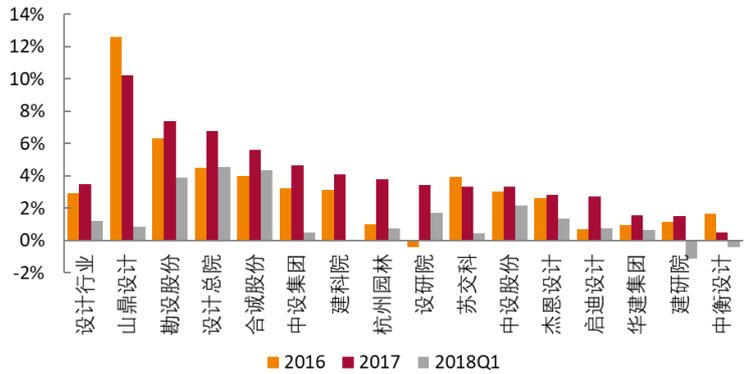
随着近期政策层面对拉动内需重视程度的提升、利率下行以及资金面超预期的宽松,项目落地有望提速,因此我们认为此数值在 2018 年或将下降。

图 14: 2014~2018Q1 设计板块资产减值损失/收入

图 15: 2016、2017、2018Q1 设计板块个股资产减值损失/收入



资料来源: Wind, 天风证券研究所



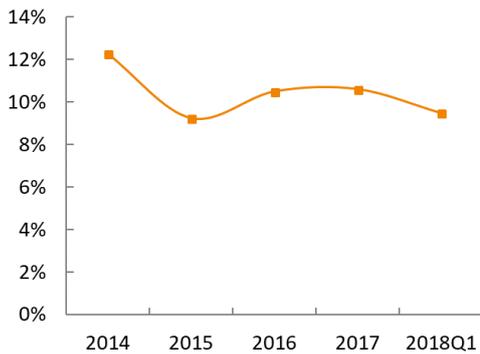
资料来源: Wind, 天风证券研究所

设计板块 2017 年净利率提升 0.11 个百分点。

勘设股份、设研院、杰恩设计净利率增长最快, 分别同增 6.97、2.69、2.61 个百分点。

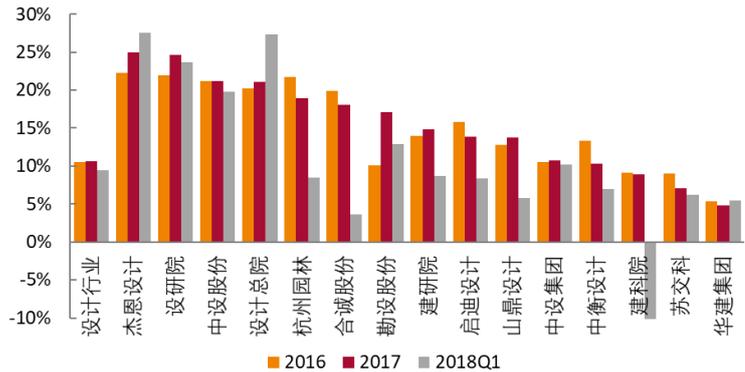
板块 2018Q1 净利率为 9.48%, 较 2017 年全年下降 1.13 个百分点, 同比 2017Q1 下降 0.19 个百分点。2018Q1 个股净利率普遍下降主要原因在于毛利率的快速下滑, 是由于设计人员年终奖在一季度大量计提算入成本所致。

图 16: 2014~2018Q1 设计板块净利率



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 17: 2016、2017、2018Q1 设计板块个股净利率



资料来源: Wind, 天风证券研究所

表 3: 2017 设计行业费用率同比增速(百分点, 个股按净利率增长由高到低排序)

	毛利率	管理费用率	财务费用率	销售费用率	资产减值损失/营收	净利率变化
设计行业	-0.47	-1.33	0.01	-0.10	0.59	0.11
勘设股份	7.50	0.27	-0.87	0.21	1.10	6.97
设研院	2.18	-2.74	0.29	-0.87	3.84	2.69
杰恩设计	2.90	0.30	0.07	0.49	0.22	2.61
山鼎设计	-2.58	1.82	-0.83	-0.37	-2.37	0.97
建研院	0.07	-0.03	-0.02	0.33	0.30	0.84
设计总院	0.05	-2.84	-0.16	-0.68	2.31	0.78
中设集团	-2.27	-2.81	-0.01	-0.46	1.44	0.15
中设股份	-0.57	-2.24	-0.31	-0.35	0.30	0
建科院	2.14	2.05	-0.68	-0.31	0.95	-0.21
华建集团	-1.34	-2.20	-0.03	0.18	0.61	-0.46
合诚股份	-1.87	0.17	-0.17	0.66	1.62	-1.84
苏交科	-1.08	0.18	0.47	-0.14	-0.60	-1.91

启迪设计	2.03	0.32	0.36	0.80	1.99	-1.99
杭州园林	-7.13	-5.94	-0.11	-0.06	2.81	-2.80
中衡设计	-6.06	0.06	-0.76	0.00	-1.17	-2.93

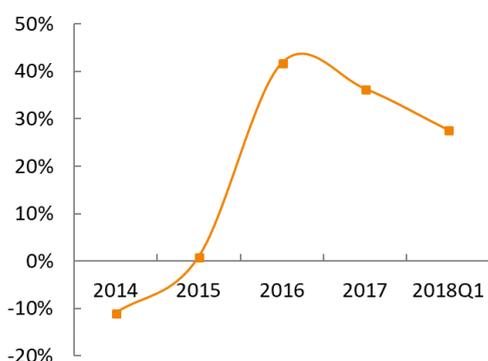
资料来源: Wind, 公司公告, 天风证券研究所(注: 能使净利率提升的指标填充红色)

设计板块 2017 年归母净利润增速为 36.38%, 较 2016 年同比下降 5.40 个百分点。

勘设股份、山鼎设计归母净利润增速增长较快, 分别增长 54.55、27.07 个百分点。15 家设计上市设计公司中有 10 家 2017 年归母净利润增速超 20%。

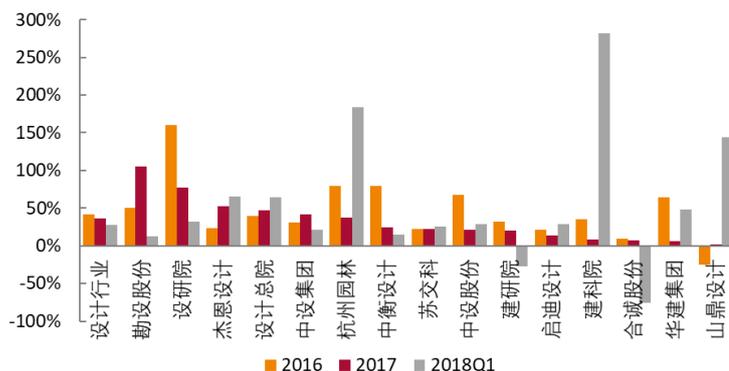
2018 年, 若 TA、EPTISA 进一步整合, 协同效应充分发挥, 苏交科业绩或有超预期的可能; 中设集团订单快速增长, 属地化模式逐渐成熟, 有望继续保持 2017 年业绩增速; 设计总院、设研院等区域龙头设计公司, 受益各自所在地区较活跃的投资, 业绩有望继续高速增长。

图 18: 2014~2018Q1 设计板块归母净利润增速



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 19: 2016、2017、2018Q1 设计板块个股归母净利润增速



资料来源: Wind, 天风证券研究所

我们同样通过剔除新并购标的净利润的方法来测算公司本身的内生增速。中设集团、苏交科作为设计龙头, 净利润内生增长强劲, 增速分别为 53.06%、42.35%。中衡设计、华建集团、启迪设计内生净利润增速低于合并报表净利润增速, 表现出利润增长上对并购标的较强的依赖性。

表 4: 设计公司合并报表净利润增速与内生净利润增速对比

股票名称	合并报表净利润增速		内生净利润增速		备注
	2016	2017	2016	2017	
苏交科	22.08%	22.32%	0.88%	42.35%	剔除 TA、EPTISA、石家庄市政府、中山水利
中设集团	30.95%	41.35%	13.45%	53.06%	剔除扬州院、宁夏院
中衡设计	79.00%	24.25%	76.89%	14.87%	剔除华造设计、浙江咨询
华建集团	64.62%	6.22%	64.62%	-0.12%	剔除武汉正华
启迪设计	21.68%	13.23%	16.89%	-4.17%	剔除深圳毕路德、北京毕路德

资料来源: Wind, 天风证券研究所

2018 年归母净利润预测来看, 中设股份预计 2018 年上半年净利润增速在 15%~40%; 中设集团、合诚股份、设计总院全年的归母净利润增长目标为 15%~35%、5%~20%、20%~45%。

5. 资产负债率有所下降, 股权融资受限料将上升

设计板块 2017 年资产负债率大幅下降 6.86 个百分点, 主要是 2017 年统计在内的 8 家设计企业(设研院、杭州园林、杰恩设计、中设股份、设计总院、勘设股份、建研院、建科院)顺利上市, 资产负债率快速下降, 以及行业营收占比近 25%的华建集团于 2017 年顺利实施定增致资产负债率大幅下降 14.43 个百分点。

参与施工较多的公司如中设集团、中衡设计 2017 年资产负债率分别增长 3.01、0.72 个百

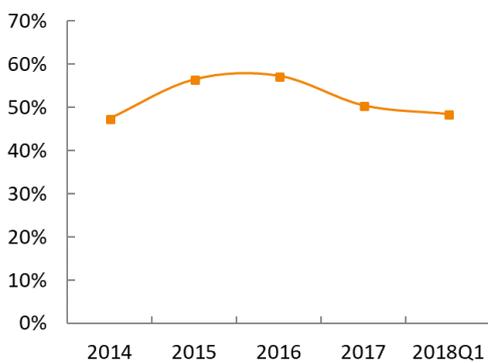
分点。

我们预计 2018 年设计板块资产负债率或会上行，主要原因有两个。一是随着大量设计公司参与 EPC 项目，对资金的需求将快速上升，而设计公司现阶段资产较轻，大部分公司的资产负债率低于 50%，融资较易，大量融资必然导致资产负债率的上升。二是随着新上市公司募集的补流资金的项目撬动作用的逐步显现，也将进一步推高行业的资产负债率。

此外，定增新规规定再融资的时间不少于 18 个月，板块中仅有中设集团、山鼎设计、启迪设计(已于 2018 年 3 月完成增发)、合诚股份符合规定可于 2018 年进行定增。股权融资受限、债券融资规模扩大将推动板块资产负债率的上行。

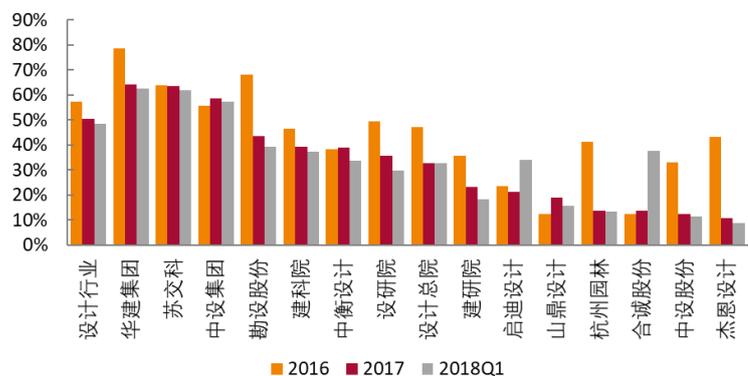
设计企业参与 EPC 等工程施工类业务的确是一种企业发展过程中可行的尝试，能增加设计企业的行业话语权，也能大幅提升营业收入。但控制风险、控制资产负债率应当是设计企业参与工程施工类业务的过程中不可忽视的风险点。

图 20：2014~2018Q1 设计板块资产负债率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 21：2016、2017、2018Q1 设计板块个股资产负债率



资料来源：Wind，天风证券研究所

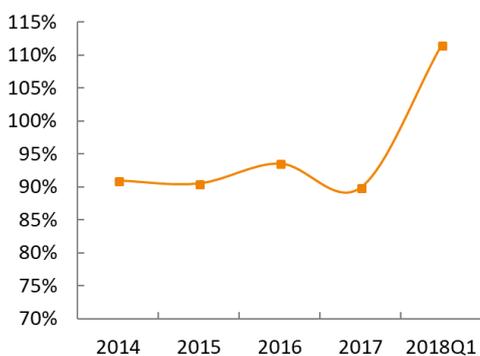
6. 收付现比均下降，现金流情况良好

设计板块收现比 2017 年下降 3.63 个百分点致 89.92%。

个股分化明显，苏交科、华建集团等龙头充分重视项目回款，2017 年收现比分别提升 5.18、6.79 个百分点；中设集团由于 EPC 项目占比的提升，回款期变长，导致收现比下降 9.96 个百分点。站在现在的时点，利率缓慢下行、资金面超预期宽松，我们预计收现比将重新处于上行通道。

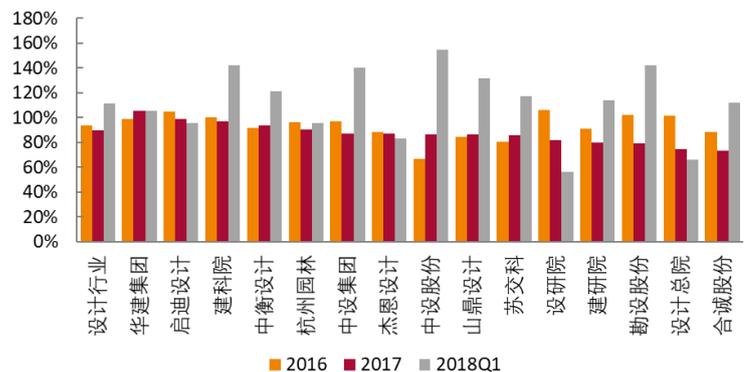
新上市设计公司借助补流的募集资金，迅速开展业务，可能部分忽视了新项目的回款，使得收现比快速下滑，此类公司应当对项目的回款风险引起足够的重视。

图 22：2014~2018Q1 设计板块收现比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 23：2016、2017、2018Q1 设计板块个股收现比

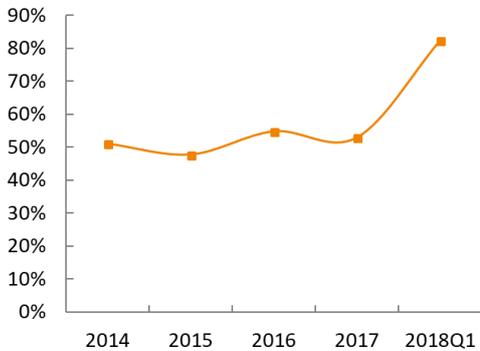


资料来源：Wind，天风证券研究所

板块付现比同比下降 1.89 个百分点至 52.91%。

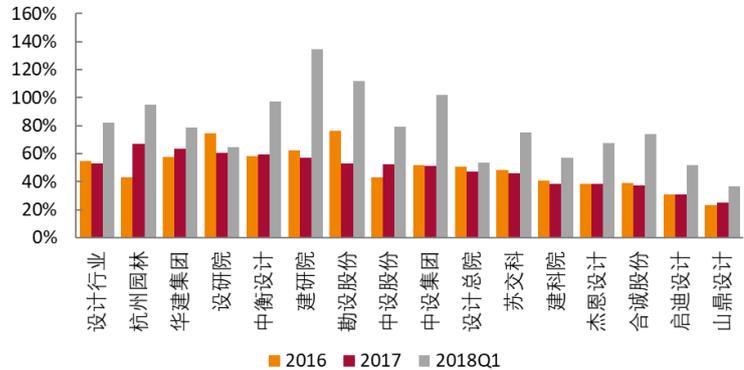
个股分化明显，勘设股份、设研院付现比分别下降 22.86、14.21 个百分点，主要原因可能是勘设股份、设研院 2016 年付现比分别为 76.02%、74.49%，远高于行业平均近 20 个百分点，随着上市，公司治理能力进一步规范，付现比因此向行业平均靠拢。杭州园林、中设集团付现比分别上升 23.76、9.43 个百分点，主要原因在于公司逐渐切入工程承包领域，收现比下降，公司将付款压力转嫁于上游供应商所致。

图 24：2014~2018Q1 设计板块付现比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 25：2016、2017、2018Q1 设计板块个股付现比

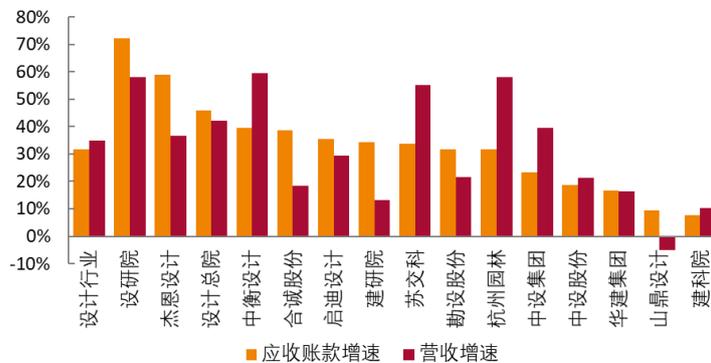


资料来源：Wind，天风证券研究所

2017 年设计板块应收账款增速为 31.57%，低于营收增速 3.39 个百分点，行业层面的回款在改善。

个股来看，分化严重。苏交科、中衡设计、中设集团等规模较大的龙头设计企业应收款增速低于营收增速，分别低于 21.38、19.92、16.15 个百分点。

图 26：2017 设计板块应收账款增速和营收增速

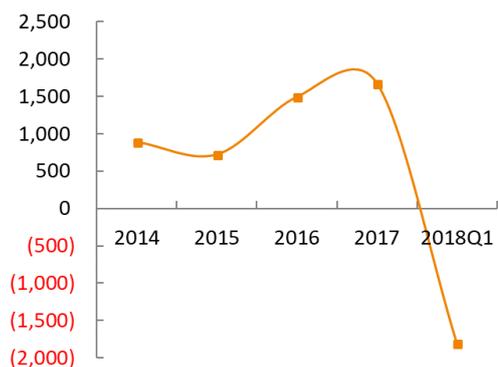


资料来源：Wind，天风证券研究所

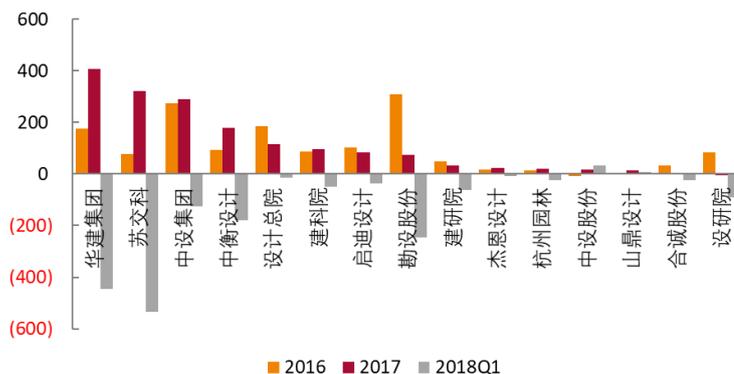
设计板块 2017 年经营性现金流净额增长 12.28%，苏交科、华建集团分别同增 317.59%、133.28%。2018Q1 经营活动现金流净额快速由正转负，但与 2017 年一季度相比基本持平。

图 27：2014~2018Q1 设计板块经营性现金流(百万)

图 28：2016、2017、2018Q1 设计板块个股经营性现金流(百万)



资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

7. 投资建议

设计板块的投资逻辑在于行业集中度和设计费用率双提升。板块 2017 年营收、归母净利润增速延续了高增长的趋势；设计及 EPC 业务毛利率均存上行空间。我们发现，龙头公司内生成性好，对并购公司的整合能力优秀；基建设计公司营收普遍好于房建设计公司；今年利率渐入下行通道、资金面较 2017 年宽松的大环境下行业回款或将改善。建议重点关注苏交科、中设集团、中衡设计、勘设股份、设研院等估值处于低位、风险收益比极高的设计龙头，维持“强于大市”评级。

8. 风险提示

固定资产投资加速下行，项目推进不达预期。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com