

华阳国际 (002949.SZ)

传统与装配式设计双轮驱动, BIM 打通全产业链布局

公司评级

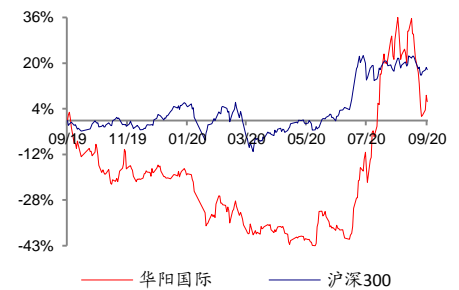
买入

当前价格	28.46 元
合理价值	36.79 元
报告日期	2020-09-17

核心观点:

- **新签订单增长支撑未来发展, 人均产值提升释放动能。** 公司有四大业务, 核心业务为建筑设计业务, 19 年建筑设计业务收入占比为 78%, 其余三大主营业务为工程造价咨询、EPC 业务和全过程咨询。公司 20H1 营收/归母净利润同比分别增长 24%/5%, 其中, Q2 收入/归母净利润同比增速分别为 33%/103%。新签订单方面, 公司 20 年中报显示 20H1 新签订单 28.53 亿元, 为 19 年营收的 2.39 倍, 新签订单充足, 有望支撑未来发展。人均产值后续有望持续提升。设计作为智力密集型行业, 人才数量与公司产出有直接关系。19 年公司人均产值约为 30 万元, 小于行业可比公司, 仍有较大的提升空间。
- **以装配式设计和 BIM 为核心技术, 布局全产业链。** 公司建筑设计业务可分为传统建筑设计, 装配式设计和 BIM 设计业务, 15-19 年营收复合增速分别为 16%/43%/33%。近年来, 随着装配式政策不断加码, 公司加大了装配式设计、BIM 设计的研发投入, 装配式业务有望进一步发展。装配式设计业务 20H1 收入同比增长 46%, 新签装配式设计订单 2.7 亿元, 占建筑设计业务订单的 29.9%, 大部分新签订单落地深圳。此外, 公司打造 BIM 平台正向设计能力, 全产业链协同管理。公司是国内较早启动 BIM 专项研究的设计企业之一, 逐步构建全专业的 BIM 正向设计能力, 解决建造时信息交互痛点, 有效降低设计业务人力成本。
- **投资建议:** 随着公司建筑设计业务的稳定发展和装配式业务的迅速推进, 公司业务有望保持较快增速, 预计公司 20-22 年归母净利润分别为 1.78/2.40/3.01 亿元, 同比增速分别为 30.5%/35.2%/25.3%。考虑到公司未来 2 年较高预测业绩增速, 给予公司 21 年略高于行业平均的 30 倍 PE, 对应合理价值为 36.79 元/股, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 人均产值提升不及预期; 异地扩张效果不及预期。

相对市场表现



分析师:

尉凯旋



SAC 执证号: S0260520070006



021-38003576



yukaixuan@gf.com.cn

分析师:

邹戈



SAC 执证号: S0260512020001



021-38003689



zouge@gf.com.cn

分析师:

谢璐



SAC 执证号: S0260514080004



SFC CE No. BMB592



021-38003688



xielu@gf.com.cn

请注意, 尉凯旋, 邹戈并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

盈利预测:

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	916	1,195	1,597	2,148	2,644
增长率(%)	54.6	30.4	33.7	34.5	23.1
EBITDA(百万元)	171	205	255	351	440
归母净利润(百万元)	126	136	178	240	301
增长率(%)	24.7	8.0	30.5	35.2	25.3
EPS(元/股)	0.86	0.69	0.91	1.23	1.54
市盈率(P/E)	-	31.24	31.39	23.21	18.53
ROE(%)	21.50	11.84	13.39	15.33	16.11
EV/EBITDA	-	18.81	19.66	13.57	10.26

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

目录索引

一、装配式设计先行者，实现建筑全过程工程咨询.....	5
（一）装配式设计先行者，积极跟踪前沿技术.....	5
（二）公司股权结构较集中稳定，初步完成全产业链布局.....	7
二、盈利能力行业领先，新签订单充足助力未来发展.....	9
（一）装配式设计占比上升，收入费用率稳中有进.....	9
（二）人员扩张迅速，人均产值有仍有较大的提升空间.....	11
（三）盈利能力处于在行业前列，长期 ROE 有望增长.....	12
三、从传统设计出发深耕装配式设计业务，致力成为设计科技龙头.....	16
（一）设计行业整体经营状况维持稳定，但利润率有所下滑.....	16
（二）装配式建筑/装修势在必行，未来渗透率有望进一步提升.....	19
（三）装配式设计业务布局华南，依托深圳政策利好加速发展.....	21
四、打造 BIM 平台正向设计能力，全产业链协同管理.....	24
（一）布局 BIM 平台设计技术，打通全产业链正向设计能力.....	24
（二）解决建造时信息交互痛点，有效降低设计业务人力成本.....	25
五、盈利预测及投资建议.....	28
（一）盈利预测.....	28
（二）投资建议.....	29
六、风险提示.....	30

图表索引

图 1: 公司发展历程	5
图 2: 公司股权结构及参控股公司情况 (截至 2020 年 6 月末)	8
图 3: 公司产业链布局情况	8
图 4: 2019 年公司业务结构	9
图 5: 2020 年上半年公司业务结构	9
图 6: 公司营业收入及增速	10
图 7: 公司归母净利润及增速	10
图 8: 公司毛利率及净利率水平	10
图 9: 公司期间费用率	10
图 10: 公司经营性现金流净额	11
图 11: 公司资产负债率	11
图 12: 2019 年国内主要建筑设计类公司人均产值 (万元)	12
图 13: 公司 2015-2019 年研发费用 (亿元)	12
图 14: 研发费用占总营业收入比例	12
图 15: 2019 年国内主要建筑设计类公司营业收入及归母净利润增速 (亿元)	13
图 16: 2019 年国内主要建筑设计类公司经营性净现金流 (亿元)	13
图 17: 2019 年国内主要建筑设计类公司 ROE (%)	13
图 18: 2019 年国内主要建筑设计类公司毛利率净利率对比 (%)	13
图 19: 2015-2019 年可比公司毛利率	14
图 20: 2015-2019 年可比公司净利率	14
图 21: 2015-2019 年可比公司总资产周转率 (次)	14
图 22: 2015-2019 年可比公司应收账款周转率 (次)	14
图 23: 2015-2019 年可比公司流动资产周转率 (次)	15
图 24: 2015-2019 年可比公司固定资产周转率 (次)	15
图 25: 分公司分布情况 (截至 2020 年 6 月底)	17
图 26: 设计勘察行业营业收入情况	18
图 27: 行业利润连年保持高增	18
图 28: 行业净利率、毛利率趋势	18
图 29: 工程勘察设计企业个数及增速	19
图 30: 工程勘察设计行业从业人员及增速	19
图 31: 装配式建筑施工程序	19
图 32: 2015-2019 年全国装配式建筑新开工建筑面积逐年增长	20
图 33: 2015-2019 年公司建筑设计业务增长情况 (%)	22
图 34: 公司 2018H1-2019H1 建筑设计业务增长情况 (%)	22
图 35: 2019 年公司建筑设计业务分业务占比	23
图 36: 装配式建筑施工程序	26
表 1: 华阳国际部分项目案例展示	6

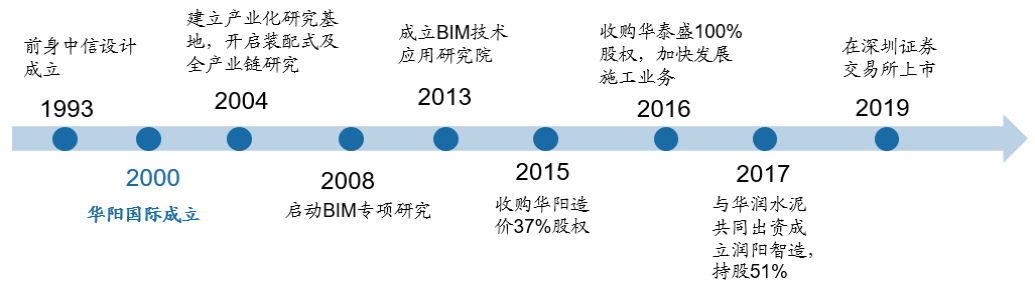
表 2: 可比公司杜邦分析对比 (2019 年)	15
表 3: 2016 年至今装配式建筑重要政策汇总.....	20
表 4: 2017 年至今深圳市装配式建筑重要政策汇总.....	21
表 5: 2015 年至今 BIM 相关产业重要政策汇总.....	24
表 6: BIM 设计与传统设计对比	27
表 7: 盈利预测表 (单位: 百万元)	29
表 8: 可比公司估值对比 (2020/09/16)	30

一、装配式设计先行者，实现建筑全过程工程咨询

（一）装配式设计先行者，积极跟踪前沿技术

华阳国际成立于1993年，2019年2月26日在深圳证券交易所上市，成为深圳市第一家上市建筑设计公司。公司一贯重视建筑领域新型理念和技术，积极跟踪前沿建筑理念和技术，公司自2004年便开始从事装配式建筑设计的研发和创新，积极推动装配式建筑理念和技术在我国的实践和普及，并参与了一系列行业标准的制订，成为建筑设计行业首家国家住宅产业化基地（住建部）、首批装配式建筑产业基地（住建部）、首批全过程工程咨询试点单位（住建部）。此外，公司积极推动BIM等技术的研发和应用，是全国首个完成政府工程BIM标准的设计企业，深圳市BIM工程实验室、首批全过程工程咨询试点单位（住建部）。

图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

公司拥有7家子公司，经过多年累积，已形成覆盖建筑全产业链的集团公司，业务范围全面覆盖规划、设计、造价咨询、装配式建筑、BIM技术研究、生产制造、施工建设、全过程工程咨询、代建及工程总承包等建筑领域。

自成立以来，华阳国际始终如一地专注工程领域，目前拥有建筑行业（建筑工程）甲级资质、城乡规划乙级资质、工程造价咨询甲级资质、建筑工程施工总承包一级资质和市政公用工程施工总承包二级资质。公司是国家高新技术企业、建筑设计行业首家“国家住宅产业化基地”、首批“装配式建筑产业基地”以及首批“全过程工程咨询试点单位”，深圳市BIM工程实验室设立在公司，目前公司累计获得60项专利，（包括8项发明专利、47项实用新型专利和5项外观设计专利）、59项软件著作权。公司有17名员工成为深圳市装配式建筑入库专家，有31名员工获得市级以上个人荣誉称号，53人获评各领域专家称号，其中20余名员工在各专家委员会中担任主任委员。

经过多年的发展和创新，公司业务范围已经由建筑设计延伸至装配式建筑设计与技术咨询、BIM设计与技术咨询、工程造价咨询、工程总承包、全过程工程咨询、PC

构件生产等建筑工程领域；区域布局从深圳拓展至广州、湖南、上海、海南、广西、江西、香港等多个重点区域，形成了以华南为中心，辐射华中、华东、西南等地区的市场格局；产品类型包括居住建筑、公共建筑、商业综合体等业态。

表 1: 华阳国际部分项目案例展示

项目		图片	项目介绍
城市 规划 项目	深圳华润城（大冲旧村改造）		大冲旧村改造是华阳国际在大型综合类旧城改造的开创性项目，作为项目规划、设计及总协调方，公司负责新城花园、城市花园、都市花园、大冲商务中心、过渡安置区、大冲大厦及润府的方案设计，同时也参与了万象天地的设计工作。
建筑 产业化及 设计	深圳市龙华区龙悦居（三期）		该项目是华南地区第一个工业化保障性住房项目，由六栋 26-28 层的高层工业化住宅组成。项目采用了 PC 外墙先装法，竖向受力剪力墙现浇的外挂板工法体系。获得“2015 年中国土木工程詹天佑奖优秀住宅小区金奖(保障房项目)”、“2011 中国首届保障性住房设计竞赛”一等奖、最佳产业化实施方案奖、国家康居示范工程；全国保障房优秀设计一等奖。
建筑 设计 项目	清华大学研究院新大楼		清华大学研究院及南山科创局旨在建成一座现代化的，理念先进的标杆科研办公楼。项目建成后希望实现产研结合的新高地，成为科技创新综合体。设计采用双塔布局，最大化利用建筑高度，让出更多地面空间，缓解城市密度压力。
工程 造价 及咨 询项 目	海上世界文化艺术中心		项目位于深圳市南山区海上世界片区内文化艺术核心地位，占地 26161.61 平方米，总建筑面积为 73481 平方米。其中计容建筑面积 29123 平方米，地下室两层，其建筑面积 44358 平方米，容积率为 1.1，建筑限高米。包含大跨度及大悬挑结构，属超限建筑。

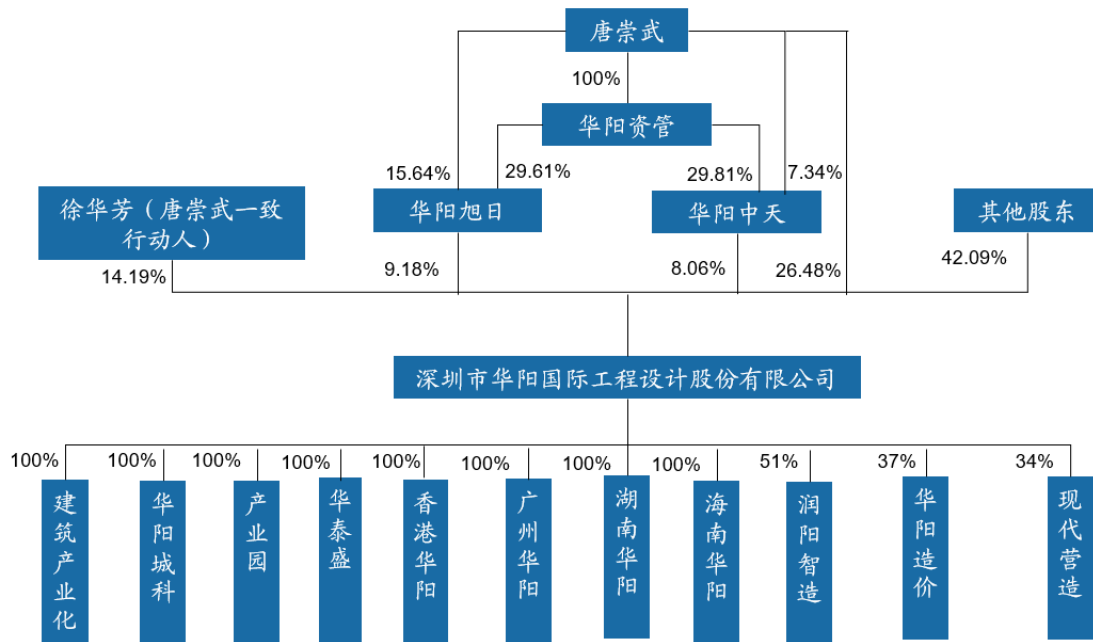
EPC 业务	龙岗保障性住房 EPC 项目		项目位于深圳龙岗区宝龙工业城片区，共四个地块，包含 12 栋 150 米超高层保障性住房和 1 个九年一贯制学校，总建筑面积达 60 万平方米，是深圳第一个超高层（150m）装配式人才房项目，将建成全国体量最大、高度最高的装配式保障房项目。
BIM 设计 与咨 询	莲塘口岸		莲塘口岸是深圳市政府主导的第一个，也是唯一一个提供全专业全流程 BIM 成果的示范项目。同时是深圳市规划建设第七座跨境陆路综合口岸，其建设将优化调整深圳市内陆口岸功能，加强港深和粤东地区联系。
代建 管理	福田区人民小学建设		作为“8+1”建筑联展”和“新校园计划”的 2018 年首批实施项目，人民小学位于深圳市福田区景田南路，规划用地面积 9498.50 平方米，总建筑面积 32325 平方米，拟规划建设成为 36 个班/1620 个学位的小学，是福田区首次尝试在建筑设计管理体制进行创新。

数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

（二）公司股权结构较集中稳定，初步完成全产业链布局

股权控制较集中稳定，实际控制人为唐崇武，截至2020年上半年，公司实际控制人唐崇武及其一致行动人直接持有公司40.67%的股份，同时通过华阳旭日和华阳中天两个员工持股平台间接持有公司约7.15%的股份（2015年8月在股份制改革之前通过现金增资的方式持有公司股份），总计持有公司约47.81%的股份。

图 2: 公司股权结构及参控股公司情况 (截至 2020 年 6 月末)



数据来源: 公司官网、广发证券发展研究中心

初步完成全产业链布局, 增加装配式建筑和BIM等城市科技技术研发。为顺应建筑行业装配式建筑和BIM等新技术的发展趋势, 呼应社会对长租公寓、绿色建筑的迫切需求, 公司持续增加装配式建筑和BIM等城市科技技术的研发投入。在协同设计平台的基础上, 着力开发基于BIM技术的设计管理平台, 逐步打造贯穿建筑全产业链的全生命周期的协同管理平台。公司已初步完成全产业链布局, 利用装配式建筑和BIM技术的积累, 向工程总承包、全过程工程咨询等新兴业务延伸, 以期设计业务挖掘新的价值载体, 培育新的利润增长点, 增强核心竞争力。

图 3: 公司产业链布局情况



数据来源: 公司官网、广发证券发展研究中心

二、盈利能力行业领先，新签订单充足助力未来发展

（一）装配式设计占比上升，收入费用率稳中有进

公司主营业务为建筑设计和研发及其延伸业务其中核心业务为建筑设计业务。2020年上半年，公司实现营业收入5.9亿元，建筑设计业务实现收入4.8亿元，占总收入的82.11%，其中装配式建筑实现设计收入1.3亿元，占总收入的27.07%。公司建筑设计业务按业务类别可分为常规建筑设计、装配式建筑设计与技术咨询和BIM设计与技术咨询。其余主营业务为造价咨询、工程总承包、全过程工程咨询等业务，2020年上半年收入占比分别为8.90%/7.16%/1.54%。

图 4：2019 年公司业务结构

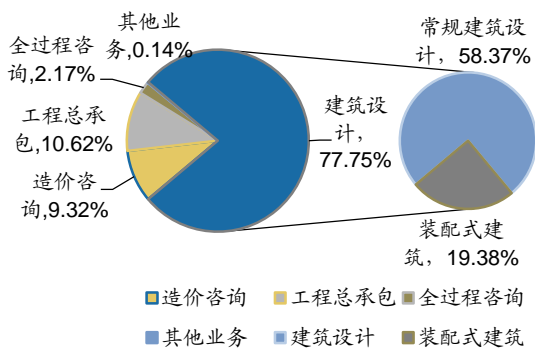
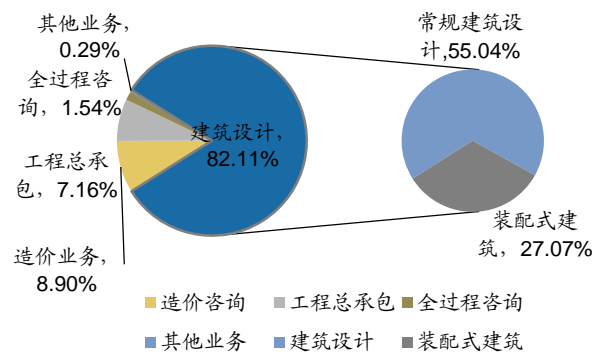


图 5：2020 年上半年公司业务结构

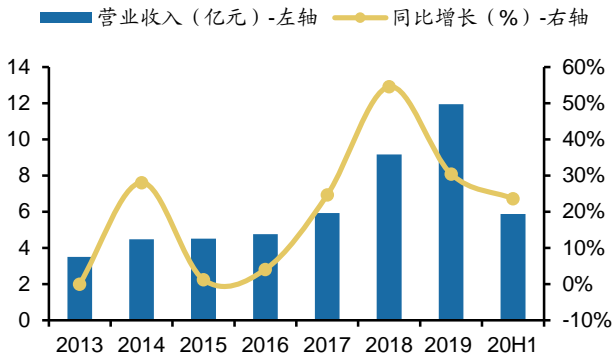


数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

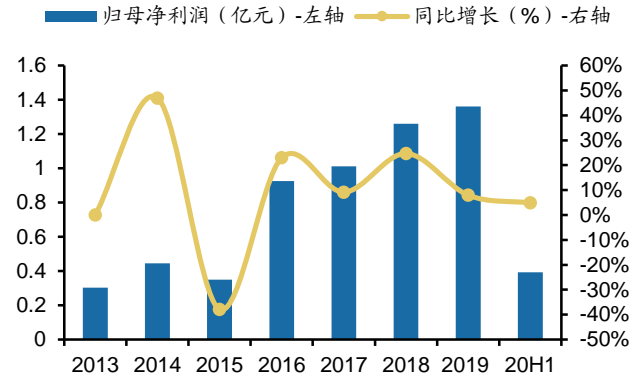
收入利润逆势上升，装配式业务增长较快，公司2020年上半年实现营业收入5.87亿元，同比增长23.60%；实现净利润4,198.51万元，同比增长5.25%；实现归属于上市公司股东的净利润为3,928.52万元，同比增长4.84%，公司财务状况安全健康，经营业绩保持稳定。分业务看，公司造价咨询业务实现收入5222.07万元，同比增长29.15%。EPC及全过程咨询等新业务实现收入5109.2万元，同比下降16.74%，主要系疫情影响工程开展进度；建筑设计业务实现收入4.82亿元，同比增长29.48%，其中装配式建筑设计业务实现收入1.30亿元，同比增长46.14%，助力公司Q2实现归母净利润6566.44万元，同比增长103%。

图 6: 公司营业收入及增速



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 7: 公司归母净利润及增速

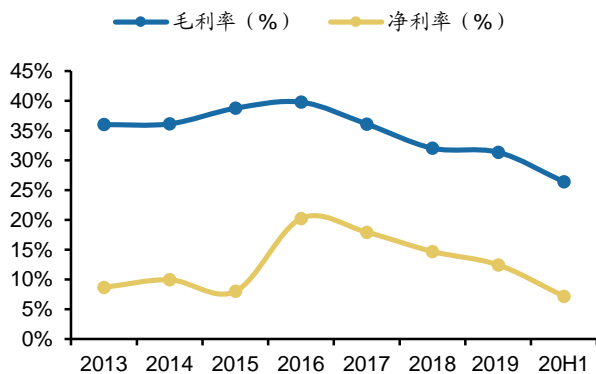


数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

公司2020年上半年毛利率/净利率分别为26.39%/7.15%，较去年同期分别下降1.52pct/1.24pct。公司2020上半年期间费用率为16.77%，较去年下降0.62pct，其中销售/管理（含研发）/财务费用率分别为2.07%/14.60%/0.10%，较去年分别变动-0.39/-0.63/+0.39pct。

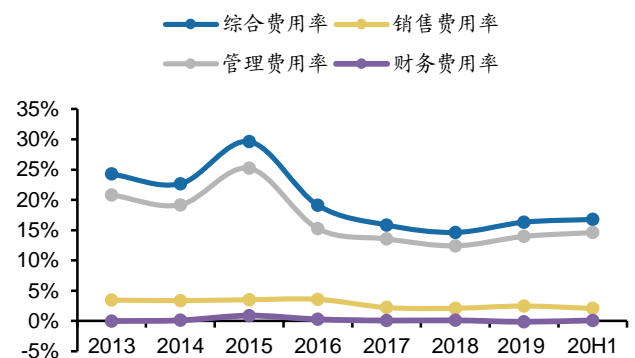
费用率趋于平稳，研发投入保持较高水平，公司自2015年以来费用占营收比例不断下降，综合费用率从2015年的29.62%下降至2019年的16.77%，约13个百分点。其中，管理费用率下降最为明显，从2015年的25.22%下降至2019年的6.9%，表明公司在优化内部管理效率方面取得一定成绩。公司研发投入保持较高水平，2015-2019年平均研发费用率达4.96%，公司研发主要集中于装配式建筑设计系统、自身设计管理系统及 BIM 正向设计领域，我们认为这也有望成为未来公司的三大核心竞争力。公司2013年至2019年期间平均财务费用率为0.19%。

图 8: 公司毛利率及净利率水平



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

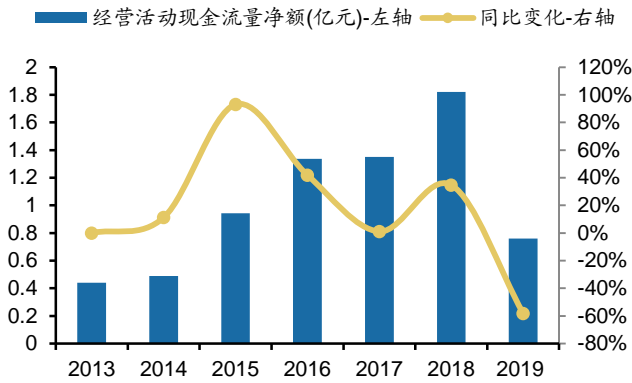
图 9: 公司期间费用率



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

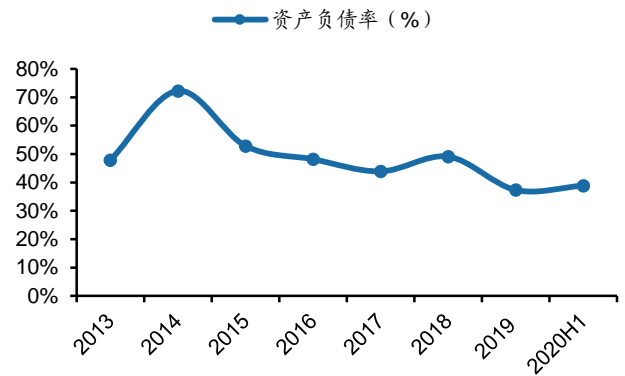
资本结构优化，经营性现金流增速回暖，资本结构方面，公司资产负债率从2014年的72.25%下降至2019年的37.32%。受良好业绩推动，公司经营性现金流情况较好，公司2020H1经营性现金流净额净流出8716万元，较去年同期流出收窄约1600万元。

图 10: 公司经营现金流净额



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 11: 公司资产负债率



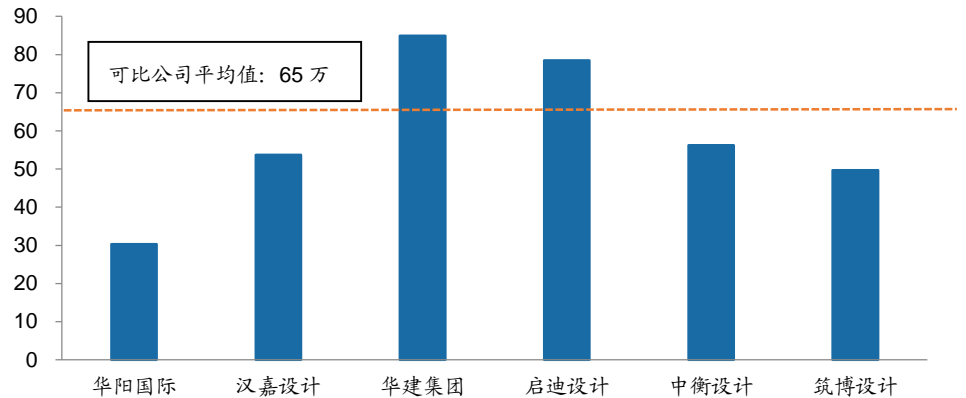
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

新签订单充足, 设计订单保持高速增长, 公司20年中报显示20H1各项业务新签合同总额28.53亿元, 为2019年公司总营收的2.39倍, 在手订单充足。公司2020年上半年建筑设计业务新签合同额9.04亿元, 较上年同期增长75.67%, 其中新签装配式设计订单2.70亿元, 占建筑设计业务总订单29.90%; 造价咨询业务新签合同额1.88亿元, 较上年同期增长20.11%; 工程总承包及全过程咨询等新业务新签合同额17.61亿元。主要新签合同多位于华南地区且质量较高, 包括观澜中学改扩建、市第二十一高级中学、红山中学高中部工程总承包 (EPC) 项目, 深圳市税务局新局新沙地块项目设计采购施工总承包工程 (EPC) 项目, 珠海横琴国际商务中心二期项目等。

(二) 人员扩张迅速, 人均产值有仍有较大的提升空间

人员扩张迅速, 人均产值后续有望持续提升, 公司2019年总员工数为3936人, 较上年末增长45.83%, 高级工程师为168人, 206名员工具备一级注册资格证书, 研发人数为410人, 占总员工比为10.42%。为了更直观的体现公司在国内建筑设计类公司中的情况, 我们选择了5家同行业公司进行比较, 分别为汉嘉设计、华建集团、启迪设计、中衡设计以及筑博设计。公司19年人均产值约为30万元, 远小于其余5家可比公司的人均产值, 据测算, 其余5家建筑设计类公司人均产值平均值为65万元, 华阳国际的人均产值有仍有较大的提升空间。设计作为智力密集型行业, 人才数量与公司产出有直接关系, 公司近两年员工人数增长迅速, 人均产值后续有望持续提升。

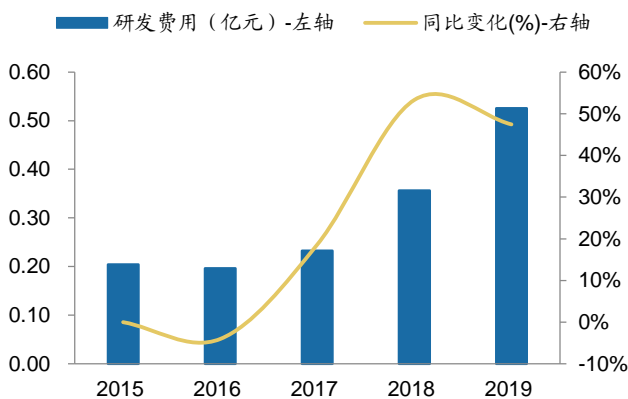
图 12: 2019 年国内主要建筑设计类公司人均产值 (万元)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

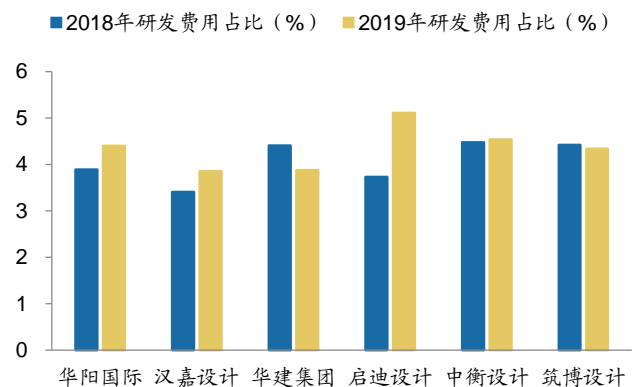
截止至2019年底,公司的研发投入为5256万元,同比增长47.44%,主要系公司加大新技术研究所致,公司研发费用主要构成为研发人员薪酬以及研发设备折旧等费用。

图 13: 公司 2015-2019 年研发费用 (亿元)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 14: 研发费用占总营业收入比例

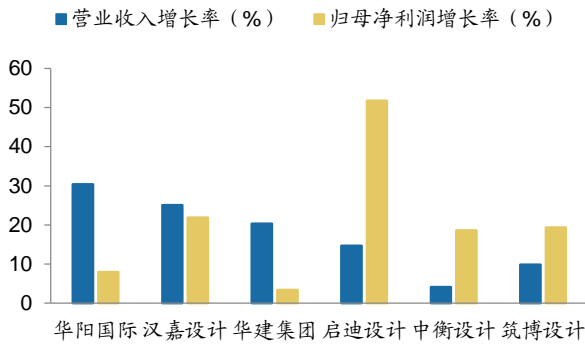


数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

(三) 盈利能力处于在行业前列, 长期 ROE 有望增长

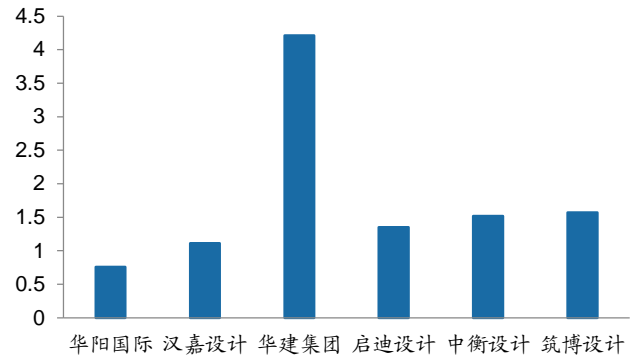
盈利能力走在行业前列, 高设计业务占比带来高盈利能力, 公司的毛利率、净利率均位于装配式建筑行业前列。2019 年公司毛利率高达 31.36%, 相比装配式同行业公司高出 2-13 个百分点; 净利率为 14.42%, 相比同行业公司高出 2-8 个百分点。公司主业为设计业务, 2019 年占比高达 77.75%, 而可比公司 2019 年设计业务占比平均值 40.60%, 更高的设计业务占比是公司综合盈利能力高于可比公司的重要原因。

图 15: 2019年国内主要建筑设计类公司营业收入及归母净利润增速 (亿元)



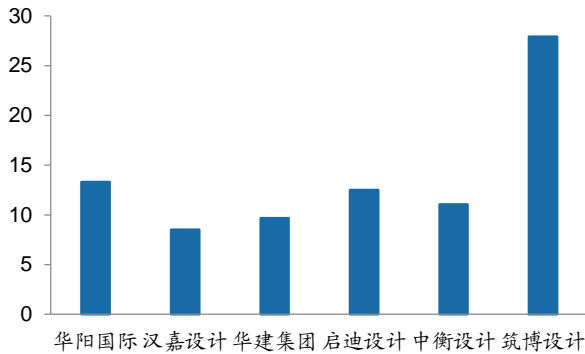
数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图 16: 2019年国内主要建筑设计类公司经营性净现金流 (亿元)



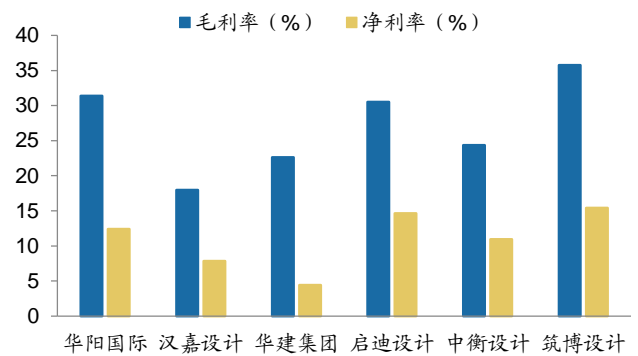
数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图 17: 2019年国内主要建筑设计类公司ROE (%)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

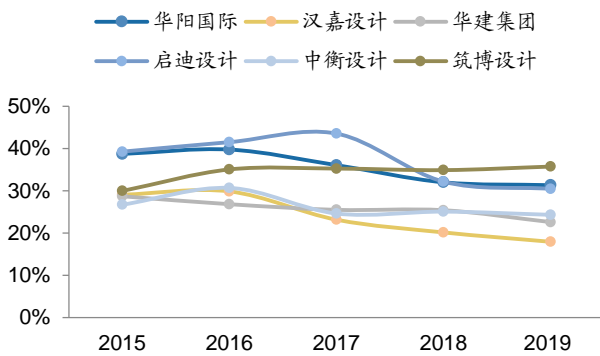
图 18: 2019年国内主要建筑设计类公司毛利率净利率对比 (%)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

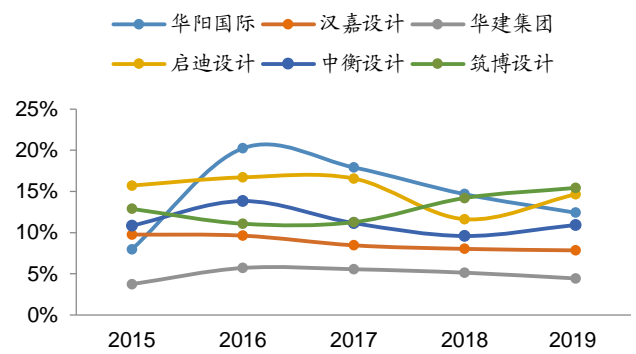
长期 ROE 有望提升, 公司 2015 年存在 4500 万元的股份支付费用导致管理费用率较高, 对净利率形成负面影响, 从而导致当年 ROE 为 19.94%。2016 年, 管理费用率降至正常水平, ROE 大幅上升至 30.46%, 远高于可比公司同期 ROE。从 2017 年开始至今, 虽然公司期间费用率整体管控良好, 呈下降趋势, 但 ROE 逐年下降, 主要原因是毛利率降低影响了公司净利率的表现。一方面, 毛利率较低的 EPC 业务占比从 2016 年的 0.14% 上升至 2019 年的 10.62%, 另一方面, 公司大幅扩招设计研究人员, 导致设计业务的毛利率从 2016 年的 40.43% 下降至 2019 年的 34.73%。受以上两个因素影响, 公司的 ROE 从 2016 年的 30.37% 下降至 2019 年的 13.31%, 但仍然保持在行业前列, 在 5 家可比公司中排名第二。公司营收增长率位于行业前列, 未来人均产值上升, EPC 业务的成本得到有效控制之后, 长期毛利率有望改善, ROE 仍有一定增长空间。

图 19: 2015-2019 年可比公司毛利率



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

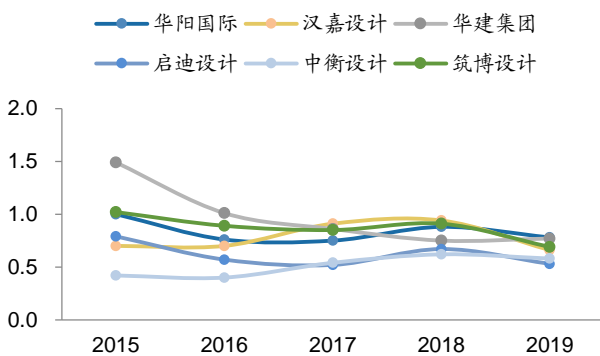
图 20: 2015-2019 年可比公司净利率



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

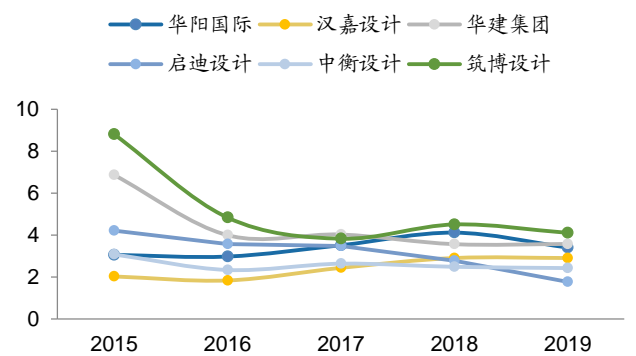
公司总资产周转率处于行业较高水平。2019 年总资产周转率为 0.78 次, 高于同行业可比公司平均水平, 体现了公司较高的运营效率。公司应收账款周转率从 2015 年的 3.1 次提升至 2018 年的 4.1 次, 主要原因系总承包业务从 2015 年的零收入增长至 2018 年的 1.76 亿元, 且回款情况良好。虽然 2019 年应收账款周转率降至 3.1 次, 但依然排在行业前列。公司固定资产周转率和流动资产周转率均处于行业平均水平。由于建筑设计业务很少产生存货, 可比公司的存货差异主要是工程总承包业务和会计口径差异带来的。公司存货占总资产的比例常年维持在 1%-2%左右。

图 21: 2015-2019 年可比公司总资产周转率 (次)



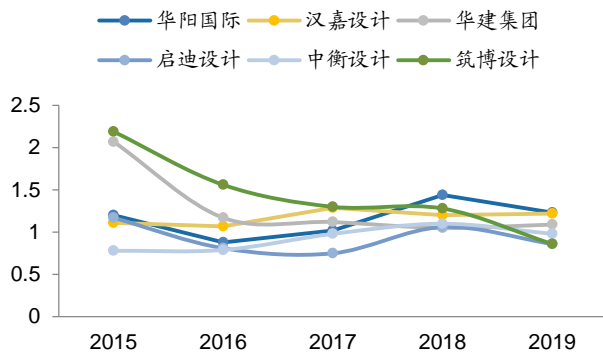
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 22: 2015-2019 年可比公司应收账款周转率 (次)



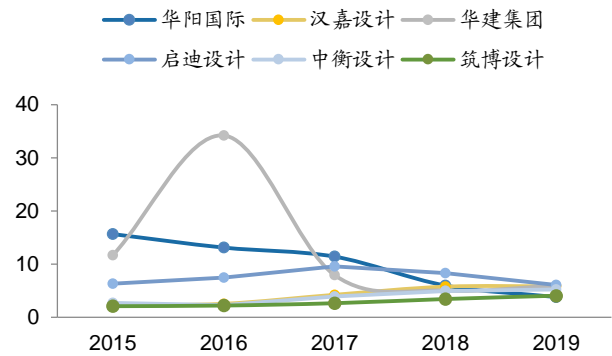
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 23: 2015-2019 年可比公司流动资产周转率 (次)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 24: 2015-2019 年可比公司固定资产周转率 (次)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

表 2: 可比公司杜邦分析对比 (2019年)

公司名称	ROE (%)	净利率 (%)	资产周转率 (次)	权益乘数
华阳国际	13.31	12.42	0.78	1.77
汉嘉设计	8.75	7.85	0.66	1.71
华建集团	9.70	4.44	0.77	3.33
启迪设计	12.49	14.65	0.53	1.76
中衡设计	10.94	10.93	0.58	1.82
筑博设计	19.58	15.43	0.69	1.84

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

三、从传统设计出发深耕装配式设计业务，致力成为设计科技龙头

（一）设计行业整体经营状况维持稳定，但利润率有所下滑

根据建筑类型的不同，设计业务主要分为居住建筑设计、公共建筑设计以及商业综合体设计。经过多年的发展，建筑设计是工程建设的首要环节，与建筑业的发展息息相关，建筑业广阔的市场空间和转型升级的趋势，为建筑设计行业及企业的发展创造了良好的市场机遇。

公司在上述三大领域积累了丰富的设计经验，荣获了包括中国土木工程詹天佑奖优秀住宅小区金奖、华彩奖、全国/省/市优秀工程勘察设计行业奖、全国人居经典建筑规划设计方案竞赛建筑奖、中国金房奖等奖项；涌现了招商海上世界双玺花园、深业沙河世纪山谷、莲塘口岸、招商海上世界文化艺术中心、华为松山湖总部基地、大疆天空之城、万科云城、深业上城、华润万象天地、卓越前海壹号、深圳中航城等一批代表性作品。

2019 年公司在深圳以外区域的分公司布局明显加速，公司加快布局长沙、香港等地业务，在巩固大湾区市占率的过程中，与万科、华润、招商等大型开发商建立了长期的合作关系，未来有望借助地产大客户业务实现渠道扩张，从而打造全国性布局。根据长沙市住建局提供的数据显示，到 2022 年末，全市建筑业总产值增速保持 12% 以上，达 7000 亿元，建筑业增加值占全市地区生产总值比重保持 8% 以上；特级资质建筑业企业超过 17 家，年产值 100 亿元以上企业和年产值 50 亿元以上民营建筑企业均超过 12 家，民营建筑企业核心竞争力不断增强，工程总承包建设模式、BIM 技术运用、装配式建筑等普遍推广。

图 25: 分公司分布情况 (截至 2020 年 6 月底)

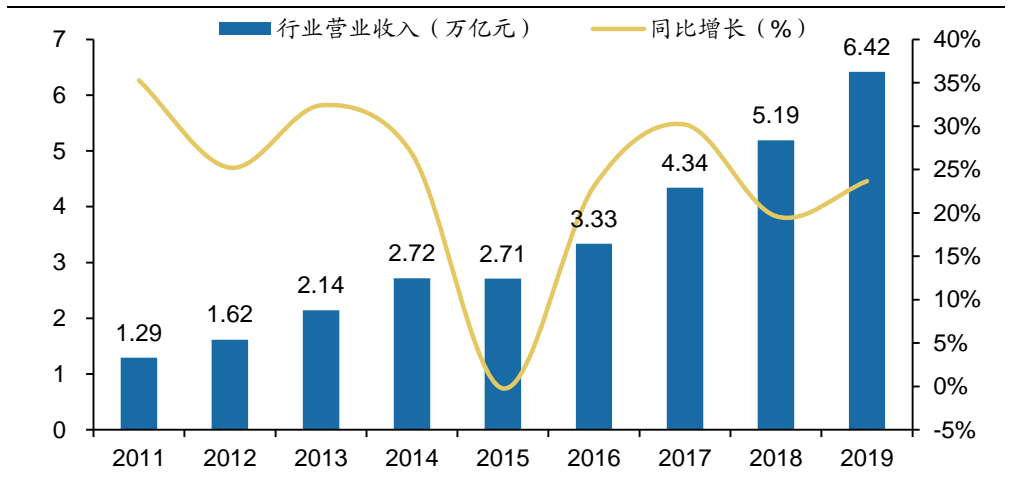


数据来源: 公司官网、广发证券发展研究中心

作为全国经济最发达的区域之一，粤港澳大湾区的固定资产投资规模与城镇化建设都处于领先水平。公司深耕华南区域市场多年，形成了以华南地区为中心，辐射华中、华东和西南等地区的业务布局，设立了广州、长沙、上海、海南、广西、香港等多个区域公司。公司与一批优质的核心客户建立了长期密切的战略合作关系，包括万科、华润、保利、招商、恒大、融创、龙湖、金地、人才安居集团等。此外，公司是深圳市建筑工务署、福田区政府、宝安区政府、龙华区政府、南山区政府等政府部门采购单位。

2019 年，在国家基础设施投资增速回落、严控地方政府债务和 PPP 项目的严峻形势下，工程勘察设计行业保持稳定发展。根据住建部《2019 年全国工程勘察设计统计公报》，2019 年我国工程勘察设计企业共实现营业收入 6.42 万亿元，同比增长 23.7%，继 2015 年触底回升后继续保持高速增长态势，总体呈回暖趋势。其中，工程勘察收入 986.9 亿元，同比增长 7.9%；工程设计收入 5094.9 亿元，同比增长 10.5%；工程总承包收入 33638.6 亿元，同比增长 29.2%；其他工程咨询业务收入 796.0 亿元，同比增长 21.1%。即便不考虑工程总承包业务，勘察设计收入仍然保持稳健增长。

图 26: 设计勘察行业营业收入情况

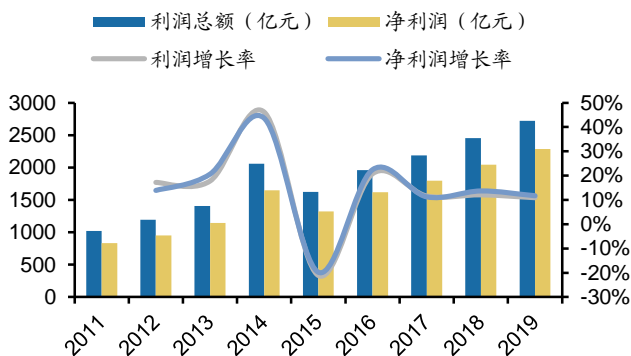


数据来源: 住建部、广发证券发展研究中心

2019年工程勘察设计企业全年利润总额2803.0亿元, 同比增加20.8%; 企业净利润2285.2亿元, 同比增长11.7%。总利润和净利润增速整体走势相近, 均在2015年触底后回升, 2019年则保持相对平稳增长。

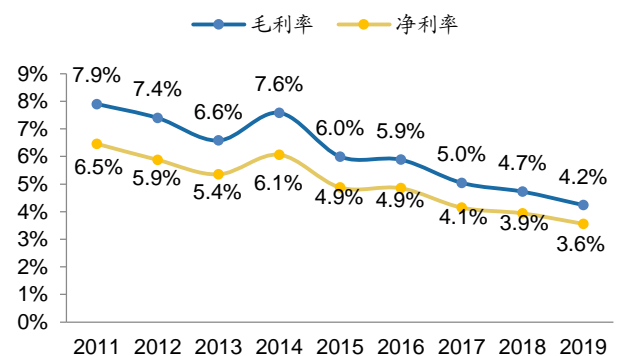
整体经营状况维持稳定, 但利润率有所下滑。行业的利润率和净利率总体呈下降趋势, 2019年毛利率和净利率分别为4.2%和3.6%, 系行业竞争程度上升, 且行业整体向EPC、PPP业务拓展, 从而拉低了整体利润率。

图 27: 行业利润连年保持高增



数据来源: 住建部、广发证券发展研究中心

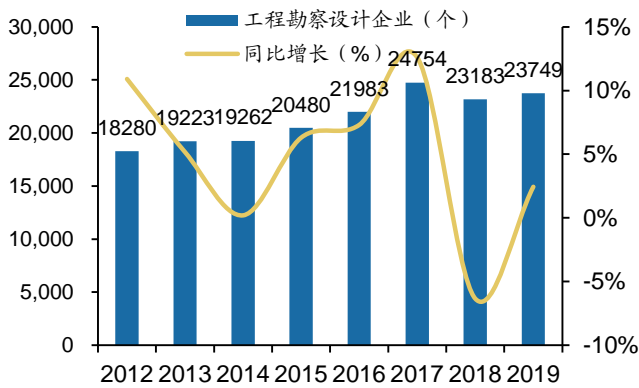
图 28: 行业净利率、毛利率趋势



数据来源: 住建部、广发证券发展研究中心

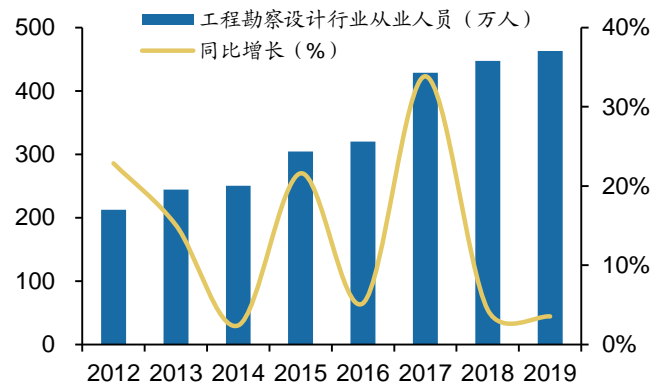
设计企业个数增速回暖, 技术人员占比上升。根据《2019年全国工程勘察设计统计公报》显示, 2019年工程勘察设计企业个数为23749个, 较18年同比增加了2.4%, 工程勘察设计行业从业人员463.1万人, 较去年同比增长3.5%。我国工程勘察设计从业人员在不断壮大, 行业技术人员对行业的发展至关重要。2019年我国勘查设计行业专业技术人员219.2万人, 同比增长16.5%。其中, 具有高级职称人员42.8万人, 占从业人员总数的19%, 目前高级技术人员较少, 但行业需求较大, 专业技术人员数量有待进一步提升。

图 29: 工程勘察设计企业个数及增速



数据来源: 住建部、广发证券发展研究中心

图 30: 工程勘察设计行业从业人员及增速

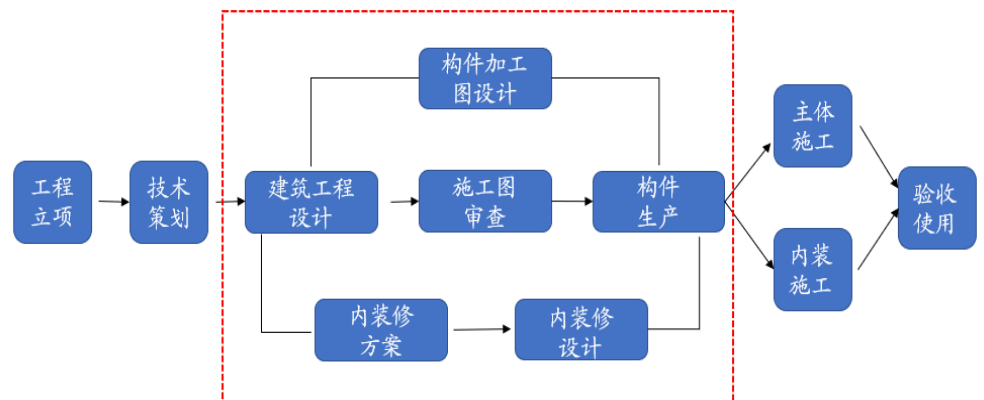


数据来源: 住建部、广发证券发展研究中心

(二) 装配式建筑/装修势在必行, 未来渗透率有望进一步提升

装配式建筑是指将建筑所需要的墙体、叠合板等预制构件在工厂按标准生产后, 直接运输至现场进行施工装配, 实现建筑过程从“建造”到“制造”的转变。

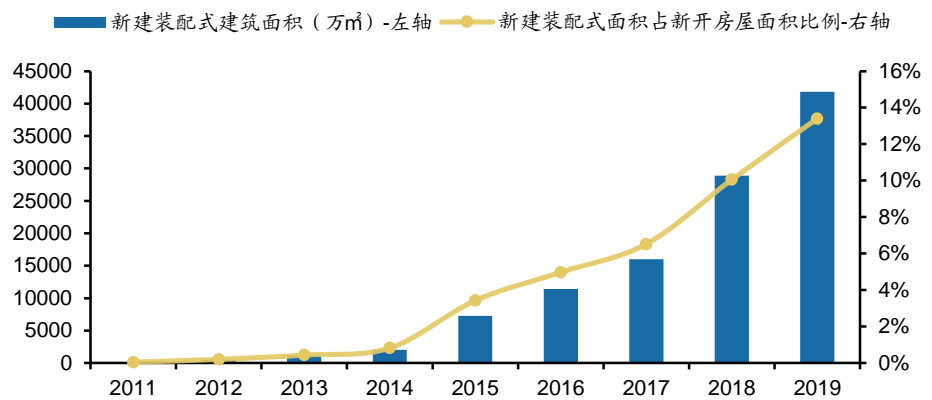
图 31: 装配式建筑施工流程



数据来源: 广发证券发展研究中心

装配式建筑渗透率提升且未来渗透率有望进一步提升。近年来, 国家逐渐意识到装配式建筑在环保等方面的优点, 不断出台政策推广装配式建筑, 促进建筑业转型升级。根据住建部发布的《2019年全国装配式建筑发展情况报告》, 全国装配式建筑新开工建筑面积从2016年的11400万平方米上升至2019年的41800万平方米, 占新建建筑面积比例由4.90%提升至13.40%, 过去5年复合增速约55%, 预计未来装配式建筑的渗透率将进一步提升。

图 32: 2015-2019年全国装配式建筑新开工建筑面积逐年增长



数据来源: 住建部、广发证券发展研究中心

相关政策纷纷出台, 装配式建筑势在必行。2016年2月, 国务院出台《关于进一步加强城市规划建设管理工作的若干意见》, 提出要力争用10年时间, 使装配式建筑占新建建筑的比例达到30%, 预计装配式建筑在国家的大力推广下, 渗透率将会有进一步提升。

表 3: 2016年至今装配式建筑重要政策汇总

时间	机构	政策或会议名称	主要内容
2016.02	国务院	《关于进一步加强城市规划建设管理工作的若干意见》	加大政策支持力度, 力争用 10 年左右时间, 使装配式建筑占新建建筑的比例达到 30%。积极稳妥推广钢结构建筑。
2016.03	-	《政府工作报告》	积极推广绿色建筑和建材, 大力发展钢结构和装配式建筑, 加快标准化建设, 提高建筑技术水平和工程质量。
2016.09	国务院	国务院常务会议	决定大力发展装配式建筑, 推动产业结构调整升级。
2016.09	国务院	《关于大力发展装配式建筑的指导意见》	以京津冀、长三角、珠三角三大城市群为重点推进地区, 常住人口超过 300 万的其他城市为积极推进地区, 其余城市为鼓励推进地区, 因地制宜发展装配式混凝土结构、钢结构和现代木结构等装配式建筑。力争用 10 年左右的时间, 使装配式建筑占新建建筑面积的比例达到 30%。
2017.01	国务院	《“十三五”节能减排综合工作方案》	实施绿色建筑全产业链发展计划, 推行绿色施工方式, 推广节能绿色建材、装配式和钢结构建筑。
2017.02	国务院	国务院常务会议	深化建筑业“放管服”改革, 推广智能和装配式建筑。
2017.02	国务院	《国务院办公厅关于促进建筑业持续健康发展的意见》	要坚持标准化设计、工厂化生产、装配化施工、一体化装修、信息化管理、智能化应用, 推动建造方式创新, 大力发展装配式混凝土和钢结构建筑, 在具备条件的地方倡导发展现代木结构建筑, 不断提高装配式建筑在新建建筑中的比例。力争用 10 年左右的时间, 使装配式建筑占新建建筑面积的比例达到 30%。
2017.03	住建部	《建筑节能与绿色建筑发展“十三五”规划》	大力发展装配式建筑, 加快建设装配式建筑生产基地, 培育设计、生产、施工一体化龙头企业; 完善装配式建筑相关政策、标准及技术体系。积极发展钢结构、现代木结构等建筑结构体系。
2017.03	住建部	《“十三五”装配式建筑行动方案》 《装配式建筑示范城市管理办法》 《装配式建筑产业基地管理办法》	到 2020 年, 全国装配式建筑占新建建筑的比例达到 15%以上, 其中重点推进地区达到 20%以上, 积极推进地区达到 15%以上, 鼓励推进地区达到 10%以上; 培育 50 个以上装配式建筑示范城市, 200 个以上装配

			式建筑产业基地，500个以上装配式建筑示范工程，建设30个以上装配式建筑科技创新基地。
2018.03	住建部	《2018年工作要点》	扩大绿色建筑强制推广范围，力争到今年底，城镇绿色建筑占新建建筑比例达到40%。
2018.01	住建部	全国住房和城乡建设工作会议	大力发展钢结构等装配式建筑，积极化解建筑材料、用工供需不平衡的矛盾，加快完善装配式建筑技术和标准体系。
2019.03	住建部	《关于印发住建部建筑市场监管司2019年工作要点的通知》	推进建筑业重点领域改革，促进建筑产业转型升级，推进钢结构于住宅建设试点。
2019.06	住建部	《装配式钢结构住宅建筑技术标准》	在钢结构住宅的集成设计、各大系统、部品部件生产、施工安装与质量验收、使用维护及管理方面制定了详细规范，加速推动钢结构在住宅领域的推广。
2020.04	住建部	《关于组织申报2020年科学技术计划项目的通知》	装配式建筑列入2020年住建部科学技术计划项目申报重点支持方向。
2020.05	住建部	《2019装配式建筑发展概况》	加快优化建筑技术体系，创新体制和机制，提高产业配套能力，建设更多装配式建筑示范工程项目，引领建筑业转型升级和高质量发展。

数据来源：国务院、住建部、广发证券发展研究中心

（三）装配式设计业务布局华南，依托深圳政策利好加速发展

公司是最早开展装配式建筑设计研究的企业之一，已在全国15个城市完成近百个装配式建筑项目设计，总建筑面积超过1,000万平方米。目前公司在装配式建筑设计领域处于行业领先水平，是仅有的获得国家住宅产业化基地认定的两家设计院之一，也是国家装配式建筑评价标准的主要制定者之一。公司参与了省部级、市级和企业级等8项专项课题研究、25项标准的制定以及12项标准设计图集的编制。公司被住建部认定为“国家住宅产业化基地”及“装配式建筑产业基地”。

据公司招股说明书披露，2015-2017年公司前十大客户贡献收入的比重合计在47%-56%之间，十大客户主要由总部位于广深的知名房企、知名制造业企业及深圳市政府组成。深圳作为全国推行装配式建筑较早且较为彻底的区域，其发展经验未来有望向辐射区域推广，而公司作为深圳推行装配式建筑的设计龙头，在公司人均产值逐步增加的情况下，有望逐步打开广深区域外的市场。

表 4：2017年至今深圳市装配式建筑重要政策汇总

时间	政策名称	主要内容
2017.01	《关于加快推进装配式建筑的通知》	通过设计、生产、运输、施工等专业协调和信息共享，优化装配式建筑的整体方案和资源配置，建立装配式建筑项目数据库，为实现装配式建筑全过程质量管控和责任追溯提供信息技术支撑。
2017.12	《关于提升建设工程质量水平打造城市建设精品若干措施》	重点完善轨道交通、综合管廊、海绵城市等基础设施建设以及装配式建筑、绿色建筑、建筑废弃物综合利用、BIM应用等领域的工程建设技术标准。
2018.03	《深圳市装配式建筑发展专项规划（2018-2020）》	充分借鉴国内外的先进经验，吸收和改良国内外先进技术，在装配式混凝土结构和钢结构等领域，探索形成适合深圳地区特点的技术路线。将

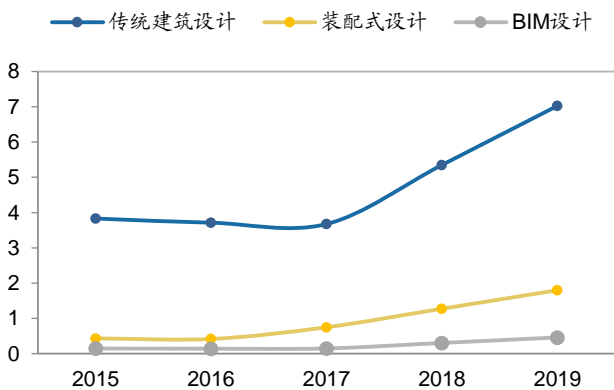
		装配式建筑产业列入先进制造业的范围，市产业基地可依法享受建筑节能发展资金、绿色金融等相关扶持政策。
2018.08	《深圳市装配式建筑专家管理办法》	装配式建筑专家实行分类管理。纳入专家库的专家由建设、设计、施工、质监检测、部品部件生产、装饰装修、建设经济和科研咨询等专业领域的专家组成。
2018.11	《深圳市装配式建筑产业基地管理办法》	市主管部门从市产业基地中择优向市科技创新部门推荐申报重点扶持对象，以及向住房和城乡建设部推荐申报国家装配式建筑产业基地。
2018.11	《关于在市政基础设施中加快推广应用装配式技术的通知》	充分发挥政府引导、市场主导的作用，加快拓展装配式技术的应用范围，提升市政基础设施工程质量水平，推进市政基础设施建设产业的转型升级，建立健全适合本市市政基础设施装配式技术推广应用的政策和标准体系，培育一批设计、施工、部品部件规模化生产企业，打造一批试点示范项目，基本实现本市市政基础设施“标准化设计、工厂化生产、装配化施工、信息化管理、智能化应用”的绿色发展目标。

数据来源：深圳市住房和建设局、深圳市规划和国土资源委员会、广发证券发展研究中心

公司致力于发展成为以设计研发为龙头，以装配式建筑设计和 BIM 为核心技术的全产业链布局的设计科技企业。依托建筑设计和研发、装配式建筑、BIM 等领域的优势，公司基本完成了全产业链布局。公司 2015-19 年建筑设计营收复合增长率为 20.44%，公司建筑设计业务可分为传统建筑设计业务，装配式设计业务和 BIM 设计业务，设营收复合增长率分别为 16.37%/42.62%/32.98%，装配式和 BIM 业务发展迅速，2019 年营收分别为 1.8 亿元和 0.46 亿元。

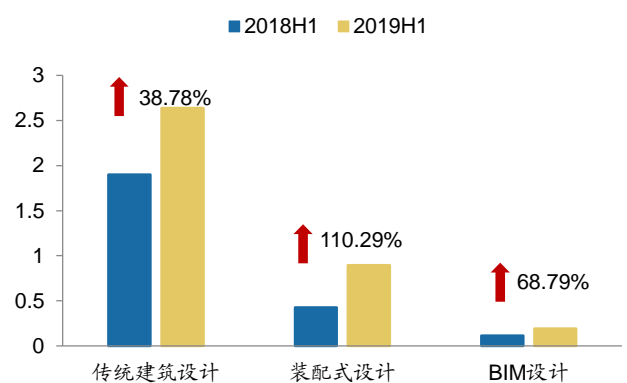
截至 2020 年 6 月末，公司新签装配式设计订单 2.7 亿元，占建筑设计业务全部订单的 29.9%，大部分新签订单落地深圳。

图 33: 2015-2019 年公司建筑设计业务增长情况 (%)



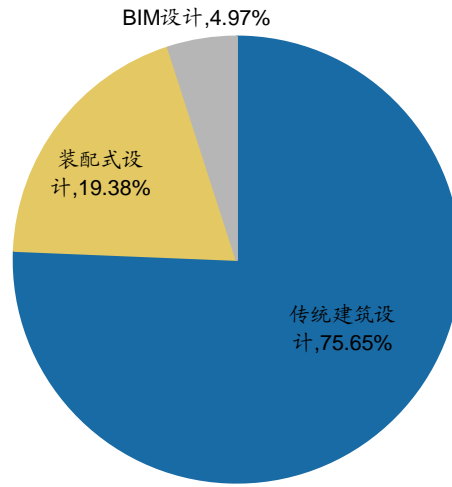
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 34: 公司 2018H1-2019H1 建筑设计业务增长情况 (%)



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 35: 2019 年公司建筑设计业务分业务占比



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

四、打造 BIM 平台正向设计能力，全产业链协同管理

（一）布局 BIM 平台设计技术，打通全产业链正向设计能力

如何保证构件的规格符合要求？如何保证大型构件在预留的空间中及时完成安装？这对装配式设计建造过程中的信息传递提出了更高的要求。BIM（Building Information Modeling）技术的出现很好地满足了这一需求。

公司是国内较早启动BIM专项研究的设计企业之一，逐步构建全专业的BIM正向设计能力。2008年公司启动BIM专项研究，参与了国家、市级等14项标准的制定以及市级3项专项课题研究。公司相继研发上线了iBIM平台V2.0版和华阳速建2019版，逐步构建建筑、结构、给排水、暖通、电气、装配式等全专业的BIM正向设计能力。公司将持续加大BIM的研发投入，目前华阳城市科技公司员工超过100人，搭建了覆盖设计、造价、施工、IT等专业领域的复合型人才队伍。公司还获得了buildingSMART 2015年香港国际BIM大奖、2016年“创新杯”建筑信息模型设计大赛科研办公BIM普及应用奖、2015年度国际空间设计大奖艾特奖最佳公共建筑设计入围奖等。

表 5：2015 年至今 BIM 相关产业重要政策汇总

时间	机构	政策或会议名称	主要内容
2017.02	国务院	《关于促进建筑业持续健康发展的意见》	加快推进建筑信息模型（BIM）技术在规划、勘察、设计、施工和运营维护全过程的集成应用，实现工程建设项目全生命周期数据共享和信息化管理，为项目方案优化和科学决策提供依据，促进建筑业提质增效。
2015.06	住建部	《关于推进建筑信息模型应用的指导意见》	1. 到 2020 年末，建筑行业甲级勘察、设计单位以及特级、一级房屋建筑工程施工企业应掌握并实现 BIM 与企业管理系统和其他信息技术的一体化集成应用。2. 研究建立基于 BIM 的协同设计工作模式，根据工程项目的实际需求和应用条件确定不同阶段的工作内容。开展 BIM 示范应用，积累和构建各专业族库，制定相关企业标准。
2016.08	住建部	《2016-2020 年建筑业信息化发展纲要	在工程项目设计中，普及应用 BIM 进行设计方案的性能和功能模拟分析、优化、绘图、审查，以及成果交付和可视化沟通，提高设计质量。推广基于 BIM 的协同设计，开展多专业间的数据共享和协同，优化设计流程，提高设计质量和效率。研究开发基于 BIM 的集成设计系统及协同工作系统，实现建筑、结构、水暖电等专业的信息集成与共享。
2017.05	住建部	《建筑业发展“十三五”规划》	加大信息化推广力度，应用 BIM 技术的新开工项目数量增加。甲级工程勘察设计企业，一级以上施工总承包企业技术研发投入占企业营业收入比重在“十二五”期末基础上提高 1 个百分点。
2017.09	交通运输部办公厅	《关于开展公路 BIM 技术应用示范工程建设的通知》	在公路项目设计、施工、养护、运营管理全过程开展 BIM 技术应用示范，或围绕项目管理各阶段开展 BIM 技术专项示范工作。

2018.01	交通运输部办公厅	《关于推进公路水运工程 BIM 技术应用的指导意见》	围绕 BIM 技术发展和行业发展需要，有序推进公路水运工程 BIM 技术应用，在条件成熟的领域和专业优先应用 BIM 技术，逐步实现 BIM 技术在公路水运工程广泛应用。
2020.03	浙江省住房和城乡建设厅	《装配式钢结构住宅建筑技术标准》	实现全年新开工装配式建筑占新建建筑面积达到 30%以上；累计建成钢结构装配式住宅 500 万平方米以上；推进装配式建筑与绿色施工、数字建造深度融合，加大 BIM 技术的推广应用；推广应用装配式建筑项目管理平台，利用物联网等信息技术，实现全省装配式建筑全过程管理追踪和维护；至 2020 年底，杭州、宁波、绍兴市新开工建设钢结构装配式住宅面积分别达 70 万平方米、50 万平方米和 40 万平方米以上。

数据来源：国务院、住建部、交通运输部办公厅、浙江省住房和城乡建设厅、广发证券发展研究中心

BIM 是以建筑工程项目的各项信息数据作为基础，建立起三维的建筑模型，通过数字信息仿真模拟建筑物所具有的真实信息。这一模型既包括建筑物的信息模型，同时又包括建筑工程管理行为的模型，可以通过信息的共享和传递将两者结合，为设计团队和施工团队提供协同工作的基础，从而提高施工效率、节约成本、缩短工期，有效实现建筑的全生命周期管理。

2014 年公司对“模块化设计管理协同平台”进行二次开发与升级，**公司设计平台由传统的设计分工模式向协同设计模式升级、由传统的单人应用向群体协作应用转变。**

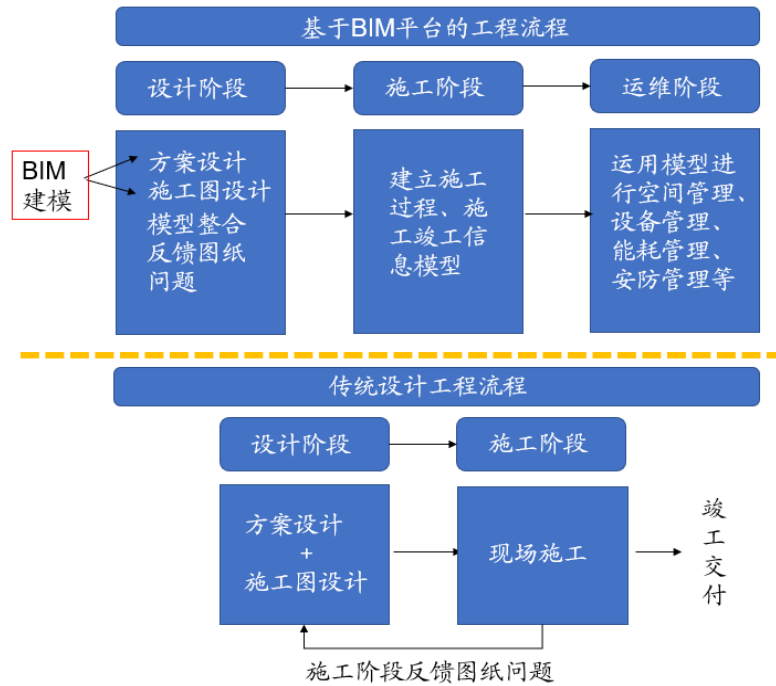
“模块化设计管理协同平台”利用互联网技术实现了远程设计、管理与资源共享，极大提升了公司的生产效率和设计质量。随着装配式建筑和 BIM 技术的发展，行业的生产工具有了革命性的变化，公司的 BIM 设计平台为“BIM ProjectWise”，在该平台上，设计人员可以创建、驱动三维建筑模型，并在此基础上进行建造信息的分析与模拟，从而极大提升下游建筑施工的效率和质量。

（二）解决建造时信息交互痛点，有效降低设计业务人力成本

装配式建筑建造过程中面临的一个痛点是信息交互问题。装配式建筑建造过程中的两大特点是结构设计复杂，预制构件多。装配式建筑的建造模式是设计——工厂制造——现场安装，这相比于传统的设计——现场施工就有可能产生由于设计图纸不合理，导致工厂制造的构件到安装阶段才发现不能用的情况，从而造成资源浪费。痛点场景往往在施工过程中出现工序碰撞造成的返工、窝工等现象，现场布置不合理造成的二次搬运等问题，造成时间和金钱的浪费。

BIM 技术能使整个设计团队协同设计，建立统一的设计标准，包括图层、颜色、线型、打印样式等，在此基础上，所有设计人员在一个统一平台进行设计建模，试试在平台上进行汇总整合分析，从而减少各专业以及专业内部由于沟通不畅或不及时导致的错、漏、碰、缺，**真正实现所有图纸信息元的单一性，实现一处修改其他自动修改，提升设计效率和设计质量。**

图 36: 装配式建筑施工程序



数据来源: 广发证券发展研究中心

BIM 的三维正向设计能够降低设计业务中的人力成本占比, BIM 正向设计可以做到一模多用, 只需要在初步设计时建立的模型上添加各种设计施工参数就可进行设计工作, 同时施工图可直接用于碰撞检查, 避免了重复劳动, 极大地提高了效率。图纸与模型相互关联, 便于设计师调用和修改, 平台会模拟现有设计图, 一旦设计有误, 平台会自动显示问题, 设计师马上就能发现并修改, **避免了传统设计中在施工现场才能发现施工图中的问题再退回修改而耗费的大量人力和时间, 从而减少设计周期、降低人力成本。**

BIM 模型提供了建筑物的实际存在的信息, 包括几何信息、物理信息、规则信息等。现代建筑物的复杂程度大多超过参与人员本身的能力极限, **BIM 及其配套的各种优化工具提供了对复杂项目进行优化的可能。**在项目的设计阶段, 通过 BIM 技术, 建筑师们可以在三维可视化的空间角度以及逻辑四位下进行设计思考。

BIM 平台还能把项目设计和投资回报分析结合起来, 计算出设计变化对投资回报的影响,使得业主知道哪种项目设计方案更有利于自身的需求, 对设计施工方案进行优化, 可以带来显著的工期和造价改进。

表 6: BIM 设计与传统设计对比

	BIM 设计	传统设计 CAD 图纸
图纸表现性	3D 可视化模型，将项目中各个构件的数据信息纳入，为设计团队和施工团队提供协同工作的基础。自动生成平、立、剖等图纸，并随着设计方案自动更新	基本上以 2D 平面图为主，图纸中以点、线、面的概念呈现给项目参与各方。
图纸模拟性	有效模拟设计结果，评估并改善，构件具有高度关联性，发现构件有问题只需要进行属性调整，随后与之相关的构件都会随之而变化，自动配适。	无法模拟设计结果，可能存在设计隐患，一旦发现某处设计不合理，需要经过多人、长时间的去修改与之相关图元中的所有构件属性，浪费时间及成本。
图纸信息存储	可视化的 3D 动态模型 + 电子图纸，还可将工程量清单、施工管理报告、造价估算数据报表等存储于云端方便调用。	2D 电子化图纸+表格。

数据来源：公司招股说明书、广发证券发展研究中心

五、盈利预测及投资建议

（一）盈利预测

1. 营业收入：公司多年深耕建筑设计行业，是中国建筑设计行业的一线公司之一。分业务看：

建筑设计业务是公司目前的核心业务，包括传统建筑设计业务、装配式设计业务和BIM设计业务，共占据公司营业收入的80%左右，近年来，公司在保持建筑设计业务稳步增长的同时，积极发展装配式设计业务和BIM设计业务。装配式设计业务占比正在不断提升，成为公司核心业务之一，助推公司建筑设计业务增长。我们预计2021年增速较大系公司人均产值逐渐放量，提升公司设计业务增速。预计公司20-22年建筑设计业务增速分别为35%/37%/25%。预计公司20-22年建筑设计业务分别实现营业收入15.97/21.47/26.44亿元。

工程造价咨询业务：公司18-19年工程造价业务营收增速分别为44%/40%，近年保持较高的增速。公司新招聘员工大多为研究人员，公司发展重心逐渐向装配式设计以及BIM设计业务倾斜，因此我们预测公司工程造价业务增势会放缓，预计公司20-22年工程造价咨询业务分别实现营业收入1.56/2.07/2.49亿元。

EPC工程总承包业务：EPC业务从17年开始占公司业务比重不断下降，预计公司20-22年EPC业务实现收入1.54/1.83/2.01亿元。

2. 毛利率：分业务看：

建筑设计业务：公司深耕建筑设计行业多年，积累了丰富的经验，但自16年以来设计人员持续大幅扩张，新进员工增加导致人均产值提升较为缓慢，致使设计业务毛利率从16年的40.43%下滑至19年的34.73%。目前公司已放缓人员招聘进度，我们认为未来人均产值会逐渐恢复从而带动毛利提升，且装配式设计业务毛利率理论上高于传统设计，看好装配式设计业务对建筑设计业务盈利的贡献，预计20-22年建筑设计业务毛利率分别为33.09%/33.19%/34.60%。

工程造价咨询业务：考虑到公司未来人均产值有望恢复，对公司毛利率起积极影响，我们预计20-22年工程造价咨询业务毛利率为40%/42%/42%。

EPC工程总承包业务：公司于2016年才涉足EPC工程总承包业务，时间较短以及施工管理经验不足，所以期间毛利率较低，近年公司放缓EPC业务扩张脚步，提高工程管理质量从而降低成本，所以我们预期20-22年EPC业务毛利率维持在6%。

3. 费用率：公司未来将继续专注于建筑设计，深入发展装配式设计以及BIM技术一体化平台，逐步打造贯穿建筑全产业链的全生命周期的协同管理平台。预计未来公司研发费用率将略有上升，其他费率保持稳定。

总结：随着公司建筑设计业务的稳定发展和装配式业务的迅速推进，公司业务有望保持较快的增速，预计公司20-22年归母净利润分别为1.78/2.40/3.01亿元，同比增速分别为30.5%/35.2%/25.3%。

表 7: 盈利预测表 (单位: 百万元)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
建筑设计					
营业收入	651.01	928.80	1249.30	1709.79	2136.44
增长率	42.19%	42.67%	34.51%	36.86%	24.95%
毛利	255.63	322.55	413.42	567.44	739.31
毛利率	39.27%	34.73%	33.09%	33.19%	34.60%
造价咨询					
营业收入	79.56	111.39	155.95	207.41	248.89
增长率	43.61%	40.01%	40.00%	33.00%	20.00%
毛利	25.70	39.51	62.38	87.11	104.53
毛利率	32.31%	35.47%	40.00%	42.00%	42.00%
工程总承包					
营业收入	175.95	126.82	154.72	182.57	200.83
增长率	121.52%	-27.92%	22.00%	18.00%	10.00%
毛利	10.18	5.07	9.28	10.95	12.05
毛利率	5.78%	4.00%	6.00%	6.00%	6.00%
全过程咨询					
营业收入	8.47	25.92	34.99	45.49	54.59
增长率	-	206.02%	35.00%	30.00%	20.00%
毛利	1.32	6.40	12.25	15.92	16.38
毛利率	15.58%	24.71%	35.00%	35.00%	30.00%
其他业务					
营业收入	1.11	1.71	2.14	2.67	3.34
增长率	-	54.05%	25.00%	25.00%	25.00%
毛利	0.38	0.57	0.64	0.80	1.00
毛利率	65.93%	81.62%	70.00%	70.00%	70.00%
合计					
营业收入	916.10	1194.64	1597.10	2147.93	2644.08
增长率	54.57%	30.40%	33.69%	34.49%	23.10%
毛利	293.57	374.67	498.82	683.29	874.60
毛利率	32.05%	31.36%	31.23%	31.81%	33.08%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

(二) 投资建议

公司装配式设计业务有望迎来高速发展, 公司有望成为产业链龙头, 因此我们选择装配式建筑产业链各环节龙头公司作为可比公司: 钢结构龙头鸿路钢构、装配式装修龙头亚厦股份, 其2021年平均PE约25.79倍, 考虑到公司未来2年较高的预测业绩增速, 给予公司2021年可比公司平均的30倍PE估值, 则对应公司合理价值为36.79元/股, 首次覆盖给予“买入”评级。

表 8: 可比公司估值对比 (2020/09/16)

证券代码	公司简称	PE				PB(LF)
		TTM	2020E	2021E	2022E	
002541.SZ	鸿路钢构	39.01	32.44	25.26	20.52	4.48
002375.SZ	亚厦股份	44.84	33.70	26.32	21.08	2.00
	平均值	41.93	33.07	25.79	20.80	3.24

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

注释: 预测值均来源于 Wind 一致预期。

六、风险提示

- (1) 房地产政策收窄风险: 若政策收紧, 新开工建筑减少, 直接影响公司新签订单量, 从而影响公司营收。
- (2) 公司人均产值提升不及预期: 若公司订单质量下降, 或设计行业竞争加剧导致设计费率下降, 则人均产值释放较慢可能不及预期, 进而影响公司成长性。
- (3) 异地扩张效果不及预期: 由于房建业地域性较强, 异地市场进入壁垒较高, 公司在异地可能打不开市场。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	730	1,208	1,438	1,906	2,364	经营活动现金流	182	76	332	401	409
货币资金	152	415	573	818	1,068	净利润	134	148	194	262	328
应收及预付	326	490	569	783	984	折旧摊销	17	34	37	46	54
存货	21	17	8	9	10	营运资金变动	29	-114	101	84	13
其他流动资产	231	286	289	296	302	其它	1	8	0	9	14
非流动资产	462	672	808	929	1,044	投资活动现金流	-133	-237	-162	-156	-159
长期股权投资	35	32	32	32	32	资本支出	-132	-197	-170	-164	-167
固定资产	238	386	515	637	750	投资变动	-15	0	0	0	0
在建工程	2	54	54	54	54	其他	15	-40	8	8	8
无形资产	69	74	81	80	81	筹资活动现金流	-15	421	-11	0	0
其他长期资产	118	126	126	126	126	银行借款	17	10	-11	0	0
资产总计	1,192	1,879	2,246	2,835	3,408	股权融资	0	484	0	0	0
流动负债	579	696	870	1,196	1,441	其他	-32	-73	0	0	0
短期借款	18	11	0	0	0	现金净增加额	34	259	159	245	250
应付及预收	372	445	520	745	894	期初现金余额	108	143	415	573	818
其他流动负债	190	241	350	450	547	期末现金余额	143	402	573	818	1,068
非流动负债	6	5	5	5	5						
长期借款	0	0	0	0	0						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	6	5	5	5	5						
负债合计	585	701	875	1,201	1,446						
股本	147	196	196	196	196						
资本公积	220	642	642	642	642						
留存收益	216	308	485	726	1,027						
归属母公司股东权益	587	1,150	1,328	1,568	1,869						
少数股东权益	20	28	44	66	93						
负债和股东权益	1,192	1,879	2,246	2,835	3,408						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	916	1,195	1,597	2,148	2,644
营业成本	623	820	1,098	1,465	1,769
营业税金及附加	7	8	11	15	19
销售费用	19	30	42	56	74
管理费用	78	114	157	210	264
研发费用	36	53	72	97	132
财务费用	1	-1	-2	-3	-5
资产减值损失	-10	-24	-10	-20	-24
公允价值变动收益	0	1	0	0	0
投资净收益	7	10	8	8	8
营业利润	154	169	223	302	379
营业外收支	4	3	3	3	2
利润总额	158	172	225	305	382
所得税	23	23	32	43	53
净利润	134	148	194	262	328
少数股东损益	8	12	16	22	27
归属母公司净利润	126	136	178	240	301
EBITDA	171	205	255	351	440
EPS (元)	0.86	0.69	0.91	1.23	1.54

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力(%)					
营业收入增长	54.6%	30.4%	33.7%	34.5%	23.1%
营业利润增长	23.2%	9.7%	31.9%	35.8%	25.5%
归母净利润增长	24.7%	8.0%	30.5%	35.2%	25.3%
获利能力					
毛利率	32.0%	31.4%	31.2%	31.8%	33.1%
净利率	14.7%	12.4%	12.1%	12.2%	12.4%
ROE	21.5%	11.8%	13.4%	15.3%	16.1%
ROIC	27.7%	28.7%	34.8%	47.3%	52.4%
偿债能力(%)					
资产负债率	49.1%	37.3%	38.9%	42.4%	42.4%
净负债比率	1.5%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	126.0%	173.4%	165.4%	159.4%	164.0%
速动比率	119.4%	170.0%	163.0%	157.1%	161.9%
营运能力					
总资产周转率	0.88	0.78	0.77	0.85	0.85
应收账款周转率	3.75	3.02	2.87	2.81	2.74
存货周转率	29.23	43.00	146.00	165.91	173.81
每股指标(元)					
每股收益	0.86	0.69	0.91	1.23	1.54
每股经营现金流	1.24	0.39	1.69	2.04	2.09
每股净资产	3.99	5.87	6.77	8.00	9.53
估值比率					
P/E	-	31.24	31.39	23.21	18.53
P/B	-	3.70	4.20	3.56	2.98
EV/EBITDA	-	18.81	19.66	13.57	10.26

广发建筑工程行业研究小组

邹戈：首席分析师，上海交通大学财务与会计硕士，2011年加入广发证券发展研究中心。

尉凯旋：高级研究员，复旦大学金融硕士，2018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。
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	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、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，如有需要，应先咨询专业意见。

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，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。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，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

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。