

建筑装饰

受益政策加码，行业龙头业绩未来有望快速恢复 ---2019 年及 2020 年 Q1 设计行业财报汇总分析

营收增速放缓，行业受益政策加码后续预计企稳回升

2019 年设计行业营收增速为 8.7%，同比下滑 14 个百分点，2020 年 Q1 设计行业营收增速为 -14.2%，同比下滑 22.4 个百分点，行业增速放缓或因基建投资增速放缓和设计行业基数高所致。随着“十四五”重大目前期规划逐步落地，配合国家扩大专项债等宽松货币政策，基础建设领域的投资力度将不断加大，2020 年设计行业整体营收将继续保持增长，龙头公司增速或将有所提升。但是考虑到设计行业未来整体集中度将逐步提升，需公司积极拓展新业务，扩大经营区域，提升公司业务核心竞争力，以期实现经营目标。

毛利率略有上升，设计公司对 EPC 的态度决定未来毛利率走势

2019 年设计行业整体毛利率为 32.7%，较 2018 年同比上升 0.6 个百分点，部分公司 EPC 业务变少以及剥离低毛利率业务是提升的主因。2020 年第一季度设计行业毛利率为 29.4%，同比下滑 1.4 个百分点，主因受疫情影响一季度无法开展现场作业，业务收入确认减少，人员成本相对刚性。EPC 业务毛利率有望继续上升，目前在部分企业中已呈现该趋势，但由于 EPC 业务毛利率大幅低于勘察设计业务，EPC 业务占比的提升可能拖累公司的整体毛利率，未来毛利率走向将取决于各公司对 EPC 的态度。

期间费用率有所提升，研发投入显著增加

2019 年设计行业期间费用率为 16.4%，同增 0.3 个百分点。其中，设计行业管理费用率为 9.3%，较 2018 年下降 0.4 个百分点，主要是营收增长所带来的规模效应导致管理费用率有所降低。销售费用率和财务费用变化不大。研发费用率为 4.3%，较 2018 年上升 0.9 个百分点，体现了设计板块公司注重研发投入的趋势。业内公司研发投入的方向主要在于信息化、大数据、智能建筑及建筑专业技术等。其中建科院、中设集团、苏交科 2019 年研发费用率提升较多，分别同比上升 4.5、3、1.3 个百分点。在设计行业公司注重创新研发投入的趋势下，预计期间费用率将继续小幅提升。设计行业 2020 年第一季度期间费用率为 20%，较 2019 年第一季度上升 2.1 个百分点。

减值损失整体持平，净利率保持平稳

2019 年设计行业（信用减值+资产减值损失）/收入为 3.98%，与 2018 持平。2019 年设计行业实际所得税率为 14.42%，较 2018 年下降 0.57 个百分点，主要是由于大部分公司增加研发支出从而享受到了高新技术企业税收优惠政策。2019 年设计行业净利率为 11%，较 2018 年同比上升 0.1 个百分点。行业归母净利润增速 10%，同比下降 15.9 个百分点。毛利率有所上升，研发费用率显著提升，销售费用率和管理费用率有所下降，财务费用率和减值损失基本持平，致使行业归母净利润增速略快于收入 8.7% 的增速。

资产负债率持续上升，经营性现金流有所好转

设计行业 2019 年资产负债率为 54.9%，较 2018 年同比上升 1.7 个百分点。行业收现比 0.8688，同比下降 0.1 个百分点，付现比 0.546，同比下降 1.8 个百分点，经营现金流净额为 21.19 亿元，较 2018 年增加 10.42 亿元，行业整体经营性现金流情况明显改善。

投资建议

2019 年行业毛利率有所上升，经营现金流明显好转，仍存在一定加杠杆空间，但同时行业整体营收、归母净利润增速放缓，整体毛利率或受 EPC 业务拖累。2020 年一季度行业受疫情影响，整体业绩明显下滑，但是在宏观融资环境好转以及基建投资增速开始回暖的背景下，行业整体业绩有望恢复增长，我们认为大部分公司有望达到今年的经营计划，只不过在经营过程中需要注重提高资源调配和资本运作能力。综上，我们维持对设计子行业“强于大市”评级。

风险提示：基建政策落地不及预期，项目进度不及预期。

证券研究报告

2020 年 05 月 07 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

肖文劲

分析师

SAC 执业证书编号：S1110519040001
xiaowenjin@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《天风证券设计行业三季度汇总分析：行业营收增速放缓，净利率有所下降，关注龙头表现》 2019-11-08
- 2 《天风证券设计行业半年报汇总点评：新签订单增速下滑，业绩增速放缓，基建设计有望回暖》 2019-09-10
- 3 《天风证券设计行业年报及一季报汇总点评：高增速是否持续？》 2019-05-07



内容目录

1. 营收增速放缓，行业受益政策加码后续预计企稳回升	4
2. 毛利率略有上升，设计公司对 EPC 的态度决定未来毛利率走势	5
3. 期间费用率有所提升，研发投入显著增加	7
4. 减值损失整体持平，净利率保持平稳	9
5. 资产负债率持续上升，经营现金流有所好转	11
6. 投资建议	13
7. 风险提示	13

图表目录

图 1：2016-2020Q1 设计行业收入增长情况	4
图 2：2019Q1 及 2020Q1 设计行业及个股营业收入增速	5
图 3：2015-2021Q1 设计板块毛利率情况	5
图 4：2019Q1 及 2020Q1 设计行业及个股毛利率情况	6
图 5：2015-2021Q1 设计板块期间费用率情况	7
图 6：2019Q1 及 2020Q1 设计行业及个股期间费用情况	7
图 7：2018-2019 年设计行业及个股销售费用率情况	7
图 8：2019Q1 及 2020Q1 设计行业及个股销售费用情况	7
图 9：2018-2019 年设计行业及个股管理费用率情况	8
图 10：2019Q1 及 2020Q1 设计行业及个股管理费用情况	8
图 11：2018-2019 年设计行业及个股研发费用率情况	8
图 12：2019Q1 及 2020Q1 设计行业及个股研发费用情况	8
图 13：2018-2019 年设计行业及个股财务费用率情况	8
图 14：2019Q1 及 2020Q1 设计行业及个股财务费用情况	8
图 15：2018-2019 年设计行业及个股资产+信用减值损失/收入	9
图 16：2019Q1 及 2020Q1 设计行业及个股资产+信用减值损失/收入	9
图 17：2018-2019 年设计行业及个股实际所得税率情况	9
图 18：2018-2019 设计行业及个股净利率情况	10
图 19：2019Q1 及 2020Q1 设计行业及个股净利率情况	10
图 20：2018-2019 设计行业及个股归母净利润增速情况	11
图 21：2019Q1 及 2020Q1 设计行业及个股归母净利润增速情况	11
图 22：2018-2019 设计行业及个股资产负债率情况	11
图 23：2019Q1 及 2020Q1 设计行业及个股资产负债率情况	11
图 24：2018-2019 设计行业及个股收现比情况	12
图 25：2019Q1 及 2020Q1 设计行业及个股收现比情况	12
图 26：2018-2019 设计行业及个股付现比情况	12
图 27：2019Q1 及 2020Q1 设计行业及个股付现比情况	12
图 28：2019 设计行业应收账款增速和营收增速	13

图 29：2018-2019 设计行业及个股经营现金流净额（百万）	13
图 30：2019/2020Q1 设计行业及个股经营现金流净额（百万）	13
表 1：营收增速对比	4
表 2：2019 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）	10

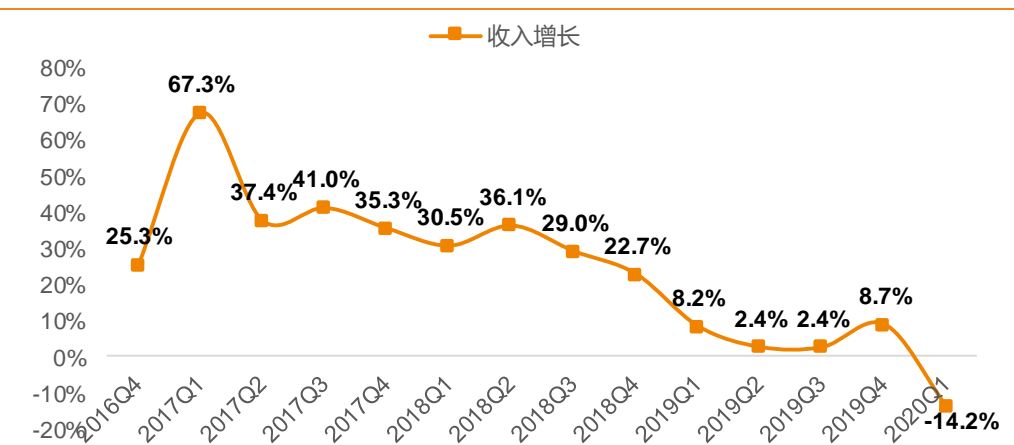
本篇报告在营业收入、毛利率、归母净利润、资产负债率、收现比、付现比等指标分析中，选取设计板块本身包含的上市公司 14 家（苏交科、中设集团、设研院、勘设股份、设计总院、中设股份、合诚股份、华建集团、启迪设计、中衡设计、杰恩设计、杭州园林、建研院、建科院）进行行业分析。

营收增速放缓，行业受益政策加码后续预计企稳回升

2019 年设计行业营收增速为 8.7%，同比下滑 14 个百分点，2020 年 Q1 设计行业营收增速为 -14.2%，同比下滑 22.4 个百分点。在 14 家设计企业中，有 5 家企业（设研院、勘设股份、华建集团、建研院、建科院）2019 年营收增速同比上升，其余公司增速均出现不同程度的下滑，其中下降幅度较大的公司是杭州园林和启迪设计，或因 2018 年营收增速较高，基数较大。2020 年一季度，只有杭州园林和建科院营收增速同比上升，其余 12 家公司营收增速仍处于下滑状态。

行业增速下滑或由两方面造成，第一，**基建投资放缓因素**。在国家强化地方政府隐性债务管理的背景下，2019 年固定资产投资增速 5.4%，较 2018 年同比下滑 0.5 个百分点；第二，**高基数因素**。设计行业流动性环境在 2019 年并未显著好转，行业并购业务普遍减少，部分公司如苏交科、中衡设计、杰恩设计对子公司进行了剥离处理，缩小了合并范围，因此在 2018 年增速的相对高位下，2019 年行业营收增速显著承压。

图 1：2016-2020Q1 设计行业收入增长情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

表 1：营收增速对比

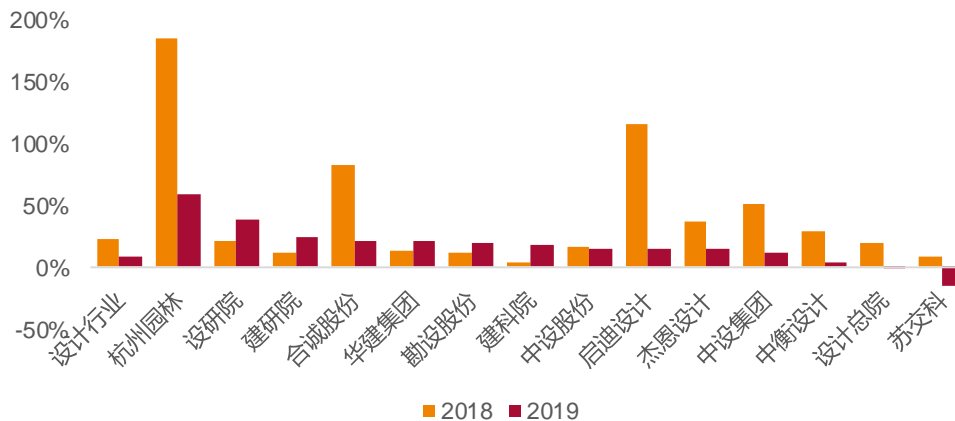
	2018年	2019年	2019Q1	2020Q1
杭州园林	185.01%	58.26%	-46.59%	22.40%
设研院	21.72%	38.70%	34.79%	-7.28%
建研院	11.40%	23.61%	9.25%	4.06%
合诚股份	83.19%	20.98%	89.77%	-28.45%
华建集团	12.65%	20.34%	20.57%	-7.01%
勘设股份	11.66%	19.14%	-1.47%	-3.14%
建科院	3.97%	17.87%	2.63%	14.17%
中设股份	16.47%	15.34%	25.17%	-18.04%
启迪设计	115.23%	14.68%	40.32%	7.09%
杰恩设计	36.76%	14.02%	33.17%	-33.28%
中设集团	51.23%	11.67%	34.83%	-26.99%
设计行业	22.66%	8.70%	8.19%	-14.18%
中衡设计	28.32%	4.08%	10.43%	-29.18%
设计总院	20.04%	-1.80%	-3.14%	-13.31%
苏交科	7.84%	-15.12%	-19.38%	-25.39%

资料来源：Wind，天风证券研究所

分公司来看，苏交科 2019 年营收增速同比下滑 23 个百分点，或因 2018 年末出售 Test America 公司减少美国工程承包业务。中设集团 2019 年营收增速下滑较为严重，同比下降 39.6 个百分点，或因公司在设计总承包项目承接上有所取舍。大部分公司 2020 年一季度

营收增速下滑主因受新型冠状病毒肺炎疫情影响，诸多行业在 2020 年一季度停工或推迟复工，对各公司的业务推进实施造成冲击，导致业绩进入下滑阶段。

图 2：2019Q1 及 2020Q1 设计行业及个股营业收入增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

2020 年 2 月 8 日，交通运输部印发通知明确指出，将在用地、用海、用林、用草、环保等方面加大支持力度，加快项目审批；同时结合长三角一体化、雄安新区建设等，提前启动一批服务国家重大战略实施、符合“十四五”规划方向和投资政策的建设项目，基建需求进一步释放，未来基建项目落地有望进一步加快。

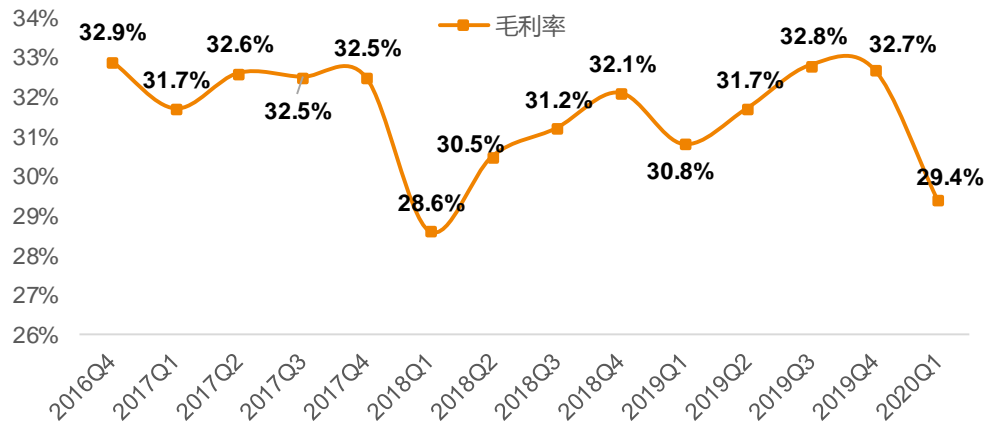
2020 年 4 月 20 日，财政部表示将尽快下达提前批专项债额度 1 万亿，并要求在五月底前发行完毕，尽快投入使用，截至 4 月底，财政部共提前下达专项债新增额度 2.29 万亿。同时，由于国务院常务会议去年 9 月明确表示专项债券额度不得用于土地储备和房地产相关领域，2020 年 1-3 月已发行的地方专项债用于广义基础设施建设类的占比已达到 67.9%，预计未来投向基建领域的专项债规模将进一步提升。

2021 年是“十四五”规划开局之年，目前深圳已启动“十四五”规划编制工作，将结合粤港澳大湾区、一带一路等国家战略推出一批重大工程项目。因此，我们认为随着“十四五”重大项目前期规划逐步落地，同时配合国家扩大地方政府专项债规模、放宽融资条件等举措，基础设施建设领域的投资力度将不断加大，未来基建勘察设计增速将得到有力支撑，2020 年设计行业整体营收将继续保持增长，龙头公司增速或将有所提升。但是考虑到设计行业未来整体集中度将逐步提升，非龙头设计公司获取订单的难度将不断提高，部分公司需要积极拓展新业务，扩大业务市场，提升公司业务核心竞争力，以期实现经营目标。

毛利率略有上升，设计公司对 EPC 的态度决定未来毛利率走势

毛利率方面，2019 年设计行业整体毛利率为 32.7%，较 2018 年同比上升 0.6 个百分点。行业中有 3 家公司毛利率有所上升，中设股份上升 0.6 个百分点至 48.3%，苏交科上升 7.1 个百分点至 38.3%，或因公司出售 Test America 公司，减少毛利率较低的设计总承包业务等原因；中设集团上升 5 个百分点至 31.2%，主因低毛利率的 EPC 业务占比下降以及规划研究和试验检测收入大幅提升；此外，设研院下降 5.7 个百分点至 42%，或因低毛利率的规划设计业务占比上升，合诚股份下降 4.2 个百分点至 37.1%，或因公司合并范围扩大，营业成本增幅超过营收增幅所致。部分设计公司毛利率下滑主因毛利率较低的 EPC 业务占比提高，未来可能拖累行业整体毛利率。

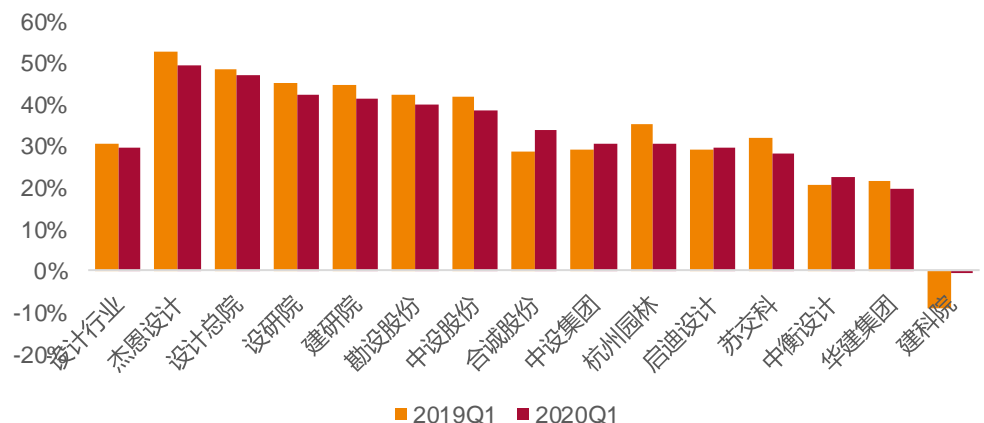
图 3：2015-2021Q1 设计板块毛利率情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

2020 年第一季度设计行业毛利率为 29.4%，同比下滑 1.4 个百分点。建科院、合诚股份、中衡设计、中设集团、启迪设计 2020 年第一季度毛利率分别同比上升 8.9、5.3、2、1.1、0.8 个百分点。建科院第一季度毛利率为负主因公司全年一季度营收比重较小、四季度比重较大的季节性规律，以及管理费用等刚性支出所致。部分设计公司毛利率下滑的主要原因在于受疫情影响一季度无法开展现场作业，业务收入确认减少，人员成本支出相对刚性。

图 4：2019Q1 及 2020Q1 设计行业及个股毛利率情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

勘察设计业务毛利率预计持续增长。一方面原因是上市设计公司在 2019 年基本完成 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，这种服务的精细化也让客户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。另一方面是随着行业集中度的提升，技术能力一般、抗风险能力差的中小型设计公司经营困难，无法靠低价策略获取更多订单，设计行业逐渐从压价竞争的恶性竞争逐渐往良性竞争的方向发展。

EPC 业务毛利率仍存在上升空间，在部分企业中已呈现该趋势。勘设股份、苏文科、华建集团、中衡设计 2019 年 EPC 业务毛利率分别提高 16.42、8.1、0.62、0.28 个百分点，启迪设计未公布 2019 年 EPC 业务毛利率，启迪设计 2018 年 EPC 业务毛利率同比增长 4.34 个百分点。随着设计公司对 EPC 业务管理模式的逐渐成熟，“以设计为龙头的工程总承包模式”对全过程成本的控制优势将逐步体现，EPC 业务毛利率有望继续上升。

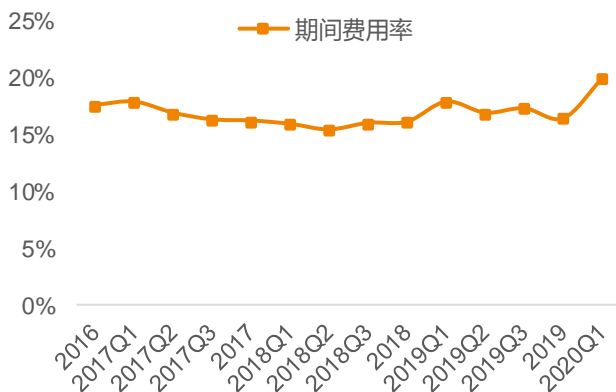
从公司整体毛利率的角度来看，虽然勘察设计及 EPC 业务毛利率都有望提升，但由于 EPC 业务毛利率或低于设计业务，EPC 业务占比的提升可能拖累公司的整体毛利率。杭州园林、中衡设计、华建集团、建科院在年报中提出要逐步开拓 EPC 服务，预计这几家公司未来业务结构中的 EPC 业务占比将会持续提升；苏文科、中设集团 2019 年的 EPC 业务占比已出现下滑，毛利率未来或不会受明显影响。每个公司对 EPC 业务的不同态度将决定各公司未来的毛利率走向。

期间费用率有所提升，研发投入显著增加

设计行业 2019 年期间费用率为 16.4%，较 2018 年上升 0.3 个百分点，基本保持平稳。设研院、中设集团、建科院 2019 年期间费用率上升幅度最大，分别上升 3.8、3.1、1.3 个百分点，其中设研院期间费用率上升主因公司合并范围扩大及银行贷款利息支出增加，而中设集团和建科院期间费用率上升主因研发投入增加。

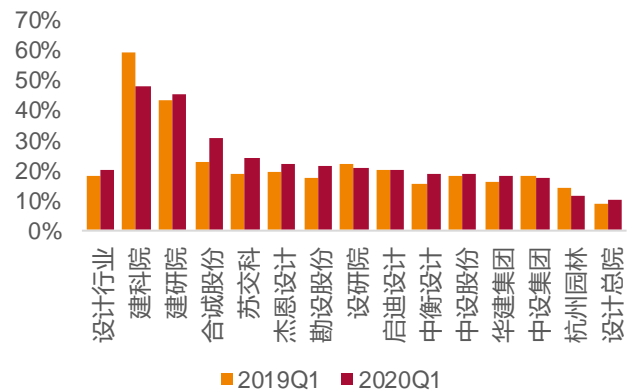
设计行业 2020 年第一季度期间费用率为 20%，较 2019 年第一季度上升 2.1 个百分点。合诚股份、苏交科、中衡设计、勘设股份 2020 年期间费用率增长最多，分别同比上涨 8、5.4、3.9、3.5 个百分点，主因第一季度受疫情影响收入确认减少，而固定的刚性费用较多所致。

图 5：2015-2021Q1 设计板块期间费用率情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

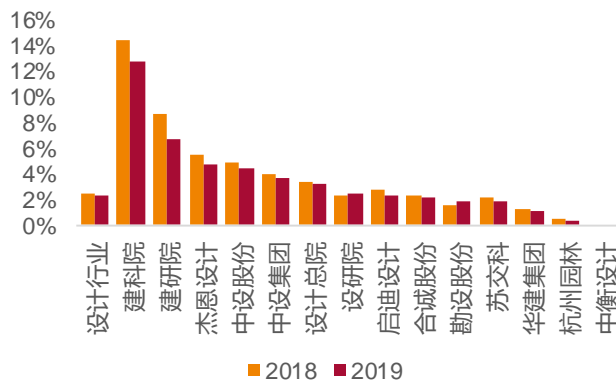
图 6：2019Q1 及 2020Q1 设计行业及个股期间费用情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

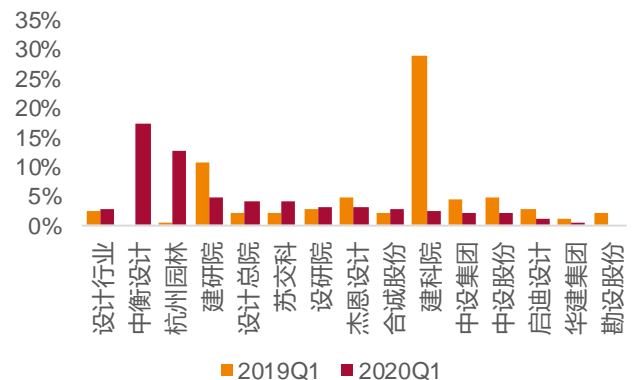
设计行业 2019 年销售费用率为 2.3%，较 2018 年下降 0.2 个百分点。建研院、建科院、杰恩设计 2019 年销售费用率分别同比下降 2、1.7、0.7 个百分点，体现了一定的规模效应。勘设股份、设研院 2019 年销售费用率分别同比上升 0.4、0.3 个百分点。勘设股份销售费用率提升主因扩大业务规模以及调整事业部管理和经营层级导致销售费用增加；设研院主因加大省外区域市场开拓力度而导致销售费用增加。设计行业 2020 年第一季度销售费用率 2.6%，同比上升 0.1 个百分点。建科院下降幅度最大，同比下降 11.7 个百分点。

图 7：2018-2019 年设计行业及个股销售费用率情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：2019Q1 及 2020Q1 设计行业及个股销售费用情况

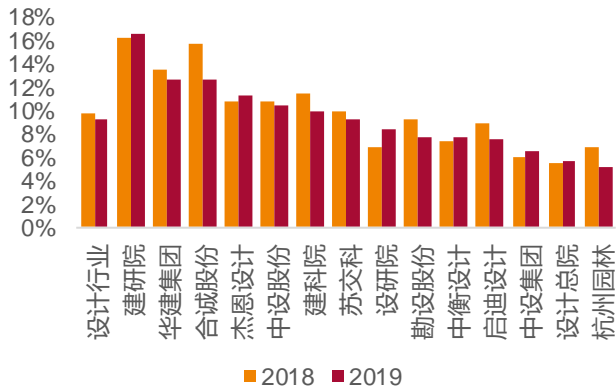


资料来源：Wind，天风证券研究所

设计行业 2019 年管理费用率为 9.3%，较 2018 年下降 0.4 个百分点，主要是营收增长所带来的规模效应导致管理费用率有所降低。其中合诚股份、杭州园林、勘设股份 2019 年管理费用率同比下降 3.1、1.8、1.5 个百分点。合诚股份管理费用率低或因公司 2019 年未发生大额并购费用支出的影响。设研院 2019 年管理费用率同比上升 1.6 个百分点，或因业务规模扩大及合并范围增加所致。

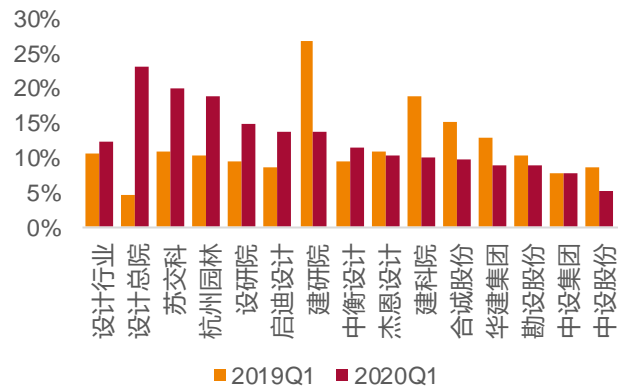
设计行业 2020 年第一季度管理费用率为 12.2%，同比上升 1.5 个百分点，较 2019 年有所提升。个股合诚股份、杰恩设计相较 2019 年上升幅度较大，分别同比上升 4.8、2.9 个百分点。

图 9：2018-2019 年设计行业及个股管理费用率情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

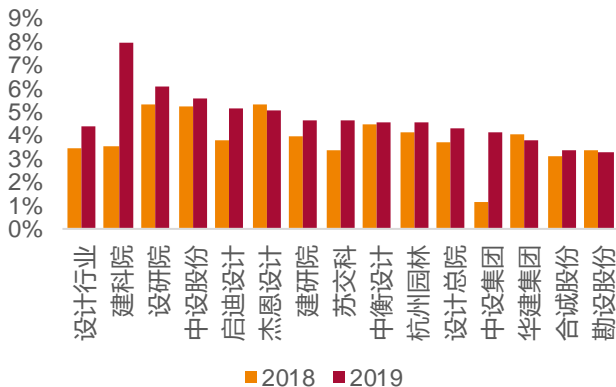
图 10：2019Q1 及 2020Q1 设计行业及个股管理费用情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

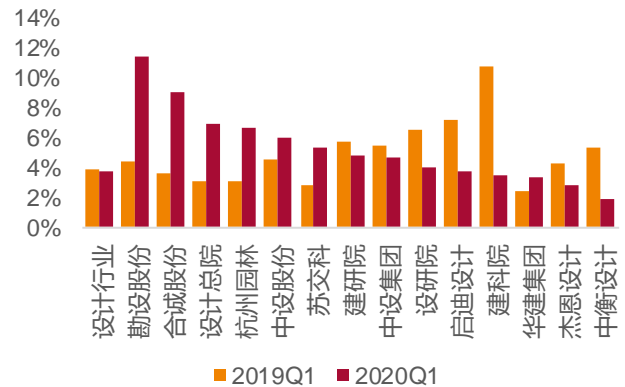
设计行业 2019 年研发费用率为 4.3%，较 2018 年上升 0.9 个百分点，体现了设计板块公司注重研发创新投入的趋势。业内公司研发投入的方向主要在于信息化、大数据、智能建筑及建筑专业技术等。其中建科院、中设集团、苏交科 2019 年研发费用率分别同比上升 4.5、3、1.3 个百分点。设计行业 2020 年第一季度研发费用率为 3.8%，同比下降 0.2 个百分点。建研院上升幅度最大，同比上升 3.3 个百分点。

图 11：2018-2019 年设计行业及个股研发费用率情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：2019Q1 及 2020Q1 设计行业及个股研发费用情况

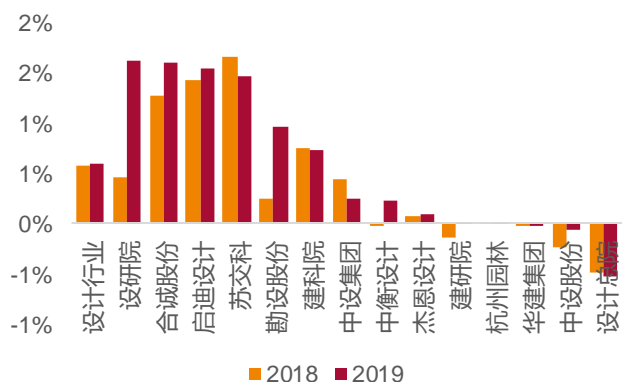


资料来源：Wind，天风证券研究所

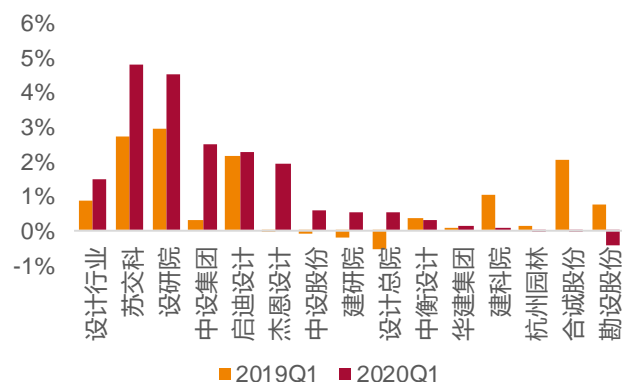
设计行业一般不需要做垫资业务，对于融资的需求较少，因此财务费用率一直不高。设计行业 2019 年财务费用率为 0.6%，和 2018 年持平。其中设研院、勘设股份 2019 年财务费用率提升最为显著，分别同比上升 1.2、0.7 个百分点，主因银行贷款利息支出增加。设计行业 2020 年第一季度财务费用率 1.5%，同比上升 0.6 个百分点。勘设股份、苏交科 2020 年第一季度财务费用率提升较为显著，同比上升 4.1、1.8 个百分点。

图 13：2018-2019 年设计行业及个股财务费用率情况

图 14：2019Q1 及 2020Q1 设计行业及个股财务费用情况



资料来源：Wind，天风证券研究所



资料来源：Wind，天风证券研究所

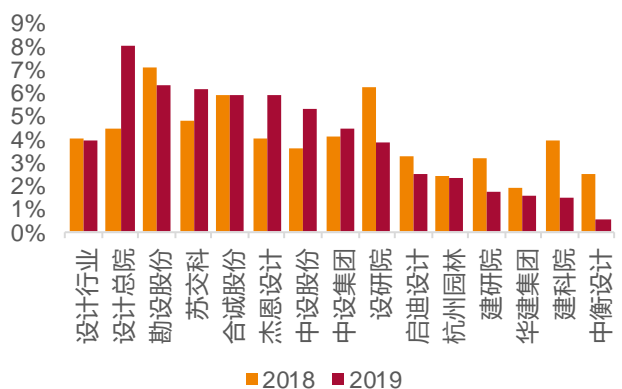
总体来看，设计行业期间费用率的增长主要由研发费用率增长引起，在行业公司注重研发创新投入的趋势下，各企业未来将继续深入开展产品、技术的创新研发，加大研发投入力度，预计未来期间费用率仍将小幅提升。

减值损失整体持平，净利率保持平稳

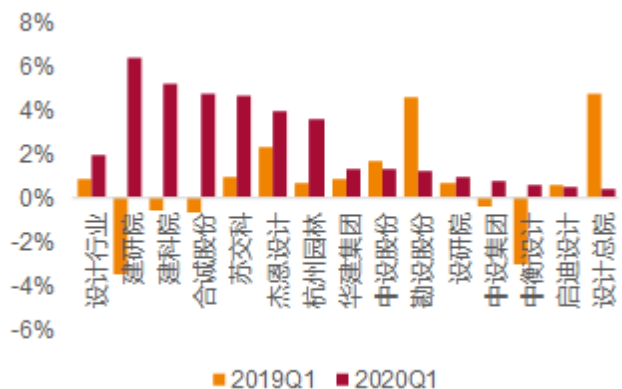
设计行业 2019 年的（信用减值+资产减值损失）/收入为 3.98%，与 2018 年基本持平。有 8 家公司（信用减值+资产减值损失）/收入有所下降，降幅较大的建科院、设研院、中衡设计、建研院分别同比下降 2.4、2.4、2、1.5 个百分点。设计总院、杰恩设计、中设股份、苏交科、同比上升 3.6、1.9、1.7、1.3 个百分点，其中设计总院、杰恩设计上升较多主因公司由于政策约束导致项目推进延缓，业主付款意愿降低，使得计提的应收账款信用减值损失增加较多。设计行业 2020 年第一季度的（信用减值+资产减值损失）/收入为 1.9%，同比上升 1 个百分点。

图 15：2018-2019 年设计行业及个股资产+信用减值损失/收入

图 16：2019Q1 及 2020Q1 设计行业及个股资产+信用减值损失/收入



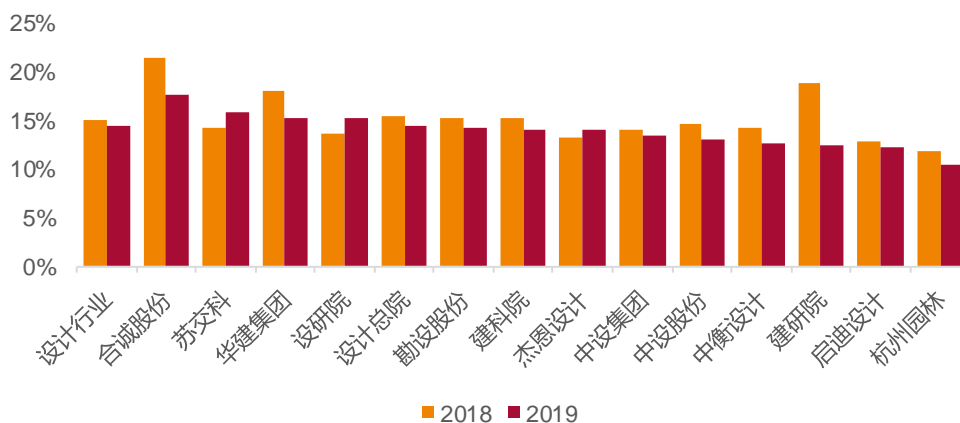
资料来源：Wind，天风证券研究所



资料来源：Wind，天风证券研究所

与研发支出增加相对应的是，部分设计企业的实际所得税率有一定下降。2019 年设计行业实际所得税率为 14.42%，较 2018 年下降 0.57 个百分点。个股中共 11 家企业的实际所得税率下降，主要是由于受到了高新技术企业税收优惠政策。建研院 2019 年所得税率降幅最大，同比下降 6.34 个百分点，主因 2019 年享受低税率优惠单位增多所致。

图 17：2018-2019 年设计行业及个股实际所得税率情况

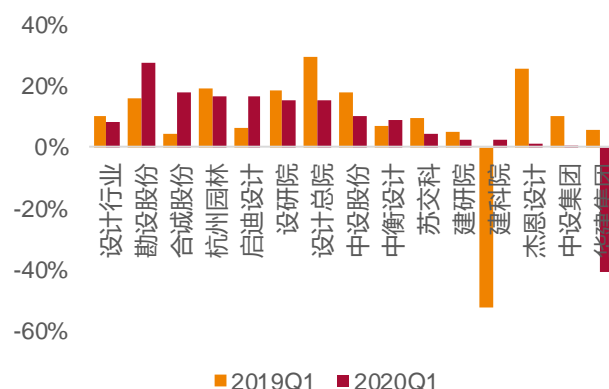
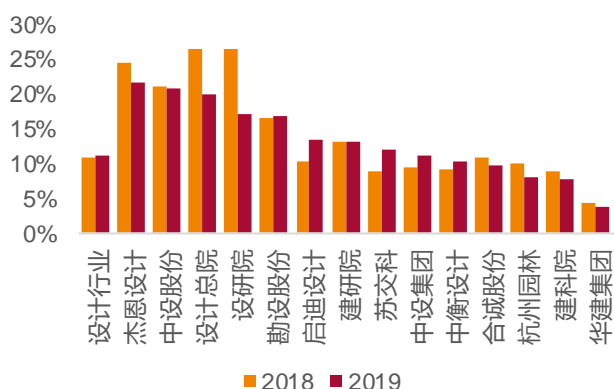


资料来源: Wind, 天风证券研究所

设计行业 2019 年净利率 11%，较 2018 年同比上升 0.1 个百分点，基本保持平稳。个股中苏交科、启迪设计、中设集团净利率增幅最大，同比上升了 3.3、3.3、1.6 个百分点。苏交科净利率提升主因出售 Test America 公司，减少毛利率较低的设计总承包业务；启迪设计、中设集团净利率提升主因低毛利率的 EPC 业务占比下降。设计行业整体毛利率有所提高，但因研发费用投入增加，行业整体净利率上升幅度较小。2020 年第一季度净利率为 7.9%，较 2019 年第一季度同比下降 2.3 个百分点，主因 2020 年第一季度受疫情影响，行业整体毛利率有所下降。

图 18: 2018-2019 设计行业及个股净利率情况

图 19: 2019Q1 及 2020Q1 设计行业及个股净利率情况



资料来源: wind, 天风证券研究所

资料来源: wind, 天风证券研究所

表 2: 2019 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)

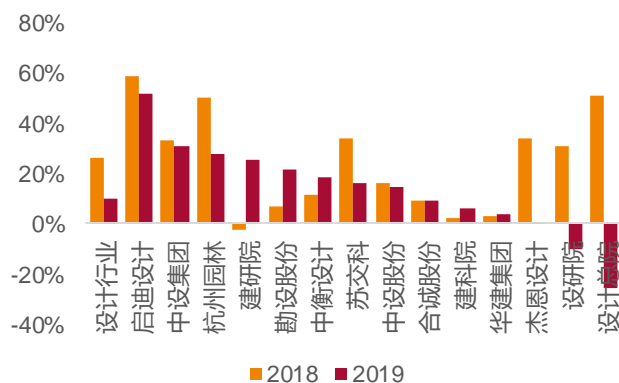
	毛利率	管理费用率	研发费用率	销售费用率	资产+信用减值损失/收入	净利率变化
设计行业	0.23	(0.06)	0.39	(0.15)	0.28	0.37
苏交科	(0.05)	(0.15)	0.37	(0.13)	(0.23)	0.32
启迪设计	0.19	0.08	2.68	(0.05)	0.07	0.17
中设集团	(0.03)	0.03	0.01	0.00	(0.79)	0.14
中衡设计	(0.00)	(0.16)	(0.02)	0.25	(0.11)	0.02
勘设股份	(0.04)	0.03	0.17	(0.23)	(0.47)	0.01
建研院	0.01	(0.04)	0.08	(0.07)	0.46	(0.00)
中设股份	(0.10)	(0.20)	0.09	(0.07)	0.01	(0.10)
合诚股份	(0.09)	(0.13)	1.28	(0.12)	(0.62)	(0.10)
建科院	(0.01)	0.06	(0.05)	(0.14)	0.46	(0.12)

杰恩设计	(0.11)	(0.07)	(0.06)	(0.17)	(0.20)	(0.14)
华建集团	(0.15)	(0.26)	0.09	(0.20)	(0.04)	(0.19)
杭州园林	(0.09)	0.04	0.16	(0.02)	0.81	(0.24)
设计总院	(0.12)	0.24	0.15	0.12	(0.38)	(0.35)
设研院	0.23	(0.06)	0.39	(0.15)	0.28	0.37

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）

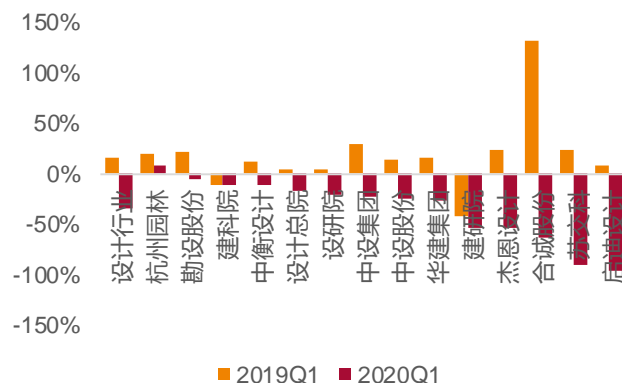
设计行业 2019 年归母净利润增速为 10%，较 2018 年同比下降 15.9 个百分点。毛利率有所上升，研发费用率显著提升，销售费用率和管理费用率有所下降，财务费用率和减值损失基本持平，致使行业归母净利润增速略快于收入 8.7% 的增速。

图 20：2018-2019 设计行业及个股归母净利润增速情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 21：2019Q1 及 2020Q1 设计行业及个股归母净利润增速情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

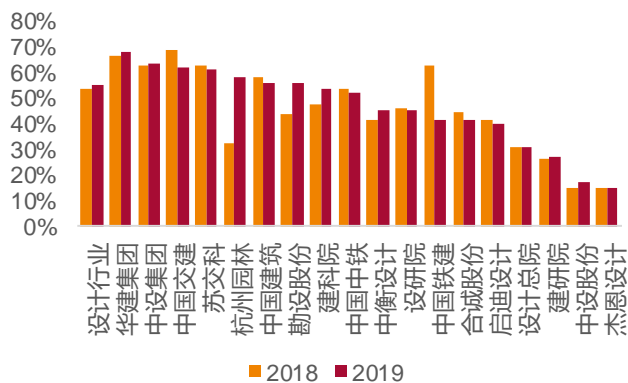
从 2020 年公司归母净利润目标来看，中设集团、设计总院、勘设股份目标同比增速在 10%-30%，中设股份目标同比增速为 20%-35%。考虑到后续国家在基建方面的逆周期调节力度加大，我们认为上述公司应能完成目标，但需要调配更多的资源。

资产负债率持续上升，经营现金流有所好转

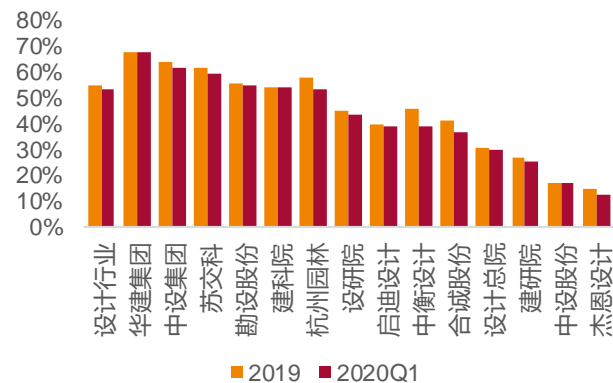
设计行业 2019 年资产负债率为 54.9%，较 2018 年同比上升 1.7 个百分点。杭州园林、勘设股份、建科院、中衡设计 2019 年增长率增长较多，分别上升 25.5、11.8、6.1、4.1 个百分点。2020 年第一季度设计行业资产负债率 53%，较 2019 年底下降 1.9 个百分点。只有建科院 2020 年第一季度资产负债率较 2019 年底上升 0.1 个百分点，其他企业均出现不同程度的下降。设计行业资产负债率持续上升或由于推进 EPC 业务导致债务融资需求增加所致。建筑央企中除了中国化学无 2019 年设计分部资产负债率数据，中国交建设计分部 2019 年资产负债率最高，61.7% 左右，设计行业总体资产负债率与建筑央企设计分部资产负债率尚有一定差距，财务上仍有加杠杆空间。但部分公司如华建集团、中设集团、苏教科 2018 年资产负债率已超过 60%，财务上灵活调度的空间下降。

图 22：2018-2019 设计行业及个股资产负债率情况

图 23：2019Q1 及 2020Q1 设计行业及个股资产负债率情况



资料来源: Wind, 天风证券研究所 (注: 央企为设计分部, 中国化学无数据)

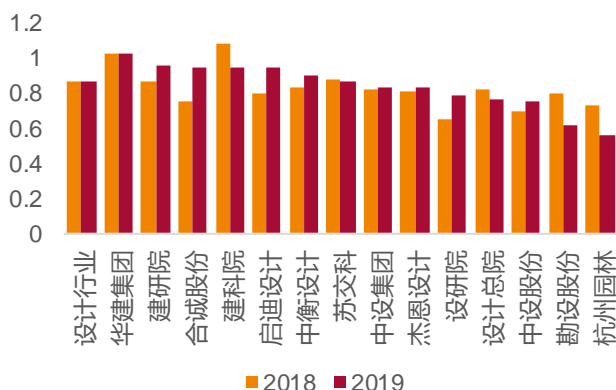


资料来源: Wind, 天风证券研究所

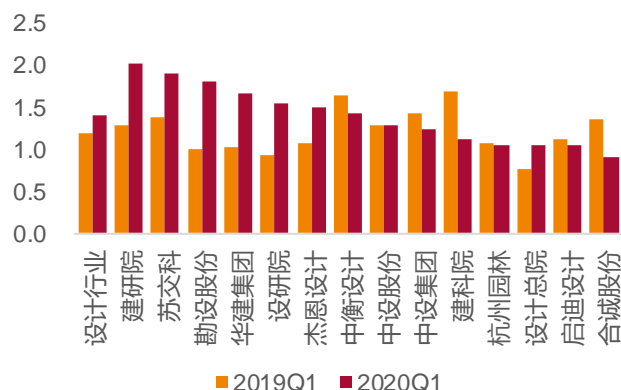
设计行业 2019 年收现比 0.8688, 较 2018 年同比下降 0.1 个百分点。合诚股份、中衡设计、设研院 2019 年收现比增长较快, 分别同比增长 19.4、14.3、13.8 个百分点, 华建集团、建研院、中衡设计、杰恩设计、中设集团较 2018 年有小幅提升, 勘设股份 2019 年收现比下降最大, 较上期下降 18.3 个百分点, 或因公司支付项目保证金增加。2020 年第一季度设计行业收现比 1.405, 较 2019 年第一季度同比上升 21.9 个百分点。

图 24: 2018-2019 设计行业及个股收现比情况

图 25: 2019Q1 及 2020Q1 设计行业及个股收现比情况



资料来源: Wind, 天风证券研究所

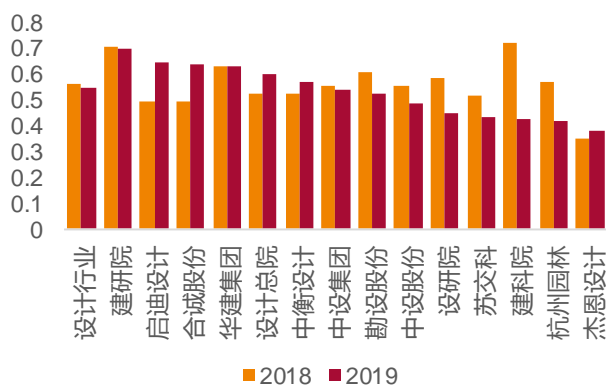


资料来源: Wind, 天风证券研究所

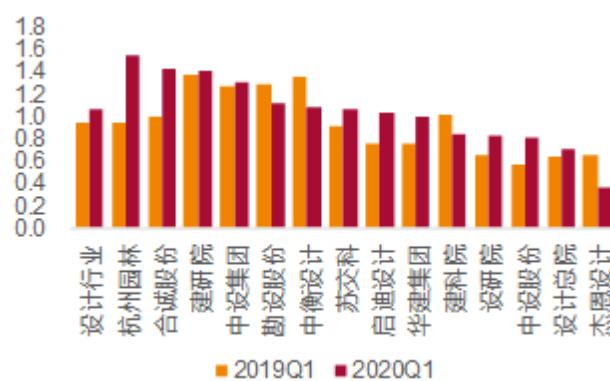
设计行业 2019 年付现比为 0.546, 较 2018 年同比下降 1.8 个百分点。个股分化明显, 建研院、杭州园林、设研院付现比分别同比下降 29.5、14.9、14 个百分点, 主因 EPC 项目占比下降, 付现情况同比好转。启迪设计、合诚股份付现比提升最为显著, 均同比上升 14.5 个百分点。2020 年第一季度设计行业付现比为 1.053, 较 2019 年第一季度同比上升 11.6 个百分点。

图 26: 2018-2019 设计行业及个股付现比情况

图 27: 2019Q1 及 2020Q1 设计行业及个股付现比情况



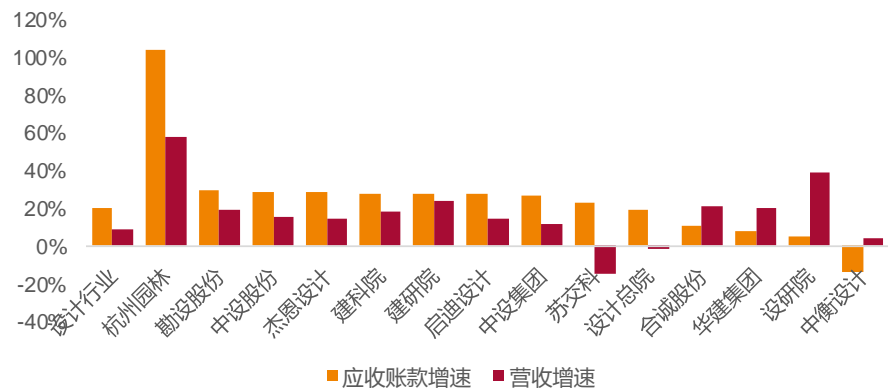
资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

设计行业 2019 年应收账款增速为 19.93%，高于营收增速 11.23 个百分点，行业层面回款情况或略微吃紧。个股来看，只有设研院、中衡设计、华建集团、合诚股份 4 家公司应收账款增速低于营收增速，分别低 33.66、17.72、12.7、10.27 个百分点。

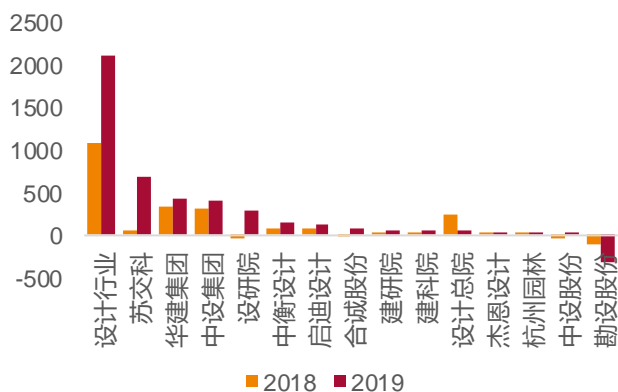
图 28：2019 设计行业应收账款增速和营收增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

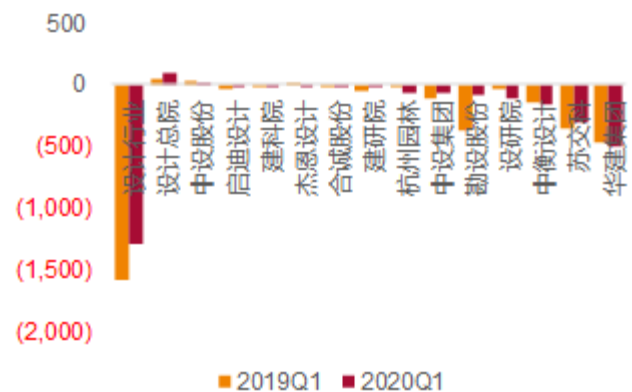
设计行业 2019 年经营性现金流净额为 21.19 亿元，较 2018 年增加 10.42 亿元，行业整体经营性现金流情况有所改善。苏文科、设研院经营性现金流改善最为明显，同比少流出 6.24、3.34 亿元，其中苏文科主因出售 Test America 公司后回款增幅大于支出增幅。2019 年第一季度设计行业经营性现金流净额-12.99 亿元，较 2018 年第一季度少流出 2.91 亿元。

图 29：2018-2019 设计行业及个股经营现金流净额（百万）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 30：2019/2020Q1 设计行业及个股经营现金流净额（百万）



资料来源：Wind，天风证券研究所

投资建议

2019 年行业毛利率有所上升，经营现金流明显好转，仍存在一定加杠杆空间，但同时行业整体营收、归母净利润增速放缓，整体毛利率或受 EPC 业务拖累。2020 年一季度行业受疫情影响，整体业绩明显下滑，但是在宏观融资环境好转以及基建投资增速开始回暖的背景下，行业整体业绩有望恢复增长，我们认为大部分公司有望达到今年的经营计划，只不过在经营过程中需要注重提高资源调配和资本运作能力。综上，我们维持对设计子行业“强大于市”评级。

风险提示

基建投资增速不及预期，项目进度不及预期

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