2020 年深圳市华阳国际工程设计股份有限公司可转换公司债券 2022 年跟踪评级报告

评级结果

	本次	上次
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
华阳转债	AA-	AA-

评级观点

★ 中证鹏元维持深圳市华阳国际工程设计股份有限公司(以下简称“华阳国际”或“公司”,股票代码:002949.SZ)的主体信用等级为 AA-,维持评级展望为稳定,维持“华阳转债”(以下简称“本期债券”)的信用等级为 AA-。

★ 该评级结果是考虑到:公司华南区域内核心业务竞争实力依然较强,公司未来收入来源较有保障,同时出质人提供的股份质押一定程度上能保障本期债券的安全性;但中证鹏元也关注到,公司应收款项存在一定的回收风险,面临一定的资金压力,以及本期债券募投项目的预期收益存在较大不确定性等风险因素。

未来展望

★ 公司业务资质等级较高,区域内核心业务竞争实力依然较强,且在手订单较充足,未来收入来源较有保障,财务风险相对可控。综合考虑,中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标(单位:亿元)

项目	2022.03	2021	2020	2019
总资产	29.97	30.41	27.53	18.79
归母所有者权益	14.28	14.31	14.00	11.50
总债务	4.96	4.99	4.10	0.11
营业收入	3.77	28.76	18.94	11.95
EBITDA 利息保障倍数	--	13.44	32.56	196,730.91
净利润	-0.06	1.31	1.91	1.48
经营活动现金流净额	-1.50	2.38	2.60	0.76
销售毛利率	16.18%	20.88%	26.34%	31.36%
EBITDA 利润率	--	12.76%	15.75%	17.13%
总资产回报率	--	5.51%	9.68%	11.17%
资产负债率	50.16%	50.74%	47.48%	37.32%
净债务/EBITDA	--	-1.60	-2.76	-3.34
总债务/总资本	24.92%	25.00%	22.10%	0.89%
FFO/净债务	--	-37.38%	-22.92%	-20.37%
速动比率	1.84	1.80	1.99	1.71
现金短期债务比	16.60	18.94	17.91	68.70

资料来源:公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1 季度报告,中证鹏元整理

联系方式
项目负责人:张涛
zhangt @cspengyuan.com
项目组成员:蒋申
jiangsh@cspengyuan.com
联系电话:0755-82872897

评级日期
2022 年 6 月 6 日

优势

★ 公司华南区域内核心业务竞争实力依然较强。公司已拥有建筑行业(建筑工程)甲级、工程造价咨询甲级等资质,2021 年新增城乡规划甲级资质,核心业务资质等级较高;同时公司 2021 年获得较多奖项,为华南区域内竞争实力较强的建筑设计企业。

★ 公司建筑设计收入来源较有保障。2021 年公司建筑设计业务新承接订单合同金额为当年该业务营业收入的 1.58 倍,且截至 2022 年 3 月末,公司在手订单充足,已签约未完工订单合同金额较大。

★ 出质人提供的股份质押担保一定程度上能保障本期债券的安全性。出质人唐崇武将其合法拥有的限售股份作为质押资产对本期债券进行质押担保,截至 2022 年 6 月 2 日其质押股份市值为 3.76 亿元,其对本期债券本金 4.50 亿元的担保覆盖率为 83.51%,一定程度上能保障本期债券的安全性。

关注

★ 公司工程总承包收入规模可能存在波动。2021 年公司新签工程总承包合同下降 95.24%,且随着在手工程总承包业务后续完工结算,未来收入规模存在一定波动性。

★ 公司应收款项存在一定的回收风险。公司整体资产质量较好,但公司应收款项(应收票据、应收账款和合同资产)合计较去年同比有所增长,且部分客户回款周期有所拉长。

★ 公司面临一定的资金压力。2020-2021 年公司投资活动现金持续净流出;此外,公司工程总承包成本大幅增长,且职工薪酬支出为刚性支出且持续增长。

★ 本期债券募投项目的预期收益存在较大不确定性。截至 2021 年 12 月 31 日,募投项目已使用募集资金 11,222.88 万元,建设进度低于原计划。考虑到募投项目受经济环境、客户需求、市场竞争及项目运营管理等多重因素影响,募投项目是否能实现预期以及能否覆盖本期债券本息存在较大不确定性。

同业比较(单位:亿元)

指标	华阳国际(002949.SZ)	中衡设计(603017.SH)	启迪设计(300500.SZ)	筑博设计(300564.SZ)	汉嘉设计(300746.SZ)
总资产	30.41	32.93	34.43	20.01	21.88
营业收入	28.76	17.94	23.01	10.26	28.01
净利润	1.31	-4.15	1.28	1.71	1.08
人均产值(万元)	55.61	53.02	107.48	48.18	139.65
销售毛利率	20.88%	25.69%	21.64%	36.60%	11.65%
资产负债率	50.74%	56.53%	52.49%	36.62%	37.63%

注:以上各指标均为 2021 年数据。

资料来源:Wind,中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
工商企业通用信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2021V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注:上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	行业风险	3	财务状况	杠杆状况	最小
	经营状况	中等		净债务/EBITDA	7
	经营规模	4		EBITDA 利息保障倍数	7
	产品、服务和技术	4		总债务/总资本	7
	品牌形象和市场份额	4		FFO/净债务	7
	经营效率	4		杠杆状况调整分	0
	业务多样性	2		盈利状况	强
				盈利趋势与波动性	中等
				盈利水平	4
业务状况评估结果		中等	财务状况评估结果		最小
指示性信用评分					aa
调整因素	重大特殊事项		调整幅度		-1
独立信用状况					aa-
外部特殊支持调整					0
公司主体信用等级					AA-

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA-/稳定	AA-	2021-6-16	蒋申、张涛	工商企业通用信用评级方法和模型(cspy_ffmx_2021V1.0)、外部特殊支持评价方法(cspy_ff_2019V1.0)	阅读全文
AA-/稳定	AA-	2019-12-23	谢蓉蓉、桑竹	建筑施工企业主体长期信用评级方法(py_ff_2017V1.0)、建筑施工企业主体长期信用评级模型(py_mx_2017V1.0)	阅读全文

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模(亿元)	债券余额(亿元)	上次评级日期	债券到期日期
华阳转债	4.50	4.50	2021-6-16	2026-7-30

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排,进行本次定期跟踪评级。

二、本期债券募集资金使用情况

公司于 2020 年 7 月 30 日发行 6 年期 4.50 亿元可转换公司债券,募集资金计划用于建筑设计服务中心建设项目、装饰设计服务中心建设项目和总部基地建设项目。截至 2021 年 12 月 31 日,本期债券募集资金专项账户余额为 0.38 亿元,使用闲置募集资金暂时补充流动资金人民币 3.00 亿元。

三、发行主体概况

跟踪期内,公司名称、控股股东及实际控制人均未发生变更。本期债券 2021 年 2 月 5 日开启转股申报程序,截至 2022 年 3 月 31 日,本期债券累计因转股减少金额为 169,300.00 元,减少数量为 1,693 张,公司股份总数变更为 196,036,572 股。截至 2022 年 3 月 31 日,公司第一大股东及实际控制人仍为唐崇武先生,其直接持股 26.48%;同时,通过厦门华阳旭日企业管理合伙企业(有限合伙)(简称“华阳旭日”)和厦门华阳中天企业管理合伙企业(有限合伙)(简称“华阳中天”)两个员工持股平台控制了公司 17.24%股份的表决权。此外,徐华芳为唐崇武的一致行动人,直接持有公司 14.19%的股份。因此,唐崇武合计控制了公司 57.91%股份的表决权。公司控股股东、实际控制人唐崇武先生以其合法拥有的公司股票 29,716,982 股股份作为质押资产对本期债券进行质押担保。

表 1 截至 2022 年 3 月末公司前十大股东明细(单位:股)

序号	股东名称	持股比例	持股数量
1	唐崇武	26.48%	51,903,000
2	徐华芳	14.19%	27,810,000
3	厦门华阳旭日企业管理合伙企业(有限合伙)	9.18%	18,000,000
4	厦门华阳中天企业管理合伙企业(有限合伙)	8.06%	15,800,000
5	创金合信数字经济主题股票型发起式证券投资基金	2.98%	5,845,773
6	西藏赢悦投资管理有限公司	2.65%	5,191,330
7	田晓秋	1.81%	3,550,000
8	中欧价值发现股票型证券投资基金	1.48%	2,894,000
9	中欧潜力价值灵活配置混合型证券投资基金	1.46%	2,861,429
10	薛升伟	1.23%	2,420,000
合计		69.52%	136,275,532

注:唐崇武与徐华芳为一致行动人;华阳旭日与华阳中天为公司员工持股平台,唐崇武为华阳旭日和华阳中天执行事务合伙人的委派代表;田晓秋、薛升伟为华阳旭日有限合伙人;公司未知其他股东之间是否存在关联关系,也未知是否属于一致行动人。

资料来源:公司提供,中证鹏元整理

2021 年 11 月 12 日,公司完成董事会、监事会换届选举,公司第三届董事会新选举储倩为公司董事,田峰为独立董事,刘艳为监事;原独立董事仲德崑、王茂祺和监事江泓因任期届满离任。

公司主营业务仍为建筑设计和研发及其延伸业务,主要包括建筑设计、造价咨询、工程总承包、全过程工程咨询及代建项目管理等业务。合并范围方面,2021 年新纳入合并范围的子公司 5 家,无减少子公司,见下表。截至 2021 年末,公司纳入合并范围内子公司情况如附录三所示。

表 2 2021 年公司合并报表范围变化情况(单位:万元)

1、2021 年新纳入公司合并范围的子公司情况			
子公司名称	持股比例	注册资本	合并方式
深圳华阳互联设计有限公司	60%	500.00	非同一控制下合并
东莞市华阳国际工程设计有限公司	100%	1,000.00	出资新设
华阳国际工程设计(武汉)有限公司	100%	1,000.00	出资新设
华阳国际工程设计(佛山)有限公司	100%	1,000.00	出资新设
十美实业(深圳)有限公司	100%	200.00	出资新设
2、2021 年不再纳入公司合并范围的子公司情况			
子公司名称	持股比例	注册资本	不再纳入的原因
无	-	-	-

资料来源:公司 2021 年审计报告、国家企业信用信息公示系统,中证鹏元整理

四、运营环境

2021 年我国经济呈现稳健复苏态势,2022 年稳增长仍是经济工作核心,“宽财政 + 稳货币”政策延续

2021 年,随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施,全球经济持续复苏,世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国坚持以供给侧结构性改革为主线,统筹发展和安全,继续做好“六稳”、“六保”工作,加快构建双循环新发展格局,国内经济呈现稳健复苏态势。2021 年,我国实现国内生产总值(GDP)114.37 万亿元,同比增长 8.1%,两年平均增长 5.1%,国民经济持续恢复。分季度来看,一至四季度分别增长 18.3%、7.9%、4.9%、4.0%,GDP 增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看,整体呈现外需强、内需弱的特征,出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面,2021 年全国固定资产投资同比增长 4.9%,两年平均增长 3.9%,其中制造业投资表现亮眼,基建投资和房地产投资维持低位,严重拖累投资增长。消费逐步恢复,但总体表现乏力,全年社会消费品零售总额同比增长 12.5%,两年平均增长 3.9%,疫情对消费抑制明显。对外贸易方面,在全球疫情反复情况下,海外市场需求强劲,我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显,出口贸易高速增长,全年进出口总额创历史新高,同比增长 21.4%,其中出口增长 21.2%,对经济的拉动作用较为显著。

2021 年以来,央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度,综合运用多种货币政策工具,保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施,减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”,从严遏制新增隐性债务,开展全域无隐性债务试点,促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动,2021 年全国一般公共预算收入 20.25 万亿元,同比增长 10.7%;财政支出保持较高强度,基层“三保”等重点领域支出得到有力保障,全国一般公共预算支出 24.63 万亿元,同比增长 0.3%。

2021 年,基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷,全年基建投资同比增速降至 0.4%,两年平均增速为 0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降,专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑,以及在地方政府债务风险约束下,隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

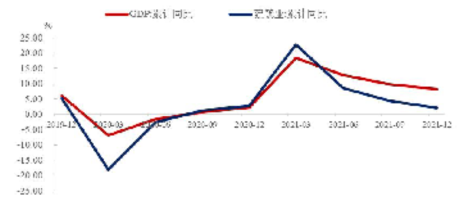
2022 年,我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力,疫情冲击下,外部环境更趋复杂严峻和不确定性,稳增长仍是 2022 年经济工作核心。宏观政策方面,预计 2022 年货币政策稳健偏宽松,总量上合理适度,结构性货币政策仍为主要工具,实行精准调控,不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度,全年财政赤字率预计在 3.0%左右。

建筑业经济稳定器作用有所减弱,但随着适度超前开展基础设施建设和稳经济一揽子政策应出尽出,预计未来建筑行业景气度将有所回升

2021 年以来,虽然政府出台一系列稳增长措施,但受到专项债发行后置、地方政府投融资承压、地产行业监管政策趋严、企业资金不足等因素影响,2021 年建筑业对 GDP 形成一定拖累,从增加值来看,全年建筑业增加值 80,138.50 亿元,同比增长 2.1%,低于同期 GDP 增速 6.0 个百分点;从行业贡献度来看,2021 年建筑业对国民生产总值的贡献度为 1.85%,较上年同期下降 7.48 个百分点。

2021 年末中央经济工作会议召开,财政部、发改委和银保监会相继表态支持超前开展基础设施投资;2022 年 5 月 25 日国务院召开全国稳住经济大盘电视电话会议,会议指出确保中央经济工作会议和《政府工作报告》确定的政策举措上半年基本实施完成,为加大实施力度,国务院常务会议稳经济一揽子政策措施 5 月底前要出台可操作的实施细则、应出尽出,将对基建投资起到一定拉动作用。但考虑到 2021 年房地产调控政策收紧,部分房企削减非必要开工,未来房地产开发投资仍面临一定下行压力,将压制房建生产活动。此外,住建部 2022 年 1 月发布《“十四五”建筑业发展规划》,规划提出“十四五”时期建筑业在国民经济支柱产业地位更加稳固,全国建筑业总产值年均增长率保持在合理区间,建筑业增加值占国内生产总值的比重保持在 6%左右。综合来看,预计 2022 年我国经济对建筑依赖度有所回升,建筑业增速或将温和增长。

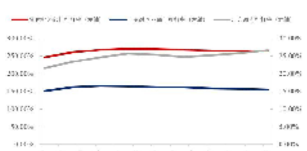
图 1 2021 年建筑业对实际 GDP 增速形成一定拖累,2022 年此作用或将改善



数据来源:wind,中证鹏元整理

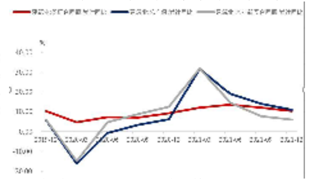
2021 年建筑业融资环境适度收紧,一定程度上限制建筑行业增速,从宏观杠杆水平来看,2020 年三季度以来持续回落,其中实体经济部门、非金融企业部门 2021 年末分别较 2020 年末下滑 6.3 个百分点、7.5 个百分点;但为了对冲疫情带来的负面影响,同期政府部门杠杆率小幅提升 1.3 个百分点。2022 年宽信用力度有望加大,我们预计实体经济融资需求低迷态势或将有所改善,宏观杠杆率将稳中略升,特别是政府部门加杠杆来推动基建投资增长,且地产行业调控政策优化节奏及调整力度有所加大,通过积极拉动购房需求稳杠杆,也将对建筑行业融资环境有所提振。2021 年建筑业实现总产值 293,079.31 亿元,同比增长 11.04%,增速较去年提升 4.8 个百分点,此外,2021 年新签订单累计同比增长 5.96%,建筑业订单保障能力仍处于较好水平,项目端储备较为丰富,能够为建筑企业未来一段时间内的业务发展提供一定支撑。综上,我们推断 2022 年建筑业景气度或将继续回升。

图 2 预计 2022 年宏观杠杆率稳中略升



数据来源:wind,中证鹏元整理

图 3 预计 2022 年建筑业产值增速继续提升

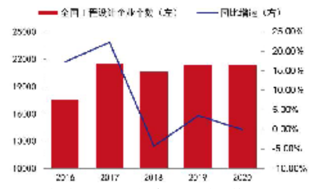


数据来源:wind,中证鹏元整理

建筑设计行业向上下游延伸整合是趋势,但同样也面临具备全产业链整合能力的施工企业向上游设计环节拓展,行业竞争进一步加剧

建筑设计属于建筑产业链的上游,主要系前期决策阶段,其需要决定建筑的外观、空间和使用功能,亦需要决定建筑施工成本、建筑质量安全、建筑施工进度以及建筑能耗等。近年来,受益于城镇化进程的推进,我国建筑设计行业发展迅速,队伍数量、经营规模、管理水平和经济效益均得到了较快发展。随着建筑设计行业的快速发展,受建筑设计为轻资产运营模式、门槛相对较低的影响,其行业内部竞争较为激烈,根据住房和城乡建设部发布的《2020 年全国工程勘察设计统计公报》,2020 年工程设计企业已达 21,327 个,较 2016 年增长 21.32%。

图 4 近年来全国工程设计企业个数情况



数据来源:公开资料,中证鹏元整理

由于传统建筑业一般采用“平行承包模式”,即将“设计 - 采购 - 建造”割裂开来,分成不同的子行业,而其中建筑设计行业一般只负责设计步骤,后续的采购和施工都不需要参与,但因各环节相互割裂,信息交流不够全面,导致信息交互成本较高、建筑设计过程难以保持一致性。为进一步提高建筑设计质量、改善建筑设计行业内部低价竞争的问题和不同子行业之间互相推卸责任、拖慢进度的混乱管理现状,近年来国家开始推广建筑产业链上下游延伸,近年工程总承包制(EPC)在国家政策层面上也获得了诸多支持,如 2016 年住建部《关于进一步推进工程总承包发展的若干意见》,明确提出“深化建设项目组织实施方式改革,推广工程总承包制”,要求建设单位优先采用工程总承包模式,政府投资项目和装配式建筑积极采用工程总承包模式”;2017 年国务院《关于促进建筑业持续健康发展的意见》,要求加快推行工程总承包;2020 年住建部《推动智能建造与建筑工业化协同发展的指导意见》中提出“加快培育具有智能建造系统解决方案能力的工程总承包企业,逐步形成以工程总承包企业为核心、相关领先企业深度参与的开放型产业体系”。

由于建筑设计企业尤其是民营设计企业资金实力和资本规模通常相对较小,在建筑设计企业向产业链上下游延伸的同时,资本规模相对较高的工程施工企业也在追寻向上游设计环节拓展,而一般工程总承包项目体量较大,也更青睐选择工程施工企业,导致设计行业竞争进一步加剧。此外,深圳、北京、重庆等地也在推广建筑师负责制试点项目,即由设计企业牵头,进行工程总承包和全过程咨询,且住建部《“十四五”建筑业发展规划》提出推广工程总承包模式,并提到“以装配式建筑为重点,鼓励和引导建设内容明确、技术方案成熟的工程项目优先采用工程总承包模式”、“在工程总承包项目中推进全过程 BIM 技术应用,促进技术与管理、设计与施工深度融合”,通过发展建筑师负责制、装配式建筑、推动 BIM 技术应用也给未来建筑设计企业突围提供了参考方向。

五、经营与竞争

公司主营业务仍为建筑设计和研发及其延伸业务,主要包括建筑设计、造价咨询、工程总承包、全过程工程咨询及代建项目管理等业务,其中建筑设计是公司的主要收入来源,2021 年收入占比达 53.49%。随着公司积极推动在手工程总承包业务和持续加强业务拓展,2021 年公司营业收入同比增长 51.87%;其中建筑设计业务、工程造价咨询业务及工程总承包业务收入分别同比增长 24.67%、34.37%和 137.36%,工程总承包业务大幅增长主要系观澜中学改扩建、市第二十一高级中学、红山中学高中部 EPC 项目、福田区华富街道福安小区城市更新单元改造 EPC 项目持续推进所致。销售毛利率方面,2021 年公司毛利率下降至 20.88%,主要系低毛利率的工程总承包占比增加所致。2022 年 1-3 月公司营业收入同比小幅增长 3.27%,由于一季度为建筑行业传统淡季,且受深圳疫情停工停产影响,毛利率有所下滑。

表 3 公司营业收入构成及毛利率情况(单位:万元)

项目	2022 年 1-3 月		2021 年		2020 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
建筑设计	23,705.60	19.60%	153,853.06	31.75%	123,407.05	33.32%
工程造价咨询	3,308.59	13.85%	22,687.74	34.94%	16,884.67	32.40%
工程总承包	9,593.17	7.13%	108,647.50	2.68%	45,772.61	4.86%
全过程工程咨询、代建等	955.72	23.87%	2,077.78	25.58%	2,940.46	27.91%
其他	123.72	66.17%	382.08	-40.42%	404.58	62.03%
合计	37,686.79	16.18%	287,648.17	20.88%	189,409.38	26.34%

注:其他为租赁业务。

资料来源:公司提供,中证鹏元整理

公司业务资质等级较高,深耕装配式建筑与 BIM 技术,区域内核心业务竞争实力依然较强

公司业务资质等级较高。截至 2022 年 3 月末,公司现已拥有建筑行业(建筑工程)甲级、工程造价咨询甲级、城乡规划甲级、建筑工程施工总承包壹级等资质,其中,2021 年新增城乡规划甲级资质。

表 4 截至 2022 年 3 月末公司主要资质情况

证书类型	资质等级	发证机关	有效期
工程设计资质	建筑行业(建筑工程)甲级	住房和城乡建设部	2025.03.16
	风景园林工程设计专项乙级	广东省住房和城乡建设厅	2025.09.04
工程监理资质	房屋建筑工程专业甲级	住房和城乡建设部	2025.12.04
工程造价咨询	工程造价咨询甲级	住房和城乡建设部	2023.06.30
规划资质	城乡规划甲级	自然资源部	2022.12.31
建筑业企业资质	建筑工程施工总承包壹级	住房和城乡建设部	2022.10.27
	建筑机电安装工程专业承包壹级	广东省住房和城乡建设厅	2022.12.31
	市政公用工程施工总承包贰级	广东省住房和城乡建设厅	2022.12.31
其他	高新技术企业证书	深圳市科技创新委员会、深圳市财政局、国家税务总局深圳市税务局	2022.12.09

资料来源:公司提供,中证鹏元整理

公司在装配式建筑和 BIM[1]领域具有较为领先的地位和丰富经验。公司是建筑设计行业首家国家住宅产业化基地和首批装配式建筑产业基地;也是国内最早启动 BIM 专项研究的设计企业之一,为全国首个完成政府工程 BIM 标准的设计企业,公司目前已相继研发上线了 iBIM 平台 V4.0 版和华阳速建 2022 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。2021 年 12 月,公司与万翼科技有限公司(万科股份全资子公司)签订战略合作协议,公司 iBIM 平台将与万翼的 AI 审图平台数据对接,实现设计管控与 AI 审图的无缝对接。2022 年 2 月公司与广州中望龙腾软件股份有限公司(688083.SH)共同出资设立合资公司(公司参股 30%),开展“国产 BIM(建筑信息模型)产品研发和软件销售”业务。上述技术积累与外部合作为公司进一步拓展业务奠定了较好的基础。

[1] 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;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。

公司项目持续荣获国内外奖项,拓展了公司在华南区域内的建筑设计行业中的品牌知名度,进一步巩固了公司的竞争实力。2021 年公司代表性获奖项目有皇岗口岸新建工程、龙华教育科学研究院附属实验学校、华润城润府三期、深圳科技馆(新馆)、中关村广场城市更新项目、仁恒太仓商业等,具体名录见下表。

表 5 2021 年公司获得的重要代表性奖项

序号	获奖项目	奖项名称
1	皇岗口岸新建工程	2021 美国国际设计大奖 IDA 银奖
2	华润城润府三期	2021 年度广东省优秀工程勘察设计建筑工业化设计一等奖
3	龙华教育科学研究院附属实验学校	2021 德国 ICONIC 标志性设计奖-至尊奖、第七届 CREADAWARD 地产设计大奖·中国公建项目银奖
4	莲塘口岸	2021 年度广东省优秀工程勘察设计公共建筑设计二等奖
5	深圳科技馆(新馆)	第十二届“创新杯”BIM 应用大赛文化体育类 BIM 应用一等成果、第十届“龙图杯”全国 BIM 大赛一等奖
6	中关村广场城市更新项目	2021 年度 OPAL 伦敦杰出地产大奖-再开发和翻新类建筑设计大奖
7	仁恒太仓商业	2021 年度 OPAL 伦敦接触地产设计大奖-商业零售、百货商店、商场类室内设计荣誉奖
8	广州星樾山畔“随园入画”展示中心	第 58 届金块奖最极爱国际商业 & 特殊用途项目优秀奖

资料来源:公司提供

随着工程总承包业务在手订单持续推进和建筑设计业务收入稳步增长,公司收入大幅增长;但工程总承包业务收入未来仍存在一定的波动性

公司建筑设计业务按产品类型可分为居住建筑、公共建筑和商业综合体三类,其营业收入占比情况见下表。2021 年建筑设计业务实现收入同比增长 24.67%,主要系前期订单快速增长,业务加速落地所致。分产品来看,商业综合体设计收入占比小幅下降;居住建筑设计基本持平;公共建筑设计收入占比有所提升。从毛利率情况来看,由于公司业务规模和员工人数扩张,效益还未完全体现,且具备全产业链整合能力的施工企业向上游设计环节拓展,行业竞争进一步加剧,建筑设计业务毛利率小幅下降 1.57 个百分点至 31.75%。

表 6 公司建筑设计业务分产品的收入占比情况(单位:万元)

项目	2022 年 1-3 月		2021 年		2020 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
居住建筑设计	12,671.91	53.46%	76,164.04	49.50%	61,201.84	49.59%
商业综合体设计	3,940.01	16.62%	32,178.18	20.91%	29,229.95	23.69%
公共建筑设计	7,093.68	29.92%	45,510.84	29.58%	32,975.25	26.72%
设计业务合计	23,705.60	100.00%	153,853.06	100.00%	123,407.05	100.00%

资料来源:公司提供,中证鹏元整理

2021 年公司工程总承包业务实现收入 108,647.50 万元,同比增长 137.36%,近年持续大幅增长,主要系观澜中学改扩建、深圳市第二十一高级中学、红山中学高中部 EPC 项目(三所中学合同合计金额 154,593.86 万元)和福田区华富街道福安小区城市更新单元改造 EPC 项目(合同金额 58,915.75 万元)持续推进带来的收入;毛利率方面,当期毛利率进一步降低,主要受深圳市税务局新沙地块 EPC 项目原材料涨幅较大及建设进度较慢导致成本超出预期,且公司 2021 年度对其计提预计负债 0.22 亿元。总体来看,公司工程总承包业务年度收入受单个项目影响较大,2022 年随着观澜中学改扩建、深圳市第二十一高级中学、红山中学高中部 EPC 项目和福田区华富街道福安小区城市更新单元改造 EPC 项目的预计完工,且 2021 年新签订单 0.86 亿元,其规模较小,未来仍存在一定波动性。

2021 年公司工程造价咨询业务实现收入 22,687.74 万元,同比增长 34.37%,主要系公司加速推进近年在手订单,且 2021 年通过新设西安与海南分公司扩大区域布局所致;毛利率小幅增长,主要是公司当年完成部分相对复杂的商业综合体咨询项目,其单价较高所致。截至 2021 年 12 月末,公司造价工程师团队 1,244 人,较去年同期新增 183 人,且在东莞、四川、惠州、福州、广西、海南、西安等地设立了分公司,2021 年完成了深圳市华大医院项目全过程造价咨询、梅香里人才住房项目全过程造价咨询等项目并新签(深圳湾)C 塔及相邻地块项目全过程工程项目,项目经验较为丰富。

2021 年全过程工程咨询及代建业务等实现收入 2,077.78 万元,同比下降 29.34%,主要系深圳市长圳公共住房及其附属工程的全过程工程咨询项目受疫情影响,进度较慢,同时没有大型全过程咨询项目在手所致,主要确认收入的项目有深圳市长圳公共住房全过程工程咨询项目、梅彩项目、龙华设计产业园项目、安托山代建项目、赤湾学校改扩建代建等。毛利率方面,2021 年上述板块业务毛利率由上年的 27.91%降至 25.58%,主要系个别毛利率较高的全过程工程咨询及代建项目接近完工,收入规模下降所致。公司目前在手的全过程工程咨询及代建订单有福田区二院门诊住院大楼及综合楼拆除重建工程代建项目、梅彩项目等合同。未来随着上述项目推进,全过程工程咨询及代建业务仍能为公司收入带来一定补充。

从业务区域分布情况来看,2021 年公司继续深耕粤港澳大湾区市场,华南地区收入同比增长 55.94%,占比也进一步提升至 85.84%,主要系 2021 年集中于深圳市的工程总承包业务收入大幅增长。整体来看,公司业务区域集中度较高,不利于风险分散。

表 7 近年来公司营业收入国内区域分布情况(单位:万元)

区域	2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比
华南地区	246,914.68	85.84%	158,338.87	83.61%
华中地区	20,977.11	7.29%	18,485.71	9.76%
华东地区	12,770.24	4.44%	8,121.48	4.29%
西南地区	4,822.11	1.68%	3,262.73	1.72%
其他	2,164.02	0.75%	1,200.59	0.63%
合计	287,648.17	100.00%	189,409.38	100.00%

资料来源:公司提供,中证鹏元整理

公司经过多年的发展,已积累了包括万科、华润等品牌开发商;此外,公司依托装配式设计和 BIM 较为领先的地位和丰富经验,拓展了深圳市建筑工务署、深圳市人才安居集团等保障房领域客户资源。2021 年公司前五大客户仍为政府工程建设公司及房地产企业,其中第一大客户集中程度大幅提升,主要系深圳龙华三所中学项目加速推进所致,亦导致前五大客户集中度有所提升。考虑到目前房地产行业政策虽然有所放松,但房企资金仍较为紧张,公司现有业务的推进、未来市场的开拓以及资金回收仍面临一定风险,且 2021 年公司计提恒大地产集团有限公司应收票据及应收账款坏账合计 0.95 亿元(计提坏账比例 80%)。

表 8 近年来公司前五大客户情况(单位:万元)

年份	客户名称	营业收入	占当期营业收入的比例
2022 年 1-3 月	第一名	8,106.76	21.51%
	第二名	7,924.28	21.03%
	第三名	2,830.32	7.51%
	第四名	1,830.19	4.86%
	第五名	1,275.49	3.38%
	合计	21,967.04	58.29%
2021 年	第一名	93,245.93	32.42%
	第二名	15,967.94	5.55%
	第三名	15,081.49	5.24%
	第四名	9,274.10	3.22%
	第五名	6,477.22	2.25%
	合计	140,046.69	48.69%
2020 年	第一名	39,182.60	20.69%
	第二名	17,758.18	9.38%
	第三名	8,434.67	4.45%
	第四名	7,295.18	3.85%
	第五名	6,773.28	3.58%
	合计	79,443.92	41.94%

资料来源:公司提供,中证鹏元整理

公司在手订单较为充足,未来收入来源较有保障,但工程总承包新签订单合同金额下降,收入规模存在波动可能;随着在建项目的不断投入,仍面临一定的资金压力,且本期募投项目是否能实现预期收益以及能否覆盖本期债券本息仍存在较大不确定性

公司业务承接仍包括公开招标、客户内部邀标和客户直接委托三类,主要以公开招标、客户内部邀标为主。跟踪期内,建筑设计业务、工程总承包和全过程工程咨询及代建业务的流程基本无变化。

2021 年公司新承接订单数量有所增长,仍以建筑设计业务为主,但合同金额同比下降 33.33%至 30.42 亿元,为 2021 年总收入的 1.06 倍,主要系工程总承包项目体量减少所致。截至 2022 年 3 月末,公司在手订单合同金额(含税)合计为 132.64 亿元,已确认收入金额(含税) 72.27 亿元,已签约未完工订单合同金额(含税)60.37 亿,其中建筑设计业务、工程造价咨询业务、工程总承包业务、全过程工程咨询及代建业务已签约未完工订单合同金额分别为 44.40 亿元、8.20 亿元、6.20 亿元和 1.57 亿元。整体来看,公司在手订单充足,未来收入来源较有保障。但考虑到公司职工薪酬为刚性支出且其占总成本比例较高,以及东莞产业园等自建项目的持续投入,未来业务扩张需要投入资金较多,且 IPO 募集资金及本期债券募集资金有专款专用限制,公司仍将面临一定的资金压力。

根据公司出具的《公开发行可转换公司债券募集资金使用的可行性分析报告》,公司计划在广东省深圳市龙华区新建一栋综合办公大楼,用于建筑设计服务中心建设项目、装饰设计服务中心建设项目及总部基地建设项目实施,募投项目总投资为 53,932.55 万元;截至 2021 年 12 月 31 日,上述募投项目已使用募集资金 11,222.88 万元,投资进度 25.44%,预计 2023 年 8 月完工,建设进度低于原计划。考虑到募投项目受经济环境、客户需求、市场竞争及项目运营管理等多重因素影响,且募投项目无法产生直接的经济效益,其为公司从事设计服务人员创造必要的办公环境及设施,将通过向客户提供设计服务进行收费并获利以及通过控制并锁定未来办公场地支出从而在公司利润中间接体现收益,募投项目是否能实现预期收益以及能否覆盖本期债券本息仍存在较大不确定性。

表 9 2020-2021 年公司新签合同情况(单位:万元,个)

项目	2021 年		2020 年	
	个数	金额	个数	金额
建筑设计业务	974	243,579.21	787	231,807.68
工程造价咨询业务	505	45,054.39	299	35,405.77
工程总承包业务	9	8,621.77	2	181,106.85
全过程工程咨询及代建业务	6	6,993.87	4	8,019.86
合计	1,494	304,249.24	1,092	456,340.16

资料来源:公司提供,中证鹏元整理

表 10 截至 2022 年 3 月末在手订单明细(单位:万元)

项目	合同金额(含税)	已确认收入(含税)
建筑设计业务	914,697.85	470,741.12
其中:1,000 万元以上(含)	408,293.69	190,877.86
500 万元(含)-1,000 万元	233,156.69	136,628.52
500 万元以下	273,247.47	143,234.75
工程造价咨询业务	144,786.55	62,780.13
其中:1,000 万元以上(含)	16,913.22	3,807.71
500 万元(含)-1,000 万元	24,765.48	9,191.68
500 万元以下	103,107.85	49,780.74
工程总承包业务	242,008.30	180,036.45
其中:1,000 万元以上(含)	242,008.30	180,036.45
全过程工程咨询及代建业务	24,887.60	9,160.52
其中:1,000 万元以上(含)	19,045.50	7,040.83
500 万元(含)-1,000 万元	1,916.93	598.64
500 万元以下	3,925.17	1,521.05
合计	1,326,380.31	722,718.22

资料来源:公司提供,中证鹏元整理

工程总承包成本大幅增长,对公司工程施工业务能力形成较大压力

2021 年工程总承包业务收入大幅增长 137.36%,但同时成本亦大幅增长 146.41%,主要系工程分包、直接人工成本、直接材料(主要包括钢材、混凝土等)等增长,此外,由于公司工程总承包业务的管理经验、施工进度把控、原材料采购等方面相比大型央企国企相对较弱,对公司成本控制形成较大压力。

表 11 近年来公司成本构成情况(单位:万元)

项目	2022 年 1-3 月		2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
职工薪酬	18,146.21	57.45%	93,205.33	40.95%	74,894.62	53.68%
工程总承包	8,909.43	28.20%	107,309.93	47.15%	43,549.41	31.21%
外包设计	567.65	1.80%	9,428.83	4.14%	7,137.37	5.12%
房租物业费	268.02	0.85%	1,174.14	0.52%	2,976.01	2.13%
项目制作费	813.33	2.57%	3,943.06	1.73%	2,682.79	1.92%
折旧与摊销	1,507.92	4.77%	6,814.28	2.99%	3,354.09	2.40%
交通差旅费	172.28	0.55%	1,840.19	0.81%	1,386.94	0.99%
全过程咨询及代建	727.64	2.30%	1,546.28	0.68%	2,119.83	1.52%
办公费用	291.45	0.92%	1,178.51	0.52%	1,103.41	0.79%
股份支付	85.86	0.27%	159.51	0.07%	0.00	0.00%
其他	98.67	0.31%	984.22	0.43%	323.62	0.23%
合计	31,588.45	100.00%	227,584.29	100.00%	139,528.09	100.00%

资料来源:公司提供,中证鹏元整理

随着公司工程总承包业务的推进,工程分包供应商仍是公司主要的供应商。公司的供应商包括深圳市市政工程总公司、中国建筑第七工程局有限公司等,由于 2021 年工程总承包业务中深圳龙华三所中学项目和福田区华富街道福安小区城市更新单元改造项目加速推进,当年公司第一大供应商占比和前五大供应商占采购总额的比重均大幅提升,不利于公司分散经营风险。

表 12 近年来公司前五大供应商占比情况

项目	2022 年 1-3 月	2021 年	2020 年
第一大供应商占比	58.29%	66.97%	26.47%
前五大供应商占比	63.24%	84.50%	41.39%

资料来源:公司提供,中证鹏元整理

此外,由于公司作为人力资源密集型公司,2021 年公司员工总人数由上年 4,941 人增长至 5,173 人,人均产值也由上年 38.33 万元进一步提升至 55.61 万元,但若剔除工程总承包业务收入,人均产值由上年 29.07 万元增至 34.60 万元,同比增长 19.02%,而建筑设计业务成本主要以职工薪酬为主,2021 年职工薪酬同比增长 24.45%,公司人员效益还待进一步提升。随着公司业务规模的扩大以及行业新型理念、技术和业态的推进,高端人才需求增长,若公司不能及时引进足够的高端人才,在人才培养、薪酬待遇等方面缺乏竞争力,将面临高端人才不足甚至流失的风险。

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经容诚会计师事务所(特殊普通合伙)审计并出具标准无保留意见的 2020-2021 年审计报告和未经审计的 2022 年 1 季报,报告均采用新会计准则编制。2021 年,公司合并范围新增深圳华阳互联设计有限公司、东莞市华阳国际工程设计有限公司、华阳国际工程设计(武汉)有限公司、华阳国际工程设计(佛山)有限公司、十美实业(深圳)有限公司共计 5 家子公司。

财政部于 2018 年 12 月 7 日发布了《关于修订印发 <企业会计准则第 21 号——租赁> 的通知》(财会[2018]35 号),公司自 2021 年 1 月 1 日起执行新租赁准则,对会计政策的相关内容进行调整。因执行新租赁准则,公司对合并财务报表进行了相应调整,具体科目调整见下表。

表 13 执行新租赁准则调整资产负债表数据(单位:万元)

项 目	2020 年 12 月 31 日	2021 年 1 月 1 日	调整数
非流动资产:			
使用权资产	-	15,038.17	15,038.17
非流动资产合计	83,419.89	98,458.05	15,038.17
资产总计	275,346.48	290,384.64	15,038.17
流动负债:			
一年内到期的非流动负债	224.23	4,199.29	3,975.06
流动负债合计	96,412.41	100,387.47	3,975.06
非流动负债:			
租赁负债	-	11,063.11	11,063.11
非流动负债合计	34,314.15	45,377.26	11,063.11
负债合计	130,726.56	145,764.72	15,038.17
负债和所有者权益总计	275,346.48	290,384.64	15,038.17

资料来源:公司 2021 年年报,中证鹏元整理

资产结构与质量

公司资产规模稳步增长,整体资产质量较好,但应收款项仍存在一定回收风险

截至 2021 年末,公司资产规模同比增长 10.46%,主要系经营所得增加和执行新租赁准则所致。2022 年 3 月末,总资产规模小幅下降至 29.97 亿元。整体来看,公司资产以现金类资产、应收账款、固定资产及合同资产为主。

2021 年末公司货币资金余额 3.82 亿元,其中 0.13 亿元资金使用受限,受限资金占比 3.36%,受限资金中 769.50 万元为保函保证金,513.56 万元处于冻结状态。2021 年末交易性金融资产变化不大,主要系公司使用自有闲置资金购买理财产品所致,主要为短期理财产品(期限一年内)和现金类理财产品。2021 年末应收票据同比大幅下降,主要系恒大地产集团有限公司逾期票据转入应收账款及单项计提坏帐准备所致(账面余额 0.50 亿元,已计提 0.40 亿元)。2021 年末应收账款账面价值同比有所增长,主要为应收项目委托方的设计款及工程款项,公司应收账款账面金额 1 年以上占比 31.88%,较上年提升 2.06 个百分点;期末余额前五名合计占比 12.17%,应收账款对象主要为大型地产商、政府部门等,此外,期末按单项计提坏账准备的应收账款账面余额 0.82 亿元,已计提坏账准备 0.67 亿元,主要应收对象为恒大地产集团有限公司(账面余额 0.69 亿元,已计提 0.55 亿元)、奥园集团有限公司(应收 0.06 亿元,已计提 0.05 亿元)等风险房地产客户,考虑到应收账款规模较大且部分账龄较长,仍存在一定的回收风险。2021 年末公司新增合同资产有所增长,主要为设计、工程总承包业务形成,累计已计提减值准备 0.61 亿元,亦存在一定回收风险。

表 14 公司主要资产构成情况(单位:亿元)

项目	2022 年 3 月		2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	5.68	18.95%	3.82	12.56%	4.40	15.97%
交易性金融资产	4.08	13.60%	7.58	24.93%	7.52	27.30%
应收票据	0.22	0.73%	0.26	0.86%	0.94	3.41%
应收账款	5.54	18.49%	5.12	16.82%	4.03	14.62%
合同资产	3.06	10.21%	2.18	7.17%	1.78	6.46%
流动资产合计	19.15	63.91%	19.46	64.00%	19.19	69.70%
固定资产	4.21	14.05%	4.27	14.05%	3.62	13.15%
无形资产	1.93	6.43%	1.95	6.41%	1.99	7.24%
非流动资产合计	10.82	36.09%	10.95	36.00%	8.34	30.30%
资产总计	29.97	100.00%	30.41	100.00%	27.53	100.00%

资料来源:公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1 季度报告,中证鹏元整理

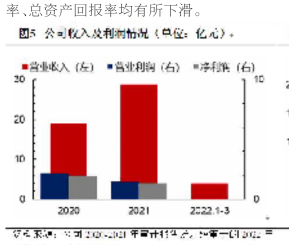
2021 年末公司固定资产账面价值同比有所增长,主要系在建工程中华阳国际现代建筑产业中心项目转固所致,期末 0.10 亿元为政府福利房无法取得权证。2021 年末无形资产账面价值变化不大,主要由龙华设计创意产业园土地使用权(本期债券募投项目用地)构成。

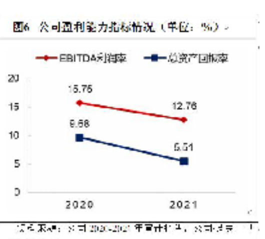
整体来看,公司整体资产质量较好,但公司应收款项(应收票据、应收账款和合同资产)对公司资金形成一定占用,且部分账龄较长,仍存在一定回收风险。

盈利能力

公司营业收入大幅增长,且目前在手订单较为充足,未来收入来源较有保障,但受低毛利率的工程总承包占比增加和新增员工产值尚未完全释放影响,盈利能力有所下降

公司通过积极推动在手工程总承包业务和持续加强业务拓展,2021 年公司实现营业收入 28.76 亿元,同比增长 51.87%,实现净利润 1.31 亿元,同比下降 31.72%,主要系公司对房地产风险客户的各类应收款项(包括应收票据、应收账款、合同资产)单独计提坏账准备所致。公司 2022 年 1-3 月实现收入 3.77 亿元,较上年同期小幅增长,但因为一季度为生产经营的淡季,2022 年 1-3 月亏损 0.06 亿元,亏损金额较上年 0.08 亿元有所收窄。在新签订单方面,2021 年公司新承接订单合同金额为 30.42 亿元且截至 2022 年 3 月末公司已签约未完工订单合同金额(含税)60.37 亿元,公司在手订单充足,未来收入来源较有保障。盈利能力方面,因低毛利率的工程总承包占比增加和公司员工人数扩张,产值尚未完全释放综合影响,公司 EBITDA 利润率、总资产回报率均有所下滑。



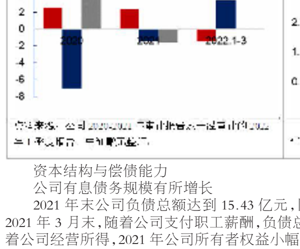


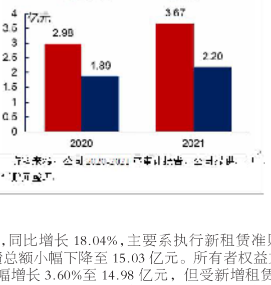
现金流

公司经营活动现金持续净流入但金额小幅下降,考虑到公司未来在建项目尚需投入规模较大,仍面临一定资金压力

2021 年公司经营活动现金净流入 2.38 亿元,同比小幅下降,主要系受地产行业紧缩的影响,公司部分客户回款周期拉长。2022 年 1-3 月受春节假期、项目安排节奏和疫情等影响,销售回款较低,且同时需要支付员工产值奖金、年终奖等影响,公司经营活动现金净流出 1.50 亿元。投资活动现金流方面,2021 年公司投资活动现金净流出 1.40 亿元,主要系公司购买赎回理财产品净额支出增加与龙华产业园建设支出所致。筹资活动现金流方面,2021 年全年公司筹资活动净流出 1.59 亿元,主要系公司归还银行贷款、利润分配所致。

随着公司业务收入的增长,EBITDA 和 FFO 规模均有所上升,但随着公司所承接体量较大的工程总承包项目 2022 年陆续完工,未来 EBITDA 和 FFO 规模存在一定波动性,且考虑到公司职工薪酬为刚性支出且其金额持续增长,叠加 IPO 及本期债券募投项目尚需投资金额较大,且募集资金有专款专用限制,公司仍将面临一定的资金压力。

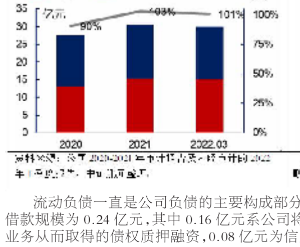


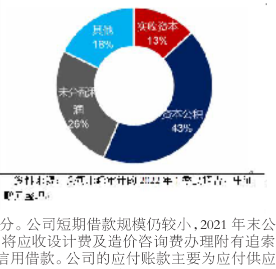


资本结构与偿债能力

公司有息债务规模有所增长

2021 年末公司负债总额达到 15.43 亿元,同比增长 18.04%,主要系执行新租赁准则所致;2021 年 3 月末,随着公司支付职工薪酬,负债总额小幅下降至 15.03 亿元。所有者权益方面,随着公司经营所得,2021 年公司所有者权益小幅增长 3.60%至 14.98 亿元,但受新增租赁负债规模较大影响,2021 年末公司产权比率攀升至 103.00%,公司所有者权益对负债的保障程度有所降低。





流动负债一直是公司负债的主要构成部分。公司短期借款规模仍较小,2021 年末公司短期借款规模为 0.24 亿元,其中 0.16 亿元系公司将应收设计费及造价咨询费办理附有追索权保理业务从而取得的债权质押融资,0.08 亿元为信用借款。公司的应付账款主要为应付供应商的货款和劳务款,2021 年公司应付账款余额 1.63 亿元,同比小幅下降。2021 年末合同负债主要包括建筑设计业务预收款(账面价值 4.21 亿元)、代建管理咨询业务预收款(0.04 亿元)等。

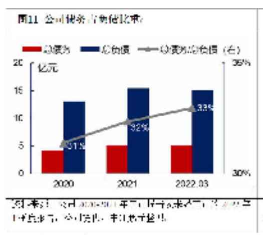
公司应付债券主要为 2020 年发行的华阳转债,其发行金额为 4.5 亿元,期末账面价值为 3.55 亿元,较上年末因溢折价摊销增长 0.22 亿元,此外本期债券的权益成分确认为其他权益工具 1.16 亿元。

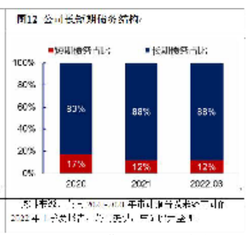
表 15 公司主要负债构成情况(单位:亿元)

项目	2022 年 3 月		2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.22	1.47%	0.24	1.55%	0.69	5.30%
应付账款	1.73	11.51%	1.63	10.54%	1.82	13.93%
合同负债	4.30	28.61%	4.25	27.57%	3.78	28.94%
流动负债合计	10.41	69.28%	10.79	69.92%	9.64	73.75%
应付债券	3.61	24.02%	3.55	23.02%	3.34	25.55%
非流动负债合计	4.62	30.72%	4.64	30.08%	3.43	26.25%
负债合计	15.03	100.00%	15.43	100.00%	13.07	100.00%

资料来源:公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1 季度报告,中证鹏元整理

截至 2021 年末公司总债务 4.99 亿元,总债务增长主要系应付债券规模增长和新增租赁负债,债务占负债比重仍处于较低水平,债务压力较小;公司长期债务主要为本期债券及租赁负债,其占比较高,公司短期偿债压力较小。





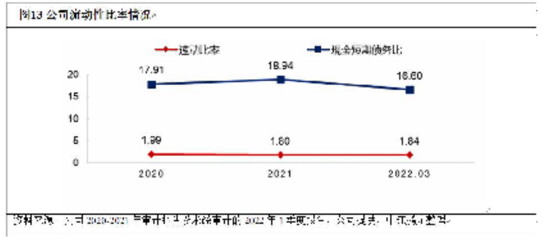
偿债能力指标方面,由于 2021 年执行新租赁准则,期末公司资产负债率同比提升 3.26 个百分点至 50.74%;2022 年 3 月末资产负债率小幅下降 0.58 个百分点。2021 年随着公司执行新租赁准则和可转债利息费用增长,导致 EBITDA 利息保障倍数下降至 13.44,但公司盈利能力对有息债务本息的偿付保障能力仍较好。

表 16 公司杠杆状况指标

项目	2022 年 3 月	2021 年	2020 年
资产负债率	50.16%	50.74%	47.48%
净债务/EBITDA	--	-1.60	-2.76
EBITDA 利息保障倍数	--	13.44	32.56
总债务/总资本	24.92%	25.00%	22.10%
FFO/净债务	--	-37.38%	-22.92%

资料来源:公司提供,中证鹏元整理

受公司业务特性原因,公司以流动资产为主,因 2021 年应收账款中部分客户回款周期拉长,公司速动比率有所下降。由于公司短期债务金额较小,公司现金短期债务比仍处于较高水平,短期偿债压力较小。此外,2021 年末公司在各家银行总授信额度 13.95 亿元,剩余未使用授信额度 10.43 亿元,必要时可通过增加银行借款满足资金需求。



七、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告,从 2019 年 1 月 1 日至报告查询日(2022 年 5 月 7 日),公司本部不存在未结清不良类信贷记录,已结清信贷信息无不良类账户;公司本部公开发行的各类债务均按时偿付利息,无到期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

重大诉讼方面,2017 年 11 月,淮安悦景置业有限公司以自有建华观园二期花城半岛项目中合计 32 栋楼发生不均匀沉降质量问题向淮安经济技术开发区人民法院提请诉讼,将淮安市水利勘测设计研究院有限公司、江苏地基工程有限公司及公司列为共同被告,要求被告方在各自的责任范围内对原告进行赔偿,鉴于当时鉴定结果未出,公司按照合同约定的的责任赔偿最大范围计提预计负债。2020 年 6 月,淮安悦景置业有限公司根据鉴定结果再次向淮安市中级人民法院提起诉讼,将淮安市水利勘测设计研究院有限公司、江苏地基工程有限公司及公司列为共同被告,并要求共同赔偿其损失。根据公司与淮安悦景置业有限公司签订的建筑设计合同及补充协议约定,因质量问题导致赔偿额不超过合同金额的 50%,公司根据目前的诉讼事项并按照合同约定的责任赔偿最大范围(合同金额的 50%)计提预计负债计入营业外支出。截止 2021 年 12 月 31 日,法院冻结本公司在中国建设银行股份有限公司深圳智慧支行的人民币存款 500.00 万元(不含利息),公司已按合同约定的责任赔偿最大范围(合同金额的 50%)计提预计负债 404.05 万元,截至 2022 年 5 月 31 日,此案正在审理过程中。

对外担保方面,截至 2021 年末,公司对外担保金额合计为 1,173.00 万元,均为对合营企业东莞市润阳联合智造有限公司的信用担保,上述担保均以厂房内全部生产用机器设备作为抵押物作为反担保措施。

八、抗风险能力分析

公司拥有建筑行业(建筑工程)甲级、工程造价咨询甲级等资质,其核心业务资质等级较高;同时公司近年获得较多奖项,为华南区域内竞争实力较强的建筑设计企业。近年来,公司营业收入保持较快增长,截至 2022 年 3 月末,公司在手订单充足,建筑设计业务盈利能力较强,整体来看公司未来收入持续性较强。

公司作为上市公司,融资渠道较为通畅,截至 2022 年 3 月末,剩余未使用银行授信额度为 10.43 亿元。但中证鹏元也注意到,公司应收账款和合同资产占用了公司一定的资金,且存在一定回收风险;职工薪酬支出为刚性支出且持续增长,面临一定的资金压力等风险因素。

整体来看,公司抗风险能力较强。

九、本期债券偿还保障分析

出质人提供的股份质押担保一定程度上能保障本期债券的安全性,但出质人存在被追加担保物的风险

本期债券由出质人唐崇武将其合法拥有的限售股份作为质押资产提供质押担保,截至 2022 年 6 月 2 日,其市值为 3.76 亿元,其对本期债券本金 4.50 亿元的担保覆盖率为 83.51%,出质人提供的股份质押担保一定程度上能保障本期债券的安全性。

根据《深圳市华阳国际工程设计股份有限公司公开发行可转换公司债券之股份质押合同》(以下简称“《质押合同》”),在《质押合同》签订后及主债权有效存续期间,如在连续 30 个交易日内,质押股票的市场价值(以每一交易日收盘价计算)持续低于本期债券尚未偿还本息总额的 110%,中信证券股份有限公司有权要求出质人在 30 个工作日内追加担保物,以使质押财产的价值与本期债券未偿还本金的比率高于 140%,追加的资产限于华阳国际人民币普通股,追加股份的价值按照连续 30 个交易日内华阳国际收盘价的均价计算。

如在连续 30 个交易日内,质押股票的市场价值(以每一交易日收盘价计算)持续超过本期债券尚未偿还本息总额的 170%,出质人有权请求对部分质押股票通过解除质押方式释放,但释放后的质押股票的市场价值(以办理解除质押手续前一交易日收盘价计算)不得低于本期债券尚未偿还本息总额的 140%。唐崇武将根据质押股票的市场价值变化,对质押股份数量作出调整,并保证调整后质押财产的价值与本次发行的可转换公司债券未偿还本金的比率不低于 140%。

根据公司于 2020 年 7 月 19 日发布的《深圳市华阳国际工程设计股份有限公司关于控股股东、实际控制人股份质押的公告》,唐崇武先生的质押手续已办理完成,唐崇武先生以其合法拥有的公司股票 29,716,982 股股份作为质押资产对本期债券进行质押担保,质押登记日为 2020 年 7 月 16 日,质押股份数按照办理质押登记的前一交易日收盘价计算。值得注意的是,截至 2022 年 6 月 2 日,质押股票的市场价值已连续 30 个交易日持续低于本期债券尚未偿还本息总额的 110%,出质人存在被追加担保物的风险。

表 17 本期债券股份质押担保情况

质押资产名称	质押数量(股)	占其所持股份比例	占公司总股本比例	质押起始日	质押到期日
唐崇武持有公司的股份	29,716,982	57.25%	15.16%	2020 年 7 月 16 日	本期债券持有人全部行使换股权或可转债本息全额付清之日(较早者)

资料来源:《深圳市华阳国际工程设计股份有限公司关于控股股东、实际控制人股份质押的公告》,中证鹏元整理

十、结论

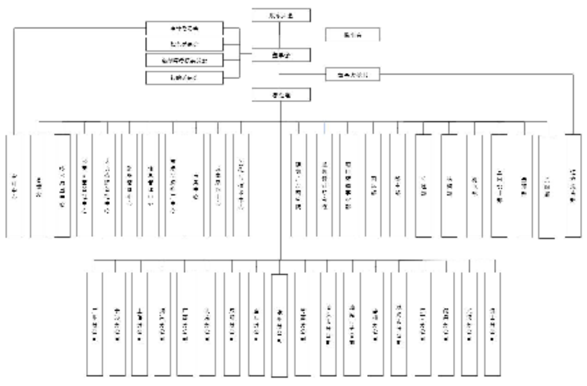
综上,中证鹏元维持公司主体信用等级为 AA-,维持评级展望为稳定,维持本期债券信用等级为 AA-。

附录一 公司主要财务数据和财务指标(合并口径)

财务数据(单位:亿元)	2022 年 3 月	2021 年	2020 年	2019 年
货币资金	5.68	3.82	4.40	4.15
交易性金融资产	4.08	7.58	7.52	2.61
应收票据	0.22	0.26	0.94	0.53
应收账款	5.54	5.12	4.03	4.30
合同资产	3.06	2.18	1.78	0.00
流动资产合计	19.15	19.46	19.19	12.08
固定资产	4.21	4.27	3.62	3.86
无形资产	1.93	1.95	1.99	0.74
非流动资产合计	10.82	10.95	8.34	6.72
资产总计	29.97	30.41	27.53	18.79
短期借款	0.22	0.24	0.69	0.11
应付账款	1.73	1.63	1.82	1.20
合同负债	4.30	4.25	3.78	0.00
一年内到期的非流动负债	0.38	0.37	0.02	0.00
流动负债合计	10.41	10.79	9.64	6.96
应付债券	3.61	3.55	3.34	0.00
非流动负债合计	4.62	4.64	3.43	0.05
负债合计	15.03	15.43	13.07	7.01
总债务	4.96	4.99	4.10	4.96
归属于母公司的所有者权益	14.28	14.31	14.00	11.50
营业收入	3.77	28.76	18.94	11.95
净利润	-0.06	1.31	1.91	1.48
经营活动产生的现金流量净额	-1.50	2.38	2.60	0.76
投资活动产生的现金流量净额	3.47	-1.40	-7.07	-2.37
筹资活动产生的现金流量净额	-0.09	-1.59	4.76	4.21
财务指标	2022 年 3 月	2021 年	2020 年	2019 年
销售毛利率	16.18%	20.88%	26.34%	31.36%
EBITDA 利润率	--	12.76%	15.75%	17.13%
总资产回报率	--	5.51%	9.68%	11.17%
产权比率	100.66%	103.00%	90.39%	59.53%
资产负债率	50.16%	50.74%	47.48%	37.32%
净债务/EBITDA	--	-1.60	-2.76	-3.34
EBITDA 利息保障倍数	--	13.44	32.56	196,730.91
总债务/总资本	24.92%	25.00%	22.10%	0.89%
FFO/净债务	--	-37.38%	-22.92%	-20.37%
速动比率	1.84	1.80	1.99	1.71
现金短期债务比	16.60	18.94	17.91	68.70

资料来源:公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1 季度报告,中证鹏元整理

附录二 公司组织结构图(截至 2022 年 3 月)



资料来源:公司提供

附录三 截至 2021 年末公司合并范围子公司情况

子公司名称	主要经营地	注册地	业务性质	持股比例
深圳市华阳国际建筑产业化有限公司	深圳	深圳	专业技术服务	100.00%
深圳市华阳国际城市科技有限公司	深圳	深圳	软件和信息技术服务	100.00%
深圳市华阳国际工程造价咨询有限公司	深圳	深圳	专业技术服务	37.00%
东莞市华阳国际建筑科技产业园有限公司	东莞	东莞	科技产业园开发	100.00%
深圳华泰盛工程建设有限公司	深圳	深圳	工程施工	100.00%
CAN DESIGN LIMITED	香港	香港	专业技术服务	100.00%
广州市华阳国际工程设计有限公司	广州	广州	专业技术服务	100.00%
华阳国际工程设计(海南)有限公司	海口	海口	专业技术服务	100.00%
华阳国际工程设计(湖南)有限公司	长沙	长沙	专业技术服务	100.00%
深圳华阳互联设计有限公司	深圳	深圳	专业技术服务	60.00%
东莞市华阳国际工程设计有限公司	东莞	东莞	专业技术服务	100.00%
华阳国际工程设计(武汉)有限公司	武汉	武汉	专业技术服务	100.00%
华阳国际工程设计(佛山)有限公司	佛山	佛山	专业技术服务	100.00%
十美实业(深圳)有限公司	深圳	深圳	零售业	100.00%

资料来源:公司 2021 年审计报告,中证鹏元整理

附录四 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1 年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	货币资金+交易性金融资产+应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA /(计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流(FCF)	经营活动产生的现金流(OCF)-资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) /营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA /营业收入×100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(本年资产总额+上年资产总额)/2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计 *100%
资产负债率	总负债/总资产 *100%
速动比率	(流动资产-存货)/流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注:如受评主体存在大量商誉,在计算总资本、总资产回报率时,我们会将超总资产 10%部分的商誉扣除。

附录五 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高,违约风险极低。
AA	债务安全性很高,违约风险很低。
A	债务安全性较高,违约风险较低。
BBB	债务安全性一般,违约风险一般。
BB	债务安全性较低,违约风险较高。
B	债务安全性低,违约风险高。
CCC	债务安全性很低,违约风险很高。
CC	债务安全性极低,违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注:除 AAA 级,CCC 级(含)以下等级外,每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调,表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强,基本不受不利经济环境的影响,违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强,受不利经济环境的影响不大,违约风险很低。
A	偿还债务能力较强,较易受不利经济环境的影响,违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般,受不利经济环境影响较大,违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱,受不利经济环境影响很大,违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境,违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境,违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小,基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注:除 AAA 级,CCC 级(含)以下等级外,每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调,表示略高或略低于本等级。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素,未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定,未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素,未来信用等级可能降低。