

# 建筑装饰

证券研究报告  
2019年05月06日

## 流动性改善下，行业增速底部是否到来？---2018年及2019年Q1园林行业财报汇总分析

投资评级  
行业评级 强于大市(维持评级)  
上次评级 强于大市

### 行业营收依然处于增速下滑阶段，广义现金流持续恶化

在2017年上半年行业营收增速达到近年高点66.1%之后，在地方债务监管趋严、去杠杆环境中资金可得性下降等因素影响下，行业业绩增长掉头向下。2018年行业整体营收增速仅为1.8%，2019年Q1为-23.5%。

园林行业增速下滑或由三方面造成，第一，高基数因素。园林行业流动性环境在进入2018年后逐步收紧，但在2018年Q1增速的相对高位下，2019年Q1行业业绩增速显著承压；第二，营运资金占用因素。2018年前各大园林公司在手订单处于高位，2018年逐步进入垫资高峰期，随后出现周期性放缓阶段；第三，PPP监管因素。政府延续2017年以来对于PPP项目的严监管趋势，而在园林行业营收权重较高的企业中，多数在手PPP项目已进入逐步落地的关键阶段，宏观监管趋严和微观上PPP项目逐步落地期共存，造成公司收入释放承压。

现金流方面，2018年行业整体经营活动产生现金流净额由之前净流入9.5亿转为净流出11亿。此外，随着前期PPP项目的逐步落地，2017年与2018年行业整体投资活动现金流均为大量流出。将经营活动和投资活动现金流结合来看，行业2018年行业现金流状况仍处于吃紧状态。我们认为，随着前期项目整顿高峰的度过以及流动性边际好转，预计2019年行业整体现金流状况有望有所改善。

### 财务费用率与管理费用率显著提升，资产减值损失扩大拖累净利润增长

2018年行业同口径期间费用率为15.7%，同增4.37个百分点，主因2018年园林行业整体融资压力较大，营收增速放缓。其中，财务费用率显著提升1.8个百分点，至4.2%；同口径管理费用率上升2.1个百分点至10.22%，或因2018年年初行业整体员工数量处于近年来高位(2017年营收高速增长公司在2018年下半年出现显著减员)。除了期间费用率外，资产减值计提增多是行业整体净利率大幅下滑的另一关键因素，2018年行业资产减值损失占收入比为2.9%，且在2018年Q4该占比出现快速提升的状况，同期资产减值损失的变化主要由商誉减值大幅提升造成。此外由于近四年坏账计提比例逐步下降，未来需要警惕与长期应收款以及应收款的超预期计提。

### 投资建议

基于2018年以及2019年Q1财报数据，行业整体增速依然处于下滑阶段。但行业2018年年底计提资产减值的快速提升，叠加2019年流动性环境边际改善，有望减少行业整体业绩下滑的斜率。我们认为在资产负债率高位以及逐步消化前期项目的背景下，部分公司的扩张能力依然有限，改善的融资能力或主要用于加速自身资产负债表的修复。因此我们认为目前仍难以看到园林行业整体业绩的拐点信号。

需要注意的是，部分财报扩张能力较强的公司在没有前期高速发展的包袱下，仍然有望迎来业绩的稳健提升；此外，在2018年行业寒冬逐渐度过后，前期压制估值的融资收紧因素逐渐缓解，部分行业龙头标的也有望迎来业绩的恢复性增长。

**风险提示：**我国固定资产投资增速下滑加速，园林行业融资成本超预期提升

### 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 《建筑装饰-行业专题研究:行业19Q1基金持仓报告:装饰、园林获小幅增仓,基建减仓;行业吸引力有待提升》  
2019-05-01
- 2 《建筑装饰-行业深度研究:发展趋势+政策东风,市域快轨步入建设快车道》  
2019-04-19
- 3 《建筑装饰-行业点评:基建投资结构性强势仍在,后期反弹有望持续》  
2019-04-17

## 内容目录

1. 行业营收依然处于增速下滑阶段，龙头企业未来业绩或现分化	4
1.1. 行业营收增速处于下滑阶段，PPP 监管趋严下行业进入前期项目消化期	4
1.2. 行业毛利率有所下滑，流动性环境改善、前期 PPP 项目落地或助推毛利率逐步上行	5
2. 财务费用率与管理费用率显著提升，资产减值损失扩大拖累净利润增长	6
2.1. 财务费用率持续提升，未来有望边际好转	6
2.2. 2018 年 Q4 商誉计提显著增多，未来应警惕应收款与长期应收款的超预期计提	9
2.3. 2019 年 Q1 归母净利润由正转负，业绩拐点或仍未到来	11
3. 行业整体现金流持续吃紧，2019 年融资能力或有所改善	11
3.1. 行业整体现金流持续吃紧，2019 年有望迎来边际改善	11
3.2. 资产负债率出现边际好转，融资能力较 2018 年有所改善	12
4. 投资建议	15
5. 风险提示	15

## 图表目录

图 1: 营收增速	4
图 2: 营收增速对比	4
图 3: 同口径毛利率变化	6
图 4: 各个公司同口径毛利率对比	6
图 5: 期间费用率	7
图 6: 管理费用率	7
图 7: 财务费用率	7
图 8: 销售费用率	7
图 9: 同口径期间费用率与管理费用率	8
图 10: 财务费用率与销售费用率	8
图 11: 行业员工人数在 2016 年与 2017 年经历了显著抬升，2018 年下半年整体人数小幅下降（单位：万人）	8
图 12: 2017 年行业营收增速超 50% 的公司在 2018 年出现显著减员（单位：万人）	8
图 13: 研发费用率	9
图 14: 资产减值损失/收入	9
图 15: 2018 年资产减值损失占比再创新高	9
图 16: 园林行业资产减值各分项占比（单位：百万人民币）	10
图 17: 商誉逐渐变化（单位：百万人民币）	10
图 18: 资产减值损失/收入占比（各公司对比）	10
图 18: 近四年每年坏账及存货计提比例（以相关账户的每年增量为分母）	10
图 19: 净利润增速对比（注：2019 年 Q1 负增长主因：2019 年 Q1 为负 1.83 亿，而去年同期为 3.61 亿盈利。）	11
图 20: 净利率方面，仅绿茵生态、东珠生态等公司净利率出现上升	11

图 21: 收现比和付现比 .....	12
图 22: 经营活动产生现金流 (单位: 百万) .....	12
图 23: 经营活动现金流净额与投资活动现金流净额之和 (单位: 亿) .....	12
图 24: 资产负债率 .....	13
图 25: 资产负债率对比 .....	13
表 1: 部分相关公司 PPP 项目贡献收入占比简要估算 .....	5
表 2: 抽样公司项目财政支出占一般公共预算比例情况 .....	5
表 3: 园林行业发行债券及其他债务工具一览 (截止 2018 年 5 月 4 日) .....	13
表 4: 部分龙头园林公司逐步引入国资 .....	14

## 1. 行业营收依然处于增速下滑阶段，龙头企业未来业绩或现分化

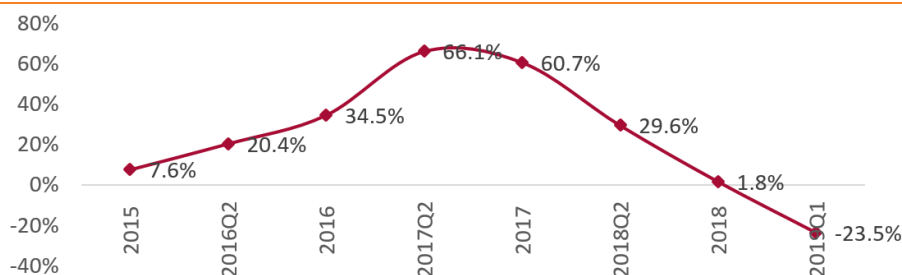
### 1.1. 行业营收增速处于下滑阶段，PPP 监管趋严下行业进入前期项目消化期

基于数据可比性，我们选取 18 家上市园林公司作为统计对象，并以 18 家公司的数据汇总作为园林行业整体数据的指代。在 2017 年上半年行业营收增速达到近年高点 66.1% 之后，在地方债务监管趋严、去杠杆环境中资金可得性下降等因素影响下，行业业绩增长掉头向下。2018 年行业整体营收增速仅为 1.8%，2019 年 Q1 为 -23.5%。

在 18 家园林企业中，仅有两家公司（东珠生态、大千生态）营收增速有所提升，两公司均在 2017 年上市，且 2017 年增速在可比公司中处于中下游；其余 16 家公司增速均出现不同程度的下滑。进入 2019 年 Q1 后，有 13 家公司营收增速保持下滑状态。

行业增速下滑或由三方面造成，第一，**高基数因素**。园林行业流动性环境在进入 2018 年后逐步收紧，在去年 5 月东方园林“发债遇冷”事件发生后进入加速收缩阶段，因此在 2018 年 Q1 增速的相对高位下，2019 年 Q1 行业业绩增速显著承压；第二，**营运资金占用因素**。2018 年前各大园林公司在手订单处于高位、叠加前期营收高速增长下，各大园林公司进入垫资高峰期，随后业绩进入周期性放缓阶段；第三，**PPP 监管因素**。政府延续 2017 年以来对于 PPP 项目的严监管趋势，而在园林行业营收权重较高的企业中，多数在手 PPP 项目已进入逐步落地的关键阶段，**宏观监管趋严和微观上 PPP 项目逐步落地期共存，造成公司收入释放承压。**

图 1：营收增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：营收增速对比

	2017年	2018年	2019Q1
岭南股份	86.11%	85.05%	11.39%
元成股份	54.33%	47.80%	26.53%
东珠生态	24.99%	30.17%	18.49%
花王股份	102.94%	21.95%	23.96%
大千生态	13.41%	18.25%	9.93%
文科园林	69.10%	11.06%	1.41%
天域生态	14.73%	10.61%	7.20%
农尚环境	11.50%	8.39%	11.48%
普邦股份	31.55%	6.42%	-25.03%
诚邦股份	17.69%	3.89%	-19.80%
<b>园林行业</b>	<b>60.71%</b>	<b>1.75%</b>	<b>-23.48%</b>
棕榈股份	34.49%	1.44%	-31.28%
美尚生态	118.38%	-0.21%	-2.70%
铁汉生态	79.04%	-5.36%	-25.40%
美晨生态	31.81%	-10.23%	-31.53%
东方园林	77.79%	-12.69%	-60.10%
绿茵生态	1.50%	-26.56%	51.92%
蒙草生态	95.03%	-31.52%	-6.72%
乾景园林	3.39%	-35.79%	-30.95%

资料来源：Wind，天风证券研究所

PPP 项目收入占比方面，出于数据可得性原则，我们选取以下三家公司做相关测算。其中

东方园林 2018 年 PPP 项目贡献收入占比超过 90%，较前值显著提升。铁汉生态与蒙草生态 PPP 项目贡献收入占比或超过四成，同样较 2017 年有所提升。

表 1：部分相关公司 PPP 项目贡献收入占比简要估算

公司名称	PPP 项目贡献收入相关情况
东方园林	2018 年年报中披露重要 PPP 项目产生收入占同期营收的 90.46%，2017 年该数据为 33.26%。截至 2017 年底，东方园林在生态建设与环境保护、旅游等 PPP 细分领域的市场占有率分别达到了财政部项目库相关类别项目金额的 13.4%和 10.7%。
铁汉生态	根据每季度披露经营数据推算，2018 年前三季度 PPP 项目贡献收入占同期营收约 44.18%（2018 年四季度披露内容有所变化），前三季度 PPP 项目收现比为 56.38%（同期公司收现比 68.80%）。2017 年全年该占比约 26.66%；
蒙草生态	根据 2018 年 6 月问询函回复中数据推算，2018 年 1 月 1 日到 5 月 31 日前 PPP 项目贡献收入占公司 2018 年上半年 41%（上半年占比大概率高于此值）。2017 年全年 PPP 项目贡献收入占同期营收约 40%，其中半年与全年的占比数据并未出现明显差异。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2019 年 3 月 7 日，财政部再次发布《关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金【2019】10 号），10 号文中明确指出：财政支出责任占比超过 5%的地区，不得新上政府付费项目，同时建立 PPP 项目支出责任预警机制，对财政支出责任占比超过 7%的地区进行风险提示，对超过 10%的地区严禁新项目入库。

表 2：抽样公司项目财政支出占一般公共预算比例情况

抽样公司	重大合同中		项目所在地 PPP 支出		项目所在地 PPP 支出		项目所在地 PPP 支出	
	入库项目数	占一般公共预算 5% 以上项目数 (个)	占比	占一般公共预算 7% 以上项目数 (个)	占比	占一般公共预算 10% 以上项目数 (个)	占比	
铁汉生态	32	18	56%	9	28%	0	0%	
岭南园林	18	8	44%	5	28%	0	0%	
东方园林	75	34	45%	15	20%	0	0%	

资料来源：财政部 PPP 中心，天风证券研究所

经抽样调查 3 家公司 125 个 PPP 项目发现，3 家公司中项目数目有 40% 以上所在行政区财政支出占一般公共预算比例已超出 5%，20% 以上所在行政区财政支出占一般公共预算已超 7%。虽然 10 号文没有明确点出如何处理超出财政支出红线的已入库项目，但根据其“有进有出，动态管理”的原则，加之 2019 年财政收入增速可能有所放缓的严峻形势，各地财政收入情况可能没有之前预测得乐观，因此已入库项目尤其是处于采购阶段尚未动工的项目难免会因为行政区资金链问题而受到影响。

我们预计未来园林行业龙头企业会经历两个业绩变化阶段。

第一，资产负债表修复期，这也是我们认为园林行业目前以及中期内所处阶段。这也是目前企业在前期大量承接订单后，迎来流动性环境逐步改善的情况下正在经历的阶段。这一阶段里园林行业龙头企业业绩仍然有所承压，但资产负债表的负债结构或显著改善；

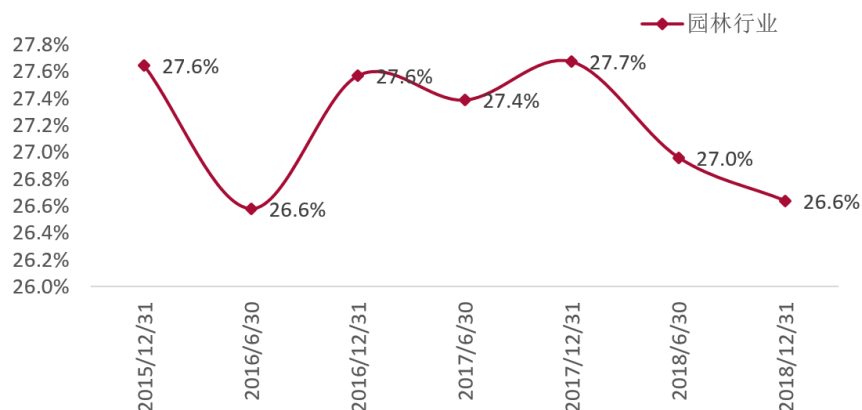
第二，龙头分化期，在 PPP 项目经历了前期爆发与后期收缩整顿后，在手项目合规程度较高、且回款较好的园林龙头企业有望在度过资产负债表修复期后重回业绩上行轨道。

## 1.2. 行业毛利率有所下滑，流动性环境改善、前期 PPP 项目落地或助推毛利率逐步上行

毛利率方面，2018 年行业整体毛利率为 26.6%，较 2017 年下滑约 1.04 个百分点。18 家可比公司中有 5 家公司毛利率有所上升，美尚生态上升 7 个百分点至 34.26%，东方园林上升 2.5 个百分点至 34.07%，主因高毛利率 PPP 项目占比逐步提升；此外岭南股份下降 3.7 个百分点至 25%，棕榈股份下降 4.9 个百分点至 15.88%。或因部分项目为了加速回款，有所让利。基于园林行业的业务特征，在多种因素的作用下，公司不同时间段毛利率有可能出现一定程度的波动，对于未来毛利率的变化需要基于流动性环境以及公司自

身业务结构变化来统筹分析。

图 3：同口径毛利率变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：各个公司同口径毛利率对比

	2017年	2018年	2019Q1
绿茵生态	40.34%	39.13%	37.42%
美尚生态	27.27%	34.26%	33.57%
东方园林	31.56%	34.07%	28.54%
美晨生态	34.17%	31.62%	31.65%
天域生态	31.05%	30.75%	30.37%
蒙草生态	32.53%	29.76%	34.57%
花王股份	31.99%	28.98%	26.82%
农尚环境	27.47%	28.36%	19.54%
东珠生态	28.39%	28.16%	28.19%
大千生态	28.46%	27.60%	21.50%
<b>园林行业</b>	<b>27.68%</b>	<b>26.64%</b>	<b>25.25%</b>
铁汉生态	25.22%	25.79%	22.43%
岭南股份	28.74%	25.02%	29.06%
元成股份	24.18%	25.01%	27.59%
诚邦股份	24.48%	23.70%	25.04%
乾景园林	26.62%	23.21%	32.99%
文科园林	18.67%	19.30%	18.36%
棕榈股份	20.75%	15.88%	8.12%
普邦股份	14.28%	11.23%	11.01%

资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2. 财务费用率与管理费用率显著提升，资产减值损失扩大拖累净利润增长

### 2.1. 财务费用率持续提升，未来有望边际好转

2018 年行业同口径期间费用率为 15.7%，较前值上升 4.37 个百分点，主因 2018 年园林行业整体融资压力较大，营收增速放缓。其中，财务费用率显著提升 1.8 个百分点，至 4.2%；同口径管理费用率上升 2.1 个百分点至 10.22%，主因行业在 2018 年之前订单增速高位的情况下，各大公司进行了不同程度的增员，从而导致管理费用具有一定的刚性；行业销售费用率为 1.3%，较前值微升 0.4 个百分点。我们认为随着流动性环境的逐步改

善，以及部分行业龙头扩张步伐的放慢，未来财务费用率与管理费用率有望逐步下滑。

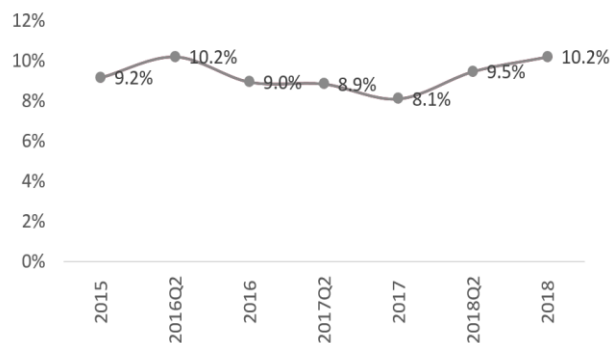
员工人数方面，通过观察图 11 与 12，我们认为 2018 年员工人数增多为行业管理费用率较高的主要因素之一，这主要由于在 2016 年与 2017 年的行业快速扩张中，部分龙头企业大量增员导致 2018 年年初员工总数较高导致。此外，从员工数目方面，行业内仍有显著的结构特征，前期高速增长的公司增员幅度上也高于行业整体，且在 2018 年下半年的减员幅度上也显著超过行业整体。

图 5：期间费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

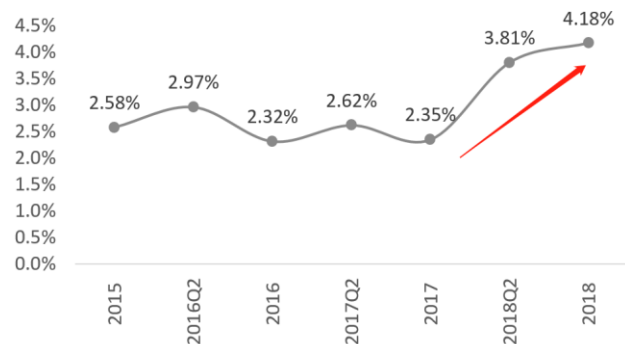
图 6：管理费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

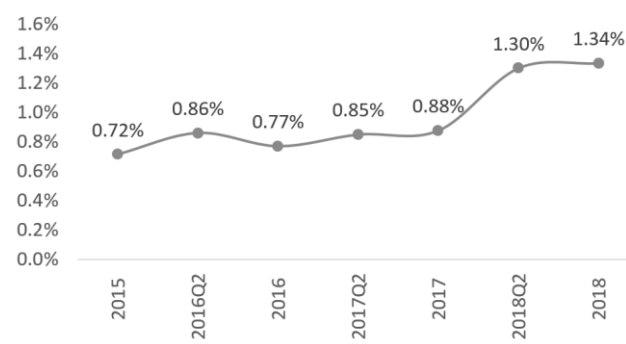
通过观察各个可比公司期间费用率以及各分项变化，可以看到财务费用率出现了较为普遍的上升，18 家公司中有 15 家出现上升（3 家下降的公司均为负财务费用率），其中上升幅度超过 2 个点的有铁汉生态（3.4 个百分点）、蒙草生态（2.8 个百分点）、以及东方园林（2.6 个百分点）。

图 7：财务费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：销售费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：同口径期间费用率与管理费用率

期间费用率				管理费用率			
	2017年	2018年	差额		2017年	2018年	差额
铁汉生态	15.38%	21.29%	5.91%	诚邦股份	10.86%	14.16%	3.30%
美晨生态	14.66%	20.89%	6.23%	乾景园林	9.27%	13.94%	4.66%
东方园林	10.99%	18.96%	7.97%	东方园林	8.09%	13.51%	5.41%
天域生态	13.61%	18.42%	4.82%	绿茵生态	8.36%	13.48%	5.12%
棕榈股份	11.94%	17.82%	5.89%	花王股份	7.12%	12.87%	5.75%
花王股份	8.92%	17.33%	8.40%	铁汉生态	10.46%	12.68%	2.23%
诚邦股份	12.01%	15.86%	3.85%	农尚环境	11.42%	11.67%	0.24%
园林行业	11.36%	15.73%	4.37%	天域生态	8.99%	11.24%	2.25%
乾景园林	9.82%	15.39%	5.57%	美晨生态	7.39%	10.62%	3.23%
蒙草生态	8.25%	14.20%	5.95%	园林行业	8.13%	10.22%	2.09%
农尚环境	11.46%	12.86%	1.40%	大千生态	10.87%	10.17%	-0.70%
岭南股份	14.11%	12.74%	-1.37%	棕榈股份	7.07%	10.13%	3.06%
元成股份	11.32%	11.93%	0.61%	元成股份	10.27%	9.77%	-0.50%
美尚生态	7.38%	11.14%	3.76%	岭南股份	12.75%	8.29%	-4.46%
绿茵生态	8.29%	10.84%	2.55%	蒙草生态	4.43%	7.04%	2.61%
大千生态	10.61%	10.53%	-0.09%	美尚生态	5.66%	7.03%	1.37%
普邦股份	9.55%	9.52%	-0.03%	普邦股份	7.16%	6.41%	-0.76%
文科园林	6.20%	7.27%	1.07%	东珠生态	6.13%	5.58%	-0.55%
东珠生态	6.06%	5.28%	-0.78%	文科园林	5.23%	4.72%	-0.51%

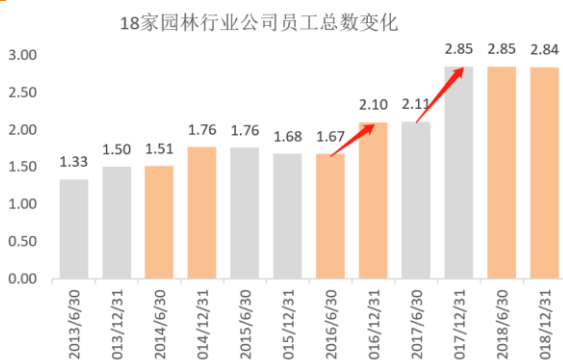
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：财务费用率与销售费用率

财务费用率				销售费用率			
	2017年	2018年	差额		2017年	2018年	差额
铁汉生态	3.66%	7.07%	3.40%	美晨生态	4.07%	4.89%	0.82%
美晨生态	3.20%	5.38%	2.19%	天域生态	1.92%	3.70%	1.78%
蒙草生态	2.52%	5.31%	2.80%	棕榈股份	1.27%	2.55%	1.27%
东方园林	2.62%	5.17%	2.55%	岭南股份	0.46%	1.99%	1.53%
棕榈股份	3.60%	5.15%	1.55%	蒙草生态	1.30%	1.85%	0.55%
园林行业	2.35%	4.18%	1.82%	乾景园林	0.64%	1.58%	0.95%
美尚生态	1.72%	4.11%	2.38%	铁汉生态	1.26%	1.55%	0.28%
天域生态	2.70%	3.49%	0.79%	花王股份	0.71%	1.41%	0.70%
花王股份	1.09%	3.05%	1.95%	园林行业	0.88%	1.34%	0.46%
普邦股份	1.87%	2.66%	0.79%	普邦股份	0.52%	0.46%	-0.06%
文科园林	0.97%	2.55%	1.58%	元成股份	0.00%	0.38%	0.38%
岭南股份	0.90%	2.46%	1.56%	东方园林	0.27%	0.28%	0.01%
元成股份	1.05%	1.77%	0.73%	大千生态	0.07%	0.01%	-0.06%
诚邦股份	1.16%	1.70%	0.54%	文科园林	N/A	N/A	N/A
农尚环境	0.04%	1.19%	1.15%	美尚生态	N/A	N/A	N/A
大千生态	-0.32%	0.35%	0.67%	农尚环境	N/A	N/A	N/A
乾景园林	-0.09%	-0.13%	-0.04%	绿茵生态	N/A	N/A	N/A
东珠生态	-0.07%	-0.30%	-0.23%	诚邦股份	N/A	N/A	N/A
绿茵生态	-0.07%	-2.64%	-2.57%	东珠生态	N/A	N/A	N/A

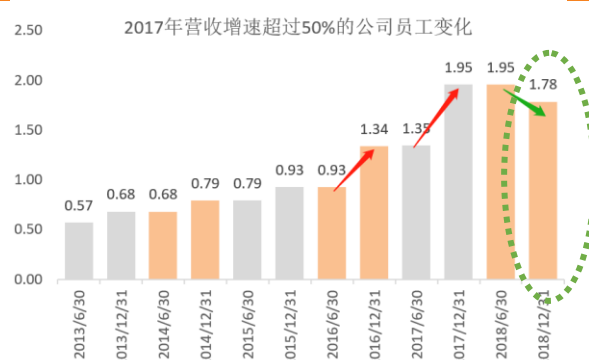
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：行业员工人数在 2016 年与 2017 年经历了显著抬升，2018 年下半年整体人数微幅下降（单位：万人）



资料来源：Wind，天风证券研究所

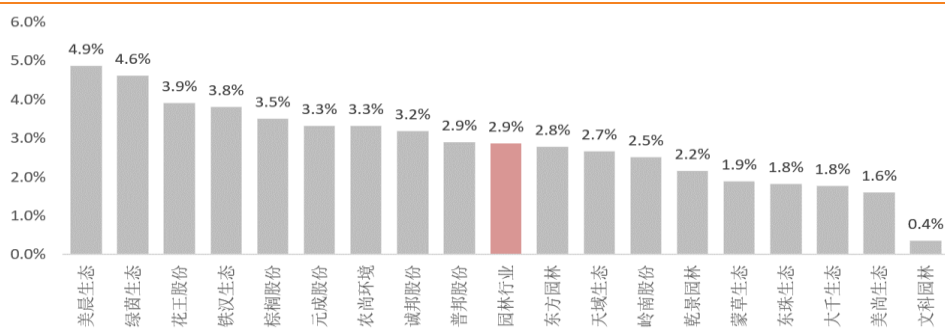
图 12：2017 年行业营收增速超 50% 的公司 2018 年出现显著减员（单位：万人）



资料来源：Wind，天风证券研究所



图 13：研发费用率



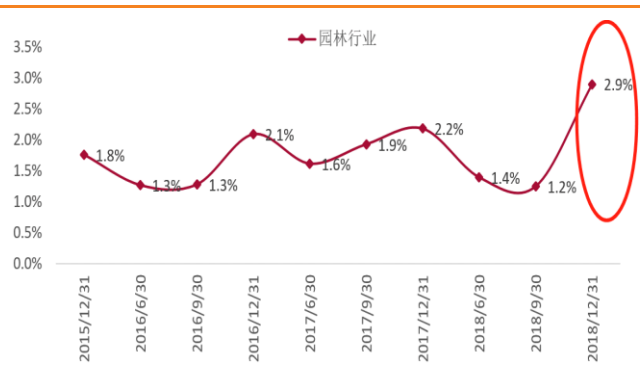
资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2.2. 2018 年 Q4 商誉计提显著增多，未来应警惕应收款与长期应收款的超预期计提

资产减值损失方面。2018 年行业资产减值损失占收入比为 2.9%，为近八年新高（2017 年该值为 2.17% 同样为当时新高），18 家公司中仅 5 家公司有所下滑，其余均有不同程度的提升。值得注意的是，行业整体 Q4 计提资产减值占比出现拉升（2018 年全年占比较前三季度提升 1.65 个百分点），其中商誉为资产减值提升的主要因素。

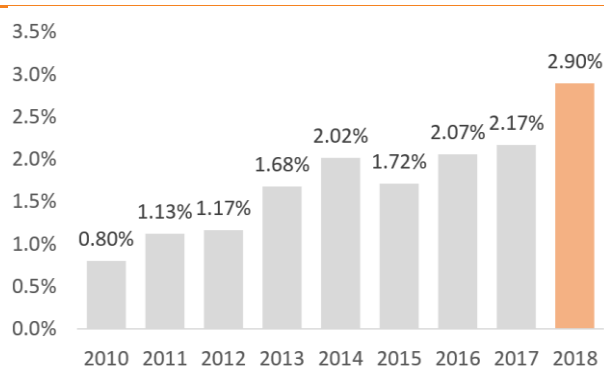
资产减值结构上，商誉减值占比（25%）与存货跌价损失占比（11%）分别达到近五年新高。往年常年占比在 90% 左右的坏账损失占比下降至 62%。2018 年商誉减值的高峰期集中在 Q4，而在过去的 5 年中，Q4 往往是商誉提升的主要时期。

图 14：资产减值损失/收入



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 15：2018 年资产减值损失占比再创新高



资料来源：Wind，天风证券研究所

需要警惕未来应收款以及长期应收款的超预期计提，此处我们通过近四年每年坏账及存货计提比例（以相关账户的每年增量为分母）来简要评估相关账户计提充分度情况。从图 19 中可以看到近四年坏账计提比率连续下滑。主因在 PPP 项目经历了 2015 年-2017 年初的爆发性增长后，各大行业龙头资产端项目期限逐渐拉长，长期应收款相对应收账款的比例显著增加，而长期应收款会计计提准则的保守度往往不及应收款，因此行业整体坏账计提比例逐渐下滑，未来存在一定的超预期计提可能。存货方面，在 2018 年行业对于存货计提比例显著提升之后，后期存货的计提压力或显著减轻。

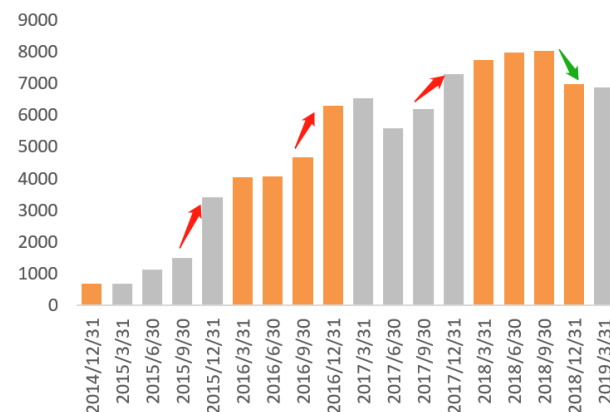
综合来看，2018 年下半年的加速计提有望使部分公司在 2019 年轻装上阵，有望在 2019 年对冲由消化前期项目所带来的部分负面影响。此外，仍需要关注两个方面，一是部分前期计提占比较低的公司的在手项目质量以及融资情况；另一个是在经历了 2016 年与 2017 年商誉提升后，即使 2018 年商誉减值增加，但今年 3 月底行业整体商誉依然处于近年来高位。

图 16：园林行业资产减值各分项占比（单位：百万人民币）

年份	占比				资产减值损失	增速
	坏账损失	存货跌价	商誉减值	其他		
2018年	62.2%	10.8%	25.0%	2.1%	1725	35.2%
2017年	91.8%	4.5%	2.9%	0.7%	1276	67.7%
2016年	87.7%	1.1%	9.8%	1.4%	761	59.9%
2015年	91.2%	7.8%	0.0%	1.0%	476	-6.6%
2014年	92.8%	6.7%	0.4%	0.0%	509	42.8%
2013年	87.3%	5.6%	0.0%	7.1%	356	

资料来源：wind，天风证券研究所

图 17：商誉逐渐变化（单位：百万人民币）



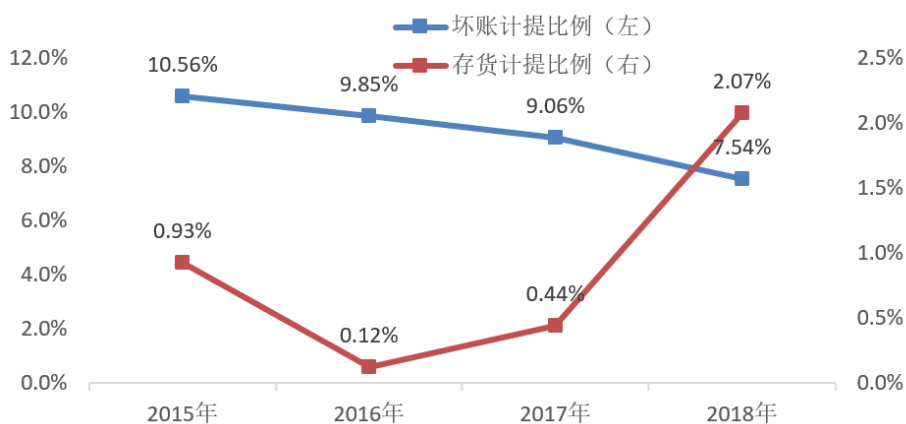
资料来源：wind，天风证券研究所

图 18：资产减值损失/收入占比（各公司对比）

	2017年	2018Q3	2018年	2018年全年较前三季度增幅	2018年增幅
乾景园林	-1.60%	-0.61%	14.53%	15.14%	16.13%
美尚生态	4.88%	2.73%	6.49%	3.77%	1.62%
蒙草生态	5.13%	2.57%	5.59%	3.02%	0.46%
花王股份	1.45%	0.89%	5.06%	4.18%	3.61%
棕榈股份	2.72%	2.46%	4.08%	1.62%	1.36%
东方园林	2.57%	1.73%	3.30%	1.57%	0.73%
大千生态	2.73%	1.69%	3.05%	1.37%	0.32%
园林行业	2.18%	1.24%	2.90%	1.65%	0.72%
普邦股份	1.23%	-0.51%	2.49%	3.01%	1.26%
天域生态	2.80%	2.04%	1.97%	-0.06%	-0.82%
岭南股份	1.95%	1.09%	1.81%	0.73%	-0.13%
铁汉生态	0.39%	0.08%	1.81%	1.73%	1.42%
文科园林	1.15%	0.83%	1.75%	0.91%	0.59%
美晨生态	0.85%	0.45%	1.73%	1.28%	0.89%
农尚环境	1.82%	2.55%	1.68%	-0.87%	-0.14%
诚邦股份	1.39%	-0.21%	1.17%	1.38%	-0.22%
绿茵生态	5.13%	4.14%	1.02%	-3.12%	-4.11%
东珠生态	0.46%	1.67%	0.67%	-1.00%	0.22%
元成股份	0.07%	0.15%	0.57%	0.42%	0.50%

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 19：近四年每年坏账及存货计提比例（以相关账户的每年增量为分母）



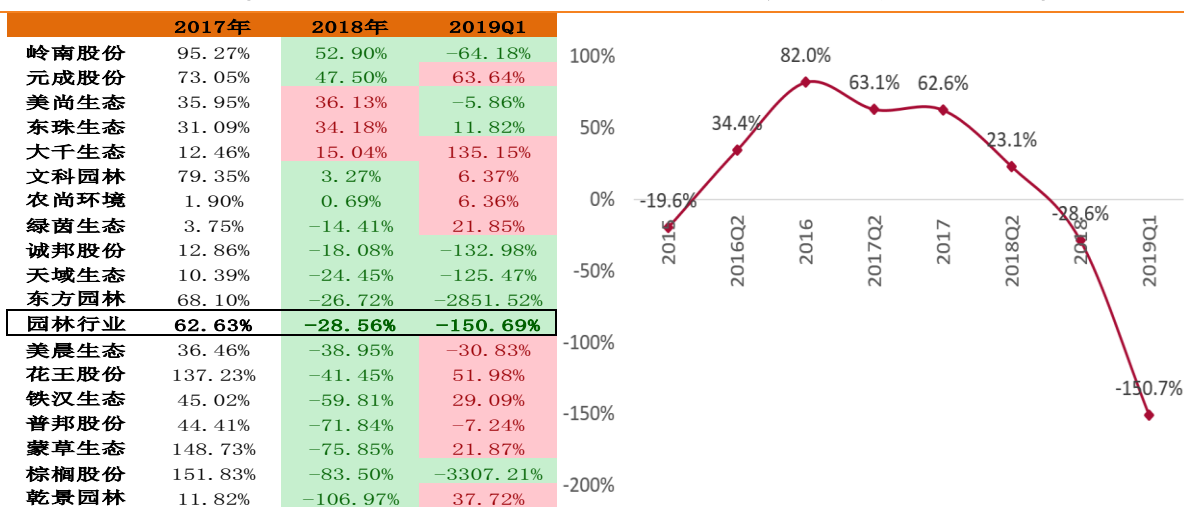
资料来源：Wind，天风证券研究所

### 2.3. 2019 年 Q1 归母净利润由正转负，业绩拐点或仍未到来

归母净利润方面。2018 年行业归母净利润增速为-28.6%，2019 年 Q1 增速为-150.7%（注：2019 年 Q1 负增长超过 100%的背后数据为：2018 年 Q1 归母净利润为 3.61 亿，2019 年 Q1 为负 1.83 亿），延续从 2016 年以来的下滑趋势。18 家公司中仅 3 家（美尚生态、东珠生态、大千生态）增速提升，其中后两家公司在 2017 年上市，资金较为充裕。2019 年 Q1 行业各公司增速出现分化，其中部分 2018 年增速下跌幅度较大的公司增速有所好转，比如铁汉生态、蒙草生态、花王股份等等。

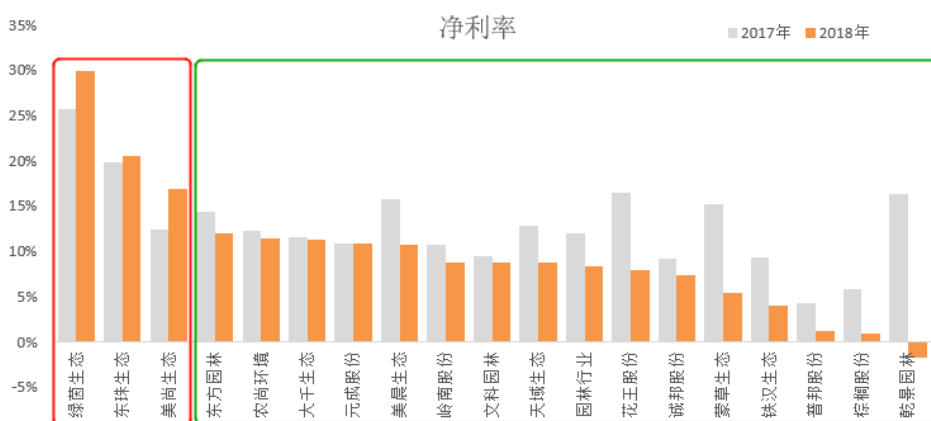
宏观层面上，2019 年 Q1 社融、M2 以及 M1 数据出现显著改善，非标降幅收缩，叠加中央对于中小企业贷款的鼓励，行业整体流动性环境得以显著改善，从而助推部分公司业绩出现好转，但由于前期各公司在手项目情况不尽相同，在严监管持续以及加杠杆空间有限的情况下，行业是否到了业绩增速底部仍然难以判断。

图 20：净利润增速对比（注：2019 年 Q1 负增长主因：2019 年 Q1 为负 1.83 亿，而去年同期为 3.61 亿盈利。）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 21：净利率方面，仅绿茵生态、东珠生态等公司净利率出现上升



资料来源：Wind，天风证券研究所

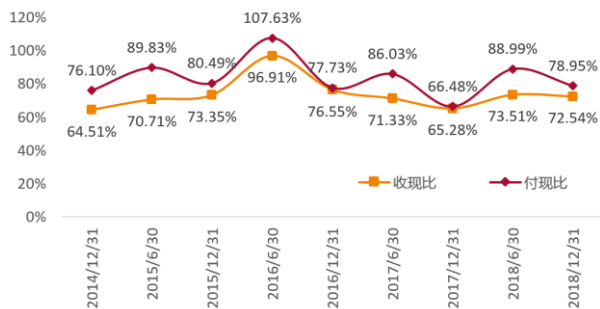
## 3. 行业整体现金流持续吃紧，2019 年融资能力或有所改善

### 3.1. 行业整体现金流持续吃紧，2019 年有望迎来边际改善

2018 年行业收现比和付现比均有所下降，其中收现比为 72.54%，上升 7.25 个百分点，

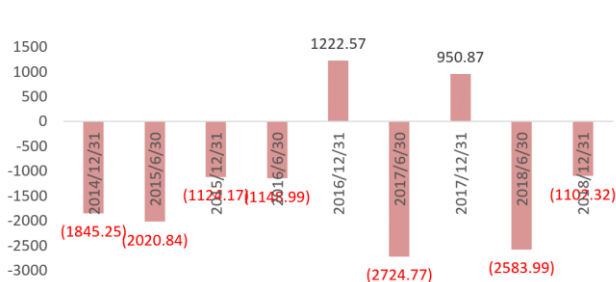
行业多数公司该指标出现上行，或因在流动性紧缩背景下，放慢增速与紧抓项目回款成为多数公司的阶段性选择；付现比为 78.95%，上升 12.47 个百分点，大于收现比上升幅度，与之对应的是行业整体经营活动产生现金流净额由之前净流入 9.5 亿转为净流出 11 亿。付现比方面，需要注意部分公司该值的快速提升，由于行业内龙头企业与上游议价能力不具有绝对优势，短期内即便可以通过对上游押款来改善经营性现金流，但之后容易出现上游的催款，从而造成该值的反弹。此外，需要关注在 PPP 项目公司不并表的情况下，企业现金流出现的变化。

图 22：收现比和付现比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 23：经营活动产生现金流（单位：百万）

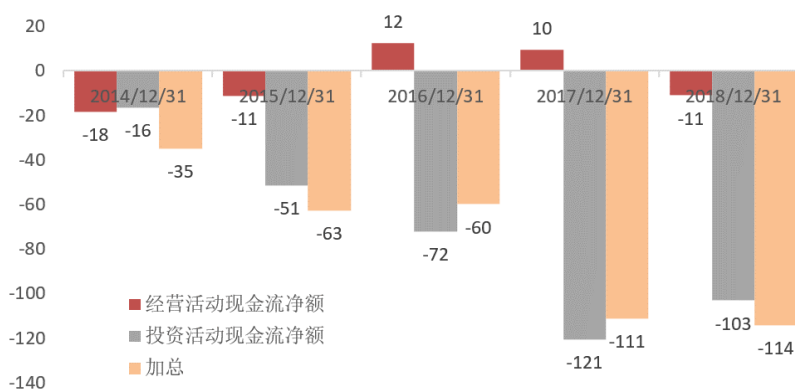


资料来源：Wind，天风证券研究所

随着前期 PPP 项目的逐步落地，SPV 项目公司取得的前提之一是前期资本金的落地。在政府债务严监管以及非标收缩的情况下，民营上市施工企业对于 SPV 公司项目资本金的需求增加，企业在流动性环境收紧下资金较为短缺，需要贷款来推动业务发展，但多数 SPV 项目公司贷款发放的前提是资本金的快速到位，而且部分企业项目资本金的快速投入又反过来加剧了自身资金的短缺，这或成为了 2018 年里园林行业矛盾情形的写照。

从下图中我们可以看到，2017 年与 2018 年行业整体投资活动现金流均为大量流出，且 2018 年经营活动现金流持续恶化。由于 PPP 项目不并表对于经营活动现金流的重塑（详见 2017 年 12 月报告【剥茧抽丝，披沙拣金—PPP 项目财务报表分析方法研究】），我们建议将经营活动与投资活动现金流加总在一起评估园林行业的整体现金流状况。

图 24：经营活动现金流净额与投资活动现金流净额之和（单位：亿）



资料来源：Wind，天风证券研究所

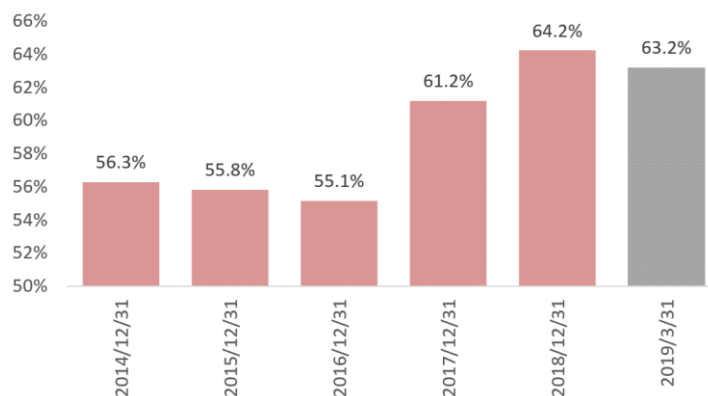
### 3.2. 资产负债率出现边际好转，融资能力较 2018 年有所改善

2018 年园林行业在流动环境收紧背景下出现资产负债率的被动上行，提升 3 个百分点至 64.2%，2019 年 Q1 资产负债率有所好转，下降 1 个百分点至 63.2%。分公司来看，2018 年 18 家公司中，有 15 个资产负债率有所上升，其中铁汉生态、岭南股份、蒙草生态资产负债率突破 70%（蒙草生态在 2019 年 Q1 降为 68.55%）。在剔除 2017 年与 2018 年间上市公司后，11 家公司中仍有 8 家出现上升，其中有岭南股份（上升 5.86 个百分点）、

棕榈股份（上升 4.31 个百分点）、铁汉生态（上升 3.71 个百分点）。

在 2019 年 Q1 流动性环境逐步好转的情况下，预计园林行业融资能力将有所改善，但在资产负债率高位以及逐步消化前期项目的背景下，部分公司的扩张能力依然有限，改善的融资能力或主要用于加速自身资产负债表的修复。因此目前仍然难以对于园林行业整体业绩是否出现拐点做出定论，我们会对后续数据进行持续观察。

图 25：资产负债率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 26：资产负债率对比

	2017年	2018年	2019Q1	2018年与2017年差额
铁汉生态	68.68%	72.39%	72.19%	3.71%
岭南股份	65.88%	71.74%	70.77%	5.86%
东方园林	67.62%	69.33%	69.29%	1.71%
蒙草生态	68.55%	71.23%	68.55%	2.68%
棕榈股份	63.18%	67.49%	67.54%	4.31%
花王股份	59.13%	65.85%	66.98%	6.72%
<b>园林行业</b>	<b>61.17%</b>	<b>64.20%</b>	<b>63.18%</b>	<b>3.03%</b>
元成股份	52.50%	64.01%	63.17%	11.51%
美晨生态	58.60%	60.28%	59.15%	1.68%
天域生态	46.01%	55.51%	55.86%	9.50%
美尚生态	58.11%	60.37%	53.59%	2.26%
大千生态	47.11%	56.25%	52.97%	9.14%
诚邦股份	38.30%	48.87%	48.91%	10.58%
农尚环境	46.15%	53.09%	46.33%	6.94%
东珠生态	37.40%	43.62%	43.75%	6.22%
乾景园林	43.56%	42.66%	42.64%	-0.90%
普邦股份	47.92%	41.61%	39.27%	-6.31%
文科园林	44.64%	34.54%	34.86%	-10.09%
绿茵生态	23.81%	19.52%	17.69%	-4.28%

资料来源：Wind，天风证券研究所

2019 年债券偿付压力方面，我们可以看到相比 2018 年，2019 年 18 家公司中仅东方园林与棕榈股份分别有 20 与 4.7 亿超短融需要偿付，债券的偿付压力显著小于 2018 年。在行业的收缩期，行业内部分龙头企业纷纷通过发行权益类工具、引入战投、加强与金融机构合作等方式缓解自身资金压力。

表 3：园林行业发行债券及其他债务工具一览（截止 2018 年 5 月 4 日）

债券简称	债券类型	起息日	到期日	剩余期限	发行规模(单位: 亿)	当前余额(单位: 亿)	票面利率(当期)(单位: %)
铁汉转债	可转债	2017-12-18	2023-12-18	4.63 年	11.00	8.33	0.50
16 铁汉 02	一般公司债	2016-08-29	2021-08-29	2.32 年	4.00	4.00	4.49

16 铁汉 01	一般公司债	2016-01-13	2021-01-13	1.70 年	4.00	0.00	5.30
17 蒙草 G1	一般公司债	2017-09-01	2020-09-01	1.33 年	2.50	2.50	5.50
18 东林 02	一般公司债						0.00
18 东方园林 SCP003	超短期融资债券	2018-11-05	2019-08-02	90 天	10.00	10.00	7.76
19 东方园林 SCP001	超短期融资债券	2019-01-18	2019-10-15	164 天	10.00	10.00	6.50
19 东林 01	一般公司债	2019-01-15	2021-01-15	1.70 年	5.20	5.20	7.50
19 东林 02	一般公司债	2019-02-01	2021-02-01	1.75 年	7.80	7.80	7.50
16 东林 01	一般公司债	2016-04-19	2021-04-19	1.96 年	10.00	0.00	7.78
18 东林 01	一般公司债	2018-05-18	2021-05-18	2.04 年	0.50	0.50	7.00
16 东林 02	一般公司债	2016-08-10	2021-08-10	2.27 年	6.00	6.00	4.70
16 东林 03	一般公司债	2016-10-24	2021-10-24	2.48 年	6.00	6.00	4.00
18 棕榈生态 SCP001	超短期融资债券	2018-12-13	2019-09-09	128 天	4.70	4.70	7.50
18 棕榈 01	一般公司债	2018-02-06	2021-02-06	1.76 年	2.00	2.00	6.26
16 棕榈 01	一般公司债	2016-04-01	2021-04-01	1.91 年	3.00	0.00	5.98
16 棕榈 02	一般公司债	2016-09-22	2021-09-22	2.39 年	7.80	7.80	5.85
18 棕榈 02	一般公司债	2018-02-06	2023-02-06	3.76 年	5.00	5.00	6.48
17 普邦债	一般公司债	2017-12-14	2022-12-14	3.62 年	8.20	8.20	7.50
15 岭南债	一般公司债	2015-06-15	2020-06-15	1.12 年	2.50	0.71	6.80
岭南转债	可转债	2018-08-14	2024-08-14	5.28 年	6.60	6.59	0.30
17 美晨 01	一般公司债	2017-08-01	2022-08-01	3.25 年	4.00	4.00	5.78
17 美尚 01	一般公司债	2017-10-24	2022-10-24	3.48 年	5.00	5.00	5.80
18 美尚 01	一般企业债	2018-09-11	2025-09-11	6.36 年	3.00	3.00	7.20
18 美尚专项债 01	一般企业债	2018-09-11	2025-09-11	6.36 年	3.00	3.00	7.20

资料来源: Wind, 天风证券研究所

从下表中可以看到, 部分龙头企业在 2018 年以来逐渐引入国资背景战投来改善自身现金流状况。我们认为短期来看, 园林业务作为市政工程类业务中的重要组成部分, 引入国资对公司自身融资能力以及区域接单能力或有显著的提升效果。

但仍然需要注意的是, 随着国资话语权的提升, 基于目前国资相关机构治理体系状况, 从长期来看, 公司业绩的波动性或将有所下降。在抵御风险能力增强的同时, 或也将减少公司业绩向上的弹性。不过在行业多数标的处于资产负债表修复期的情况下, 目前阶段国资的介入或将对公司形成一定利好。

表 4: 部分龙头园林公司逐步引入国资

公司名称	相关方	备注
铁汉生态	深圳市投资控股有限公司 (实控人: 深圳市国资委); 深圳投控共赢股权投资基金	2018 年 12 月 20 日签署协议, 深投控将受让公司 5% 的股权; 2018 年 12 月 27 日签署协议, 深圳投控共赢股权投资基金将作为此《股份转让协议》中深投控指定的“关联方或其直接或间接管理的基金”受让《股份转让协议》项下另外 5% 的标的股份。
东方园林	农银金融资产投资有限公司 (相关方: 中国农业银行股份有限公司)	2018 年 11 月 5 日, 公司全资子公司北京东方园林环境投资有限公司与农银投资签署了《增资协议》, 农银投资本次向公司全资孙公司东方园林集团环保有限公司投资。首期增资款 10 亿元已到位, 其中新增注册资本 5 亿元, 新增资本公积 5 亿元。本次增资完成后, 环境投资持有环保集团 64.29% 的股权, 农银投资持有环保集团 35.71% 的股权。本次投资交割后, 农银投资拟以不超过 20 亿元进一步增资, 参股环保集团。
	北京市盈润汇民基金管理中心 (相关方: 北京市朝阳区国资委)	2018 年 12 月 10 日, 何巧女将其持有的部分东方园林股份 (占总股份 3.09%)、唐凯将其持有的部分东方园林股份 (占总股份 1.91%), 转让给盈润汇民。
棕榈股份	河南省豫资保障房管理运营有限公司 (实控人: 河南省财政厅)	2019 年 2 月 13 日签署转让协议, 河南省豫资保障房管理运营有限公司将受让 13.10% 股权。本次股份转让过户手续完成后, 河南省豫资保障房管理运营有限公司成为公司第一大股东。
美晨生态	潍坊市城市建设发展投资集团有限公司 (实控人: 潍坊)	2018 年 9 月 5 日签署股权转让协议, 涉及总股数 10%。2018 年 11 月 12 日签署转让协议, 潍坊城投受让 11.46% 股权, 诸城投资受让 5.40% 股权。2019 年 3 月 30 日上述

市国资委); 诸城市经济开发 转让协议得到国资委批准。本次权益变动及前次权益变动完成后, 公司控股股东将变  
投资公司 ( 实控人: 诸城市 更为潍坊城投, 实际控制人将变更为潍坊市国资委。  
财政局 )

资料来源: 公司公告, 天眼查, 天风证券研究所

## 4. 投资建议

基于 2018 年以及 2019 年 Q1 财报数据, 行业整体增速依然处于下滑阶段。但行业 2018 年年底计提资产减值的快速提升, 叠加 2019 年流动性环境边际改善, 有望减少行业整体业绩下滑的斜率。我们认为在资产负债率高位以及逐步消化前期项目的背景下, 部分公司的扩张能力依然有限, 改善的融资能力或主要用于加速自身资产负债表的修复。**因此我们认为目前仍然难以看到园林行业整体业绩的拐点信号。**

需要注意的是, 部分财报扩张能力较强的公司在没有前期高速发展的包袱下, 仍然有望迎来业绩的稳健提升; 此外, 在 2018 年行业寒冬逐渐度过后, 前期压制估值的融资收紧因素逐渐缓解, 部分行业龙头标的也有望迎来业绩的恢复性增长。

## 5. 风险提示

我国固定资产投资增速下滑加速, 园林行业融资成本超预期提升

## 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