

建筑装饰

证券研究报告
2019年07月05日

再谈项目回款-建筑民企 2018 年年报问询函汇总分析

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

唐笑

分析师

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

肖文劲

分析师

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

岳恒宇

分析师

SAC 执业证书编号: S1110517040005
yuehengyu@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 1 《建筑装饰-行业点评:地方专项债的“一般化”, 合规重大项目有望加强发力》 2019-06-11
- 2 《建筑装饰-行业专题研究:从《筑梦情缘》看中国近代建筑发展【天风建筑端午特辑】》 2019-06-10
- 3 《建筑装饰-行业专题研究:项目总体稳中有升, 发展更趋理性, 融资额下降——第 13 期 PPP 季报点评》 2019-05-17

园林行业年报问询函都关注了什么?

2018 年以来在融资环境吃紧、地方隐性债务监管趋严的背景下, 行业整体业绩出现下行, 多数公司全年业绩与年初高在手订单情况形成一定的反差, 基于披露内容的完善程度, 我们选取园林行业相关公司的问询函进行简要汇总分析。根据部分园林公司的问询函关注点统计, 基于行业收入确认方法的特殊性, 问询领域主要集中在应收账款、收入、净利润或经营现金流、毛利率变化、已完工未结算情况、长期应收款以及 PPP 项目情况等等。

为什么有时市政类项目向收入和现金传导不畅?

对于业主方回款的情况, A 公司在回复函中指出业主方融资或财政预算暂未到位导致收款滞后, B 公司指出市政公共园林主要与地方基建投资和财政资金安排松紧程度密切相关。2018 年以来在地方政府隐性债务高监管压力下, 政府相关业主对于项目进度的确认以及付款节奏或有所放慢, 前者对存货项目向应收账款转换有所影响, 后者与应收账款转为回款有显著关联。

部分公司的 PPP 项目回款与收入不同步的情况可能会更加复杂。从 C 公司的问询函回复中可以看到其 PPP 项目的回款安排具有如下特征: 前期施工费用的支付比例较高; 付款节奏可能提前; 公司基于对项目业主未来支付能力的综合考虑, 或选择先行施工, 从提升当期收入。

承接地产商项目在紧缩环境下可能存在何种回款压力?

在近年来房地产行业同样存在流动性紧缩的情况下, 大客户的付款安排与付款方式或出现一定的变化, 从而影响到相关建筑行业上市公司的回款节奏。具体情况如下: 第一, 在原有合同付款安排下, 票据支付的比例有所提升; 第二, 地产公司可能在特殊时间段使用“全融资”合同模式。

前期逆境下, 民营建筑企业纷纷探索破局之法

近年来在流动性紧缩以及地方政府债务严监管的双重不利因素下, 各个细分领域民营建筑企业对于前期快速增长、项目质量、以及融资能力等方面均进行了深入思考, 部分公司在问询函中提到了一些化解风险的措施。比如引入战略股东、调整战略规划、优化债务结构、盘活存量项目以及把控项目质量等改善现况的方式。

我们认为, 在前期大量存量项目的落地节奏没有恢复正常的情况下, 对于部分民营建企业而言, 资产负债表的修复将在中期内持续存在, 这意味着之前大量接单的状况难以再现, 但行业内部可能会逐步出现分化, 即对前期项目把控较为严格、负债结构较为合理的公司将更容易重新回到上升的轨道, 相关细分领域依然有广阔的市场空间。

风险提示: 我国固定资产投资增速超预期下行, 公司在手项目回款不达预期

内容目录

1. 园林行业年报问询函都关注了什么？	3
2. 为什么有时市政类项目向收入和现金传导不畅？	3
2.1. 项目回款进度往往与收入确认进度有所差异	3
2.2. 是什么因素影响了项目回款？	4
2.3. PPP 项目对部分公司的现金流有何影响？	6
3. 承接地产商项目在紧缩环境下可能存在何种回款压力？	8
4. 前期逆境下，民营建筑企业纷纷探索破局之法.....	10
5. 风险提示.....	11

图表目录

图 1：2018 年园林行业相关问询函关注点分布	3
图 2：上市公司整体营收增速变化	3
图 3：上市公司整体净利润增速变化	3
图 4：A 公司回复问询函项目情况统计（单位：万元）	4
图 5：截止 2018 年 12 月 31 日某公司存货余额前十五大项目明细情况如下：	5
图 6：C 公司关于 PPP 项目回款安排的简述	6
图 7：C 公司 2015-2017 年 PPP 项目订单、收入、以及回款情况（单位：万元）	6
图 8：C 公司 2015-2017 年 PPP 项目订单、收入、以及回款情况（单位：万元）	8
表 1：个别项目收入与现金流入差异解释列举	5
表 2：关于应收账款核减的解释列举	5
表 3：C 公司部分主要 PPP 项目的情况披露（单位：万元）	7
表 4：部分公司问询函中关于大客户信息的相关问询	8
表 5：相关公司问询函或回复内容中关于应收票据的部分内容截取	9
表 6：相关公司问询函回复内容中关于部分项目合同模式的描述内容截取	9
表 7：部分龙头园林公司逐步引入国资	10

1. 园林行业年报问询函都关注了什么？

2018 年以来在融资环境吃紧、地方隐性债务监管趋严背景下，行业整体业绩出现下行，多数公司全年业绩与年初高在手订单情况形成一定的反差，基于披露内容的完善程度，我们选取园林行业相关公司的问询函进行简要汇总分析，从而对多数建筑民企面临的回款情况有所了解。根据部分园林公司所收到问询函的关注点统计，基于行业收入确认方法的特殊性，问询领域集中在**应收账款、收入、净利润或经营现金流、毛利率变化、已完工未结算情况、长期应收款以及 PPP 项目情况**等等。

项目的承接和转化往往是分析建筑行业公司最重要的环节之一。在对于各大问询函的回复中，我们可以从中看到公司如何对在手项目向收入和现金传导不畅的解释，通过相关项目的情况披露，我们希望对未来在手项目潜在风险得到一定的认知。此外，在对于问询函的回复中，部分公司也对于如何克服前期行业流动性收缩提出一些缓解措施，我们也会在下文进行简要讨论。

图 1：2018 年园林行业相关问询函关注点分布

公司名称	应收账款及应收票据	收入、净利润或经营现金流	毛利率变化	已完工未结算资产	长期应收款	偿债能力	ppp项目情况	商誉	收入确认方法及回款	员工数目或薪酬	业绩数据季度特征	资产减值
绿茵生态	√	√	√		√		√		√	√	√	√
文科园林	√	√		√	√	√						
农尚环境	√	√	√	√						√		
美丽生态	√	√	√	√				√	√			√
棕榈股份	√	√	√	√	√	√	√		√			
东方园林	√	√		√		√	√	√	√	√	√	
蒙草生态	√		√		√	√	√	√	√			

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：上市公司整体营收增速变化



资料来源：wind，天风证券研究所

图 3：上市公司整体净利润增速变化



资料来源：wind，天风证券研究所

2. 为什么有时市政类项目向收入和现金传导不畅？

2.1. 项目回款进度往往与收入确认进度有所差异

民营建筑企业的下游主要为政府部门或者地产商，两者在回款安排、项目标准化程度、毛利率等方面往往有所不同。对于政府项目而言，付款方式与进度安排因项目而异，大体主要有两种：

一是存在进度款的收款安排。比如在某公司的披露举例里，EPC 模式中，公司通常在施工过程中按照工程量收取 50%–60% 的工程款，在完工并决算后，公司收取 20%–30% 工程款，剩余 20% 左右工程款需要 1–2 年后方能收回。

二是没有进度款的收款安排。比如在某公司的披露举例里，温州市城市中央绿洲公园工程中，项目竣工验收合格完成并移交之日起一个月内支付第一期回购款，之后每半年支付一次，后续时间顺推，共五次支付项目回购款。

上述第二种情况往往会造成较大的垫资压力，而第一种情况中也会由于业主付款节奏和合同约定有所差异，从而同样可能造成较大的资金压力，**这与行业业态有所关联**。比如在某园林公司回复问询函中对园林子公司的相关客户应收账款余额、回款、计提等情况进行列举时，可以看到该业务主体多数项目为按工程进度付款，但 29 个项目中仅 2 个项目的回款情况与合同约定不存在差异，其余 27 个均有所差异，相关项目业主包括地区政府机构、央企、事业单位等等。

图 4：A 公司回复问询函项目情况统计（单位：万元）

序号	项目名称	客户名称	应收账款余额	累计坏账准备	应收账款净值	实际累计回款	合同约定回款	是否存在差异
1	***生态治理工程	***生态环境股份有限公司	6527	326	6201	1557	按工程进度付款	否
2	***景观绿化工程	***房地产开发有限公司	2974	2974	-	752	按工程进度付款	是
3	***绿化养护	***科技有限责任公司	1731	87	1644	0	按工程进度付款	是
4	***住宅小区工程	***城市建设投资开发有限责任公司	1591	430	1161	827	按工程进度付款	是
5	***景观工程	***集团有限公司	1474	1474	-	-	按工程进度付款	是
6	***景观工程	***开发有限公司	1345	163	1182	1138	按工程进度付款	否
7	***建设工程	***县人民政府	1174	235	939	1526	按工程进度付款	是
9	***生态环境综合整治工程	***投资发展有限公司	850	65	785	6266	按工程进度付款	是
10	***园林景观项目	某建筑央企	810	41	770	1690	按工程进度付款	是
.....								
27	***住宅楼景观工程	某建筑央企	367	18	348	992	按工程进度付款	是
28	***绿化带园林绿化景观工程	***置业发展有限公司	366	77	289	595	按工程进度付款	是
29	***绿化景观工程	***开发有限公司	354	85	269	736	按工程进度付款	是

资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司在承接项目后，在自身资金充足的情况下一般可开展施工，依据《企业会计准则第 15 号—建造合同》准则进行收入确认，收入的确认额度往往以及完工百分比法来确定，而完工进度往往依据所付出营业成本占比来核算，**公司可以根据不同情况来统筹管理施工进度**。

当甲方对工程量进行确认时，公司可以将项目相关对应收入按比例计入应收账款，若对方暂时没有确认，则可临时计入存货项目下的已完工未结算子项。**因此，收入的确认进度和施工进度有直接关系，而施工进度和公司的自身的资金情况、业主方工程量确认以及回款情况关系较大**。这也是为什么建筑行业公司问询函会对应收账款、长期应收款等项目对应的业主付款情况以及还款能力进行详细问询，并要求说明相关项目计提金额的合理性。

2.2. 是什么因素影响了项目回款？

对于业主方回款情况，A 公司在回复函中指出业主方融资或财政预算暂未到位导致收款滞后，B 公司指出市政公共园林主要与地方基建投资和财政资金安排松紧程度密切相关。2018 年以来在地方政府隐形债务高监管压力下，**政府相关业主对于项目进度的确认以及付款或有所放慢**，前者对存货项目向应收账款转换有所影响，后者与应收账款转为回款有显著关联。由于市政项目结算周期较长，有时实际付款进度可能较合同约定存在差异，某公司 2018 年在地产园林业务营收占比超过五成的情况下，其年底存货余额前十五大项目依然以市政为主，另一业务结构相近公司的存货余额前二十大项目同样以市政项目为主。

图 5：截止 2018 年 12 月 31 日某公司存货余额前十五大项目明细情况如下（单位：亿）：

项目名称	项目类型	合同金额	工程结算	存货余额
***生态文明区项目	市政	3.24	1.08	2.36
***勘察设计施工项目	市政	2.32	0.29	0.76
***片区景观工程	市政	2.46	1.19	0.46
***河道改造工程	市政	1.15	0.87	0.34
***开发区基础设施建设工程	市政	0.52	0.20	0.33
***中央公园景观绿化工程	市政	1.96	1.55	0.31
***园博园项目园林景观工程	市政	1.40	0.80	0.26
***改造工程	市政	0.82	0.41	0.26
***城市绿化提升工程	市政	0.60	0.33	0.20
***恒大家居联盟产业园项目	地产	1.90	0.70	0.18
***城中村棚户区改造项目	市政	6.41	-	0.16
***综合改造提升工程	市政	0.80	0.21	0.16
***国际居住区项目	地产	0.39	0.34	0.15
***公园景观绿化工程	市政	0.13	-	0.11
***首期销售展示区项目	地产	0.37	0.33	0.10
合计		24.47	8.29	6.14

资料来源：公司公告，天风证券研究所

具体而言，由于行业模式特点，收入确认与现金流入进度往往存在一定差异原因，一方面由于施工过程（施工方对于收入可进行合理快速确认）与业主的验收确认存在一定的时间差异，即使验收确认后，款项也需要时间到位；另一方面行业惯例中业主在结算时也会扣除部分质量保证金、安全保证金等项目在未来支付。对于个别项目收入与现金流入差异，在样本公司的回复问询函中有如下解释：

表 1：个别项目收入与现金流入差异解释列举

A 公司	业主方资金来源于政府财政预算，预算暂未到位业主方未支付工程款；差异金额中还包括近 400 万元质保金，以及近 1200 万元已完工未结算部分。
	建设方已结算暂未付款，目前正在融资，预计 2019 年融资到位可付款。
	项目处在施工初期，2019 年才有计价结算，因此在 2018 年末形成已完工未结算部分。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

在极端情况下，当实际付款情况显著落后于合同约定时，部分项目对应的应收账款可能会出现核减，基于样本公司的回复问询函内容，可以看到如下核减原因：

表 2：关于应收账款核减的解释列举

A 公司	收到工程结算审定单后，对于不能结算或未能认可的部分确认了减值损失
	项目相关工程资料缺失，相关单位因期限过程也无法联系到具体负责人，公司对不能确认部分确认了减值损失
B 公司	项目约定在施工期间内不支付工程款，项目建成验收后分批付款。项目完成后，通过项目经理多次与***园林管理局沟通回款事宜，截止报表截止日，尚未获悉对方关于该比款项的回款安排。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

除了上述因素外，部分公司的 PPP 项目回款与收入不同步的情况可能会更加复杂。

首先，PPP 项目施工阶段的回款情况往往与资本金的到位情况以及融资环境有所关联，在资本金部分到位的情况下某些项目可能存在未签订合同情况下先行施工的情况。

其次，PPP 模式的回款安排可能和以往传统模式有所不同，传统模式中，公司对应经营现金流流入来自于政府的支付，而在 PPP 项目出表的情况，公司对应经营现金流流入来自 SPV 公司的支付，但 SPV 公司的在手资金主要由前期资本金投入以及融资构成。

2.3. PPP 项目对部分公司的现金流有何影响？

关于 PPP 项目对公司财务报表中收入与经营活动现金流的影响，我们曾在报告《剥茧抽丝，披沙拣金—PPP 项目财务报表分析方法研究》(2017 年 12 月 4 日) 做出详细解读。基于样本公司问询函的回复，我们可以看到 PPP 项目的回款在实例中可能具有以下特征：

前期施工费用的支付比例较高。根据 C 公司在 2018 年问询函中的披露，PPP 项目工程款一般按照“7:2:1”或“8:1:1”比例进行支付，此处需要注意的是，70%或 80%比例的付款往往为 SPV 公司向施工方支付。从下图中 C 公司 PPP 项目情况来看，该公司 PPP 项目订单主要在 2016 年开始大幅提升，而在 2017 年公司 PPP 项目相关回款出现了显著上升（在下表 3 中可以看到，20 亿的 PPP 项目回款主要来自于 5 个相关项目。）

图 6：C 公司关于 PPP 项目回款安排的简述

公司所处的生态环境建设行业属于资本密集型行业，对于某个生态工程施工项目，从工程投标到工程质保期结束，主要包括前期工程招投标、签订施工合同、工程施工、后期养护、工程竣工决算五个阶段。公司采用完工百分比法核算工程施工收入和成本，合同的完工进度为累计实际发生的合同成本占合同预计总成本的比例，公司根据自身、业主方、监理方共同确认的完工工程量确认工程结算金额。具体回款上，公司传统生态环境建设工程主要是“5:3:2”付款模式、“4:3:3”付款模式；PPP 项目工程款按照“7: 2: 1”、“8: 1: 1”比例进行支付，结合工程项目的建设完工进度，成立的项目公司项目融资顺利，保障 PPP 项目的回款。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 7：C 公司 2015-2017 年 PPP 项目订单、收入、以及回款情况（单位：万元）

项目	2015年	2016年	2017年
营业收入	17.68	28.61	55.79
其中：PPP项目营业收入	0.79	11.49	34.05
销售商品收到的现金	11.36	20.05	34.87
其中：PPP项目回款	0.20	5.12	20.06
经营活动现金流量净额	0.85	1.06	4.20
签订施工合同（包含中标通知书和框架协议）	16.73	39.48	172.10
其中：传统工程项目	15.48	14.04	24.53
PPP项目	1.25	25.43	147.57
PPP项目占比	7%	64%	86%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

付款节奏可能提前。在下表 3 中，可以看到 C 公司部分项目在 2018 年年底暂时未到 PPP 合同付款期的情况下，在 2017 年仍然取得了较为可观的回款，此处原因可能在于之前的累计回款主要来源于 SPV 公司，而“合同付款时间”可能针对的是政府与 SPV 公司之间的款项支付进度。

公司基于对项目业主未来支付能力的综合考虑，或选择先行进行施工，提升当期收入。从合规角度来看，项目是否纳入 PPP 项目库以及是否经过人大审批，对于政府后续款项支付具有一定影响，从 C 公司披露的信息中，可以看到公司的部分项目在未入库或者未经过人大审批的情况下，同样存在先行施工从而确认收入的情况。这在行业内并不少见，由于部分项目确实具有一定的紧迫性，在公司个别项目与业主的约定形式可能会存在一定的特殊性。

表 3：C 公司部分主要 PPP 项目的情况披露（单位：万元）

项目名称	18 年 年底建 设进度	截止 2017 年 年底累 计回款	2018 年实现 收入	2018 年 当年回 款金额	回款金额 是否达到 预期	预计进 入付款 期时间	资质审批情况			
							纳入 PPP 项 目库	经过 人大 审批	未入库及未经人 大审批原因	审批现状及预计完成 时间
***综合整治工程	81.26%		-311	2,370	是		是	是	—	—
***市生态建设 PPP 项目	65.96%	19,000	12,705	-	未到付款期	2019.09	是	是	—	—
***园区提升改造工程新建项目	87.70%		1,296	501	是		是	是	—	—
***县绿化景观工程项目	51.60%	59,700	4,314	-	未到付款期	2019.12	是	是	—	—
***生态建设工程 PPP 项目	35.57%		22,891	-	未到付款期	2019.12	是	是	—	—
***景观建设 PPP 项目	91.87%		2,496	-	未到付款期	2019.1	是	是	—	—
***市生态景观绿化工程 PPP 项目	37.91%		2,768	-	未到付款期	2019.12	是	是	—	—
***生态园林城市绿化提升改造项目	91.61%		5,585	-	未到付款期	2020.12	是	否	尚未进入付费期，已 纳入中期财政规划	预计 20 年进入项目付费 期，并于 19 年底至 20 年 初完成审批
市区绿化工程	59.60%		1,421	-	未到付款期	2020.12	是	否	尚未进入付费期，已 纳入中期财政规划	同上
***市国家重点开发开放试验区生 态环境治理公共基础设施建设工程	48.37%		11,354	-	未到付款期	2020.07	是	是	—	—
***生态修复城市修补工程 PPP 项 目	36.41%		2,021	-	未到付款期	2020.06	否	是	不存在不得入库的情 形，审批流程周期影 响	正处于入库审批阶段，批 准时间根据政府审批流 程进度确定
***市生态县城基础设施建设项目	78.08%		-645	400	否，逾期部分 已计提坏账		是	是	—	—
***区生态景观大道 PPP 项目	93.81%		2,009	4,144	否，逾期部分 已计提坏账		是	是	—	—
***灾后重建工程项目	#####		2,816	2,023	是		否	否	地方财政承受能力论 证正处于审批阶段	由执行库暂移至储备库， 待地方财政承受能力论 证修改完成后再次上报，批 准时间根据政府审批流 程进度确定
***区绿化景观升级改造 PPP 项目	94.54%	39,715	3,612	10,605	否，逾期部分 已计提坏账		是	是	—	—
***生态修复 PPP 项目	65.55%	67,600	35,475		未到付款期	2019.12	是	是	—	—
***生态 PPP 项目	75.33%		1,253		未到付款期	2019.1	是	是	—	—
***生态治理 PPP 项目	87.54%		6,507	-	未到付款期	2019.12	是	是	—	—
***市园林绿化工程	68.61%		1,267		未到付款期	2020.04	是	否	尚未进入付费期，已 纳入中期财政规划	预计 20 年进入项目付费 期，并于 19 年底至 20 年 初完成审批
***县生态 PPP 项目	75.81%		18,794		否，逾期部分 已计提坏账		是	是	—	—
巴彦淖尔市临河区绿化景观升级 改造工程（第二期）	62.76%		12,853		否，逾期部分 已计提坏账		是	是	—	—
内蒙古自治区锡林郭勒盟东乌珠 穆沁旗美化和绿化工程	42.19%		6,361		未到付款期	2020.06	是	是	—	—
内蒙古乌拉特中旗生态建设 PPP 项目	39.41%		5,995		未到付款期	2020.01	是	否	尚未进入付费期，已 纳入中期财政规划	预计 20 年进入项目付费 期，并于 19 年底至 20 年 初完成审批
***镇周边绿化工程	49.55%		1,818	-	截至本期末， 项目尚未到 付款期	2021.12	是	是	—	—
***湖、湿地生态水系治理工程 PPP 项目（联合体）		13,500	计划开工日期：2017 年 6 月 15 日。计划竣工日期：2019 年 6 月 15 日。工期总日历天数：730 天。							
合计		199,515	164,654	20,043						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

综合上文中关于问询函回复中项目回款相关信息的描述，可以得出以下几个结论：

第一，取得政府项目往往并不等于回款的一劳永逸。基于项目审批和预算流程原因，政府项目的结算与回款节奏可能会受到影响，并且在地方债务问责压力提升时，部分项目的回款节奏可能会超预期放慢。由于单个项目的预测与跟踪难度较大，施工方只有通过严谨筛选项目以及评估地方财政能力才能尽可能提升项目的整体回款率。

第二，在承接项目后，施工方可以通过合理控制施工进度来影响收入确认情况，过于激进的收入确认政策是一把双刃剑，在融资环境边际向好时，业主付款正常，公司可以更好地

兑现前期项目收入，从而做大做强。但当融资环境超预期收缩时，收入的快速提升反而会加剧资产负债表的恶化程度。

第三，PPP 模式的推广对未来政府财政能力的预判提出新的挑战，在前几年的快速增长后，PPP 项目可能进入较长的规范整理期，2017 年以来各项新出的 PPP 相关政策在提升新出 PPP 项目质量的同时，也对部分公司的在手 PPP 项目形成一定的结算或后期回款压力，相关公司中期对于资产负债表的修复对未来的再次起航具有关键作用。

3. 承接地产商项目在紧缩环境下可能存在何种回款压力？

除了市政项目以外，部分民营建筑企业对于地产项目的占比在 2018 年有所提升，由于部分装饰企业大客户占比和合同模式与园林公司有一定的相似性，此处将园林企业与装饰企业相关问询函合并讨论。

承接地产商项目占比的提升，一方面由于市政项目的占款相对较大，部分公司在 2018 年地方债务严监管情况下做出经营战略调整，另一方面，2018 年以来房建施工投资的相对强势也提升了相关配套建设的需求。出于项目的规模化，多数民营企业选择与大地产商进行合作，比如恒大。在项目管理标准化程度提升的同时，公司也较易受到大地产商资金状况、议价能力、以及付款安排的影响。2018 年的部分年报问询中，部分企业的大客户依赖性、项目回款安排、毛利率情况等方面均被询问。

图 8：C 公司 2015-2017 年 PPP 项目订单、收入、以及回款情况（单位：万元）

第一大客户占比	2016	2017	2018
D园林公司	32.82%	33.55%	59.23%
E装饰公司			51.56%
F装饰公司	43.88%	41.94%	48.65%
G装饰公司	24.87%	28.86%	36.43%

资料来源：公司公告，天风证券研究所；*注：E 公司在 2019 年 5 月问询函回复中披露：“自 2010 年至今来自于恒大的收入均占到当年度收入的 50%左右，无大的波动”

表 4：部分公司问询函中关于大客户信息的相关问询

D 园林公司：报告期内，你对前五大客户销售金额合计 X 万元，占年度销售总额的 75.16%，其中第一大客户占比 59.23%。请你公司补充说明前五大客户的相关信息，包括但不限于客户名称、客户成立时间、销售收入类型、金额、是否为关联方、款项是否收回、应收账款余额等。

E 装饰公司：客户与供应商较为集中情况。年报显示，公司 2018 年前五名客户销售额 X 亿元，占年度销售总额 59.54%，占比较大。请公司补充披露：前五大客户的具体名称、销售产品类别、销售金额及占比；前五大供应商名称、采购内容、金额及占比；核实前五大客户与前五大供应商之间是否存在关联关系或利益安排。

F 装饰公司：年报显示，公司第一大客户为中国恒大集团，报告期内公司对其销售额占公司年度销售总额的 48.65%；公司的第一大供应商为广州恒大材料设备有限公司，报告期内公司对其采购额占公司采购总额的 11.81%。请结合你公司经营特点及行业特征，说明公司是否存在对大客户重大依赖，公司防范客户过度依赖风险的措施。

G 装饰公司：请你公司结合报告期内客户集中情况、订单情况、工程进度、信用政策、结算方式变动情况等详细说明报告期内净利润下滑的原因及合理性。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

在大地产商的回款安排方面，与部分市政项目存在一定的一致性。比如在文科园林的回复里，在具有进度款的回款安排中地产景观工程施工项目一般按月或者分阶段支付工程进度款，支付比例通常为工程完工量的 70%左右，即应收账款的确认金额为完工金额的 70%左右，其余部分分别在验收、竣工结算手续后逐步支付。然而在 2017 年以来地产行业同样流动性紧缩的情况下，大客户的付款安排与付款方式或出现一定的变化，从而影响到相关建筑行业上市公司的回款节奏。具体情况如下：

第一，在原有合同付款安排下，票据支付的比例有所提升。在合同的付款安排中，现金与不同期限票据的约定占比可能根据不同的宏观环境有所变化，从而导致在周期下行时间里，

地产商更倾向于增加票据支付的占比。而在地方行业流动紧缩的情况下，建筑企业在手地产商票据的贴现能力或出现下降，相关企业在地产相关项目上的资金压力将显著提升，从而不得不减慢施工进度。

表 5：相关公司问询函或回复内容中关于应收票据的部分内容截取

主体	问询函或相关回复内容截取
D 园林公司	公司 2018 年末应收票据余额 37,741.12 万元，同比增长 49.93%，主要系公司 2018 年度地产项目比重增加，该等客户使用票据结算的比例较大所致…
E 装饰公司	公司 2018 年应收账款 43.86 亿元，同比增长 72.78%，应收票据 11.06 亿元，同比增长 300.66%。公司应收款项大幅增长，且对恒大地产集团相关公司的应收款项占比超五成，请就往来款项相关事项补充披露以下内容…
F 装饰公司	报告期末，你公司应收票据余额为 8.98 亿元，较期初增加 101.34%。报告期内，你公司新增应收票据贴现支出 2.12 亿元。请你公司说明报告期内公司结算方式是否发生重大变化，应收票据余额及贴现支出大幅增加的原因及合理性…
G 装饰公司	2018 年主要客户部分新签项目采用总价包干方式，原来按工程量进度按期申报进度款改为项目完成至竣工阶段一次性支付 90% 工程款。该部分项目在施工过程公司需要垫付大量资金，截止 2018 年末基本未完工，期末暂未回款，导致期末应收账款增加 9.28 亿元，从而造成公司自身经营活动资金短期内面临较大压力。其次，作为建筑工程类企业，受到银行信贷政策收紧的金融环境影响，票据结算方式已经成为大多数房地产企业的支付方式，2018 年部分客户增加了商业承兑汇票结算方式的使用，票据结算无法产生直接的现金流入，虽然公司会采取票据转让或贴现来支付款项，但这部分现金未作为经营活动现金流列报…

资料来源：公司公告，天风证券研究所

第二，地产公司可能在特殊时间段使用“全融资”合同模式。此类合同可能增加公司的短期资金压力，同时也提升了财务报表分析难度，需要从更长的财报时期视角来观察公司业务的回款周期。

表 6：相关公司问询函回复内容中关于部分项目合同模式的描述内容截取

E 公司问询函回复内容截取	相关影响
公司 2017 年 9 月-11 月基于公司已签约待实施装修工程类合同通过证券公司或信托公司进行了合同订单融资，公司将融资金项收到的现金流入作为筹资活动现金流入列示。	2017 年：相关项目正常施工，收入提升， 筹资活动现金流入，经营现金流活动流出。
合同订单对应的装修工程陆续施工并产生应收账款，客户集中将归还借款的专款付至公司指定账户，此时公司在现金流量表将该现金流列示于经营活动现金流入，公司用该专款归还该借款时将该现金流出列示于筹资活动现金流出。2018 年度筹资活动现金流与经营活动现金流出现大幅变动主要系合同订单融资所致。	2018 年：相关项目产生回款，回款部分用于前期筹资的还款。 经营活动现金流入，筹资活动现金流出。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

综上，在近年来流动性收缩叠加地产销售周期下行的背景下，与大地产商的合作确实有可能对公司造成一定的资金压力，但我们认为也不能过分悲观，建筑行业往往具有较强的财政周期以及金融周期依赖性，随着流动性的边际好转，企业在手项目的回款将有所改善。

我们认为对于部分公司大客户销售占比较高的情况需分正反方面看待，在周期紧缩时期，刻意降低信用等级较高的大客户销售占比不一定是明智之选，而且也需要考虑部分建筑细分行业对于大客户的天然依赖性。

在目前环境下，同诸如恒大这样的大客户加强合作，也有一定的积极意义。首先，部分建筑公司多年与恒大合作，相关公司具有针对其特定分包规模较好良好的项目管理能力、以及合作经验优势，从而成为大地产商不可获取的合作方；第二，公司可以通过增加对优质市政项目的承接，来进行业务结构的平衡调节，从而在原有基础上减弱自身被大客户行业环境恶化的影响程度。

4. 前期逆境下，民营建筑企业纷纷探索破局之法

近年来在流动性紧缩以及地方政府债务严监管的双重不利因素下，各细分领域民营建筑企业对于前期快速增长、项目质量、以及融资能力等方面均进行了深入思考，部分公司在问询函中提到了化解风险的措施。比如引入**战略股东**、**调整战略规划**、**优化债务结构**、**盘活存量项目**以及**把控项目质量**等改善现况的方式。

表 7：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。
棕榈股份	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。
美晨生态	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。
达实智能	潍坊市城市建设发展投资集团有限公司（实控人：潍坊市国资委）；诸城市经济开发区投资公司（实控人：诸城市财政局）	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，公司控股股东将变更为潍坊城投， 实际控制人将变更为潍坊市国资委。
中化岩土	成都市兴城投资集团	公司控股股东拉萨市达实投资发展有限公司（以下简称“达实投资”）实际控制人刘磅先生于 2018 年 12 月 27 日与深圳市投控资本有限公司（以下简称“深投控资本”）管理的深圳投控共赢股权投资基金合伙企业（有限合伙）（以下简称“共赢基金”）签署了《股份转让协议》，达实投资拟将其持有公司 5142.8 万股股份（ 占公司总股本的 2.70% ）刘磅先生拟将其持有公司 4368 万股股份（ 占公司总股本的 2.30% ）协议转让给共赢基金。
蒙草生态	内蒙古金融资产管理	公司相关股东分别于 2018 年 11 月 19 日以及 2019 年 1 月 3 日分别完成 9.9%、19.29% 合计 29.19% 的股份协议转让，转让予兴城集团。转让的标的股份交割后，兴城集团将持有公司 528,632,766 股，占公司总股本的 29.19% ，成为公司控股股东。
全筑股份全资子公司（上海全筑装饰）	宁波交通投资控股	2019 年 1 月 18 日，公司的控股股东王召明先生（甲方）与内蒙古金融资产管理有限公司（乙方）签署了《股权转让协议》，协议约定甲方拟将其持有的公司 89,710,480 股无限售流通股， 占公司总股本的 5.59% 转让给乙方。
围海股份	上海国盛海通股权投资基金合伙企业（有限合伙）	公司于 2019 年 5 月 25 日披露公告，上海国盛海通股权投资基金合伙企业（有限合伙）出资人民币 3 亿元认购公司全资子公司上海全筑装饰有限公司新增注册资本 113,496,933 元， 对应增资后的全筑装饰 18.50% 的股权。
恒通科技	中国中铁	围海控股于 2019 年 5 月 23 日与宁波交通投资控股有限公司（以下简称“宁波交投”、“受让方”）签署了《股份转让框架协议》（以下简称“框架协议”），其正在筹划将其所持有的部分公司股份合计 340,978,666 股普通股（ 占公司总股本的 29.8% ）转让给宁波交投。
名家汇	中国新兴集团	2019 年 5 月 24 日，公司控股股东、实际控制人孙志强先生、第二大股东诸城晨光景泰股权投资基金有限公司（以下简称“投资公司”）与中国中铁签署了《股份转让协议》，中国中铁受让孙志强先生与投资公司合计持有的恒通科技 65,184,992 股股份（ 占公司总股本的 26.51% ）。
		2019 年 6 月 24 日，信息披露义务人（程宗玉）与新兴集团签署《股份转让协议》，拟通过协议转让的方式将其持有的名家汇 39,240,367 股无限售流通股份（约占上市公司总股本的 11.38% ）转让给新兴集团。本次权益变动后，信息披露义务人持有公司股份占公司总股本的 34.15%，仍为公司控股股东、实际控制人。

资料来源：公司公告，天眼查，天风证券研究所

在存量项目的处理上，多数建筑企业在问询函的回复中提出加大回款力度和融资落地项目。东方园林在问询函的回复中提到对于融资相对困难的项目，通过引入战投、转 EPC、甩项验收、清退等多种方式解决。同时新项目上，多数公司提出加强决策控制流程以及重点选择财力较强的业务区域。

我们认为，在前期大量存量项目的落地节奏没有恢复正常的情况下，对于部分民营建筑企

业而言，资产负债表的逐渐修复将在中期内持续存在，这意味着之前大量接单的状况难以再现，但行业内部可能会逐步出现分化，即对前期项目把控较严格、负债结构较为合理的公司将更容易重新回到上升的轨道，相关细分领域依然有广阔的市场空间。

对于标的的选择上，由于研究者对于各个公司在手项目状况的跟踪难度极大，很难对项目的实际回款进度进行判断，而且在后续项目投资规范性政策逐步出台的情况下，在手项目的合规风险同样存在。故研究者很难通过公司在手项目的详细情况来精确评估后续风险。

但随着相关法规的逐步出台，政府项目的规范化趋势不可逆转，研究者仍然可以基于**公司项目选取与确认收入的整体经营风格**、以及**项目所在地政府的付款能力**来给予不同标的不同的溢价水平。在经历了周期下行以及部分风险事件之后，市场有望给予行业不同标的更加合理的定价水平。

5. 风险提示

我国固定资产投资增速超预期下行，公司在手项目回款不达预期

分析师声明

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

一般声明

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

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

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

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

天风证券研究

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