

园林行业深度报告：融资环境改善正当时，静待疫情后施工订单潮

2020年02月09日

看好/首次

园林绿化 行业报告

研究员	洪一 电话：010-66554046 邮箱 hongyi@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480516110001
研究助理	沈一凡 电话：010-66554020 邮箱 shenyf@dxzq.net.cn	

投资摘要：

我们认为，压制园林行业估值的因素已出现边际改善。现金流方面，目前工程企业正进行订单结构的调整，加速向现金流较好的 EPC 业务进行转型，审慎承接订单，严格审核订单所处区域、回报率、回款等条件，预期今年企业的现金流将继续大幅度改善。融资环境方面，随着疫情的发酵，政策对民企的支持力度加大，今年行业的融资成本大概率将下行，尤其是拟将控制权转让给国资的园林企业，融资成本的下降将尤为显著。行业项目质量层面，随着专项债大幅向生态领域倾斜，整体项目的质量和回款将得到边际改善。因此，行业尽管短期仍然缺乏估值大幅提升的催化剂和拐点，但趋势估值持续下降的要素已发生转变。

园林行业存在固有痛点，除了以设计为核心竞争力，轻资产模式的园林企业外，工程类园林公司自身现金创造能力与资产负债表进一步扩张的空间决定了订单承接落地能力，决定了企业业绩的增长潜力，因此我们构建内生订单收入倍数和最大订单收入倍数指标对企业进行比较。其中内生订单收入倍数是指企业不增加借款的情形下，通过现有的在手资金和运营产生的现金流能撬动的订单体量相对目前企业的营收体量之倍数，最大订单收入倍数是指企业将资产负债率提升至目标水平后，能撬动的最大订单体量相对目前企业的营收体量之倍数。从指标结果来看，此前 PPP 占比较高的企业资金周转都较为紧张，目前资金压力最大的仍然是东方园林，而岭南股份和蒙草生态也相对紧张，铁汉生态、棕榈股份在近期通过优先股或转让营收账款融资后，短期资金已充裕，但缺乏加杠杆能力，而 EPC 模式占比较高的美尚生态、东珠生态、绿茵生态、文科园林，以设计为核心驱动力的杭州园林，以地产园林为主业的普邦股份资金都较为充裕。

投资策略：随着融资环境转好，园林行业正逐步走出谷底，行业内企业开启了资产负债表的修复，融资结构调整也初见成效，部分公司业绩已筑底，近期由于疫情发酵，行业估值有了进一步下挫，我们认为目前的估值已充分考虑了疫情的负面影响，一旦疫情结束后，施工潮和订单潮来临，行业有望迎来阶段性反转。行业投资可围绕三条主线展开：一是轻资产主线，建议关注稀缺的园林设计投资标的，杭州园林(300649)。二是稳健扩张主线，建议关注业务模式健康，ppp 与 epc 结构配置合理，项目质量优质，现金流充裕，有较大加杠杆空间的园林企业，东珠生态(603359)、文科园林(002775)。三是边际改善主线，建议关注此前陷入流动性危机，但随着国资取得控制权，融资成本与订单承接有望得到边际大幅改善的企业。

风险提示：融资环境改善不及预期；市场竞争加剧；疫情控制不及预期，工程落地延期。

行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS(元)				PE				PB	评级
	18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E		
杭州园林	0.41	0.61	0.74	0.88	43.16	28.00	22.99	19.32	5.67	未评级
东珠生态	1.02	1.28	1.67	2.10	15.97	12.71	9.79	7.77	1.85	未评级
文科园林	0.49	0.53	0.60	0.68	10.79	9.84	8.68	7.68	1.08	未评级

资料来源：wind 一致预期、东兴证券研究所

目 录

1. 融资环境改善正当时，静待疫情后施工订单潮	3
1.1 融资结构性改善已现，专项债大幅倾斜生态环保	3
1.2 存量项目梳理与消化接近尾声，收现比改善	4
1.3 促使估值持续下降的要素已发生边际改善	5
2. 如何构建指标，从订单收入倍数看园林绿化企业	6
2.1 指标构建：内生订单收入倍数与最大订单收入倍数	6
2.2 各上市公司的订单收入倍数比较	6
2.3 园林行业如何估值：一个估值新思路	7
3. 投资策略	8
3.1 行业策略	8
3.2 投资标的	8
4. 风险提示	9

表格目录

表 1：内生订单收入倍数与最大订单收入倍数计算结果	7
表 2：以订单为基础构建的企业估值倍数计算结果	8

插图目录

图 1：园林行业上市公司长期债务比例逐季提升	3
图 2：园林行业资产负债率上升趋缓	3
图 3：园林绿化行业营收增速（%）	4
图 4：园林绿化行业净利润增速（%）	4
图 5：园林绿化行业季度 ROE	4
图 6：收现比 2019 年改善明显	4
图 7：园林行业 pb 与相对 pb 估值变化	5
图 8：园林行业 pe 与相对 pe 估值变化	5

1. 融资环境改善正当时，静待疫情后施工订单潮

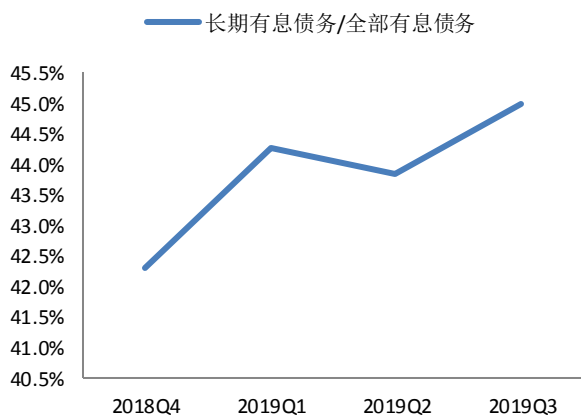
园林绿化行业按客户类型可分为**市政园林和地产园林**，市政园林的业务模式以 EPC、PPP 为主，其中 PPP 模式回款期较长，而地产园林的客户主要为房地产企业和业主，通常回款周期较短，但由于目前大多房地产开发商存在运营压力和资金周转压力，因此大多地产园林公司业务量也出现下滑，毛利率近几年也呈不断下行趋势。市政园林包括道路景观、公园景观、广场景观和生态修复等，生态修复又包括坡面、河流、水库、绿洲、矿区修复。生态修复项目技术难度更大，通常相对一般的景观绿化项目有更好的盈利能力。

园林绿化行业按产业链分可分为**设计、施工、养护**。行业的痛点一直在于**业绩的持续性和现金流**，因此以设计为核心竞争力的企业如杭州园林设计院，可以设计为入口，用轻资产模式，以总承包承接 EPC 后再分包给施工方，自己无需垫资，从而实现快速扩张。

1.1 融资结构性改善已现，专项债大幅倾斜生态环保

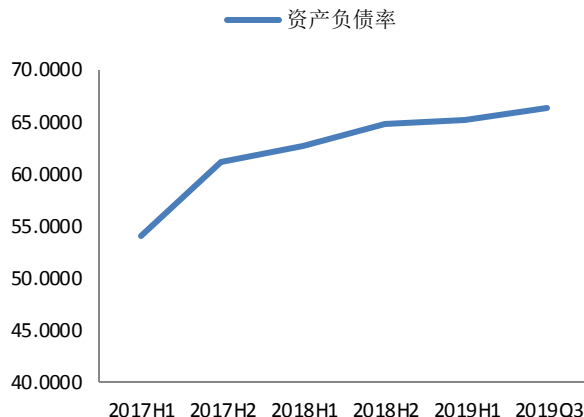
在 17-18 年金融去杠杆的大背景下，PPP 项目融资持续收紧，园林行业也经历了资金危机，去年以来，随着融资环境回暖，园林企业也开始了自身业务和债务结构的调整，从数据来看行业**长期有息债务的占比连续提升**，显示了行业融资结构调整已初见成效，资产负债率的提升也逐季放缓，预期拐点将至。同时，年初**专项债的发行大幅向生态环保倾斜**。财政部提前下达 35 个省、自治区、直辖市、计划单列市 2020 年地方政府专项债券新增额度为 12900 亿元。1 月份，26 个地区组织发行提前下达新增地方政府专项债券 7148 亿元，占提前下达新增专项债券总规模的 55.4%，同比提高 38 个百分点。其中，农林水利、污水处理等生态环保项目 1015 亿元，占比为 14.2%，相比去年全年的 3.5% 大幅提升。

图 1：园林行业上市公司长期债务比例逐季提升



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 2：园林行业资产负债率上升趋势

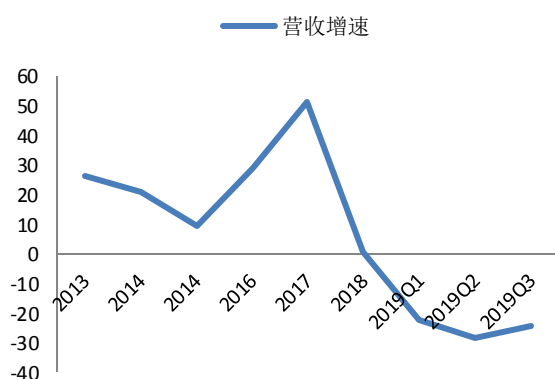


资料来源：wind，东兴证券研究所

1.2 存量项目梳理与消化接近尾声，收现比改善

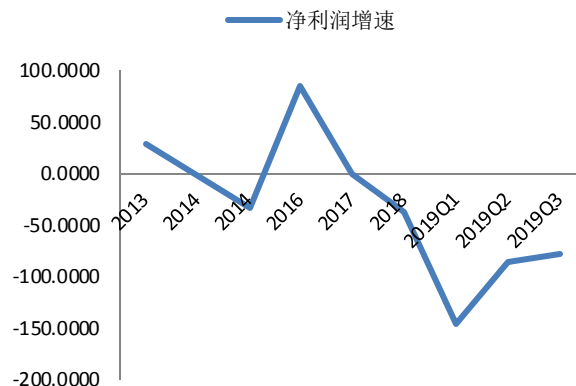
随着国资纾困和战略入股，存量在手项目的梳理和消化接近尾声，部分企业开始控制 PPP 业务规模，加速向现金流较好的 EPC 业务转型，各项财务指标在 Q3 单季出现好转。行业营收增速与净利润增速在 Q3 见地后，Q3 出现明显回升，Q3 单季 ROE 对比去年同期下滑幅度也呈收窄趋势，19 年行业收现比较 17-18 年也有显著提升。行业内东方园林、铁汉生态、蒙草生态、棕榈股份、美晨生态等多家龙头企业已获国资入股，今年年初铁汉生态、蒙草生态的优先股成功发行，棕榈园林通过转让应收账款融资，龙头企业的现金流紧张局面得到缓解，为 20 年的项目加速落地提供资金储备。尽管受疫情影响，今年上半年的开工将受到一次性冲击，但今年预期下半年项目开工与订单实际执行速度就有大幅反弹。

图 3：园林绿化行业营收增速（%）



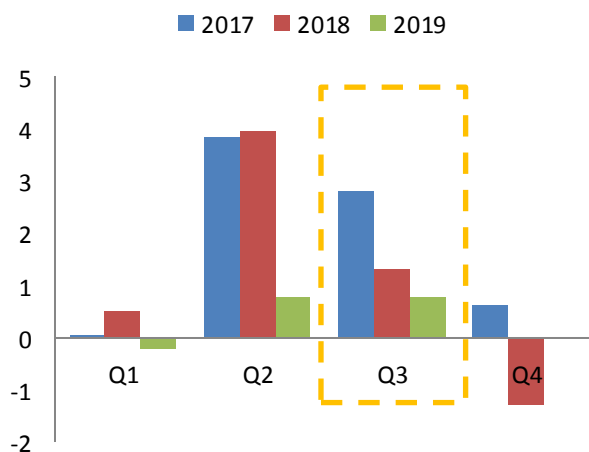
资料来源：wind，东兴证券研究所

图 4：园林绿化行业净利润增速（%）



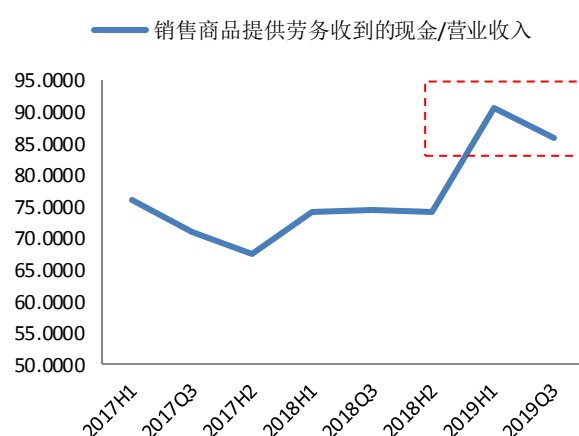
资料来源：wind，东兴证券研究所

图 5：园林绿化行业季度 ROE



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 6：收现比 2019 年改善明显

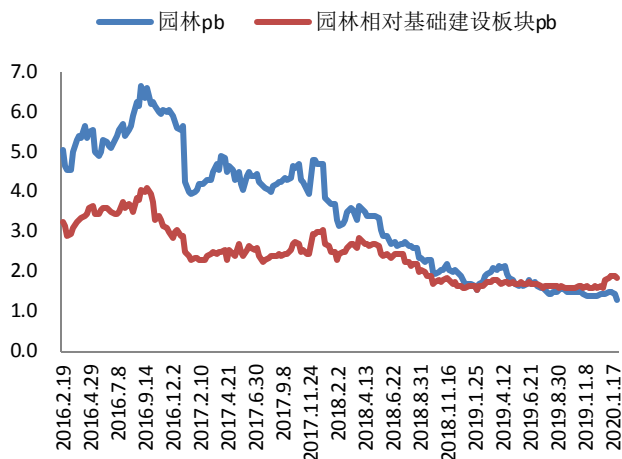


资料来源：wind，东兴证券研究所

1.3 促使估值持续下降的要素已发生边际改善

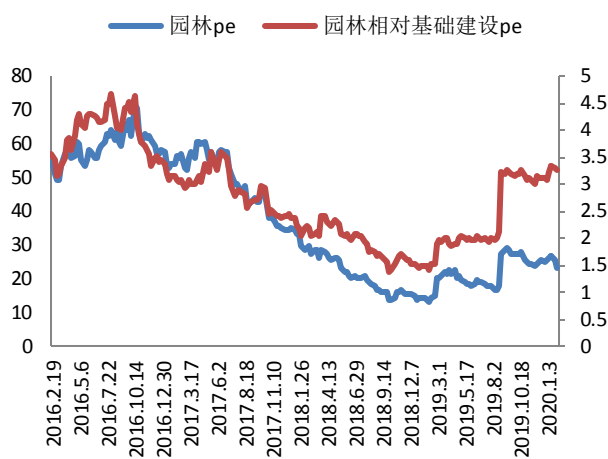
2016 年以来，基建投资的下行与资产周转率下降，使得基础建设板块的 ROE 进入下行通道，板块估值持续下降。而园林绿化板块 16-17 年随着原有的 BT 模式向 PPP 模式转变，企业的杠杆率得到大幅提升，行业 ROE 达到顶点，企业估值也维持高位。17-18 年，资本依赖型的增长步入尾声，板块开始持续下行。园林涵盖了生态修复和大环境治理等领域，未来的市场空间和增速相对基础建设板块更快，因此园林相对基础建设本身应该有估值溢价。由于今年较多园林企业亏损，因此 19 年行业 pe 估值反而回升，而相对 pb 估值一直处于下降通道，更能反应目前园林板块在历史中的底部位置，近几年园林相对基建的估值溢价持续收窄。

图 7：园林行业 pb 与相对 pb 估值变化



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 8：园林行业 pe 与相对 pe 估值变化



资料来源：wind，东兴证券研究所

我们认为，当前压制园林行业估值的因素主要有三：一、工程行业本身的现金流较差，企业的增长依赖于资本扩张，而目前部分龙头企业的资产负债率已接近甚至超过 70%，资产负债表已缺乏进一步大幅扩张的能力，同时市场的投资风格近几年也越来越重视企业现金流的创造能力，市场对缺乏现金流的利润增长会大打折扣；二、尽管宏观融资环境趋于改善，但过去企业的融资成本未有明显改善，工程企业的资金抓襟见肘，项目落地速度放缓使得企业 ROE 处于下行甚至进入负 ROE 区间；三、随着同质化竞争，部分三四线城镇等区域的项目回报率呈下降趋势，地方政府的支付能力仍然备受忧虑。

我们认为以上问题已出现边际改善，目前工程企业正进行订单结构的调整，加速向现金流较好的 EPC 业务进行转型，审慎承接订单，严格审核订单所处区域、回报率、回款等条件，预期今年企业的现金流将继续大幅度改善。随着疫情的发酵，政策对民企的支持力度加大，今年行业的融资成本大概率将下行，尤其是拟将控制权转让给国资的园林企业，东方园林、美晨生态等，融资成本的下降将尤为显著。同时，专项债大幅向生态领域倾斜，整体项目的质量和回款将得到边际改善。因此，行业尽管短期仍然缺乏估值大幅提升的催化剂和拐点，但趋势估值持续下降的要素已发生转变。

2. 如何构建指标，从订单收入倍数看园林绿化企业

2.1 指标构建：内生订单收入倍数与最大订单收入倍数

鉴于园林行业存在固有痛点，除了以设计为核心竞争力，轻资产模式的园林企业外，对于工程类园林公司，企业的自身现金创造能力与资产负债表进一步扩张的空间决定了订单承接落地能力，决定了企业业绩的增长潜力，因此我们构建指标对上市的园林绿化企业进行比较。

其中**内生订单收入倍数**是指企业不增加借款的情形下，通过现有的在手资金和运营产生的现金流能撬动的订单体量相对目前企业的营收体量之倍数，**最大订单收入倍数**是指企业将资产负债率提升至目标水平后，能撬动的最大订单体量相对目前企业的营收体量之倍数，内生订单收入倍数既考虑目前的在手现金充裕度，又考虑了企业的现金创造能力，最大订单收入倍数还增加考虑了企业的加杠杆空间，具体公式为

内生订单收入倍数 = (在手货币资金 + 管理报表口径的营业现金净流量 - 最低现金余额) ÷ 项目资本金比例 ÷ 上一年营收体量。

最大订单收入倍数 = (在手货币资金 + 管理报表口径的营业现金净流量 - 最低现金余额 + 资产负债率提升至 70% 所增加的借款资金) ÷ 项目资本金比例 ÷ 上一年营收体量。

其中，

管理报表口径的营业现金净流量 = 营业现金毛流量 - 经营营运资本净增加，

营业现金毛流量 = 税后经营净利润 + 折旧与摊销 - 经营营运资本净增加，

经营营运资本净增加 = 经营性流动资产增加 - 经营性流动负债增加，

税后经营净利润 = 净利润 + 税后财务费用，

最低现金余额 = 无法动用的货币资金（保证金等）+ 财务费用支出，

项目资本金比例，工程企业以 0.3 计算，设计型企业需要的资本金较少，以 0.1 计算

具体的数据选择，在手货币资金选择 19Q3 报表 + Q3 以后发行的企业债券、优先股 + 其他渠道融资所得现金，管理报表口径的营业现金净流量、最低现金余额的指标计算选择 19Q2 半年数据，上一年营收体量选择 18Q2 半年数据。**该指标越大，说明企业的资金越充裕，该指标的数据越小，则说明企业的现金较为紧张，有越大融资压力。**由于如果使用全年数据计算内生订单收入倍数，则同一家公司，计算结果将比半年数据更小，使用半年或全年数据不影响比较，目前 19 年年报未出，我们选择半年报数据来计算，内生订单收入倍数（半年数据计算下）若小于 <1.5，则可认为企业的资本压力较大。

2.2 各上市公司的订单收入倍数比较

从各企业的内生订单收入倍数和最大订单收入倍数来看，此前 PPP 占比较高的企业资金周转都较为紧张，且缺乏进一步加杠杆的能力，目前资金压力最大的仍然是东方园林，最大订单收入倍数仅 0.05，而岭南股份和蒙草生态也相对紧张，内生订单收入倍数均 <1.5，铁汉生态、棕榈股份在近期通过优先股或转让营收账款融资后，虽短期资金已充裕，但缺乏加杠杆能力，即最大订单收入倍数 ≈ 内生订单收入倍数，而 EPC 模式

占比较高的美尚生态、东珠生态、绿茵生态、文科园林，以设计为核心驱动力的杭州园林，以地产园林为主业的普邦股份资金都较为充裕，内生订单收入倍数>2，且最大订单收入倍数>>内生订单收入倍数。

表 1：内生订单收入倍数与最大订单收入倍数计算结果

单位： 万元	在手现金(Q3 现金余额+近期 募资额)	营业现金净流 量(管理报表口 径、2019H1)	可供使用资 本金	内生撬动订单 体量	最大撬动订单 体量	内生订 单收入 倍数	最大订 单收入 倍数
绿茵生态	91,721	12,976	32,556	108,521	1,437,282	3.62	47.95
普邦股份	112,895	19,830	120,066	400,222	3,341,084	2.42	20.19
美尚生态	173,247	-19,454	123,875	412,918	2,042,485	3.92	19.37
东珠生态	63,709	8,936	56,310	187,701	1,603,994	2.22	18.98
杭州园林	6,215	2,281	8,318	83,182	507,705	2.43	14.85
文科园林	72,788	34,392	98,379	327,931	1,740,288	2.38	12.61
美晨生态	134,703	13,154	86,451	288,169	1,108,256	1.61	6.19
蒙草生态	120,200	14,094	66,402	221,339	556,865	1.18	2.96
棕榈股份	153,217	-12,831	108,502	361,673	479,592	1.54	2.04
铁汉生态	429,712	2,912	240,902	803,008	803,008	1.63	1.63
岭南股份	176,629	12,285	114,709	382,362	382,362	1.08	1.08
东方园林	129,259	35,883	10,288	34,293	34,293	0.05	0.05

资料来源：wind，东兴证券研究所。

其中普邦股份计算的最大收入倍数值为 20.2，说明企业具备未来增长需要的现金，但由于普邦业务主要为地产园林业务，目前大多房地产开发商存在运营压力和资金周转压力，因此地产园林行业业务量具有明显增长瓶颈，行业毛利率近几年也呈不断下行趋势。我们更看好市政园林，尤其是市政园林中生态修复领域的增长潜能，大环境综合治理、土壤治理、湿地、矿山修复、山水林田湖草等领域未来市场空间广阔。此外，还有杭州园林值得特别关注，公司商业模式无需垫资，19Q3 财报 55%负债率，但其实公司并无借款、债券等有息债务，公司负债主要预收账款、应付账款构成，高负债率反而显示了公司在产业链中优异的议价能力。

2.3 园林行业如何估值：一个估值新思路

由于发展期园林工程公司自由现金流通常为负，远期自由现金流预测困难，若采用自由现金流折现等绝对估值法误差将较大。此前订单收入倍数指标的计算给了我们一个估值新思路。可构建新的估值指标既考虑企业

在手订单数量，与企业的融资能力带来的订单落地能力，又考虑了目前的在手订单质量，与在手订单未来产生现金流的能力。

以订单为基础构建的企业估值倍数=企业总市值÷(Min{最大撬动的订单体量，内生撬动的订单体量}*净经营现金流系数)

Min{最大撬动的订单体量，内生撬动的订单体量}，代表括号内两者取最小值

而净经营现金流系数=在手订单产生的净经营现金流折现到当期/在手订单确认的总收入

以目前业绩大幅下滑、现金流为负的几家园林工程龙头为例，假设净经营现金流系数都为 0.1，Min{最大撬

动的订单体量，内生撬动的订单体量}=企业最大撬动的订单体量。

则计算结果如下表所示，铁汉生态、棕榈股份的估值较低，估值水平受在手订单和订单执行能力支撑，投资安全边际高。而东方园林的估值水平最高，说明支撑东方园林目前市值的并不单纯是可见的经营情况，更多是已经包含着国企入主后融资能力改善的预期。

表 2：以订单为基础构建的企业估值倍数计算结果

	总市值	最大撬动订单体量	订单弹性估值倍数
东方园林	126.00	34,293.31	367.42
岭南股份	88.75	382,362.04	23.21
铁汉生态	61.71	803,008.16	7.68
蒙草生态	49.89	556,864.60	8.96
棕榈股份	37.47	479,592.37	7.81

资料来源：wind，东兴证券研究所；

3. 投资策略

3.1 行业策略

随着融资环境转好，园林行业正逐步走出谷底，加上国资入主后，行业内企业开启了资产负债表的修复，融资结构调整也初见成效，部分公司业绩已筑底，近期由于疫情发酵，行业估值有了进一步下挫，我们认为目前的估值已充分考虑了疫情的负面影响，一旦疫情结束后，施工潮和订单潮来临，行业有望迎来阶段性反转，首次覆盖，给予行业“看好”评级。

3.2 投资标的

我们认为，园林行业的投资可围绕三条主线展开：

一是轻资产模式主线，以设计为导流入口轻资产运行的园林企业，通过总承包承接 EPC 后再分包给施工方，企业无需自己垫资，工程的垫资由分包商解决，轻资产模式下的园林企业以设计为核心竞争力，优秀的设计规划能力为公司带来了订单的持续性，避免了同质化竞争，同时也规避了园林工程企业固有的现金流痛点。建议关注稀缺的园林设计投资标的，**杭州园林（300649）**。

二是稳健扩张主线，建议关注业务模式健康，ppp 与 epc 结构配置合理，同时具有盈利能力更优的生态修复领域项目的技术积累和工程经验，在订单承接上具有区域优势，即在一二线、沿海财政收入充裕的地区拥有项目资源，且根据此前计算的内生订单收入倍数和最大订单收入倍数指标，选择目前现金流充裕，有较大加杠杆空间的园林企业，建议关注**东珠生态（603359）**、**文科园林（002775）**。

三是边际改善主线，此前虽已陷入流动性危机，资产负债率较高但国资入驻，随着此后国资进一步取得控制权，企业的融资成本有望大幅下降，现金流瓶颈与订单承接将得到边际上的大幅改善，建议跟踪相关投资标的**东方园林（002310）**，但由于企业目前的估值较高，已包含国企入主后融资能力改善的预期，该主线缺乏长期价值支撑，仅适用于短期博弈投资。

4. 风险提示

融资环境改善不及预期；

市场竞争加剧；

疫情控制不及预期，工程落地延期。

分析师简介

洪一

中山大学金融硕士，CPA、CIIA，3 年投资研究经验，2016 年加盟东兴证券研究所。

研究助理简介

沈一凡

康奈尔大学硕士，纽约大学本科，曾供职于中国能建华东电力设计院，5 年基础设施建设经验，2018 年加盟东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。