建筑装饰

再融资松绑，园林板块迎转机

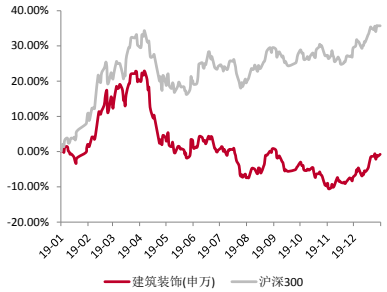
评级：增持（ 维持 ）

分析师：邢立力
执业证书编号： S0740518100001
Email：xingll@r.qlzq.com.cn
分析师：曾明
执业证书编号：S0740518070008
Email：zengming@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数	128
行业总市值(亿元)	14280.3

行业-市场走势对比



相关报告

1 <<房地产建安投资的宏观框架：趋势传导、结构修复与节奏异化>>

投资要点

■ **事件：证监会发布再融资新规**

2 月 14 日证监会再融资新规正式发布，主要内容有三方面：1、精简创业板发行条件。取消创业板公开发行证券最近一期末资产负债率高于 45%的条件，取消创业板非公开发行股票连续 2 年盈利的条件；2、优化非公开制度安排。将发行价格由不得低于定价基准日前 20 个交易日公司股票均价的 9 折改为 8 折，将锁定期由 36 个月和 12 个月分别缩短至 18 个月和 6 个月，且不适用减持规则的相关限制，将主板（中小板）、创业板非公开发行股票发行对象数量由分别不超过 10 名和 5 名，统一调整为不超过 35 名；3、适当延长批文有效期，将再融资批文有效期从 6 个月延长至 12 个月。

■ **点评：园林板块迎转机**

一、园林板块面临三个核心问题

经过 PPP 与去杠杆的冲击，园林板块在经历爆发式增长之后进入风险出清阶段，目前园林板块的核心问题有三方面：1、前期 PPP 遗留问题较大，业务进展受阻。2019 年前三季度园林板块收入下滑 24%，净利润下滑 79%，东方园林、铁汉生态等龙头企业主动收缩战线，处理风险；2、资产负债率较高，融资较为困难；目前园林板块资产负债率处于历史最高水平，部分龙头企高达 70%以上，高企的资产负债率推升园林企业信用风险，融资难度进一步加大；3、部分企业大股东股权质押比例较高。经营困难叠加股权质押风险导致部分企业已经主动出让控股权，寻求国企化，比如东方园林，2019 年多家园林企业大股东出现减持现象。

二、再融资松绑有助于园林企业缓解资金与股权质押风险

本次再融资新规有助于缓解园林企业融资压力，为大股东股权质押问题提供更优解。本次再融资新规取消创业板非公开发行股票连续 2 年盈利的条件，为铁汉生态等处于亏损状态的企业提供了融资便利，将发行价格由不得低于定价基准日前 20 个交易日公司股票均价的 9 折改为 8 折、锁定期由 36 个月和 12 个月分别缩短至 18 个月和 6 个月，增强处于困境之中的园林企业权益融资的吸引力，从而降低杠杆。另一方面园林企业股权质押风险有了更好的解决方法。园林企业目前单纯引进战略投资者比较困难，而出让控股权式更具吸引力，部分经营风险小而股权质押风险大的企业处于两难的局面，再融资的松绑有助于此类企业通过更低股价折扣吸引战略投资者，释放股权质押风险。

三、部分园林企业存在底部反转的机会

新冠肺炎疫情对建筑行业的复工造成较大的扰动，而就建筑行业各个子板块而言，园林行业受到的冲击可能最小，一方面园林行业目前处于风险释放的阶段，2019 年龙头企业主动收缩战线，业务规模缩减，收入下滑幅度较大，加之一季度本身就是淡季；另一方面受疫情影响，流动性相对宽松，且目前对中小企业支持力度较大，园林行业一定程度受益。从全年来看，疫情之后刺激基建已经是大势所趋，PPP 再次发力值得期待，部分优质园林企业存在底部反转的机会。

■ **投资建议**

根据以上分析，建议选择股权质押率较高、诉求较强、基本面风险较小、受疫情扰动较弱的低估值标的，建议关注文科园林、岭南园林等。

■ **风险提示：疫情后续走势超预期、经济下滑超预期、政策执行低预期**

图表 1：再融资新规主要内容

适用范围	指标	新规	旧规
创业板	公开发行	公开发行取消最近一期资产负债率高于 45%的条件	最近一期资产负债率高于 45%
	非公开该发行	非公开发行取消 2 年盈利条件	连续 2 年盈利，以扣非前后孰低为准
全 A（非公开发行）	定价基准日	定价发行为董事会决议日、股东大会决议公告日或发行期首日	发行期首日
	锁定期	6 个月和 18 个月	12 个月和 36 个月
	底价	定价基准日前 20 个交易日均价 8 折	定价基准日前 20 个交易日 9 折
	发行对象	主板（中小板）和创业板均不超过 35 名	主板（中小板）不超过 10 名，创业板不超过 5 名
	批文有效期	统一为 12 个月	非公开发行 6 个月，配套融资 12 个月

来源：证监会官网，中泰证券研究所

图表 2：园林板块核心指标

证券代码	证券简称	大股东股权质押比例	资产负债率（2019Q3）	市值（亿）	PE(TTM)	2019年报业绩预报利润下限（百万）	2019年报业绩预报利润上限（百万）	2019年报业绩预告增长下限（%）	2019年报业绩预告增长上限（%）
002775.SZ	文科园林	100	39.12	26.66	10.56				
603778.SH	乾景园林	99.66	43.54	17.65	-148.03	18	27	388.05	532.08
603007.SH	花王股份	96.48	65.98	20.33	25.83				
300197.SZ	铁汉生态	94.26	75.81	59.83	-152.97	-890	-885	-392.48	-390.84
002374.SZ	丽鹏股份	80	56.6	22.81	-2.93	40	70	105.06	108.86
300355.SZ	蒙草生态	77.25	67.96	48.93	10342.21	30.57	91.71	-85	-55
603717.SH	天域生态	75.52	57.08	18.72	24.21				
002310.SZ	东方园林	71.95	71.3	127.02	-47.99	-350	100	-121.93	-93.73
002717.SZ	岭南股份	67.26	72.76	81.84	16				
300495.SZ	美尚生态	62.03	54.6	60.89	16.93	202.8	315.8	-47.57	-18.35
603388.SH	元成股份	59.58	65.14	21.33	14.79				
300237.SZ	美晨生态	50	60.55	32.98	28.79	70	150	-81.19	-59.68
603316.SH	诚邦股份	41	55.22	16.24	43.89				
603955.SH	大千生态	30.21	57.3	16.54	16.74	90.12	99.13	0	10
300536.SZ	农尚环境	11.67	53.64	24.14	44.35	52.3	53.3	0.1	2.01
002663.SZ	普邦股份	0	40.69	41.49	540.11	-1220	-860	-2952.32	-2110.65
603359.SH	东珠生态		46.13	54.65	16.44				
300649.SZ	杭州园林		55.19	22.84	36.29	62.79	78.48	20	50
002431.SZ	棕榈股份		68.09	37.47	-25.02	-985	-660	-2062.18	-1414.76

来源：wind，中泰证券研究所

图表 3：2019 年主要园林企业股东减持与融资方案

公司名称	股东减持/变更	重大融资方案
铁汉生态	大股东第二次转让股份给深圳投资控股，规模 5%	发布优先股预案，规模 18.7 亿
蒙草生态	大股东减持股份 5.59%给内蒙古金融资产	发布优先股预案，规模 15.5 亿
东方园林	实际控制人变更为朝阳区国资委	发布优先股预案，规模 40 亿
美尚生态	大股东减持	——
岭南股份	大股东大宗减持	恒瑞科技子公司分拆上市
美晨生态	持股 5%以上股东减持	——
文科园林	——	发布可转债预案，规模 9.5 亿

来源：公司公告，中泰证券研究所

风险提示

- 疫情后续走势超预期、经济下滑超预期、政策执行低预期等

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。