

# 建筑装饰

## 轻装方能远行，宽松窗口期下行业业绩或现分化 ---2019 年及 2020 年 Q1 园林行业财报汇总分析

证券研究报告  
2020 年 05 月 07 日

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

**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-行业研究周报:推进基建 REITs 试点或提升建筑板块估值》 2020-05-05
- 2 《建筑装饰-行业研究周报:建筑板块正在持续跑赢市场》 2020-04-26
- 3 《建筑装饰-行业研究周报:项目审批速度或正在加快》 2020-04-19

### 行业营收由正转负，回款压力下毛利率持续下行

2019 年行业整体营收增速由正转负为下滑 22.62%。2020 年 Q1 行业受到疫情影响，整体营收进一步下滑 49.53%。在 18 家可比上市园林公司中，2019 年则有 11 家营收下滑。业绩增速超过 20% 的仅绿茵生态、东珠生态两家公司，两家公司均在 2017 年上市，资产负债率处于相对低位。进入 2020 年 Q1 后，仅诚邦股份 1 家公司维持营收增长，半数可比公司营收收缩近 50% 或超过 50%。预计 2020 年在上半年疫情的影响下，行业整体全年业绩大概率仍有所下滑，但中期内园林行业宏观流动性环境将进入宽松窗口期。基于资产负债表修复情况，龙头企业业绩仍会出现分化。部分前期项目包袱较小，扩表能力强的园林公司更容易抓住宏观环境变化所带来的发展机遇。毛利率方面，2019 年行业整体毛利率为 23.32%，延续 2017 年以来的下滑趋势，同比下降约 3.32 个百分点。其中仅绿茵生态、天域生态、蒙草生态、东珠生态、文科园林、元成股份 6 家公司有所提升，绿茵生态毛利率突破 40%，上升约 1.45 个百分点。

### 财务费用率主导期间费用率上行，资产减值占比再创新高

2018 年行业同口径期间费用率为 18.7%，较前值上升 3 个百分点，主因近年来园林行业整体融资压力较大，营收增速放缓造成财务费用率延续大幅提升，2019 年上升 2.1 个百分点，至 6.3%，18 家公司中，仅农尚环境、东珠生态、大千生态、绿茵生态 4 家财务费用率有所下滑。资产减值损失方面，2016 年以来行业可比口径资产减值损失占比连创新高，2019 年行业资产减值损失占收入比为 7.35%，大幅提升 4.3 个百分点，为近 9 年新高。其中 2018 年和 2019 年计提存货跌价占比显著提升，前者主因铁汉生态带动数据上行，后者由棕榈股份带动。综合来看，经过了 2018 和 2019 年的大幅计提后，2020 年资产减值计提有望有所缓解。此外，仍需要关注部分前期计提占比低的公司的手续项目质量以及融资情况，可以注意到 2020 年 Q1 仍有部分前期增速较快的公司出现较大信用减值计提。归母净利润方面，在 2016 年归母净利润增速达到高点 82% 后进入下滑趋势，2019 年行业归母净利润由正转负，增速为 -117.2%。叠加疫情影响，2020 年 Q1 持续为负值，仅 5 家公司为盈利状态，其余均为亏损。预计随着国内疫情的逐渐结束，2020 年多数公司净利润增速将在 Q3、Q4 出现反弹，行业整体 2020 年净利率有望回正。部分资产负债表结构较为良好的公司或出现业绩稳定增长。

### 行业整体现金流持续吃紧，2020 年宽松窗口期下有望改善

2019 年多数公司年经营活动现金流有所好转，但 18 家公司中有 15 家在投资活动现金流上仍为净流出。广义经营现金流口径方面，2019 年 18 家公司中有 12 家为净流出，行业对于项目相关现金流管理短期内仍难言放松。2019 年园林行业在流动环境并未显著好转背景下资产负债率持续提升，提升 2 个百分点至 66.4%，对于多数行业内公司而言，资产负债表的修复仍是 2020 年公司发展的主题之一。2019 年资产负债率上升 5 个百分点以上的有绿茵生态、诚邦股份、东珠生态、文科园林 4 家公司，这 4 家公司均为 2018 年年底资产负债率低于 50% 的企业（共 6 家）。同时，这 4 家企业均位于 2019 年行业营收增速的前 5 名。在疫情后财政政策和货币政策的宽松窗口期中，园林行业融资环境大概率出现边际改善，近期可以看到部分公司增发进度有所推进。但是否能促成业绩的快速反弹，仍需对各个公司资产负债表的修复情况进行进一步观察。

### 投资建议

基于 2019 年以及 2020 年 Q1 财报数据，行业整体业绩增速依然处于下滑阶段，行业整体计提比例仍处高位，广义经营活动现金流仍待改善。在 2020 年流动性环境大概率处于宽松窗口期的背景下，我们认为行业整体业绩有望出现边际改善，扭亏为盈。尽管园林行业融资环境大概率出现边际改善，但是否能促成每个公司业绩的快速反弹，仍需对各个公司资产负债表的修复情况进行进一步观察。需要注意的是，部分融资能力较强的公司在没有前期部分慢回款项目的包袱下，仍然有望迎来业绩的稳健提升。建议关注东珠生态、绿茵生态、杭州园林等标的。

**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



## 内容目录

1. 行业营收由正转负，回款压力下毛利率持续下行	4
1.1. 2019 年行业营收增速由正转负，疫情影响下行业整体营收持续承压	4
1.2. 回款压力下行业毛利率延续下行，部分公司毛利率逆势提升	6
2. 财务费用率主导期间费用率上行，资产减值占比再创新高	8
2.1. 期间费用率延续上行，财务费用率为主要上升因素	8
2.2. 同口径资产减值损失占比再创新高，数年高计提后后续计提空间有限	11
2.3. 归母净利润转为负值，计提空间有限下 2020 年净利润有望回正	13
3. 行业整体现金流持续吃紧，2020 年宽松窗口期下有望改善	14
3.1. 行业整体经营活动现金流回正，投资活动现金流仍有待改善	14
3.2. 资产负债率持续提升，外部融资渠道通畅性仍是业绩提升关键	15
4. 投资建议	19
5. 风险提示	19

## 图表目录

图 1: 营收增速	4
图 2: 营收增速对比	4
图 3: 行业部分公司新签订单情况（单位：亿）	5
图 4: PPP 入库项目情况（单位：个）	5
图 5: PPP 项目落地率（单位：%）	6
图 6: 截止至 2020 年 3 月，入库 PPP 项目各领域占比（个数口径）	6
图 7: 毛利率变化	7
图 8: 各个公司毛利率对比（2019 年与 2019 年，按照 2019 年数据排序）	7
图 9: 各个公司毛利率对比（2020 年 Q1 与 2019 年 Q1，按照 2020 年 Q1 数据排序）	7
图 10: 期间费用率	8
图 11: 财务费用率	8
图 12: 销售费用率	8
图 13: 同口径期间费用率与管理费用率	9
图 14: 财务费用率与销售费用率	9
图 15: 研发费用率	10
图 16: 2020 年 Q1 与 2020 年 Q1 各项期间费用率对比（按照 2020 年 Q1 期间费用率排序）	10
图 17: 各公司员工人数变动和管理费用率变化对比	11
图 18: 2019 年四季度资产减值损失/收入显著跳升	11
图 19: 2019 年同口径资产减值损失占比再创新高	11
图 20: 园林行业资产减值各分项占比（单位：百万）	12
图 21: 商誉变化情况（单位：百万）	12
图 22: 2019 年资产减值损失/收入占比（各公司对比）	12

图 23: 2020 年 Q1 资产减值损失/收入占比 (各公司对比) .....	13
图 24: 净利润增速对比 .....	13
图 25: 净利率 .....	14
图 26: 收现比和付现比 .....	14
图 27: 经营活动现金流净额与投资活动现金流净额之和 (单位: 亿) .....	14
图 28: 各公司经营活动现金流与投资活动现金流对比 (单位: 亿; 数据按照 2019 年数据排序) .....	15
图 29: 2018 年和 2019 年各公司广义经营现金流对比(经营现金流与投资现金流净额相加, 单位: 亿) .....	15
图 30: 资产负债率 .....	16
图 31: 资产负债率对比 .....	16
图 32: 2019 年东方园林各融资途径余额与成本区间 .....	18
表 1: 前期承接 PPP 项目较多的园林公司在年报中对于 PPP 项目的相关表述 .....	6
表 2: 园林行业发行债券及其他债务工具一览 (截止 2020 年 5 月 7 日) .....	16
表 3: 2020 年以来行业增发情况 .....	17
表 4: 部分龙头园林公司逐步引入国资 .....	18

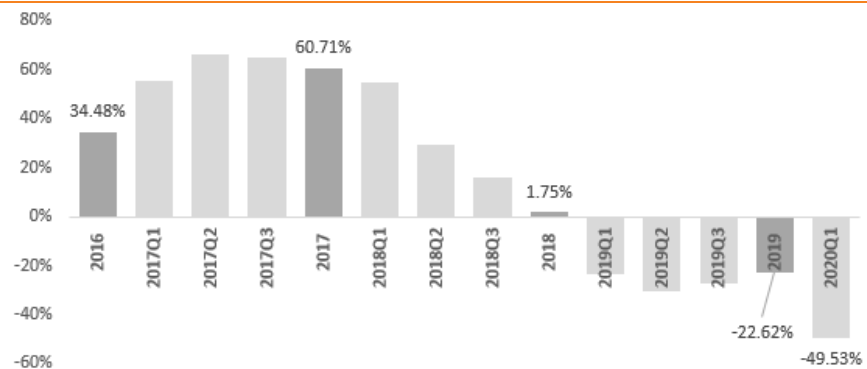
## 1. 行业营收由正转负，回款压力下毛利率持续下行

### 1.1. 2019 年行业营收增速由正转负，疫情影响下行业整体营收持续承压

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 年行业营收增速达到近年高点 60.71% 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。2019 年行业整体营收增速由正转负为下滑 22.62%。2020 年 Q1 行业受到疫情影响，整体营收进一步缩减 49.53%。

在 18 家园林企业中，2018 年有 6 家公司业绩负增长，2019 年则有 11 家。业绩增速超过 20% 的仅绿茵生态、东珠生态两家公司，两家公司均在 2017 年上市，资产负债率处于相对低位，且绿茵生态存在一定程度的低基数因素。进入 2020 年 Q1 后，仅诚邦股份 1 家公司维持营收增长，18 家公司中有 9 家营收收缩近 50% 或超过 50%。

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

收入	2017	2018	2019	2020Q1
绿茵生态	1.50%	-26.56%	39.59%	-6.17%
东珠生态	24.99%	30.17%	26.53%	-4.01%
诚邦股份	17.69%	3.89%	17.57%	7.96%
大千生态	13.41%	18.25%	14.63%	-25.54%
文科园林	69.10%	11.06%	1.73%	-38.44%
乾景园林	3.39%	-35.79%	0.95%	-70.59%
农尚环境	11.50%	8.39%	0.55%	-9.62%
花王股份	102.94%	21.95%	-2.35%	-79.33%
岭南股份	86.11%	85.05%	-10.02%	-72.49%
美晨生态	31.81%	-10.23%	-15.35%	-24.02%
美尚生态	118.38%	-0.21%	-15.37%	-59.70%
普邦股份	31.55%	6.42%	-18.74%	-43.77%
元成股份	54.33%	47.80%	-19.00%	-48.23%
天域生态	14.73%	10.61%	-20.08%	-48.88%
园林行业	60.71%	1.75%	-22.62%	-49.53%
蒙草生态	95.03%	-31.52%	-25.36%	-58.82%
铁汉生态	79.04%	-5.36%	-34.62%	-67.18%
东方园林	77.79%	-12.69%	-38.82%	-56.45%
棕榈股份	34.49%	1.44%	-49.17%	-35.62%

资料来源：Wind，天风证券研究所

行业营收下滑或由两方面造成：第一，外部融资渠道仍未显著好转。行业内多数龙头公司在 2018 年之前并不缺乏订单储备，但由于 PPP、EPC 等主要业务模式对于前期资金投入的要求较高，在 2017 年后去杠杆环境延续、融资渠道收窄、政府支付能力吃紧的背景下，

多数公司选择减缓施工进度。第二，行业监管因素。2017 年作为政府债务监管的“分水岭”，部分项目的合作模式或需要一定调整、在 2017 年财政部 50 号文、87 号文、92 号文，以及 2018 年中发 27 号文等围绕政府债务、合规支付等相关文件下，政府在一些项目上的支付出现延迟。相对于政府而言，民营园林企业相对弱势，在此轮监管高峰中被动缩减规模。

图 3：行业部分公司新签订单情况（单位：亿）

	累计新签额		累计增速	
	2020年Q1	2019年	2020年Q1	2019年
蒙草生态	1.04	22.38	-60.07%	-6.39%
文科园林	1.26	40.39	-9.60%	-24.94%
棕榈股份	1.21	30.56	-76.65%	-67.67%
普邦股份	3.59	26.41	-7.71%	17.27%
铁汉生态	3.68	未披露	-67.70%	未披露
美晨生态	未披露	17.69	未披露	-18.70%
美尚生态	未披露	未披露	未披露	未披露
农尚环境	0.22	19.04	-94.23%	265.12%
花王股份	未披露	9.85	未披露	-82.55%
乾景园林	0.46	未披露	186.02%	未披露
诚邦股份	未披露	19.49	未披露	-19.36%
东珠生态	2.04	67.77	-72.73%	162.92%
元成股份	0.17	18.71	-93.50%	-39.72%
天域生态	0.09	24.73	-98.65%	82.80%
大千生态	2.43	15.86	12041.05%	71.64%

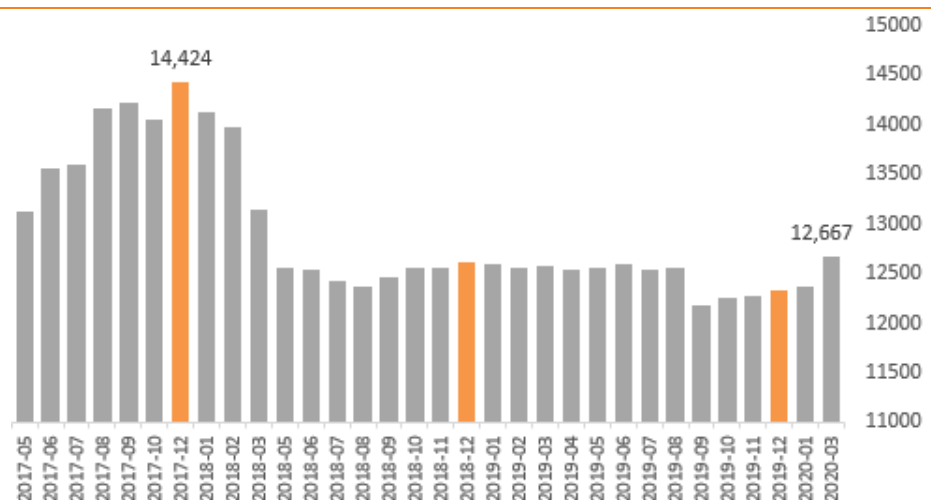
资料来源：Wind，天风证券研究所

订单方面，行业整体 2019 年与 2020 年 Q1 新签额同期多出现显著下滑，增速为正的主要为年新签订单在 30 亿以下体量相对较小的公司，而此类公司由于较易受到大金额订单的影响，短期增速变动参考性较弱。上表中 2019 年新签订单额在 30 亿以上且增速为正的公司仅有东珠生态一家。

PPP 项目方面，入库项目数量在经历了 2019 年下半年的显著下滑后，在 2020 年 3 月出现跳升。近年来 PPP 项目的落地率也呈现稳步提升态势，按照前期监管拐点时间以及 PPP 项目各阶段传导时滞来看，2020 年以来落地的 PPP 项目合规性大概率处于较好状态。但我们认为中期来看，适合以 PPP 模式来承做的合规项目并不会出现大幅增长，PPP 模式的发展在进入合规发展阶段后，可能更多只是作为常规业务模式的补充。

从多个以往承接大量 PPP 项目的园林龙头公司年报表述来看，相关公司仍处于对前期 PPP 项目的整理阶段，且部分公司后期对于 PPP 项目的承接持审慎态度。

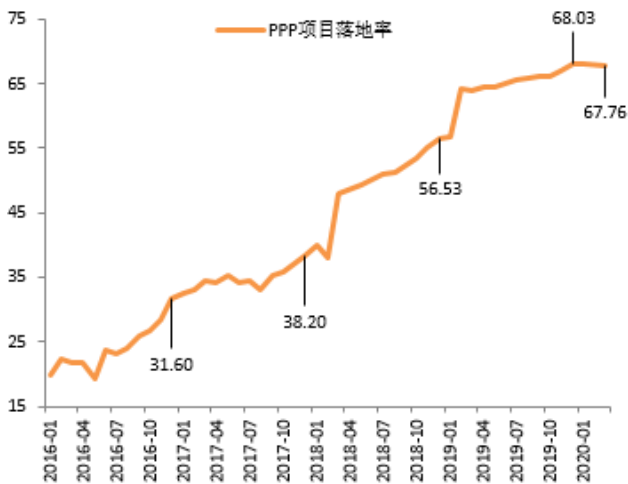
图 4：PPP 入库项目情况（单位：个）



资料来源：Wind，天风证券研究所

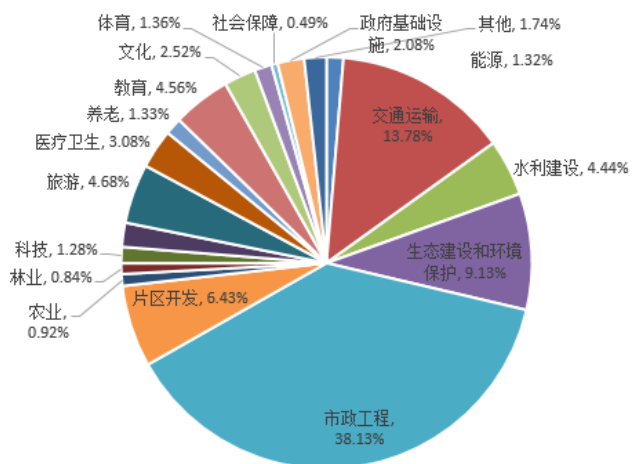


图 5: PPP 项目落地率 (单位: %)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 6: 截止至 2020 年 3 月, 入库 PPP 项目各领域占比 (个数口径)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

表 1: 前期承接 PPP 项目较多的园林公司在年报中对于 PPP 项目的相关表述

公司名称	PPP 项目相关描述
铁汉生态	公司近几年签订了较多的 PPP 项目合同, 虽然公司在手 PPP 项目入库率高 (其中列入国家级、省级重点项目 20 余个, 8 个项目入选国家第四批 PPP 示范项目), 示范性良好, 但仍有部分 PPP 项目尚未落实项目融资, 造成未完成融资的 PPP 项目施工推进缓慢。我国经济增速放缓、金融市场进入调控周期等宏观环境...未来政府对 PPP 项目的支付履约也存在一定风险。面对 PPP 模式的不确定性, 公司将调整业务结构, 逐步增加 EPC 项目及纯施工项目的占比, 对于 PPP 项目严格筛选及谨慎参与, 并拓展融资渠道, 加快存量 PPP 项目的融资进度同时积极推进已完成融资的 PPP 项目实施。
东方园林	公司根据地方政府财政能力、SPV 公司融资能力等对存量 PPP 项目进度进行主动调整, 优化资源配置...增量业务上, 公司重点推进地方财力雄厚、支付能力有保障地区的业务, 同时根据地方政府的支付能力和意愿, 灵活采用 EPC 或 PPP 模式开展项目...报告期内, 公司根据政策导向和资金情况, 主动降低了 PPP 项目的拿单节奏, 增加付款条件较好的 EPC 项目。
蒙草生态	公司 PPP 业务可能面临国家政策调整、地方政府决策与执行的变化、地方政府财力等因素带来的不利影响的风险。公司结合自身资金情况, 对项目的选择进行审慎评估, 合理调整 PPP 项目所占比例。
棕榈股份	公司自身对 PPP 业务的承接持审慎原则; 而且由于目前国内 PPP 项目的开展进入规范调整期, 预计 PPP 项目的投资落地速度有所放缓。公司对已签署的 PPP 项目加快推进融资落地及项目实施, 未来也将密切关注 PPP 政策变化, 审慎考虑项目风险, 筛选优质低风险的项目。

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

我们预计 2020 年在上半年疫情的影响下, 行业整体全年业绩大概率仍保持收缩, 中期内园林行业宏观流动性环境将进入宽松窗口期。基于资产负债表修复情况, 龙头企业业绩仍会出现分化。部分前期项目包袱较小, 扩表能力强的园林公司更容易抓住宏观环境变化所带来的发展机遇。

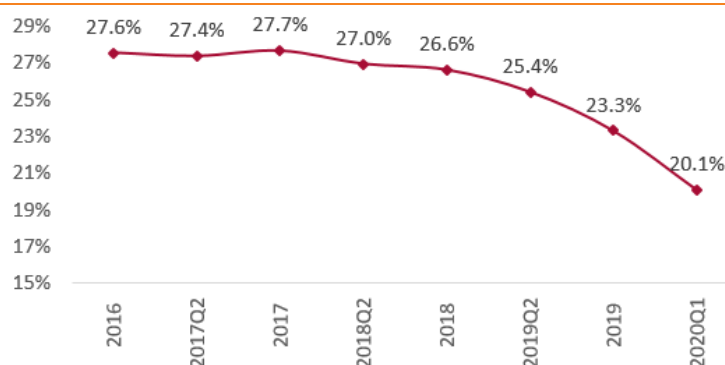
## 1.2. 回款压力下行业毛利率延续下行, 部分公司毛利率逆势提升

毛利率方面, 2019 年行业整体毛利率为 23.32%, 延续 2017 年以来的下滑趋势, 同比下降约 3.32 个百分点。其中仅绿茵生态、天域生态、蒙草生态、东珠生态、文科园林、元成股份 6 家公司有所提升, 绿茵生态毛利率突破 40%, 上升约 1.45 个百分点。毛利率下滑的公司中超过 4 个百分点以上的有东方园林、美晨生态、铁汉生态、棕榈股份, 后两家公司下滑超过 10 个百分点。

在外部融资渠道收紧以及政府付款能力下降的情况下, 园林公司或通过对于项目条款的重

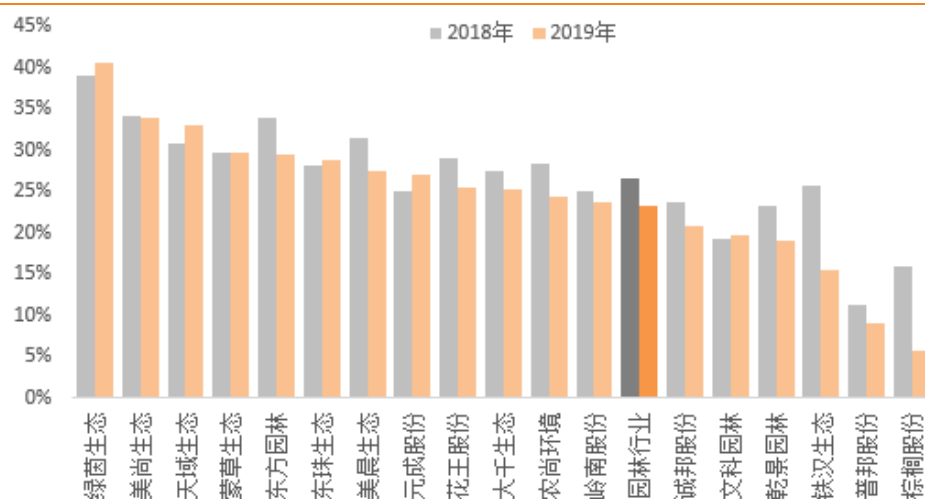
新协商，通过适当让利的方式争取更快回款来确保运营资金的稳定。

图 7：毛利率变化



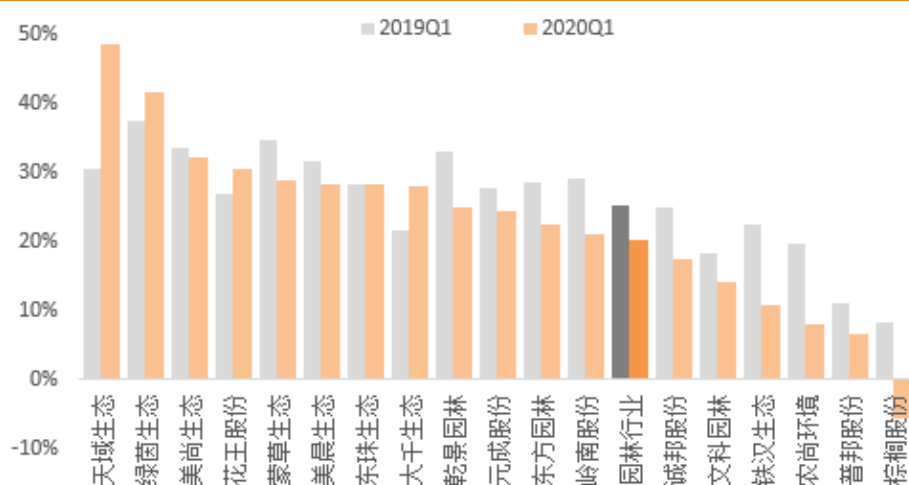
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：各个公司毛利率对比（2019 年与 2019 年，按照 2019 年数据排序）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：各个公司毛利率对比（2020 年 Q1 与 2019 年 Q1，按照 2020 年 Q1 数据排序）



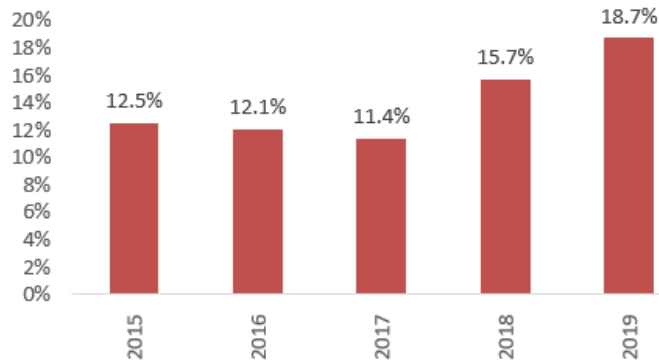
资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2. 财务费用率主导期间费用率上行，资产减值占比再创新高

### 2.1. 期间费用率延续上行，财务费用率为主要上升因素

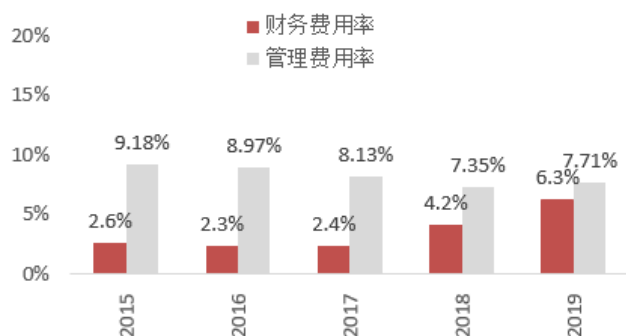
2018 年行业同口径期间费用率为 18.7%，较前值上升 3 个百分点，主因近年来园林行业整体融资压力较大，营收增速放缓。其中，财务费用率延续大幅提升趋势，提升 2.1 个百分点，至 6.3%；管理费用率上升 0.4 个百分点至 7.7%，销售费用率基本稳定，研发费用率上升 0.4 个百分点至 3.3%。

图 10：期间费用率



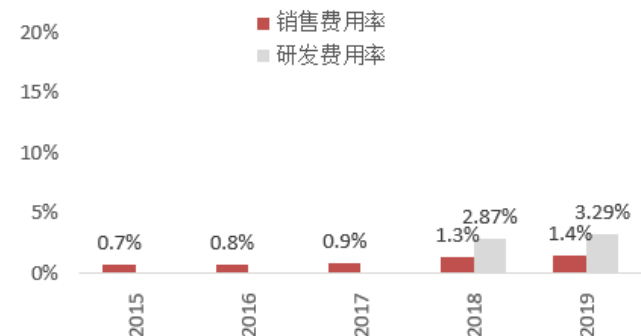
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：财务费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：销售费用率



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，仅农尚环境、东珠生态、大千生态、绿茵生态 4 家有所下滑。2016-2017 年增速较高的几家公司，如铁汉生态、棕榈股份、东方园林、蒙草生态出现 4 个点以上的增长。



图 13：同口径期间费用率与管理费用率

公司名称	期间费用率			管理费用率		
	2018年	2019年	差额	2018年	2019年	差额
铁汉生态	21.3%	30.7%	9.4%	8.9%	11.6%	2.7%
棕榈股份	17.8%	30.6%	12.8%	6.6%	9.7%	3.1%
美晨生态	20.9%	24.1%	3.2%	5.7%	6.6%	0.9%
东方园林	19.0%	23.3%	4.3%	10.7%	10.2%	-0.5%
天域生态	18.4%	21.9%	3.5%	8.6%	10.6%	2.0%
蒙草生态	14.2%	20.3%	6.1%	5.1%	6.4%	1.2%
园林行业	15.7%	18.7%	3.0%	7.4%	7.7%	0.4%
乾景园林	15.4%	17.9%	2.5%	11.8%	13.7%	1.9%
花王股份	17.3%	17.1%	-0.2%	9.0%	8.6%	-0.3%
诚邦股份	15.9%	16.0%	0.2%	11.0%	10.4%	-0.6%
岭南股份	12.7%	14.8%	2.1%	5.8%	6.1%	0.4%
美尚生态	11.1%	13.7%	2.6%	5.4%	6.5%	1.1%
元成股份	11.9%	12.7%	0.8%	6.5%	6.6%	0.2%
大千生态	10.5%	11.0%	0.5%	8.4%	7.6%	-0.8%
普邦股份	9.5%	10.5%	1.0%	3.5%	4.1%	0.6%
农尚环境	12.9%	10.3%	-2.6%	8.4%	7.2%	-1.2%
文科园林	7.3%	7.9%	0.6%	4.4%	4.3%	-0.1%
东珠生态	5.3%	6.6%	1.3%	3.8%	3.9%	0.2%
绿茵生态	10.8%	4.8%	-6.0%	8.9%	5.5%	-3.4%

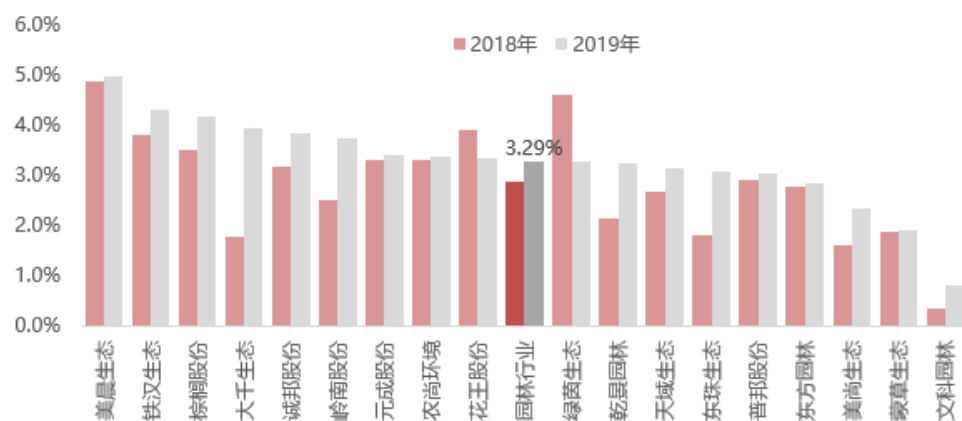
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 14：财务费用率与销售费用率

公司名称	财务费用率			销售费用率		
	2018年	2019年	差额	2018年	2019年	差额
铁汉生态	7.1%	13.6%	6.6%	1.5%	1.2%	-0.4%
棕榈股份	5.2%	11.7%	6.5%	2.5%	5.1%	2.5%
东方园林	5.2%	9.9%	4.7%	0.3%	0.4%	0.1%
蒙草生态	5.3%	9.5%	4.2%	1.9%	2.5%	0.7%
美晨生态	5.4%	7.0%	1.7%	4.9%	5.5%	0.6%
园林行业	4.2%	6.3%	2.1%	1.3%	1.4%	0.1%
美尚生态	4.1%	4.9%	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%
花王股份	3.0%	4.5%	1.5%	1.4%	0.7%	-0.8%
天域生态	3.5%	4.4%	0.9%	3.7%	3.8%	0.1%
岭南股份	2.5%	3.2%	0.7%	2.0%	1.8%	-0.2%
文科园林	2.5%	2.8%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
普邦股份	2.7%	2.8%	0.1%	0.5%	0.5%	0.1%
元成股份	1.8%	2.3%	0.6%	0.4%	0.4%	0.0%
诚邦股份	1.7%	1.8%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
乾景园林	-0.1%	0.0%	0.1%	1.6%	1.0%	-0.6%
农尚环境	1.2%	-0.3%	-1.5%	0.0%	0.0%	0.0%
东珠生态	-0.3%	-0.4%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
大千生态	0.3%	-0.6%	-1.0%	0.0%	0.1%	0.1%
绿茵生态	-2.6%	-3.9%	-1.3%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 15：研发费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 16：2020 年 Q1 与 2020 年 Q1 各项期间费用率对比（按照 2020 年 Q1 期间费用率排序）

公司名称	销售费用率			管理费用率			财务费用率			研发费用率			期间费用率		
	19Q1	20Q1	差额	19Q1	20Q1	差额	19Q1	20Q1	差额	19Q1	20Q1	差额	19Q1	20Q1	差额
乾景园林	2.90%	8.52%	5.62%	32.81%	61.54%	28.73%	1.52%	15.11%	13.60%	4.39%	19.41%	15.02%	41.62%	104.59%	62.97%
东方园林	0.74%	0.58%	-0.16%	28.05%	32.40%	4.35%	23.13%	46.36%	23.23%	3.27%	6.24%	2.97%	55.19%	85.58%	30.39%
铁汉生态	1.47%	2.11%	0.64%	12.61%	28.62%	16.01%	14.45%	44.72%	30.26%	5.13%	8.12%	2.98%	33.67%	83.56%	49.90%
花王股份	0.39%	2.76%	2.37%	10.41%	43.57%	33.16%	5.03%	28.05%	23.01%	4.07%	7.17%	3.11%	19.90%	81.55%	61.65%
岭南股份	3.50%	5.67%	2.17%	11.30%	34.39%	23.09%	5.93%	20.08%	14.15%	4.25%	11.85%	7.59%	24.98%	71.99%	47.01%
棕榈股份	5.54%	8.76%	3.22%	15.26%	22.10%	6.84%	16.95%	33.79%	16.84%	6.84%	4.66%	-2.18%	44.59%	69.31%	24.72%
美尚生态	N/A	0.76%	0.76%	10.36%	32.55%	22.19%	8.98%	28.93%	19.95%	2.05%	3.47%	1.43%	21.38%	65.71%	44.33%
蒙草生态	3.58%	5.73%	2.15%	8.22%	15.63%	7.41%	15.43%	36.94%	21.51%	1.25%	2.90%	1.65%	28.49%	61.20%	32.71%
天域生态	6.31%	11.70%	5.39%	14.19%	27.57%	13.38%	4.11%	14.38%	10.27%	4.22%	2.85%	-1.38%	28.83%	56.50%	27.67%
园林行业	2.10%	3.10%	1.00%	12.85%	19.30%	6.45%	10.06%	20.23%	10.18%	3.89%	5.42%	1.53%	28.90%	48.06%	19.16%
美晨生态	6.85%	8.34%	1.50%	7.25%	12.18%	4.93%	8.85%	18.44%	9.59%	7.10%	6.55%	-0.55%	30.04%	45.51%	15.47%
元成股份	0.47%	0.62%	0.16%	10.37%	10.36%	-0.01%	5.84%	10.82%	4.98%	3.64%	7.68%	4.04%	20.31%	29.48%	9.17%
大千生态	0.04%	0.17%	0.13%	15.84%	17.61%	1.77%	4.21%	-1.39%	-5.60%	2.97%	7.19%	4.21%	23.07%	23.57%	0.50%
普邦股份	0.68%	1.19%	0.51%	6.33%	10.78%	4.46%	3.81%	5.82%	2.01%	3.43%	4.81%	1.38%	14.25%	22.60%	8.35%
诚邦股份	N/A	N/A	N/A	19.47%	15.53%	-3.94%	4.56%	1.58%	-2.98%	8.93%	5.35%	-3.58%	32.96%	22.46%	-10.50%
文科园林	N/A	0.90%	0.90%	7.78%	12.33%	4.56%	3.87%	5.10%	1.23%	0.17%	1.23%	1.06%	11.81%	19.56%	7.75%
农尚环境	N/A	N/A	N/A	10.26%	4.87%	-5.39%	0.08%	0.14%	0.06%	4.00%	2.27%	-1.73%	14.34%	7.28%	-7.06%
绿茵生态	N/A	N/A	N/A	8.96%	7.64%	-1.32%	-3.94%	-6.25%	-2.31%	4.05%	5.83%	1.77%	9.07%	7.21%	-1.85%
东珠生态	N/A	N/A	N/A	4.16%	4.41%	0.25%	-0.40%	-0.22%	0.18%	1.77%	1.75%	-0.02%	5.53%	5.94%	0.41%

资料来源：Wind，天风证券研究所

此外需要留意的是，2019 年多数企业延续 2018 年的裁员趋势。2019 年 18 家企业中有 12 家企业出现裁员，多为 2018 年之前增速较快的企业。而管理费用率较营收仍相对刚性，2019 年多数经历裁员的企业并未出现管理费用率的下滑。

图 17：各公司员工人数变动和管理费用率变化对比

公司名称	员工人数变动				2019年管理费用率变化
	2016年	2017年	2018年	2019年	
东方园林	8.82%	56.15%	-14.44%	-35.39%	-0.51%
天域生态	-1.76%	15.31%	20.17%	-33.29%	2.02%
铁汉生态	72.56%	51.64%	-19.20%	-31.03%	2.73%
农尚环境	28.45%	29.91%	-20.21%	-28.41%	-1.15%
乾景园林	-0.60%	12.69%	-7.51%	-25.51%	1.92%
岭南股份	53.96%	72.86%	9.00%	-24.57%	0.36%
棕榈股份	1.30%	27.89%	11.69%	-18.50%	3.06%
美尚生态	364.77%	-8.50%	-18.83%	-13.30%	1.11%
花王股份	15.67%	168.71%	-5.52%	-10.42%	-0.34%
蒙草生态	58.74%	6.37%	-2.87%	-6.03%	1.22%
美晨生态	3.36%	38.93%	74.51%	-4.81%	0.87%
普邦股份	-3.43%	-0.20%	-2.92%	0.00%	0.64%
诚邦股份	19.66%	39.19%	37.89%	4.05%	-0.59%
大千生态	-3.80%	26.55%	8.04%	6.61%	-0.79%
东珠生态		5.98%	5.90%	10.17%	0.17%
文科园林	1.63%	24.71%	15.05%	13.56%	-0.08%
绿茵生态	4.81%	12.24%	15.91%	30.20%	-3.39%

资料来源：Wind，天风证券研究所

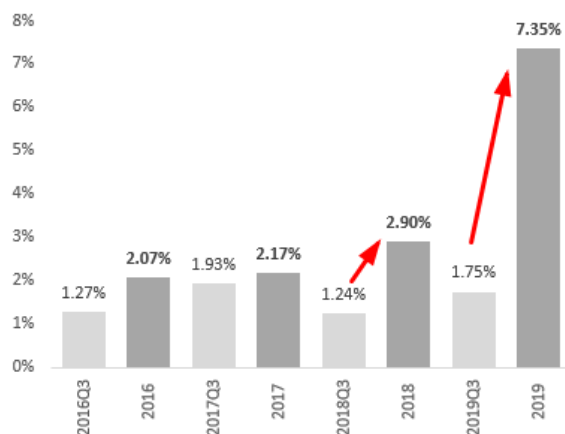
## 2.2. 同口径资产减值损失占比再创新高，数年高计提后后续计提空间有限

资产减值损失方面。为确保对比口径一致，此处 2019 年“资产减值损失”计提值为年报中“信用减值损失”与“资产减值损失”之和。

从历史对比数据可以看到，2016 年以来行业可比口径资产减值损失占比连创新高，2019 年行业资产减值损失占收入比为 7.35%，大幅提升 4.3 个百分点，为近 9 年新高。2019 年 Q4 同样出现快速提升。其中，18 家公司中仅 7 家公司有所下滑，其余均有不同程度的提升。

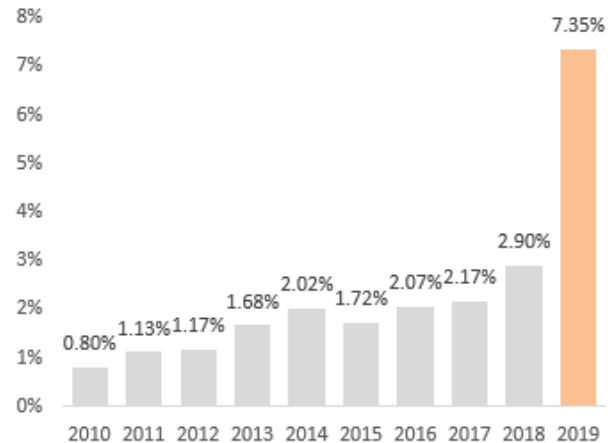
资产减值结构上，存货跌价损失占比（21.5%）达到近六年新高，商誉减值损失占比仍处高位，达到 17.7%。主因项目盘整过程中，行业中部分已完工未结算工程出现计提核减。

图 18：2019 年四季度资产减值损失/收入显著跳升



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 19：2019 年同口径资产减值损失占比再创新高



资料来源：Wind，天风证券研究所

未来应收款以及长期应收款的超预期计提的可能性依然存在，在 PPP 项目经历了 2015 年-2017 年初的高速增长后，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，叠加疫情

影响大各地政府财政支付能力有所收缩，部分长期项目未来存在一定的超预期计提可能。存货方面，在经历了 2018 年与 2019 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。2019 年存货跌价占比为 21.5%，若剔除棕榈股份数据后，占比下滑到 9.11%；而 2018 年存货跌价数据的主导公司为铁汉生态，当年数据为 11.2%，若剔除铁汉生态数据后，占比降为 4.82%。

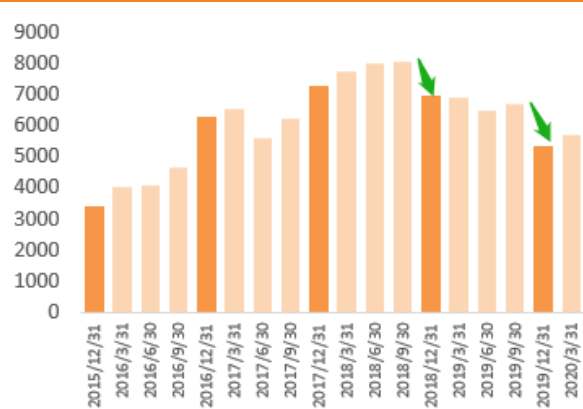
综合来看，经过了 2018 和 2019 年的大幅计提后，2020 年资产减值计提有望有所缓解。此外，仍需要关注两个方面，一是部分前期计提占比较低的公司的在手项目质量以及融资情况，可以注意到 2020 年 Q1 仍有部分前期增速较快的公司出现较大信用减值计提；另一个是在经历了 2016 年与 2017 年商誉提升后，即使 2018 年商誉减值增加，但今年 3 月底行业整体商誉仍处相对高位。

图 20：园林行业资产减值各分项占比（单位：百万）

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		
2019年	59.8%	21.5%	17.7%	1.0%	2384	46.3%
2018年	62.8%	11.2%	23.7%	2.2%	1630	32.3%
2017年	91.5%	4.7%	3.0%	0.7%	1232	73.9%
2016年	86.7%	1.2%	10.5%	1.5%	708	60.3%
2015年	90.5%	8.4%	0.0%	1.1%	442	-10.0%
2014年	92.6%	7.0%	0.4%	0.0%	491	

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 21：商誉变化情况（单位：百万）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 22：2019 年资产减值损失/收入占比（各公司对比）

资产减值损失/收入	2017年	2018年	2019Q3	2019年	2019年变化
普邦股份	1.23%	2.49%	0.27%	32.56%	30.07%
棕榈股份	2.72%	4.08%	0.44%	19.64%	15.57%
铁汉生态	0.39%	1.81%	0.77%	9.26%	7.45%
蒙草生态	5.13%	5.59%	4.22%	9.16%	3.57%
园林行业	2.18%	2.90%	1.75%	7.35%	4.46%
美尚生态	4.88%	6.49%	1.86%	6.32%	-0.17%
花王股份	1.45%	5.06%	-1.11%	5.83%	0.77%
东方园林	2.57%	3.30%	5.94%	5.76%	2.46%
天域生态	2.80%	1.97%	3.01%	4.31%	2.33%
岭南股份	1.95%	1.81%	1.37%	3.29%	1.48%
绿茵生态	5.13%	1.02%	3.37%	3.02%	2.00%
美晨生态	0.85%	1.73%	1.98%	2.37%	0.63%
诚邦股份	1.39%	1.17%	-0.85%	1.78%	0.61%
文科园林	1.15%	1.75%	0.99%	1.42%	-0.33%
农尚环境	1.82%	1.68%	0.74%	1.15%	-0.53%
元成股份	0.07%	0.57%	0.35%	0.33%	-0.24%
大千生态	2.73%	3.05%	1.12%	0.33%	-2.72%
东珠生态	0.46%	0.67%	0.84%	0.30%	-0.37%
乾景园林	-1.60%	14.53%	-9.65%	-3.97%	-18.50%

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 23：2020 年 Q1 资产减值损失/收入占比（各公司对比）

证券简称	2019Q1	2020Q1	变化
乾景园林	-16.24%	68.11%	84.35%
东方园林	1.72%	14.86%	13.14%
岭南股份	0.60%	12.61%	12.01%
花王股份	-0.46%	12.54%	13.01%
杭州园林	0.68%	1.29%	0.61%
园林行业	-0.39%	1.10%	1.50%
东珠生态	0.40%	0.17%	-0.23%
铁汉生态	0.26%	-0.33%	-0.59%
天域生态	-0.22%	-0.66%	-0.45%
农尚环境	-0.82%	-1.05%	-0.23%
美晨生态	-0.48%	-1.37%	-0.89%
诚邦股份	-2.88%	-2.04%	0.84%
美尚生态	5.41%	-2.32%	-7.72%
普邦股份	-3.01%	-2.46%	0.55%
文科园林	0.55%	-2.49%	-3.04%
绿茵生态	-4.18%	-5.20%	-1.02%
大千生态	-4.28%	-6.45%	-2.17%
棕榈股份	-6.11%	-8.09%	-1.98%
蒙草生态	-1.28%	-9.91%	-8.63%

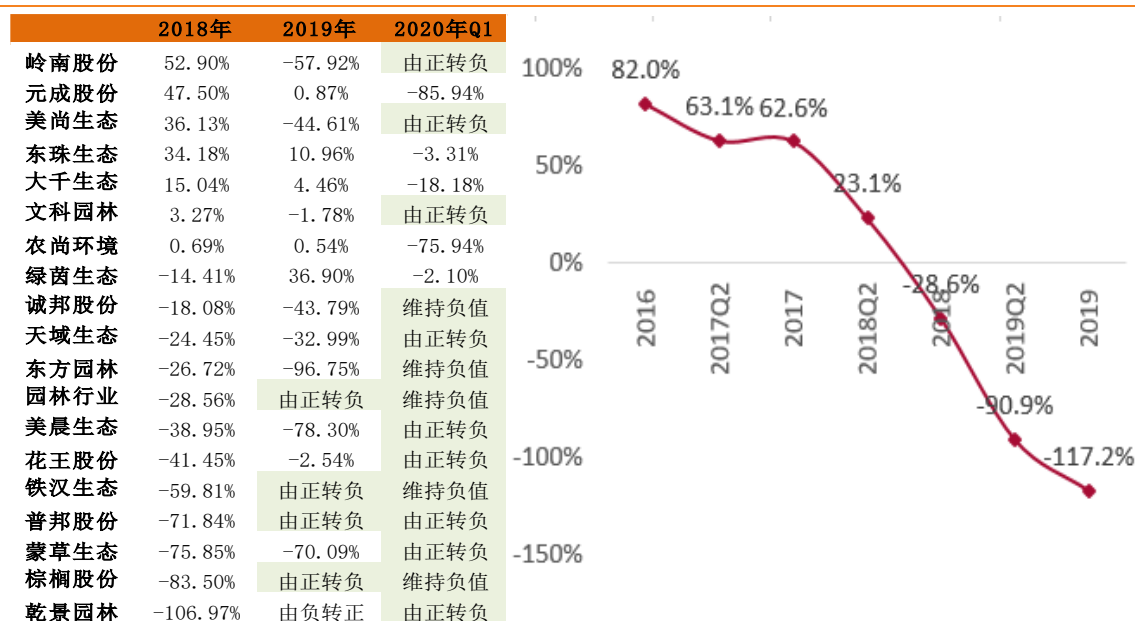
资料来源：Wind，天风证券研究所

### 2.3. 归母净利润转为负值，计提空间有限下 2020 年净利润有望回正

归母净利润方面。在 2016 年归母净利润增速达到高点 82% 后进入下滑趋势，2019 年行业归母净利润由正转负，增速为 -117.2%。叠加疫情影响，2020 年 Q1 持续为负值。2019 年仅绿茵生态（37%）、东珠生态（11%）、大千生态（4.46%）、农尚环境（0.54%）增速为正，乾景园林业绩由负转正，其余公司均为负增长或者业绩亏损。2020 年 Q1 仅 5 家公司为盈利状态，其余均为亏损。

净利率方面（归母净利润口径），2019 年 16 家公司出现下滑，15% 以上仅有东珠生态（18%）、绿茵生态（29%）两家公司。预计随着国内疫情的逐渐结束，2020 年多数公司净利润增速将在 Q3、Q4 出现反弹，行业整体 2020 年净利率有望回正。部分资产负债表结构较为良好的公司或出现业绩稳定增长。

图 24：净利润增速对比



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 25: 净利率

	2018年	2019年	2020年Q1
绿茵生态	29.88%	29.30%	31.95%
东珠生态	20.44%	17.93%	19.17%
元成股份	10.88%	13.55%	1.35%
农尚环境	11.35%	11.35%	1.43%
美尚生态	16.82%	11.01%	-34.33%
大千生态	11.24%	10.24%	5.40%
文科园林	8.76%	8.46%	-4.69%
花王股份	7.90%	7.89%	-39.03%
天域生态	8.75%	7.34%	-8.48%
乾景园林	-1.77%	4.71%	-138.87%
岭南股份	8.81%	4.12%	-57.08%
诚邦股份	7.27%	3.48%	-2.71%
美晨生态	10.66%	2.73%	-14.70%
蒙草生态	5.33%	2.14%	-8.93%
东方园林	12.01%	0.64%	-65.03%
园林行业	8.37%	-1.86%	-26.02%
铁汉生态	3.93%	-18.00%	-57.90%
普邦股份	1.12%	-32.50%	-11.84%
棕榈股份	0.94%	-36.23%	-79.17%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

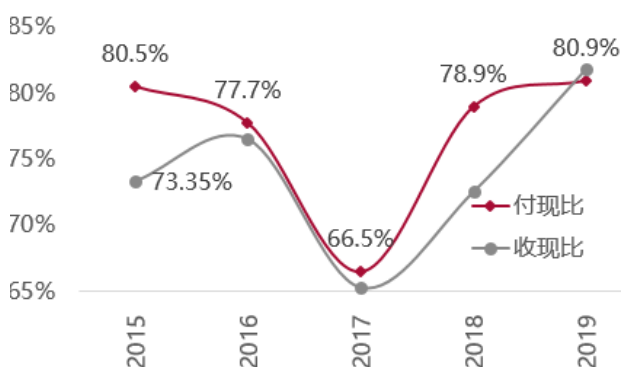
### 3. 行业整体现金流持续吃紧, 2020 年宽松窗口期下有望改善

#### 3.1. 行业整体经营活动现金流回正, 投资活动现金流仍有待改善

2019 年行业多个公司在逆境下加强回款管理, 全年收现比显著提升, 从 2018 年 72.5%, 上升到 81.9%, 提升 9.3 个百分点, 付现比从 79.0% 上升到 80.9%, 提升 2.0 个百分点。经营活动现金流由负转正, 2019 年净流入 10.75 亿。但需要注意的是, 投资活动现金流出额尽管有所收缩, 但依然较高, 达到 58.22 亿, 或因项目逐步落地, 前期需要资本金投入。以 PPP 项目举例, PPP 项目相关 SPV 公司成立的前提之一是前期资本金的投入。

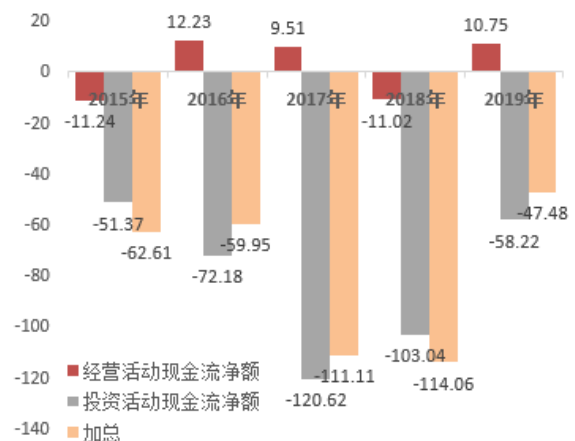
从下图中我们可以看到, 2016 年到 2019 年行业整体投资活动现金流均为大量流出。由于 PPP 项目不并表对于经营活动现金流的重塑 (详见 2017 年 12 月报告【剥茧抽丝, 披沙拣金—PPP 项目财务报表分析方法研究】), 我们建议将经营活动与投资活动现金流加总在一起评估园林行业的整体现金流状况。

图 26: 收现比和付现比



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 27: 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



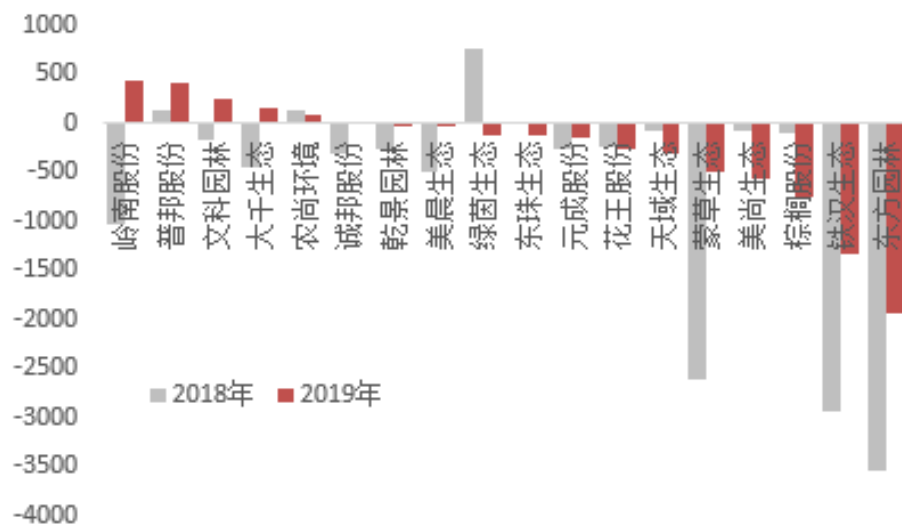
从下表可以看到多数公司 2019 年经营活动现金流有所好转,但 18 家公司中有 15 家在投资活动现金流上为净流出。广义经营现金流口径方面,2019 年 18 家公司中有 12 家仍为净流出,行业对于项目相关现金流管理短期内仍难言放松。

图 28: 各公司经营活动现金流与投资活动现金流对比 (单位: 亿; 数据按照 2019 年数据排序)

经营活动现金流净额				投资活动现金流净额			
	2018年	2019年	2020年Q1		2018年	2019年	2020年Q1
岭南股份	116	1270	-445	诚邦股份	-161	138	-90
铁汉生态	395	1093	-849	乾景园林	-102	26	-1
文科园林	59	422	-183	大千生态	-180	6	-20
普邦股份	140	416	-335	天域生态	-75	-8	0
绿茵生态	-9	326	20	普邦股份	-18	-11	-143
农尚环境	142	191	-46	东珠生态	76	-54	-3
大千生态	-277	139	-254	蒙草生态	-748	-56	9
美晨生态	-123	63	-135	美晨生态	-365	-77	-31
花王股份	146	18	-221	元成股份	-279	-85	-1
乾景园林	-155	-30	-89	农尚环境	-3	-97	0
元成股份	18	-58	-129	文科园林	-227	-174	19
东珠生态	-70	-78	-145	花王股份	-395	-288	-24
诚邦股份	-51	-123	-110	美尚生态	-232	-305	-8
棕榈股份	222	-242	-639	绿茵生态	775	-440	-126
美尚生态	164	-260	-107	棕榈股份	-320	-515	-75
天域生态	3	-303	-67	东方园林	-3589	-620	-557
蒙草生态	-1872	-442	-636	岭南股份	-1138	-830	-255
东方园林	51	-1327	-835	铁汉生态	-3325	-2432	-228

资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 29: 2018 年和 2019 年各公司广义经营现金流对比 (经营现金流与投资现金流净额相加, 单位: 亿)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

### 3.2. 资产负债率持续提升, 外部融资渠道通畅性仍是业绩提升关键

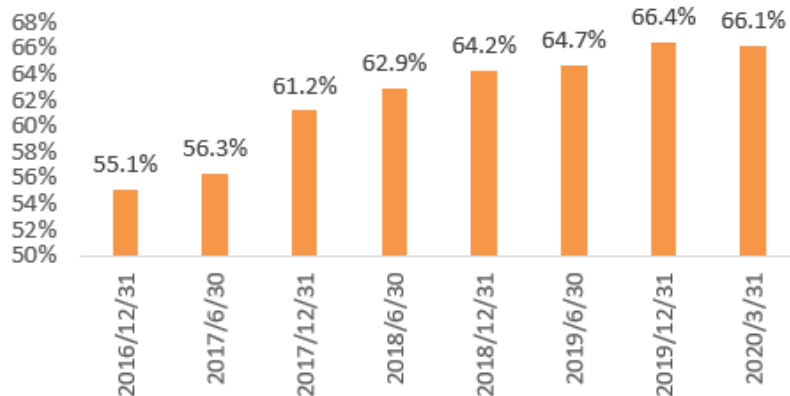
2019 年园林行业在流动环境并未显著好转背景下资产负债率持续提升, 提升 2 个百分点至 66.4%, 2020 年 Q1 资产负债率有所好转, 下降 1 个百分点至 66.1%。

分公司来看, 2019 年 18 家公司中, 有 14 家公司资产负债率有所上升, 结合营收规模的显著下行, 我们认为公司资产负债率提升为 2019 年部分公司净利润为负、前期债务偿债

压力提升等因素造成，因此对于多数行业内公司而言，资产负债表的修复仍是 2020 年公司发展的重要主题之一。

结合 2020 年 3 月 31 日时点数据，行业中资产负债率在 70%以上的有四家公司，分别为铁汉生态、岭南股份、棕榈股份、东方园林，四家公司除了岭南股份外，目前均为国资背景。2019 年资产负债率上升 5 个百分点以上的有绿茵生态、诚邦股份、东珠生态、文科园林 4 家公司，这 4 家公司均为 2018 年年底资产负债率低于 50%的企业（共 6 家）。同时，这 4 家企业均位于 2019 年行业营收增速的前 5 名。

图 30：资产负债率



资料来源：Wind，天风证券研究所

基于行业业务模式因素，公司规模快速增长往往与资产负债率的提升相辅相成，各个公司资产负债率的扩张能力对于其业绩增长空间的判断尤为重要。上述公司中东珠生态、绿茵生态在 2019 年资产负债率上升的同时，财务费用率仍为负值（以利息收入为主），预计营收规模扩充仍会延续。

图 31：资产负债率对比

	2018/12/31	2019/12/31	2020/3/31	2019年增幅
铁汉生态	72.39%	76.48%	76.06%	4.08%
岭南股份	71.74%	73.39%	71.95%	1.65%
棕榈股份	67.49%	72.36%	72.53%	4.87%
东方园林	69.33%	71.04%	72.02%	1.70%
蒙草生态	71.23%	66.96%	65.02%	-4.27%
园林行业	64.20%	66.45%	66.13%	2.25%
花王股份	65.85%	66.37%	65.83%	0.52%
美晨生态	60.28%	64.75%	65.16%	4.47%
元成股份	64.01%	63.45%	61.51%	-0.57%
天域生态	55.51%	58.03%	57.13%	2.52%
大千生态	56.25%	57.98%	54.30%	1.73%
诚邦股份	48.87%	57.41%	59.99%	8.54%
农尚环境	53.09%	56.42%	52.38%	3.33%
美尚生态	60.37%	55.21%	55.87%	-5.15%
东珠生态	43.62%	49.71%	50.49%	6.09%
普邦股份	41.61%	44.40%	41.47%	2.79%
文科园林	34.54%	43.30%	42.07%	8.76%
乾景园林	42.66%	41.45%	40.85%	-1.21%
绿茵生态	19.52%	34.04%	36.70%	14.51%

资料来源：Wind，天风证券研究所

债券偿付压力方面，2020 年没有显著的信用债到期压力，到期信用债仅有岭南股份、蒙草生态公司债，且待偿余额较低。截止到 2020 年 5 月 4 日，2020 年行业内并未新发信用债。

表 2：园林行业发行债券及其他债务工具一览（截止 2020 年 5 月 7 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: %)
15 岭南债	一般公司债	2015-06-15	2020-06-15	0.1202	2.5	0.7137	6.8
岭南转债	可转债	2018-08-14	2024-08-14	4.2842	6.6	6.59273	0.5
19 美晨 G1	私募债	2019-10-24	2022-10-24	1.4795+1	7	7	7
17 美晨 01	一般公司债	2017-08-01	2022-08-01	0.2548+2	4	4	5.78
17 美尚 01	一般公司债	2017-10-24	2022-10-24	0.4849+2	5	5	5.8
18 美尚 01	一般企业债	2018-09-11	2025-09-11	5.3607	3	3	7.2
18 美尚专项债 01	一般企业债	2018-09-11	2025-09-11	5.3607	3	3	7.2
17 普邦债	一般公司债	2017-12-14	2022-12-14	1.6192+1	8.2	1	7.5
19 天域 01	私募债	2019-06-12	2022-06-12	1.1123+1	2.5	2.5	8
17 蒙草 G1	一般公司债	2017-09-01	2020-09-01		2.5	0	5.5
铁汉转债	可转债	2017-12-18	2023-12-18	3.6284	11	8.33188	1
16 铁汉 02	一般公司债	2016-08-29	2021-08-29	1.3251	4	0.02579	5.49
16 铁汉 01	一般公司债	2016-01-13	2021-01-13		4	0	5.3
16 东林 03	一般公司债	2016-10-24	2021-10-24	0.4849+1	6	5.80072	6
16 东林 02	一般公司债	2016-08-10	2021-08-10	0.2740+1	6	4.2111	6.7
18 东林 01	一般公司债	2018-05-18	2021-05-18		0.5	0	7
16 东林 01	一般公司债	2016-04-19	2021-04-19		10	0	7.78
19 东林 02	一般公司债	2019-02-01	2021-02-01	0.7514	7.8	6.93488	7.5
19 东林 01	一般公司债	2019-01-15	2021-01-15	0.7049	5.2	4.49693	7.5
18 棕榈 02	一般公司债	2018-02-06	2023-02-06	1.7671+1	5	5	5.9
16 棕榈 02	一般公司债	2016-09-22	2021-09-22		7.8	0	5.85
19 棕榈生态 MTN001	一般中期票据	2019-08-30	2021-08-30	1.3279	6	6	5.48
16 棕榈 01	一般公司债	2016-04-01	2021-04-01		3	0	5.98
18 棕榈 01	一般公司债	2018-02-06	2021-02-06	0.7650	2	2	5.7

资料来源: Wind, 天风证券研究所

**融资渠道方面**, 基于信息可得性因素, 此处以东方园林 2019 年年报中各融资渠道成本情况举例说明。从下图中可以看到, 2019 年行业各项融资渠道的融资成本对比中, 债券成本区间相对较低, 但结合上表可以看到目前发行信用债的上市公司占比依然不高。此外, 东方园林借款余额结构主要仍以一年以内贷款为主, 成本区间在 4.7%-7.9%之间, 我们预计 2019 年园林行业的融资环境并未显著好转。

**综上**, 外部融资渠道的通畅性仍是多数园林公司业绩能否回归上升通道的关键。部分行业公司通过逐步引入国资或显著提升自身融资能力 (见下表)。此外, 在疫情后财政政策和货币政策的宽松窗口期中, 园林行业融资环境大概率出现边际改善, 近期可以看到部分公司增发进度有所推进 (见下表)。但是否能促成业绩的快速反弹, 仍需对各个公司资产负债表的修复情况进行进一步观察。

表 3: 2020 年以来行业增发情况

证券名称	事件大类	事件类型	披露日期	本次拟增发股份(单位: 万股)	占总股本
岭南股份	增发	增发股东大会通过	20200430	46064.2	30.00%
东珠生态	增发	增发股东大会通过	20200430	3505.0	11.00%
铁汉生态	增发	增发预案公告	20200420	60200.0	25.66%
乾景园林	增发	增发股东大会通过	20200410	15000.0	30.00%
蒙草生态	增发	增发股东大会通过	20200327	48127.3	30.00%
美晨生态	增发	增发预案公告	20200316	18348.6	12.63%

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 32：2019 年东方园林各融资途径余额与成本区间



资料来源：公司公告，天风证券研究所

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	中国节能（实控人：国务院国资委）	2020 年 4 月 10 日，铁汉生态实际控制人及相关一致行动人与中国节能签署《股份转让协议》，中国节能拟受让公司实控人及其一致行动人所持有的约 10.11%股份，同时认购公司定增新股。定增发行完成以及转让协议完成后，中国节能及其一致行动人合计将持有上市公司总股本的 26.46%，上市公司控股股东将由刘水变更为中国节能，实际控制人将由刘水变更为国务院国资委。
	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；同年 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	北京朝汇鑫企业管理有限公司（相关方：北京市朝阳区国资委）	2019 年 10 月 9 日，实际控制人何巧女、唐凯向朝汇鑫协议转让东方园林 1.3 亿股股份（占公司总股本 5%），并将 4.5 亿股公司股份（占公司总股本 16.8%）对应的表决权无条件、不可撤销地委托给朝汇鑫。本次权益变动后，朝汇鑫将成为公司控股股东，北京市朝阳区国资委将成为公司实际控制人。
	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：潍坊市国资委）；诸城市经济开发投资公司（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。

乾景园林 陕西省水务集团有限公司 2019 年 11 月 25 日公告，陕西水务拟逐步受让公司共同实际控制人以及一致行动人持有的乾景园林约 1.5 亿股股份，占公司总股本的 29.99%。同年 12 月 22 日晚间公告，陕西省国资委**未审批通过《原股份转让协议》**。因此，公司共同实际控制人以及一致行动人 12 月 20 日与陕西水务签署了《股份转让协议》，**陕西水务现拟受让公司 13.95%股份，陕西水务将成为公司战略投资人。**

(不涉及 实控人：陕西省国资委)

控股权转让)

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 2019 年以及 2020 年 Q1 财报数据，行业整体业绩增速依然处于下滑阶段，行业整体计提比例仍处高位，广义经营活动现金流仍待改善。在 2020 年流动性环境大概率处于宽松窗口期的背景下，我们认为行业整体业绩有望出现边际改善，扭亏为盈。尽管园林行业融资环境大概率出现边际改善，但是否能促成每个公司业绩的快速反弹，仍需对各个公司资产负债表的修复情况进行进一步观察。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。建议关注东珠生态、绿茵生态、杭州园林等标的。

## 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