

# 环保企业深度研究——东方园林

博士后工作站 谷晓明

## 观点：

东方园林因 2018 年 5 月的“史上最凉发债”事件而颇受关注。作为环保领域体量最大的民营上市公司，公司在园林行业表现突出，在营业收入、净利润以及现金流等指标上优于行业内其他企业。但深入剖析自身数据发现，东方园林营业收入涨幅趋缓，业务扩张速度变慢。受 PPP 业务模式影响，公司投资现金流远超经营性现金流，项目资本金回收周期长且退出路径不畅致使企业不得不通过再融资、发债、股权质押等方式维持企业运营，导致公司资产负债率连年上升，且存在大量应收账款和存货。尽管公司采取多种手段催收下游应收账款或增加预收款占用上游资金，但是在现阶段金融监管趋严、信用紧缩、资本市场低迷等因素的综合影响下，东方园林快速扩张所累积的资金风险开始显现。作为响应国家号召积极参与 PPP 项目的环保民营龙头企业，东方园林不仅在业务领域频频创新，也在积极为破解融资困局创造条件。为了响应进一步疏通货币政策传导机制、支持国家战略新兴产业及优质实体经济发展的号召，信托公司应该考虑深入探索绿色产业投资机会，积极履行社会责任。就东方园林而言，最可能的投资机会应该是 PPP 项目资产证券化。

## 一、东方园林发展概况

### （一）东方园林发展路径

公司成立于 1992 年 8 月，是一个典型的家族式企业，创始人何巧女和唐凯夫妇占有公司近 50% 的股份（见图 1）。公司以园林景观业务起家，2015 年转型水环境综合治理 PPP 业务与危险废物处置行业，2017 年新增旅游板块，目前已经形成园林环境景观和水环境综合治理、危废处理、全域文化旅游三方面并驾齐驱的大型综合生态集团（见图 2）。公司内部分为环境集团、环保集团、文旅集团

三大业务板块。环境集团主要包括市政园林、水系治理、生态修复等业务，利用水资源管理、水污染治理和水生态修复、水景观建设打造生态综合治理理念，提供水环境综合服务。环保集团成立于 2015 年，业务方向主要为危险废物的无害化处理和资源化利用，2016 年并购金源铜业、中能环保、吴中固废等危废标的，处理规模快速增长，未来将成为公司业绩增长的重要贡献。文旅集团是主要从事全域旅游项目的建设及运营的，着眼于打造“全景旅游城市”，以“守护最美风景、缔造休闲运动新生活”为使命，优先选择特大城市周边以及具有潜力的旅游目的地作为投资方向，联动“PPP+民宿投资+文旅投资+体育投资+田园投资+战盟投资+互联网平台”的投资运营模式”，推动城市旅游全域运营系统建设。

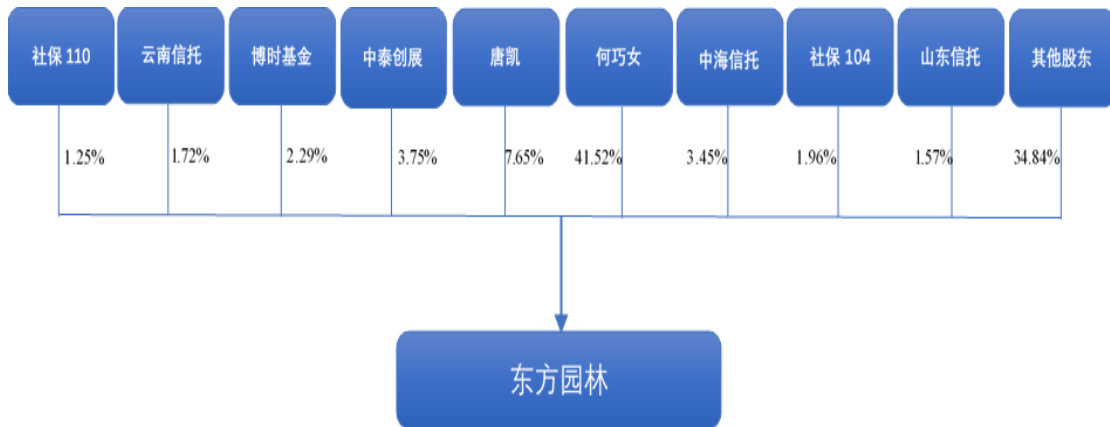
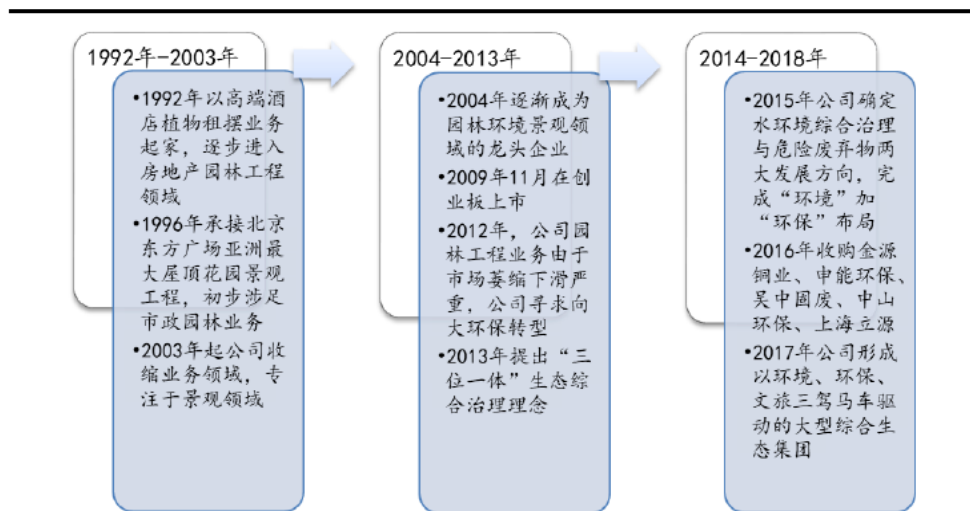


图 1 东方园林股权结构图



资料来源：公司官网，方正证券研究所整理

图 2 东方园林发展史

## （二）东方园林主要业务

### 1、水环境综合治理

东方园林 2013 年提出“水资源管理、水污染治理和水生态修复、水景观建设的‘三位一体’生态综合治理理念”，从原来专注于景观园林设计逐步过渡到成为水环境综合服务提供商。公司目前拥有生态景观规划设计院、生态城市研究院、水利工程规划设计院、文旅规划设计院及生态环境研究总院等多个专业研发设计部门，以自主研发的水环境治理及水生态修复专利技术为基础，以水环境治理及河流湿地建设为实施目标，开展具有广泛适宜性的集功能性和景观性为一体的城市水环境综合治理技术体系研究和示范推广，探索搭建适宜的水文水生态环境监测系统和信息化平台。2017 年，公司各项研发费用投入达到 4.3 亿元。2016 年，公司还收购了上海立源与中山环保，进一步优化了公司在水处理方面的技术优势。上海立源专注于水处理工艺、技术、设备的研发、制造与应用，中山环保主要从事污水处理工程施工、污水处理设施运营。两家子公司均在各自领域经营多年，在技术、市场、管理等方面已经积累较强的竞争优势，与公司在客户资源共享、技术融合、产品多元化、项目实施、原材料采购等方面均存在较强的协同效应，有利于公司加快发展水处理业务，进一步提高公司在生态治理领域的市场占有率。2018 年上半年，水环境综合治理业务的毛利率是 32.63%，市政园林业务的毛利率是 32.64%。公司共中标 PPP 订单项目 36 个，中标金额 339.48 亿元，同比增加 18.65%，这些订单主要以水环境综合治理为主。

### 2、全域旅游

随着旅游业发展的重大理论创新和战略部署，区域经济发展专业化、特色化的现实要求，中国旅游业发展由“景点旅游”向“全域旅游”转变，从原来孤立的点向全社会、多领域、综合性的方向迈进，让旅游的理念融入经济社会发展全局。为了响应政府关于发展旅游业的号召，延伸自身产业布局，公司在水环境综合治理业务的基础上开展全域旅游业务。在尊重地方特征的前提下，公司结合当地旅游资源、文化资源、自然资源，通过资源重构、规划建设、全域运营，打造整套具有地方特色的城市主题风貌、集散中心、绿道系统、广场公园等基础设施，配以民宿、餐饮、文创等休闲度假配套服务。截至 2018 年 6 月末，公司共中标 20 个全域旅游项目，涉及总投资约 260 亿，其中 2018 年上半年中标 11 个，涉

及总投资 127 亿元。与此同时，公司还在腾冲、临安、重庆、六安等地选取部分景区资源进行投资，丰富全域旅游产业链的产品类型，形成 PPP+投资运营的产业模式，2018 年上半年，公司筹划购买雅安东方碧峰峡旅游公司。旅游业务的发展不仅可以延伸产业链，拓展公司业务空间，还能提升水环境保护的附加值，为公司带来更丰厚的利润。

### 3、危废处置

危险废物处置是最近比较热门的废物处置领域，以前分析过无害化处置业务的毛利率可以接近 60%，资源化利用的毛利率有 40%-50%，这样高的利润水平吸引了很多的环保、非环保企业涉足危废领域。东方园林 2015 年正式进入危废行业，在石油、化工、金属冶炼、电子机械及城市管等方面储备了大量技术和专利，截至 2018 年上半年共累计获得专利 140 项。此外，公司目前在工业危废领域已经形成标准化的工艺模块，涵盖水泥窑协同处置、回转窑焚烧、湿法贵金属回收等相对成熟的体系，公司还实施“千人专家”计划，通过项目汇集多行业多领域的高端技术人才，支撑企业危废业务的发展。公司主要通过新建、并购等模式拓展业务布局，从工业危废处置和驻场服务两个维度加强全国范围内的业务拓展，目前已在全国 28 个省份储备了处置能力，区位优势明显。截至目前，公司已具备危废处置能力 176 万吨/年，其中资源化 114 万吨、无害化 62 万吨，同时，公司还有 8 个在建项目，建成后将增加 49 万吨的持证处理规模。针对危废处置行业的快速发展，公司还积极开拓优质项目，仅 2018 年上半年就完成了五家公司的并购、六家公司的新设，极大增强了危废的处置能力。危废处置能力建成后将可以为公司带来源源不断的现金流，且危废处置市场巨大，是东方园林拓展业务的又一重要方向。公司曾经规划到 2021 年要完成 1000 万吨危废处置能力的美好愿景，如果目标达成，危废持续的造血功能将减少东方园林对于发债融资的依赖。

#### （三）东方园林融资问题进展

5 月 21 日，东方园林发布公告，原计划发行的 10 亿元公司债，实际发行规模仅为 5000 万，被市场上称为“史上最凉发债”。为了提振投资者信心，东方园林高层召开电话会议，回应了发债情况、融资状况和渠道、PPP 项目开工情况以及资金链问题等，称公司具备偿债能力，本次发债预冷是受市场大环境影响，并

不影响公司的正常运行。但是市场仍旧表现出对于园林等 PPP 企业乃至地方政府偿债能力等严重的信心不足，发债失败后，股价大幅下跌，5 月 24 日跌幅达到 9%，5 月 25 日，东方园林宣告临时停牌。

1、8 月 23 日，为了发挥国有银行金融资本对实体经济的支持作用，增强企业集团资本实力，更好的实现产融结合，农银投资与东方园林签订了《市场化债转股战略合作协议》，在市场化债转股及相关业务领域保持紧密全面的合作关系。农银投资将以权益投资等多种方式向公司提供市场化债转股资金。农银投资是 2017 年 8 月成立的农业银行全资资产管理公司，是继建行旗下建信投资（注册资本 120 亿元）成立后第二家银行旗下市场化债转股实施机构，注册资本 100 亿元。

农银投资拟出资不超过人民币 30 亿元持有公司全资子公司东方园林集团环保有限公司不超过 49%的股权。东方园林集团环保有限公司是公司旗下专业从事工业危废处置的环保公司之一，以南通九洲环保科技有限公司等十四家危废工厂为载体为客户提供包括无害化、资源化的危废处置、环保设施设计、建设及运营管理以及驻场服务、环保技术咨询的全方位环保解决方案。此次债转股目的在于降低东方园林的资产负债率，同时提升其债务性融资空间。根据测算，东方园林资产负债率将可以从 70.2%下降到 65.3%。

2、发行超短融，利率 7.7%（见图 3）。东方园林完成了 2018 年第二期超短期融资券的发行，募集 12 亿元，获得 19 亿元资金的抢购。8 月，公司相继与兴业银行/广发银行等机构签订《银企合作协议》获得 40 亿元授信和融资支持，10 月 16 日，与华夏银行北京分行签订《银企合作协议》，获得不超过 24 亿元授信，并与民生银行签署战略合作协议。

发行要素			
债券名称	北京东方园林环境股份有限公司2018年度第二期超短期融资券	债券简称	18东方园林SCP002
代码	011801588	期限	180天
起息日	2018年8月20日	兑付日	2019年2月16日
计划发行总额	12亿	实际发行总额	12亿
发行利率	7.70% (发行日6月SHIBOR+4.7290%)	发行价格	100元/百元
申购情况			
合规申购家数		7 合规申购金额	19.10亿
最高申购价位		7.70% 最低申购价位	7.10%
有效申购家数		7 有效申购金额	19.10亿
主承销商	中国民生银行股份有限公司		

图3 东方园林2018年第二期超短期融资券发行公告

3、5月29日，中国政企投资基金（中国PPP基金）与东方园林达成合作，参与公司以后优质规范的项目投资。截至目前，公司已在江西萍乡市麻山生态新区人居环境建设等多个PPP项目中，与中国PPP基金开展了投资合作，涉及项目总投资金额约132亿元。其中，中国PPP基金投资金额约10亿元。

4、组建了金融集团，由具有丰富融资经验和资源优势的金融人才组成。金融集团的组建，对及时了解融资形势，开拓融资渠道，促进融资落地上起着非常重要的作用。

## 二、东方园林经营表现

### （一）行业间对比

2018年9月8日，中央财经大学绿色金融国际研究院和全国工商联环境商会联合发布“2018年中国环境企业50强”。其中，前10强环境企业中，国有企业占据绝对地位，只有3家民营企业跻身前10位，分别是排在第5位的东方园林、第6位的碧水源和第10位的铁汉生态。由于三聚环保已经由私有转为国有，所以民营环保企业的龙头非东方园林莫属。对比在业务种类和规模上与东方园林比较类似的岭南股份和铁汉生态发现：东方园林是三家民营企业中实力最为雄厚的一家。2016年，国家发改委和原环境保护部发布了一项政策——《关于培育环境治理和生态保护市场主体的意见》，该文件提到：到2020年，要培育50家以上产值过百亿的环保企业。目前只有7家企业营业收入超过100

亿，东方园林即为其中之一，可见我国环保产业要想实现 2020 年目标，还需要发展 43 家企业，这也反映出我国环保产业与其他产业相比，仍旧比较薄弱，环保市场多受地域限制，呈现出比较碎片化的状态，市场化程度不足，相对其他产业略显保守和滞后，环保企业规模普遍较小。而东方园林算是所有环保企业中发展较为迅速的一家。

对比三家企业发现，东方园林体量最大，每年的营业收入、净利润均呈现出不断上涨的态势，净利润基本维持在 10%左右。从经营性现金净流量角度看，2016-2018 年东方园林均保持为正值，在三家公司中处于最好水平。东方园林经营性现金流状况相对较好，主要得益于公司加大了对应收账款的回收力度以及处置子公司所收回的投资款。在推进项目结算方面，公司成立专门结算部门，负责对公司遗留结算项目进行管理、追踪，制定结算管理流程作业指导书，指导大区和项目人员按照计算管理流程办理结算，完成考核指标。对于每一项结算任务，管理人员需要编制结算计划，列出工作要点、计划完成时间以及责任人，做到在每一个关键节点都能找到相应的管理人员对接，将责任落实到个人，以此推进项目现金结算工作。从销售收现比的角度看，三家公司均没有达到或者超过 1，说明由于业务模式的原因，三家企业的应收款项还比较多，东方园林历年的收现比基本处于三家公司的平均水平，维持在 70%-90%之间。另外，由于东方园林在二、第三季度的收现比要低于一、四季度，所以上半年的收现比基本可以反映全年的收现比水平。从期间费用看，东方园林和铁汉生态整体期间费用率呈现上涨趋势，涨幅分别为 2.39%和 1.39%，岭南股份是少数园林公司中期间费用率下降的企业，降幅为 1.10%，主要来自于管理费用率下降的影响，其降幅超过 4%。三家公司受流动性收紧等因素影响，财务费用均出现上涨，东方园林涨幅达到 1.12%，铁汉生态涨幅达到 1.25%，岭南股份涨幅达到 1.81%。目前，民营企业合规项目相关的信贷融资和债券融资边际好转的情况下，流动性紧张局面得到一定程度缓解，但是财务费用率仍有可能继续承压。

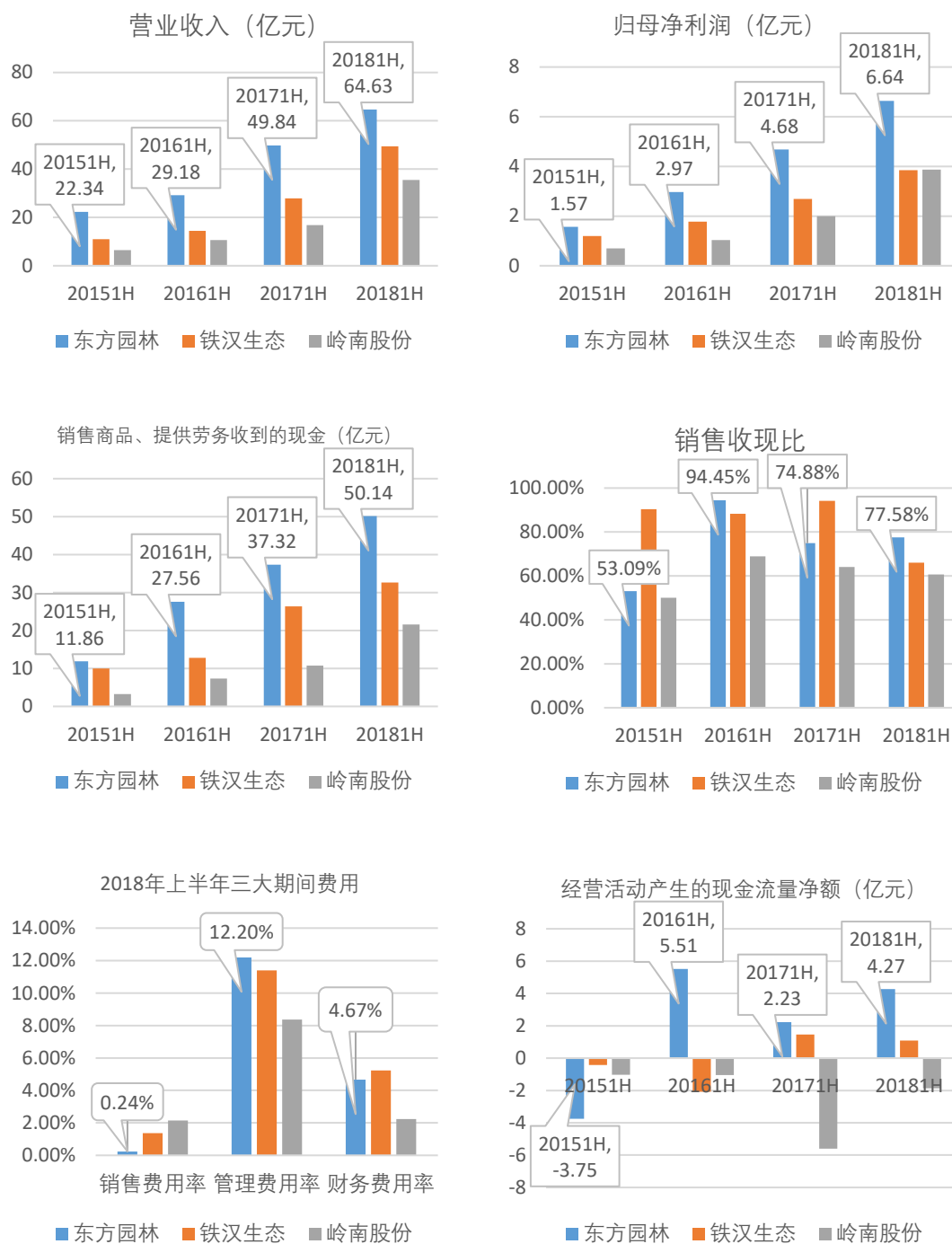


图4 东方园林、铁汉生态、岭南股份2018年上半年主要业绩指标对比

## (二) 东方园林企业内部数据剖析

**营业收入：**2018年上半年，东方园林实现营业收入64.63亿元，同比增长29.67%，但是增速较2017年同期下降了超过40%（见图5）。其中，水环境综合治理业务实现营收27.05亿元，占营业收入的比重为41.85%；全域旅游业务实



现营收 11.62 亿元，占营业收入的比重为 17.97%，危废处置业务实现营收 4.82 亿元，占营业收入的比重为 7.46%（见图 6）。目前来看，市政园林和水环境综合治理依旧是最主要的收入来源，2018 年上半年，公司中标 PPP 订单 36 个，中标金额 339.48 亿元，订单涵盖水环境综合治理（城市黑臭水体治理、河道流域治理和海绵城市等）、全域旅游、市政园林和乡村振兴等，其中最主要的是水环境综合治理。对比 2017 年上半年收入结构，发现水环境综合治理收入已经稳居第一位，市政园林业务退居第二位，且占比有不断下滑趋势，未来水环境综合治理仍旧是公司的重中之重。但是，从投资布局看东方园林的业务中心有向危废处置进一步转移的倾向。另外，全域旅游成为公司新的利润增长点。2018 年上半年，全域旅游业务收入大涨，同比涨幅超过 10 倍，占总收入的比重同比涨幅接近 16%。

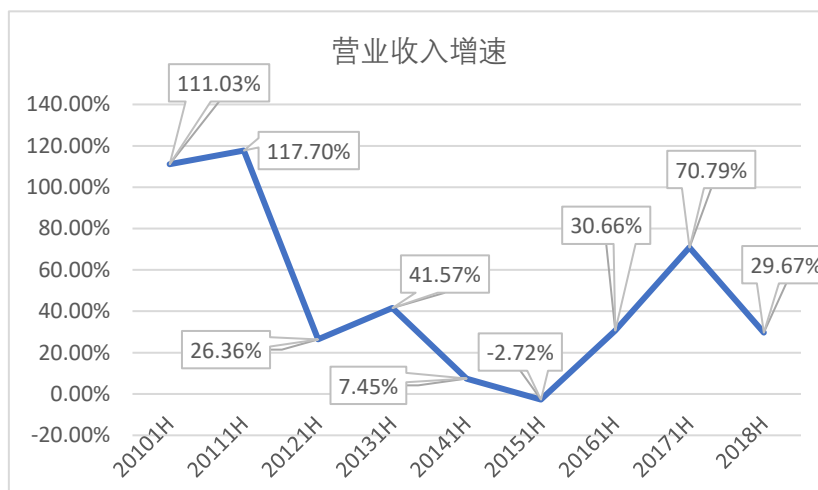


图 5 东方园林 2010-2018 上半年营业收入增长情况

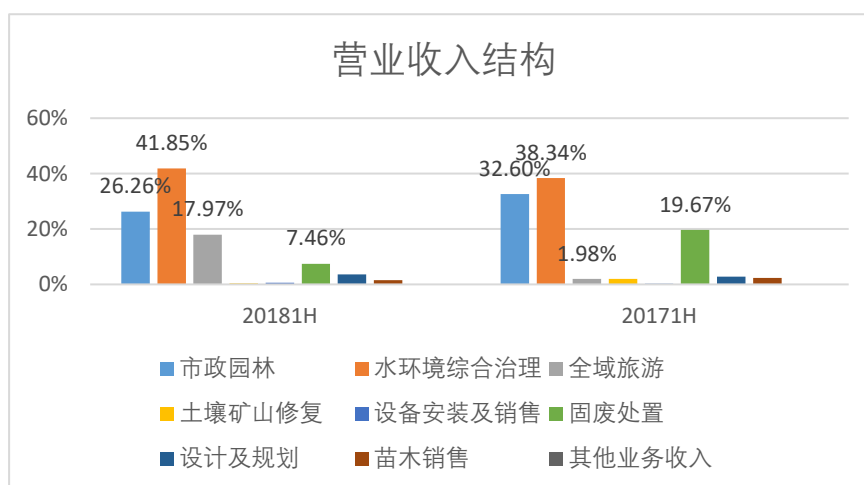


图 6 东方园林 2017-2018 年上半年营业收入结构对比

**利润：**2018 年上半年，东方园林净利润 6.64 亿元，同比增加 42.02%（见表 1）。综合毛利率 31.89%，其中，市政园林 32.64%，水环境综合治理 32.63%，全域旅游 36.64%。

**表 1 东方园林 2018 年上半年主要财务指标**

项目	科目	2018 年上半年	2017 年上半年	同比变动
营收、成本及利润情况	营业收入（亿元）	64.63	49.84	29.67%
	归属于母公司所有者的净利润（亿元）	6.64	4.68	42.04%
	销售费用率	0.24%	0.36%	-0.12%
	管理费用率	12.20%	10.81%	1.39%
	财务费用率	4.67%	3.55%	1.12%
	加权平均净资产收益率	5.70%	4.98%	0.72%
	每股收益（元）	0.25	0.17	47.06%
现金流情况	销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	50.14	37.32	34.35%
	经营活动产生的现金流量净额（亿元）	4.27	2.23	91.41%

**自由现金流：**东方园林 2018 年上半年经营活动产生的净现金流为 4.27 亿元，同比增加 91.48%，显示出“一片大好”的局势，但是这并非是东方园林真实的现金流，需要通过自由现金流<sup>1</sup>（粗略估算：经营活动产生的现金流+投资活动产生的现金流）加以衡量。由表 2 可以看出，东方园林投资性现金流金额远远大于经营性现金流，2018 年上半年自由现金流-22.96 亿元，同比多流出 17 亿元。东方园林 PPP 项目需要先成立项目公司，支付资本金，体现为投资性流出，当工程建设完工后，这一笔资本金+银行贷款又会以经营性现金流入的方式回到东方园林（见图 7）。2017 年，东方园林开始主攻 PPP 模式，导致经营性现金流转化为投资性现金流，起到美化经营性现金流的效果。2018 年上半年，正是因为这种大规模的投资活动，导致期末现金和现金流等价物余额只剩下 9.25 亿元，相较于 2017 年的 25.40 亿元减少了 16 亿。同时，从年报数据看，公司货币资金上半年虽然在总量上超过 20 亿，但是其中作为银行保证金的受限资金超过 11 亿，可用现金和银行存款仅为 9.25 亿。除此之外，受限的还不止现金，还有东方园林的存货、固定资产、无形资产、应收账款、长期股权投资

<sup>1</sup> 自由现金流：企业经营活动产生的现金流量扣除资本性支出的差额，反映企业在满足再投资需要之后剩余的现金流量。

和一些非流动资产，都出现了借款抵质押，受限资产账面价值达到 25.17 亿元，占公司全部净资产的 21%。

表 2 东方园林真实资金流情况

	经营活动产生的现金流量净额(亿元)	投资活动产生的现金流量净额(亿元)	筹资活动产生的现金流量净额(亿元)	自由现金流(亿元)	期末现金及现金等价物余额(亿元)	货币资金(亿元)
20181H	4.27	-27.23	47.73	-22.96	9.25	20.34
20171H	2.23	-7.72	21.27	-5.49	25.40	30.93
20161H	5.51	-9.63	24.13	-4.12	17.12	23.16
20151H	-3.57	-0.68	16.46	-4.25	19.52	24.12



图 7 PPP 模式中现金流向示意图

**资产负债率：**2018 年二季度末，东方园林总负债 281.94 亿元，资产负债率 70.21%，同比大幅提高 7.45 个百分点。其中，有息负债同比下降 1.44 个百分点，说明资产负债率的提高主要是占用了更多上游企业资金，企业在行业中的议价能力较强。正如年报中所提到的“公司加强了对供应商的付款控制管理，推行集中采购制度，培育大型供应商，以及协商谈判适度放宽供应商对公司的信用政策等”，未来动态经营负债形成的资金池一方面可以节约资金成本，另一方面也能对公司静态长期资本金投资形成一定支撑。从债务期限看，东方园林短期债务压力大。其中，短期借款 33.95 亿，同比上涨 52.17%，长期借款 5.07 亿，同比上涨 153%。需要调整债务结构。从图 8 看出，东方园林的负债水平出现逐年上升的趋势，资产周转率出现震荡下行趋势，到 2018 年二季度末已经下降到 0.17，一方面与公司本身的商业模式有关，收入回款较慢；另一方面与公司对外投资额度偏大有关，对外投资体现为投资损益，不能体现为营业收

入，分母分子口径不统一。

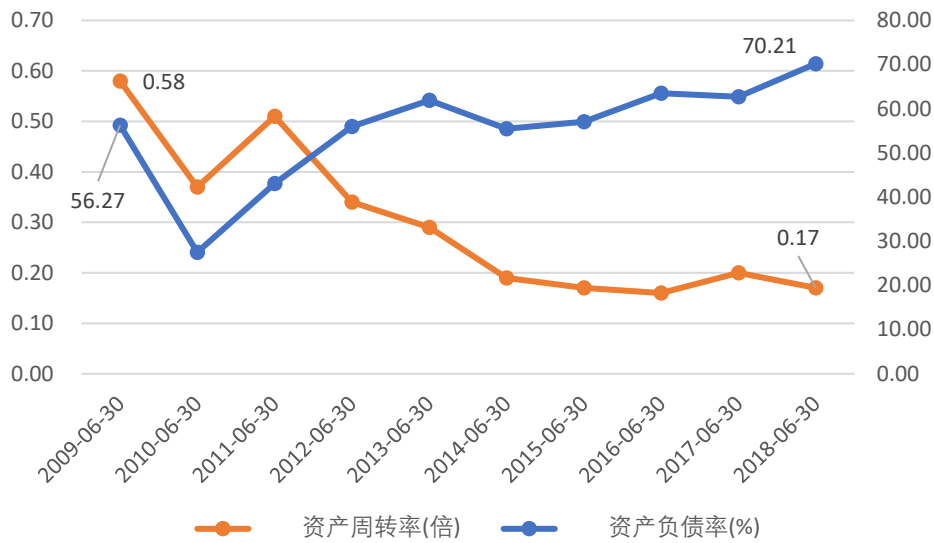


图 8 东方园林 2009-2018 上半年资产周转率、资产负债率

**应收账款和存货：**由于 PPP 模式在东方园林业务中占比较大，公司会形成较多的应收账款和存货。截至 2018 年二季度末，东方园林应收账款余额 91.1 亿，同比涨幅达到 58.32%。另外，2018 年上半年公司重大项目累计收入 60.90 亿元，累计结算 36.01 亿元，存货（即差异）24.89 亿元。这意味着，客户结算与公司收入确认金额之间存在较大差异。PPP 模式需要企业先垫付资金后收款，这就不可避免的受到地方政府资金状况以及周转速度的影响，从而产生存货无法按时结算以及部分应收账款不能回收的风险，影响企业的经营性现金流表现。截至到 2018 年 6 月 30 日，公司应收账款和存货仍有约 231 亿元（工程认量后，存货将结转为应收账款，存货总计 141.27 亿，其中已完工未结算资产 133.25 亿），均为政府欠款。尽管，公司中报显示出经营性现金流改善的迹象，但是从自由现金流、应收账款和存货以及资产负债率等角度观察，尽管公司采取加大应收账款催收力度、增加预收款项占用上游资金、银行不放贷不投标等形式缓解现金流压力，但是考虑到目前债务“借新还旧”承压的形势下，公司资金链无疑还会十分紧张。

综上，园林绿化行业近年来受到市场追捧，受政策和资本的双重驱动，园林行业迅速扩张。随着生态文明上升为国家战略，“美丽中国”愿景深入人心，资本市场对于生态环保板块的园林行业热度不减，2017 年登陆 A 股和新三板的

企业数量激增，据统计，2017 年通过 IPO 登陆 A 股市场的园林企业达到 7 家，通过新三板上市企业 30 家。但是，2018 年资本市场出现翻天覆地的变化，在防范化解金融风险的大背景下，监管趋严、资本预冷，一向被认为是“朝阳产业”的园林行业背后长期积累的资金风险开始暴露，资金链紧张、高负债、高应收账款等问题成为难以绕开的话题。东方园林作为园林行业的龙头，问题表现得更为突出。园林行业资产负债率一般在 50%左右，东方园林达到 70%，且呈现不断上升趋势。目前，东方园林总负债达到 281.93 亿元，前五大园林公司总负债达到 700 亿，资金压力可想而知。随着现金流的不断吃紧，导致企业不得不依靠再融资、发债、股权质押等手段来换取未来发展的空间。截至 2018 年二季度末，东方园林受限资产账面价值已经达到 25.17 亿元，占公司全部净资产的 21%。其中实际控制人何巧女、唐凯及其一致行动人累计质押股份数占其持股总数的 63.70%，随着股票市场的不断波动，还存在补充质押的可能。2018 年 5 月，东方园林发债失败，原计划发行 10 亿元公司债，实际筹集资金仅为 5000 万，随着这一信息的发酵，在债券市场频繁违约的情况下，市场对于高负债园林公司的偿债能力和现金流表现出极度担忧，东方园林自 5 月 17 日起一路下跌，跌幅超过 23%。5 月 25 日，东方园林以重大资产重组为由宣布停牌，收购标的为注册资本 5800 万元的雅安东方碧峰峡旅游公司，其股东正是东方园林产业集团公司，该收购为关联交易，市场因此解读这次停牌为为了应对恶意做空而可能出现的融资盘爆仓。8 月 27 日，东方园林复牌，股价一路下跌，最低跌至 9.86 元。但是在停牌期间，尽管重组事项未取得实质进展，可是东方园林却加强与各大银行合作力度，不但成功完成 12 亿元的超短融，还获得了民生、兴业、广发三家银行 40 亿元的授信，以及其他银行 15 亿元的新增贷款、续贷等，同时还有农银投资对于东方园林旗下东方环保的入股。虽然度过了暂时的难关，但是未来半年时间，公司仍将有 40 亿（短期债券 5 笔，本息合计约 40 亿元）的到期债务，在目前融资环境紧张的形势下，即使考虑未来稳定但是有限的现金流，公司资金链还是面临严峻考验。



日期	标题	来源
2018-10-12	A股市场破净股一览(10月12日)	Wind
2018-10-12	“16盛运01”因触发加速清偿条款违约 盛运环保主体评级被下调至C	每日经济新闻
2018-10-11	盛运环保: 联合评级下调公司主体及相关债项信用等级至C	Wind
2018-10-11	盛运环保: 未能按期足额兑付“16盛运01”本息	e公司
2018-10-11	盛运环保: “16盛运01”触发加速清偿条款, 公司未能按期足额兑付本息	Wind
2018-10-11	盛运环保午后封跌停 成交额1.17亿元封单1063手	腾讯网
2018-10-11	盛运环保早盘封跌停 成交额6462万元封单5395手	腾讯网
2018-10-11	【天风研究·固收】信用早早报(10月11日)	国收彬法
2018-10-10	盛运环保: 出让德江盛运环保电力部分股权	Wind
2018-10-10	盛运环保: 10月24日召开“18盛运环保SCP001”持有人会议	Wind
2018-10-10	中证指数公司停止更新盛运环保相关债券的估值	中证网
2018-10-10	中诚信国际下调盛运环保主体信用等级至C	中证网

图9 截至2018年10月12日东方园林股价波动情况

实际上，东方园林的现金流不好看主要是由其采用的商业模式决定的，PPP模式前期需要承接大量订单，所需要的投资较多。这里有必要简单阐述一下PPP的商业模式（见图10）。假设一个3.5亿的项目，运营期为20年，东方园林和政府分别出资成立项目公司，注册资金1亿元，政府与东方园林按照2:8的比例出资，余下不足的2.5亿项目款向银行贷款。未来，当项目完工后，东方园林作为施工方可以拿到3.5亿的工程款，政府在20年运营期内负责向项目公司支付银行贷款本息和一定的项目运营费用。项目公司则通过项目运行获得一部分利润，用于股东分红。这是一个最简单的PPP运行过程，对于东方园林来说，好处在于：首先，工程公司可以取得工程收入，有一个好看的经营性现金流；其次，工程款回收较传统BT模式更有保障，因为项目回款是由项目公司支付的，项目公司前期已经获得了政府资本金和银行贷款，同时还有每年纳入财政预算的运营费用，还款资金是有比较明确保障的，不需要频繁向政府催款。但是目前PPP模式在实施过程中还存在很多问题，比如银行贷款能否按时

发放以及政府能否按时付款等问题。银行方面，若银行不能按时向项目公司放贷，项目公司就不能支付工程款，东方园林的应收账款就没办法变现。政府方面，如果在项目建设运营期间出现资金拖欠问题，就会影响银行利息的支付以及东方园林公司本金的回收，影响公司业务的发展。除此之外，还有东方园林本金的退出路径问题，一般来说，退出可以选择三种方式：一是政府到期回购。二是股权转让，卖给其他人。三是如果能够稳定的产生现金流可以通过资产证券化的方式退出。一般来说，政府是要通过在 10-20 年的经营期中逐步向东方园林返还本金的，这种长期占用大量资金的方式使得 PPP 模式对于企业资本实力要求比较高。目前来看，项目建设期的东方园林不能达到盈亏平衡，只有进入运营期才能回收本金并开始盈利，随着业务规模的扩张，股权+债券再融资永远不能停下，导致东方园林的资金链紧张程度不断加剧，再加上 2018 年金融去杠杆、金融监管环境加严以及债券违约事件频发等因素的叠加，导致市场对于东方园林担忧情绪增加，随即引起东方园林债券发行的失败和股价的接连下跌。为了帮助企业尽快实现本金的退出，快速获得收益，盘活存量资产，将 PPP 项目收益做成资产证券化产品无疑是一种好的方法。2017 年，财政部、中国人民银行、中国证监会发布《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（下称《通知》），分类设置了 PPP 项目资产证券化的条件。一是在项目运行阶段以能够给项目带来现金流的收益权、合同债权作为基础资产，发行资产证券化产品，积极探索项目公司在项目建设期依托 PPP 合同约定的未来收益权，发行资产证券化产品；二是项目公司股东可在项目建成运营两年后，以能够带来现金流的股权作为基础资产，发行资产证券化产品，其中，控股股东发行规模不得超过股权带来现金流现值的 50%，其他股东发行规模不得超过股权带来现金流现值的 70%；三是支持项目公司其他相关主体开展资产证券化，在项目运营阶段，为项目公司提供融资支持各类债权人，以及为项目公司提供建设支持的承包商等企业作为发起人（原始权益人），可以合同债权、收益权等作为基础资产，按监管规定发行资产证券化产品。从文件中可以看出，在 PPP 项目的各个阶段，各个主体都可以通过 PPP 资产证券化实现资金的快速回收，这就给东方园林进一步拓展业务提供了筹码。当前在行业高景气度、PPP 模式快速发展的阶段，东方园林正处于急速扩张期，资金

大规模流出无可厚非，但关键是要控制好业务扩张的节奏，确保现金流的稳定、充足。

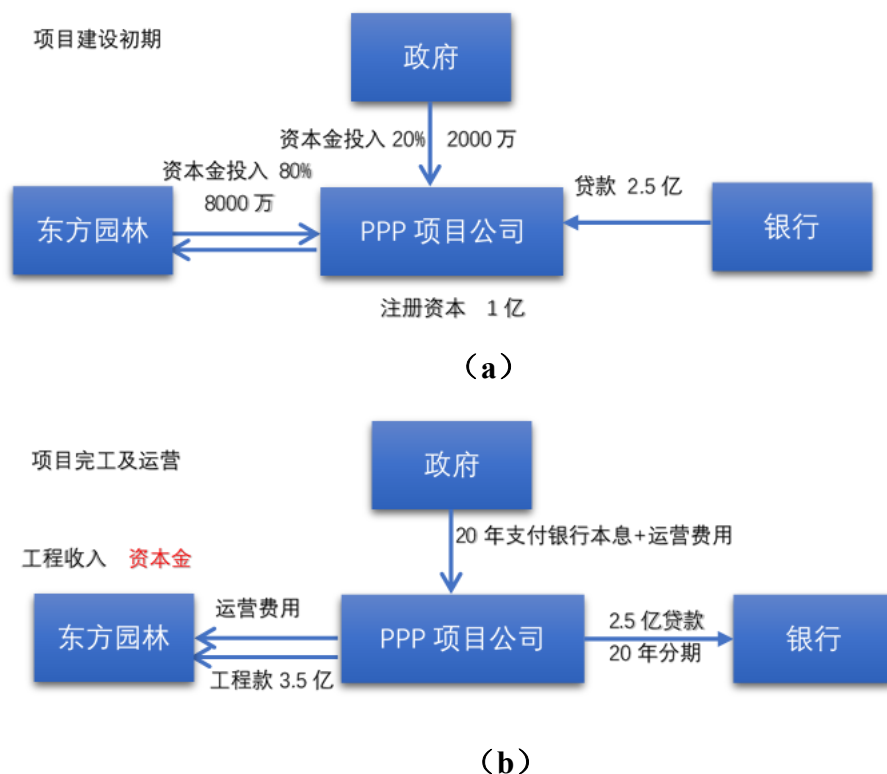


图 10 PPP 项目建设初期 (a)、完工及运营期 (b) 资金流向

### 三、企业战略分析

#### (一)持续加强融资能力

##### 1、上市公司“去杠杆”

调整贷款结构：调整现有贷款结构，减少短期负债，增加长期负债，减轻短期偿债压力。

加强与金融机构战略合作：在融资授信、投资银行、资产管理、供应链金融等业务领域进行全面合作，获得金融机构给予的优惠利率和费率，开辟金融绿色服务通道，为公司融资提供保障，促进公司整体业务发展。

引入战略投资者：为旗下拥有优质资产的子公司引入战略投资者，降低子公司和公司整体资产负债率水平（农银投资）。

此外，东方园林在停牌期间组建了金融集团，由具有丰富融资经验和资源优势的金融人才组成，及时了解融资形式，开拓融资渠道，促进融资落地。鉴



于5月份的发债时间，公司高层提出要有6个月的现金准备。

## 2、调整业务区域和业务模式，优化项目融资体系

调整业务区域：重点推进地方财力雄厚、支付能力有保障地区的业务。

调整业务模式：根据地方政府的支付能力和意愿，灵活采用EPC模式或PPP模式开展面向政府业务，根据最新的PPP相关政策，重新修订PPP决策的风控标准，项目决策中实行金融一票否决机制；严控项目开工条件。

加强与地方政府的项目融资合作：公司与地方政府共同和金融机构进行磋商，争取金融机构对生态环境治理项目的优先放款，保障项目的正常实施。

### (二) 深耕细作重点行业

#### 1、固废市场

有统计数据显示，我国危险废弃物年产生量从2015年的3976万吨快速增长到2016年的5347万吨，是仅次于水务的第二大环保产业。东方园林5年前就开始介入固废市场，近几年东方园林也是持续发力固废业务，通过新建或者并购拥有固废处理技术的公司，以此布局以及提高固废处理规模，目前，东方园林拥有46大危废经营资质，技术水平国内领先。根据东方园林规划要求，到2021年，公司总投资计划达百亿，危废处置能力要达到1000万吨/年，基本辐射全国。其中无害化处理200万吨/年，资源化300万吨/年，驻场服务500万吨/年（见图11）。

种类	无害化					资源化				驻场服务					
	焚烧	填埋	物化	重金属	溶剂	矿物油	活性炭	包装桶	其他	石化厂75套装置	药厂(合成药)	废酸	油泥	液压油	蚀刻液
目标产能(万吨)	50	50	100	150	50	50	20	10	20	150	100	100	100	20	30
各种类目标产能(万吨)	200					300				500					
东方园林目标产能(万吨)	1000														

来源：各公司官网，公司调研，国金证券研究所

图 11 东方园林规划危废处置能力

8月27日，东方园林与农银投资签署战略合作协议，在未来3年，农银投资负责筹集不超过30亿元，获得东方园林旗下危废处理板块子公司49%的股权，这是农银投资成立以来第一单民营企业债转股业务，体现了金融机构对于

危废处置市场未来发展前景的积极预期。另外，虽然危废市场具备高利润和广阔的市场，据不完全统计，仅 2017 年，危废领域就发生 20 多起并购，但是由于其严格的资质管理，危废处置能力的快速扩张得到部分抑制，再加上危险废物产生量逐年增加，危废领域供需不平衡的态势还将长期保持，未来几年危废行业整体利润还将维持在高水平。

## 2、水环境治理+全域旅游

东方园林不仅提出要治理 200 条城市母亲河的美好愿景，同时还提出“水资源、水环境、水景观”三位一体+水务城市水系综合治理理念，表现出东方园林在水环境治理领域发展理念的战略性和前沿性，符合国家长期持续加强水污染治理的政策导向。而水环境治理和旅游业的结合，恰恰可以实现良好生态环境的增值，符合国家旅游+环保的政策要求，在保护水环境基础上带动地区旅游经济发展，拓宽社会资本利润增长渠道，比起单纯的保护环境投入更能吸引市场资金的参与。目前，水环境治理和全域旅游已经表现出较好的发展态势，水环境治理业务已经替代市政园林成为收入第一位，此外还有大量的新增 PPP 订单，大多数都是水环境治理领域的。另外，全域旅游也成为了公司新的利润增长点，2018 年收入大涨同比超过 10 倍。

总体来说，东方园林的战略发展方向清晰，竞争力明显。作为环保龙头企业，东方园林借助 PPP 模式在水环境综合治理和全域旅游领域巩固行业地位。在危废领域，东方园林通过新建、并购等方式，全面布局，抢占先机。再加上公司在融资方面审慎的管理，例如和金融机构保持良好的合作关系、提前预留到期兑付款项等，未来在 PPP 项目推进符合预期、融资落地有保障的基础上，东方园林业绩有望保持较高增长。

### （三）做好应急预案和舆情管理

面对金融市场环境的巨大变化，东方园林需要提前做好应急预案，不要低估金融市场一致预期所带来的风险和压力。在今年信用收缩的背景下，东方园林需要未雨绸缪，准确评估政府、平台、银行不断变化的生存环境，在努力拓展外部融资渠道的同时，还要重视内部的业务拓展节奏，调整工程进度，减少资金外流，同时加快应收账款的回收。另外，舆论管理也是公司应该关注的重

点。媒体是把双刃剑，随着自媒体的日趋发达，信息的传播速度远超企业跟踪的力度，公司不能因为过去的辉煌而忽略一些微小事件对企业的影响。

#### 四、东方园林未来的投资机会

##### （一）资产证券化

东方园林以 PPP 为主要业务模式，为盘活底层资产，提高资产流动性，东方园林需要大力发展 PPP 项目资产证券化。一是在项目建设阶段以项目未来可以带来现金流的受益权或者合同债权为基础资产，发行资产证券化产品；二是公司股东在项目建成运营两年后，以能带来现金流的股权为基础资产，发行资产证券化产品；三是项目公司其他主体开展资产证券化，为项目公司提供融资支持的各类债权人、为项目公司提供建设支持的承包商等原始权益人可以通过合同债权、收益权等为基础资产，发行资产证券化产品。

财金 55 号文指出，要优先支持水务、环境保护、交通运输等市场化程度高、公共服务需求稳定、现金流可预测性较强的行业开展资产证券化。鼓励最为项目公司控股股东的行业龙头企业开展资产证券化，盘活存量项目资产，提升公共服务供给能力。

目前，东方园林并没有一单 PPP 资产证券化项目落地，但是市场潜力巨大，随着东方园林布局的众多项目进入运营期，公司每年获得稳定的投资收益，加上 PPP 模式和相关法律制度的日趋完善，资产证券化路径终将被打通。

##### （二）生态产业基金

2018 年 1 月，东方园林基金管理公司与华澳信托发起成立生态产业基金，一期规模暂定 10 亿元，东方园林基金以其团队所拥有的投资基金管理、投融资运作、金融产品设计等方面的经验，负责为产业基金提供基金组建方案、拟投资项目推介、基金产品设计、投后管理等服务，同时负责基金劣后级的募集和认缴出资。华澳信托依靠其强大的募资能力负责优先级基金份额的募集和资金认缴。生态产业基金主要用于支撑 PPP 项目的建设和运营

### （三）权益投资

目前前 10 大股东中有 3 支信托产品，1 支是东方园林员工持股计划，2 支分别是山东信托和云南信托的集合资金信托计划，还有两只是社保基金。目前东方园林的 PE 估值维持在 8.8，处于一个偏低水平，且股价较年初已经下跌超过 48%，具备长期投资价值。在未来资本市场回暖的情况下，可以考虑权益投资。

### （四）慈善信托

2012 年，东方园林董事长何巧女捐资成立北京巧女公益基金会，致力于中国生态文明建设，资助中国人民大学、北京大学、清华大学、北京林业大学成立四大生态智库，并赞助了几乎所有中国最具影响力的生态环保论坛，还联合其他环保企业家成立阿拉善 SEE 任鸟飞专项基金，同时还资助创建了包括推动公益事业发展的深圳国际公益学院、培养女性领导力的木兰学院和传播传统文化的慈慧行禅。