

美尚生态（300495）新股询价报告

高科技园林生态企业，望乘 PPP 之风快速发展

价格区间 71.16~85.74 元（首次）

2015 年 12 月 08 日

分析师 袁理

执业资格证书号码：

S0600511080001

0512-62938537

yuanl@gsjq.com.cn

联系人 翟堃

0512-62936181

zhaik@dwzq.com.cn

盈利预测及估值

	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	572.73	595.17	699.30	839.65
同比(+/-%)	7.0%	3.9%	17.5%	20.1%
净利润(百万元)	107.56	118.23	136.63	165.84
同比(+/-%)	6.2%	9.9%	15.6%	21.4%
毛利率(%)	31.9%	32.4%	34.1%	34.2%
净资产收益率(%)	25.7%	11.1%	11.7%	12.7%
每股收益(元)	2.15	1.77	2.05	2.49
PE	0.00	0.00	0.00	0.00
PB	0.00	0.00	0.00	0.00

投资要点

■ **立足江南的高科技生态企业：**公司 2001 年成立，2011 年整体变更为股份有限公司，经营范围主要为园林景观和生态修复与重构，是拥有城市园林绿化和风景园林工程设计“双甲”资质的企业。公司旗下共有 5 家全资子公司、2 家控股子公司和 5 家分公司。公司实际控制人为王迎燕和徐晶夫妇，发行前两人合计持有公司 70.15% 的股份，发行后仍将持有公司 52.59% 的股份。

■ **行业高景气，资金资质为王道：**园林景观和生态修复行业对城市和生态系统具有重要意义，年空间超 2000 亿元，且伴随 PPP 政策大力出台迎来高速发展。行业集中度低且主要以区域竞争为主，优秀企业多集中在东部地区，竞争力自上而下分为三个梯队。工程类项目运行需要企业事先垫付大量资金，且大型项目建设需要相关资质，中小企业进入壁垒较高，公司作为第一梯队企业具有较强竞争优势。

■ **经验足，质地优：**公司成立 15 年来已建设多个大型示范性项目，并成功实现从江苏本土向安徽、湖南等地的业务扩张。2011 年通过收购中景园林实现工程和设计的互补，并且通过与各大高校合作保证技术优势。与同类上市公司相比，公司具有较高的毛利率和净资产收益率，资产周转率和期间费用率的控制处于行业优秀水平。

■ **IPO 助加速扩张成本降低：**公司拟公开发行不超过 1670 万股，共募集资金 5.07 亿元分别用于补充工程施工业务营运资金、衡阳项目建设、多个苗木基地建设和平台设计与研发中心建设，发行费用约 0.36 亿元。IPO 后公司将打破快速发展下资金瓶颈，且通过自建苗木基地降低成本和苗木采购风险，提升综合竞争力，有望进入快速扩张期。

■ **估值与询价建议：**我们认为公司合理申购价格不超过 32.46 元，预计公司 2015-2017 年 EPS 为 1.77、2.05、2.49 元，结合可比上市公司的估值情况给与公司 34.71~48.44 倍 PE，对应上市后的合理价格区间为 71.16~85.74 元。

■ **风险提示：**项目拓展不及预期；回款风险；季节虫害风险。

股价走势



发行数据

发行价格(元)	32.46
发行规模(万股)	1670
发行方式	网下询价网上申购
发行日期	2015.12.14
上市日期	
主承销商	广发证券

基础数据

每股净资产(元)	9.68
资产负债率(%)	56.27
发行前总股本(百万股)	50
发行后总股本(百万股)	66.7

特别提示：

“炒新”有风险，投资需谨慎

目 录

1. 立足江南的高科技生态企业.....	4
2. 园林景观和生态修复行业高景气.....	5
2.1. 园林景观：增速放缓，市场空间仍可观	5
2.2. 生态修复：借力 PPP 拥抱广阔市场	6
3. 区域竞争下资金资质决定成败.....	8
3.1. 行业集中度低，区域竞争为主	8
3.2. 资金驱动性强，资质决定竞争力	10
4. 经验丰富，省内外并重快速发展.....	11
4.1. 资质高，项目经验多	11
4.2. 省内外业务并重	13
4.3. 产学研合作提升竞争力	13
4.4. 小而精模式收益质量高	14
5. IPO 助加速扩张成本降低.....	16
5.1. IPO 充足资金实力扩大业务范围.....	17
5.2. 提升苗木自给率降低成本	18
6. 盈利预测与估值	18
7. 风险提示	19

图表目录

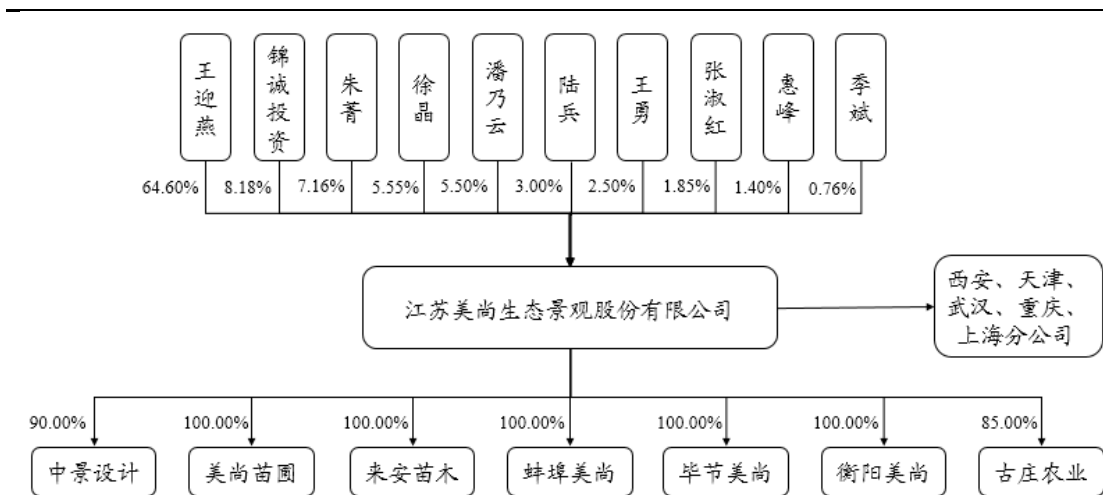
图表 1 美尚生态组织架构.....	4
图表 2 美尚生态子公司简介.....	4
图表 3 美尚生态近年来业绩变化.....	5
图表 4 城市公园绿地面积变化.....	6
图表 5 城市建成区绿化覆盖率变化.....	6
图表 6 园林工程设计营业收入变化.....	6
图表 7 园林工程设计从业人员人数变化.....	6
图表 8 生态修复主要概念范围.....	7
图表 9 生态修复主要政策.....	7
图表 10 2015 年生态修复治理类 PPP 项目	8
图表 11 园林景观行业梯队分析.....	9
图表 12 各省风景园林设计甲级资质企业数量.....	9
图表 13 主要生态园林公司营业收入增速.....	10
图表 14 主要生态园林公司净利润增速.....	10
图表 15 风景园林设计资质标准.....	10
图表 17 美尚生态主营业务构成.....	11
图表 18 美尚生态主营业务毛利率.....	11
图表 16 美尚生态主要示范工程项目	11
图表 19 美尚生态主要生态修复项目案例.....	12
图表 20 美尚生态业务范围.....	13
图表 21 美尚生态合作科研项目	14
图表 22 美尚生态研发费用.....	14
图表 23 美尚生态杜邦分析.....	15
图表 24 美尚生态盈利能力变化.....	15
图表 25 园林上市公司 ROE	15
图表 26 园林上市公司毛利率.....	15
图表 27 园林上市公司期间费用率.....	15
图表 28 园林上市公司资产周转率.....	15
图表 29 园林上市公司资产负债率.....	16
图表 30 园林上市公司（应收账款+长期应收款）/总资产	16
图表 31 美尚生态募投项目简介.....	16
图表 32 美尚生态募投项目进展规划.....	17
图表 33 美尚生态流动比率.....	17
图表 34 美尚生态补充工程施工业务营运资金.....	17
图表 35 美尚生态可比公司情况.....	19

1. 立足江南的高科技生态企业

公司前身为成立于 2001 年 12 月 28 日的无锡美尚景观园林工程公司，成立之初主要在无锡地区从事园林景观施工，项目类型以道路绿化、绿地公园、地产景观为主。2009 年公司获得了城市园林绿化企业一级资质，在提升业务数量和规模的同时开始涉及水土保持、氮磷拦截等生态修复与重构工程。2011 年公司整体变更为江苏美尚生态景观股份有限公司，并收购了拥有风景园林工程设计专项甲级资质的上海中景设计，由单纯的工程施工企业发展为具有设计、施工一体化服务能力的综合型企业。截至目前，公司旗下共有 5 家全资子公司和 2 家控股子公司，在西安、天津、武汉、重庆、上海拥有 5 家分公司。

公司的控股股东为王迎燕，现任公司董事长、总经理，其在本次发行前持有公司 64.60% 的股份。公司的实际控制人为王迎燕和徐晶夫妇，本次发行前两人合计持有公司 70.15% 的股份。发行后，控股股东王迎燕和徐晶夫妇仍将持有公司 52.59% 的股份。

图表 1 美尚生态组织架构



资料来源：美尚生态招股说明书，东吴证券研究所

图表 2 美尚生态子公司简介

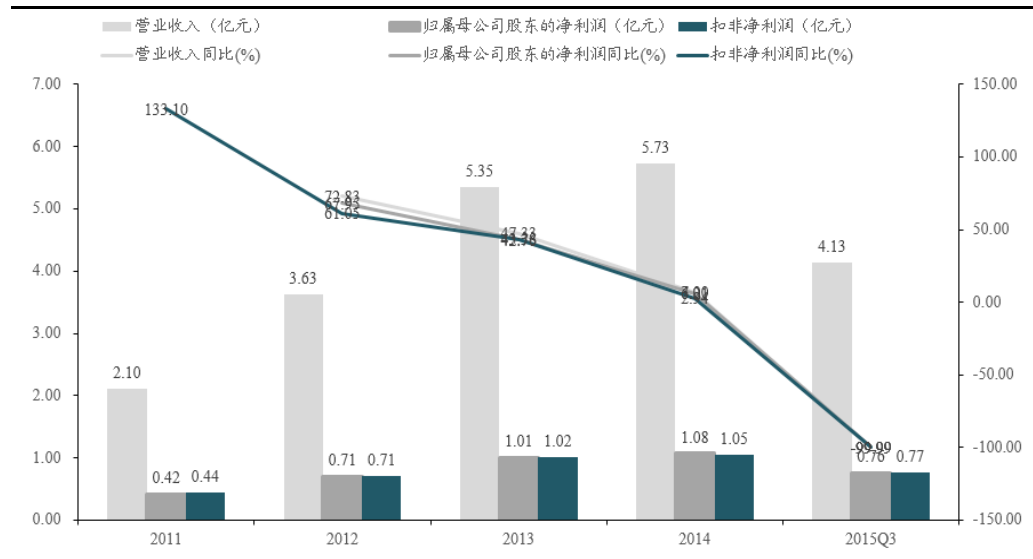
子公司	成立时间	注册资本 (万元)	主营业务
中景设计	2007.12.19	300	风景园林、绿化种植、园林建设规划设计等
美尚苗圃	2011.12.2	100	募投项目惠山苗木基地运营
来安苗木	2012.10.11	100	募投项目来安生态精品苗木基地建设项目运营
蚌埠美尚	2013.6.18	100	募投项目来固镇态精品苗木基地建设项目运营
毕节美尚	2014.3.11	1000	生态湿地开发修复与保护，水环境生态治理， 城市园林绿化和园林古建筑工程施工等
衡阳美尚	2014.7.3	100	生态湿地开发修复与保护，水环境生态治理，

城市园林绿化和园林古建筑工程施工等			
古庄农业	2015.6.29	1000	现代农业园开发、投资、建设

资料来源：美尚生态招股说明书，东吴证券研究所

公司 2015 年三季度营业收入和净利润分别实现 4.13 和 0.76 亿元，同比下降 6.81%和 6.84%。

图表 3 美尚生态近年来业绩变化



资料来源：WIND 资讯，东吴证券研究所

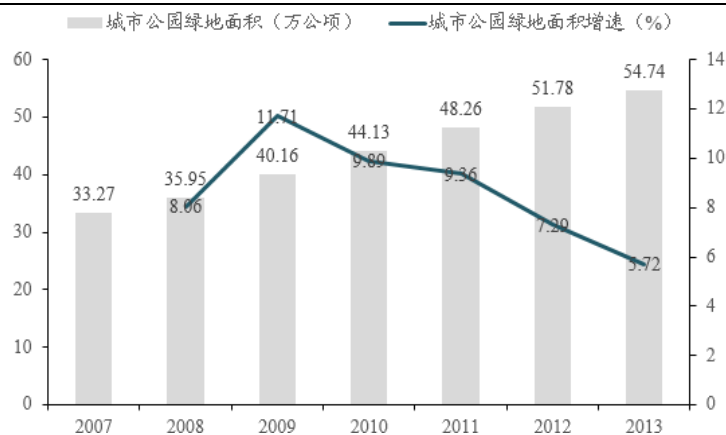
2. 园林景观和生态修复行业高景气

2.1. 园林景观：增速放缓，市场空间仍可观

园林景观主要包括道路绿化、绿地公园建设、广场景观绿化、休闲度假景观、地产景观等。自 1952 年全国城市建设工作会议首次提出强调城市绿化重要性以来，全国的城市园林开始稳步进入有计划、有步骤的建设。自 1992 年公布第一批 3 个“国家园林城市”名单后我国的城市园林建设加速，1994 年发布的《城市绿化规划建设指标的规定》提出了人均公共绿地面积、城市绿化覆盖率、新建居住区绿地占居住区总用地比率等指标为行业提出了相关规范。截至 2014 年 12 月 31 日，共有 268 个城市先后被评为“国家园林城市”。

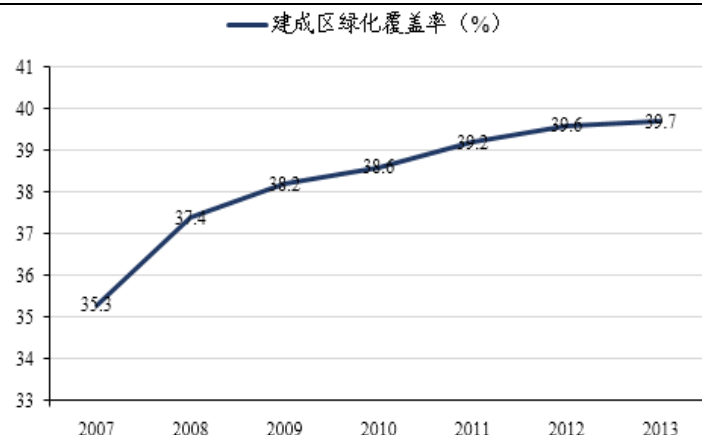
受益于城市化推进过程中城市绿化配套建设需求的增加和社会发展过程中人们对城市环境改善需求的日益增强，以及政府对城市绿化建设重视程度不断提升下绿化建设投资的持续加大，我国市政园林市场得到了长足的发展，园林绿化独特的文化、环保、生态概念已经获得全社会的广泛认同，城市绿地面积和城市建成区绿化覆盖率也在不断提升，行业收入规模和从业人员数量也在不断增加。

图表 4 城市公园绿地面积变化

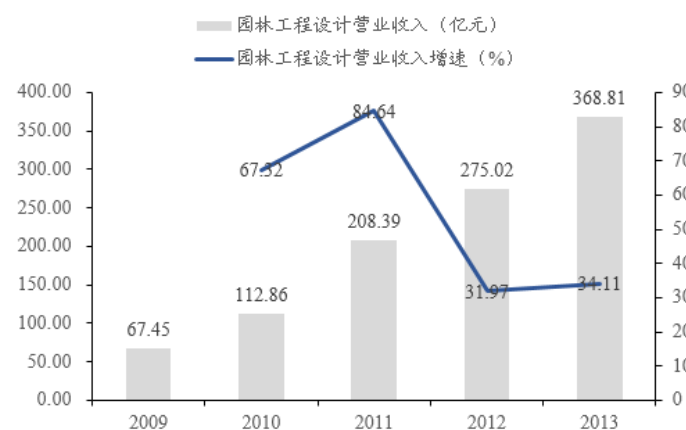


资料来源: WIND 资讯, 东吴证券研究所

图表 5 城市建成区绿化覆盖率变化

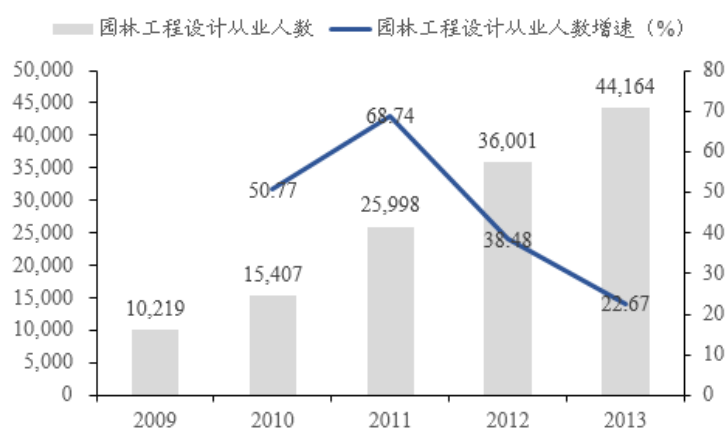


图表 6 园林工程设计营业收入变化



资料来源: WIND 资讯, 东吴证券研究所

图表 7 园林工程设计从业人员人数变化



2012 年后, 随着国家大规模基建投资逐渐完成以及房地产发展增速放缓, 园林绿化行业增长逐渐放缓到一个比较稳定的水平。根据国家统计局公布的《中华人民共和国 2014 年国民经济和社会发展统计公报》, 2014 年我国房地产投资额达到 95,036 亿元, 根据园林绿化行业经验, 园林配套支出约占地产项目投资总额的 2%-4%, 按照房地产投资额的 2% 用于园林投入, 且我国房地产按照 10% 的增长计算, 仅 2015 年我国地产园林市场容量就能达到 2090.79 亿元, 市场空间仍然可观。

2.2. 生态修复: 借力 PPP 拥抱广阔市场

生态修复与重构是指遵循生态学原理, 采用生态工程技术和环保节能新材料对原有生态系统组成要素进行修复、优化或引入新成分的经济活动, 其目的一方面在于恢复原有生态系统功能, 保持其平衡性与稳定性; 另一方面在于营造原有生态系统的艺术景观效果, 最终实现较高的社会、经济和生态效益。生态修复与重构主要包含生态湿地开发修复与保护、水环境生态治理、水土保持、山体生态修复和生态农田建设。

图表 8 生态修复主要概念范围

建设内容	主要方向
生态湿地开发修复与保护	天然湿地生态修复与保护、城市湿地公园建设
水环境生态治理	面源氮磷流失生态拦截工程、饮用水源地水质生态改善工程
水土保持	水利枢纽水土保持、河道边坡修复、两岸园林生态景观建设
山体生态修复	林相改造、矿山生态修复、公路铁路边坡生态修复等
生态农田建设	平整土地、改良土壤、修筑生态拦截沟渠、建造温室大棚、营造农田防护林

资料来源：美尚生态招股说明书，东吴证券研究所

根据全国第二次土地侵蚀遥感调查，我国水土流失面积为 356 万平方公里，沙化土地 174 万平方公里，每年流失的土壤总量达 50 亿吨，全国 113108 座矿山中，采空区面积约为 134.9 万公顷，采矿活动占用或破坏的土地面积 238.3 万公顷，植被破坏严重。来生态环境恶化对人类不良影响的表现越来越明显，政府对经济发展过程中对环境系统造成的负面影响日益重视，相关政策不断出台，为生态修复市场带来可观的市场容量。根据测算，“十二五”期间，我国水生态治理相关的生态湿地开发修复与保护、水环境生态治理和水土保持的年均市场规模预计为 392.47 亿元。

图表 9 生态修复主要政策

政策类别	发布部门	发布时间	政策内容
生态湿地开发修复与保护	国务院	2004.6.5	《国务院办公厅关于加强湿地保护管理的通知》
	原建设部	2005.2.2	《国家城市湿地公园管理办法（试行）》
	林业局	2010.2.28	《国家湿地公园管理办法（试行）》
	林业局	2013.3.28	《湿地保护管理规定》
水环境生态治理	发改委、原环保总局	2008.1.12	《关于加强重点湖泊水环境保护工作的意见》
	国务院	2015.4.2	《水污染防治行动计划》
水土保持	全国人大	2010.12.25	《中华人民共和国水土保持法（2010 修订）》
	国务院	2011.1.8	《中华人民共和国水土保持法实施条例》
山体生态修复	国土资源部	2009.3.2	《矿山地质环境保护规定》

资料来源：美尚生态招股说明书，东吴证券研究所

在环境治理压力和资金瓶颈的矛盾面前，PPP 模式应运而生。2013 年 12 月的中央城镇化工作会议明确提出，放宽市场准入，制定非公有制

企业进入特许经营领域的办法，鼓励社会资本参与城市公用设施投资运营。2014 年 9 月出台的《关于加强地方政府性债务管理的意见》更是为 PPP 指出了一条可行性道路。2015 年是 PPP 大力发展的一年，多家环保园林类上市公司借助政策春风都签订了大金额的生态修复与治理类 PPP 项目合同，合同总金额超过 500 亿元。

图表 10 2015 年生态修复治理类 PPP 项目

公司名称	签署时间	项目简介	金额 (亿元)
南方泵业	2015.11.24	河北省承德市隆化京津水源涵养地七家茅荆坝区域环境综合治理	5
中毅达	2015.8.4	遵义市洛安江生态文明创新示范区建设项目	50
云投生态	2015.8.28	通海县“山、城、湖”区域生态（旅游）综合体项目	25
兴源环境	2015.5.20	浙江钱江潮源生态湿地项目	5
普邦园林	2015.4.24	佛山市三水区乐平镇市政配套建设项目	5.2
万邦达	2015.4.21	乌兰察布市城市环保基础设施项目	56
铁汉生态	2015.4.10	为景区景观建设及生态旅游提供规划及设计方案、合作区内基础设施和环境景观建设等、生态修复及环境治理等建设	50
铁汉生态	2015.3.19	德清县下渚湖湿地风景区生态景观建设	10
东方园林	2015.3.19	长春市绿园区合心镇城镇化建设项目	70
东方园林	2015.2.2	房山区域生态城市开发建设项目战略合作框架协议	200
万邦达	2015.1.24	芜湖市一系列环保基础设施项目的投资、建设、运营	30

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

3. 区域竞争下资金资质决定成败

3.1. 行业集中度低，区域竞争为主

近年来，随着人们对环境保护及城市综合环境建设的重视程度不断加深，生态修复与重构和园林景观产业开始起步并迅速发展，但总体来看仍处于初级阶段。根据《中国城市园林绿化企业经营状况调查报告（2011-2012 年度）》，参加调查的 98 家企业 2011 年营业收入总额为 381.57 亿元。其中营业收入超过 5 亿元的企业有 23 家，该 23 家企业平均每家营业收入占上述 98 家企业总营业收入的 2.56%。可以看出目前我国园林行业市场集中度较低，在全国园林绿化市场上尚未出现处于主导地位的企业。

集中度低使得任何一家施工企业占有的市场份额均较少，行业竞争梯队层次分明，企业所拥有资质成为决定企业竞争力的重要因素。根据市场主流的评判标准，能成为第一梯队的均是具有城市园林绿化和风景

园林工程设计“双甲”资质的企业。生态修复与重构领域的竞争主要集中在施工技术及工艺、生态类苗木的研发与培育等方面。目前，多数公司只在某些方面具有一定的竞争实力，只有极少数公司具备生态修复与重构领域的全面竞争优势。

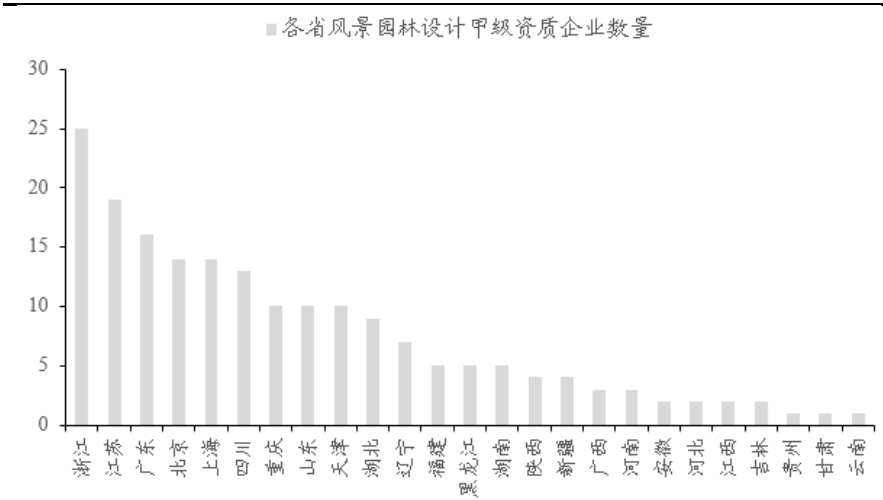
图表 11 园林景观行业梯队分析

竞争梯队	企业资质	竞争力	企业数量 (截至 2013.12.31)
第一梯队	同时具有城市园林绿化企业一级资质和风景园林工程设计专项甲级资质	在开展大型项目建设等方面具备较强的竞争力	不超过 60 家
第二梯队	仅具有城市园林绿化企业一级资质的企业	主要在园林景观产业发达地区从事工程施工项目	不超过 745 家
第三梯队	具有城市园林绿化企业二级及以下资质的企业	竞争较为激烈	数量众多

资料来源：美尚生态招股说明书，东吴证券研究所

从地域特点上看，由于东部经济水平较为发达、生态环境保护意识相对较为提前，东部地区的企业在国内从事生态修复与重构和园林景观业务较早，并具有较强实力。以江浙沪、北京、广东、福建等地区经济发达地区为例，该类地区城市化率较高，园林景观建设投资力度较大，大量园林景观建设企业也在此集中，拥有风景园林设计甲级资质的企业中近半数集中在这些区域。

图表 12 各省风景园林设计甲级资质企业数量



资料来源：住建部，东吴证券研究所

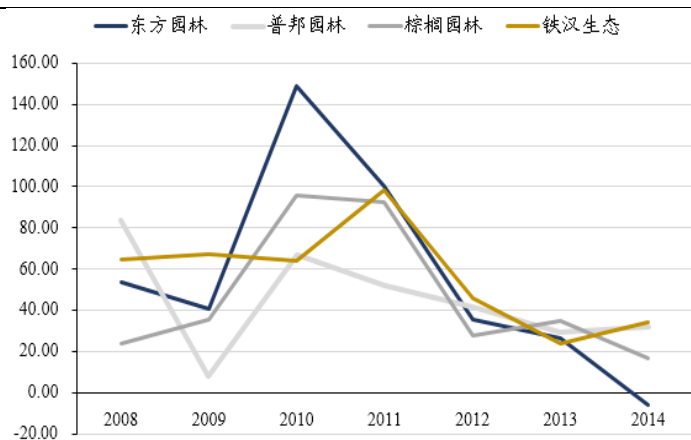
在行业规模迅速增长的同时，行业内优胜劣汰效应逐渐显现。大企业凭借完整的业务结构、跨区域经营能力、大项目施工能力等优势，在抗风险经营及市场开拓能力方面远高于中小企业。随着少部分企业做大

做强以及房地产业发展更趋平稳，行业内的人才、资金、客户资源将不断整合并最终流向少数企业，行业的集中度正在不断提高。

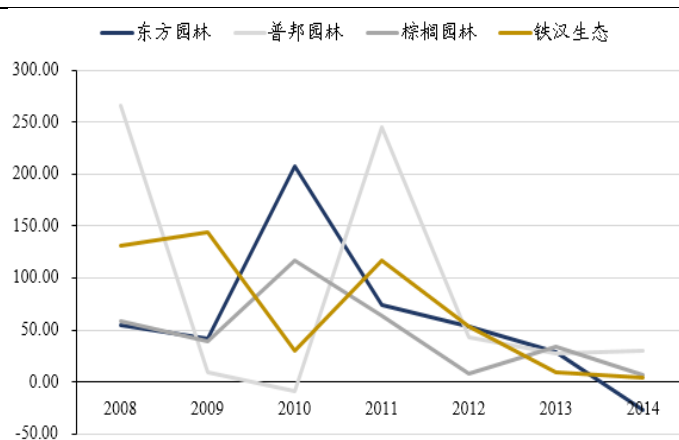
3.2. 资金驱动性强，资质决定竞争力

园林景观项目一般以 BT 工程类形式进行，项目企业需要实现垫付所有的工程资金，待项目完成竣工验收后才可以逐步得到回款。工期长、垫资金大使得企业所承揽的项目只能与自身的资金实力相匹配，也形成了该行业“强者恒强”的局面。我们观察上市的生态园林类企业可以发现，上市较晚的普邦园林（2012 年上市）在 2012 年之前的营业收入增速明显低于于上市较早的东方园林、棕榈园林和铁汉生态。

图表 13 主要生态园林公司营业收入增速



图表 14 主要生态园林公司净利润增速



资料来源: WIND 资讯, 东吴证券研究所

根据住建部《工程设计资质标准》，风景园林工程设计专项资质设甲、乙两个级别，不同资质的企业在承担项目建设规模上有很大差距。这也使得资质成为了中小型企业扩张的一大障碍，也为行业的外部扩张形成了天然的壁垒。

图表 15 风景园林设计资质标准

资质等级	主管部门分级管理规定	经营范围
甲级	省、直辖市、自治区建设行政主管部门预审，报国务院建设行政主管部门审批、发证。	承担风景园林工程专项设计的类型和规模不受限制。
乙级	省、直辖市、自治区建设行政主管部门审批、发证，报国务院建设行政主管部门备案。	可承担中型以下规模风景园林工程项目和投资额在 2,000 万元以下的大型风景园林工程项目的设计。

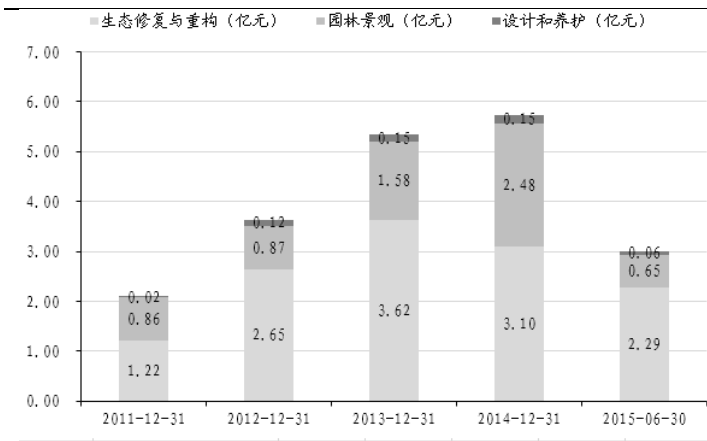
资料来源: 《工程设计资质标准》，东吴证券研究所

4. 经验丰富，省内外并重快速发展

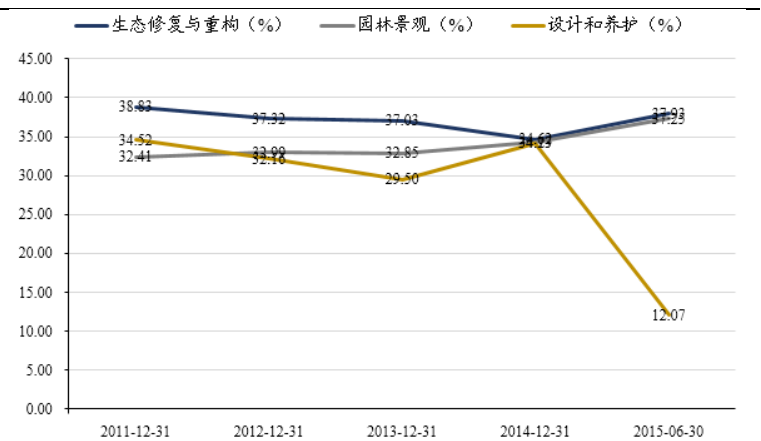
4.1. 资质高，项目经验多

公司主营业务为生态景观建设，目前主要从事生态景观工程施工，包括生态修复和园林景观。近年来，公司顺应行业发展趋势大力发展生态修复与重构业务，通过在新型浮岛技术、全空间水体治理和生物膜技术、植物种植修复生态湿地水质和净化城市水体上的技术优势，承建了多个湿地生态修复与保护、城市湿地公园、面源污染生态拦截与治理、两岸园林生态景观等各类与水生态治理密切相关的工程，实现了业务的均衡发展。公司生态修复与重构业务收入占比不断提升，目前占总收入的比重已经超过 20%，毛利率相对园林景观、设计和养护相对较高。

图表 16 美尚生态主营业务构成



图表 17 美尚生态主营业务毛利率



资料来源：WIND 资讯，东吴证券研究所

与此同时，公司承建了多个大型、综合性、设计施工一体化工程，省外业务拓展也取得了较大成效。作为为国家高新技术企业，公司目前拥有城市园林绿化企业一级资质、江苏省环境污染治理甲级资质(生态修复)、江苏省造林绿化施工单位二级资质、市政公用工程施工总承包二级资质、园林古建筑工程专业承包二级资质以及城市及道路照明工程专业承包三级资质，子公司中景设计拥有风景园林工程设计专项甲级资质，是行业内具有“双甲”资质的企业之一，曾获得中国花卉园艺与园林绿化行业协会、中国风景园林网和《世界园林》杂志社联合评选的“2011-2012 年度‘中国城市园林绿化综合竞争力’百强企业”(第 9 名)、“2011-2012 年度‘全国十佳园林工程’企业”、“2011-2012 年度‘全国十佳园林科技创新’企业”等荣誉。

图表 18 美尚生态主要示范工程项目

序号	工程项目	合同金额 (万元)
1	生态修复与重构项目	
1.1	衡阳市蒸水西堤南段风光带综合开发项目 (BT)	32299.92

1.2	张公山景区提升改造工程（设计施工一体化）总承包	16855.75
1.3	古庄农业生态园项目施工总承包（BT）	9709.05
1.4	太湖湿地生态修复和保护示范工程三期（BT）工程	9252.24
1.5	淮河北岸滨河绿地景观工程设计施工一体化工程	8403.53
2	园林景观项目	
2.1	蚌埠市民广场设计一体化工程	11375.02
2.2	黄山大道两侧景观绿道（设计施工一体化）总承包工程	4375.18
2.3	胶阳路（春风路-锡东大道）景观绿化工程	3515.08
2.4	政和大道景观绿化改造工程项目绿化及市政二标段	3355.92
2.5	锡兴路多彩林荫大道改造工程	2514.97

资料来源：美尚生态招股说明书，东吴证券研究所

公司专注于生态景观建设领域的技术开发多年，建立了完善的技术体系，积累了人工浮岛技术、生物膜技术、植物自净能力对水质的修复技术、生态沟渠保护水质技术、生态植物护坡技术、植物配置种植节水技术、苗木繁殖培育技术、营养液技术、生态景观营造和养护技术等一系列核心技术。

图表 19 美尚生态主要生态修复项目案例



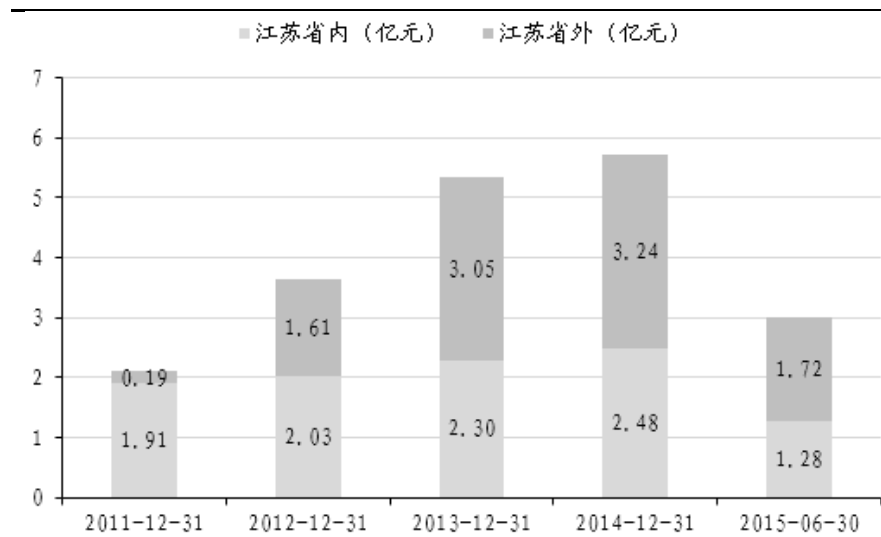
资料来源：美尚生态招股说明书，东吴证券研究所

4.2. 省内外业务并重

公司立足无锡，背靠华东地区的生态景观建设广阔市场实现了较快的发展，且凭借着所处太湖之滨水网稠密、湖荡众多的地理优势快速拓展生态修复与重构业务。经过十余年的发展，在江苏省无锡市及周边地区建立了良好的生态景观工程业务基础，

2011 年之前公司营业收入主要集中在江苏省内，2012 年开始后公司在保持江苏省内业务平稳增长的同时开始积极拓展省外业务，通过武汉、蚌埠、西安等地的业务拓展和设立蚌埠子公司、马鞍山分公司、西安分公司、天津分公司、武汉分公司、重庆分公司和上海分公司，积累了跨区经营的有益经验，尤其是在衡阳、蚌埠、西安等地承接了多个上亿规模的项目合同。截至最新，公司在江苏省内的业务比重已经不超过 50%，广泛的布局有助于公司未来更加稳定的发展。

图表 20 美尚生态业务范围



资料来源：WIND 资讯，东吴证券研究所

长三角地区是公司业务发展的立足点和大本营，该地区作为全国乃至全世界最为活跃的经济圈，园林绿化水平较高，生态环保理念盛行，项目示范效应明显，市场容量广而稳定。随着国家级经济圈的设立和全国城市化进程的加快，二、三线城市生态景观市场容量逐年增长，发展空间广阔。未来公司将立足长三角基地，全面加强向二三线城市的“跨区发展”和“品牌输出”力度，伺机切入一线城市的高端工程和设计市场，以点带面，形成多区域利润增长点，巩固并提高市场份额。

4.3. 产学研合作提升竞争力

除业务拓展业务范围，公司还积极与所属区域高校合作，通过产学研结合提升综合竞争力。公司与南京林业大学风景园林学院共同建立“南林美尚生态景观研究所”，并在公司总部设立科研实践基地，成立了江苏

省企业研究生工作站，聘请了南京林业大学风景园林学院专家教授作为技术顾问，公司与同处无锡的江南大学就园林固废资源化项目研发达成了校企合作，缩短了从科学研究成果到实际运用的时间，扩大了公司的选才范围，提高了公司研发力量和工程施工科技含量。

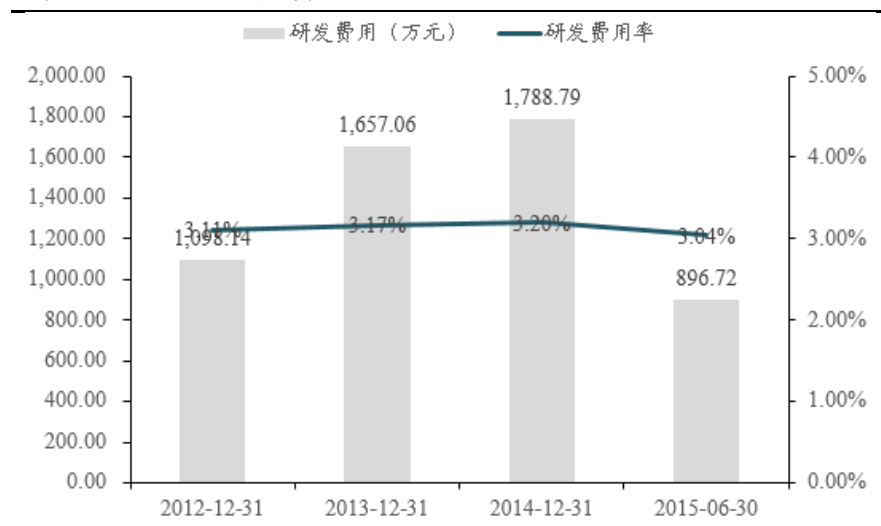
图表 21 美尚生态合作科研项目

合作院校	合作时间	合作内容
南京林业大学	2011.10.13	“生态植物护坡技术研发合作协议书”
	2011.12.13	“宿根花卉引种驯化技术研发合作协议书”
	2012.1.12	“容器育苗技术研发合作协议书”和“有机蔬菜新品种引育引繁技术研发合作协议书”
江南大学	2014.2.19	园林绿化垃圾循环利用项目技术合作开发

资料来源：美尚生态招股说明书，东吴证券研究所

公司 2012 年-2015 年上半年研发费用率分别为 3.11%、3.17%、3.20%和 3.04%，总体维持在稳定水平。

图表 22 美尚生态研发费用

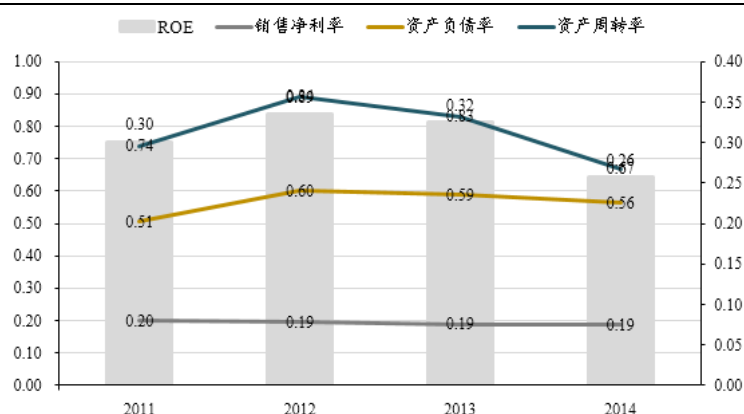


资料来源：WIND 资讯，东吴证券研究所

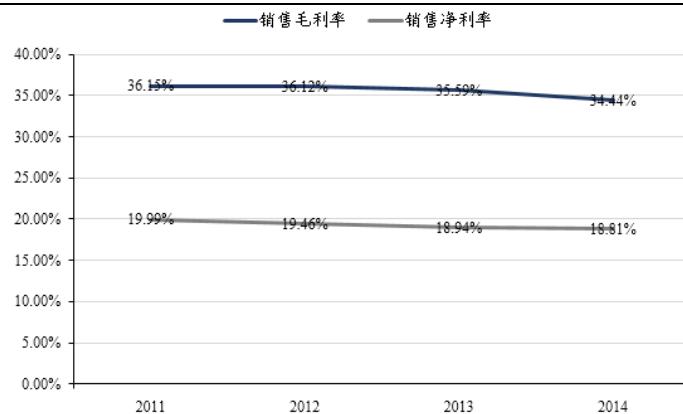
4.4. 小而精模式收益质量高

公司作为工程设计类公司，在近年来一直保持较高的毛利率和净资产收益率，毛利率一直维持在 35%左右，净资产收益率一直维持在 30%左右。公司 2012 年以来总资产周转率下降拖累 ROE，但总体仍处在一个比较高的水平。

图表 23 美尚生态杜邦分析



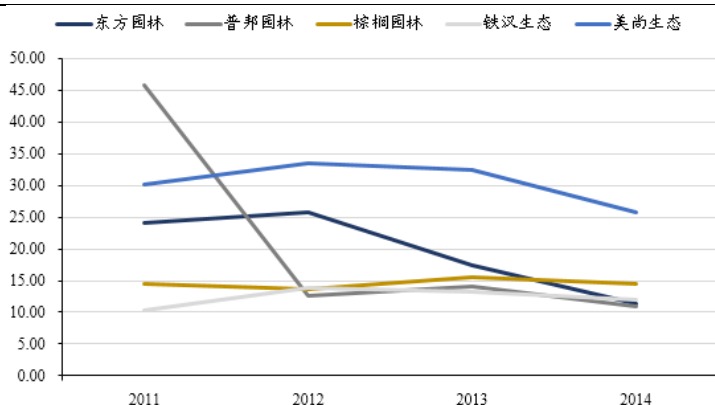
图表 24 美尚生态盈利能力变化



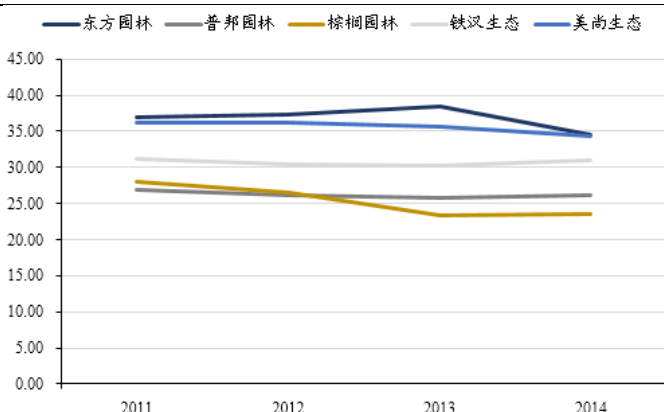
资料来源：WIND 资讯，东吴证券研究所

与同行业公司对比可以看出，公司 ROE 显著高于其他同类上市公司，其中较高的毛利率、较低的期间费用率以及较高的资产负债率是主要原因。公司资产周转率在行业处于中上水平，运营能力良好，但应收账款和长期应收款占总资产的比重较高，项目回款的风险较大。

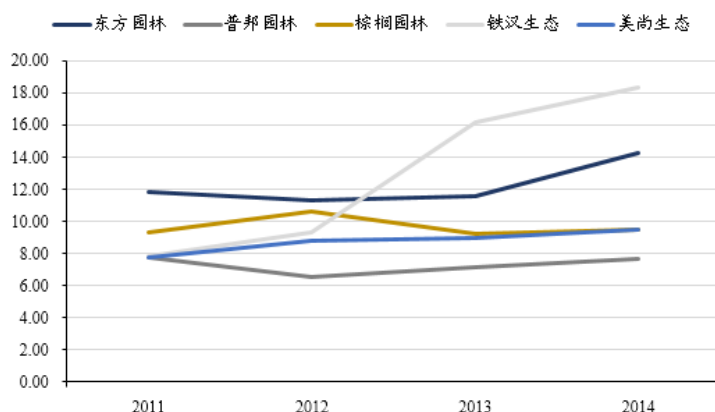
图表 25 园林上市公司 ROE



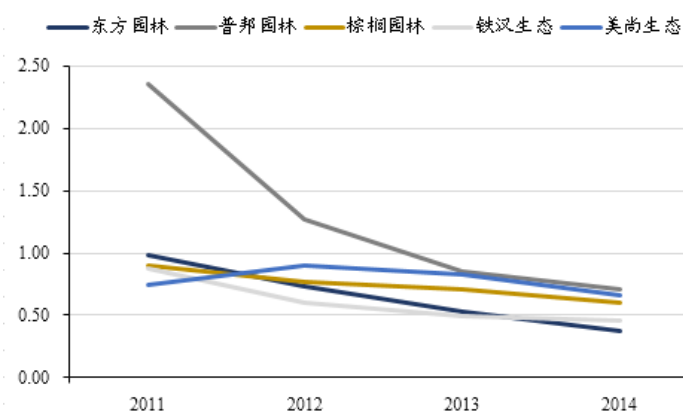
图表 26 园林上市公司毛利率



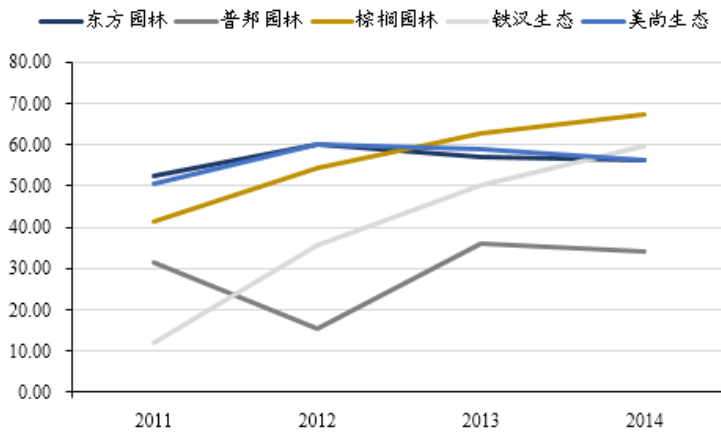
图表 27 园林上市公司期间费用率



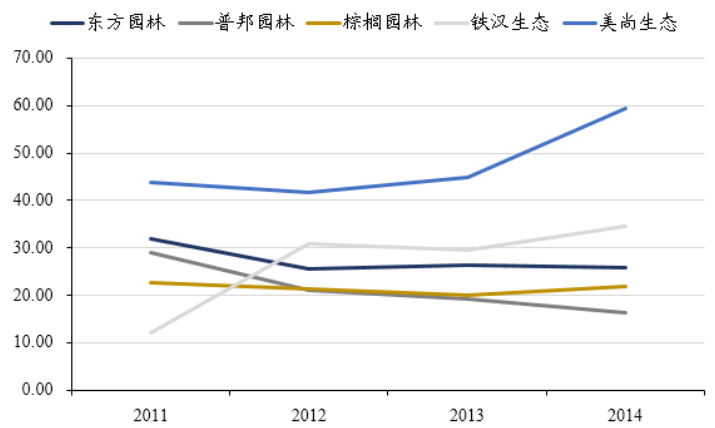
图表 28 园林上市公司资产周转率



图表 29 园林上市公司资产负债率



图表 30 园林上市公司 (应收账款+长期应收款)/总资产



资料来源: WIND 资讯, 东吴证券研究所

5. IPO 助加速扩张成本降低

本次拟公开发行股票不超过 1670 万股, 占发行后总股本的 25%。
共募集资金 50650.05 万元分别用于补充工程施工业务营运资金项目、衡阳市蒸水西堤南段风光带综合开发项目 (BT)、惠山苗木基地建设项目、来安生态精品苗木基地建设项目、固镇生态精品苗木基地建设项目、设计平台建设项目和研发中心建设项目。

图表 31 美尚生态募投项目简介

序号	项目名称	项目投资总额	拟使用募集资金
1	补充工程施工业务营运资金项目	12138.13	10731.18
2	衡阳市蒸水西堤南段风光带综合开发项目 (BT)	15609.94	15610.00
3	惠山苗木基地建设项目	5755.17	5755.00
4	来安生态精品苗木基地建设项目	6053.24	6053.00
5	固镇生态精品苗木基地建设项目	10680.39	10680.00
6	设计平台建设项目	2004.25	1604.00
7	研发中心建设项目	5959.43	216.87
合计		58200.55	50650.05

资料来源: 美尚生态招股说明书, 东吴证券研究所

截至最新, 公司惠山苗木基地建设项目、来安生态精品苗木基地建设项目分别投入了 1115.45 万元和 1434.54 万元, 衡阳市蒸水西堤南段风光带综合开发项目 (BT) 已投入建安费用 12584.45 万元。募集资金到位后公司将用于支付已投入资金并支付上述项目剩余款项。

图表 32 美尚生态募投项目进展规划

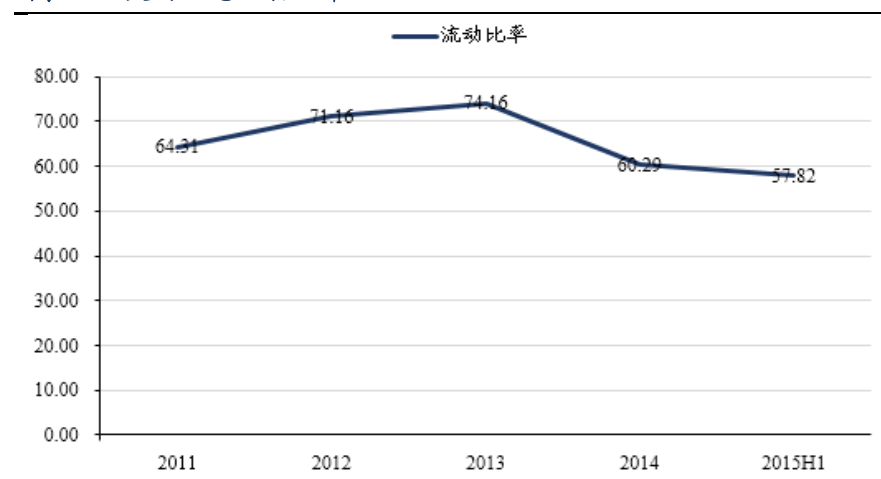
项目名称	拟使用募集资金 (万元)	募集资金使用计划			
		第一年	第二年	第三年	第四年
补充工程施工业务营运资金项目	10731.18	根据工程施工业务所需使用该笔资金			
衡阳市蒸水西堤南段风光带综合开发项目 (BT)	15610.00	根据工程施工进度所需使用该笔资金			
惠山苗木基地建设项目	5755.00	5755	-	-	-
来安生态精品苗木基地建设项目	6053.00	6053	-	-	-
固镇生态精品苗木基地建设项目	10680.00	10680	-	-	-
设计平台建设项目	1604.00	1003	301	300	-
研发中心建设项目	216.87	216.87	--	-	-

资料来源：美尚生态招股说明书，东吴证券研究所

5.1. IPO 充足资金实力扩大业务范围

园林绿化是典型的“轻资产”行业，行业内企业固定资产规模普遍较小，难以通过抵押贷款方式取得大规模的银行间接融资，也很难利用公开发行业债券直接融资。随着公司发展进入扩张期，原有的融资渠道和方式已不能适应公司进一步发展的需要，行业特点决定了公司在业务承揽和工程施工过程中需要投入大量的配套营运资金。

图表 33 美尚生态流动比率



资料来源：WIND 资讯，东吴证券研究所

图表 34 美尚生态补充工程施工业务营运资金

序号	项目	金额 (万元)
1	2015 年公司非 BT 项目营运资金需求总额	24996.78
2	截至 2014 年 11 月 30 日公司实际占用营运资金总额	9321.37

3	2015 年 BT 项目净流入	3537.27
4	2015 年需补充工程施工业务营运资金总额	12138.13

资料来源：美尚生态招股说明书，东吴证券研究所

5.2. 提升苗木自给率降低成本

苗木植物是园林景观和生态修复类企业在业务拓展时的必须成本。随着公司生态景观工程业务规模的不断扩大，工程业务配套苗木的需求也快速增长；且随着“国家生态园林城市”创建活动的不断推进以及人们对于生态景观要求的逐步提升，生态景观建设向深度生态化发展，工程业务配套苗木应用种类呈现生态化、多样化趋势，同时“新、特、奇、优”和大规格苗木的需求量也逐年增加。

相对于自产苗木，外购苗木可能存在着苗木质量规格参差不齐、采购时间难以把握、采购成本无法有效控制及部分苗木需异地采购等弊端，从而影响工期、制约赶抢工期效率，降低生态景观工程项目整体质量，制约公司业务继续保持快速增长。

在多重需求下，苗木自给率较低已经开始制约公司的发展。IPO 募集资金到位后，公司将通过寻找建立新的苗木基地以满足日益增长的生态景观工程的苗木需求，进一步提高公司苗木自给率。通过自产和储备各种“新、特、奇、优”的苗木，研发和种植生态苗木，能够确保公司工程业务所需苗木供给的及时性和稳定性，提升苗木材料的供应安全；同时可以通过自产苗木降低市场价格波动带来的风险，有效降低成本。

6. 估值与询价建议

公司此次公开发行募投项目所需资金为 50650.05 万元，考虑到发行费用 3558.15 万，本次发行价格理论上将不超过 32.46 元。

截至最新公司在手的未完成工程合同金额为 9.07 亿元。我们预计公司将稳定执行在手订单项目，生态园林作为近年来发展较快的业务有望与中景设计实现更好的协同，2015-2017 年将实现 20%、25%、25% 的增长；生态修复与重构业务 2015 年增长有所放缓，我们预计随着上市募集大量资金补充能量以及借助 PPP 政策进一步实现扩张，该业务 2015-2017 年将实现-10%、10%、15% 的增长；对公司设计与养护业务，我们预计有望伴随主业稳定增长。

基于以上假设，我们预计公司 2015-2017 年实现营业收入 5.92、6.96、8.36 亿元，实现净利润 1.18、1.37、1.66 亿元，对应发行后 EPS 1.77、2.05、2.49 元。结合当前可比上市公司的估值情况，我们给与公司 34.71~48.44 倍 PE，对应上市后的合理价格区间为 71.16~85.74 元。

图表 35 美尚生态可比公司情况

证券代码	证券简称	总资产 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	PE(2015)	PE(2016)
002310.SZ	东方园林	130.66	46.80	6.43	54.55	41.40
002663.SZ	普邦园林	54.86	31.61	3.98	35.56	31.17
002431.SZ	棕榈园林	93.62	50.07	4.48	56.47	30.12
300197.SZ	铁汉生态	50.64	20.03	2.44	47.18	36.16
平均值					55.32	34.71

资料来源：WIND 资讯，东吴证券研究所

7. 风险提示

作为工程项目类企业，能否顺利、持续拓展项目订单是公司能否保证持续增长的重要因素，因此应持续关注公司未来的拿单状况；公司应收账款和长期应收款占总资产的比重较高，若不能如期回款则面临较大的资金风险；此外，公司投资自建苗木基地的苗木培育与气候季节和健康生长相关，应考虑公司面临的气候季节和虫害风险。

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
	2014	2015E	2016E	2017E		2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	580.4	1186.3	1332.3	1524.0	营业收入	572.7	595.2	699.3	839.6
现金	290.8	898.3	995.7	1119.9	营业成本	375.5	390.4	447.0	535.7
应收款项	228.7	228.3	268.2	322.1	营业税金及附加	14.5	11.9	14.0	16.8
存货	60.0	58.8	67.4	80.7	营业费用	0.0	0.0	21.0	25.2
其他	0.9	0.9	1.0	1.3	管理费用	47.1	47.6	56.0	67.2
非流动资产	382.2	389.3	390.4	388.4	财务费用	7.6	6.1	0.7	-0.3
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资净收益	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	27.1	34.2	35.3	33.3	其他	-3.6	0.0	0.0	0.0
无形资产	0.2	0.2	0.2	0.2	营业利润	124.4	139.1	160.7	195.1
其他	354.9	354.9	354.9	354.9	营业外净收支	2.8	0.0	0.0	0.0
资产总计	962.6	1575.6	1722.7	1912.4	利润总额	127.2	139.1	160.7	195.1
流动负债	477.7	449.0	486.8	543.8	所得税费用	19.5	20.9	24.1	29.3
短期借款	205.0	200.0	200.0	200.0	少数股东损益	0.2	0.0	0.0	0.0
应付账款	235.7	213.9	244.9	293.5	归属母公司净利润	107.6	118.23	136.63	165.84
其他	37.0	35.0	41.9	50.2	EBIT	135.7	145.2	161.4	194.8
非流动负债	65.0	65.0	65.0	65.0	EBITDA	138.9	148.5	164.9	198.5
长期借款	65.0	65.0	65.0	65.0					
其他	0.0	0.0	0.0	0.0					
负债总计	542.7	514.0	551.8	608.8					
少数股东权益	0.7	0.7	0.7	0.7					
归属母公司股东权益	419.3	1060.9	1170.2	1302.9					
负债和股东权益总计	962.6	1575.6	1722.7	1912.4					

数据来源：东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

