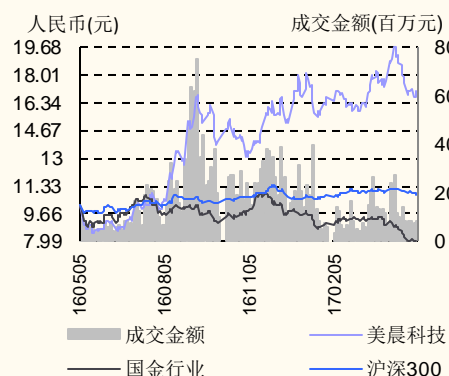


市场价格 (人民币): 17.01 元  
 目标价格 (人民币): 22.00-24.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

### 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股) 347.37  
 总市值(百万元) 13,731.54  
 年内股价最高最低(元) 19.69/8.55  
 沪深 300 指数 3404.39



## 双主业动力足,“园林+文旅”开启增长新通道

### 公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.259	0.553	0.793	1.171	1.536
每股净资产(元)	2.76	3.27	4.14	5.11	6.45
每股经营性现金流(元)	-0.27	-0.47	0.79	0.89	0.54
市盈率(倍)	48.02	30.15	21.44	14.53	11.07
行业优化市盈率(倍)	36.39	36.39	36.39	36.39	36.39
净利润增长率(%)	102.47%	113.59%	43.39%	47.56%	31.21%
净资产收益率(%)	9.40%	16.90%	19.17%	22.91%	23.83%
总股本(百万股)	807.26	807.26	807.26	807.26	807.26

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 投资逻辑

- **园林/汽配双丰收, 向文旅/“互联网+汽车后市场”转型:** 1) 公司传统主业为橡胶非轮胎等汽车零部件, 2014 年收购赛石集团进军园林市场, 2016 年公司营收 29.5 亿元 (+63.63%), 归母净利润 4.47 亿元 (+113.59%), 园林营收占比 63.29% (+69.85%), 汽配营收占比 31% (51.36%), 2017 年 Q1 公司延续 16 年高增长态势, 营收 5.68 亿元 (+38.58%), 归母净利润 7722 万元 (+81.49%); 2) 园林板块中市政园林高速增长, 2 月收购法雅园林, 补足西南地区区域短板, 增强生态环保领域竞争力, 同时紧抓 PPP 发展机遇发展文化旅游产业; 汽配板块涉足“互联网+汽车后市场”, 抢占市场先机, 为“互联网+实业+金融”转型奠定基础。
- **生态环保拓展万亿园林市场, PPP 驱动“园林+文旅”新模式:** 1) 园林边界继续拓宽: 到 2020 年我国城镇化率将达到 63%, 将带动城镇绿化投资 3265 亿; 海绵城市和特色小镇继续发展, 生态环保拓展万亿市政园林市场, 公司“苗木+设计+施工”全产业链模式竞争优势强; 2) 公司通过 PPP “园林+旅游”模式, 坚定向市政园林、文化旅游拓展业务, 有望带来新的业绩增长点: 当前已签订 230 亿 PPP 合同 (含战略协议), 旅游产业相关订单占比高, 今明两年将有 50-60 亿落地; 3) 旅游市场发展迅猛, 投资高增市场广阔: 2020 年旅游直接投资将达到 2 万亿。
- **汽车市场回暖, 汽配板块业务稳定:** 1) 汽车行业回暖: 2016 年汽车行业实现总销量 2803 万辆 (+13.65%), 其中乘用车销量 2438 万辆 (+14.9%), 商用车销量 365 万辆 (+5.8%); 2) 汽配板块稳定: 公司市场结构优化, 公司面向乘用车市场的销售额占汽车配件板块总营业额的比例达到 53.79%; 产品升级换代, 投资 4000 万元深入布局汽车高分子材料, 分享万亿级汽车后市场红利; 3) 主要客户陕西重汽、福田汽车订单稳定, 17 年有望破 4 亿。

### 投资建议

- 我们看好公司“园林+汽配”双主业模式持续发力, 受益汽车市场回暖和 PPP 订单落地加速, 预计公司业绩继续大幅增长; 2017-2018 年 EPS 分别为 0.79/1.17 元, 我们给予公司未来 6-12 个月 23 元目标价位, 对应 17 年 PE 估值 29 倍。

### 风险提示

PPP 落地不及预期, 业绩增长不及预期, 宏观经济政策风险等。

黄俊伟 联系人  
 (8621)60230241  
 huangjunwei@gjzq.com.cn

贺国文 分析师 SAC 执业编号: S1130512040001  
 (8621)60230235  
 hegww@gjzq.com.cn

## 内容目录

一. 盈利预测与估值.....	4
1. 盈利预测.....	4
2. 采用 PE 估值给予公司 23 元目标价.....	4
二. 双主业模式活力足，业绩如期高歌猛进.....	4
三. 园林板块稳健扩张，传统汽配业务稳定.....	8
1. 生态环保助力，市政园林快速增长.....	8
2. 汽车配件整体向好，“互联网+汽车后市场”拉开转型序幕.....	10
四. PPP 助力“园林+旅游”，订单充足加速落地.....	12
1. “园林+文旅”协同发力，PPP 订单充足落地快.....	12
2. 文化旅游市场广阔，公司加速布局文旅产业.....	13
五. 风险提示.....	14

## 图表目录

图表 1：公司盈利预测表.....	4
图表 2：可比公司估值情况.....	4
图表 3：公司股权结构.....	5
图表 4：公司主营汽车零部件和生态园林.....	5
图表 5：营业收入保持高速增长.....	6
图表 6：归母净利润保持高速增长.....	6
图表 7：营收对比同业，增长良好.....	6
图表 8：2017Q1PE 估值偏低（TTM 估值）.....	6
图表 9：园林为营收主要来源.....	6
图表 10：2016 园林毛利占比 63.29%.....	6
图表 11：2016 年生态园林业务毛利率（%）对比.....	7
图表 12：2016 主营业务地区分布.....	7
图表 13：重点发展市政园林.....	8
图表 14：城市绿地面积稳步增长.....	9
图表 15：城市园林绿化建设投资额增长趋势.....	9
图表 16：城市园林绿化投资额 2020 将达 3240 亿.....	9
图表 17：园林板块主要子公司及优势.....	10
图表 18：法雅园林主营业务及成就.....	10
图表 19：汽车行业回暖总销量增加 13.65%.....	11
图表 20：乘用车在汽车配件板块占比逐年增加.....	11
图表 21：重卡市场连续高增焕发新活力.....	11
图表 22：公司对陕西重型汽车有限公司销售情况.....	11
图表 23：汽车配件板块业绩飙升 51.54%.....	12
图表 24：公司在手 230 亿 PPP 项目.....	12

图表 25: 国内旅游人数逐年增长.....	13
图表 26: 旅游总收入快速增长.....	13
图表 27: 2015 年旅游投资中景区类投资最大.....	14

## 一. 盈利预测与估值

### 1. 盈利预测

- 公司传统汽车配件业务稳步发展，战略转移园林市场成功，积极筹划实施外延收购事项，PPP在手订单充足，230亿PPP合同（含战略协议）将逐步落地，我们预测公司业绩将稳步增长。我们测算2017、18年营收分别为43.91亿和60.43亿，对应净利润为6.40亿和9.45亿。

图表 1：公司盈利预测表

年份	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（亿元）	18.03	29.5	43.91	60.34	74.73
同比%	56.97%	63.61%	48.85%	37.42%	23.84%
毛利率	33.29%	33.42%	33.66%	35.23%	35.79%
营业税金占比	2.15%	0.33%	1.10%	0.50%	0.71%
销售费用占比	4.99%	3.96%	4.50%	3.67%	3.90%
管理费用占比	9.02%	8.04%	8.60%	9%	8%
所得税率	17%	14.60%	15.00%	14.40%	13.60%
归母净利润（亿元）	2.09	4.46	6.40	9.45	12.39
同比%	102.50%	113.60%	43.39%	47.56%	31.21%
EPS（元/每股）	0.26	0.55	0.79	1.17	1.54

来源：公司年报、国金证券研究所

### 2. 采用 PE 估值给予公司 23 元目标价

- 考虑到公司业务中园林工程占比较高，我们选取东方园林、铁汉生态、美尚生态、乾景园林和文科园林等园林公司作为可比公司，采用 PE 估值法进行估值。可比园林公司 2017 年园林公司 PE 均值为 27.2，由于公司在手订单充足，且双主业共同发展，我们给予公司一定的估值溢价，根据 PE 估值法给予公司合理价格 23 元，对应 17/18 年的估值水平为 29 /24 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 2：可比公司估值情况

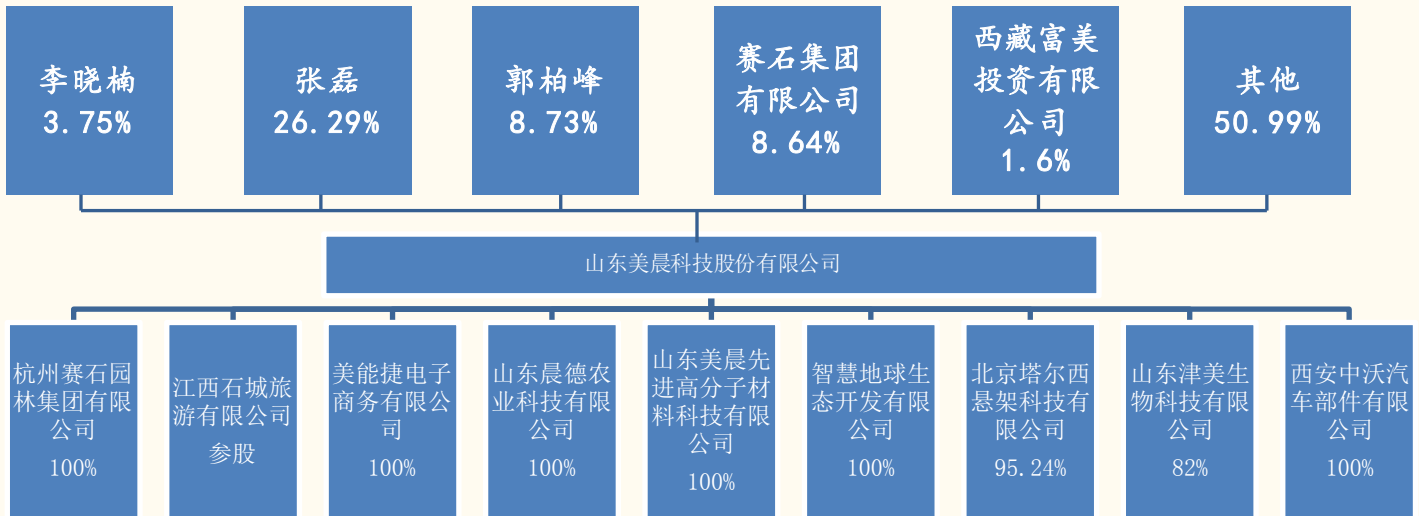
证券简称	总市值 (亿)	净利润 (亿)			PE		
		17E	18E	19E	17E	18E	19E
东方园林	471.21	20.09	28.68	37.48	23.45	16.43	12.57
铁汉生态	223.84	8.46	12	16.57	26.44	18.64	13.51
美尚生态	100.4	3.93	5.34	6.8	25.55	18.8	14.77
乾景园林	48.14	1.33	1.67	2.03	36.17	28.81	23.66
文科园林	54.51	2.29	3.2	4.32	24.7	17.62	13.08
				均值	27.26	20.06	15.52
美晨科技	137.64	6.88	9.79	12.3	19.99	14.05	11.13

来源：Wind、国金证券研究所

## 二. 双主业模式活力足，业绩如期高歌猛进

- 山东美晨科技股份有限公司成立于 2004 年，2011 年在深圳证券交易所挂牌上市。国家科技部认定为“国家火炬计划重点高新技术企业”、“山东省首批高新技术企业”。总部位于山东诸城。
- 公司的控股股东是张磊先生，持有本公司 26.29% 的股份，并通过其他资产管理方式控制公司。另一名实际控制人是李晓楠女士，现任董事长是郑召伟先生。2016 年初董监高锁定 75% 股份，剩余 25% 的股份上市流通。

图表 3：公司股权结构



来源：公司公告、国金证券研究所

- **双主业模式驱动增长：**公司传统主业为非轮胎橡胶减震和胶管制品等汽车零部件，秉持“生态环保+科技”的经营方针与策略，于 2014 年收购赛石园林，现已形成以汽车零部件和生态园林为主的双主业经营模式。2016 年主营业务收入 29.50 亿元，园林与汽配业务分别占比 69.5%和 30.0%。未来，美晨科技将借助 PPP 机遇延伸发展文化旅游产业，同时致力于构建“互联网+汽车后市场”，最终将公司打造为“互联网+实业+金融”的混业型公司。

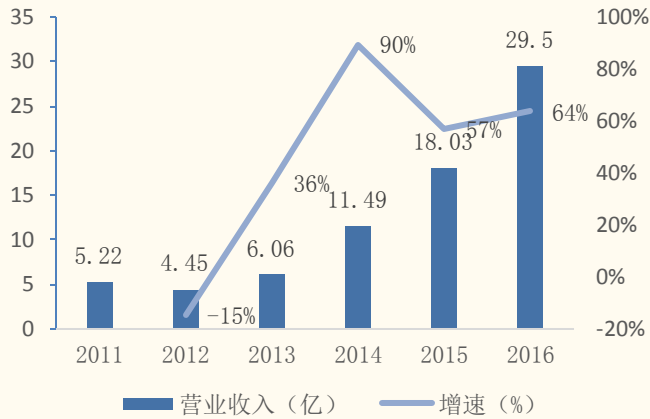
图表 4：公司主营汽车零部件和生态园林

主营业务	主要产品
汽车零部件	橡胶制品 塑料制品
生态园林	园林施工 苗木销售 工程设计

来源：公司公告、国金证券研究所

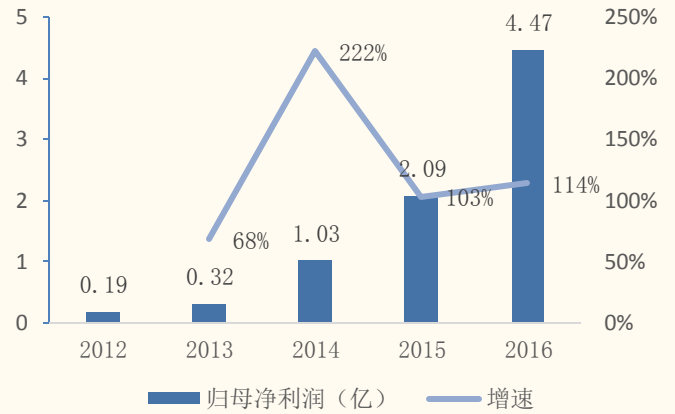
- **公司业绩高速增长：**根据公司 2017 一季度报告，一季度营收/归母净利润为 5.68/0.77 亿元，同比增长 38.58%/81.49%，归母净利润高速增长。对比同行业公司，营收保持稳定增长。基本 EPS 为 0.0957，PE 31.97。比较同行业公司，美晨科技的全年营收增长率较高，PE 估值偏低。

图表 5: 营业收入保持高速增长



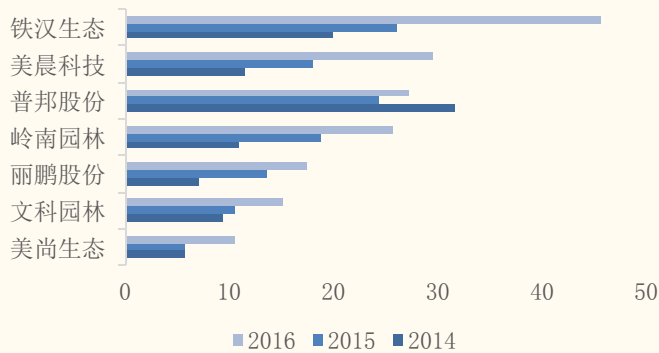
来源: wind, 国金证券研究所

图表 6: 归母净利润保持高速增长



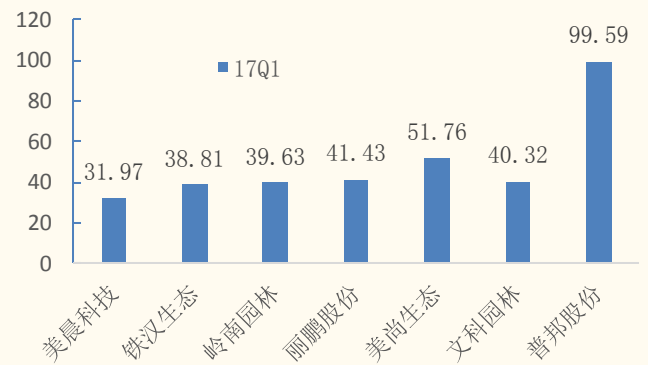
来源: wind, 国金证券研究所

图表 7: 营收对比同业, 增长良好



来源: wind, 国金证券研究所

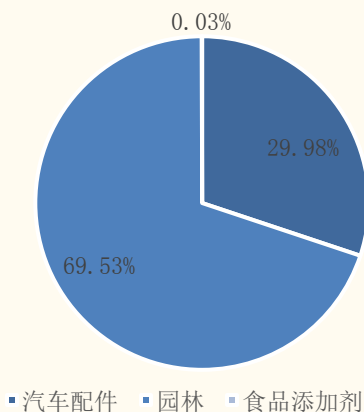
图表 8: 2017Q1PE 估值偏低 (TTM 估值)



来源: wind, 国金证券研究所

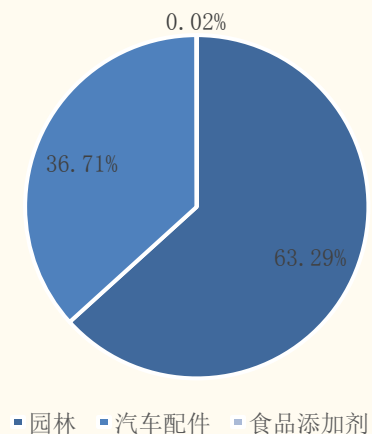
- 园林为营收和利润主要来源: 该项目在 2016 年营收占比为 69.53%, 毛利占比为 63.29%, 毛利率为 30.49%, 2016 年来园林行业竞争加剧, 毛利率有所下降, 但与同行业相比, 生态园林业务毛利率处于较高水平。

图表 9: 园林为营收主要来源



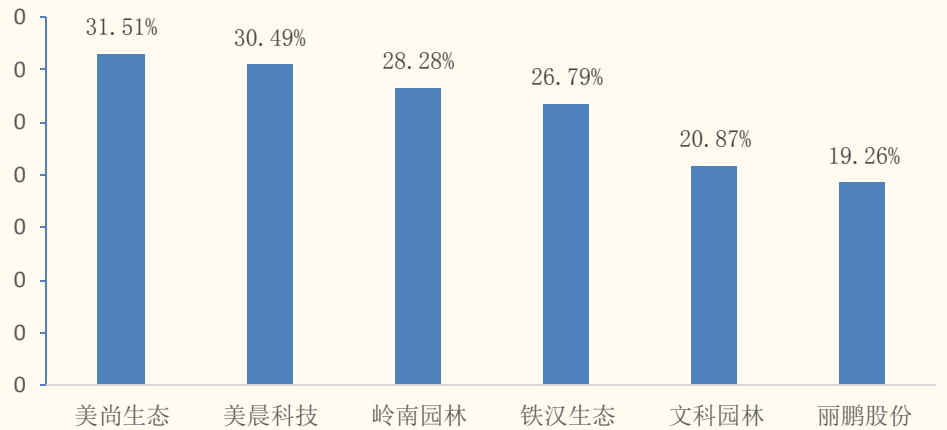
来源: Wind、国金证券研究所

图表 10: 2016 园林毛利占比 63.29%



来源: Wind、国金证券研究所

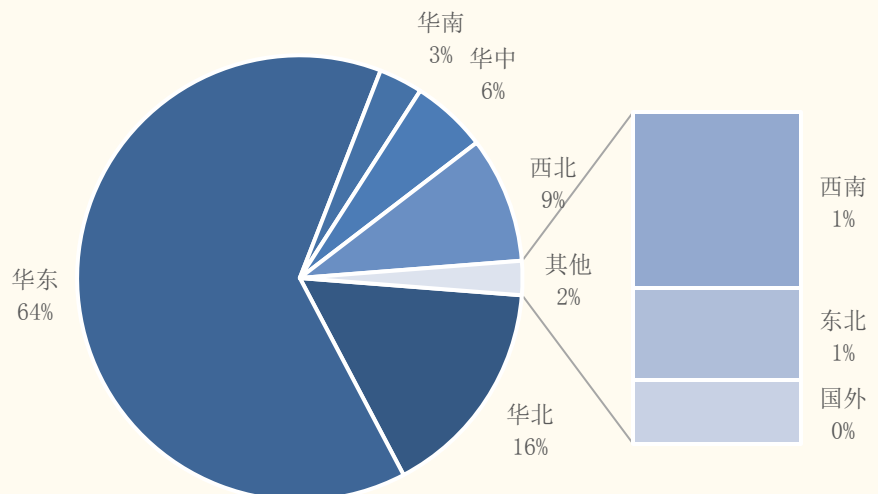
图表 11: 2016 年生态园林业务毛利率 (%) 对比



来源: Wind、国金证券研究所

- **优化传统主营，进军汽车后市场。**2016 年，公司通过市场结构优化、产品升级换代，使公司面向乘用车市场的销售额占汽车配件板块总营业额的比例由 2015 年的 45.81% 提升至 2016 年的 53.79%，未来乘用车市场的发展将对公司非轮胎环保橡胶制品的发展前景产生重要影响。陕西重汽、福田汽车订单稳定，17 年有望破 4 亿。4000 万元深入布局汽车高分子材料，分享万亿级汽车后市场红利。
- **生态环保呼应主流旋律，红利期促园林业务发展。**2014 年收购赛石园林，进入环保领域，呼应我国生态建设主旋律。紧抓 PPP 政策与政府换届的红利期，积极推进 PPP 业务模式，快速抢占优质 PPP 项目资源，2016 年以来公告订单(含框架协议)约 81.7 亿元，在手订单饱满，公司 PPP 模式业务开展步入正轨。同时，公司正关注水污染防治业务，预通过标的收购提升企业环境治理的综合能力。
- **内生外延，深耕华东，积极拓展华南、华中、西北业务。**2016 年，公司于华东的主营业务收入 18.69 亿元，占比高达 63.33%，华北业务占比 15.97%，华南、华中和西北等地区也取得可观的业务进展，区域短板逐渐消失。另一方面，通过不断的兼并收购，公司现已有 9 家子公司，先后增资云中歌、参股旅程环境、完成法雅园林收购，保证公司在互联网+汽车后市场与生态园林双领域下的竞争力的同时，拓展全国业务。

图表 12: 2016 主营业务地区分布





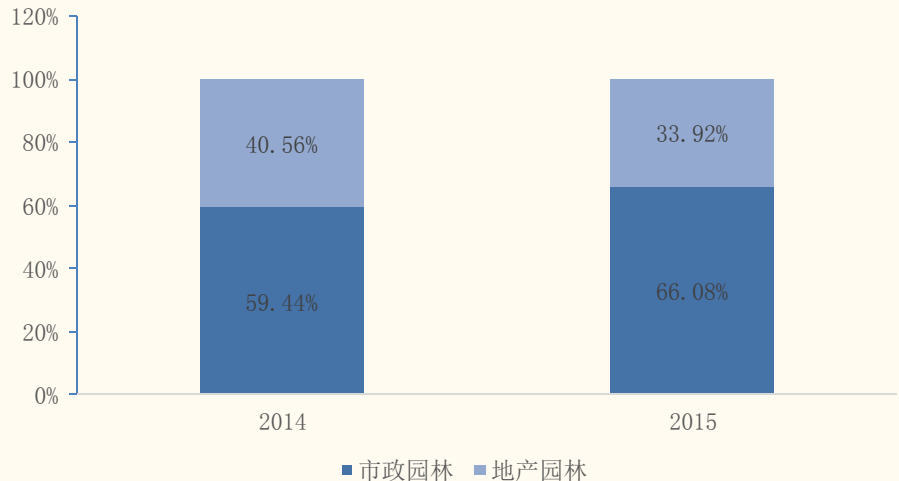
来源：公司年报，国金证券研究所

### 三. 园林板块稳健扩张，传统汽配业务稳定

#### 1. 生态环保助力，市政园林快速增长

- **重点发展市政园林：**全资子公司赛石园林在 2013 年收购杭州园林后，地产园林和市政园林并重。地产园林给公司带来了更快的回款速度和知名度，市政园林则贡献了较高的业务收入和毛利率。2015 年和 2016 年房地产市场收到宏观市场的调控，地产园林板块受到影响。市政园林则受益于 PPP 模式，签订大量订单，比重逐渐加大，公司战略转型着重发展市政园林。

图表 13：重点发展市政园林

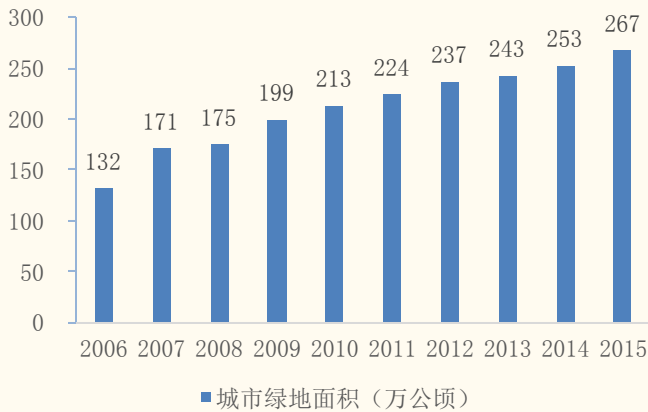


来源：Wind、国金证券研究所

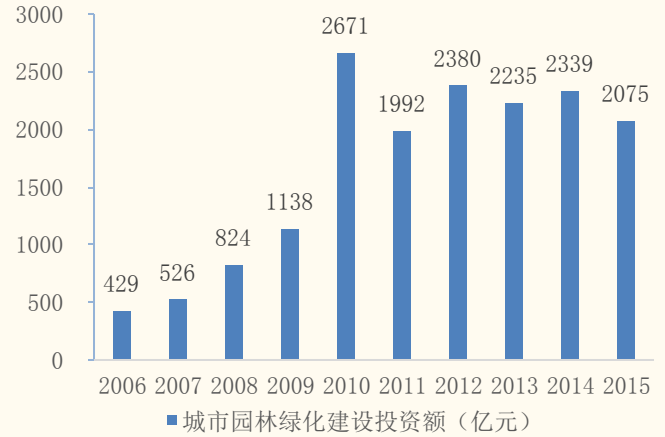
- **着力发展中高端地产：**近年来公司全资子公司承接的中高端地产园林工程比例不断提高。2016 年 4 月，公司与章丘市碧桂园房地产开发公司签署战略合作协议。此外，赛石园林在中高端地产园林领域与多家知名房产企业如绿城集团、万科集团、中驰置业等建立了稳定的合作关系，优质的客户资源保证了公司业务稳定和持续增长，有利于控制应收账款回收等财务风险，同时也有助于赛石集团实现跨区域扩张，降低跨区域经营的风险。
- **“城镇化+海绵+特色”推动市政园林需求稳步攀升：**近年来，我国城市化水平不断提升，2016 年常住人口城镇化率为 57.35%，据估算，2020 年我国城镇化率将达到 63%，而发达国家的城镇化水平在 80% 以上，我国还有广阔的进步空间。市政园林投资额与城镇化率和绿化覆盖率高度相关。根据国家统计局发布的年度数据测算，一公顷的城市园林绿地面积约投资 8-10 万元，近五年平均为 9.03 万元。考虑近年来国家对生态环保的重视，我们预期 2017 年城市园林绿地面积同比增长 6.12%，为 300 万公顷，相对应的城市园林绿化建设投资额为 2707 亿元。预期 2020 年城市园林绿地面积同比增长 6.3%，为 360 万公顷，相对应的城市园林绿化建设投资额为 3265 亿元。



图表 14：城市绿地面积稳步增长



图表 15：城市园林绿化建设投资额增长趋势



来源：国家统计局、国金证券研究所

来源：国家统计局、国金证券研究所

- 根据国家统计局发布的年度数据测算，一公顷的城市园林绿地面积约投资 8-10 万元，近五年平均为 9.03 万元。考虑今年来国家对生态环保的重视，我们预期 2017 年城市园林绿地面积同比增长 6.12%，为 300 万公顷，相对应的城市园林绿化建设投资额为 2700 亿元。预期 2020 年城市园林绿地面积同比增长 6.3%，为 360 万公顷，相对应的城市园林绿化建设投资额为 3240 亿元。

图表 16：城市园林绿化投资额 2020 将达 3240 亿

	城市园林绿地面积 (万公顷)	每公顷投资额 (万元)	城市园林绿化建设投资额 (亿元)
2016E	282	9	2538
2017E	300	9	2700
2018E	318	9	2862
2019E	338	9	3042
2020E	360	9	3240

来源：国家统计局、国金证券研究所

- 特色小镇、海绵城市拓展园林市场：2016 年 10 月住建部公布《第一批 127 个中国特色小镇名单》，后续还持续推出金融扶持政策，掀起了特色小镇的建设风潮。之后各地积极开展特色小镇的探索，规划密集出炉。2014 年 10 月，住建部发布《海绵城市建设技术指南》，3 个月后又火速发布中央财政支持计划和海绵城市建设试点通知，开启了海绵城市建设风潮，获得各省市的强烈反响。根据国务院办公厅发布的《关于推进海绵城市建设的指导意见》，海绵城市建设要最大限度地减少城市开发建设对生态环境的影响，将 70% 的降雨就地消纳和利用，到 2020 年，城市建成区 20% 以上的面积达到目标要求；到 2030 年，城市建成区 80% 以上的面积达到目标要求。特色小镇和海绵城市政策的推出进一步推动城镇绿化和生态环境的改善，给市政园林市场拓宽了广泛空间。
- “苗木+设计+施工”全产业链带来市政园林竞争新优势。2014 年公司收购“赛石集团”，赛石园林集规划设计、工程施工、苗木种植、花卉旅游于一体，是专注于人居环境品质建设的高端景观营造商。公司业务涵盖了园林绿化产业链的各个环节，收入主要来源于园林工程施工业务，但苗木种植、景观规划设计作为辅助业务，为园林工程施工业务提供了支持与保障，发挥了协同效应。此外，苗木、设计与施工一体化，将设计理念与工程施工结合在一起，能够有效提升工程的效果，提高客户满意度；同时使得公司可以适当的运用自身的苗木资源和原料供应渠道，在保证质量的前提下，达到降低成本、提高效率的目的。

图表 17: 园林板块主要子公司及优势

	主要子公司	主要优势
苗木	杭州赛石苗圃有限公司、杭州赛石农业生态有限公司 无锡赛石容器苗木有限公司、昌邑赛石容器花木有限公司 山东中和园艺有限公司、杭州临安赛石花朝园艺有限公司	在山东、杭州、无锡等地拥有苗圃基地三千多亩,投资近五千万;种植的苗木以供应给赛石园林的工程项目使用为主,对外销售为辅,在苗木市场供应紧缺或价格出现大幅波动时,保证赛石园林园林施工项目的苗木供应,提升赛石园林的市场竞争力
设计	杭州园林景观设计有限公司	工程设计资质证书、风景园林工程设计专项乙级
施工	杭州市园林工程有限公司	园林古建一级、城市园林绿化一级、文物保护工程施工一级、建筑装潢二级和对外承包工程资格的专业施工企业,并已获得 ISO 质量管理体系/环境管理体系/职业健康安全管理体系认证证书

来源:公司公告、国金证券研究所

- **外延并购拓宽销售区域、完善园林产业。**2017年2月28日,公司发布收购武汉法雅园林集团全部股权的公告,并将于4月将大体完成收购。法雅园林集团是国内具备生态治理核心技术的领军企业,是国内首批同时具备“双甲”资质的园林企业,是行业获得创新专利最多的企业之一,是美丽中国系统解决方案提供商。2015年法雅园林营收为2.9亿,净利润达到为2136万。
- 此前杭州赛石园林主要销售区域集中在江浙、山东、江西,在湖南、湖北、四川、重庆等区域的覆盖能力较弱,并购武汉法雅园林集团将对区域短板作出补充。同时,法雅园林在土壤修复、山体修复方面也拥有领先技术和专利,2017年3月24日,法雅园林更是获得了“环境修复资质证书”,在园林生态环境的探索上又迈出一步。此次并购有望进一步提升公司技术实力,提升在生态修复领域的业绩。

图表 18: 法雅园林主营业务及成就

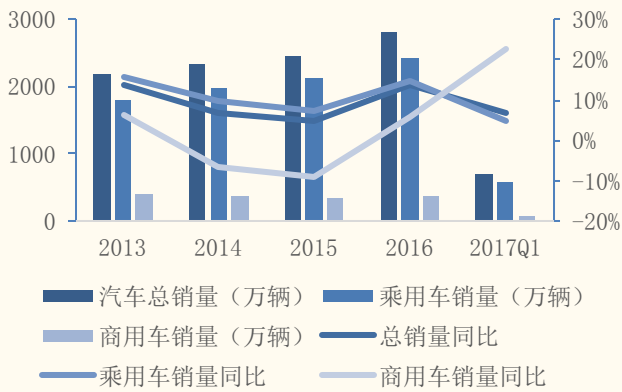
主营业务	主要成就/技术
山体修复	典型案例:凤凰山破损山体生态修复工程项目,占地面积近60万平方米,其中破损山体近30万平方米,是目前东湖高新技术开发区乃至武汉市最大的山体生态修复工程。
矿山修复	解决岩石边坡乔木栽植成活率低的难题,使破损山体复绿工程实施三年后植被的覆盖率达80%以上,乔木的成活率达90%以上。
土壤修复	典型案例:武汉东湖高新的得胜山、凤凰山、铁箕山、凌家山、黄龙山等山体修复工程
水治理	公司通过自主研发与国内水生植物顶级科研机构合作开发的模式,在国内率先将风眼莲,大漂,浮萍,紫萍,槐叶萍,满江红,芦苇、香蒲,石菖蒲,狐尾藻风眼莲等一批大型水生植物运用于水体生态修复景观工程。
生态景观工程	在中国各地完成过数百项小区,道路、广场、屋顶花园、私家花园及山体修复等项目的规划设计。其中“武汉官桥湖湖滨绿地景观绿化工程”获得2011年全国市政公用工程行业优质设计一等奖。“武汉凤凰山破损山体生态修复工程”获得国家及省级奖项。

来源:公司官网、国金证券研究所

## 2. 汽车配件整体向好,“互联网+汽车后市场”拉开转型序幕

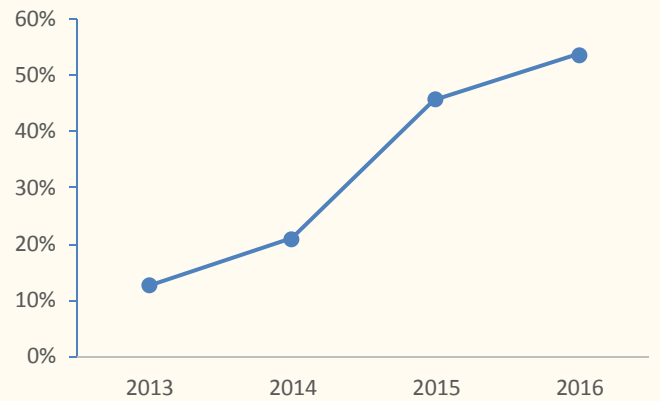
- **汽车行业增速重回两位数。**根据中国汽车工业协会数据,2016年汽车行业实现总销量2802.8万辆(+13.65%),其中乘用车销量2437.69万辆(+14.9%),商用车销量365.1万辆(+5.8%),受益于乘用车强劲发展势头,公司面向乘用车市场的销售额占汽车配件板块总营业额的比例由2015年的45.81%提升至2016年的53.79%。17年第一季度乘用车销量594.7万辆(+4.63%),实现稳健增长,公司业绩将持续受益。

图表 19: 汽车行业回暖总销量增加 13.65%



来源: 中国汽车工业协会、国金证券研究所

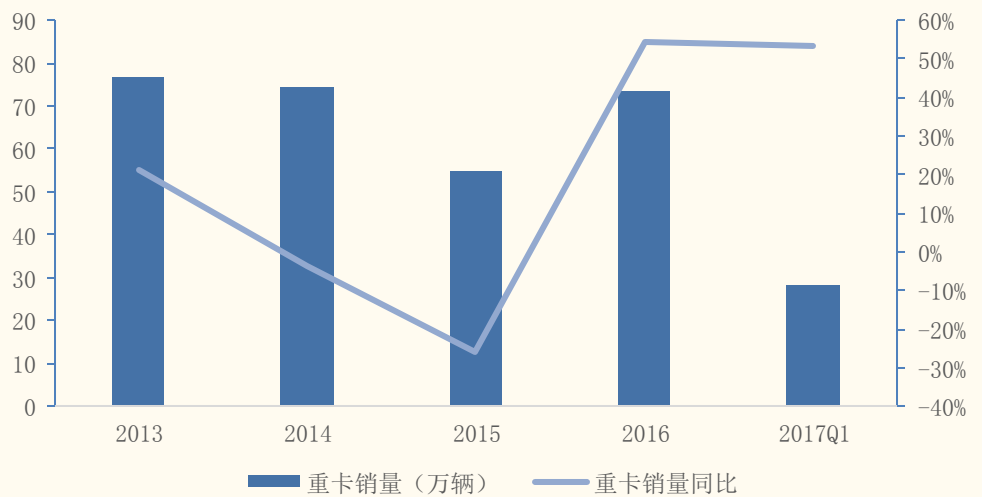
图表 20: 乘用车在汽车配件板块占比逐年增加



来源: 公司公告、国金证券研究所

- **重卡市场焕发新活力:** 2016 年重卡销售量为 73.3 万辆 (+54.14%), 得益于重卡市场大幅上涨, 公司对下游企业陕西重型汽车有限公司的销售量翻了一番。而 17 年第一季度重卡销量为 28.4 万辆, 同比增加 53.36%, 未来业绩增长可期。

图表 21: 重卡市场连续高增焕发新活力



来源: 中国汽车工业协会、国金证券研究所

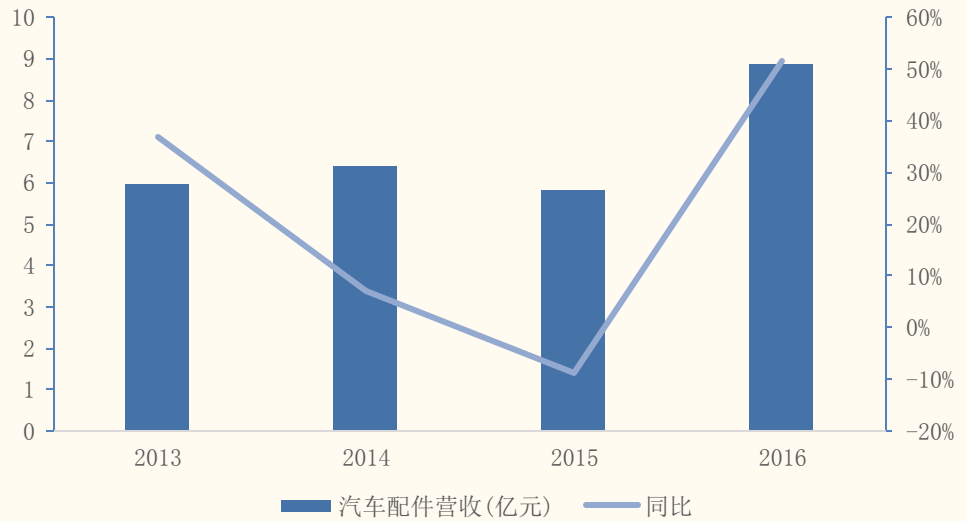
图表 22: 公司对陕西重型汽车有限公司销售情况

时间	客户排名	销售额 (亿元)	占当期销售额比例
2015	5	0.78	4.32%
2016	3	1.6	5.41%
2017Q1	2	0.71	12.44%

来源: 公司公告、国金证券研究所

- **汽车配件业绩高增:** 公司 2016 年通过客户结构优化、产品升级换代等措施, 且受汽车行业市场回暖的影响, 公司汽车配件板块营收大幅提高, 同比增长高达 51.54%。

图表 23：汽车配件板块业绩飙升 51.54%



来源：公司公告、国金证券研究所

- **主导制定国际标准，确立行业标杆地位：**公司于 2014 年底颁布我国橡胶行业首个国际标准《汽车涡轮增压器胶软管规范》，填补了我国橡胶行业国际标准的空白，提高了我国橡胶行业国际化程度，同时奠定了公司在国内甚至全世界汽车涡轮增压系统管路标杆的地位。
- **互联网+汽车后市场，拉开转型序幕：**据公安部交管局统计，截至 2017 年 3 月底，全国汽车保有量达 2 亿辆，我们预计 2017 年汽车后市场规模将达万亿，公司于 2015 年涉足“互联网+汽车后市场”，抢占市场先机，进一步提升自身综合竞争力，为实现“互联网+实业+金融”转型奠定基础。

#### 四. PPP 助力“园林+旅游”，订单充足加速落地

##### 1. “园林+文旅”协同发力，PPP 订单充足落地快

- **在手 230 亿 PPP 项目，“园林+文化旅游”相关项目占比高：**公司作为业内较早进行 PPP 模式运营企业，对 PPP 模式有了较早的探索，形成一定的先发优势。2014 年以来，公司园林业务紧抓 PPP 政策与政府换届的红利期，积极推进 PPP 业务模式，快速抢占优质项目资源，目前已签订了约 230 亿左右的 PPP 项目协议。项目业务内容涵盖生态提升工程、园林绿化工程、市政基础设施建设、河道综合治理、特色小镇建设、古文化建筑保护与改扩建、后期养护管理、生态旅游运营等。
- **PPP 订单加速落地：**一季度是园林传统淡季，虽总体签订合同较少，但当前公司在手订单充足，其中约 220 亿 PPP 订单处于协议订单状态，预估今明两年分别落地的项目有近 50-60 亿元。PPP 订单占比的提升促使园林业务毛利率提升，主要原因为纯施工项目门槛很低，竞争激烈，PPP 项目高度公开透明，对融资、项目管理等要求大幅提高，潜在竞争者减少，有利于提高企业的议价能力。此外，PPP 项目还有利于发挥公司全产业链一体化经营的差异化竞争优势，有效降低公司运营成本。

图表 24：公司在手 230 亿 PPP 项目

序号	签订日期	合作方	项目	合同金额 (亿)	项目进展
1	2017 年 3 月	新疆维吾尔自治区乌苏市人民政府	战略合作框架协议书	10	具体实施方案商务谈判中
2	2017 年 3 月	江西省大余县人民政府	大余县生态文化旅游基础设施建设 PPP 项目	5.1	收到中标通知书
3	2017 年 1 月	江西省崇义县人民政府	战略合作框架协议书	6	具体实施方案商务谈判中



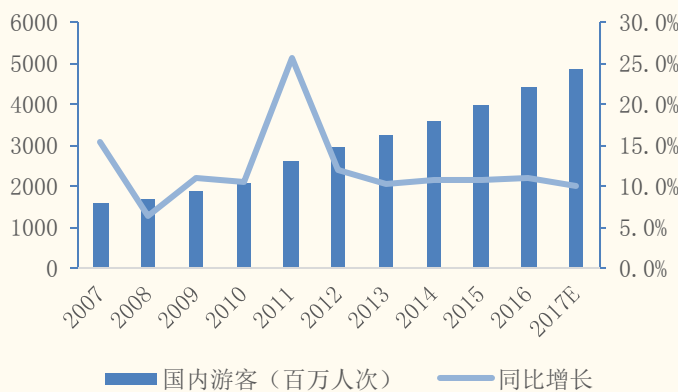
4	2016年12月	彬县人民政府	战略合作框架协议书	3	具体实施方案商务谈判中
5	2016年8月	山东省禹城市人民政府	山东省禹城市大禹文化旅游产业园项目合作框架协议	20	规划设计进行中
6	2016年6月	西安旅游	陕西西安渭水园温泉度假花彩小镇项目	1.5	已结束
7	2016年5月	泾源县旅游局	泾源县泾华路旅游服务带PPP建设项目	2.57	收到中标通知书
8	2016年5月	衢州市人民政府	浙江衢州市柯城区全域旅游合作项目	10	已施工石梁溪花卉主题公园工程
9	2015年12月	醴陵市人民政府	湖南醴陵市花卉旅游综合开发建设项目	20	已施工醴陵西-醴陵北道路景观改造工程
10	2015年11月	诸城市人民政府	山东诸城市生态城市开发建设项目	80	具体实施方案商务谈判中
11	2015年8月	无棣县人民政府	山东无棣古城综合旅游开发建设项目	8	已施工古建工程、古城花朝园工程等项目
12	2015年6月	蒙山旅游区管委会	山东临沂市蒙山旅游综合开发项目	30	方案设计中、云蒙小镇部分工程施工
13	2015年4月	齐河县人民政府	齐河县黄河水乡国家湿地公园项目	0.43	已完成90%
14	2015年3月	石城县人民政府	江西石城县旅游开发合作项目	15	已施工部分项目
15	2015年1月	徽山县人民政府	山东徽山县古运河生态综合治理开发项目	8	已施工部分项目
16	2014年12月	咸阳市北塬新城管理委员会	咸阳市双照调蓄库项目	5	已施工部分项目
17	2014年11月	沂水县人民政府	山东沂水县龙湾新区市政景观配套项目	10	已施工部分项目
				合计	234.6

来源：公司公告、国金证券研究所

## 2. 文化旅游市场广阔，公司加速布局文旅产业

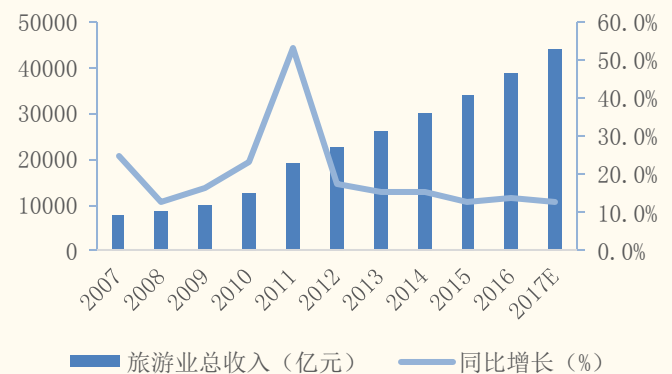
- 近年来随着我国经济的高速发展和人民生活水平的提高，我国旅游业也进入高速增长阶段。2016年我国旅游业的总收入达到3.9万亿元，同比增长15%；国内游客达到44.4亿人次，同比增长11%。国家旅游局表示，受一系列利好政策和居民消费升级驱动，旅游产业保持在“较为景气”区间运行。同时国家旅游局预计，2017年国内旅游收入将达到4.4万亿元，同比增长12.5%，我们保持估计旅游业总收入2018-2020年增长率10%，那么2020年我国旅游收入将达到5.8万亿元。

图表 25：国内旅游人数逐年增长



来源：国家统计局、国金证券研究所

图表 26：旅游总收入快速增长

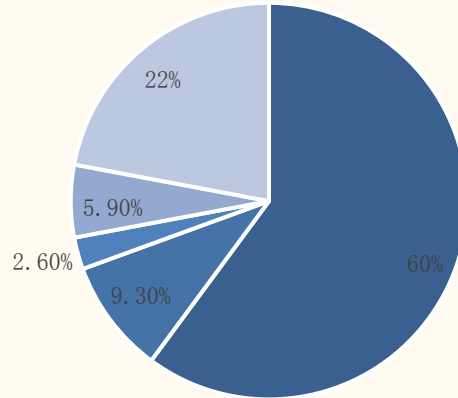


来源：国家统计局、国金证券研究所

- 旅游直接投资自2012年以来也持续高速增长，增速连续4年保持25%以上。民间投资快速增长，西部地区旅游投资快速增长，乡村旅游和休闲度假开发成为投资热点。2016年我国旅游开始从“景点旅游”向“全域旅游”转变，据国家旅游局统计，到2020年旅游直接投资将比2015年翻一番，达到2万亿。根据智研咨询发布的《2016-2022中国旅游行业深度调研及投资前景报告》显示，2015年旅游投资中景区类投资最大，完成投资6046亿元，占全部投资60%，其次为旅游基础设施类投资，占比9.3%。

从业态分布看，资金流向主要集中在休闲度假（18.9%）、文化旅游（15.3%）和生态旅游（12.7%）等产品建设。

图表 27：2015 年旅游投资中景区类投资最大



■ 旅游景区项目投资 ■ 旅游基础设施类投资 ■ 旅游演出项目 ■ 旅游饭店投资 ■ 其他

来源：《2016-2022 中国旅游行业深度调研及投资前景报告》、国金证券研究所

- 2017 年 3 月，公司全资子公司与新疆乌苏市人民政府签订战略合作协议，双方就乌苏市城区、主干道生态景观提升以及乌苏佛山国家森林公园等重点旅游景区生态景观提升及特色小镇等内容展开合作，合作方式包括 PPP 投融资建设模式，总投资暂定为 10 亿元。2016 年 8 月，又与禹城人民政府签订合作协议，共同打造大禹文化旅游产业园，项目金额高达 20 亿元。大禹文化旅游产业园将以大禹文化和水文化为依托，对禹王亭博物馆进行升级改善，加强禹王亭周边 6 平方公里范围基础设施、公用配套设施建设，引进花朝节、花卉市场、养老康体、婚庆及亲子互动等项目，把大禹文化旅游产业园建设成集文化体验、旅游观光、度假娱乐、康健疗养功能为一体的综合性旅游景区。
- 此外，公司还与西安旅游、泾源县旅游局、衢州人民政府等展开大量文化旅游园林项目。文化旅游是各地政府财政收入的手段之一，公司积极切入旅游行业，有利于后期运营获得长期稳定收入和现金流。公司年报披露，目前公司已与碧桂园、隐居集团战略合作，与浙江旅游等发起设立浙江传统村落保护基金，收购浙江绿城环境工程咨询公司 30% 股权，与绿城建立更加深度的战略合作伙伴等等，未来三年公司有望在景区酒店、特色小镇、文旅小镇运营等方面开展深度合作，有望协同发力形成新增利润来源。

## 五、风险提示

- 宏观经济政策风险
- PPP 落地不达预期
- 业绩增长不达预期



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	1,149	1,803	2,950	4,391	6,034	7,473
增长率		57.0%	63.6%	48.9%	37.4%	23.8%
主营业务成本	-786	-1,203	-1,964	-2,913	-3,909	-4,799
%销售收入	68.4%	66.7%	66.6%	66.3%	64.8%	64.2%
毛利	363	600	986	1,478	2,126	2,675
%销售收入	31.6%	33.3%	33.4%	33.7%	35.2%	35.8%
营业税金及附加	-19	-39	-10	-48	-30	-53
%销售收入	1.7%	2.1%	0.3%	1.1%	0.5%	0.7%
营业费用	-66	-90	-117	-198	-221	-291
%销售收入	5.8%	5.0%	4.0%	4.5%	3.7%	3.9%
管理费用	-121	-163	-237	-378	-543	-598
%销售收入	10.6%	9.0%	8.0%	8.6%	9.0%	8.0%
息税前利润 (EBIT)	156	309	622	854	1,331	1,732
%销售收入	13.6%	17.1%	21.1%	19.5%	22.1%	23.2%
财务费用	-21	-51	-67	-125	-253	-326
%销售收入	1.8%	2.8%	2.3%	2.8%	4.2%	4.4%
资产减值损失	-13	-16	-44	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	4	-3	18	17	20	24
%税前利润	3.3%	n.a	3.4%	2.2%	1.8%	1.6%
营业利润	127	239	529	746	1,099	1,429
营业利润率	11.0%	13.3%	17.9%	17.0%	18.2%	19.1%
营业外收支	1	10	-8	3	3	3
税前利润	128	249	521	749	1,102	1,432
利润率	11.1%	13.8%	17.7%	17.1%	18.3%	19.2%
所得税	-28	-42	-76	-112	-158	-194
所得税率	21.7%	17.0%	14.6%	15.0%	14.4%	13.6%
净利润	100	207	445	637	944	1,238
少数股东损益	-3	-2	-2	-4	-1	-2
归属于母公司的净利润	103	209	447	640	945	1,240
净利率	9.0%	11.6%	15.1%	14.6%	15.7%	16.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	100	207	445	637	944	1,238
少数股东损益	-3	-2	-2	-4	-1	-2
非现金支出	44	57	83	37	37	39
非经营收益	17	46	49	44	50	37
营运资金变动	-112	-526	-953	-79	-315	-876
经营活动现金净流	50	-215	-376	639	716	438
资本开支	-32	-59	-110	59	-470	22
投资	-160	-326	-88	-12	0	0
其他	0	3	12	17	20	24
投资活动现金净流	-192	-382	-185	64	-450	46
股权募资	196	834	10	0	0	0
债权募资	36	429	250	-208	-139	-154
其他	-25	-14	13	-14	-228	-221
筹资活动现金净流	207	1,249	274	-222	-366	-375
现金净流量	64	652	-288	481	-100	109

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	261	890	607	1,088	988	1,097
应收账款	541	731	1,097	1,544	2,110	2,646
存货	1,036	1,430	2,466	2,792	3,900	4,930
其他流动资产	203	419	146	107	33	55
流动资产	2,042	3,471	4,316	5,531	7,032	8,729
%总资产	70.9%	78.3%	73.4%	78.8%	78.6%	82.5%
长期投资	108	217	748	760	759	759
固定资产	328	337	333	339	399	298
%总资产	11.4%	7.6%	5.7%	4.8%	4.5%	2.8%
无形资产	378	377	399	61	416	424
非流动资产	838	959	1,563	1,489	1,918	1,854
%总资产	29.1%	21.7%	26.6%	21.2%	21.4%	17.5%
资产总计	2,880	4,430	5,879	7,020	8,950	10,583
短期借款	472	822	869	765	628	471
应付款项	1,050	1,066	1,657	2,118	3,177	3,935
其他流动负债	89	120	167	239	331	399
流动负债	1,611	2,007	2,693	3,122	4,136	4,805
长期贷款	23	103	366	366	366	367
其他长期负债	25	71	140	157	291	177
负债	1,658	2,181	3,198	3,644	4,792	5,348
普通股股东权益	1,225	2,225	2,642	3,341	4,125	5,203
少数股东权益	-3	24	38	34	33	31
负债股东权益合计	2,880	4,430	5,879	7,020	8,950	10,583

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.792	0.259	0.553	0.793	1.171	1.536
每股净资产	9.398	2.756	3.273	4.139	5.110	6.446
每股经营现金净流	0.382	-0.267	-0.465	0.792	0.887	0.543
每股股利	0.200	0.200	0.200	0.200	0.200	0.200
回报率						
净资产收益率	8.43%	9.40%	16.90%	19.17%	22.91%	23.83%
总资产收益率	3.59%	4.72%	7.60%	9.12%	10.56%	11.72%
投入资本收益率	7.07%	8.05%	13.54%	16.09%	22.10%	24.63%
增长率						
主营业务收入增长率	89.69%	56.97%	63.61%	48.85%	37.42%	23.84%
EBIT增长率	139.03%	97.99%	101.53%	37.35%	55.78%	30.13%
净利润增长率	221.56%	102.47%	113.59%	43.39%	47.56%	31.21%
总资产增长率	194.06%	53.81%	32.70%	19.42%	27.49%	18.24%
资产管理能力						
应收账款周转天数	83.6	87.5	70.4	78.5	75.7	80.2
存货周转天数	266.4	374.2	362.1	349.8	364.2	375.0
应付账款周转天数	228.3	271.7	222.0	217.3	248.3	268.1
固定资产周转天数	104.0	67.5	36.7	23.0	13.3	10.8
偿债能力						
净负债/股东权益	19.13%	-4.46%	23.40%	1.24%	0.12%	-4.96%
EBIT利息保障倍数	7.6	6.1	9.3	6.8	5.3	5.3
资产负债率	57.58%	49.22%	54.41%	51.91%	53.54%	50.54%

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	2	6
增持	0	0	0	0	5
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>1.00</b>	<b>1.45</b>

来源：朝阳永续

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD