

公司研究/年报点评

2019年04月23日

建筑/建筑装饰 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 14.28
合理价格区间(元): 17.25~18.00

黄骥 执业证书编号: S0570516030001
研究员 021-28972066
huangji@htsc.com

鲍荣富 执业证书编号: S0570515120002
研究员 021-28972085
baorongfu@htsc.com

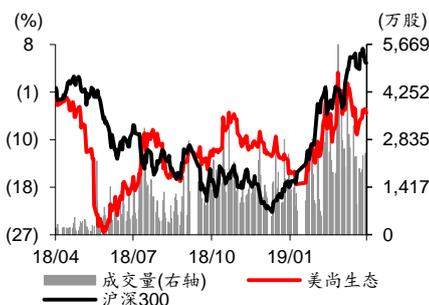
方晏荷 执业证书编号: S0570517080007
研究员 0755-22660892
fangyanhe@htsc.com

王涛 021-28972059
联系人 wangtao@htsc.com

相关研究

- 1 《美尚生态(300495,买入): 完成定增, 三大业务布局初现成效》2019.03
- 2 《美尚生态(300495,买入): 盈利能力提升, 新业务值得期待》2018.10
- 3 《美尚生态(300495,买入): 业绩符合预期, 现金流大幅改善》2018.08

一年内股价走势图



资料来源: Wind

现金流明显改善, 新业务放量可期

美尚生态(300495)

业绩超预期, 维持“买入”评级

公司发布 18 年年报, 实现收入 22.99 亿元, YoY+0.21%, 归母净利润 3.87 亿元, YoY+36.13%, 扣非归母净利润 YoY+7.93%, 业绩超出我们和市场的预期。来自金点园林的业绩补偿款为 7767.44 万元, 是主要非经常性损益来源。此前公司公告预计 19Q1 实现归母净利润 980-1200 万元。我们看好公司稳健的经营风格, 以及在新业务(木趣和矿山修复)拓展所带来的业绩增量, 预计公司 19-21 年 EPS0.75/0.96/1.19 元, 维持“买入”评级。

收入结构改善, 盈利能力增强

18 年公司生态修复/生态文旅业务分别实现收入 12.10/10.19 亿元, YoY+25.85%/+19.88%, 分别占总营收的 52.63%/44.32%。生态文旅业务收入有所下滑, 主要因为金点园林与母公司协同效应明显, 承接地产园林业务相应减少。莒县矿山生态治理修复工程第一批项目顺利落地, 矿山修复业务贡献增量收入。18 年公司综合毛利率提升 6.99pct 至 34.26%, 毛利率提升主要系: 1) 生态修复业务毛利率明显提升 5.21pct 至 34.21%, 2) 生态修复业务占营收比重增加 10.89pct 至 52.63%。18 年公司净利率由 17 年的 12.33% 提升 4.49pct 至 16.82%, 盈利能力明显增强。

现金流明显改善, 费用管控能力仍需强化

18 年公司经营性现金净流量为 1.64 亿元, YoY+183.29%, 相比于 17 年的 -1.96 亿元同比增加 3.60 亿元, 主要系公司加强回款管理所致, 现金流状况明显改善。18 年期间费用率总体增加 3.76pct 至 11.14%, 管理(含研发费用)/财务费用率分别为 7.03%/4.11%, 较 17 年分别增加 1.37pct/2.39pct。其中管理费用率上升主要系绿之源的研发人员及研发耗材投入增加, 致研发费用率提升 1.05pct 至 1.60%; 财务费用率上升主要是债券规模增加及融资成本增加所致, 费用管控能力仍需强化。

定增完成利好在手订单执行, 业务调整初显成效

19 年 3 月公司完成定增, 募集资金 9.3 亿元。定增的成功发行将直接利好在手项目的执行, 缓解公司资金压力。公司 18 年资产负债率 60.37%, 发行完成后, 我们预计负债率将降至 55% 以下, 在行业中处于较低水平。公司上市后连续三年业绩保持较快增速, 16/17/18 年归母净利润 YoY+89%/36%/36%, 我们认为和公司较务实的理念有关。18 年公司及时控制接单规模和类型, 在手订单执行较顺利, 同时提出“生态修复+生态文旅+生态产品”战略发展方向, 三大业务齐头并进。生态产品“木趣”由于产品供不应求, 公司不断新建产能, 对整体盈利能力以及现金流都有提升。

业绩增长稳定, 维持“买入”评级

我们预计公司 19-21 年 EPS 0.75/0.96/1.19 元(19/20EPS 原值为 0.82/1.01 元), 调整主要系生态修复业务毛利率提升及公司股本增加。参考 19 年可比公司平均 19.00X 的 PE 估值水平, 我们认为公司盈利质量较高, 木趣放量可期, 认可给予 19 年 23-24X PE, 对应合理价格区间 17.25-18.00 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 矿山修复业务发展低于预期, 木趣业务不达预期。

公司基本资料

总股本(百万股)	680.28
流通 A 股(百万股)	322.03
52 周内股价区间(元)	11.00-15.40
总市值(百万元)	9,714
总资产(百万元)	8,202
每股净资产(元)	4.72

资料来源: 公司公告

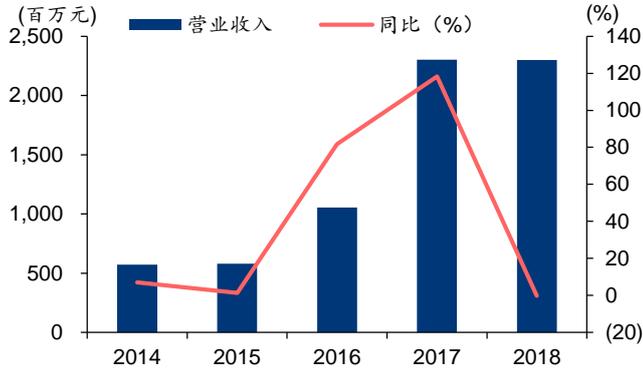
经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,304	2,299	2,656	3,089	3,610
+/-%	118.38	(0.21)	15.54	16.30	16.86
归属母公司净利润(百万元)	284.12	386.78	509.70	653.05	811.67
+/-%	35.95	36.13	31.78	28.12	24.29
EPS(元, 最新摊薄)	0.42	0.57	0.75	0.96	1.19
PE(倍)	34.48	25.33	19.22	15.00	12.07

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

主要经营情况及可比公司估值

图表1: 2014-2018 公司营收及同比增速



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表2: 2014-2018 公司归母净利润及同比增速



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

盈利预测主要调整事项: 1) 19-20 年归母净利润的调整: 主要系毛利率的调整, 18 年公司生态修复业务毛利率提升明显, 故我们提高了对生态修复与重构业务的毛利率预测; 2) EPS 调整主要系 19 年 3 月公司完成定增, 新增股本 7948.72 万股, 股本增加稀释 EPS。

图表3: 关键假设变化表

项目	原预测 (调整前)		现预测 (调整后)		变化幅度 (pct)	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
收入增速 (%)	16.93	19.76	15.54	16.30	-1.39	-3.46
毛利率 (%)	33.40	35.31	38.25	38.69	4.85	3.38
期间费用率 (%)	11.18	10.99	11.45	10.43	0.27	-0.56
净利率 (%)	18.14	18.66	19.19	21.14	0.68	0.83
归母净利润 (亿元)	4.90	6.04	5.10	6.53	4.08%	8.11%
EPS (元)	0.82	1.01	0.75	0.96	-8.54%	-4.95%

资料来源: 华泰证券研究所

图表4: 可比公司估值表

证券代码	证券名称	总市值 当前价格		EPS (元)				PE (X)			
		(亿元)	(元)	2017	2018	2019E	2020E	2017	2018	2019E	2020E
603568.SH	伟明环保	186	26.99	0.74	1.08	1.35	1.62	36.62	24.99	19.99	16.66
300137.SZ	先河环保	55	9.95	0.34	-	0.64	0.85	29.14	-	15.55	11.71
300263.SZ	隆华科技	58	6.29	0.05	0.15	0.26	0.38	125.09	41.93	24.19	16.55
300422.SZ	博世科	43	12.18	0.41	-	1.12	1.52	29.54	-	10.88	8.01
000035.SZ	中国天楹	131	5.39	0.16	-	0.17	0.22	33.69	-	31.71	24.50
300335.SZ	迪森股份	28	7.81	0.59	-	0.65	0.75	13.31	-	12.02	10.41
002341.SZ	新纶科技	123	10.71	0.34	0.26	0.57	0.78	31.50	41.19	18.79	13.73
603588.SH	高能环境	75	11.39	0.29	0.49	0.67	0.87	39.20	23.24	17.00	13.09
600217.SH	中再资环	101	7.25	0.16	0.23	0.28	0.34	46.27	31.52	25.89	21.32
601200.SH	上海环境	107	15.17	0.72	0.82	0.89	1.05	21.06	18.50	17.04	14.45
300203.SZ	聚光科技	123	27.12	0.99	-	1.73	2.15	27.34	-	15.68	12.61
002672.SZ	东江环保	111	12.51	0.53	0.46	0.65	0.80	23.41	27.20	19.25	15.64
	平均							38.01	29.80	19.00	14.89
300495.SZ	美尚生态	97	14.28	0.47	0.64	0.75	0.96	34.48	25.33	19.22	15.00

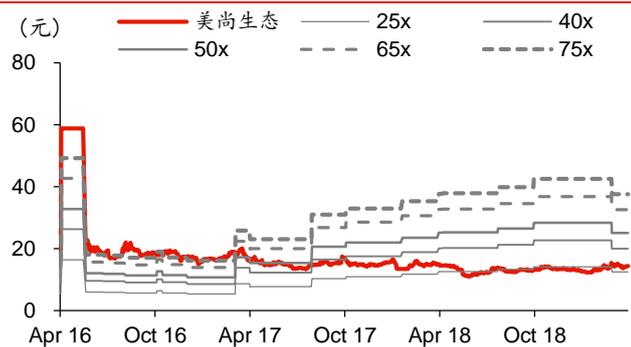
注: 1) 数据截止日 2019 年 4 月 23 日收盘;

2) 2019/2020 年 EPS 除美尚生态为华泰研究所预测外, 其余为 Wind 一致预测。

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

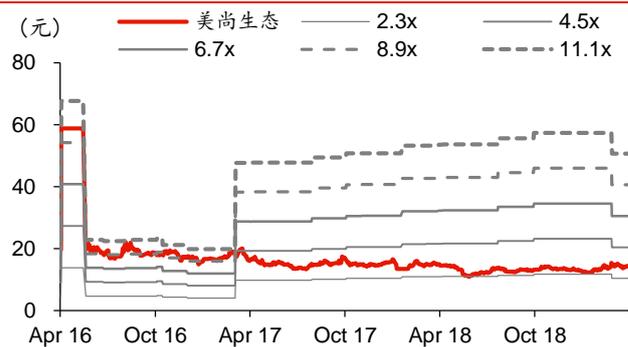
PE/PB - Bands

图表5: 美尚生态历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表6: 美尚生态历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	4,770	5,032	5,732	6,597	7,879
现金	1,344	1,451	1,834	2,114	2,658
应收账款	1,849	1,789	1,949	2,239	2,614
其他应收账款	119.69	115.66	125.70	144.33	168.84
预付账款	17.71	27.84	30.21	34.89	40.60
存货	1,284	1,475	1,601	1,849	2,151
其他流动资产	154.45	172.72	193.07	216.95	245.67
非流动资产	2,147	3,171	2,924	3,222	2,908
长期投资	0.00	0.00	165.00	220.00	0.00
固定投资	67.38	79.79	101.17	128.61	142.33
无形资产	0.54	0.39	0.39	0.39	0.39
其他非流动资产	2,079	3,091	2,658	2,873	2,765
资产总计	6,917	8,202	8,656	9,819	10,787
流动负债	3,297	3,936	3,691	4,275	4,540
短期借款	969.72	808.81	808.81	808.81	808.81
应付账款	1,522	2,198	1,938	2,496	2,755
其他流动负债	804.94	928.82	944.39	970.18	976.31
非流动负债	722.79	1,016	1,009	999.16	989.16
长期借款	223.79	217.51	217.51	217.51	217.51
其他非流动负债	499.00	798.00	791.65	781.65	771.65
负债合计	4,020	4,952	4,700	5,274	5,529
少数股东权益	1.49	38.96	38.89	38.87	38.80
股本	600.86	600.80	680.29	680.29	680.29
资本公积	1,527	1,533	1,533	1,533	1,533
留存公积	837.36	1,194	1,704	2,293	3,006
归属母公司股东权益	2,896	3,212	3,917	4,506	5,219
负债和股东权益	6,917	8,202	8,656	9,819	10,787

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	(196.38)	163.57	508.56	560.86	563.86
净利润	284.15	386.75	509.63	653.03	811.61
折旧摊销	13.36	14.74	9.45	12.98	16.49
财务费用	39.67	94.41	120.82	111.99	101.02
投资损失	(1.57)	(0.42)	(0.42)	(0.42)	(0.42)
营运资金变动	(677.90)	(517.85)	(257.32)	(266.70)	(396.01)
其他经营现金	145.92	185.93	126.40	49.99	31.18
投资活动现金	(120.81)	(232.15)	(194.58)	(94.58)	190.42
资本支出	30.05	24.85	30.00	40.00	30.00
长期投资	75.78	204.97	165.00	55.00	(220.00)
其他投资现金	(14.98)	(2.33)	0.42	0.42	0.42
筹资活动现金	868.96	26.78	68.50	(186.09)	(209.56)
短期借款	391.72	(160.91)	0.00	0.00	0.00
长期借款	(138.88)	(6.28)	0.00	0.00	0.00
普通股增加	360.37	(0.06)	79.49	0.00	0.00
资本公积增加	(350.52)	6.32	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	606.27	187.70	(10.99)	(186.09)	(209.56)
现金净增加额	551.73	(41.78)	382.48	280.20	544.72

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,304	2,299	2,656	3,089	3,610
营业成本	1,675	1,511	1,640	1,894	2,204
营业税金及附加	4.39	5.17	5.97	6.95	8.12
营业费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	117.69	124.82	183.27	210.04	241.84
财务费用	39.67	94.41	120.82	111.99	101.02
资产减值损失	112.36	149.27	120.00	120.00	120.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.57	0.42	0.42	0.42	0.42
营业利润	343.06	377.71	586.28	746.57	934.89
营业外收入	1.52	82.65	20.00	30.00	30.00
营业外支出	1.34	1.08	1.08	1.08	1.08
利润总额	343.25	459.28	605.20	775.49	963.81
所得税	59.10	72.53	95.57	122.46	152.20
净利润	284.15	386.75	509.63	653.03	811.61
少数股东损益	0.03	(0.03)	(0.07)	(0.02)	(0.07)
归属母公司净利润	284.12	386.78	509.70	653.05	811.67
EBITDA	396.08	486.86	716.54	871.54	1,052
EPS (元, 基本)	0.47	0.64	0.75	0.96	1.19

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	118.38	(0.21)	15.54	16.30	16.86
营业利润	38.64	10.10	55.22	27.34	25.23
归属母公司净利润	35.95	36.13	31.78	28.12	24.29
获利能力 (%)					
毛利率	27.27	34.26	38.25	38.69	38.94
净利率	12.33	16.82	19.19	21.14	22.49
ROE	9.81	12.04	13.01	14.49	15.55
ROIC	9.33	11.08	15.92	18.15	20.00
偿债能力					
资产负债率 (%)	58.11	60.37	54.30	53.71	51.26
净负债比率 (%)	35.84	26.39	27.80	24.77	23.63
流动比率	1.45	1.28	1.55	1.54	1.74
速动比率	1.06	0.90	1.12	1.11	1.26
营运能力					
总资产周转率	0.39	0.30	0.32	0.33	0.35
应收账款周转率	1.33	1.18	1.38	1.38	1.38
应付账款周转率	1.46	0.81	0.79	0.85	0.84
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.42	0.57	0.75	0.96	1.19
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.29)	0.24	0.75	0.82	0.83
每股净资产(最新摊薄)	4.26	4.72	5.76	6.62	7.67
估值比率					
PE (倍)	34.48	25.33	19.22	15.00	12.07
PB (倍)	3.38	3.05	2.50	2.17	1.88
EV_EBITDA (倍)	25.77	20.96	14.24	11.71	9.70

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com