

收购赛石园林华丽增长，战略转型大环保

美晨科技 (300237.SZ)

推荐 首次评级

目标价: 48.0-56.0 元

核心观点:

- “环保+科技(非橡胶制品)”双主业架构。公司传统主业为非轮胎橡胶减震和胶管制品，是国内汽车市场减震和流体系统解决方案供应商。美晨商标被认定为中国驰名商标。公司主导制定了我国橡胶行业首个国际标准。收购赛石集团后将积极推进大环保转型。2014年实现营业收入/归母净利润 11.5/1.03 亿元，YOY+89.7%/221.6%。公司实际控制人为张磊夫妇，合计直接持有 42.12% 股权，赛石集团董事长郭柏峰持有公司 10.71% 股权。
- 2015年环保行业总产值将达 4.5 万亿元，园林绿化市场将超 4800 亿元。《2015 政府工作报告》提出要将节能环保产业打造成新兴支柱产业，国家重点扶持，未来发展空间和方向明确。传统园林绿化与水生态、土壤修复高度关联，园林工程公司向水生态、土壤修复等拓展将是趋势。市政园林拥有公共环境建设与环保治理的双重需求；“生态宜居”需求催生地产园林量价齐升；生态修复有望成为地产园林、市政园林领域之外园林公司的第三大增长极，空间巨大。
- 收购赛石华丽转身园林绿化，未来业绩持续快速增长。赛石园林 14 年全年营收/归母净利 10.1/1.13 亿元，YOY+35%/58%，超额完成承诺业绩 26%。合并报表口径收入 4.94 亿元，归母净利润 6361 万元，占比分别为 43%/62%。赛石园林主营业务为市政园林、地产园林、文保古建，市政园林承接了西溪湿地的大部分项目，参建滇池呈贡湿地公园；地产园林承接了绿城大部分高端项目；旗下杭州园林（最早拥有一级资质的四家公司之一）承接了杭州建国后大部分文保古建；大规模工程苗木/容器花木 4750 亩，潜在价值较大；集团层面还拥有花市连锁、参股虹越花卉（新三板挂牌）。14 年以来新签订单爆发增长，大单金额近 40 亿元（含框架），沂水、微山项目采用 PPP 模式。
- 非轮胎橡胶环保零部件（减震+管路）稳健增长。09 年开始从重卡转向乘用车（销售额从 2013 年 13% 提升至 2014 年 21%），2014 年实现营收 6.4 亿元，YOY+7.1%。通过客户结构优化、产品升级、开拓国际及售后市场，预计未来可维持 20% 左右复合增长。
- 拟非公开增发募资 12 亿元，转型大环保。中高层认购 10 亿元，引入中植资本（2 亿元），一方面实现了管理团队的有效激励，另一方面将做大园林、转型环保、开启外延扩张及产业整合步伐。在政府力推 PPP 背景下，依托园林转型大环保将是趋势，公司在年报明确提出积极关注环保，寻找恰当转型契机及业务领域。
- 风险提示：宏观经济增速下滑，收购整合风险，应收账款风险等。
- 盈利预测与估值：我们预测 2015~17 年 EPS 为 1.60/2.15/2.80 元，CAGR 达 52.3%。给予公司 2015 年 30-35 倍 PE，目标价 48.0-56.0 元。首次覆盖，给予“推荐”评级。

主要经营指标	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万)	606	1149	1911	2578	3350
增长率 (%)	36.2	89.7	66.36	34.89	29.96
净利润(百万)	32	103.28	208.46	280.38	364.54
增长率 (%)	73.1	221.6	101.84	34.50	30.01
EPS	0.25	0.79	1.60	2.15	2.80
PE	150	47	23	17	13
PB	3.6	3.9	3.5	3.0	2.6

注：股价为 2015 年 03 月 11 日收盘价，EPS 未考虑增发

分析师

鲍荣富

☎: 021-20252629

✉: baorongfu@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130514050003

特此鸣谢

周松

☎: 021-68596786

✉: zhousong_yj@chinastock.com.cn

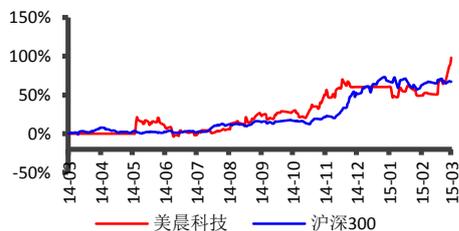
执业证书编号: S0130114120010

冉孟曦对此报告亦有贡献

市场数据 时间 2015.03.11

A 股收盘价(元)	37.08
A 股一年内最高价(元)	37.65
A 股一年内最低价(元)	17.52
上证指数	3290.9
市净率	3.95
总股本(万股)	13034.35
实际流通 A 股(万股)	4223.65
限售的流通 A 股(万股)	8810.70
流通 A 股市值(亿元)	48.33

相对指数表现图



资料来源：中国银河证券研究部

目 录

一、公司概况：从高科技制造转型大生态环保.....	2
(一) 公司简介及主营业务概况.....	2
(二) 股权结构.....	3
二、行业分析：环保市场潜力巨大，模式改善促增速向上.....	3
(一) 环保行业：4.5 万亿市场空间，成长潜力巨大.....	3
(二) PPP 创新融资商业模式改善资金链.....	8
(三) 非轮胎橡胶市场规模估计在 500 亿元左右.....	11
三、公司分析：收购赛石园林，转型大环保.....	12
(一) 公司战略转型方向.....	12
(二) 收购赛石集团拓展大生态环保领域.....	13
(三) 传统主业稳健增长.....	18
(四) 公司未来业绩成长驱动因素.....	19
四、风险提示.....	20
五、盈利预测、估值及评级.....	20

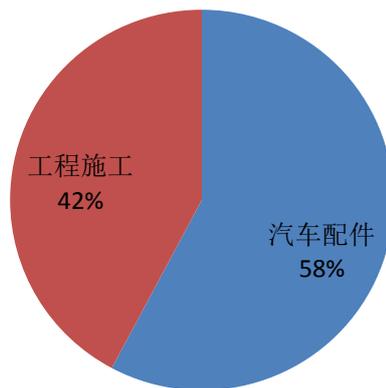
一、公司概况：从高科技制造转型大生态环保

(一) 公司简介及主营业务概况

美晨科技于 2011 年上市，主要产品为基于高分子弹性体材料配方而成的非轮胎橡胶减震和胶管制品，是国内商用车市场减震和流体系统解决方案供应商。公司通过了 ISO/TS16949:2009 (国际汽车行业重要质量标准)，是国家火炬计划重点高新技术企业。美晨商标被认定为中国驰名商标。公司主导制定的国际标准 ISO17324:2014《汽车涡轮增压器橡胶软管规范》是我国橡胶行业的首个国际标准。

公司 2014 年 5 月公司收购杭州赛石园林集团进入园林绿化行业，未来将积极推进大环保转型，搭建“环保+科技（非橡胶制品）”的架构。

图 1：公司各 2014 年合并报表业务占比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

表 1：公司主要子公司及 2014 年并表业绩(万元)

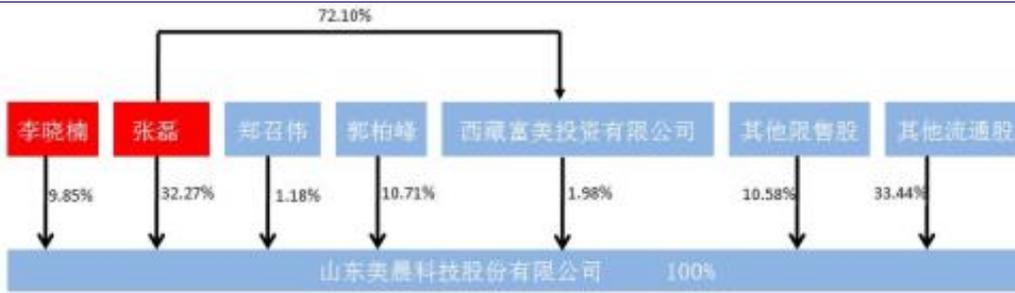
公司名称	所处行业	主要产品或服务	营业收入	营业利润	净利润
杭州赛石园林集团有限公司	园林绿化	园林施工及管理，农林作物种植，园林古建筑工程	49446	8093	6361
西安中沃汽车部件有限公司	制造业	橡胶件、尼龙、塑料制品、电子电器件等	905	100	81
北京塔西尔悬架科技有限公司	制造业	汽车底盘悬架制造和销售汽车部件	91	-109	-440
山东津美生物科技有限公司	制造业	新型生物材料、生物技术、生物产品	609	-1298	-1372
智慧地球生态开发有限公司	环保业	工程勘察设计；专业承包；园林绿化服务。噪声污染治理	0	-208	-207

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

(二) 股权结构

公司控股股东为张磊，拥有公司 32.27%的股权，并通过控股西藏富美投资有限公司间接持有公司 1.98%的股权。李晓楠与张磊是夫妻，直接持有上市公司 9.85%的股权。赛石集团董事长郭柏峰持有公司 10.71%的股权。公司的实际控制人为张磊和李晓楠夫妇。

图 2：公司股权结构



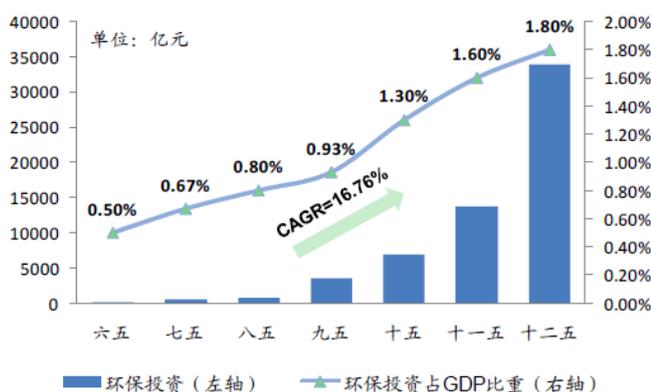
资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

二、行业分析：环保市场潜力巨大，模式改善促增速向上

(一) 环保行业：4.5 万亿市场空间，成长潜力巨大

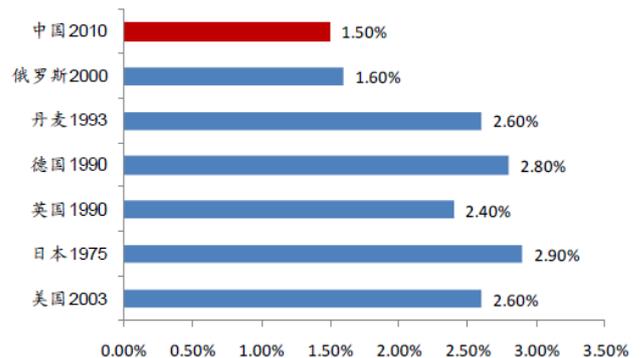
我国节能环保行业市场潜力巨大，《2015 政府工作报告》提出要将节能环保产业打造成新兴的支柱产业，产业未来发展空间和方向明确，国家将重点进行扶持。2013 年《国务院关于加快发展节能环保产业的意见》中提出节能环保产业产值年均增速在 15% 以上，到 2015 年，环保行业总产值达到 4.5 万亿元。

图 3：我国历年规划对环保产业的投资



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究部

图 4：我国环保产业投资占 GDP 比重



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究部

1、传统园林绿化行业与水生态、土壤修复高度关联，市场空间巨大

预计 2015 年，我国园林总体市场将达到 4819 亿元，十二五期间 CAGR 预计可达到 17.46%。2010 年全国园林绿化市场规模已达 2155 亿元。我们预测市政园林绿化投资占政府财

政支出比重将维持在 1.5~2.0%，地产园林占房地产开发土建成本比例在 15~20%。

表 2：2015 年园林绿化各子行业市场容量估算

	市场容量 (亿)	CAGR(2010 年-2015 年)
市政园林	1879	23.41%
地产园林	2184	12.08%
生态修复	756	8.50%
总计	4819	17.46%

资料来源：中国银河证券研究部

(1) 市政园林：公共环境建设与环保治理下的双重需求

从城市化进程新增市场来看，我国 2012 年城市化率为 52.57%，预计 2015 年的城市化率为 56.47%（假设 2015 年之前年均提高 1.3pct），以现在全国人口 13.54 亿，每平方米绿化投资 300 元为假设条件，此外，2012 年-2011 年人均公园绿地面积从 5.4 平米提高到 11.8 平米；年均提高 0.71 平米，我们假设 2020 年前该趋势不变，以年均提高 0.7 平米去估算未来的存量增加产值。**据此测算到 2015 年，市政园林绿化市场规模将达到 1879.35 亿，十二五期间 CAGR 达 23.41%。**

表 3：2015 年园林绿化各子行业市场容量估算

指标	增量假设条件	
	2015 年	2020 年
城市化水平	56.47%	61.47%
年城市化率	1.3%	1%
全国总人口	13.69 亿	13.94 亿
当年城镇人口数	7.73 亿	8.57 亿
目前人均绿地面积 (平方米)	14.6	18.1
每平方米绿化投资	347.3 元	443.2 元

资料来源：国家统计局，中国银河证券研究部

注：假设条件为 2015 年前城市化率按年均提高 1.3pct，2020 年前年均提高 1pct 计算，人均绿地面积按年均提高 0.7 平米计算（以 2002-2011 年均增长数为标准），每平米绿化投资按年均增速 5% 计算，总人口按 2020 年前年均增加 500 万估算；

(2) 地产园林：“生态宜居”需求催生地产园林量价齐升

地产园林投资主体为地产商，地产园林产值增速与房地产销售密切相关，地产园林行业规模的扩大也越来越得益于人们对居住品质的提高、居住环境的重视，受到国家政策的支持，如《城市绿化条例》和《城市绿化规划建设指标》中规定：新建居住区绿地占居住区总用地比例须达 30% 以上；另外，房地产开发商通过提高地产品质附加值来提高差异化竞争优势，也促进了地产类园林的发展。

2012 年，我国房地产开发投资达到 71803.79 亿。假设，2013 年起我国房地产开发投资的增幅为 15%，按照房地产投资额的 2% 用于园林投入计算，**预计到 2015 年地产园林领域的园林市场规模将在 2184 亿元，2011 年-2015 年地产园林的 CAGR 预计达到 12.08%。**

表 4：2015 年园林绿化各子行业市场容量估算

年份	房地产投资额 (亿元)	地产园林占房产投资额(亿元)		
		1.5%	2%	3.5%
2012	71803.79	1077.06	1436.08	2513.13
2013	82574.36	1238.62	1651.49	2890.10
2014E	94960.51	1424.41	1899.21	3323.62
2015E	109204.59	1638.07	2184.09	3822.16
2016E	125585.28	1883.78	2511.71	4395.48
2017E	144423.07	2166.35	2888.46	5054.81
2018E	166086.53	2491.30	3321.73	5813.03
2019E	190999.51	2864.99	3819.99	6684.98
2020E	219649.44	3294.74	4392.99	7687.73

资料来源：国家统计局，中国银河证券研究部

(3) 生态修复：政策红利下稳定增长

我国生态修复市场主要包括三部分：道路边坡、水利边坡等基建配套园林修复产业和矿山修复市场。

公路边坡修复市场 2015 年可达 156 亿元。根据交通运输部《2007 年度中国公路水路交通环境保护状况报告》，全国公路环保总投资占公路总投资的 1.84%，用于公路绿化及生态恢复工程的投资占到公路环保总投资的 69%。根据《交通十二五发展规划》，2015 年公路总里程将从 10 年的 400 万公里增加到 450 万公里，未来 5 年 CAGR 可达到 2.34%，若考虑环保投资占总投资比例以及生态修复工程占环保投资比例不变，2015 年公路建设总投资 12282 亿元，则边坡修复市场为 156 亿元。

表 5：公路绿化投资规模预测

	2012	2013E	2014E	2015E	2020E
公路总投资 (亿元)	11472	11736	12005	12282	13760
公路环保占公路总投资比重	1.84%	1.84%	1.84%	1.84%	1.84%
公路环保总投资 (亿元)	211.1	215.9	220.9	226.0	253.2
用于公路绿化及生态恢复工程投资占比	69%	69%	69%	69%	69%
公路绿化及生态恢复工程投资 (亿元)	146	149	152	156	175

资料来源：中国银河证券研究部

若水利投资中用于生态修复的比例保持不变，则十二五期间水利建设每年用于生态修复的投资可达 100 亿。“十二五”水利投资年均增速 20% 以上，较“十一五”18% 的年均增速有所提高。根据水利部发布的《2011 年全国水利发展统计公报》，2011 年水利建设投资 3086.0 亿元，其中用于水土保持及生态工程完成投资 95.4 亿元，约占总投资的 3% 左右。

矿山修复市场近万亿，市场空间巨大。从海外生态修复经验来看，矿山修复率达到 50% 以上。如果实现国家对矿山修复量化指标，政策将驱动中央财政每年投入 40 亿元，地方财政还将从每年收取的矿山企业生态治理保证金中提取资金进行配套支持，形成的总体政府投入规模每年可达 500 亿元，全部市场将近万亿。我国的保证金制度近两年也开始实行，管理办法将

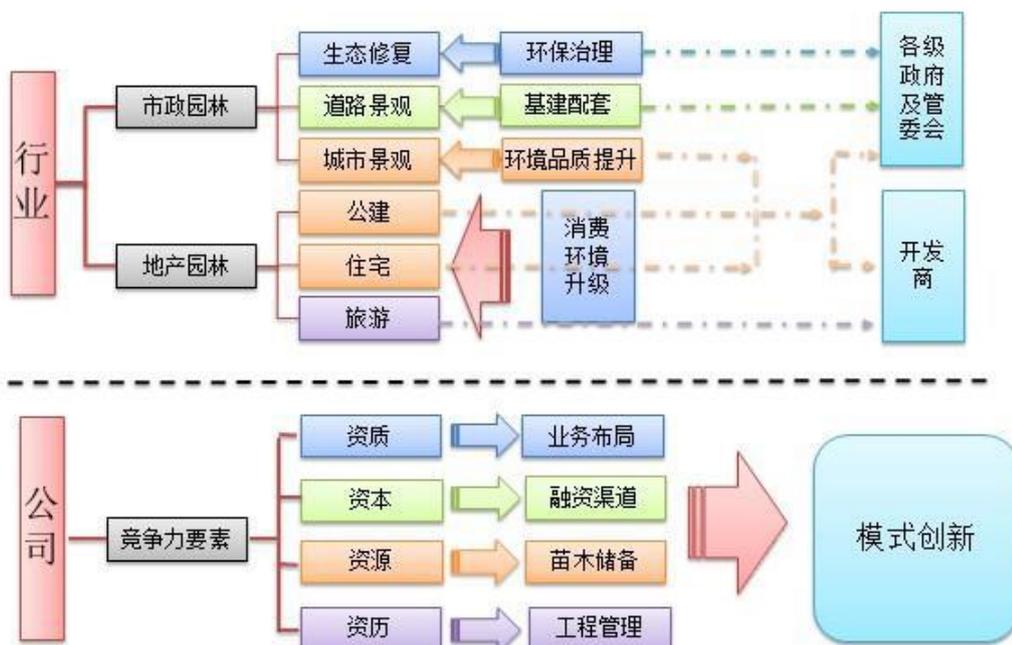
逐步完善，保证金制度将大大调动企业生态修复的主观能动性，提高企业的生态修复新技术和工艺。按照《土地复垦条例实施办法》与《全国土壤环境保护“十二五”规划》，到 2015 年，新建和生产矿山的矿山地质环境得到全面治理，历史遗留的矿山地质环境恢复治理率达到 35%；新建和在建矿山毁损土地全面得到复垦利用，历史遗留矿山废弃土地复垦率达到 30% 以上。

2、生态修复有望成为地产园林、市政园林之外园林公司的第三大增长极

传统园林绿化与水生态、土壤修复高度关联，园林工程公司向水生态、土壤修复等拓展将是趋势。上市公司中东方园林和普邦园林已经先行开始向水生态和土壤修复领域拓展。随着 2015 年对环保的持续关注，生态建设的具体规划与政策落实也将给生态环境建设行业带来长期、巨大的市场空间。

目前园林行业呈现市场集中度低，企业规模偏小的竞争态势。众多中小企业以区域竞争为主，而完善产业链有助于提高园林绿化企业的竞争力。随着园林绿化行业的发展，大型园林绿化项目逐步增加，对高层次、高水平、高品位的园林绿化项目的需求也日益增多。随之而来的是客户更看重园林绿化企业历史工程业绩及其品牌沉淀。高端地产园林施工项目的累积促进公司扩大规模从而进一步促进业务承接额的提高。园林行业已逐步发展到集中度自然加速提升的过程。

图 5：园林行业运行逻辑与公司发展要素



资料来源：中国银河证券研究部

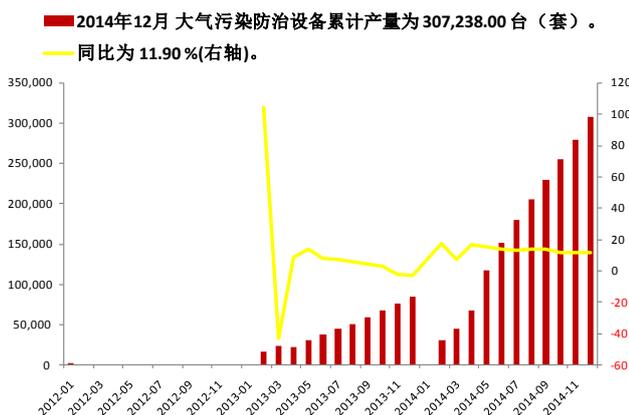
3、大气治理为短期重点，水处理需求急速扩张，固废长期空间较大

“两会”期间《2015年政府工作报告》针对环境保护方面明确节能减排总量指标：2015年二氧化碳排放强度要降低3.1%以上，化学需氧量、氨氮排放都要减少2%左右，二氧化硫、氮氧化物排放要分别减少3%和5%左右等。“大气十条”已经进入深入实施阶段，燃煤电厂超低排放改造趋势有望继续强化，面向环境质量改善的考核体系（如PM2.5）逐渐形成。柴静的《穹顶之下》带来的巨大社会效应带动大气污染治理的讨论，这使得大气治理在一段时间内都将成为环保工作的重要方面。短期看大气板块将会表现突出，但是市场逐渐饱和。

随着环境污染治理的展开，水污染的防治已经被提上日程。《2015年政府工作报告》中明确提出要实施水污染防治的行动计划。水十条已经中央政治局常委会会议审议通过，不久将对外发布。根据此前环保部及相关人士的表态，“水十条”未来三年总投资需求预计超过2万亿元，工业污水处理和城镇污水处理的提标改造将是重点内容。

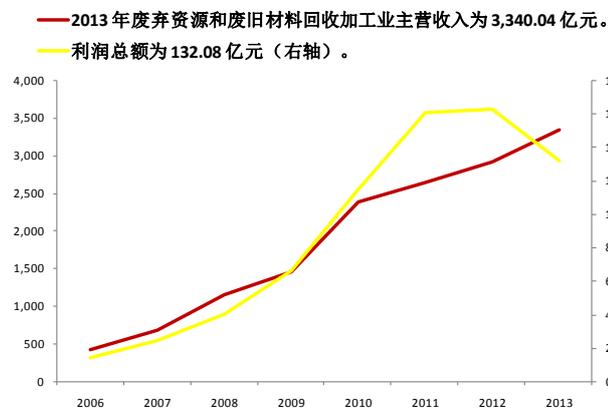
在环保三个重要子行业（大气、水和固废）中，固废行业发展慢于大气和水，长期看有较大的市场空间。

图 6：大气污染治理防治设备增长情况



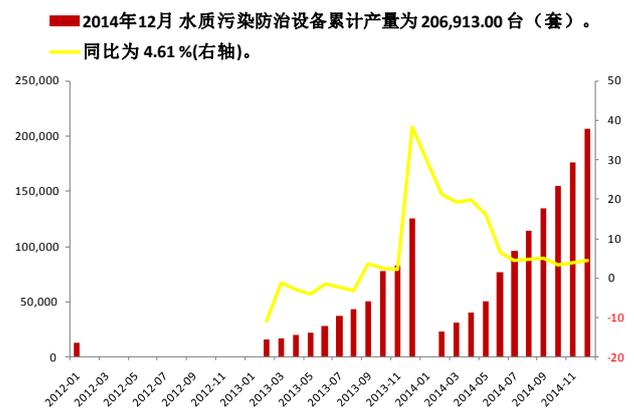
资料来源：wind，中国银河证券研究部

图 8：固废回收收入利润情况



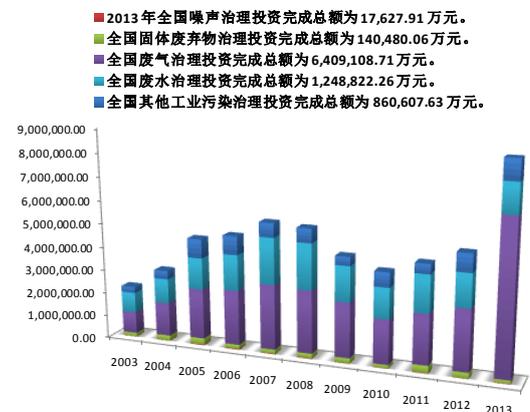
资料来源：wind，中国银河证券研究部

图 7：水质污染防治设备增长情况



资料来源：wind，中国银河证券研究部

图 9：工业污染治理投资完成情况



资料来源：wind，中国银河证券研究部

(二) PPP 创新融资商业模式改善资金链

2014 年以来国务院、财政部、发改委多次强调要大力创新融资方式，积极推广 PPP 模式，财政部年底公布 30 个示范项目，其中 40% 为环保类项目。政策密度多于以往，14 年出台 PPP 政策 4 项，而 05、10、12 年分别发布 1、2、1 项。多渠道、大规模的融资成环保类上市龙头充沛现金流、争夺市场份额的核心优势，也是率先做大做强基本优势所在。

表 6: PPP 模式政府政策汇总

2013-9-16	国务院	国务院关于加强城市基础设施建设的意见国发〔2013〕36 号	要通过特许经营、投资补助、政府购买服务等多种形式，吸引包括民间资本在内的社会资金，参与投资、建设和运营有合理回报或一定投资回收能力的可经营性城市基础设施项目
2013-11-12	中国共产党第十八届中央委员会	中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定(2013 年 11 月)	允许社会资本通过特许经营等方式参与城市基础设施投资和运营，研究建立城市基础设施、住宅政策性金融机构。
2014-9-23	财政部	关于推广运用政府和社会资本合作模式有关问题的通知(财金〔2014〕76 号)	1、充分认识推广运用政府和社会资本合作模式的重要意义 2、明确适用于政府和社会资本合作模式的项目类型、采购程序、融资管理、项目监管、绩效评价等事宜。
2014-10-2	国务院	《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》	1、推广使用政府与社会资本合作模式。鼓励社会资本通过特许经营等方式，参与城市基础设施等有一定收益的公益性事业投资和运营。 2、对在建项目确实没有其他建设资金来源的，应主要通过政府与社会资本合作模式和地方政府债券解决后续融资。
2014-10-23	财政部	关于印发《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》的通知(财金〔2014〕351 号)	1、认真甄别筛选融资平台公司存量项目，对适宜开展政府与社会资本合作(PPP)模式的项目，要大力推广 PPP 模式 2、通过 PPP 模式转化为企业债务的，不纳入政府债务。 3、在建项目要优先通过 PPP 模式推进，确需政府举债建设的，要客观核算后续融资需求。
2014-11-26	国务院	国务院创新重点领域投融资机制鼓励社会投资的指导意见	1、鼓励社会资本投资运营农业和水利工程、加大社会事业投资力度、加强能源设施投资 2、建立健全政府和社会资本合作(PPP)机制，创新融资方式拓宽融资渠道
2014-12-4	财政部	关于政府和社会资本合作示范项目有关问题的通知(财金〔2014〕112 号)	1、确定 30 个 PPP 重点项目 2、鼓励和引导地方融资平台公司存量项目，以 TOT(转让-运营-移交)等方式转型为 PPP 项目，切实有效化解地方政府融资平台债务风险
2014-12-4	财政部	关于印发政府和社会资本合作模式操作指南(试行)的通知(财金〔2014〕113 号)	1、印发《政府和社会资本合作模式操作指南(试行)》，规范政府和社会资本合作项目的识别、准备、采购、执行和移交等活动

2014-12-4	发改委	国家发展改革委关于开展政府和社会资本合作的指导意见（发改投资[2014]2724号）	<ol style="list-style-type: none"> 1、合理确定政府和社会资本合作的项目范围及模式，各地通过授予特许经营权、政府补贴或购买服务等措施，灵活运用 BOT、BOO、BOOT 等多种模式，切实提高项目运作效率。 2、建立健全政府和社会资本合作的工作机制 3、加强政府和社会资本合作项目的规范管理 4、强化政府和社会资本合作的政策保障，认真做好 PPP 项目的统筹规划，及时建立 PPP 项目库，按月汇总，积极推动 PPP 项目顺利实施。
2014-12-30	财政部	关于规范政府和社会资本合作合同管理工作的通知（财金〔2014〕156号）	<ol style="list-style-type: none"> 1、强调重视对 PPP 合同的管理，加强对 PPP 合同的起草、谈判、履行、变更、解除、转让、终止直至失效的全过程管理 2、遵循 PPP 合同管理的核心原则，制定并颁布《PPP 项目合同指南（试行）》 3、有效推进 PPP 合同管理工作
2014-12-31	财政部	关于印发《政府和社会资本合作项目政府采购管理办法》的通知（财金〔2014〕215号）	颁布《政府和社会资本合作项目政府采购管理办法》，制定并规范政府和社会合作项目采购程序以及争议处理和监督检查等流程
2015-2-25	财政部	2015 年政府采购工作要点	大力开展政府购买服务工作,推进各地有序开展政府与社会资本合作(PPP)项目政府采购活动。适应政府购买服务、PPP 项目的需求特点,推广应用竞争性磋商等非招标采购方式,开展政府购买服务结果评价试点。

资料来源: wind, 中国银河证券研究部

PPP 模式作为政府大力推广的建设基础设施的融资模式将有望随基建投资的快速增长而迅速发展。由于我国 GDP 增速的减缓，基建投资将继续扮演缓冲经济放慢增长的重要手段。我国的基建投资总额在 2014 年末 11 万亿元，同比增长接近 20%，相较 2011 年增长显著。在 2015 年中，由于制造业以及地产行业表现预计依旧低迷，基建投资仍将被看做稳增长的主要手段，有望保持 20%左右的增速。由于财政部《关于加强地方政府性债务管理的意见》的出台，我国地方政府融资平台的功能被取消，为了满足基建投资的需要，我们预计 PPP 模式将会成为政府融资的重要新模式之一。

图 10:: 我国基础设施建设累计值/同比



资料来源: wind, 中国银河证券研究部

由于政府大量存量债务的存在, PPP 融资模式作为一种解决存量债务的模式, 有望迎来快速发展。根据审计署 32 号文件, 2014 年底到期的政府负有偿还责任的债务为 83910.11 亿元。为了解决数目如此庞大的存量债务, 中央出已经明确指出要鼓励引导适宜存量项目转型为 PPP 项目。因此, 若 10% 的存量债务能转为 PPP 项目, 这也能给 PPP 市场带来 8000 亿元的新项目规模。

表 7: 政府负有偿还责任债务情况

年份	政府负有偿还责任的债务 (亿元)
2014	23826.39
2015	18577.91
2016	12608.53
2017	8477.55
2018 及以后	20419.73
合计	83910.11

资料来源: wind, 中国银河证券研究部

根据我们测算, 2015 年我国 PPP 模式理论市场空间有望达到 2 万亿元, 若其中一半可转化为 PPP 项目, 则实际市场规模有望达 1 万亿。我国地方政府在 2011 年至 2013 年平均每年增加 1.63 万亿债务, 由于 2014 年我国基建投资较 2013 年增长近 20%, 我们假设该数据在 2015 年不变, 并且以此作为地方政府的融资需求的增长速度, 预计 2015 年地方政府的融资需求将达到 2.34 万亿。另一方面, 根据财政部公布的数据计算, 2012 年到 2014 年我国地方政府发行的地方政府债券在当年财政赤字的占比均为 30%, 我们设 2015 年该比例不会改变。鉴于我国目前较大的稳增长压力, 我们假设 2015 年 GDP 增长率为 7%, 赤字率为 2.5%。

表 8: PPP 规模

	2014	2015
地方政府融资需求(亿元)	19507.51	23409.01
GPD(亿元)	636462.7	681015.1

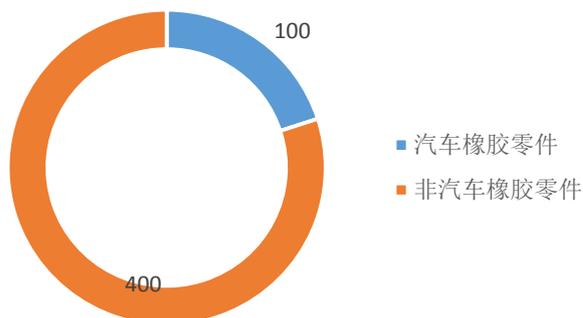
赤字率	2.1%	2.5%
赤字规模(亿元)	13365.72	17025.38
地方政府发行债券比例	29.6%	30.0%
地方政府发行债券额(亿元)	3960.212	5107.613
地方政府债券到期额(亿元)	992.5	1714
新增地方政府债券额(亿元)	2967.712	3393.613
PPP 预计规模(亿元)		20015.4

资料来源: wind, 中国银河证券研究部

(三) 非轮胎橡胶市场规模估计在 500 亿元左右

2014 年全球非轮胎橡胶制品总市场规模在 2000 亿美元左右, 约合 1.24 万亿人民币。“十二五”期间, 中国汽车产业有望保持 5-10% 的产量增长, 汽车橡胶制品更存在较大的进口替代需求, 公司汽车橡胶制品需求乐观。非轮胎橡胶件价值约占车总价的 1.5-2%。**2013 年汽车总产值超过 2.5 万亿元, 非轮胎橡胶市场规模估计约 300-500 亿元, 平均值为 400 亿元。**

图 11: 国内非轮胎橡胶市场规模约 500 亿元



资料来源: 中国银河证券研究部

国内非轮胎橡胶市场规模合计约 500 亿元。汽车橡胶零件约占橡胶零件行业产销量的 50% 以上。我们认为非汽车领域 (高铁、国防军工、航空航天、家电、工程机械、风力发电、石油化工、冶金矿山、水利工程、医药等) 所用的橡胶密封件市场总量在 100 亿元左右。国内汽车橡胶零部件加工企业有近 1000 家, 行业集中度较低, 亿元以上规模企业相对较少, 大量的小企业对公司不构成竞争威胁。目前主要竞争对手有: 安徽中鼎股份、无锡恩福油封、宁波拓普集团、亚新科噪声与振动技术、天津市大港胶管、日本 NOK、德国 FREUDENBERG (佛雷依登贝格) 等。

三、公司分析：收购赛石园林，转型大环保

(一) 公司战略转型方向

公司转型的大方向：第一步实施零部件改革保持现有利润规模，第二步做园林实现转型收购整合（赛石园林），第三步围绕大生态环保建立起环保产业生态系统，实现利润的突破式增长。

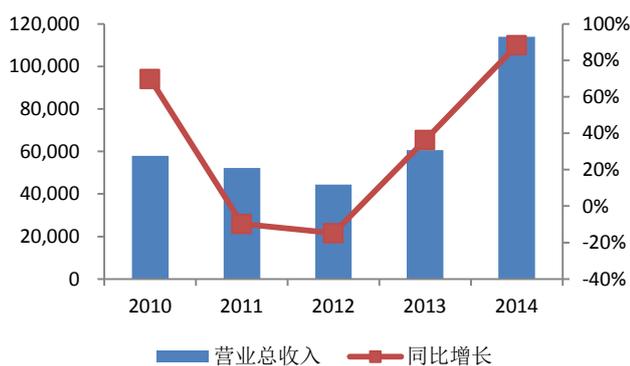
图 12：公司战略转型路径图



资料来源：中国银河证券研究部

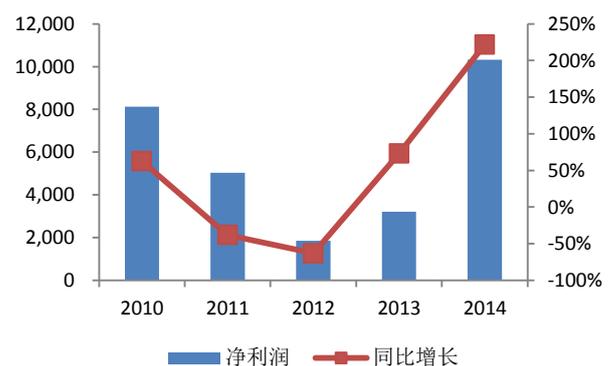
公司 2014 年完成营业收入 11.5 亿元元，同比增长 89.69%，归属于上市公司股东的净利润 1.03 亿元，同比增长 221.56%。

图 13：2010-2014 公司主营业务收入增长情况（万元）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

图 14：2010-2014 公司净利润增长情况（万元）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

(二) 收购赛石集团拓展大生态环保领域

1、赛石集团多年深耕园林绿化行业，拥有独特竞争优势

公司是国内为数不多的同时具有园林、古建、文保三个一级资质的园林企业。杭州赛石集团前身为杭州赛石园林绿化工程有限公司，创建于2001年，旗下拥有杭州市园林工程有限公司、杭州园林景观设计有限公司、杭州赛石苗圃有限公司、杭州赛石生态农业有限公司等全资子公司，总资产超过10亿元。公司是中国花卉协会绿化观赏苗木分会副会长单位和浙江省、山东省绿化苗木协会副会长单位。

表 9：杭州赛石集团产业组成概览

赛石园林集团	赛石置业集团	花市连锁集团	杭州园林古建
<ul style="list-style-type: none"> ● 景观地产园林：主要从事高端房产项目的园林工程建设及规划设计，特别是别墅园林工程的建设。 ● 苗木生产：主要生产包括槭树科、冬青科和各类花灌木、观赏果树以及行道树等。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 专注于商业地产和低密度景观房产的开发与建设。 ● 与花市连锁紧密结合，打造独创的花木商业生态综合体的商业地产模式。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 负责花木连锁投资管理的专门机构，资产规模达10亿元。 ● 管理赛石集团已有的三家花市市场，并投资开发多家花木物流交易平台。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 负责市政园林板块。

资料来源：中国银河证券研究所

公司主要从事苗木产销、园林景观设计、园林工程施工等业务，拥有“苗木种植-工程设计-工程施工”的较为完整的产业链。主要为地产和市政项目等提供综合绿化服务，资质齐全，项目经验丰富。

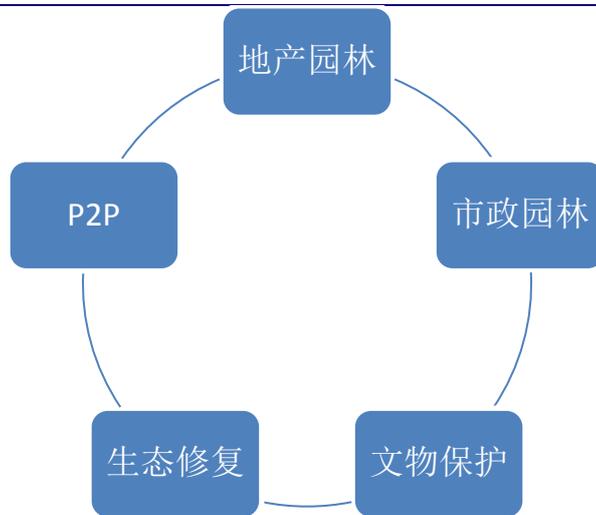
表 10：杭州赛石集团及其子公司拥有的资质

公司	证书名称	资质等级
赛石集团	城市园林绿化企业资质证书	二级
	建筑业企业资质证书	市政公用工程施工总承包三级 园林古建筑工程专业承包三级
景观设计	工程设计资质证书	风景园林工程设计专项乙级
	城市园林绿化企业资质证书	一级
杭州园林	建筑业企业资质证书	园林古建筑工程专业承包一级 建筑装修装饰工程专业承包二级
	文物保护工程施工资质证书	一级

资料来源：中国银河证券研究所

杭州园林始建于1953年，已有62年的历史，承接了杭州大部分的市政园林维护修缮工作。在市政园林领域有精湛的技术和丰富的经验，是最早拥有园林绿化施工一级资质国内四家园林单位之一，也是国内为数不多的同时具有园林、古建、文保三个一级资质的园林企业。

图 15：赛石园林产业分布



资料来源：中国银河证券研究部

赛石集团和多家知名房产企业合作，在高端园林地产项目上承接了绿城的大部分高端项目。完成了多项精品园林工程，拥有丰富的客户资源。赛石集团的市政园林业务与地产园林业务均衡发展，并在这两个业务板块均建立了良好的经营与管理模式。市政园林项目贡献了较高的业务收入和毛利率，而地产园林项目带来了更快的回款速度和更高的品牌知名度，均衡发展使得赛石集团不必依赖于单一类工程业务，从而有效地降低了经营风险。

表 11：赛石及其子公司承接开发经典项目

市政园林（杭州园林承接）	景观地产园林	花市生态旅游	商业地产与低密度景观房
杭州花港观鱼、平湖秋月、灵隐寺、岳庙、六和塔、太子湾公园等 80% 西湖著名景点； 杭州西溪国家湿地公园、徐州潘安湖湿地公园等大型湿地公园； 承接美国、奥地利、泰国、日本、新加坡、香港等国家和地区重要工程项目。	绿城房产杭州桃花源、青山湖玫瑰园、青山湖红枫园、九溪玫瑰园、云溪玫瑰园、南京玫瑰园、象山白沙湾玫瑰园、溪上玫瑰园、西溪诚园、昆山玫瑰园、昆山时代御湖、安吉华都龙山庄园、青岛天逸海湾、中驰湖滨花园、新湖果岭等高端房产项目。	杭州一年一度在西溪国家湿地公园举办的花朝节；	水岸花墅、水岸花城。

资料来源：中国银河证券研究所

赛石集团旗下杭州园林承建了大部分杭州西溪国家湿地公园的项目。公园坐落于浙江杭州市区西部，距离西湖五公里，是中国第一个“国家湿地公园”、国家 5A 级旅游景区，与西湖、西泠并称杭州“三西”。公园占地面积约 11.5 平方公里，园区约 70% 的面积为河港、池塘、湖漾、沼泽，集生态湿地、城市湿地、文化湿地于一身。著名导演冯小刚执导贺岁电影《非诚勿扰》在西溪国家地质公园取景。因为电影的火热上映，西溪湿地风景也瞬间家喻户晓，有效推动了当地旅游发展，成为用电影推介景区著名案例。公司承办杭州一年一度在西溪国家湿地公园举办的花朝节，围绕生态旅游构建花卉展览出售扩大了公司的影响力。

美晨科技收购赛石集团是实施外延扩张的重要举措，将优化上市公司的产业结构，提升公司的业务规模和盈利水平。赛石的苗木、设计与施工一体化，将设计理念与工程施工结合在一起，有效提升工程效果。苗木、设计与施工一体化使赛石集团可以适当的运用自身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，为工程施工的开展提供资源保障。

表 12：美晨科技对杭州赛石的整合

整合方案	
人力资源整合	提供维护及拓展业务提供有利的环境； 在业务层面授予较大程度的自主权和灵活性。
业务整合	双方业务不具有相关性，不存在相关业务整合计划。
财务管理	统一垂直管理财务风险； 利用上市公司在资本市场上的优势为赛石提供全方位资金支持。

资料来源：中国银河证券研究部

美晨科技给予赛石管理团队足够的自主性和支持，与此同时，公司为更好地激励赛石集团管理团队积极性，对其核心管理人员进行业绩奖励。对赛石团队的激励有利于提高团队的积极性，保障业务持续稳定增长。

表 13：公司对杭州赛石管理团队奖励计划

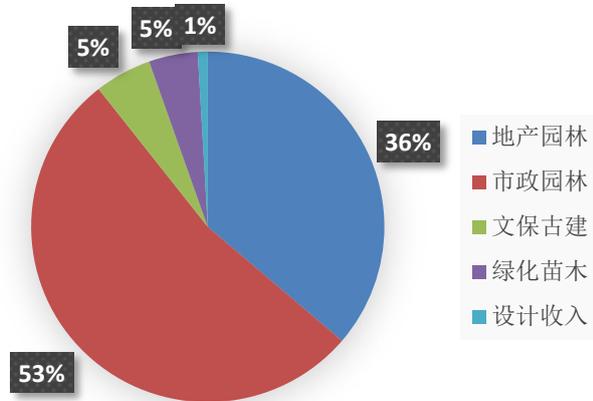
项目名称	条件
业绩奖励财务指标	如赛石团队在 2014 年、2015 年和 2016 年各年实际实现的经审计的净利润总和达到《盈利预测补偿协议》约定的 2014 年、2015 年和 2016 年承诺净利润总和的 120%(即 35,000 万元的 120%)，则触发业绩奖励。
奖励金额计算	奖励金额=(2014 年、2015 年和 2016 年三年实际实现的经审计后的净利润总和-(2014 年、2015 年和 2016 年三年承诺净利润总和*120%))*10%奖励金额总数不超过本次交易对价的 5%，即 3,000 万元。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

2、赛石的财务状况

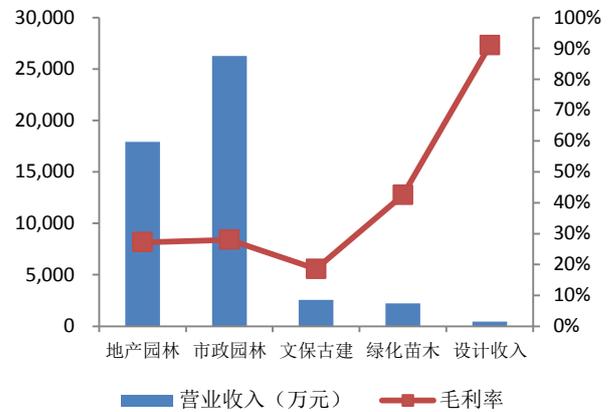
赛石集团收入主要来源于园林工程施工业务，占总收入的 99%。苗木种植、景观规划设计作为辅助业务，为园林工程施工业务提供了支持与保障，发挥了协同效应。园林工程施工项目中，地产园林占 50%，市政园林占 48%，文物古建保护占 2%。

图 16: 公司园林工程施工项目细分比重



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部整理

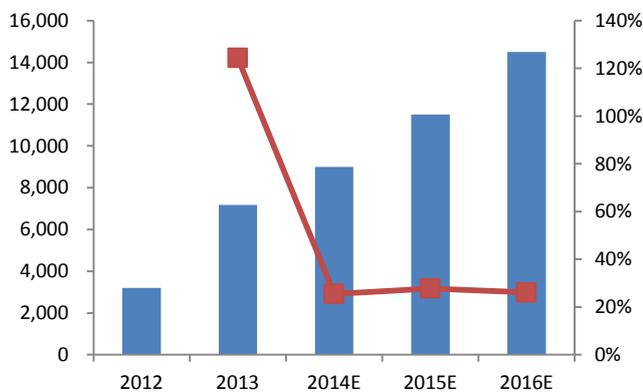
图 17: 公司并表各项业务收入和毛利率对比



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部整理

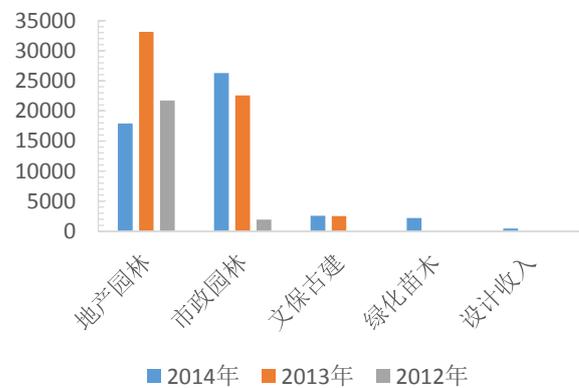
赛石集团承诺 2014/2015/2016 年净利润不低于 9000/11500/14500 万元, 赛石集团 2014 年实现净利润 11309 万元, 超过公司承诺净利润的 25.6%。赛石的各项业务中, 地产园林占比最大为 54.63%。市政园林由于 2013 年合并杭州园林导致增长幅度较大。

图 18: 赛石集团净利润/承诺净利润 (万元)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

图 19: 赛石集团各项业务收入 (万元)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

公司经营现金流好于同类上市公司, 毛利率存在较大提升空间。赛石集团的园林施工业务毛利率低于同行, 主要因为在获得供应商较长付款期的同时相应提高了原材料、劳务等的采购成本, 导致了总成本有所提高。经营现金流方面, 同行业上市公司经营活动产生的现金流量净额普遍为负且金额较大, 而赛石集团一直致力于改善经营性现金流量, 注重客户管理, 提高了经营活动产生的现金流量净额。

图 20: 行业内可比公司毛利率对比

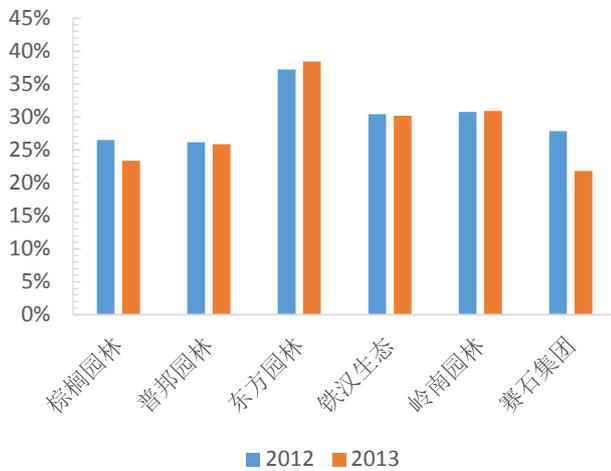
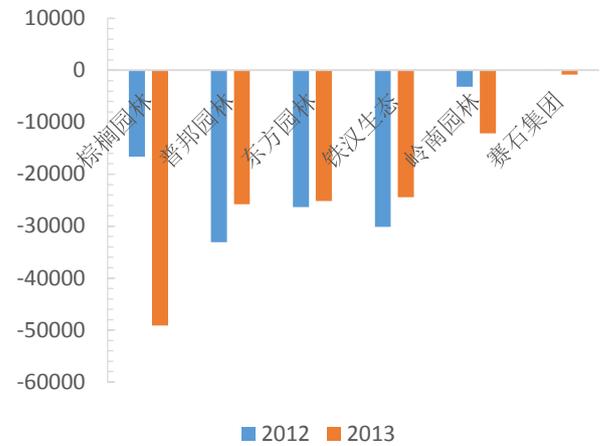


图 21: 行业内可比公司经营活动产生现金流量对比



资料来源:公司公告, 中国银河证券研究部

资料来源:公司公告, 中国银河证券研究部

公司承接的项目中, 1000 万元以上的项目合同总金额占当期全部新开工项目合同总金额的比例保持在 50% 以上。

表 14: 赛石集团在手重大订单

序号	项目名称	客户名称	开工日期	合同金额 (万元)
1	咸阳市北塬新城管理委员会合作框架协议	咸阳市北塬新城管理委员会		50000.00
2	微山县人民政府开发项目框架协议	微山县人民政府		80000.00
3	沂水县人民政府合作框架协议	沂水县人民政府		100000.00
4	大南水街工程	张家港市锦丰城乡开发投资有限公司	2013 年4 月	26,508.74
5	香园景观工程	丽水中驰置业发展有限公司	2013 年12 月	4,106.60
6	水亭门历史文化街区保护利用项目一期工程—房屋修缮及立面改造工程	衢州市城市建设投资有限公司	2013 年12 月	3,876.97
7	李沧区楼山河 (规划3#-区界) 环境提升工程	青岛市李沧区城市管理局	2013 年4 月	2,712.24
8	九龙坡区重点寺 (佛教华岩寺) 保护修缮工程	重庆市九龙坡区华岩寺、重庆渝隆资产经营 (集团) 有限公司	2013 年3 月	2,346.79
9	蚌埠义乌国际商贸城一期C 标绿化景观工程	安徽中恒商业发展有限公司	2013 年9 月	2,200.00
10	铁路东站枢纽地区同协南路道路绿化工程	杭州市城东新城建设投资有限公司	2013 年6 月	2,101.46
11	绿城·温州海棠湾法合景观工程	温州绿城发展房地产开发有限公司	2013 年11 月	1,860.65
12	良渚街道谢村港河道整治-市政工程	杭州余杭良渚组团投资有限公司	2012 年1 月	1,840.30

13	苍南中驰御景园绿化景观工程	浙江中驰房地产开发有限公司	2014 年1 月	1,788.35
14	中国青岛城阳白沙河北岸（华夏路-纸房河）景观绿化整治工程	青岛白沙河开发建设有限公司	2013 年4 月	1,317.43
15	香山美墅室外景观工程	青岛泰德置业发展有限公司	2013 年11 月	1,155.23
16	融科爱骊山非示范区园林景观工程二标段	杭州嘉谊置业有限公司	2013 年11 月	1,135.03
17	宋都东郡国际一期景观工程	杭州永都房地产开发有限公司	2013 年7 月	1,022.33
			合计	283,972.12

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

（三）传统主业稳健增长

在汽车零部件产品定位方面，公司 09 年开始从高端重卡转型乘用车。公司通过客户结构优化、产品升级换代等措施，使公司面向乘用车市场的营业收入大幅提升，从而带动公司利润稳健增长。美晨科技以汽车零部件起家，面临汽车行业整体受宏观经济波动的剧烈影响，公司在面对汽车行业增速放缓及重卡市场下降的不利情况下实施了战略转型，使公司面向乘用车市场的销售额比例由 2013 年的 13% 提升至 2014 年的 21%，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。

表 15：美晨科技产品体系

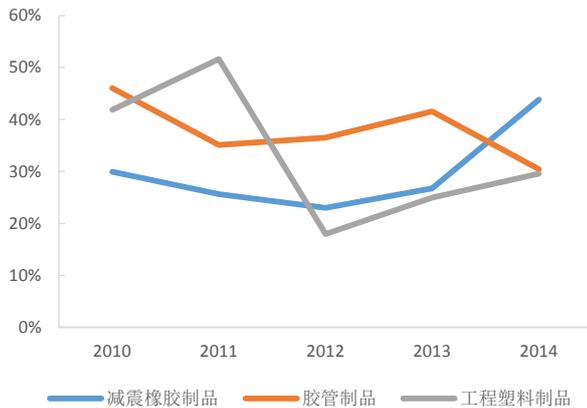
产品类别	产品体系		
减震橡胶制品	橡胶推力杆	直型推力杆 V 型推力杆	
	空气弹簧	驾驶室空气弹簧 座椅空气弹簧 底盘空气弹簧	
		悬架总成	驾驶室悬架 空气悬架、橡胶悬架等 动力总成（发动机）悬置 散热器、排气管悬置等
			其他减震制品（橡胶软垫）
	汽车胶管		
		水管	发动机冷却水管
		其他	燃油、油冷、动力转向、制动等系统软管 油冷

资料来源：中国银河证券研究所

美晨科技传统业务中，减震橡胶制品的毛利率持续上升，胶管制品有轻微下降，工程塑

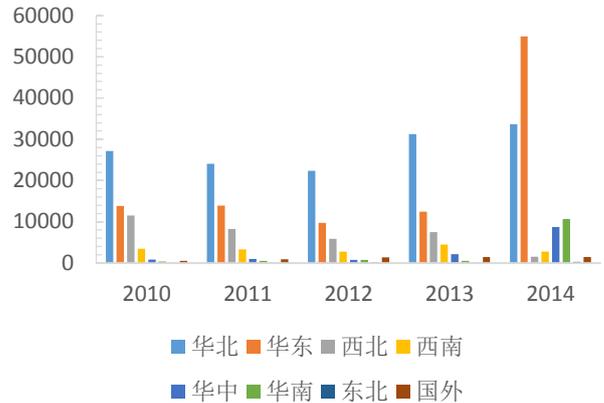
料制品波动幅度较大，整体呈现平稳上升的趋势。从公司的主营业务分地区来看，公司传统业务的分布主要在华北地区，华东地区的收入由于并入了赛石集团而凸显。并购赛石集团加速了公司全国扩张的脚步。

图 22：公司传统业务毛利率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

图 23：公司主营业务分地区增长情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

（四）公司未来业绩成长驱动因素

1、园林绿化业务创新发展

赛石集团的全资子公司杭州园林近日与咸阳市北塬新城管理委员会和山东省沂水县人民政府签订《合作框架协议》，以PPP模式开展园林工程施工，把握住了政策先机。

通过控股虹越花卉（430566）拓展 P2P 家庭园艺渠道。赛石控股将持有虹越花卉 10.5% 股份，成为其第三大股东。赛石集团的关联方赛石控股投资了管理杭州城西花鸟工艺品市场、杭州西溪花市、山东沂水中和花都，无锡太湖花都、山东（昌邑）北方花木城、宁波北仑梅山保税港区国际花园中心六家花卉市场，在华东的花市市场上有一定的份额。近年来花卉产业处在调整转型期，众多花卉企业正在布局向家庭消费市场进军。虹越花卉目前针对家庭消费有四大平台：即线下花园中心连锁门店、商超连锁专柜、绿植连锁网点和线上网店群、独立网上商城，现已拥有 62 个经营单元。赛石旗下的花市连锁集团管理赛石集团已有六家花卉市场，并且还在投资开发针对线下家庭消费的市场。

2、传统主业突破升级

公司传统主业非轮胎环保橡胶制品将进行深度改革转型成为新的利润增长点。公司将继续推进商用车、乘用车两大业务利润中心的深度转型，并在继续扩大物流服务业务的同时，以目前技术中心并整合部分社会资源为依托，孵化承接技术研发外包服务。整合非轮胎环保橡胶制品行业资源，实现主流客户的业务突破。公司在商用车市场主要针对一汽、二汽的业务进行突破；乘用车市场主要针对通用一级市场进行突破，尝试孵化大众、宝马、福特、神龙的业务。

3、定向增发引入中植资本，实现业务的进一步拓展

2015年1月13日公司非公开发行股票，集资金总额不超过12亿元，发行价为26.19元/股。此次定向增发的五名发行对象为山东晨德、潍坊美晨、赛石控股、杭州晨德及京冶资本等五名特定投资者中，公司中高层包揽了12亿增发额度中的约10亿元，且均以现金认购，通过定向增发，变相实现了股权激励。而常州京冶资本管理有限公司则是“中植系”创始人解直锟全资掌控的公司。引入中植系，将有助于上市公司业务布局和落地，并为上市公司的外延并购创造更大的资源整合空间。

4、外延扩张向大环保转型

公司积极关注环保产业发展，持续关注环保行业进展，发展多元化战略。公司在完成收购赛石集团拓展传统园林绿化业务之后，通过定增募集的资金，未来或将发展水生态、土壤修复等于园林工程施工高度关联的领域，向大环保方向进行外延扩张。

四、风险提示

宏观经济波动风险。地产园林业务是杭州赛石集团的主要业务。房地产行业如果受宏观调控或其他因素影响而出现波动，将影响赛石集团的市场开拓、业务规模和工程款的回收，造成应收账款坏账风险。

收购整合风险。公司完成收购杭州赛石集团之后，赛事集团将成为公司的全资子公司。美晨科技与赛石集团的业务和客户范围存在一定的差异，能否顺利实现整合具有不确定性。

应收账款风险。园林施工企业通常需要垫付大量资金，若客户不按时结算并及时付款，将影响资金周转及使用效率，并且随着承接工程项目规模的扩大，垫付的资金量也将有所增加，从而进一步影响工程施工业务的持续发展。

五、盈利预测、估值及评级

我们预测公司2015~17年EPS分别为1.60/2.15/2.80元，CAGR达52.3%。给予公司2015年30-35倍PE，目标价48.0-56.0元。首次覆盖，给予“推荐”评级。

利润表(百万元)						资产负债表(百万元)					
指标名称	2013	2014	2015E	2016E	2017E	指标名称	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	606	1,149	1,911	2,578	3,350	货币资金	218	261	478	644	838
营业成本	426	786	1,318	1,786	2,327	存货	111	1,036	835	1,131	1,475
毛利率	29.7%	31.6%	31.0%	30.7%	30.5%	应收账款	125	401	666	898	1,167
营业税金及附加	4	19	18	28	42	其他流动资产	200	343	662	963	1,290
营业费用	58	66	105	134	164	流动资产	654	2,042	2,640	3,637	4,769
营业费用率	9.56%	5.76%	5.50%	5.20%	4.90%	固定资产	238	327	347	366	391
管理费用	53	121	162	209	258	长期股权投资	45	0	0	0	0
管理费用率	8.73%	10.56%	8.50%	8.10%	7.70%	无形资产	26	32	62	60	58
财务费用	13	21	33	56	86	其他长期资产	17	479	841	1,222	1,621
财务费用率	2.14%	1.79%	1.74%	2.16%	2.57%	非流动资产	325	838	1,250	1,648	2,071
投资收益	0	4	0	0	0	资产总计	979	2,880	3,889	5,285	6,840
营业利润	37	127	260	350	455	短期借款	128	461	732	1,346	1,959
营业利润率	6.11%	11.04%	13.60%	13.58%	13.60%	应付账款	108	876	1,468	1,989	2,593
营业外收入	1	6	6	6	6	其他流动负债	131	275	303	360	428
营业外支出	1	5	5	6	6	流动负债	367	1,611	2,504	3,695	4,979
利润总额	37	128	261	350	456	长期负债	13	23	0	0	0
所得税	7	28	52	70	91	其他长期负债	19	25	0	0	0
所得税率	19.8%	21.7%	20.0%	20.0%	20.0%	非流动性负债	31	47	0	0	0
少数股东损益	-2	-3	0	0	0	负债合计	398	1,658	2,504	3,695	4,979
归母净利润	32	103	208	280	365	股本	57	130	130	130	130
净利率	5.30%	8.99%	10.91%	10.88%	10.88%	资本公积	345	817	787	787	787
EPS (元)	0.25	0.79	1.60	2.15	2.80	股东权益合计	582	1,225	1,362	1,586	1,878
						少数股东权益	-1	-3	-3	-3	-3
						负债权益总计	979	2,880	3,889	5,285	6,840
现金流量表 (百万元)						主要财务指标					
指标名称	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2013	2014	2015E	2016E	2017E	
净利润	32	103	208	280	365	增长率 (%)					
少数股东权益	-2	-3	0	0	0	营业收入	36.23	89.69	66.36	34.89	29.96
折旧和摊销	25	32	48	78	77	营业利润	92.23	242.61	104.91	34.70	30.13
营运资金变动	-15	-112	249	-245	-261	净利润	73.08	221.56	101.84	34.50	30.01
其他	25	21	41	66	98	利润率 (%)					
经营现金流	65	40	547	179	277	毛利率	29.70	31.59	31.04	30.74	30.53
资本支出	-34	-32	-97	-95	-100	EBIT Margin	10.77	13.57	16.08	16.34	16.68
投资收益	0	0	0	0	0	EBITDA Margin	14.92	16.33	18.57	19.35	18.96
资产变卖	0	0	-355	-372	-391	净利率	5.30	8.99	10.91	10.88	10.88
其他	0	-160	0	0	0	回报率 (%)					
投资现金流	-34	-192	-451	-467	-491	净资产收益率	5.51	11.43	16.12	19.02	21.05
发行股票	274	196	-30	0	0	总资产收益率	3.28	5.35	6.15	6.11	6.01
负债变化	-177	11	227	567	566	其他 (%)					
股息支出	0	0	-42	-56	-73	资产负债率	40.61	57.58	64.38	69.92	72.80
其他	-177	0	-33	-56	-86	所得税率	19.78	21.68	20.00	20.00	20.00
融资现金流	-79	207	122	455	406	股利支付率	0.00	0.00	20.00	20.00	20.00
现金及等价物	-49	55	217	167	193						

资料来源: wind, 中国银河证券研究部

插图目录

图 1: 公司各 2014 年合并报表业务占比	2
图 2: 公司股权结构	3
图 3: 我国历年规划对环保产业的投资	3
图 4: 我国环保产业投资占 GDP 比重	3
图 5: 园林行业运行逻辑与公司发展要素	6
图 6: 大气污染治理防治设备增长情况	7
图 7: 水质污染防治设备增长情况	7
图 8: 固废回收收入利润情况	7
图 9: 工业污染治理投资完成情况	7
图 10: 我国基础设施建设累计值/同比	10
图 11: 国内非轮胎橡胶市场规模约 500 亿元	11
图 12: 公司战略转型路径图	12
图 13: 2010-2014 公司主营业务收入增长情况 (万元)	12
图 14: 2010-2014 公司净利润增长情况 (万元)	12
图 15: 赛石园林产业分布	14
图 16: 公司园林工程施工项目细分比重	16
图 17: 公司并表各项业务收入和毛利率对比	16
图 18: 赛石集团净利润/承诺净利润 (万元)	16
图 19: 赛石集团各项业务收入 (万元)	16
图 20: 行业内可比公司毛利率对比	17
图 21: 行业内可比公司经营活动产生现金流量对比	17
图 22: 公司传统业务毛利率	19
图 23: 公司主营业务分地区增长情况	19

表格目录

表 1: 公司主要子公司及 2014 年并表业绩 (万元)	2
表 2: 2015 年园林绿化各子行业市场容量估算	4
表 3: 2015 年园林绿化各子行业市场容量估算	4
表 4: 2015 年园林绿化各子行业市场容量估算	5
表 5: 公路绿化投资规模预测	5
表 6: PPP 模式政府政策汇总	8
表 7: 政府负有偿还责任债务情况	10
表 8: PPP 规模	10
表 9: 杭州赛石集团产业组成概览	13
表 10: 杭州赛石集团及其子公司拥有的资质	13
表 11: 赛石及其子公司承接开发经典项目	14
表 12: 美晨科技对杭州赛石的整合	15
表 13: 公司对杭州赛石管理团队奖励计划	15
表 14: 赛石集团在手重大订单	17
表 15: 美晨科技产品体系	18

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

鲍荣富，建筑与工程行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

港股：中国铁建（01186.HK）、中国中铁（00390.HK）、中国交建（01800.HK）

A 股：中国建筑（601668.SH）、中国海诚（002116.SZ）、苏交科（300284.SZ）、达实智能（002421.SZ）、延华智能（002178.SZ）、赛为智能（300044.SZ）、中国化学（601117.SH）、三维工程（002469.SZ）、围海股份（002586.SZ）、东华科技（002140.SZ）、金螳螂（002081.SZ）、洪涛股份（002325.SZ）、亚厦股份（600237.SZ）、普邦园林（002663.SZ）等。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn