

PPP 打造园林+旅游新模式，外延拓展持续布局

美晨科技 (300237.SZ)

推荐 维持评级

投资要点:

- **事件:**
公司公告 2016 年第一季度报告。
- **赛石园林并表，业绩持续高增长。**公司 2015 年度实现营业收入 18.03 亿元，同比增长 56.97%；归属上市公司股东净利润 2.09 亿元，同比增长 102.47%；主要受益于赛石园林的并表。2015 年度园林工程施工实现营业收入 11.39 亿元，同比增长 143.68%，占公司营业收入的 63.18%。基本每股收益 0.31 元/股。2015 年度公司全资子公司赛石园林实现盈利（扣除非经常性损益）1.57 亿元，超额完成了资产重组前的盈利承诺 37%。2016 年 Q1 公司实现营业收入 4.10 亿元，同比增长 35.02%；归属上市公司股东净利润 4254.72 万元，同比增长 109.32%；预计公司未来在园林绿化方面会有不断的突破。
- **盈利能力持续提升，期间费用控制良好，现金流受园林业务影响降为负。**公司 2015 年度综合毛利率为 33.29%，同比增长 1.7pct；净利率增长 2.75pct 至 11.48%；加权平均净资产收益率增长 2.11pct 至 15.07%。期间费用率持续下降，2015 年度同比降低 1.3pct 至 16.82%，其中管理费用率下降 1.54pct，主要受益于规模效应与管理水平的提升。2015 年度收现比、付现比分别为 0.61/0.51。经营性净现金流从 2014 年度的 0.40 亿元大幅下降至 2015 年度的-2.27 亿元，主要受子公司赛石园林业务扩大，垫付资金较多所致。
- **2015 年前三季度受赛石园林并表影响，业绩同比增幅较大。**分季度来看，公司 Q1、Q2、Q3、Q4 分别实现营业收入 3.04 亿元、2.89 亿元、4.35 亿元、7.75 亿元，分别同比增长 83.13%、57.13%、92.59%和 35.30%，分别实现归母净利润 2031.95 万元、3342.77 万元、4723.53 万元、10812.86 万元，同比增长 95.59%、110.05%、315.20%和 64.83%。前三季度盈利增幅较大，且增幅均高于第四季度，主要和赛石园林于 2014 年 9 月 1 日起并表有关。
- **打造园林+旅游新型商业模式，定增补充流动资金，打造纯正 PPP 运营模式。**赛石园林凭借杭州西溪湿地这个全国首屈一指的标杆性工程，通过花卉旅游、主题景观开发、花木苗圃销售等形成强大的运营能力，已形成较其他园林显著的竞争优势。公司此前签订的山东微山湖、沂水、江西石城、山东齐河均是 PPP 或部分 PPP 模式。我们判断类似 PPP 模式将大幅改善公司现金流，打造工程+运营持续稳定收入结构。2015 年公司完成非公开发行，向五名特定对象以 5.22 元/股的价格，募集不超过 8.12 亿元资金；有效满足公司未来 2-3 年业务发展的需要，快速弥补资金短板，助力公司拓展园林绿化业务，打造“苗木-设计-施工”一体化全产业链综合开发商。此次定增完成后，公司资产负债率由 2014 年 57.58%下降至 2015 年的 49.22%，同比下降 8.36pct；有效降低公司财务风险，增强后续融资能力。
- **投资德宏华江拓展西南市场缓解季节性收入波动，强强联合碧桂园实现优势互补。**公司子公司赛石园林拟以 2.63 亿元增资德宏华江，增资后将持有德宏华江 40%股份。德宏华江为运营成熟的 PPP 项目公司，借助其在云南省德宏州的多年耕耘，公司子公司赛石园林可迅速切入当地土地一级开发市场和旅游资源开发营建市场。近期公司公告赛石

分析师

周松

☎: 021-68596786

✉: zhousong_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130515050001

特此鸣谢:

胡美辰 对此报告亦有贡献

市场数据

时间 2016-04-27

A 股收盘价(元)	10.13
A 股一年内最高价(元)	16.55
A 股一年内最低价(元)	7.04
上证指数	2945.59
市净率	3.56
总股本(亿股)	8.07
实际流通 A 股(亿股)	3.99
限售的流通 A 股(亿股)	4.09
流通 A 股市值(亿元)	80.81

相关研究

《公司点评报告-美晨科技 300237: 业绩稳定增长，加速布局汽车后市场及大环保》
2015/09/01

《公司点评报告-美晨科技 (300237): 签订合作协议，布局新疆汽车后市场》
2015/08/17

《公司点评报告-美晨科技 (300237): 投资 5000 万设电子商务公司，汽车后市场落地渐行渐近》
2015/06/17

园林同碧桂园山东区域签署《战略合作框架协议》，以共建生态城市为目标，促进公司园林景观建设业务与碧桂园房地产开发业务的合作，建立长期战略合作关系，实现互补及协调发展。

- **成立并购基金助力外延拓展。**公司以自有资金出资 6600 万元，与常州燕湖资本管理有限公司、西藏鼎晨资产管理有限公司、自然人孙乐先生、常州燕湖永泰投资中心共同发起设立中植美晨产业并购基金，总规模不超过 30 亿元。并购基金将围绕互联网+汽车后市场、互联网+节能环保相关领域开展投、融资业务，做大做强公司产业并购业务。
- **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：**我们预测公司 16-18 年 EPS 分别为 0.39/0.51/0.63 元。考虑到公司商业模式及成长性，给予公司 2016 年 35-40 倍 PE，合理估值区间 14-16 元，维持“推荐”评级。

项目/年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万)	1149	1803	2434	3165	3956
增长率 YoY%	89.7	57.0	35.0	30.0	25.0
净利润(百万)	103.3	209.1	315.6	409.0	512.5
增长率 YoY%	221.6	102.5	50.9	29.6	25.3
EPS (元)	0.13	0.26	0.39	0.51	0.63
PE	77	38	25	19	15

资料来源：中国银河证券研究部，截止 2016 年 4 月 27 日

利润表(百万元)						资产负债表(百万元)					
指标名称	2014	2015	2016E	2017E	2018E	指标名称	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,149	1,803	2,434	3,165	3,956	货币资金	261	890	1,201	1,561	1,951
营业成本	786	1,203	1,624	2,111	2,639	存货	1,036	1,430	1,931	2,510	3,138
毛利率	31.6%	33.3%	33.3%	33.3%	33.3%	应收账款	401	463	626	808	1,010
营业税金及附加	19	39	36	56	71	其他流动资产	343	687	722	575	581
营业费用	66	90	122	158	198	流动资产	2,042	3,471	4,480	5,454	6,679
营业费用率	5.76%	4.99%	4.99%	4.99%	4.99%	固定资产	327	333	354	374	399
管理费用	121	163	220	286	357	长期股权投资	0	27	27	27	27
管理费用率	10.56%	9.02%	9.02%	9.02%	9.02%	无形资产	32	31	60	58	56
财务费用	21	51	44	56	67	其他长期资产	479	569	572	577	582
财务费用率	1.79%	2.80%	1.82%	1.76%	1.69%	非流动资产	838	959	1,012	1,035	1,064
投资收益	4	-3	-4	-4	-4	资产总计	2,880	4,430	5,492	6,489	7,743
营业利润	127	239	368	475	599	短期借款	461	800	1,126	1,306	1,621
营业利润率	11.04%	13.26%	15.10%	15.02%	15.15%	应付账款	876	915	1,235	1,606	2,007
营业外收入	6	18	18	22	22	其他流动负债	275	292	466	589	723
营业外支出	5	8	10	10	10	流动负债	1,611	2,007	2,828	3,502	4,351
利润总额	128	249	376	488	611	长期负债	23	103	103	103	103
所得税	28	42	64	83	104	其他长期负债	25	71	63	63	64
所得税率	21.7%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%	非流动性负债	47	173	166	166	166
少数股东损益	-3	-2	-3	-4	-5	负债合计	1,658	2,181	2,994	3,668	4,517
归母净利润	103	209	316	409	512	股本	130	807	807	807	807
净利率	8.99%	11.60%	12.97%	12.92%	12.96%	资本公积	817	944	944	944	944
EPS (元)	0.13	0.26	0.39	0.51	0.63	股东权益合计	1,225	2,225	2,477	2,805	3,215
						少数股东权益	-3	24	21	17	12
						负债权益总计	2,880	4,430	5,492	6,489	7,743
现金流量表 (百万元)						主要财务指标					
指标名称	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2014	2015	2016E	2017E	2018E	
净利润	103	209	316	409	512	增长率 (%)					
少数股东权益	-3	-2	-3	-4	-5	营业收入	89.69	56.97	35.00	30.00	25.00
折旧和摊销	32	42	48	78	77	营业利润	242.61	88.51	53.80	29.28	26.06
营运资金变动	-112	-530	-221	-144	-321	净利润	221.56	102.47	50.93	29.59	25.30
其他	21	54	55	72	81	利润率 (%)					
经营现金流	40	-227	194	411	344	毛利率	31.59	33.29	33.29	33.29	33.29
资本支出	-32	-59	-96	-95	-100	EBIT Margin	13.57	17.12	17.78	17.49	17.46
投资收益	0	0	-4	-4	-4	EBITDA Margin	16.33	19.44	19.74	19.95	19.40
资产变卖	0	3	-5	-5	-6	净利率	8.99	11.60	12.97	12.92	12.96
其他	-160	-326	0	0	0	回报率 (%)					
投资现金流	-192	-382	-104	-104	-109	净资产收益率	8.43	12.12	13.42	15.49	17.03
发行股票	355	834	0	0	0	总资产收益率	3.58	5.74	6.39	6.85	7.22
负债变化	11	365	329	191	325	其他 (%)					
股息支出	0	0	-63	-82	-102	资产负债率	57.58	49.22	54.51	56.52	58.34
其他	-159	50	-44	-56	-67	所得税率	21.68	16.98	16.98	16.98	16.98
融资现金流	207	1,249	221	53	156	股利支付率	0.00	0.00	20.00	20.00	20.00
现金及等价物	55	640	311	360	390						

资料来源: 中国银河证券研究部

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。

周松，建筑行业证券分析师。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。

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 26 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：

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

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn