

美晨科技 (300237)

证券研究报告
2017年04月25日

积极承接 PPP 项目，“园林+旅游”模式支撑高增长

积极承接 PPP 项目，园林、文化旅游成为新增长极

公司在汽车零部件板块拥有技术优势，是国内非轮胎橡胶制品细分行业龙头；积极承接 PPP 项目，目前已签订 PPP 订单约 230 亿元，以旅游类 PPP 项目为重点，深度介入工程和运营端，“园林+旅游”板块迅速增长，子公司赛石园林净利润较承诺业绩净利润高出 126.11%。公司构建 PPP 业务发展生态圈，叠加政府推动环保和文化产业发展，“园林+旅游”模式有望成为新增长极。

营收大幅提升，PPP 业务增加使毛利率提升

公司 2016 年营业收入 29.50 亿元，同增 63.61%。其中，汽车配件营收 8.85 亿元，同增 51.36%，主因客户结构优化、产品更新换代、国内汽车行业市场回暖所致；园林业务营收 20.51 亿元，同增 69.85%，主因加大对大型市政园林绿化项目的开拓和实施力度所致。2017 年第一季度实现营收 5.68 亿元，同增 38.58%，一季度业绩维持良好势头，全年有望持续高增长。

我们使用“毛利率-营业税金及附加/销售收入”这一指标来剔除“营改增”所带来的核算口径的变化，用该指标计算得出 2016 年度的毛利率为 33.09%，较去年上升 1.95 个百分点，主要原因是 PPP 占比提升促使园林业务毛利率提升。

期间费用率下降，资产减值损失增幅较大

2016 年期间费用率 14.26%，较去年下降 2.56 个百分点，主因收入增速快于费用增速；其中销售费用率 3.96%，同减 1.03 个百分点；管理费用率 8.04%，同减 0.98 个百分点；财务费用率 2.26%，同减 0.54 个百分点。计提资产减值损失 0.44 亿元，同增 179.28%，主因报告期内业务规模扩大，应收账款增加，计提应收账款坏账准备增加所致。综合下来，2016 年公司净利润 4.45 亿元，同增 115.08%。2017 年第一季度实现归属上市公司股东净利润 0.77 亿元，同增 81.49%。

收付现比都有所下降，全年经营净现金流持续为负

投资建议

国内汽车行业市场回暖，汽车配件板块持续增长；政府力推 PPP 项目，公司旅游类 PPP 项目签订积极，推动“园林+旅游”板块稳步发展，业绩有望持续快速增长。综上，我们预计 2017-2019 年的 EPS 为 0.83、1.16、1.50 元，对应 PE 为 20、15、11 倍，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

风险提示：PPP 项目落地不及预期，汽车终端市场竞争加剧。

投资评级

行业	汽车/汽车零部件
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	17.01 元
目标价格	20.5 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	807.26
流通 A 股股本(百万股)	347.37
A 股总市值(百万元)	13,731.54
流通 A 股市值(百万元)	5,908.84
每股净资产(元)	3.37
资产负债率(%)	51.98
一年内最高/最低(元)	20.17/8.28

作者

唐笑 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030004
tangx@tfzq.com

股价走势



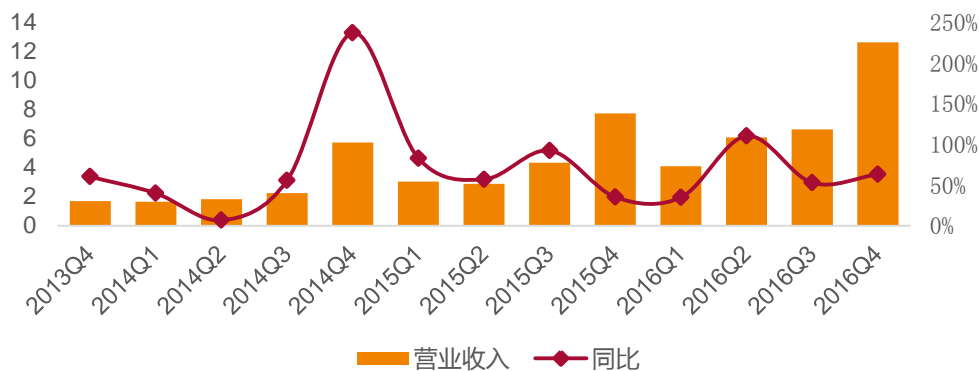
资料来源：贝格数据

相关报告

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,803.19	2,950.15	4,373.00	5,885.99	7,633.36
增长率(%)	56.97	63.61	48.23	34.60	29.69
EBITDA(百万元)	331.37	635.28	919.21	1,224.69	1,565.04
净利润(百万元)	209.11	446.65	673.25	935.45	1,212.62
增长率(%)	102.47	113.59	50.73	38.94	29.63
EPS(元/股)	0.26	0.55	0.83	1.16	1.50
市盈率(P/E)	65.67	30.74	20.40	14.68	11.32
市净率(P/B)	6.17	5.20	4.14	3.23	2.51
市销率(P/S)	7.62	4.65	3.14	2.33	1.80
EV/EBITDA	29.05	21.30	15.52	11.83	9.59

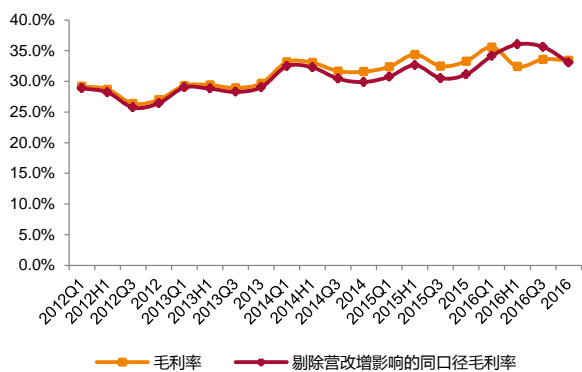
资料来源：wind，天风证券研究所

图 1：公司营业收入（单位：亿元）及增速



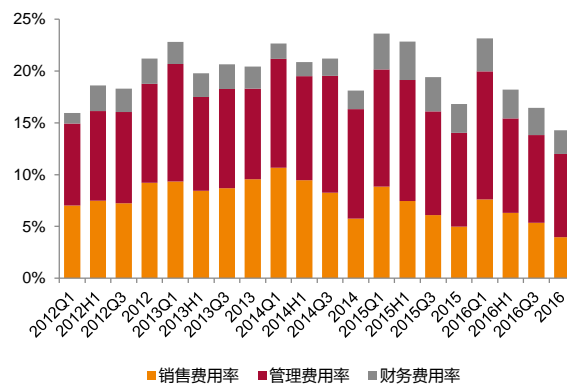
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：毛利率与剔除营改增影响的同口径毛利率变化



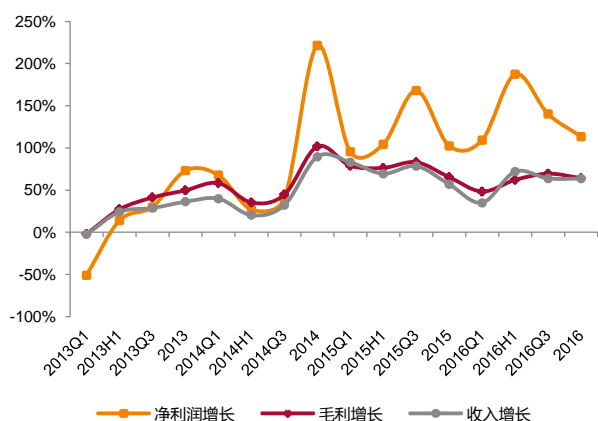
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：公司近 5 年三项费用率构成



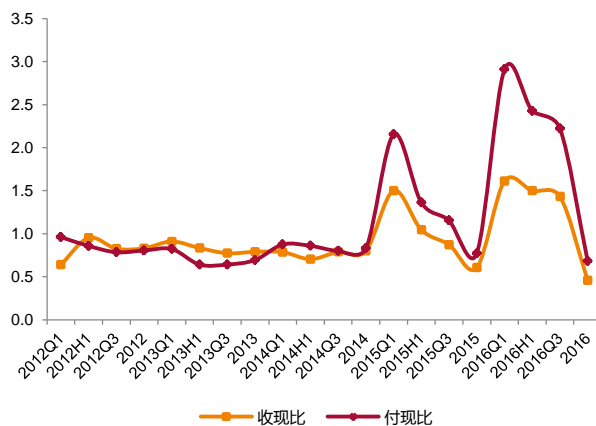
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：公司盈利指标变化趋势



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：公司收现比与付现比变化趋势



资料来源：Wind，天风证券研究所

表 1: 公司签署战略合作协议和中标项目一览

公告日期	类型	地点	项目名称	金额(亿元)
2014/11/14	框架协议	沂水县县城西部龙湾新区	全资子公司杭州赛石园林集团有限公司与山东省沂水县人民政府签订《合作框架协议》	10
2014/12/9	框架协议	咸阳市北塬新城核心区范围内	全资子公司杭州赛石园林集团有限公司之全资子公司杭州市园林工程有限公司与咸阳市北塬新城管理委员会签订《合作框架协议》	5
2015/1/13	框架协议	微山县寨子河, 西起三孔桥, 东至薛河头泵站	山东省微山县古运河(寨子河段)生态综合治理开发项目框架协议	8
2015/3/7	框架协议	石城县	全资子公司杭州赛石园林集团有限公司与江西省石城县人民政府签订《合作框架协议》	15
2015/3/21	框架协议	杭州市	全资子公司杭州赛石园林集团有限公司与恒丰银行股份有限公司签订《合作框架协议》	未披露
2015/4/16	框架协议	齐河县	全资子公司杭州赛石园林集团有限公司之全资子公司杭州市园林工程有限公司与山东省齐河县人民政府签订《合作框架协议》	0.43
2015/6/11	框架协议	沂蒙市	全资子公司杭州赛石园林集团有限公司与临沂市蒙山旅游区管理委员会签订《合作框架协议》	30
2015/8/7	框架协议	无棣县	全资子公司杭州赛石园林集团有限公司与山东省无棣县人民政府签订《合作框架协议》	8
2015/8/18	框架协议	诸城市	全资子公司杭州赛石园林集团有限公司与山东省诸城市人民政府签订《合作框架协议》	80
2016/1/1	框架协议	醴陵市	醴陵市花卉旅游综合开发建设项目战略合作协议	20
2016/3/1	框架协议	各自业务范围	全资子公司杭州赛石园林集团有限公司与重庆康达环保产业(集团)有限公司签订合作框架协议	未披露
2016/4/9	框架协议	山东省诸城市密州东路以南、东环路以西	全资子公司杭州赛石园林集团有限公司与碧桂园山东区域章丘市碧桂园房地产开发有限公司签订《合作框架协议书》	未披露
2016/5/7	中标项目	涇源县	涇源县涇华路旅游服务带 PPP 建设项目	2.58
2016/5/16	框架协议	衢州市	衢州市柯城区全域旅游战略合作框架协议	10
2016/8/10	框架协议	禹城市	山东省禹城市大禹文化旅游产业园项目合作框架协议	20
2016/10/25	框架协议	江西省大余县	全资子公司与江西省大余县人民政府签订合作框架协议	5
2016/12/24	框架协议	陕西省彬县	全资子公司与陕西省彬县人民政府签署项目建设合作框架协议	未披露
2017/1/12	框架协议	杭州市	张纪中与杭州赛石园林集团有限公司战略合作协议	未披露
2017/1/17	框架协议	江西省崇义县	全资子公司与江西省崇义县人民政府签署战略合作框架协议	6
2017/3/4	中标项目	江西省大余县	大余县生态文化旅游基础设施建设 PPP 项目	5.14
2017/3/22	框架协议	新疆乌苏市	全资子公司与新疆维吾尔自治区乌苏市人民政府签署战略合作框架协议	10

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	889.52	607.38	655.95	882.90	1,145.00	营业收入	1,803.19	2,950.15	4,373.00	5,885.99	7,633.36
应收账款	628.56	904.65	1,595.29	2,106.07	3,174.12	营业成本	1,202.97	1,964.22	2,963.54	3,952.43	5,101.39
预付账款	26.88	10.80	77.70	28.32	100.70	营业税金及附加	38.74	9.76	14.47	19.47	25.25
存货	1,430.40	2,466.39	3,412.93	4,428.23	5,692.33	营业费用	90.06	116.72	173.02	232.88	302.01
其他	495.26	326.82	667.79	499.60	871.64	管理费用	162.71	237.32	351.79	473.50	614.06
流动资产合计	3,470.62	4,316.04	6,409.66	7,945.12	10,983.79	财务费用	50.54	66.70	86.64	83.95	100.37
长期股权投资	26.94	317.96	344.96	371.96	398.96	资产减值损失	15.67	43.77	52.53	57.78	63.56
固定资产	333.26	296.66	276.01	251.17	223.35	公允价值变动收益	0.00	0.00	45.00	15.00	(25.00)
在建工程	3.67	28.69	22.01	18.01	15.60	投资净收益	(3.45)	17.59	12.31	13.54	14.90
无形资产	30.62	52.59	59.68	66.30	72.46	其他	6.89	(35.17)	(114.62)	(57.08)	20.21
其他	564.90	866.62	671.55	705.13	751.67	营业利润	239.05	529.23	788.33	1,094.53	1,416.61
非流动资产合计	959.39	1,562.52	1,374.21	1,412.58	1,462.05	营业外收入	18.47	8.21	7.00	7.00	7.00
资产总计	4,430.01	5,878.56	7,783.87	9,357.69	12,445.84	营业外支出	8.26	16.01	18.00	16.00	16.00
短期借款	799.90	770.40	1,187.79	1,579.51	2,236.48	利润总额	249.26	521.43	777.33	1,085.53	1,407.61
应付账款	970.59	1,537.44	2,167.26	2,527.84	3,209.29	所得税	42.33	76.36	113.83	158.96	206.12
其他	236.61	385.00	572.03	369.35	767.19	净利润	206.93	445.08	663.50	926.57	1,201.49
流动负债合计	2,007.10	2,692.84	3,927.08	4,476.71	6,212.97	少数股东损益	(2.18)	(1.57)	(9.75)	(8.88)	(11.14)
长期借款	102.51	365.50	434.52	514.17	656.08	归属于母公司净利润	209.11	446.65	673.25	935.45	1,212.62
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.26	0.55	0.83	1.16	1.50
其他	70.98	139.94	78.48	96.47	104.96						
非流动负债合计	173.49	505.44	513.00	610.64	761.04						
负债合计	2,180.59	3,198.28	4,440.09	5,087.35	6,974.01						
少数股东权益	24.48	38.04	28.29	19.41	8.28	主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
股本	807.26	807.26	807.26	807.26	807.26	成长能力					
资本公积	944.01	938.88	938.88	938.88	938.88	营业收入	56.97%	63.61%	48.23%	34.60%	29.69%
留存收益	1,417.67	1,834.98	2,508.23	3,443.67	4,656.29	营业利润	88.51%	121.39%	48.96%	38.84%	29.43%
其他	(944.01)	(938.88)	(938.88)	(938.88)	(938.88)	归属于母公司净利润	102.47%	113.59%	50.73%	38.94%	29.63%
股东权益合计	2,249.42	2,680.28	3,343.78	4,270.35	5,471.84	获利能力					
负债和股东权益总	4,430.01	5,878.56	7,783.87	9,357.69	12,445.84	毛利率	33.29%	33.42%	32.23%	32.85%	33.17%
						净利率	11.60%	15.14%	15.40%	15.89%	15.89%
						ROE	9.40%	16.90%	20.31%	22.01%	22.19%
						ROIC	21.15%	28.13%	27.58%	26.10%	25.86%
						偿债能力					
						资产负债率	49.22%	54.41%	57.04%	54.37%	56.03%
						净负债率	40.11%	13.69%	40.56%	49.59%	37.57%
						流动比率	1.73	1.60	1.63	1.77	1.77
						速动比率	1.02	0.69	0.76	0.79	0.85
						营运能力					
						应收账款周转率	3.30	3.85	3.50	3.18	2.89
						存货周转率	1.46	1.51	1.49	1.50	1.51
						总资产周转率	0.49	0.57	0.64	0.69	0.70
						每股指标(元)					
						每股收益	0.26	0.55	0.83	1.16	1.50
						每股经营现金流	-0.28	-0.47	-0.14	-0.15	-0.57
						每股净资产	2.76	3.27	4.11	5.27	6.77
						估值比率					
						市盈率	65.67	30.74	20.40	14.68	11.32
						市净率	6.17	5.20	4.14	3.23	2.51
						EV/EBITDA	29.05	21.30	15.52	11.83	9.59
						EV/EBIT	33.24	22.70	16.31	12.29	9.89

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com