

美晨科技 (300237)

公司研究/动态报告

园林 PPP 助力业绩高增长，汽配业务持续复苏

—美晨科技 (300237) 动态报告

动态研究报告/汽车

2017 年 05 月 23 日

报告摘要:

● “园林+汽配”双轮驱动，助力业绩持续高增长

公司传统主业为汽车减震和胶管等非轮胎橡胶制品的研发、制造和销售，2014 年以来公司积极实施战略转型，于 2014 年 9 月以股权+现金的方式，作价 6 亿元收购了杭州赛石园林 100% 股权，切入园林生态行业。公司“汽配+园林”双轮驱动，16 年公司实现营收 29.5 亿元 (YoY+64%)，归母净利润 4.47 亿元 (YoY+114%)。17Q1 公司延续高增长势头，实现营收 5.68 亿元 (YoY+39%)，实现归母净利润 0.77 元 (YoY+81%)。

● PPP 订单充足保障未来业绩，“园林+旅游”稳步推进

15 年以来公司园林 PPP 订单持续释放，助力公司业绩爆发。16 年公司园林板块实现营收 20.5 亿元 (YoY+69.8%)，净利润 3.28 亿元 (YoY+108.3%)，大幅超出业绩承诺 (净利润 1.45 亿元)。我们预计公司目前在手订单达 50 亿元 (为 16 年园林板块收入的 2.5 倍)，17 年项目持续推进将助力公司业绩延续高增长。15 年以来公司稳步推进“园林+旅游”模式发展，持续拓展文化旅游类 PPP 项目，未来项目逐步落地将助推公司业务从项目“建设端”往“运营端”延伸。

● 汽车配件业务持续复苏，发力拓展高端客户

公司是国内商用车市场领先的减震和流体解决方案和模块化供应商之一，主导制定了汽车涡轮增压器橡胶软管的国际标准。14 年以来公司积极推动客户结构优化与产品转型升级，乘用车业务占比快速提升。16 年公司汽配板块实现营收 8.85 亿元 (YoY+51.2%)，毛利率稳步提升至 41%。17 年以来，受限超、基建发力等因素推动，全国重卡销量保持快速增长，将带动公司汽配板块业绩实现高增长。

● 盈利预测与估值

公司园林工程业务与汽配业务双轮驱动，在手园林 PPP 订单充足将助力公司业绩持续高增长。受益重卡销量持续复苏，17 年公司汽配业务将大幅回暖，增厚公司业绩。预计 2017-2019 年归属母公司股东净利润分别为 6.77 亿元、9.19 亿、11.06 亿元，EPS 为 0.84 元、1.14 元、1.37 元，对应当前股价 PE 分别为 20 倍、14 倍、12 倍，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

● 风险提示：订单转化为业绩低于预期；应收账款回收风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	2,950	4,402	6,000	7,203
增长率 (%)	63.6%	49.2%	36.3%	20.0%
归属母公司股东净利润 (百万元)	447	677	919	1,106
增长率 (%)	113.6%	51.5%	35.8%	20.3%
每股收益 (元)	0.55	0.84	1.14	1.37
PE (现价)	29.7	19.5	14.3	11.9
PB	5.0	4.0	3.2	2.5

资料来源：公司公告、民生证券研究院

强烈推荐

首次评级

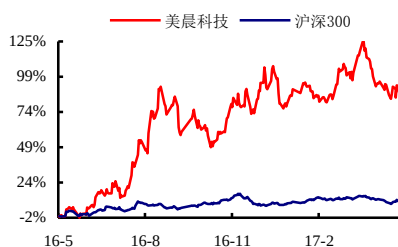
合理估值：20.9—25.2 元

交易数据

2017-5-22

收盘价 (元)	16.31
近 12 个月最高/最低 (元)	19.69/8.61
总股本 (百万股)	807
流通股本 (百万股)	347
流通股比例 (%)	43.03
总市值 (亿元)	132
流通市值 (亿元)	57

该股与沪深 300 走势比较



分析师：范劲松

执业证号：S0100513080006

电话：0755-22662087

邮箱：fanjinsong@mszq.com

研究助理：吴佳鹏

执业证号：S0100116110054

电话：0755-22662081

邮箱：wujiapeng@mszq.com

相关研究

目录

一、“园林+汽配”双轮驱动，助力业绩持续高增长	3
（一）深耕传统汽配业务，布局园林生态行业打开成长空间	3
（二）业绩持续高增长，园林业务占比快速提升	3
（三）公司股权集中，定增引入战投助力外延发展	4
二、PPP 订单充足保障未来业绩，“园林+旅游”稳步推进	4
（一）园林 PPP 订单持续释放，将助力业绩延续高增长	4
（二）“园林+旅游”稳步推进，协同发展可期	6
三、汽车配件业务持续复苏，发力拓展高端客户	7
（一）公司汽配业务行业领先，发力拓展高端客户	7
（二）17 年重卡销量回暖，汽配板块业绩将持续回升	8
四、盈利预测与估值	9
五、风险提示	9

一、“园林+汽配”双轮驱动，助力业绩持续高增长

(一) 深耕传统汽配业务，布局园林生态行业打开成长空间

美晨科技于 2004 年成立，2011 年成功登陆深交所，主要从事减震和胶管等非轮胎橡胶制品的研发、制造和销售，产品应用领域主要集中在汽车工业。公司是国内领先的减震和流体系统解决方案供应商之一，主导制定了汽车涡轮增压系统管路 ISO17324 国际标准。2014 年以来，面对汽车行业增速放缓和重卡市场下滑的情况，公司积极实施战略转型，一方面通过市场结构优化、产品升级换代，拓展乘用车市场，另一方面公司于 14 年 9 月以股权+现金的方式，作价 6 亿元收购了杭州赛石园林 100% 股权，切入园林生态行业。

图 1：公司发展路径

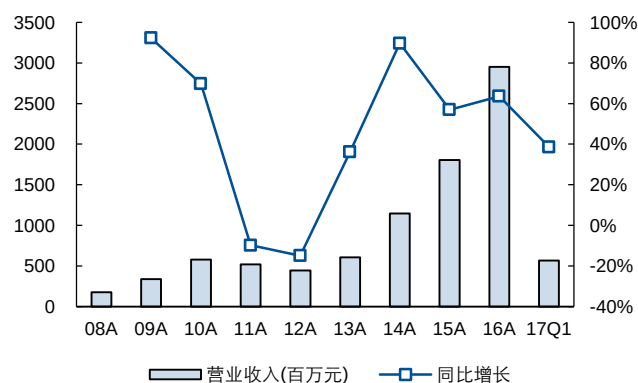


资料来源：公司公告，民生证券研究院

(二) 业绩持续高增长，园林业务占比快速提升

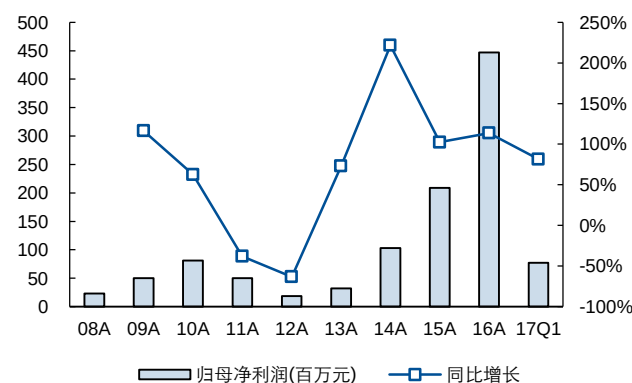
2014 年以来，受益公司园林工程板块业绩加速释放，公司业绩持续高增长。2016 年公司实现营收 29.5 亿元 (YoY+64%)，归母净利润 4.47 亿元 (YoY+114%)，17Q1 公司延续高速增长趋势，实现营收 5.68 亿元 (YoY+39%)，归母净利润 0.77 亿元 (YoY+81%)。公司园林业务营收占比快速提升，16 年公司园林工程业务营收占比达到了 70%。

图 2：公司营业收入保持快速增长



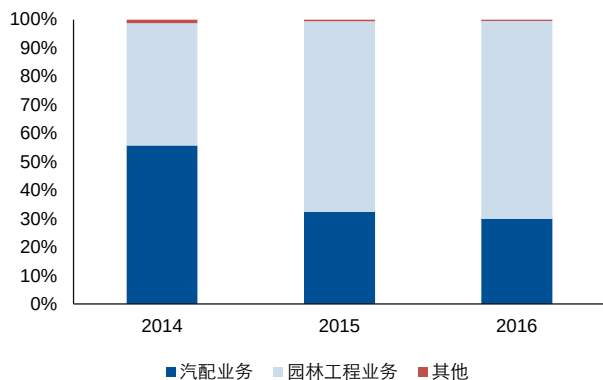
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 3：公司归母净利润保持高速增长



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 4：园林工程业务营收占比快速提升

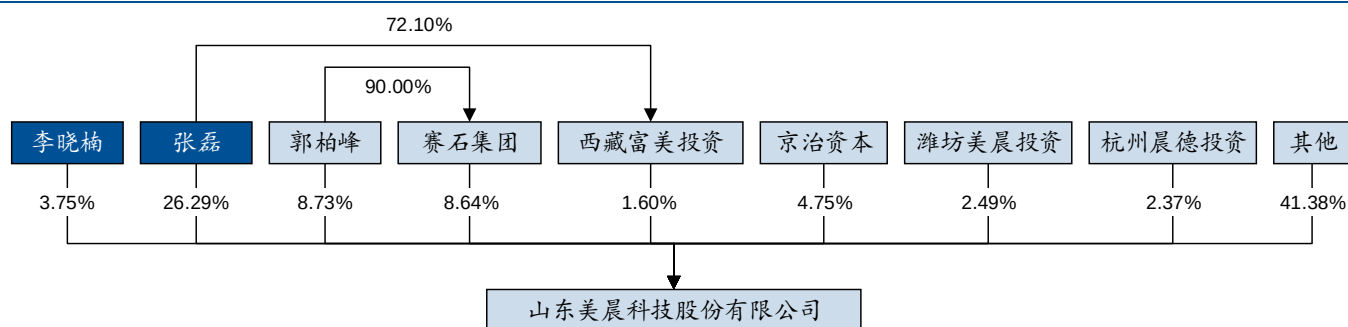


资料来源：Wind，民生证券研究院

（三）公司股权集中，定增引入战投助力外延发展

截止 2017 年一季度末，公司实际控制人为张磊，张磊与李晓楠夫妇两人合计持有公司 31.19%的股权，赛石集团董事长郭柏峰先生为公司的第二大股东，合计持有公司 16.51%。2015 年 12 月，公司以 5.22 元/股向山东晨德、潍坊美晨、赛石有限、杭州晨德及京治资本等 5 位投资者定增发行 15554.51 万股，共募集资金 8.12 亿元，锁定期为 3 年。其中，公司引入中植系资本（京治资本）作为战投，积极推动外延发展。2016 年，公司联合中植系资本成立了中植美晨产业并购基金。2017 年，公司的控股孙公司石城旅游以 3.69 亿元现金收购中植美晨持有的法雅园林 100%股权，加速完善公司在园林环保板块业务布局。

图 5：美晨科技股权结构



资料来源：Wind，民生证券研究院

二、PPP 订单充足保障未来业绩，“园林+旅游”稳步推进

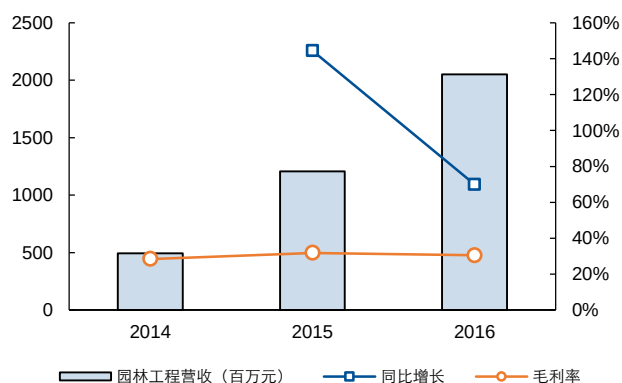
（一）园林 PPP 订单持续释放，将助力业绩延续高增长

公司于 2014 年以股权+现金的方式，作价 6 亿元收购赛石园林切入园林生态行业。2015

年以来,公司园林工程业务保持持续高增长,2016 年公司园林工程业务实现营收 20.5 亿元,同比增长 69.8%,实现扣非净利润 3.28 亿元,同比增长 108%。公司园林 PPP 订单持续释放,截止 2017 年 4 月,公司已签订 PPP 订单和意向协议达 250 亿元,预计在手订单 50 亿元,未来项目持续推进将助力公司业绩延续高增长。

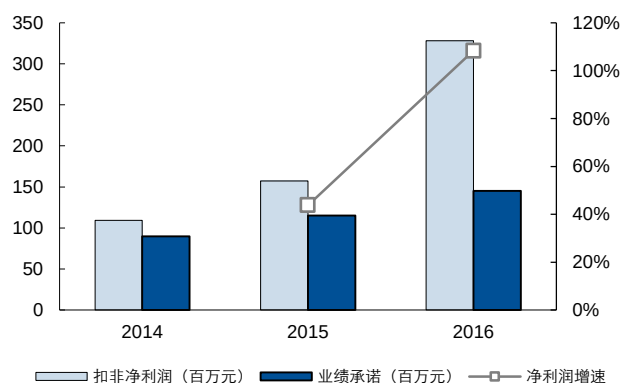
近年来,随着我国城市化率的不断提高,我国城市绿地面积保持稳定增长,带动城市园林绿化投资维持高位。2014 年以来,受益国家相关政策的持续推进,PPP 模式在园林绿化行业的应用不断推广,带动园林生态项目的投资规模不断提高(投资额 2 亿元以上项目占比达 70%),有利于龙头企业发挥规模优势承接项目,助力行业集中度提升。随着 PPP 模式的持续推进,作为园林行业龙头之一的赛石集团未来将充分受益。

图 6: 赛石园林营业收入快速增长



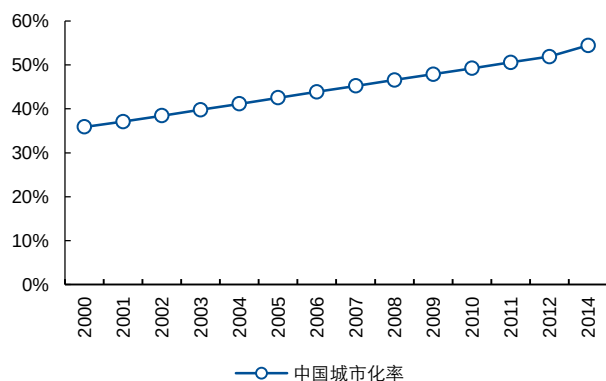
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 7: 赛石园林净利润保持快速增长



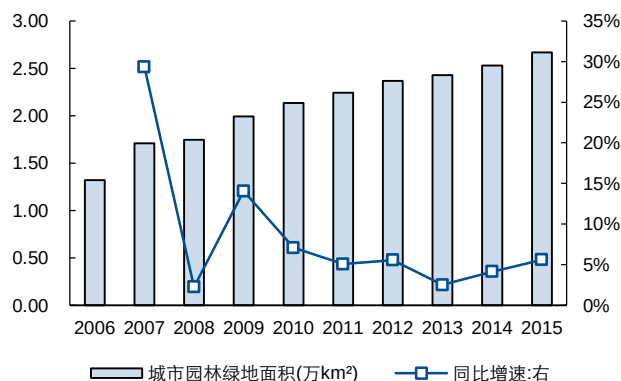
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 8: 我国城市化率稳步提升

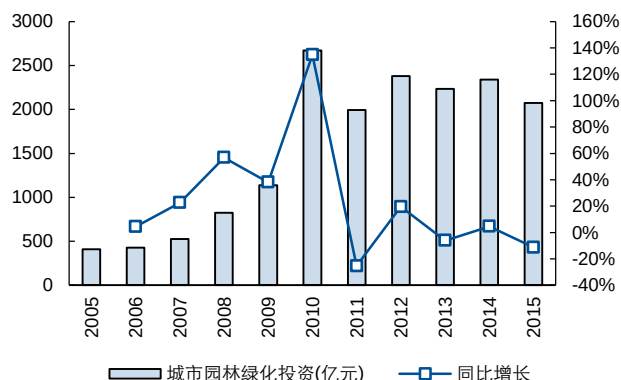


资料来源: Wind, 民生证券研究院

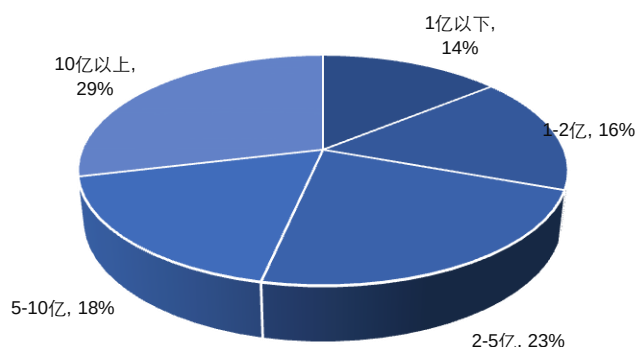
图 9: 城市园林绿地面积稳定增长



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 10：城市园林绿化投资维持高位


资料来源：Wind，民生证券研究院

图 11：PPP 模式带动园林生态项目投资规模提升


资料来源：Wind，民生证券研究院

表 1：公司在手项目及框架协议情况

披露日期	项目名称	订单金额 (亿元)	模式	项目进度
2017-04	上犹县城西旅游带园林景观提升项目	5	EPC	方案谈判中
2017-03	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建设项目	10	EPC/PPP	方案谈判中
2017-01	崇义县重点旅游景区生态景观及文化提升、城市主干道生态绿化提升和阳明文化展示项目	6	PPP	方案谈判中
2016-12	彬县东花西苗南北林建设合作项目	3	PPP	方案谈判中
2016-10	大余县生态文化旅游基础设施建设 PPP 项目	20	PPP	已中标
2016-08	山东省禹城市大禹文化旅游产业园项目	20	PPP	规划设计中
2016-05	衢州市柯城区全域旅游战略合作项目	10	PPP 等	已施工部分项目
2015-12	醴陵市花卉旅游综合开发建设项目	20	PPP	已施工部分项目
2015-11	诸城市生态城市开发建设项目	80	PPP 等	方案谈判中
2015-08	无棣古城综合旅游开发合作项目	8	PPP、施工承包	已施工部分项目
2015-06	蒙山旅游综合开发合作项目	30	PPP	已施工部分项目
2015-04	齐河县黄河水乡国家湿地公园项目	0.43	施工承包	施工进行中
2015-03	江西省石城县旅游开发合作项目	15	政企合资	已施工部分项目
2015-01	山东省微山县古运河（寨子河段）生态综合治理开发项目	8	PPP	已施工部分项目
2014-12	咸阳市双照调蓄库项目	5	BT	已施工部分项目
2014-11	山东省沂水县龙湾新区市政景观配套项目	10	PPP	已施工部分项目
合计		250.43		

资料来源：公司公告，民生证券研究院

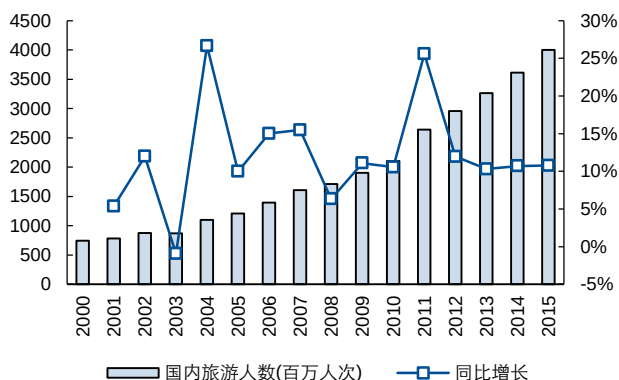
（二）“园林+旅游”稳步推进，协同发展可期

近年来由于我国居民生活水平不断提高，旅游出行的需求日益扩张。2012 年以来，我国国内旅游人数与人均旅游消费保持稳定增长。2015 年我国国内旅游人数达 40 亿人次，同比增长 11%，人均旅游消费达 857 元，同比增长 2%。受益我国旅游市场需求不断扩张，全国

旅游业投资保持高增长，我们预计 16 年全国旅游业投资将超过 1.25 亿元，其中游览景区投资快速增长，2015 年完成投资 66.34 亿元，同比增长 39.8%。

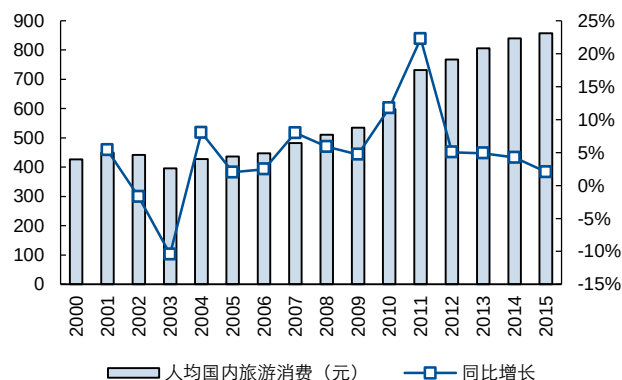
受益旅游行业持续高景气，2015 年以来公司稳步推进“园林+旅游”模式发展，积极与地方政府合作，中标及签署了山东省禹城市项目、衢州市柯城区项目、醴陵市花卉旅游开发项目等园林旅游类 PPP 项目。公司逐步从园林旅游项目的“建设端”往“运营端”延伸，未来有望推动园林建设与文旅业务协同发展，带来长期稳定的运营收入。

图 12：国内旅游人数保持稳定增长



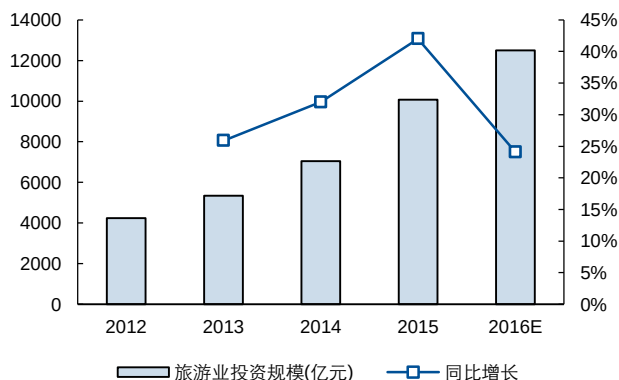
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 13：人均国内旅游消费稳步增长



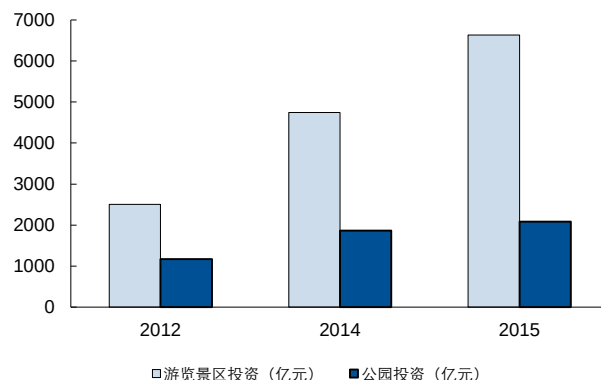
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 14：全国旅游业投资持续高增长



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 15：公园与游览景区投资快速增长



资料来源：Wind，民生证券研究院

三、汽车配件业务持续复苏，发力拓展高端客户

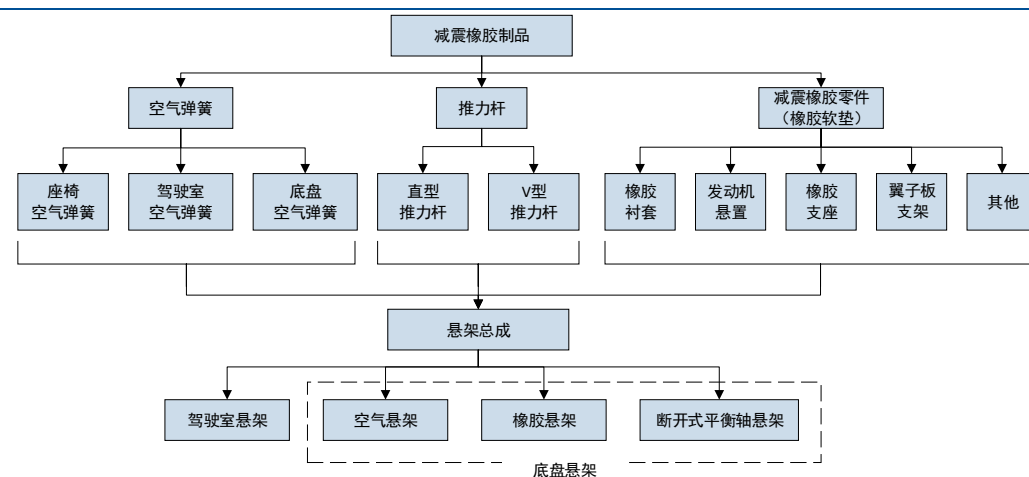
（一）公司汽配业务行业领先，发力拓展高端客户

公司主要生产应用于汽车工业的减震橡胶制品和胶管，是国内商用车市场领先的减震和流体解决方案和模块化供应商之一。公司主导制定了汽车涡轮增压器橡胶软管的国际标准，此标准是我国橡胶行业的首个国际标准，填补了我国橡胶行业没有主导制定国际标准的空白，

同时提高了我国橡胶领域的国际标准化水平。

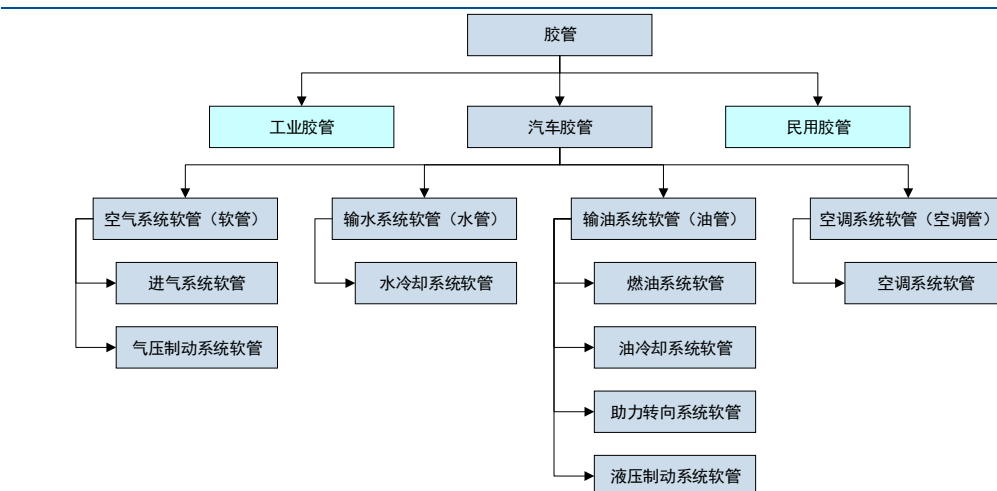
2014 年以来，公司积极整合非轮胎环保橡胶制品行业资源，实现高端主流客户的业务突破。2017 年，公司在商用车客户方面重点推进陕西重汽、福田汽车等公司的业务突破，乘用车市场主要针对通用、一汽大众、宝马、福特、神龙开展业务拓展，此外公司还持续发展长安，吉利，比亚迪，上汽通用五菱等自主品牌客户。

图 16：公司减震橡胶制品产品体系



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 17：公司胶管产品体系



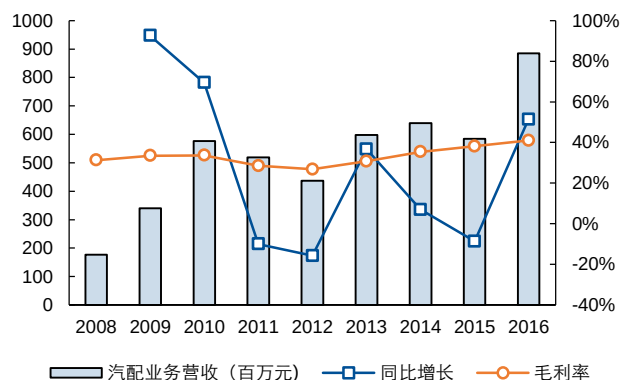
资料来源：公司公告，民生证券研究院

(二) 17 年重卡销量回暖，汽配板块业绩将持续回升

2014 年以来，公司在夯实商用车汽配市场的基础上，积极拓展乘用车汽配市场。乘用车汽配业务毛利水平较高，随着公司乘用车汽配业务占比不断提升，公司毛利率稳步提高。受益汽车行业回暖与公司产业的转型升级，2016 年公司汽配业务大幅增长。17 年以来，受限

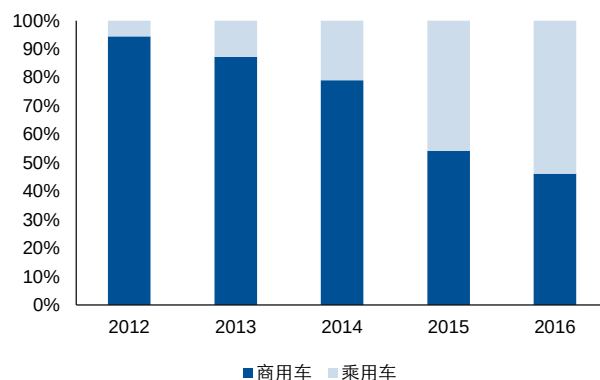
超、车辆更新和基建投资发力等因素带动，重卡销量保持持续高增长，截止4月份，全国实现重卡销量7.31万辆，同比增长56%。重卡销量复苏将助力17年公司汽配业务实现高增长。

图 18：汽配业务营业收入大幅回升



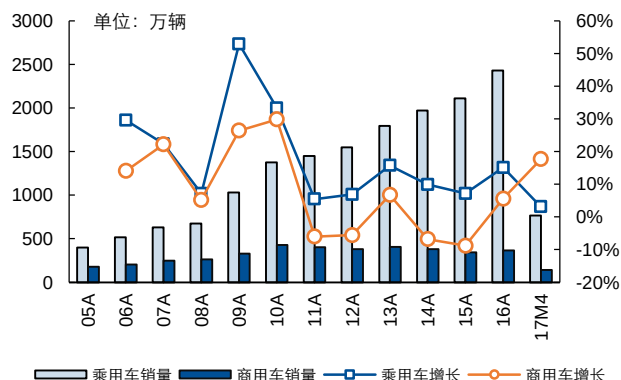
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 19：乘用车占汽配业务营业额比重逐步提升



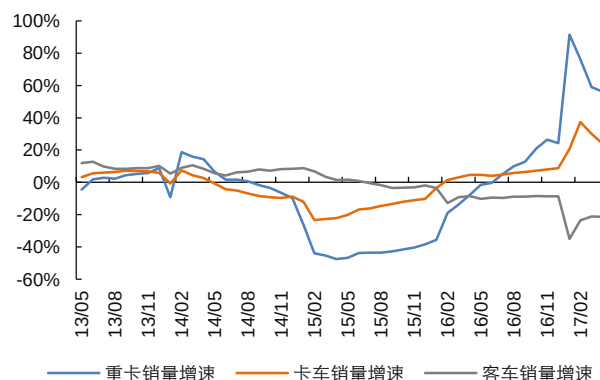
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 20：乘用车与商用车销量情况



资料来源：中国汽车工业协会，民生证券研究院

图 21：重卡成商用车销量增长动力



资料来源：中国汽车工业协会，民生证券研究院

四、盈利预测与估值

公司园林工程业务与汽配业务双轮驱动，在手园林 PPP 订单充足将助力公司业绩持续高增长。受益重卡销量持续复苏，17 年公司汽配业务将大幅回暖，增厚公司业绩。预计 2017-2019 年归属母公司股东净利润分别为 6.77 亿元、9.19 亿、11.06 亿元，EPS 为 0.84 元、1.14 元、1.37 元，对应当前股价 PE 分别为 20 倍、14 倍、12 倍，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

五、风险提示

订单转化为业绩低于预期；应收账款回收风险。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	2,950	4,402	6,000	7,203
营业成本	1,964	2,943	4,047	4,859
营业税金及附加	10	44	60	72
销售费用	117	180	246	303
管理费用	237	361	498	598
EBIT	622	873	1,149	1,371
财务费用	67	44	32	34
资产减值损失	44	40	42	44
投资收益	18	5	5	5
营业利润	529	794	1,079	1,299
营业外收支	(8)	2	2	2
利润总额	521	796	1,081	1,301
所得税	76	123	168	202
净利润	445	673	914	1,099
归属于母公司净利润	447	677	919	1,106
EBITDA	662	873	1,149	1,371

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	607	700	800	1227
应收账款及票据	867	1142	1604	1945
预付款项	11	29	61	73
存货	2466	2943	4059	4886
其他流动资产	135	135	135	135
流动资产合计	4316	5251	7085	8798
长期股权投资	318	318	318	318
固定资产	297	297	297	297
无形资产	0	0	0	0
非流动资产合计	1563	1216	1216	1216
资产合计	5879	6468	8301	10014
短期借款	770	66	7	0
应付账款及票据	1588	1991	2814	3378
其他流动负债	32	32	32	32
流动负债合计	2693	2558	3446	4100
长期借款	366	466	546	554
其他长期负债	140	140	140	140
非流动负债合计	505	605	685	693
负债合计	3198	3163	4132	4794
股本	807	807	807	807
少数股东权益	38	34	29	22
股东权益合计	2680	3305	4170	5220
负债和股东权益合计	5879	6468	8301	10014

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	63.6%	49.2%	36.3%	20.0%
EBIT 增长率	101.5%	40.3%	31.6%	19.4%
净利润增长率	113.6%	51.5%	35.8%	20.3%
盈利能力				
毛利率	33.4%	33.1%	32.5%	32.5%
净利润率	15.1%	15.4%	15.3%	15.3%
总资产收益率 ROA	7.6%	10.5%	11.1%	11.0%
净资产收益率 ROE	16.9%	20.7%	22.2%	21.3%
偿债能力				
流动比率	1.6	2.1	2.1	2.1
速动比率	0.7	0.9	0.9	1.0
现金比率	0.2	0.3	0.2	0.3
资产负债率	0.5	0.5	0.5	0.5
经营效率				
应收账款周转天数	70.4	71.0	72.0	73.0
存货周转天数	362.1	365.0	366.0	367.0
总资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.8
每股指标 (元)				
每股收益	0.6	0.8	1.1	1.4
每股净资产	3.3	4.1	5.1	6.4
每股经营现金流	(0.5)	0.5	0.2	0.7
每股股利	0.1	0.1	0.1	0.1
估值分析				
PE	29.7	19.5	14.3	11.9
PB	5.0	4.0	3.2	2.5
EV/EBITDA	20.8	15.0	11.3	9.2
股息收益率	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%

现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	445	673	914	1,099
折旧和摊销	81	40	42	44
营运资金变动	(953)	(322)	(786)	(625)
经营活动现金流	(378)	427	195	545
资本开支	110	(308)	40	42
投资	(88)	0	0	0
投资活动现金流	(185)	313	(35)	(37)
股权募资	10	0	0	0
债务募资	250	100	80	8
筹资活动现金流	273	(648)	(60)	(81)
现金净流量	(290)	93	100	427

插图目录

图 1: 公司发展路径	3
图 2: 公司营业收入保持快速增长	3
图 3: 公司归母净利润保持高速增长	3
图 4: 园林工程业务营收占比快速提升	4
图 5: 美晨科技股权结构	4
图 6: 赛石园林营业收入快速增长	5
图 7: 赛石园林净利润保持快速增长	5
图 8: 我国城市化率稳步提升	5
图 9: 城市园林绿地面积稳定增长	5
图 10: 城市园林绿化投资维持高位	6
图 11: PPP 模式带动园林生态项目投资规模提升	6
图 12: 国内旅游人数保持稳定增长	7
图 13: 人均国内旅游消费稳步增长	7
图 14: 全国旅游业投资持续高增长	7
图 15: 公园与游览景区投资快速增长	7
图 16: 公司减震橡胶制品产品体系	8
图 17: 公司胶管产品体系	8
图 18: 汽配业务营业收入大幅回升	9
图 19: 乘用车占汽配业务营业额比重逐步提升	9
图 20: 乘用车与商用车销量情况	9
图 21: 重卡成商用车销量增长动力	9

表格目录

表 1: 公司在手项目及框架协议情况	6
--------------------------	---

分析师与研究助理简介

范劲松，清华大学化工系高分子材料科学与工程学士，材料科学与工程硕士，法国里尔中央理工大学通用工程师（General Engineer/Ingenieur Generaliste）。2010年3月至今一直从事基础化工行业分析师工作，主要覆盖氯碱、纯碱、橡胶、钛白粉、新材料、复合肥、民爆等子行业。对PVC、橡胶等大宗品和生物降解塑料、碳四深加工、阻燃剂等细分行业研究深入细致。第十届“天眼”中国最佳证券分析师评选榜单“年度行业最佳选股分析师”化工行业第一名。2014东方财富中国最佳分析师化工行业第三名。

吴佳鹏，同济大学土木工程硕士，2016年入职民生证券，从事建筑建材行业研究。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,在不同时期,本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告,但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易,亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告,则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可,任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。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,均为本公司的商标、服务标识及标记。