



美晨生态 (300237)

投资评级：增持

报告日期：2018-03-26

股价走势：



研究员：高欣宇
0551-65161836
gaoxy_pro@126.com
S0010517110002

研究员：宫模恒
0551-65161836
gongmoheng@163.com
S0010512060001

联系人：袁道升
0551-65161836
neilyds@163.com

业绩高增符合预期，订单量质齐升

——2017 年年报点评

事件：公司 2017 年实现营收 38.89 亿元，同比增长 31.81%；归母净利润 6.09 亿元，同比增长 36.46%；EPS 为 0.76 元/股，同比增长 38.18%。

主要观点：

□ 双主营齐头并进，一季度业绩向好

受益于园林 PPP 业务稳步推进，以及国内重卡市场向好，2017 年公司双主营携手并进，营收同比增 31.81%，归母净利润同比增 36.46%。分业务来看，园林/汽车配件分别实现营收 26.26 亿/12.36 亿元，同比增速 28.01%/39.78%。分季度来看，公司 Q1/Q2/Q3/Q4 营收增速分别为 38.58%/51.92%/54.21/8.15%，我们判断 4 季度营收增速下滑，可能是受到 PPP 政策收紧后银行放贷驱缓影响。2017 年公司录得毛利率 34.17%，同比微降 0.25pct。分业务来看，园林业务毛利率同比升 2.10pct 至 32.59%；汽车配件业务毛利率同比降 2.93pct 至 38.07%。2017 年公司三费支出占营收比为 14.66%，较去年提高 0.4pct。其中管理费用占比降 0.65pct 至 7.39%；财务费用占比升 0.94pct 至 3.20%，主要是报告期内公司为推进园林业务拓展，融资规模增大，导致利息支出增加所致。公司还公布了一季报业绩预告，受益于园林工程订单的加速推进，及汽车配件市场率的持续提升，预计 2018 年 1 季度归母净利润增幅在 55.41%-85.19%之间，为全年业绩高增奠定了基础。

□ 融资渠道多元化，成功发行 4 亿公司债，拟发 7 亿可转债

公司近年来积极扩充融资渠道，对公司业务拓展及 PPP 项目的推进奠定了良好的基础。公司 2015 年以来以银行授信、非公开发行股票、公司债及信托贷款等多种方式，合计融资额超过 29 亿基本都投向了园林业务。2017 年，公司在成功发行的 4 亿公司债后，公布了可转债发行预案，计划募集 7 亿，继续投向 PPP 项目建设。公司在融资端的实力与积极性持续彰显，对园林业务的做大做强起到了支撑作用。

□ 收并购持续推进，完善园林产业布局

为加快公司园林业务的拓展进程，完善自身在生态+旅游领域上的布局，2017 年公司继续以收并购的形式进行扩张。公司继 2015 年收购杭州赛石园林后，2017 年又完成了对及法雅园林的收购，基本奠定了在全国范围内进行业务扩张的根基。公司还借力股权投资，强化与杭州建投、绿城中国等相关公司的业务合作，为开拓 PPP、小镇建设项目牵线搭桥。近年来公司持续强化园林子公司的资金及工程实力。在持续注资赛石园林、杭州园林、法雅园林外，2017 年 8 月公司还通过收购唯宏环境，成功获取了市政公用工程施工总承包一级资质，为公司未来在全国范围内业务拓展的提速奠定了基础。

□ 订单量、质齐升，业绩增长有保障

公司 2017 年至今累计签订了 367 亿框架协议，报告期内 PPP 订单进入集中收获期，未来业绩增长有保障。公司 2017 年已公告重大合同 35.33 亿元，截止至 2017 年底，在手订单达 55.96 亿元，报告期内框架协议内大型订单集中落地，推动公司订单质量迈上新台阶。公司目前在手订单/17 年园林业务营收比为 2.13 倍，17 年至今框架内订单/17 年园林业务营收比为 13.98 倍，订单与营收的比值较高，为未来业绩增长提供了较大空间。

□ 盈利预测与估值

公司 2014 年通过收购赛石园林开启转型之路，目前已形成以汽车零部件和生态园林为主的双主业经营模式。报告期内，公司通过收并购加速完善生态产业布局，积极推动框架协议的签订，抢占 PPP 市场；公司还积极实现多渠道融资，为园林业务的拓展奠定了坚实基础。我们认为，公司目前 PPP 订单进入收获期，融资实力有保障，项目进展相对顺利，2018 年营收高增长确定性较强，未来业绩成长弹性十足。我们预测，公司 2018-2020 年 EPS 分别为 1.12 元/股、1.52 元/股、1.84 元/股，对应的 PE 为 13 倍、10 倍、8 倍，给予“增持”评级。

盈利预测：

单位：百万元

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	3889	5249	6562	7546
收入同比(%)	32%	35%	25%	15%
归属母公司净利润	609	903	1226	1482
净利润同比(%)	36%	48%	36%	21%
毛利率(%)	34.2%	34.7%	35.0%	35.3%
ROE(%)	18.4%	21.8%	23.3%	22.4%
每股收益(元)	0.76	1.12	1.52	1.84
P/E	19.79	13.36	9.83	8.14
P/B	3.77	3.03	2.35	1.86
EV/EBITDA	16	11	9	7

资料来源：wind、华安证券研究所

附录：财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	6,222	7,915	9,903	12,034	营业收入	3,889	5,249	6,562	7,546
现金	629	1,080	1,312	1,955	营业成本	2,560	3,429	4,267	4,884
应收账款	927	1,564	1,843	2,055	营业税金及附加	20	61	68	57
其他应收款	238	403	472	528	销售费用	158	228	271	315
预付账款	23	34	33	46	管理费用	287	428	516	589
存货	4,225	4,691	6,087	7,237	财务费用	124	256	203	249
其他流动资产	180	143	156	213	资产减值损失	33	11	3	(3)
非流动资产	1,885	1,304	1,482	1,500	公允价值变动收	0	45	(30)	5
长期投资	315	220	284	273	投资净收益	45	20	28	31
固定资产	308	289	269	250	营业利润	756	901	1,232	1,491
无形资产	75	70	65	61	营业外收入	5	10	8	8
其他非流动	1,187	726	864	917	营业外支出	3	9	9	7
资产总计	8,107	9,219	11,386	13,534	利润总额	758	903	1,231	1,492
流动负债	3,840	4,355	5,242	5,879	所得税	140	0	0	0
短期借款	1,005	1,005	1,097	1,094	净利润	618	903	1,231	1,492
应付账款	1,935	2,591	3,217	3,688	少数股东损益	9	0	5	9
其他流动负	900	758	928	1,097	归属母公司净利	609	903	1,226	1,482
非流动负债	910	733	862	986	EBITDA	926	1,182	1,460	1,763
长期借款	307	307	307	307	EPS (元)	0.76	1.12	1.52	1.84
其他非流动	603	427	556	680					
负债合计	4,750	5,088	6,104	6,866					
少数股东权益	153	154	158	167					
股本	807	807	807	807					
资本公积	939	870	870	870					
留存收益	1,457	2,301	3,446	4,824					
归属母公司股东	3,203	3,978	5,123	6,501					
负债和股东权	8,107	9,219	11,386	13,534					

主要财务比率				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入	31.81%	35.00%	25.00%	15.00%
营业利润	42.88%	19.18%	36.75%	20.97%
归属于母公司净	36.46%	48.08%	35.88%	20.88%
获利能力				
毛利率(%)	34.17%	34.67%	34.98%	35.28%
净利率(%)	2.20%	15.67%	17.19%	18.69%
ROE(%)	18.43%	21.85%	23.31%	22.37%
ROIC(%)	27.18%	27.22%	27.58%	26.99%
偿债能力				
资产负债率(%)	58.60%	55.19%	53.62%	50.73%
净负债比率(%)	39.77%	40.48%	41.57%	35.91%
流动比率	1.62	1.82	1.89	2.05
速动比率	0.52	0.74	0.73	0.82
营运能力				
总资产周转率	0.56	0.61	0.64	0.61
应收账款周转率	5.70	5.68	5.18	5.21
应付账款周转率	2.28	2.32	2.26	2.19
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.76	1.12	1.52	1.84
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.22)	0.77	0.40	1.10
每股净资产(最新摊薄)	3.97	4.93	6.35	8.05
估值比率				
P/E	19.8	13.4	9.8	8.1
P/B	3.8	3.0	2.4	1.9
EV/EBITDA	15.68	11.24	9.17	7.36

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金	(178)	625	321	885
净利润	618	903	1,226	1,482
折旧摊销	51	25	24	24
财务费用	109	256	203	249
投资损失	(45)	(20)	(28)	(31)
营运资金变动	(567)	(593)	(1,082)	(851)
其他经营现	(344)	56	(22)	11
投资活动现金	(605)	187	(7)	37
资本支出	0	0	0	0
长期投资	3	95	(64)	11
其他投资现	(608)	92	58	26
筹资活动现金	742	(801)	(110)	(272)
短期借款	235	(0)	92	(3)
长期借款	(59)	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增	(0)	(69)	0	0
其他筹资现	567	(732)	(202)	(269)
现金净增加额	(41)	12	205	650

资料来源：华安证券研究所

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。