

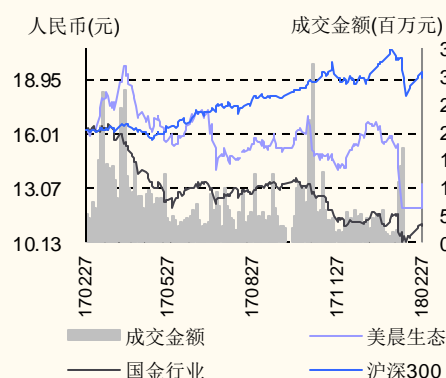
美晨生态 (300237.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 14.50 元
 目标价格 (人民币): 19.00-19.50 元

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股) 647.37
 总市值 (百万元) 11,705.31
 年内股价最高最低 (元) 19.69/12.05
 沪深 300 指数 3904.94



相关报告

1. 《业绩符合预期, 订单饱满持续高增-美晨生态公司点评》, 2018.2.1
2. 《业绩符合预期, 园林汽配齐发力将维持高增长-美晨科技公司点评》, 2017.8.29
3. 《双主业动力足, “园林+文旅” 开启增长新通道-美晨科技公司研究》, 2017.5.7

黄俊伟 分析师 SAC 执业编号: S1130517050001
 (8621)60230241
 huangjunwei@gjzq.com.cn

业绩稳增长, 基本面向好护航公司发展

公司基本情况 (人民币)

| 项目 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|--------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 摊薄每股收益 (元) | 0.553 | 0.755 | 1.075 | 1.350 | 1.622 |
| 每股净资产 (元) | 3.27 | 3.97 | 4.96 | 6.23 | 7.77 |
| 每股经营性现金流 (元) | -0.47 | -0.21 | -0.19 | -0.13 | -0.06 |
| 市盈率 (倍) | 30.15 | 22.08 | 13.49 | 10.74 | 8.94 |
| 行业优化市盈率 (倍) | 36.39 | 36.39 | 36.39 | 36.39 | 36.39 |
| 净利润增长率 (%) | 113.59% | 36.46% | 42.39% | 25.54% | 20.17% |
| 净资产收益率 (%) | 16.90% | 19.03% | 21.66% | 21.65% | 20.86% |
| 总股本 (百万股) | 807.26 | 807.26 | 807.26 | 807.26 | 807.26 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司 2017 年营收/净利润为 38.9/6.1 亿元, 同增 31.8%/36.5%, 基本符合我们此前预期; 公司拟高送转, 每 10 股转赠 8 股派发红利 0.8 元 (含税)。

经营分析

- **业务规模稳步扩张, 回款转好资金面无忧。** 1) 公司 2017 年实现营收/净利润 38.9/6.1 亿元, 分别同增 31.8%/36.5%, 业绩略低我们之前预期 (6.4 亿元), 同时公司预计 2018Q1 业绩达 1.2-1.43 亿元, 增速中枢达 70%, 公司业绩维持高增速; 其中 2017 年园林/汽车配件业务营收占比分别为 67.5%/31.8%, 与去年基本持平, 业务结构保持稳定, 二者毛利率分别同比 +2.1pct/-2.93pct, 园林高景气度触发公司盈利增长极, 助推综合毛利率提升 0.75pct 至 34.2%。2) 2017 年公司期间费用率为 14.7%, 同增 0.4pct 变化较小, 其中管理费率同比降 0.65pct, 财务费率同增 0.9pct (系发行 4 亿公债后有息负债规模扩大); 资产减值损失为 0.33 亿同比降 25%, 主要系固定资产减值损失及存货跌价损失下降。毛利率提升+成本费用稳中有降作用下公司销售净利率提升 0.82pct 至 15.9%达历史最高水平, 盈利性获大幅提升。3) 公司 2017 年应收账款周转天数同比降 6.5 天至 63 天, 收现比上升 8.7pct 至 54.5%, 回款提速下公司经营性现金流尽管仍为负值 (-1.78 亿), 但同比+52.9%大幅好转, 期末货币资金 6.3 亿元, 叠加 7 亿元可转债拟发行, 资金面无忧。目前公司资产负债率仍较低 (2017 年末上升 4.2pct 至 58.6%), 若以 70%为目标杠杆率, 公司依旧有 30 亿元负债融资空间。
- **园林板块开疆拓土再添新兵, 大股东增持+兜底式增持倡议显雄心。** 1) 公司于 2017 年陆续收购武汉法雅园林、绍兴唯宏环境工程, 深度布局“苗木-设计-施工-运营”一体化全产业链。2) 园林行业高景气度下 2017 年末子公司赛石园林在手订单 56 亿元, 为 2017 年营收 1.4 倍, 且 2018 年与凯里市、金乡县等政府新签署多项框架协议, 订单饱满公司业绩增长无忧。3) 公司实际控制人张磊拟增持公司股票 1-3 亿元, 同时对员工增持股票进行兜底式倡议, 彰显公司管理层信心。

投资建议

- 我们维持买入评级, 预计公司 2018/2019 年 EPS 为 1.08/1.35 元, 给予公司 6-12 个月 19.5 元目标价位, 对应 2018/2019 年 PE 估值 18/14 倍。

风险提示

- 收购失败风险、倡议人履约风险、存货减值风险、PPP 落地不及预期。

附录：三张报表预测摘要

| 损益表 (人民币百万元) | | | | | | | 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | | |
|---------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | | 2015 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
| 主营业务收入 | 1,803 | 2,950 | 3,889 | 5,593 | 7,207 | 8,793 | 货币资金 | 890 | 607 | 629 | 900 | 1,087 | 1,244 |
| 增长率 | | 63.6% | 31.8% | 43.8% | 28.9% | 22.0% | 应收账款 | 731 | 1,097 | 1,198 | 1,875 | 2,675 | 3,682 |
| 主营业务成本 | -1,203 | -1,964 | -2,560 | -3,675 | -4,721 | -5,759 | 存货 | 1,430 | 2,466 | 4,225 | 5,359 | 6,658 | 7,771 |
| %销售收入 | 66.7% | 66.6% | 65.8% | 65.7% | 65.5% | 65.5% | 其他流动资产 | 419 | 146 | 169 | 211 | 257 | 299 |
| 毛利 | 600 | 986 | 1,329 | 1,918 | 2,486 | 3,034 | 流动资产 | 3,471 | 4,316 | 6,222 | 8,346 | 10,677 | 12,997 |
| %销售收入 | 33.3% | 33.4% | 34.2% | 34.3% | 34.5% | 34.5% | %总资产 | 78.3% | 73.4% | 76.7% | 77.9% | 78.7% | 79.2% |
| 营业税金及附加 | -39 | -10 | -20 | -28 | -36 | -44 | 长期投资 | 217 | 748 | 665 | 1,012 | 1,288 | 1,529 |
| %销售收入 | 2.1% | 0.3% | 0.5% | 0.5% | 0.5% | 0.5% | 固定资产 | 337 | 333 | 512 | 605 | 748 | 931 |
| 营业费用 | -90 | -117 | -158 | -229 | -298 | -366 | %总资产 | 7.6% | 5.7% | 6.3% | 5.6% | 5.5% | 5.7% |
| %销售收入 | 5.0% | 4.0% | 4.1% | 4.1% | 4.1% | 4.2% | 无形资产 | 377 | 399 | 619 | 664 | 725 | 772 |
| 管理费用 | -163 | -237 | -287 | -375 | -476 | -572 | 非流动资产 | 959 | 1,563 | 1,885 | 2,370 | 2,896 | 3,423 |
| %销售收入 | 9.0% | 8.0% | 7.4% | 6.7% | 6.6% | 6.5% | %总资产 | 21.7% | 26.6% | 23.3% | 22.1% | 21.3% | 20.8% |
| 息税前利润 (EBIT) | 309 | 622 | 864 | 1,286 | 1,677 | 2,052 | 资产总计 | 4,430 | 5,879 | 8,107 | 10,716 | 13,574 | 16,419 |
| %销售收入 | 17.1% | 21.1% | 22.2% | 23.0% | 23.3% | 23.3% | 短期借款 | 822 | 869 | 1,295 | 2,371 | 3,477 | 4,599 |
| 财务费用 | -51 | -67 | -124 | -161 | -252 | -335 | 应付款项 | 1,066 | 1,657 | 2,340 | 2,850 | 3,506 | 3,798 |
| %销售收入 | 2.8% | 2.3% | 3.2% | 2.9% | 3.5% | 3.8% | 其他流动负债 | 120 | 167 | 206 | 359 | 349 | 456 |
| 资产减值损失 | -16 | -44 | -33 | -87 | -118 | -147 | 流动负债 | 2,007 | 2,693 | 3,840 | 5,579 | 7,332 | 8,853 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 长期贷款 | 103 | 366 | 307 | 357 | 407 | 457 |
| 投资收益 | -3 | 18 | 45 | 30 | 31 | 32 | 其他长期负债 | 71 | 140 | 603 | 611 | 631 | 651 |
| %税前利润 | n.a. | 3.4% | 6.0% | 2.8% | 2.3% | 2.0% | 负债 | 2,181 | 3,198 | 4,750 | 6,547 | 8,370 | 9,961 |
| 营业利润 | 239 | 529 | 756 | 1,069 | 1,338 | 1,602 | 普通股股东权益 | 2,225 | 2,642 | 3,203 | 4,006 | 5,031 | 6,276 |
| 营业利润率 | 13.3% | 17.9% | 19.4% | 19.1% | 18.6% | 18.2% | 少数股东权益 | 24 | 38 | 153 | 162 | 172 | 182 |
| 营业外收支 | 10 | -8 | 2 | 3 | 3 | 3 | 负债股东权益合计 | 4,430 | 5,879 | 8,107 | 10,716 | 13,574 | 16,419 |
| 税前利润 | 249 | 521 | 758 | 1,072 | 1,341 | 1,605 | 比率分析 | | | | | | |
| 利润率 | 13.8% | 17.7% | 19.5% | 19.2% | 18.6% | 18.3% | | 2015 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
| 所得税 | -42 | -76 | -140 | -195 | -241 | -286 | 每股指标 | | | | | | |
| 所得税率 | 17.0% | 14.6% | 18.4% | 18.2% | 18.0% | 17.8% | 每股收益 | 0.259 | 0.553 | 0.755 | 1.075 | 1.350 | 1.622 |
| 净利润 | 207 | 445 | 618 | 877 | 1,099 | 1,319 | 每股净资产 | 2.756 | 3.273 | 3.968 | 4.963 | 6.232 | 7.774 |
| 少数股东损益 | -2 | -2 | 9 | 9 | 10 | 10 | 每股经营现金净流 | -0.267 | -0.465 | -0.208 | -0.186 | -0.131 | -0.060 |
| 归属于母公司的净利润 | 209 | 447 | 609 | 868 | 1,089 | 1,309 | 每股股利 | 0.030 | 0.060 | 0.080 | 0.080 | 0.080 | 0.080 |
| 净利率 | 11.6% | 15.1% | 15.7% | 15.5% | 15.1% | 14.9% | 回报率 | | | | | | |
| | | | | | | | 净资产收益率 | 9.40% | 16.90% | 19.03% | 21.66% | 21.65% | 20.86% |
| | | | | | | | 总资产收益率 | 4.72% | 7.60% | 7.52% | 8.10% | 8.03% | 7.97% |
| | | | | | | | 投入资本收益率 | 8.05% | 13.54% | 13.13% | 14.43% | 14.50% | 14.16% |
| | | | | | | | 增长率 | | | | | | |
| | | | | | | | 主营业务收入增长率 | 56.97% | 63.61% | 31.81% | 43.83% | 28.86% | 22.01% |
| | | | | | | | EBIT增长率 | 97.99% | 101.53% | 38.81% | 48.96% | 30.37% | 22.37% |
| | | | | | | | 净利润增长率 | 102.47% | 113.59% | 36.46% | 42.39% | 25.54% | 20.17% |
| | | | | | | | 总资产增长率 | 53.81% | 32.70% | 37.90% | 32.19% | 26.67% | 20.96% |
| | | | | | | | 资产管理能力 | | | | | | |
| | | | | | | | 应收账款周转天数 | 87.5 | 70.4 | 64.0 | 78.0 | 93.0 | 113.0 |
| | | | | | | | 存货周转天数 | 374.2 | 362.1 | 477.1 | 535.0 | 520.0 | 500.0 |
| | | | | | | | 应付账款周转天数 | 271.7 | 222.0 | 243.0 | 230.0 | 220.0 | 195.0 |
| | | | | | | | 固定资产周转天数 | 67.5 | 36.7 | 28.9 | 20.2 | 16.3 | 14.8 |
| | | | | | | | 偿债能力 | | | | | | |
| | | | | | | | 净负债/股东权益 | -4.46% | 23.40% | 40.78% | 53.35% | 61.37% | 65.15% |
| | | | | | | | EBIT利息保障倍数 | 6.1 | 9.3 | 7.0 | 8.0 | 6.7 | 6.1 |
| | | | | | | | 资产负债率 | 49.22% | 54.41% | 58.60% | 61.10% | 61.67% | 60.67% |

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|----|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | 2 | 3 | 4 | 4 | 10 |
| | 1 | 3 | 4 | 6 | 7 |
| | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| | 1.33 | 1.50 | 1.50 | 1.60 | 1.41 |

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

| 序号 | 日期 | 评级 | 市价 | 目标价 |
|----|------------|----|-------|-------------|
| 1 | 2017-05-07 | 买入 | 17.01 | 22.00~24.00 |
| 2 | 2017-08-29 | 买入 | 15.82 | 23.00~23.00 |
| 3 | 2018-02-01 | 买入 | 14.19 | 19.00~19.50 |

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务专业投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH