

美尚生态 (300495)

2016-12-2

公司报告 | 深度报告

评级 **买入** 维持

当前股价: 47.75 元

分析师 周松

☎ 021-68751772

✉ zhousong@cjsc.com

执业证书编号: S0490516100001

联系人 颜阳春

☎ 021-68751772

✉ yanyc1@cjsc.com.cn

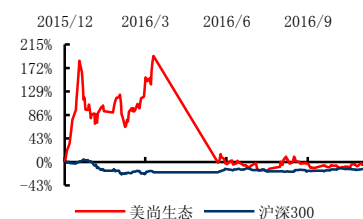
联系人 凌晨

☎ 021-68751772

✉ lingchen@cjsc.com.cn

公司基本数据	2016.11.24
总股本 (万股)	22566
流通 A 股/B 股(万股)	5010/0
资产负债率	44.77%
每股净资产 (元)	4.81
市盈率 (当前)	97.60
市净率 (当前)	9.92
12 个月内最高/最低价	153.00/40.94

市场表现对比图 (近 12 个月)



资料来源: Wind

相关研究

《生态景观后起之秀 外延并购高增长之路强势开启》2016-9-5

《中报净利增长,“PPP+园林”正崛起》2016-9-2

生态修复领军企业 外延并购协同互补开启高增长之路

报告要点

- **生态修复与重构领军企业, 上市迎来新机遇。**公司主要从事生态景观工程施工, 是国家高新技术企业, 拥有城市园林绿化企业一级和风景园林工程设计专项甲级资质, 为“双甲”资质的企业。2015 年实现营收/归母净利润 5.8/1.1 亿元, YOY+1.33%/+2.34%, 其中生态修复占比 72%, 市政园林占比 24%, 2016 年前三季度实现营收/归母净利润 4.62/0.96 亿, YOY+11.74%/+18.41%。公司实际控制人为王迎燕、徐晶夫妇, 合计持股 46.63%。
- **园林行业每年投资将超 4000 亿元, PPP 带动行业变革。**公共环境改善需求扩大带动市政园林投资提升, 未来有望超 2000 亿。同时地产园林伴随地产周期回升, 年均投资额也在 2000 亿元左右。随着 PPP 的发展, 园林行业的现金流和盈利状况得到改善, 同时马太效应明显, 行业集中度将进一步提高。
- **8000 万并购绿之源实现技术互补, 强强联合完善公司生态修复业务布局。**绿之源专注于矿山边坡修复与土壤治理, 目前是行业内除铁汉生态外仅有的同时具备矿山修复、边坡修复与土壤治理能力的公司, 其业务将与美尚生态的水生态修复领域形成互补, 收购完成后将优化公司再生态修复与重构产业链的业务布局, 形成协同效应。绿之源承诺 2016-2017 年业绩分别不低于 600、1200、2200 万元, 且业绩承诺期内累计实现的净利润累计不低于 4000 万元。此次收购对应 2016 年 PE 为 13 倍。
- **收购金点园林拓展西南市场, 地产市政协同发展高增长可期。**公司 5 月公告向华夏幸福等 33 方发行股份及支付现金购买其合计持有的金点园林 100% 股份, 交易总价 15 亿元, 其中 7.08 亿元发行股份方式支付, 发行价格为 32.34 元/股, 发行股数为 2189 万股, 其余 79,200 万元由现金支付, 该收购已于 11 月完成。金点园林主要从事地产园林业务的施工与设计, 业务区域集中在西南地区, 第一大客户为华夏幸福, 业务占比接近 35%。公司 2015 年实现收入 9.73 亿元, YOY+15.0%, 净利润 1.15 亿元, YOY+19.5%。此次收购对应 2015 年的 PE 为 13 倍。金点园林承诺在 2016-2018 年累计实现的扣非净利润不低于 5.28 亿元。我们认为金点园林注入上市公司平台后, 融资成本或将显著降低, 借助上市公司的资源拓展市政园林业务, 形成优势互补协同发展, 未来市政园林业务或将迎来爆发增长, 毛利率和净利率水平也将有所提高。
- **PPP 旅游运营布局未来发展, 股权激励保障业绩稳健增长。**截至 11 月, 公司公告的重大项目订单金额合计 36.3 亿元, 是 2015 年营收的 6 倍, 其中 PPP 项目金额合计 25.1 亿元, 占比 69%。公司签订的无锡古庄生态农业科技园等 PPP 项目, 未来将发展旅游运营等模式, 打造工程+旅游运营的商业模式。公司 6 月通过股权激励方案, 对公司核心人员共 86 人以 28 元每股价格授予限制性股票共 367.1 万股。解锁条件为公司 2016、2017、2018 年净利润较 2015 年的增长不低于 15%、25%、45%。

■ 投资建议与估值

我们预测公司 2016-2018 年净利润分别为 1.62/3.65/4.68 亿元, 同比增长 47%/125%/28%, 对应 2016-2018 年的 EPS 分别为 0.72/1.62/2.07 元, PE 分别为 68/30/23 倍, 给予“买入”评级。

- 风险提示:**
1. 园林行业发展不达预期。
 2. 外延发展不达预期。

目录

一、公司简介：生态修复与重构领军企业.....	5
(一) 资质齐全，业务水平高.....	5
(二) 股权结构集中度高.....	6
(三) 主营业务生态修复为主，园林景观为辅.....	6
二、行业分析：园林行业方兴未艾，PPP 暖风带动行业变革.....	7
(一) 城镇化推进园林行业高增长，每年投资超 4000 亿元.....	7
1、公共环境改善需求扩大，市政园林每年投资额近 2000 亿元.....	7
2、地产园林维持高位，未来每年投资有望达 2000 亿以上.....	8
3、政策频出，生态修复行业大有可为.....	10
(二) PPP 大幅改善行业现金流，推动园林行业变革.....	11
(三) 行业趋势：龙头企业优势显著，集中度加速提升.....	13
三、公司分析：并购协同多元发展，PPP 提升发展动力.....	14
(一) 财务分析：营收增速触底回升，盈利能力显著改善.....	14
1、营收及净利水平回升.....	14
2、毛利率稳定，净利率水平显著上升.....	14
3、公司营收和毛利以生态修复与重构为主.....	15
(二) 并购绿之源增强生态修复领域竞争力.....	15
1、业绩承诺保障未来发展.....	15
2、绿之源专注于矿山边坡修复与土壤治理.....	16
3、收购完善公司业务布局，技术形成优势互补.....	17
(三) 收购金点园林拓展西南市场，地产市政协同发展高增长可期.....	17
1、区域互补推进全国性布局.....	18
2、业务互补提升产业盈利能力.....	19
3、在手订单充足，完成业绩承诺无虞.....	20
4、收购金点园林，并表增厚公司利润.....	21
(四) PPP 旅游运营布局未来发展.....	22
(五) 股权激励保障内生增长.....	23
四、风险提示.....	24
(一) 经营性应收款项较大的风险.....	24
(二) 市场竞争的风险.....	24
(三) 自然灾害的风险.....	24
五、投资建议与估值.....	25

图表目录

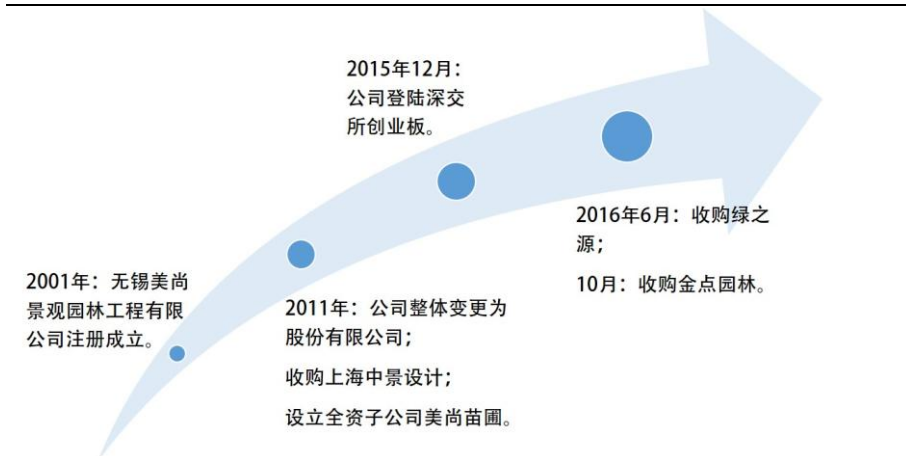
图 1: 公司发展历程	5
图 2: 公司拥有资质及认证	5
图 3: 公司股权结构	6
图 4: 太湖湿地生态修复和保护示范工程	6
图 5: 三峡水利枢纽管理区左岸望家坝区域水保护绿化工程	6
图 6: 蚌埠市高速路南入口景观改造工程	7
图 7: 惠山古庄生态苗木基地	7
图 8: 城市园林绿地面积及人均绿地面积持续增长	7
图 9: 城市公园数计城市公园面积持续增长	7
图 10: 园林绿化固定资产投资额持续高位	8
图 11: 2014 年世界主要经济体城市化率（联合国口径）	8
图 12: 我国城市化率及历年增幅（国家统计局口径）	8
图 13: 地产开发完成额及累计同比情况	9
图 14: 本年购置土地及待开发土地面积累计同比小幅回升	9
图 15: 生态保护和环境治理业累计固定资产投资完成额和同比	10
图 16: “水十条” 出台过程	10
图 17: PPP 项目数行业分布情况	11
图 18: PPP 项目金额行业分布情况	11
图 19: 我国城市园林绿化一级资质企业（截至 2016.6.30）	13
图 20: 公司营收及同比增速（亿元，%）	14
图 21: 公司归属母公司净利润及同比增速（亿元，%）	14
图 22: 公司毛利率水平（%）	15
图 23: 公司净利率水平（%）	15
图 24: 公司营收构成	15
图 25: 公司毛利构成	15
图 26: 绿之源拥有多项生态景观建设资质	16
图 27: 绿之源所拥有相关专利	16
图 28: 金点园林 2014-2015 年营收和归母净利润	18
图 29: 金点园林 2014-2015 年毛利率和净利率	18
图 30: 美尚生态业务主要集中在江苏省	18
图 31: 15 年金点园林业务主要集中于河北及西南地区	18
图 32: 美尚生态客户结构（截至 2015 年 5 月）	19
图 33: 金点园林客户结构	19
图 34: 金点园林盈利水平远低于美尚生态	20
图 35: 金点园林体量接近美尚生态	21
图 36: 金点园林收购市盈率远低于行业（截至 16.12.1）	21
图 37: 金点园林收购市净率远低于行业（截至 16.12.1）	21
表 1: 地产园林市场空间测算	9
表 2: 行业 2016 三季度报现金流得以改善（亿元）	12

表 3: 行业部分公司 PPP 订单情况 (部分公司订单总额由公告订单加总而得)	12
表 4: 各级资质园林企业的经营范围	13
表 5: 股权转让款支付安排	16
表 6: 绿之源是行业内少数几个同时具备矿山修复、边坡修复与土壤治理能力的公司	17
表 7: 美尚生态主要技术分类	17
表 8: 金点园林未来三年营收及净利预测 (万元)	17
表 9: 金点园林前五大客户情况	19
表 10: 金点园林 2016 年 1-5 月中标订单	20
表 11: 收购完成之后公司各财务指标变动	22
表 12: 金点园林并表对公司业绩增厚测算	22
表 13: 公司上市以来订单情况	22
表 14: 公司募投资项目汇总	23
表 15: 股权激励对象及数量	23
表 16: 解锁期及解锁条件	24
表 17: 个人考核确定的解锁比例	24
表 18: 美尚生态盈利预测与估值	25

一、公司简介：生态修复与重构领军企业

美尚生态成立于 2001 年，注册资本 2.3 亿元，2015 年 12 月 22 日公司在 A 股创业板上市。经过 15 年的发展，公司已成为生态修复与重构业务领先，园林景观工程施工具有较强竞争力的综合性企业。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，长江证券研究所

（一）资质齐全，业务水平高

公司是国家高新技术企业，拥有城市园林绿化企业一级资质和风景园林工程设计专项甲级资质，为“双甲”资质的企业，核心经营资质等级高。公司致力于发展生态修复与重构业务，拥有江苏省环境污染治理资质证书（生态修复甲级），在水生态治理相关领域形成了较强的竞争优势，公司的主营业务为生态景观建设，目前主要从事生态景观工程施工，包括生态修复与重构和园林景观两大类。

图 2：公司拥有资质及认证

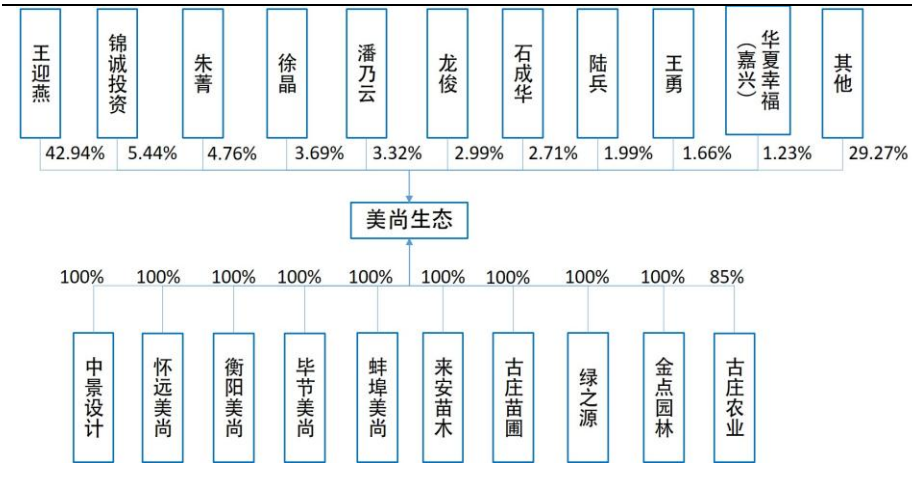


资料来源：公司网站，长江证券研究所

（二）股权结构集中度高

公司的第一大股东为王迎燕，持股 42.94%，实际控制人为王迎燕、徐晶夫妇，持股比例合计 46.63%。公司股权结构稳定、集中度高，利于公司管理运营、集中决策。公司下设十个子公司（考虑今年上半年公司拟收购中景设计 10%股权、金点园林 100%股权、绿之源 100%股权），业务丰富。

图 3：公司股权结构



资料来源：公司公告，长江证券研究所

（三）主营业务生态修复为主，园林景观为辅

公司的主营业务为生态景观建设，目前主要从事生态景观工程施工，包括生态修复与重构和园林景观两大类，前者主要包括湿地生态修复与保护、城市湿地公园、面源污染生态拦截与治理、两岸园林生态景观工程等，后者主要为道路绿化、广场景观、地产景观等。2011 年收购中景设计之后，规划设计实力也大大提升。同时，公司不断加强苗木基地建设，增加公司自有苗木供应量，形成设计-施工-苗木-养护一体化。

图 4：太湖湿地生态修复和保护示范工程



资料来源：公司官网 长江证券研究所

图 5：三峡水利枢纽管理区左岸望家坝区域水保护绿化工程



资料来源：公司官网，长江证券研究所

图 6：蚌埠市高速路南入口景观改造工程



资料来源：公司官网 长江证券研究所

图 7：惠山古庄生态苗木基地



资料来源：公司官网，长江证券研究所

二、行业分析：园林行业方兴未艾，PPP 暖风带动行业变革

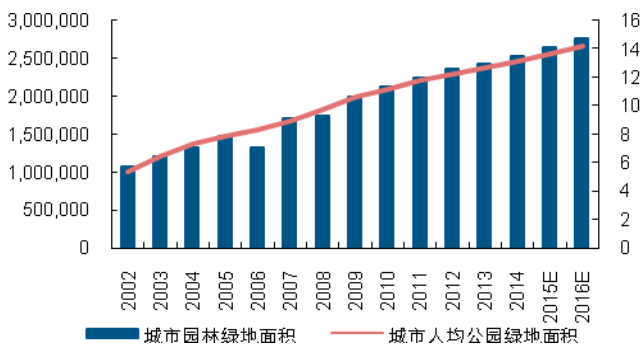
（一）城镇化推进园林行业高增长，每年投资超 4000 亿元

1、公共环境改善需求扩大，市政园林每年投资额近 2000 亿元

城市建成区面积的不断扩大和公共环境持续改善，将带动市政园林单位投资额逐年提升，城市园林绿地面积由 2002 年的 107 万公顷上升至 253 万公顷，城市人均公园绿地面积由 2002 年的 5.4 平方米增加至 2014 年的 13.08 平方米；此外，城市公园数量由 2002 年的 5178 个增加至 2014 年的 13037 个，城市公园面积也由 2002 年的 10 万公顷增加至 35.24 万公顷。

我国园林绿化固定资产投资额近五年 CAGR 为 3.98%，至今稳定于 1800 亿元左右，预计未来有望增长到 2000 亿以上。

图 8：城市园林绿地面积及人均绿地面积持续增长



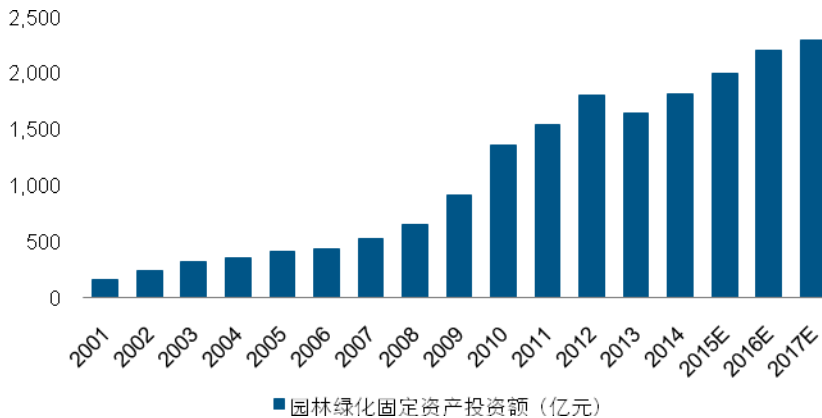
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 9：城市公园数计城市公园面积持续增长



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 10: 园林绿化固定资产投资额持续高位

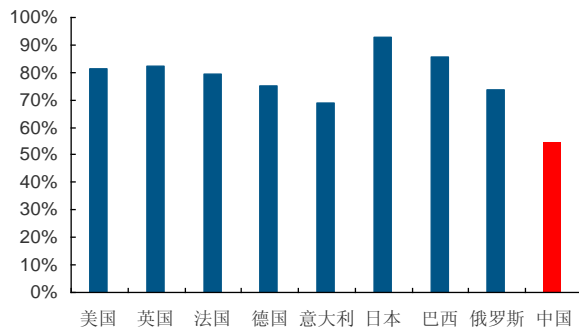


资料来源: Wind, 长江证券研究所

城镇化的推进对于城市环境要求不断增加, 随着城镇人口增加以及城市化率趋缓, 居民对于城镇化质量要求更加重视, 这一要求也符合政府新型城镇化的政策导向, 从而带动园林行业持续发展。

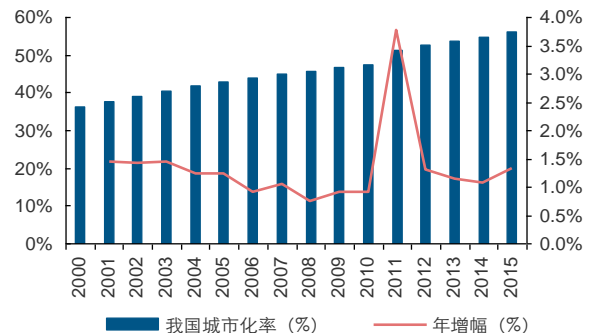
按联合国统计口径, 在 2014 年我国城市化率为 54.41%, 尚未达到国际通常的稳定值 70%, 更是低于全球主要国家, 未来发展空间还很大。按我国统计局口径测算, 我国 2015 年城镇化率为 56.10%, 年均增长率 1.33%, 未来还将持续稳定增长。

图 11: 2014 年世界主要经济体城市化率 (联合国口径)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 12: 我国城市化率及历年增幅 (国家统计局口径)



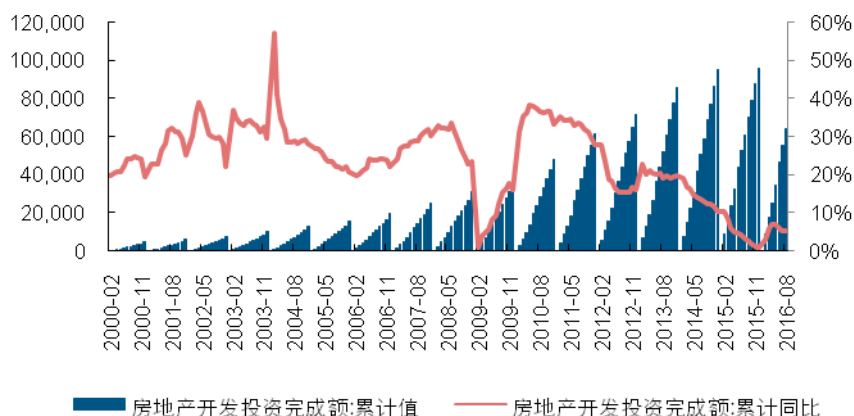
资料来源: Wind, 长江证券研究所

2、地产园林维持高位, 未来每年投资有望达 2000 亿以上

地产园林直接受益于房地产开发, 近年虽然地产开发完成额累计同比下滑明显, 但是由于前期基数大, 增量空间依然可观, 由此带来地产园林市场空间依然巨大。

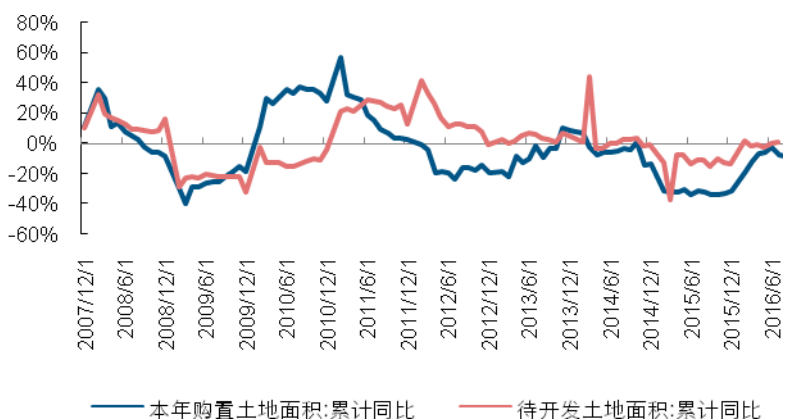
当年购置土地面积及待开发土地面积近期有上升趋势, 地产开发投资完成额累计同比今年八月份为 5.4%, 较去年同期上升 0.9%, 较去年年底的历史最低值 1% 也有明显回升, 未来地产依然有一定上升空间, 确保了地产园林市场的景气度回升。

图 13: 地产开发完成额及累计同比情况



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 14: 本年购置土地及待开发土地面积累计同比小幅回升



资料来源: Wind, 长江证券研究所

地产项目配套景观园林投资占地产总投资额度的 1-4%，其中高层、小高层住宅投资比例为 1-3%，别墅类和酒店的比例略高，达到 2-4%。近六年房地产开发投资增速 CAGR 为 12%，假设未来三年地产开发增速维持该比例，未来地产园林市场空间将达到 2000 亿以上。

表 1: 地产园林市场空间测算

年份	房地产投资额 (亿元)	地产园林占房产投资额 (亿元)		
		1.50%	2%	3.50%
2010	48,259.40	723.89	965.19	1689.08
2011	61,796.90	926.95	1235.94	2162.89
2012	71,803.79	1077.06	1436.08	2513.13
2013	86,013.38	1290.20	1720.27	3010.47
2014	95,035.61	1425.53	1900.71	3326.25
2015	95,978.85	1439.68	1919.58	3359.26
2016E	107496.3073	1612.44	2149.93	3762.37

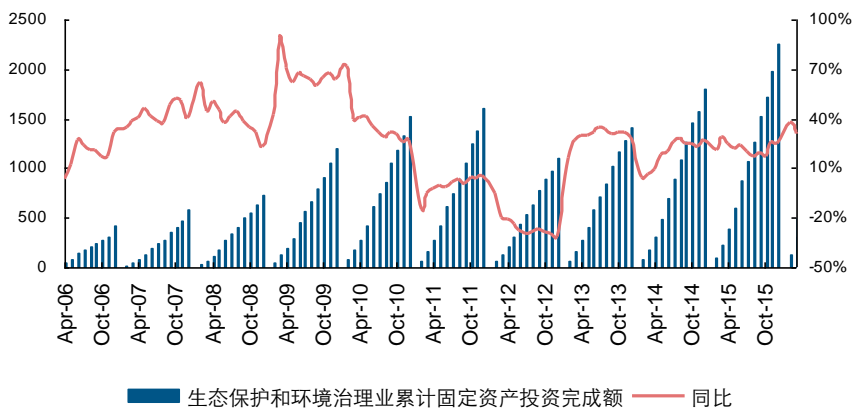
2017E	120395.8642	1805.94	2407.92	4213.86
2018E	134843.3679	2022.65	2696.87	4719.52

资料来源: wind, 长江证券研究所

3、政策频出，生态修复行业大有可为

“十三五”规划指出，创新环境治理理念和方式，实行最严格的环境保护制度；坚持保护优先、自然恢复为主，全面提升各类自然生态系统稳定性和生态服务功能。至 2016 年 10 月，生态保护和环境治理业固定资产投资完成额达到 2502.58 亿，同比增长 45.30%，2014、2015 年同期增速分别为 25.60%、17.52%，预计“十三五”期间，生态保护和环境治理投资会再上一个台阶，生态环保行业进入加速发展期。

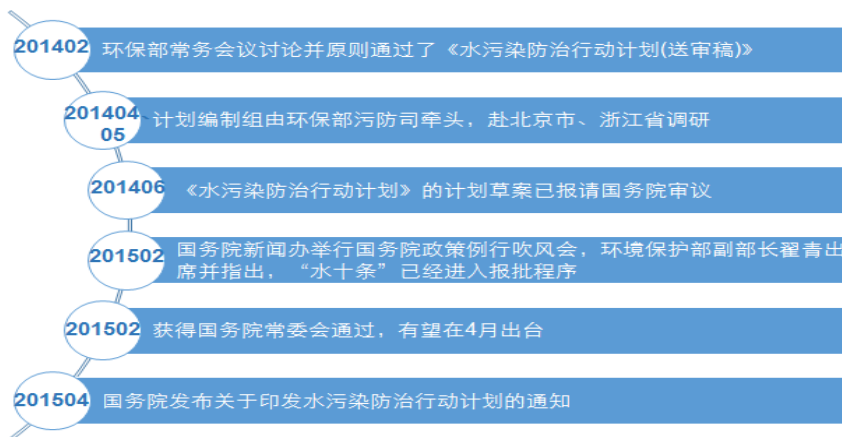
图 15: 生态保护和环境治理业累计固定资产投资完成额和同比



资料来源: wind, 长江证券研究所

当前，我国一些地区水环境质量差、水生态受损重、环境隐患多等问题十分突出，影响和损害群众健康，不利于经济社会持续发展。为切实加大水污染防治力度，保障国家水安全，国务院出台《水污染防治行动计划》。

图 16: “水十条”出台过程



资料来源: 维基百科, 长江证券研究所

“水十条”提出的指标是：到 2020 年，长江、黄河、珠江、松花江、淮河、海河、辽河等七大重点流域水质优良(达到或优于 III 类)比例总体达到 70% 以上，地级及以上城市建成区黑臭水体均控制在 10% 以内，地级及以上城市集中式饮用水水源水质达到或优于

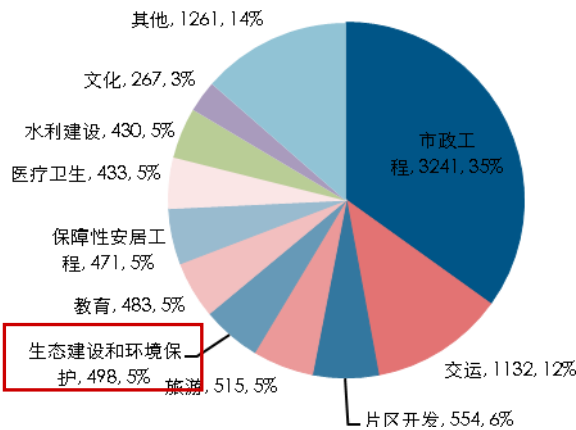
Ⅲ类比例总体高于 93%，全国地下水质量极差的比例控制在 15%左右，近岸海域水质优良(一、二类)比例达到 70%左右。京津冀区域丧失使用功能(劣于 V 类)的水体断面比例下降 15 个百分点左右，长三角、珠三角区域力争消除丧失使用功能的水体。到 2030 年，全国七大重点流域水质优良比例总体达到 75%以上，城市建成区黑臭水体总体得到消除，城市集中式饮用水水源水质达到或优于Ⅲ类比例总体为 95%左右。

据测算，“水十条”投资将达两万亿元。经过多轮修改的“水十条”将在污水处理、工业废水、全面控制污染物排放等多方面进行强力监管并启动严格问责制，铁腕治污将进入“新常态”。

(二) PPP 大幅改善行业现金流，推动园林行业变革

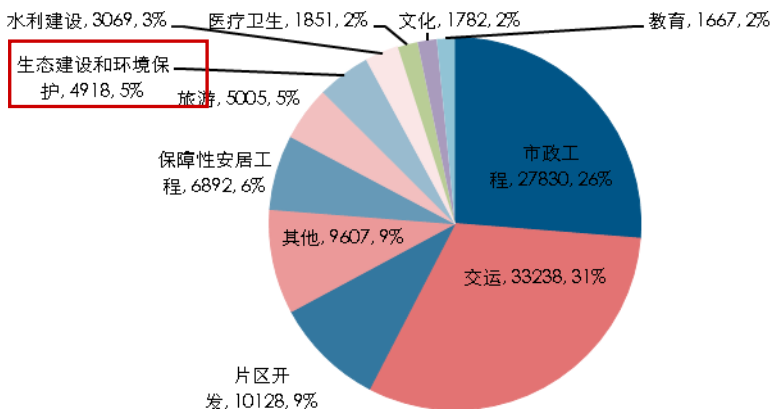
截至 2016 年 2 季度末，全国 PPP 综合信息平台项目库入库项目 9285 个，总投资 10.6 万亿元。市政工程、生态建设和环境保护项目数目、投资额占比分别为 40%、31%，随着项目不断签约落地，大量资金注入将激活生态景观建设行业万亿市场。

图 17: PPP 项目数行业分布情况



资料来源: PPPCP, 长江证券研究所

图 18: PPP 项目金额行业分布情况



资料来源: PPPCP, 长江证券研究所

PPP 对园林行业最主要的推动作用有两点，可以说是打通了行业的“任督二脉”。首先，**PPP 解决资金问题，改善公司现金流。**园林行业是典型的资金密集型行业，传统模式下项目资金全部来自于政府，导致公司回款速度慢，现金流恶化，从而导致资金不足，只能选择回款快收益较低的小项目，无法承接工程量大的优质项目。以园林行业为例，PPP 模式下付款方由政府变为 SPV 公司，由于 SPV 公司是按照施工进度付款，因此公司的收款频率大大提高，现金流量得到显著改善。

表 2：行业 2016 三季度报现金流得以改善（亿元）

公司名称	2015Q1-3 经营现金流净值	2016Q1-3 经营现金流净值	同比
乾景园林	-5.59	2.00	135.84%
东方园林	-62.30	21.51	134.53%
岭南园林	-21.96	2.85	112.96%
文科园林	-27.91	-7.76	72.21%
棕榈股份	-92.56	-28.13	69.61%
普邦股份	-77.31	-27.23	64.77%
美丽生态	-32.10	-18.69	41.79%
中毅达	-2.84	-2.28	19.71%
美尚生态	-15.56	-25.33	-62.76%
云投生态	-20.05	-35.65	-77.82%
铁汉生态	-10.53	-54.03	-412.95%
蒙草生态	-10.13	-54.08	-434.03%

资料来源：Wind,长江证券研究所

其次，**PPP 订单大增对公司未来营收有显著提升作用。**园林 PPP 项目需要进入政府财政预算，资金安排由之前的预算外变为预算内，付款保障更高，因此公司的坏账将大大减少，从而提升公司的利润率，改善利润。因此园林类企业的拿单意愿强烈。

我们统计了部分园林类上市公司的 PPP 订单情况，大部分企业的拿单规模都呈大幅度增长。随着未来 PPP 的进一步发展，将会进一步改变园林企业现有格局，大型园林类企业由于其资金和渠道优势，会进一步做大做强。

表 3：行业部分公司 PPP 订单情况（部分公司订单总额由公告订单加总而得）

证券简称	收入 Q1-3	YOY	利润 Q1-3	YOY	订单 Q1-3	YOY
美晨科技	16.85	64%	2.43	140%	34.08	-45%
铁汉生态	24.35	49%	2.88	67%	41.15	230%
岭南园林	16.44	47%	1.73	48%	24.6	57%
东方园林	50.12	46%	5.17	97%	465.83	57%
蒙草生态	18.64	39%	2.40	60%	36.26	146%
文科园林	10.14	36%	1.02	49%	158.75	
云投生态	6.62	18%	0.34	599%	19.39	-27%
棕榈股份	26.59	-12%	0.85	123%	194.8	134%

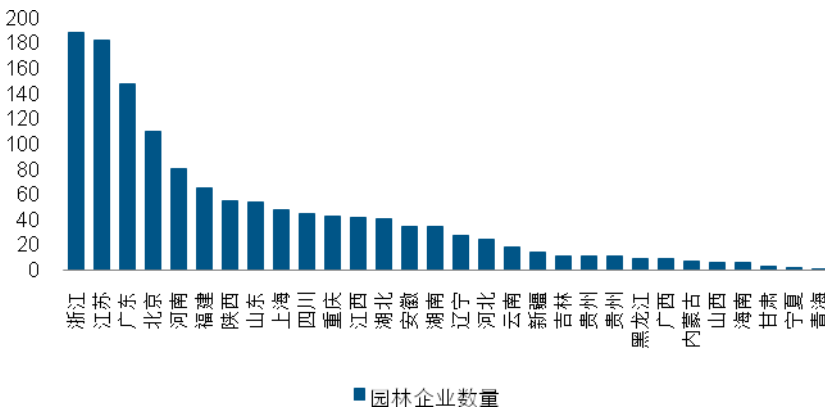
资料来源：Wind,长江证券研究所

（三）行业趋势：龙头企业优势显著，集中度加速提升

园林行业竞争较为充分，行业集中度较低，行业内尚未出现能够主导国内市场格局的大型企业。目前全国拥有四级以上资质的园林企业约 1.6 万家，园林 50 强市场份额合计占 15%左右，前三名份额合计占 3.5%，目前大多数企业业务集中在局部区域，只有少数龙头公司如东方园林、铁汉生态、棕榈园林等 10 多家公司实现了全国性布局。

我国园林行业区域特征明显，经济发展和城市化水平较高的东部地区园林景观行业发展较快，从事相关业务的企业数量也相应较多，截至 2016 年 6 月 30 日，我国具有城市园林绿化一级资质的企业共有 1348 家，其中浙江、江苏、广东、北京、河南合计占比接近 50%。

图 19：我国城市园林绿化一级资质企业（截至 2016.6.30）



资料来源：住建部，长江证券研究所

表 4：各级资质园林企业的经营范围

资质等级	经营范围
一级资质	1、可承揽各种规模以及类型的园林绿化工程，包括各类公园及生产绿地等各类绿地。
	2、可承揽园林绿化工程中的整地、栽植及园林绿化项目配套设施。
	3、可承揽各种规模以及类型的园林绿化养护管理工程。
	4、可从事园林绿化苗木资源培育、生产和经营。
	5、可从事园林绿化技术咨询、培训和信息服务。
二级资质	1、可承揽工程造价在 1200 万元以下的园林绿化工程，包括各类公园和绿地。
	2、可承揽园林绿化工程中的整地、栽植及园林绿化项目配套设施。
	3、可承揽各种规模以及类型的园林绿化养护管理工程。
	4、可从事园林绿化苗木资源培育、生产和经营。园林绿化技术咨询和信息服务。
三级资质	1、可承揽工程造价在1200 万元以下的园林绿化工程，包括各类公园和绿地。
	2、可承揽园林绿化工程中的整地、栽植及园林绿化项目配套设施。
	3、可承揽各种规模以及类型的园林绿化养护管理工程。
	4、可从事园林绿化苗木、花卉、盆景、草坪的培育、生产和经营，园林绿化技术咨询和信息服务。

资料来源：《城市绿化企业资质标准》，长江证券研究所

从园林景观项目的规模来看，园林绿化行业的竞争激烈程度也有所差异。根据国家住建部的规定，对于合同金额在 1,200 万元以下的项目，具有城市园林绿化贰级以上资质的企业均可承接施工；而对于合同金额在 1,200 万元以上的项目，只有具有城市园林绿化

壹级资质的企业才能参与竞争。在园林绿化行业内，合同金额在 1,200 万元以下的中小型项目的竞争异常激烈，合同金额在 1,200 万元以上的中大型项目由于受企业综合实力的限制，参与竞争的园林绿化企业则相对较少。

近年来东方园林、棕榈园林、普邦园林等行业内的龙头企业，在技术水平、人员配备、市场开拓能力等方面有着较大的优势，凭借着在产业链上下游的较早布局，以及登陆 A 股市场后的品牌和资金优势，上述龙头企业不断扩大市场范围，跨区域经营及产业链一体化取得了明显的成效，利润水平及发展速度明显高于行业平均水平。

三、公司分析：生态修复领军企业，外延开启高速增长之路

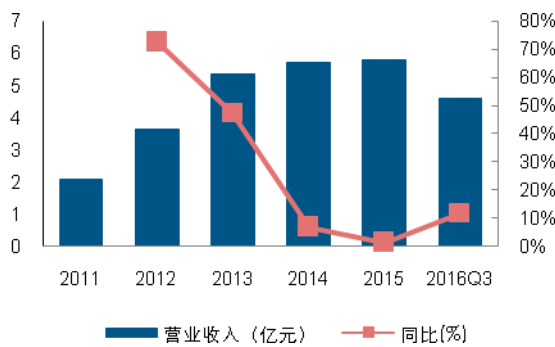
（一）财务分析：营收增速触底回升，盈利能力显著改善

1、营收及净利水平回升

公司 2015 年实现营业收入 5.8 亿元，同比增长 1.33%，实现净利润 1.1 亿元，同比增长 2.34%。2011-2015 年营收规模从 2.1 亿元增加至 5.8 亿元，复合增速为 28.9%，净利润从 0.42 亿元增长至 1.1 亿元，复合增长率为 27.2%。其中 2014-2015 年增速下滑，主要是由于公司资金不足，公司承建 BT 项目确认长期应收款较多，影响工程进度安排，营收和净利受到了影响。随着公司上市，资金情况得到缓解，营收及净利增速显著回升。

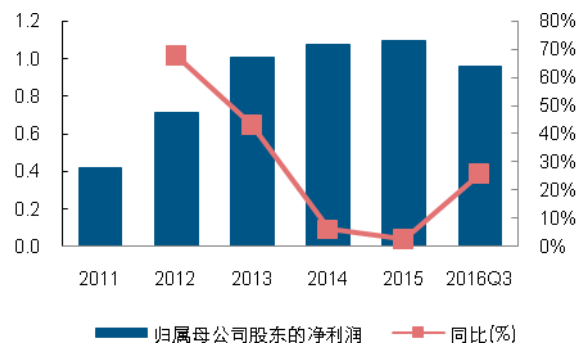
2016 年前三季度公司实现营收 4.62 亿元，同比增长 11.74%，实现归母净利润 0.96 亿元，同比增长 18.41%。

图 20：公司营收及同比增速（亿元，%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 21：公司归属母公司净利润及同比增速（亿元，%）



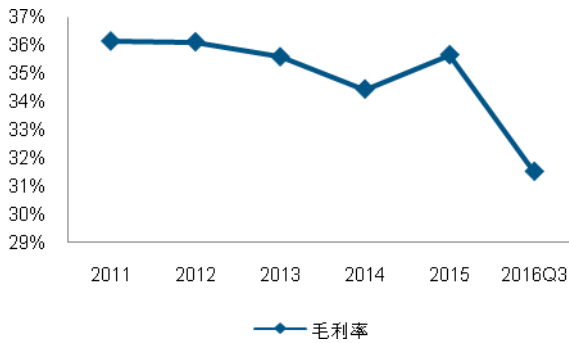
资料来源：Wind，长江证券研究所

2、毛利率稳定，净利率水平显著上升

公司毛利率比较稳定，2011-2015 年均在 30% 以上，净利率水平各年均在 19% 左右。

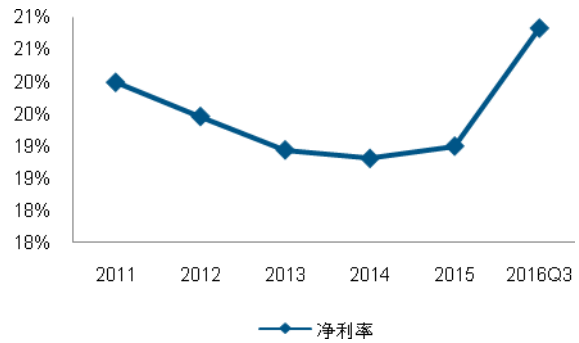
2016 年前三季度，公司实现毛利率 24.7%，净利率 20.8%，由于公司收款存在明显的季节性，所以前三季度的净利率高于全年。

图 22: 公司毛利率水平 (%)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 23: 公司净利率水平 (%)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

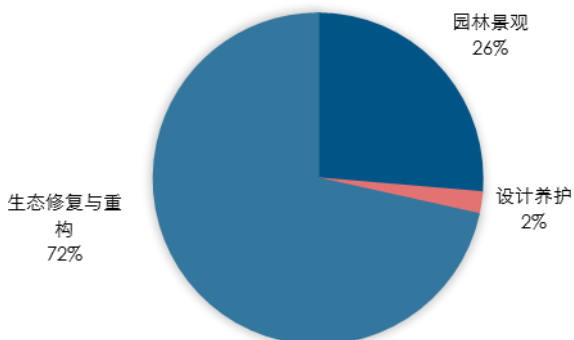
3、公司营收和毛利以生态修复与重构为主

公司主营业务包括: 生态修复与重构、园林景观、设计养护;

从收入来看, 2015 年生态修复与重构实现营业收入 4.2 亿元, 占比 71.54%, 为公司的核心业务; 园林景观业务实现营业收入 1.5 亿元, 占比 26.34%; 设计养护业务实现营业收入 0.1 亿元, 占比 2.12%。

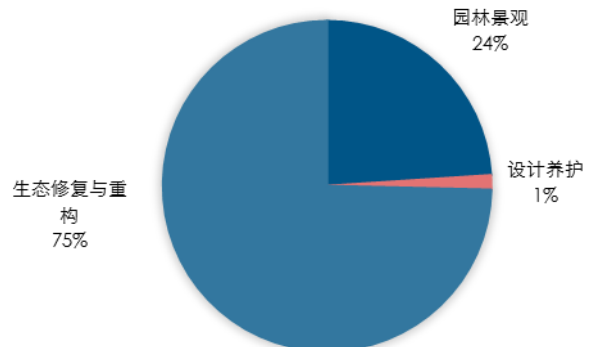
从毛利来看, 2015 年生态修复与重构实现毛利 1.5 亿元, 占比 74.62%; 园林景观业务实现毛利 4958 万元, 占比 23.96%; 设计养护业务实现毛利 293 万元, 占比 1.42%。

图 24: 公司营收构成



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 25: 公司毛利构成



资料来源: Wind, 长江证券研究所

(二) 并购绿之源增强生态修复领域竞争力

2016 年 6 月 18 日, 公司与王京燕、辜再元签署关于收购江苏绿之源生态建设有限公司 100% 股权收购的《股权收购协议》, 公司拟以人民币 7,600 万元收购王京燕持有绿之源 95% 的股权, 400 万元收购辜再元持有绿之源 5% 的股权, 目前该收购事项已经完成。按 2016 年业绩承诺不低于 600 万元测算, 收购 PE 为 13 倍, 估值相对合理。

1、业绩承诺保障未来发展

2015 年, 绿之源实现营业收入 1985 万元, 净利润 43 万元, 此次并购, 绿之源承诺 2016-2017 年业绩分别不低于 600 万元、1200 万元、2200 万元, 且业绩承诺期内累计实现的净利润累计不低于 4000 万元。

在业绩承诺期满,如绿之源公司累计实际净利润超过累计承诺净利润(人民币 4,000 万元)时,则超过部分的净利润 50%(上限不得超过本次收购标的资产作价 20%)将奖励给绿之源当时在职的管理层。

此外,在支付方式上也做了相应安排,对交易对方王京燕及辜再元的股权转让款分三期支付,且各期均以达到业绩承诺为转让条件。

以上多层次的业绩承诺安排充分激励了绿之源管理层的积极性,从而保障了公司的未来发展。

表 5: 股权转让款支付安排

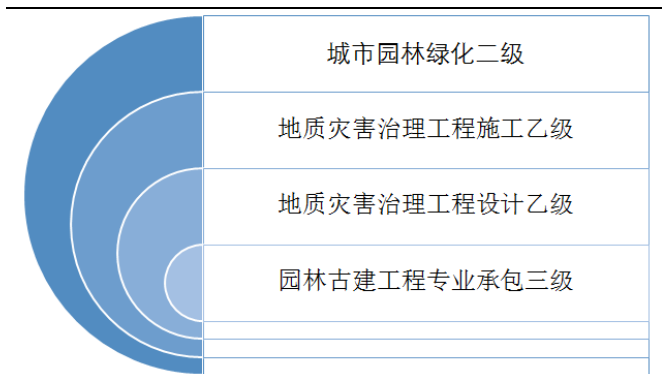
交易对方	持有标的公司 股权比例	交易对价(万元)	三期股权转让款支付时间及金额(万元)		
			第一期(2016年)	第二期(2017年)	第三期(2018年)
王京燕	95%	7,600	3,800	1,900	1,900
辜再元	5%	400	200	100	100
合计	100%	8,000	4,000	2,000	2,000

资料来源:公司公告,长江证券研究所

2、绿之源专注于矿山边坡修复与土壤治理

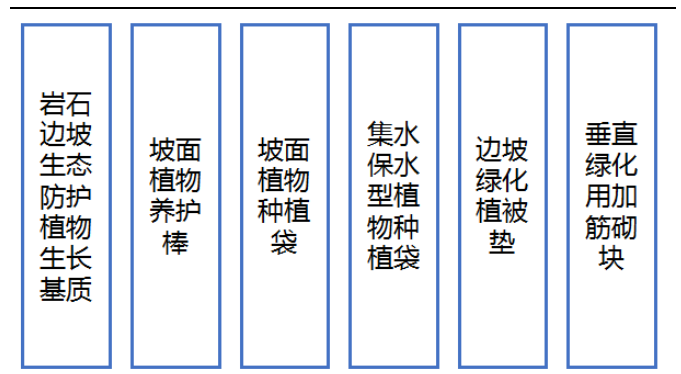
江苏绿之源生态建设有限公司,是一家专业从事高陡边坡生态复绿、矿山植被恢复、盐碱地治理、有色金属废弃地整治等特殊困难立地条件生态景观建设的综合型企业。拥有城市园林绿化二级、地质灾害治理工程施工乙级、地质灾害治理工程设计乙级、园林古建工程专业承包三级资质。同时拥有岩石边坡生态防护植物生长基质、坡面植物养护棒、坡面植物种植袋、集水保水型植物种植袋、边坡绿化植被垫、垂直绿化用加筋砌块等专利技术。

图 26: 绿之源拥有多项生态景观建设资质



资料来源:公司官网,长江证券研究所

图 27: 绿之源所拥有相关专利



资料来源:公司官网,长江证券研究所

目前,绿之源是行业内除铁汉生态外,仅有的同时具备矿山修复、边坡修复与土壤治理能力的公司,在行业内处于上游地位。

表 6: 绿之源是行业内少数几个同时具备矿山修复、边坡修复与土壤治理能力的公司

公司名称	矿山修复	边坡修复	土壤治理
绿之源	✓	✓	✓
铁汉生态	✓	✓	✓
美丽生态			
云投生态			
蒙草生态	✓		✓

资料来源: 公司公告、招股说明书, 长江证券研究所

3、收购完善公司业务布局, 技术形成优势互补

美尚生态的生态修复与重构业务优势在于水生态的修复, 主要包括湿地生态修复与保护、城市湿地公园、面源污染生态拦截与治理、两岸园林生态景观工程。而绿之源优势在于裸露边坡治理、黄土边坡浅层加固和生态防护、低湿盐碱地改良利用等土壤修复领域。两者结合将成体系地运用于生态修复与重构领域。

收购完成之后, 公司将进一步优化在生态修复与重构产业链的业务布局, 与绿之源在业务拓展上形成协同效应, 同时在技术研发上形成优势互补。

表 7: 美尚生态主要技术分类

技术分类	具体技术
水生态治理技术	人工浮岛技术、生物膜技术、植物修复水质技术、生态沟渠保护水质技术、水土流失防治技术
植物栽培和种植技术	苗木繁殖培育技术、营养液技术、生态景观营造和养护技术、植物配置种植技术

资料来源: 招股说明书, 长江证券研究所

(三) 收购金点园林拓展西南市场, 地产市政协同发展高增长可期

今年 5 月 28 日, 公司发布交易报告书, 公司拟向华夏幸福(嘉兴)等 33 方发行股份及支付现金购买其合计持有的金点园林 100% 股份。最终确定的交易价格为 15 亿元, 其中 70,800 万元由公司向交易对方发行股份方式支付, 其余 79,200 万元由现金支付。发行股份部分发行价格为 32.34 元/股, 发行股数为 2189 万股。按 2015 年公司利润水平计算, 收购市盈率为 13 倍。

业绩承诺方面: 金点园林在业绩承诺期内(2016-2018 年)累计实现的合并报表口径扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润不低于 52,760 万元。

业绩承诺期满, 如金点园林在业绩承诺期实现的实际净利润超过承诺净利润时, 则超额部分的 50% (不得超过本次收购标的资产作价的 20%) 将奖励给金点园林届时在职的管理层以作为对其的激励。

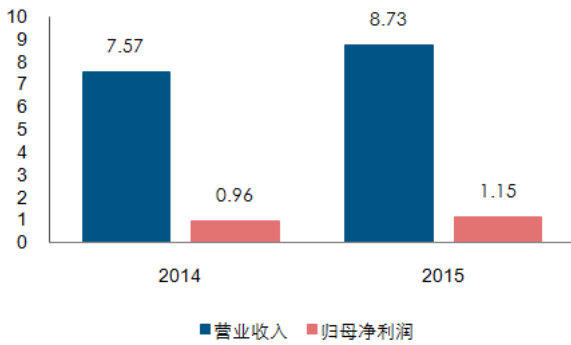
2015 年, 金点园林实现营收 87,339 万元, 同比增长 15.3%, 实现净利润 11,533 万元, 同比增长 19.5%。预计金点园林 2016-2018 年分别实现营业收入 9.7/10.7/11.8 亿元, 实现净利润 1.6/1.7/1.9 亿元。

表 8: 金点园林未来三年营收及净利预测 (万元)

项目	2016年	2017年	2018年
营业收入	97691.09	107458.94	118203.57
净利润	15908.81	17424.61	19424.79

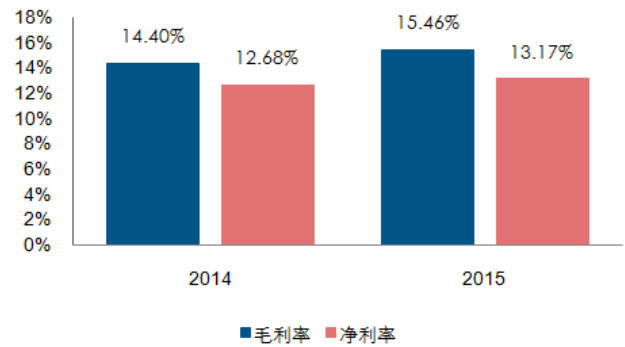
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 28：金点园林 2014-2015 年营收和归母净利润



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 29：金点园林 2014-2015 年毛利率和净利率



资料来源：公司公告，长江证券研究所

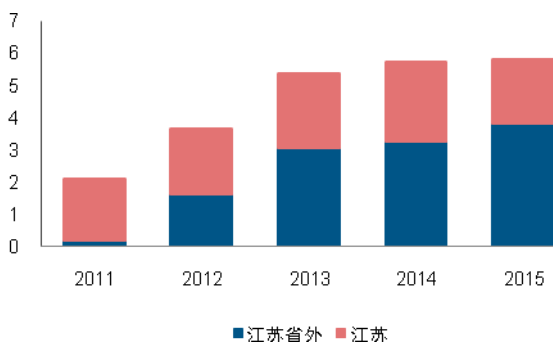
1、区域互补推进全国性布局

公司发源于无锡，2011 年之前，公司业务主要在江苏省内。2011 年初，设立第一家分公司——安徽马鞍山分公司，公司通过增设省外分公司，提高跨区域市场的拓展能力。随后，不断向中西部城市拓展，又成立了包括上海、天津、武汉、衡阳、蚌埠、毕节等多个分公司和子公司跨区经营。公司业务省内占比呈下降趋势，2011 年主营收入的 90.81% 来自江苏省，到 2015 年，只有 34.35%，降低到三分之一左右。

金点园林以重庆为总部，近年来的业务规模不断拓展。2015 年业务主要来源于河北省及北京市、四川省及重庆市、云南省等西南、华北省市。凭借良好的品牌美誉度、优秀的设计施工一体化能力以及专业能力优秀的核心团队等竞争优势，金点园林已发展成为西南地区园林景观领军企业之一。

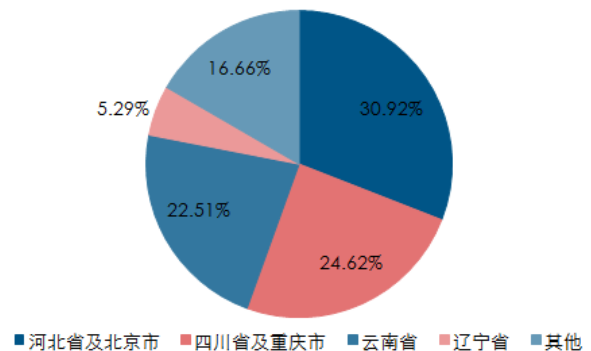
公司的业务主要集中在江苏、安徽、陕西、贵州、湖南等省份，与金点园林业务集中地形成完美互补。收购完成后，将加速公司向中西部城市业务拓展的战略，金点园林亦能凭借公司的市场影响力加快对华东、华中等区域地产园林景观市场的开拓。

图 30：美尚生态业务主要集中在江苏省



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 31：15 年金点园林业务主要集中于河北及西南地区



资料来源：公司公告，长江证券研究所

2、业务互补提升产业盈利能力

从客户结构看，美尚生态的前五大客户主要为城建公司、规划局以及地方政府为主，而金点园林的客户主要以房地产商为主，两者虽然主业同为园林建设，但是美尚生态主要业务偏向市政园林，而金点园林的业务主要集中在地产园林。

由此使得两家公司的盈利能力差别较大，以 15 年年报数据来看，美尚生态的毛利率为 35.66%，金点园林毛利率为 15.46%，美尚生态的净利率为 19%，金点园林的净利率为 13.17%，美尚生态的盈利水平大幅高于金点园林。

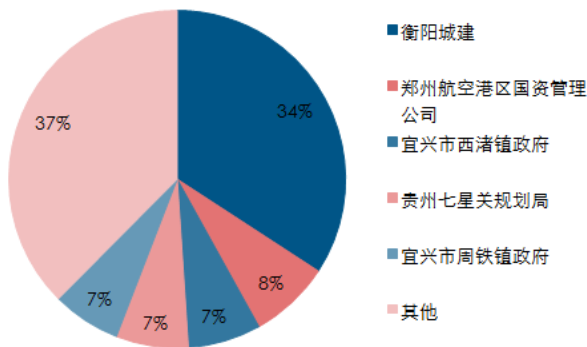
公司 2015 年的前五大客户分别为华夏幸福、七彩云南、典雅房产、龙湖地产、动员地产。其中华夏幸福占比达到 34%，近几年占比都在 30%以上。

表 9：金点园林前五大客户情况

年度	客户名称	销售金额（万元）	占当期销售收入比例
2015 年	华夏幸福基业股份有限公司	29768.74	34.08%
	昆明七彩云南古滇王国投资发展有限公司	17338.56	19.85%
	重庆典雅房地产开发集团有限公司	4783.03	5.48%
	龙湖地产有限公司	4713.76	5.40%
	重庆东原房地产开发有限公司	2883.12	3.30%
	合计	59487.21	68.11%

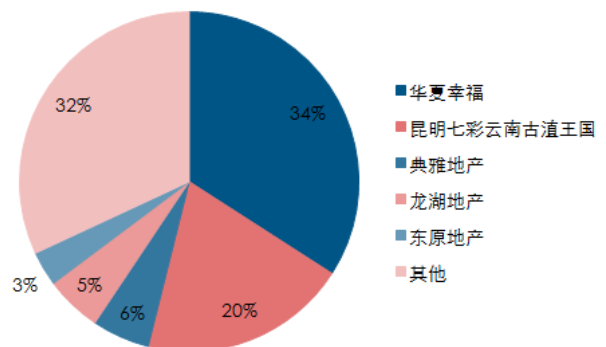
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 32：美尚生态客户结构（截至 2015 年 5 月）



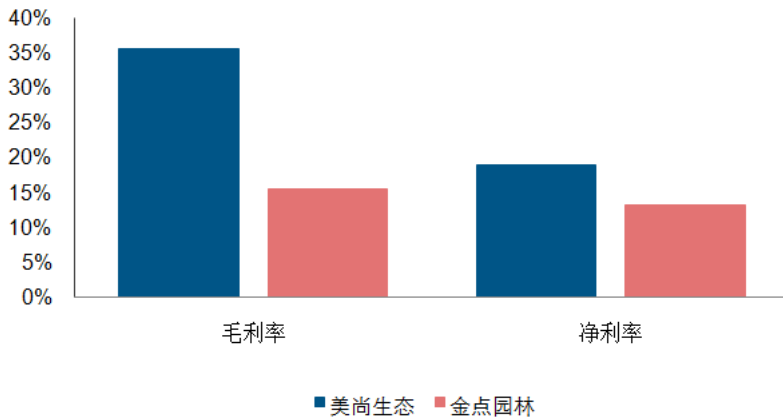
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 33：金点园林客户结构



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 34：金点园林盈利水平远低于美尚生态



资料来源：公司公告，长江证券研究所

对比市政园林和地产园林两种类型，我们认为存在以下几方面差异：

- 施工周期：地产园林施工周期短，市政园林施工周期长；
- 订单金额：地产园林单个订单较小，市政园林单个订单金额较大；
- 毛利率：地产园林毛利率水平较低，市政园林毛利率水平高
- 市场空间：地产园林增速有限，市政园林增速较高

我们认为金点园林注入上市公司平台后，将充分利用美尚生态的公司资源，加大对市政园林项目的承揽力度，提升其毛利率水平。

3、在手订单充足，完成业绩承诺无虞

截至 2015 年末，金点园林尚未确认收入金额合计为 4.25 亿元。2016 年 1-5 月，金点园林中标项目金额合计 5.78 亿，正参与投标中的项目金额合计为 5.91 亿元。在充足的在手订单支撑下，完成业绩承诺预计难度不大。

表 10：金点园林 2016 年 1-5 月中标订单

项目	客户	中标金额（万元）
龙湖地产重庆地区2016年度景观工程	重庆龙湖地产发展有限公司	4,448.90
桂林洋国家热带公园农业公园次入口区域园林景观工程	海南桂林洋热带农业公园有限公司	3,750.00
永清生态公园工程	永清鼎泰园区建设发展有限公司	2,767.81
重庆东原中央大街（1891）项目一期1-6号楼景观工程	重庆东原地产开发有限公司	2,500.00
中国雒城雒戏王国（景观部分）施工工程（二标段）	重庆名豪实业（集团）股份有限公司	2,000.00
永清中干渠公园一期工程	永清鼎泰园区建设发展有限公司	1,673.17
剑桥郡五期景观园林工程	固安京御幸福房地产开发有限公司	1,607.25
山水文园四路通B区二段示范区园林景观工程	山水文园凯亚房地产开发有限公司	1,208.00
《贵阳远大·生态风景项目三期一组团园林景观工程设计与施工一体化合同》补充协议（二）	贵阳远大房地产开发有限公司	1,153.78
京华佳苑项目景观园林工程	廊坊市圣斌房地产开发有限公司	1,068.09
	其他	35,591.07
	合计	57,768.07

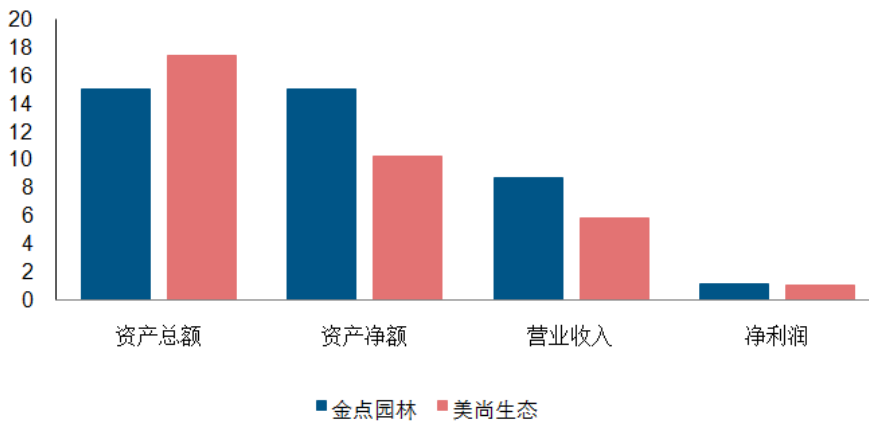
资料来源：公司公告,长江证券研究所

4、收购金点园林，并表增厚公司利润

重庆金点园林股份有限公司成立于 1997 年 8 月，是一家专业从事园林施工及景观设计的业内知名企业。2004 年率先在业界通过了 ISO9001 质量管理体系认证；2007 年成为重庆首家民营“国家一级园林企业”；2008 年荣获“中国建筑规划（园林景观）设计行业十大最具综合实力品牌机构”；2010 年获“中国园林建设施工企业 50 强”。是西部实力最强、规模最大的园林景观公司之一。

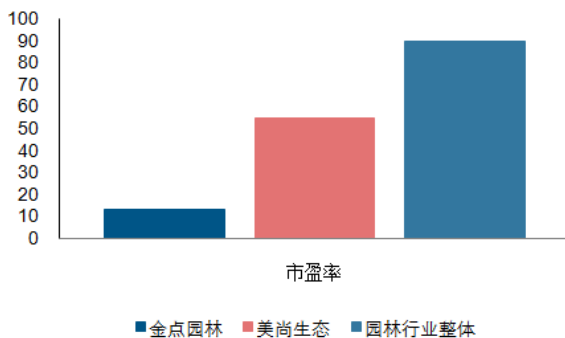
根据 2015 年度部分财务数据对比，金点园林的营收和净利润皆高于公司，资产总额略小于公司。本次交易按照 2015 年净利润计算的交易市盈率为 13 倍，大幅低于同行业上市公司 90 倍的平均市盈率。本次交易对应的 2015 年末市净率为 2.17 倍，远低于同行业上市公司 6.14 倍的平均市净率水平。

图 35：金点园林体量接近美尚生态



资料来源：公司公告，长江证券研究所

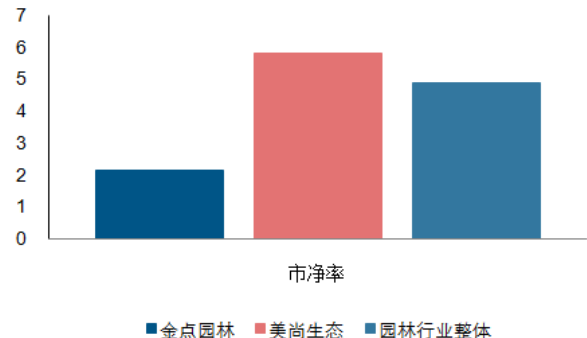
图 36：金点园林收购市盈率远低于行业（截至 16.12.1）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

本次交易完成后，金点园林的资产注入公司，截至 2015 年 12 月 31 日，公司总资产规模将从 17.38 亿元上升到 40.58 亿元，增长 133.50%。2015 年度营业收入、净利润将分别增长 150.49%、100.83%，大大提升了公司的资产规模和收益能力。

图 37：金点园林收购市净率远低于行业（截至 16.12.1）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

表 11: 收购完成之后公司各财务指标变动

	交易前	交易后	变动金额	变动比率
资产总计	17.38	40.58	23.20	133.50%
负债总计	7.12	21.14	14.02	197.02%
归属母公司所有者权益合计	10.26	19.43	9.18	89.48%
营业收入	5.80	14.54	8.73	150.49%
利润总额	1.30	2.61	1.31	100.84%
归属母公司所有者的净利润	1.10	2.22	1.11	100.83%

资料来源: 公司增发说明书, 长江证券研究所

2015 年, 金点园林实现营收 97,339 万元, 同比增长 15%, 实现净利润 11,533 万元, 同比增长 19.5%。

假设金点园林后能完成三年累计净利润 52,760 万元的业绩承诺, 则其 CARG 为 23%。同时假设公司配套资金定增价为 40 元/股, 按增发 12.2 亿元来测算, 2016-2018 年 EPS 将增厚 0.55/0.68/0.84 元/股。

表 12: 金点园林并表对公司业绩增厚测算

假设配套资金定增价	增发后总股本 (万股)	对美尚生态 EPS 贡献测算		
		2016E	2017E	2018E
32	26,378.84	0.54	0.66	0.81
36	25,955.23	0.54	0.67	0.82
40	25,616.34	0.55	0.68	0.84
44	25,339.07	0.56	0.69	0.84
48	25,108.01	0.56	0.69	0.85

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

(四) PPP 旅游运营布局未来发展

上市以来, 公司加大对于 PPP 项目的承揽力度, 截至 2016 年 12 月, 公司公告的重大项目订单金额合计 36.3 亿元, 占 2015 年营收的 625.86%, 其中 PPP 项目金额合计 25.1 亿元, 占全部合同金额的 69.15%。

未来随着 PPP 模式的逐步成熟, 未来公司将进一步受益于 PPP 红利。

表 13: 公司上市以来订单情况

项目类型	签订时间	名称	金额 (亿元)
PPP 项目	2015.11	怀远县城市生态园林景观工程 (一期) PPP 项目	0.9
	2016.7	无锡古庄生态农业科技园 PPP 项目	12.1
	2016.8	无锡惠山经济开发区 PPP 项目	12.1
非 PPP 项目	2016.3	220km 老挝双轨铁路沿线 11 个指定开发区绿化景观工程	7.8
	2016.4	遵义汇川大道景观提升改造工程建设工程施工合同	2.3

2016.7	玉溪河河道治理及景观步道建设项目	0.8
2016.7	十二盆山体公园组团建设项目	1.2
合计		36.3

资料来源：公司公告，长江证券研究所

公司涉及的 PPP 项目未来将涉及旅游运营等模式，以无锡古庄生态农业科技园 PPP 项目为例，项目除了涉及施工建造之外还涉及经营性项目，其中经营性项目主要包括高标准的农业种植基地、精品苗圃的建设等，非经营性项目主要包括配套道路建设、河道堤防及水利整治等。

随着未来“无锡古庄生态农业科技园 PPP 项目”的推进，公司将介入 PPP 运营层面，自有苗木基地一方面可以满足 PPP 运营的需要，另一方面也可对第三方销售从而形成新的利润增长点。

公司目前两大主要的苗木基地分别为惠山古庄生态苗木基地和来安生态精品苗木基地，两个基地占地面积超过 2000 亩，且种植朴树、榉树、乌桕和桂花等华东区域常用和紧缺的多种规格的名优乔、灌木和生态景观材料。

公司去年年底登陆资本市场，募集资金 5.64 亿，其中，拟使用 2.25 亿投入惠山苗木基地、来安生态精品苗木基地和固镇生态精品苗木基地建设，占比 39.88%。公司苗木自给率将逐步提升，并能减少苗木价格波动带来的不利影响，提升工程施工业务的盈利能力，同时也将为公司开展生态苗木品种培育及其他苗木科研工作创造良好的条件。

表 14：公司募投项目汇总

项目名称	项目投资总额	拟使用募集资金
补充工程施工业务营运资金项目	1.21	1.07
衡阳市蒸水西堤南段风光带综合开发建设项目（BT）	1.56	1.56
惠山苗木基地建设项目	0.58	0.58
来安生态精品苗木基地建设项目	0.61	0.61
固镇生态精品苗木基地建设项目	1.07	1.07
设计平台建设项目	0.20	0.16
研发中心建设项目	0.60	0.60
合计	5.82	5.64

资料来源：公司公告，长江证券研究所