

美尚生态 (300495.SZ)

生态民营劲旅，技术与创新驱动成长

实力雄厚的生态民营劲旅，调结构、控风险行稳致远。公司为华东生态园林龙头，业务涵盖生态修复、生态文旅、生态产品三大领域，上市后迅速并购金点园林与绿之源，持续拓展优化生态工程与生态修复业务布局。2019年公司战略聚焦三大核心城市群，严控大额垫资致业务承接阶段性放缓，营收与业绩规模有所下滑，但调结构、控风险措施利于公司行稳致远。公司费用率低、盈利能力高于同行，我们测算公司目前在手订单约37亿元，是2019年营收的1.9倍，在手订单充裕，未来增长动力充足。

园林行业供需、融资双改善，行业预期现拐点。经历2017年以来地方政府去杠杆、2018年信用收缩、2019年龙头企业控股权接连转让，生态园林行业供给侧已大幅收缩。但另一方面，生态环境建设是未来中国高质量发展前置要求，园林绿化、水生态治理、矿山治理、湿地建设等需求将长期存在。2019年全国生态保护和环境治理业固定资产投资完成额达7499亿元，同增37%，行业需求持续较快增长。因此在行业供给收缩、需求改善情况下，过往注重控制资产负债表质量稳健经营、资金仍然充裕的企业有望显著受益，将是未来市场的主导者。

业务布局贴合国家城市群战略，技术实力领先。当前各大城市群的长期发展规划均着重强调生态环境建设，该类区域财政充沛，生态建设空间广阔，公司将业务持续聚焦于长三角城市群、京沪沿线的“双轴线”、长江中游城市群及成渝城市群“三区域”，业务来源与项目质量有望持续提升，促公司健康高质量发展。子公司绿之源深耕矿山修复与土地整治领域，技术实力突出，并于2019年获较为稀缺的地质灾害防治单位甲级资质，公司生态修复全产业链竞争优势有望进一步凸显。

资产负债表具备扩张空间，创新驱动长期成长。截至2020Q1末，公司资产负债率/有息资产负债率分别为56%/26%，财务运行较为稳健，资产负债表具备一定扩张空间。近年来公司持续创新商业模式和产品品类，其中绿之源矿山修复项目一改园林行业前期垫付大量资金模式，运用尾料处理与土地补占平衡指标市场化运作收益覆盖项目推进全程，有望一定程度上改善公司现金流。此外，公司已研发出具备国际水平的园林绿化废弃物高效资源化利用工程技术——木趣，依托公司的资金、技术及销售渠道优势已将木趣逐步推向市场，对标海外国内空间广阔。

投资建议：根据公司当前在手订单与经营趋势，预测20/21/22年公司归母净利润分别为2.6/3.2/4.0亿元，EPS分别为0.38/0.47/0.60元，当前股价对应PE分别为28/23/18倍，考虑到公司未来成长潜力，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：行业政策风险、应收账款风险、信用环境收紧风险等。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,299	1,945	2,350	2,885	3,582
增长率 yoy (%)	-0.2	-15.4	20.8	22.8	24.2
归母净利润(百万元)	387	214	258	318	402
增长率 yoy (%)	36.1	-44.6	20.3	23.2	26.7
EPS 最新摊薄(元/股)	0.57	0.32	0.38	0.47	0.60
净资产收益率(%)	11.9	4.9	5.6	6.6	7.8
P/E(倍)	18.7	33.7	28.0	22.7	17.9
P/B(倍)	2.2	1.7	1.6	1.5	1.4

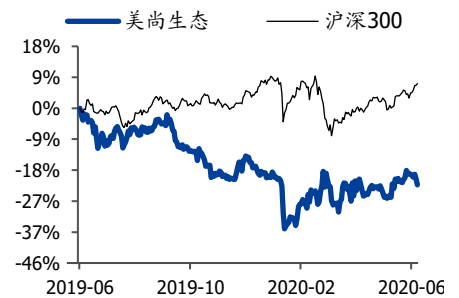
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

增持(首次)

股票信息

行业	园林工程
最新收盘价	10.70
总市值(百万元)	7,214.79
总股本(百万股)	674.28
其中自由流通股(%)	68.35
30日日均成交量(百万股)	30.41

股价走势



作者

分析师 杨涛

执业证书编号: S0680518010002

邮箱: yangtao1@gszq.com

分析师 何亚轩

执业证书编号: S0680518030004

邮箱: heyaxuan@gszq.com



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	5032	5370	6807	7835	9770
现金	1451	1698	2108	2573	3018
应收票据及应收账款	1916	1905	2571	2925	3708
其他应收款	116	75	155	128	224
预付账款	28	35	41	52	63
存货	1475	1574	1850	2075	2675
其他流动资产	45	82	82	82	82
非流动资产	3171	4360	4545	4712	4910
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	80	82	267	435	634
无形资产	0	1	1	0	0
其他非流动资产	3091	4277	4277	4276	4276
资产总计	8202	9730	11351	12547	14680
流动负债	3936	4238	5464	6087	7633
短期借款	809	1056	1200	1300	1400
应付票据及应付账款	2198	2437	3124	3604	4624
其他流动负债	929	745	1140	1183	1609
非流动负债	1016	1134	1308	1621	1855
长期借款	1014	1133	1306	1620	1853
其他非流动负债	2	1	1	1	1
负债合计	4952	5372	6772	7708	9488
少数股东权益	39	40	40	40	41
股本	601	674	674	674	674
资本公积	1533	2303	2303	2303	2303
留存收益	1194	1341	1560	1832	2173
归属母公司股东权益	3212	4318	4540	4798	5151
负债和股东权益	8202	9730	11351	12547	14680

现金流量表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	164	-260	229	249	355
净利润	387	215	258	318	403
折旧摊销	15	14	17	35	54
财务费用	94	95	78	97	123
投资损失	-0	-0	-1	-1	-1
营运资金变动	-518	-766	-123	-200	-225
其他经营现金流	186	183	0	0	0
投资活动现金流	-232	-305	-201	-201	-251
资本支出	25	15	185	167	198
长期投资	-205	-291	0	0	0
其他投资现金流	-412	-581	-16	-34	-54
筹资活动现金流	27	766	382	417	341
短期借款	-161	247	144	100	100
长期借款	293	119	173	313	233
普通股增加	-0	73	0	0	0
资本公积增加	6	770	0	0	0
其他筹资现金流	-111	-443	65	3	8
现金净增加额	-42	202	410	465	445

利润表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2299	1945	2350	2885	3582
营业成本	1511	1284	1541	1864	2280
营业税金及附加	5	5	6	7	9
营业费用	0	0	0	0	0
管理费用	125	127	164	219	287
研发费用	37	46	63	95	129
财务费用	94	95	78	97	123
资产减值损失	149	-40	188	219	269
其他收益	0	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	1	1	1
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	378	268	310	384	486
营业外收入	83	2	0	0	0
营业外支出	1	5	0	0	0
利润总额	459	265	310	384	486
所得税	73	50	52	66	84
净利润	387	215	258	318	403
少数股东损益	-0	1	0	0	0
归属母公司净利润	387	214	258	318	402
EBITDA	546	366	379	472	596
EPS (元/股)	0.57	0.32	0.38	0.47	0.60

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入 (%)	-0.2	-15.4	20.8	22.8	24.2
营业利润 (%)	10.1	-29.2	15.9	23.7	26.7
归属母公司净利润 (%)	36.1	-44.6	20.3	23.2	26.7
获利能力					
毛利率 (%)	34.3	34.0	34.4	35.4	36.4
净利率 (%)	16.8	11.0	11.0	11.0	11.2
ROE (%)	11.9	4.9	5.6	6.6	7.8
ROIC (%)	8.4	4.3	4.1	4.4	4.9
偿债能力					
资产负债率 (%)	60.4	55.2	59.7	61.4	64.6
净负债比率 (%)	20.1	14.7	15.9	17.3	17.4
流动比率	1.3	1.3	1.2	1.3	1.3
速动比率	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.2	0.2	0.2	0.3
应收账款周转率	1.2	1.0	1.1	1.1	1.1
应付账款周转率	0.8	0.6	0.6	0.6	0.6
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.57	0.32	0.38	0.47	0.60
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.24	-0.39	0.34	0.37	0.53
每股净资产 (最新摊薄)	4.76	6.40	6.73	7.12	7.64
估值比率					
P/E	18.7	33.7	28.0	22.7	17.9
P/B	2.2	1.7	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	14.5	21.5	21.1	17.1	13.7

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

1. 公司概况：实力雄厚的生态民营成长劲旅.....	5
1.1. 公司简介：产业链布局完善的华东生态园林龙头.....	5
1.2. 财务概况：行业低谷期减速求稳，盈利能力处于行业较高水平.....	6
1.3. 在手订单饱满，未来增长动力充足.....	7
2. 行业分析：生态园林供需、融资双改善，行业预期现拐点.....	9
2.1. 供给端：经历前期洗牌，生态园林行业供给已大幅收缩.....	9
2.2. 需求端：生态园林建设需求持续增长，政策加大投资力度.....	9
2.3. 行业信用环境已有改善，再融资松绑助力资产负债表修复.....	11
3. 竞争优势：国家战略区域布局完善，矿山修复实力领先.....	12
3.1. 国家战略区域业务布局完善，助力公司抢占发展先机.....	12
3.2. 业内领先的矿山修复及土地整理技术.....	14
4. 未来增长点：具备稳健扩张能力，创新驱动未来成长.....	15
4.1. 资产负债表状态良好，具备一定扩张空间.....	15
4.2. 绿之源：创新矿山修复商业模式.....	16
4.3. 木趣：园林绿化废弃物高效资源化利用前景广阔.....	17
5. 投资建议及盈利预测.....	19
6. 风险提示.....	20

图表目录

图表 1: 公司历史沿革.....	5
图表 2: 公司股权结构图.....	5
图表 3: 公司历年营业收入及增速.....	6
图表 4: 公司历年归母净利润及增速.....	6
图表 5: 公司历年毛利率及同业对比.....	6
图表 6: 公司历年净利率及同业对比.....	6
图表 7: 公司历年期间费用率及同业对比.....	7
图表 8: 公司历年新签非框架式协议订单及营收规模.....	7
图表 9: 公司上市以来公告的订单列表.....	8
图表 10: 近两年来生态园林公司股权转让事项汇总.....	9
图表 11: 生态保护和环境治理业固定资产投资完成额及增速.....	10
图表 12: 全国公共财政支出:节能环保及同比增速.....	10
图表 13: 新增专项债中投入至生态环保领域的规模及占比.....	10
图表 14: 2013-2019 年生态环保信用债年度发行规模及同比增速.....	11
图表 15: 公用事业及建筑装饰产业债信用利差走势图 (BP).....	11
图表 16: 三大城市群对于生态保护的规划描述.....	13
图表 17: 公司业务布局区域图示.....	14
图表 18: 绿之源企业资质.....	15
图表 19: 园林个股资产负债率.....	15
图表 20: 园林个股有息资产负债率.....	16
图表 21: 上海地区碎石价格走势.....	16
图表 22: 100 大中城市工业用地供应土地挂牌均价历年走势.....	17

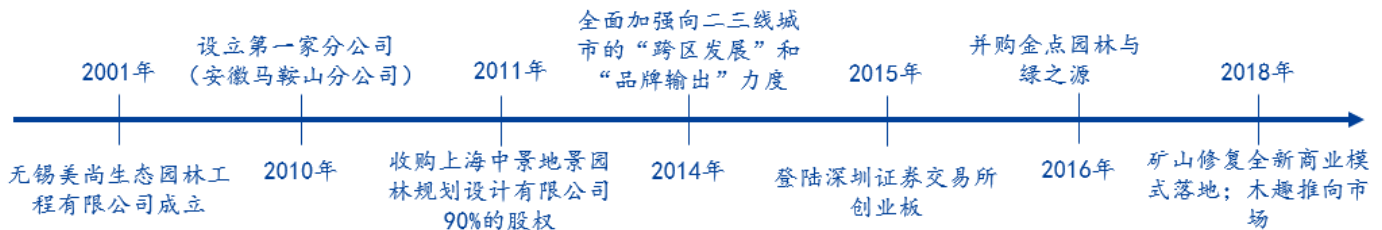
图表 23: 公司木趣 (Mulch)	17
图表 24: 木趣的作用原理	18
图表 25: 木趣同类产品对比	18
图表 26: 公司营收拆分预测表	19
图表 27: 公司毛利率拆分预测表	19
图表 28: 可比 A 股建筑公司估值表	20

1. 公司概况：实力雄厚的生态民营成长劲旅

1.1. 公司简介：产业链布局完善的华东生态园林龙头

公司于 2001 年成立于江苏无锡，主营业务涵盖生态修复、生态文旅、生态产品三大领域。目前已形成集策划、规划、设计、研发、融资、建设、生产、招商以及旅游运营为一体的完整产业链。2015 年公司登陆深圳证券交易所创业板。2016 年公司实现并购金点园林与绿之源，将主营业务从市政园林拓展至地产园林，并获风景园林工程设计专项甲级资质。2017 年公司推出“三大全新产品”——“木趣、生态花海、矿山（边坡）树木生态修复体系”，进一步强化竞争优势。2018 年公司充分发挥与全资子公司绿之源在生态修复业务上的协同效应与业务优势，创新商业合作模式，大型矿山修复项目莒县矿山生态治理修复工程第一批项目顺利落地。同时公司研发的木趣有机覆盖实现销往国内 28 余省，50 余城市。

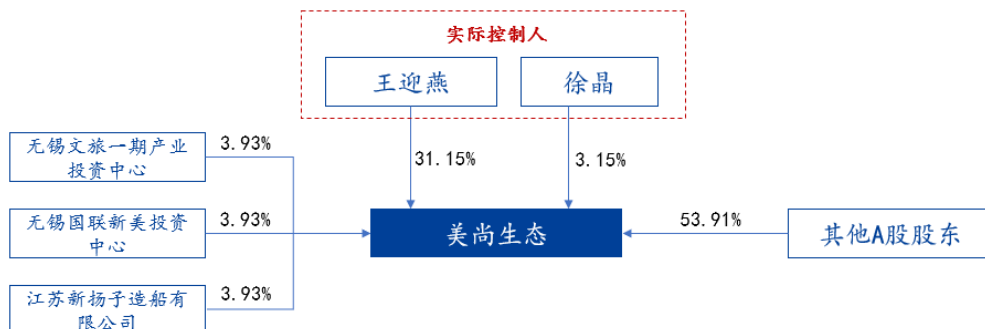
图表 1：公司历史沿革



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

公司实际控制人为王迎燕、徐晶夫妇，分别持股公司 31.15%、3.15%股份；无锡文旅一期产业投资中心（有限合伙）、无锡国联新美投资中心（有限合伙）、江苏新扬子造船有限公司共 3 名股东为公司 2019 年初定增对象，与上市公司无关联关系，定增总额约 9.3 亿元，主要用于陈巴尔虎旗中国草原产业集聚区 PPP 项目、泸州学士山市政道路及公园绿化旅游建设 EPC 项目、罗江县 2017 年城乡设施提升改善工程项目和园林绿色废弃物生态循环利用设备购置项目。

图表 2：公司股权结构图



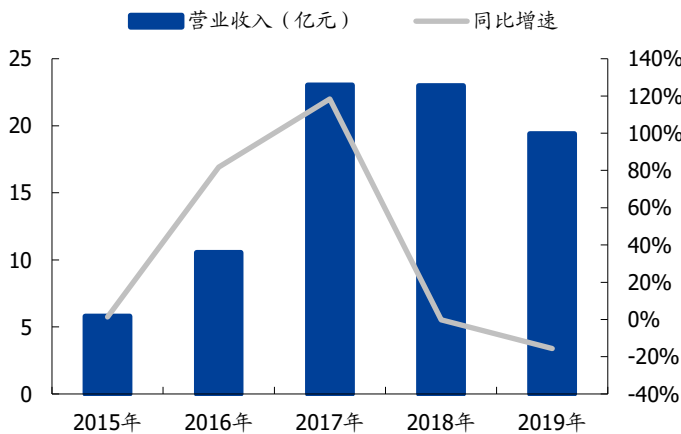
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

1.2. 财务概况：行业低谷期减速求稳，盈利能力处于行业较高水平

调结构、控风险，2019年公司营收业绩阶段性下滑。公司2019年实现营收19.4亿元，同降16%；实现归母净利润2.1亿元，同降46%。2019年，面对国内经济环境和行业环境的变化，公司对整体的经营战略进行了调整，将业务区域聚焦长江经济带、京沪沿线及长三角城市群、成渝城市群等国家重要战略区域，严格控制大型垫资项目规模，业务承接有所放缓，在为未来有质量的发展奠定基础的基础上，营收规模也因此有所下滑。此外，公司对金点园林的业务结构和管理架构进行梳理和调整，严格控制地产园林景观项目规模，受此影响公司对金点园林产生的商誉计提减值准备5000万元，公司业绩较去年同期有所下降。若剔除掉商誉减值及业绩补偿对相关年度的影响后，2019年公司实现归属于上市公司股东的净利润较去年同期下降30%。

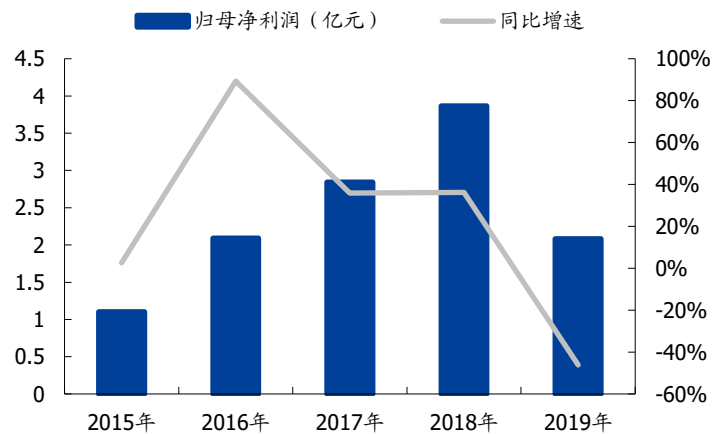
费用率低，利润率明显高于同行。公司拥有专业化的服务和科学的风控体系，可以有效保障项目承接的数量和质量，在此基础上，公司通过施工阶段标准化程序化管理、精细化互联网+管理、供应链采购招投标管理等方式，不断提升管理效率，降低成本。相比于园林行业可比公司，公司历年来毛利率、净利率均高于同行平均值，且期间费用率明显低于同行平均值。

图表3：公司历年营业收入及增速



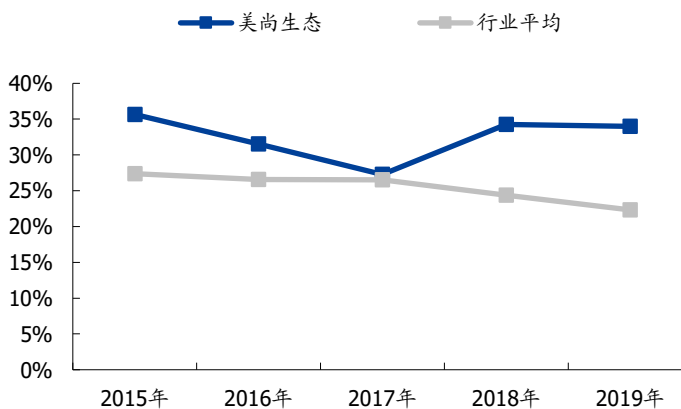
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表4：公司历年归母净利润及增速



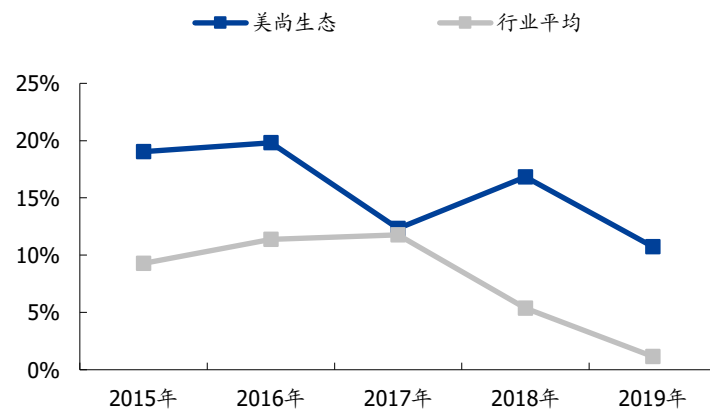
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表5：公司历年毛利率及同业对比



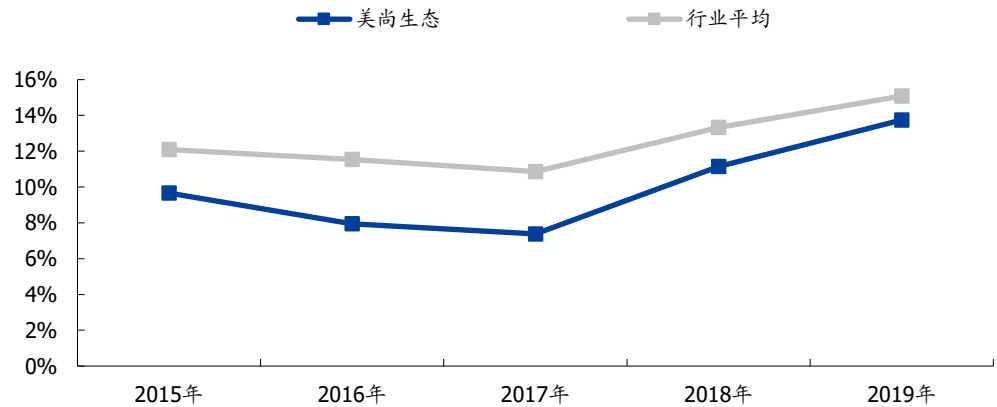
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表6：公司历年净利率及同业对比



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 7: 公司历年期间费用率及同业对比



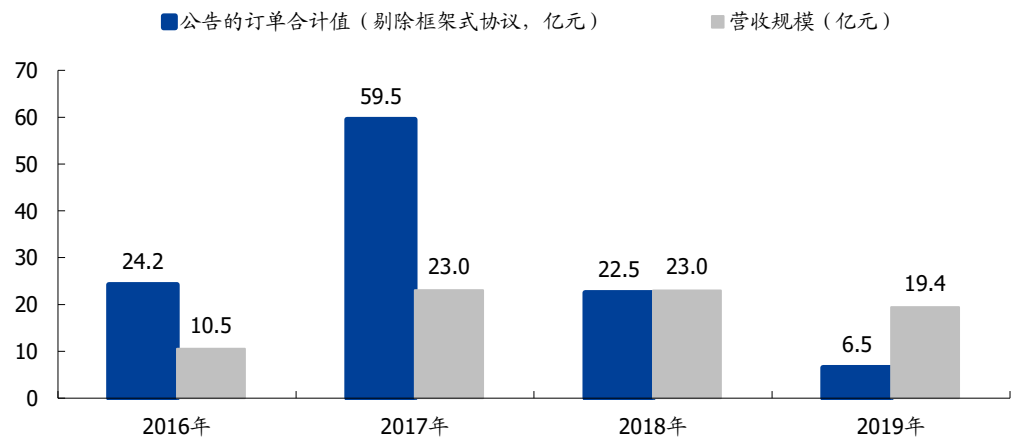
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

1.3. 在手订单饱满，未来增长动力充足

公司自 2015 年底上市以来共公告中标订单 203.1 亿元，剔除框架式协议的订单共 118.2 亿元，其中 2016-2019 年分别新签 24.2/59.5/22.5/6.5 亿元，合计 112.7 亿元。2016-2019 年分别实现营收 10.5/23.0/23.0/19.4 亿元，合计 75.9 亿元。

由此可以估算公司目前在手订单约有 36.8 亿元（112.7-75.9 亿元），是公司 2019 年营收的 1.9 倍，在手充裕饱满，未来增长动力充足。

图表 8: 公司历年新签非框架式协议订单及营收规模



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表9: 公司上市以来公告的订单列表

公告日期	项目名称	金额 (亿)	是否 PPP	是否 框架	是否入 PPP库
2015/12/31	怀远县城市生态园林景观工程(一期)PPP项目	0.89	是		
2016/3/8	PACKAGED1-CONSTRUCTIONAGREEMENT	7.84			
2016/4/15	汇川大道景观提升改造工程施工	2.31			
2016/7/22	无锡古庄生态农业科技园PPP项目	12.09	是		是
2016/7/23	十二盆山体公园组团项目	1.20			
2016/7/23	玉溪河河道治理及景观步道项目	0.80			
2017/2/22	与华夏幸福签订的《战略合作框架协议》	16.31		是	
2017/3/16	云南省昌宁县勐波罗河治理及柯卡连接公路项目投资建设合作框架协议	17.57	是	是	
2017/4/24	磴口县黄河风情特色小镇、窰浑古城文化旅游项目PPP合作框架协议	12.00	是	是	
2017/5/17	河南省武陟妙乐国际禅养小镇一期项目PPP合作框架协议	9.00	是	是	
2017/6/8	秦皇岛昌黎产业小镇项目园林景观工程第一标段施工合同	1.18			
2017/6/26	昌宁县勐波罗河治理及柯卡连接道路政府和社会资本合作项目	15.94	是		是
2017/10/9	联合体中标陈巴尔虎旗中国草原产业集聚区(PPP)项目	8.56	是		是
2017/10/9	联合体中标额敏县城市道路双修工程项目(PPP)	3.53	是		
2017/10/23	泸州学士山市政道路及公园绿化旅游建设项目	12.44			
2017/11/9	磴口县黄河风情特色小镇PPP项目社会资本方	6.00	是		是
2017/11/27	联合体中标罗江县2017年城乡设施提升改善工程融资+EPC总承包项目(第二次)	4.30			
2017/12/26	陈巴尔虎旗中国草原产业集聚区项目EPC总承包	7.51			
2018/1/4	联合体中标陈巴尔虎旗中国草原产业集聚区项目EPC总承包	7.51			
2018/2/22	滁州市南谯区部分全域旅游资源综合开发建设合作框架协议	20.00		是	
2018/4/10	贵州省贵定阳宝山遗址公园暨旅游文化度假区PPP项目战略合作框架协议	10.00	是	是	
2018/4/18	莒县矿山生态治理修复工程第一批项目投融资、设计、施工一体化招标	3.29			
2018/5/2	罗江区2017年城乡设施提升改善工程融资+EPC总承包项目	4.29			
2018/7/25	莒县矿山生态治理修复工程第一批项目投融资、设计、施工一体化总承包合同	3.29			
2018/9/12	联合体中标泉水湖湿地公园项目(A区)、羊横四线西延线(二标段)道路建设工程勘察-设计-施工总承包	4.10			
2019/3/17	机场大道两侧景观带(江海大道~金通三大道)施工图优化设计、施工总承包工程	1.27			
2019/7/29	物流园学堂堡立交至中心站沿线景观提升项目	1.20			
2019/9/11	联合体中标莒县第三批矿山生态治理修复工程投资、设计、施工一体化项目	1.60			
2019/11/7	淮安市内环高架绿化项目施工二标段	1.05			
2019/12/23	联合体中标大英县蓬莱公园景观改造提升项目和大英县环城西路(一期)项目	1.37			
2020/1/17	联合体中标安徽蒙城北淝河国家湿地公园建设PPP项目	2.42	是		是
2020/4/7	联合体预中标淮北市烈山区泉山(大山头)治理区综合整治项目总承包(EPC)	2.20			

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2. 行业分析：生态园林供需、融资双改善，行业预期现拐点

2.1. 供给端：经历前期洗牌，生态园林行业供给已大幅收缩

经历 2017 年以来地方政府去杠杆、2018 年民营园林企业信用收缩、2019 年龙头园林企业控股权接连转让，生态园林行业供给侧已大幅收缩，行业供需环境趋于改善。控股权易位的昔日龙头未来仍需面临国资控股与原民营团队之间的治理磨合问题以及相当长一段时间内资产负债表进一步收缩修复问题；剩余上市公司在前车之鉴下接单趋于保守，资金匮乏、负债率高的企业未来亦难以参与新的竞争，唯有过往注重控制资产负债表质量稳健经营、资金仍然充裕的企业将是未来市场的主导者。

图表 10：近两年来生态园林公司股权转让事项汇总

时间	园林公司	合计转让股权	转让对象	背景	目前实控人
2018Q4、2019Q3	东方园林	10.00%	北京市盈润汇民基金管理中心、北京朝汇鑫企业管理有限公司	国资	北京市国资委
2018Q2、2018Q4	铁汉生态	10.00%	深圳市投资控股有限公司	国资	刘水
2019Q1	棕榈股份	18.18%	河南省豫资保障房管理运营有限公司、南京栖霞建设股份有限公司	国资	河南省财政厅
2019Q1	蒙草生态	5.59%	内蒙古金融资产管理有限公司	国资	王召明
2019Q2	美晨生态	26.86%	潍坊市城市建设发展投资集团有限公司、诸城市经济开发投资公司	国资	潍坊市国资委
2018Q3	丽鹏股份	11.00%	苏州睿畅投资管理有限公司	民营	钱建蓉

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

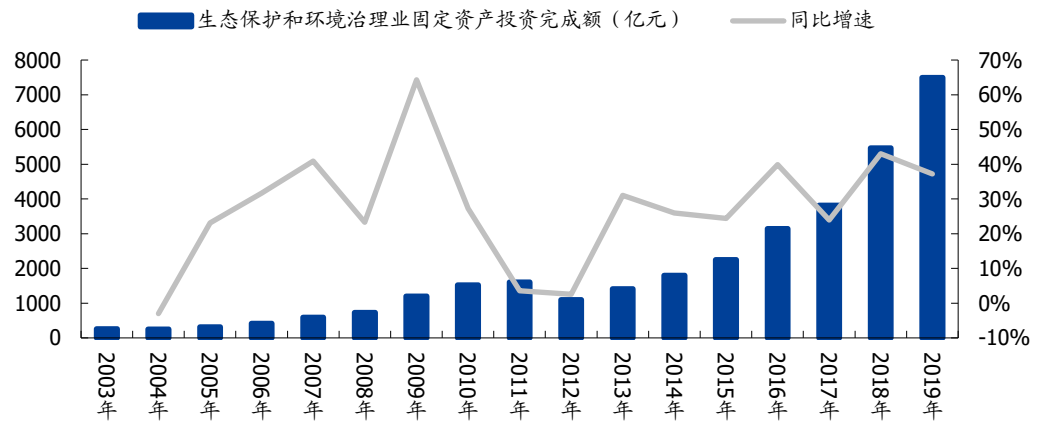
2.2. 需求端：生态园林建设需求持续增长，政策加大投资力度

生态园林需求长期存在，行业持续快速增长。生态治理环境建设是未来中国高质量发展的前置要求，园林绿化、水生态治理、矿山治理、湿地建设等需求将长期存在。2019 年全国生态保护和环境治理业固定资产投资完成额达 7499 亿元，同比快速增长 37%，生态行业需求保持较快增长。

财政资源有望持续向生态环保领域倾斜。2019 年全国节能环保公共财政支出额达 7444 亿元，同增 18%，较上年提升 6.1 个 pct，财政投入力度持续加大。近期财政部部长刘昆在《求是》杂志上发文表示“我国生态文明建设正处于压力叠加、负重前行的关键期，环境治理和保护仍需持续加力，要集中资金加大生态保护修复工程建设”，突显政策对于生态环保建设的高度重视，我们预计未来财政资源有望进一步向生态环保领域倾斜。

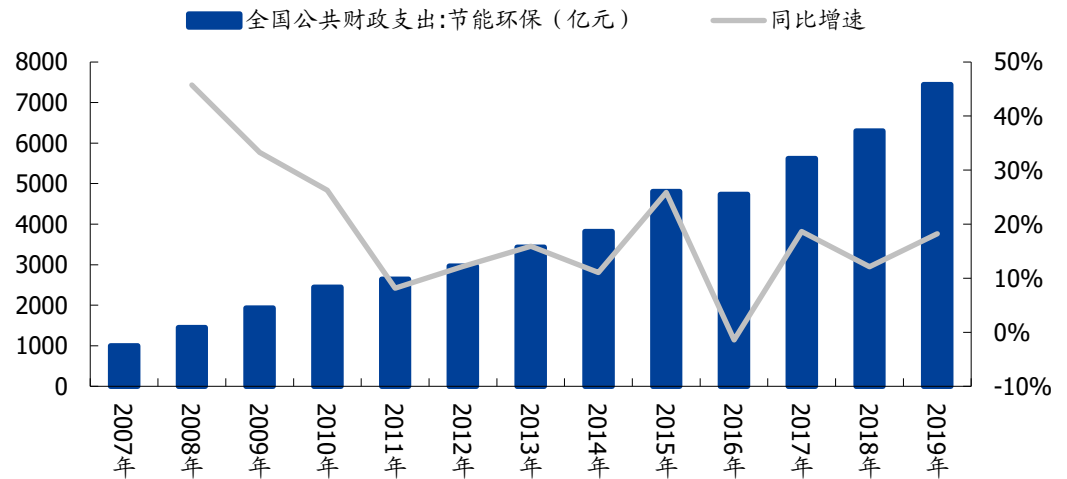
2020 年初专项债发行大幅增长叠加信贷支持，促行业短期需求改善。2020 年初专项债发行大幅增长（已发行或披露具体发行计划新增专项债合计规模约 1.12 亿元），其中流向生态领域比例达 7.9%，占比较 2019 年全年大幅提升 5.4pct，且专项债作资本金项目比例亦较去年明显提高，专项债有望为生态园林项目提供增长动力和支付保障；此外，信贷扩张对生态及基建项目亦是重要助推动力。

图表 11: 生态保护和环境治理业固定资产投资完成额及增速



资料来源: 国家统计局, Wind, 国盛证券研究所

图表 12: 全国公共财政支出:节能环保及同比增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 13: 新增专项债中投入至生态环保领域的规模及占比

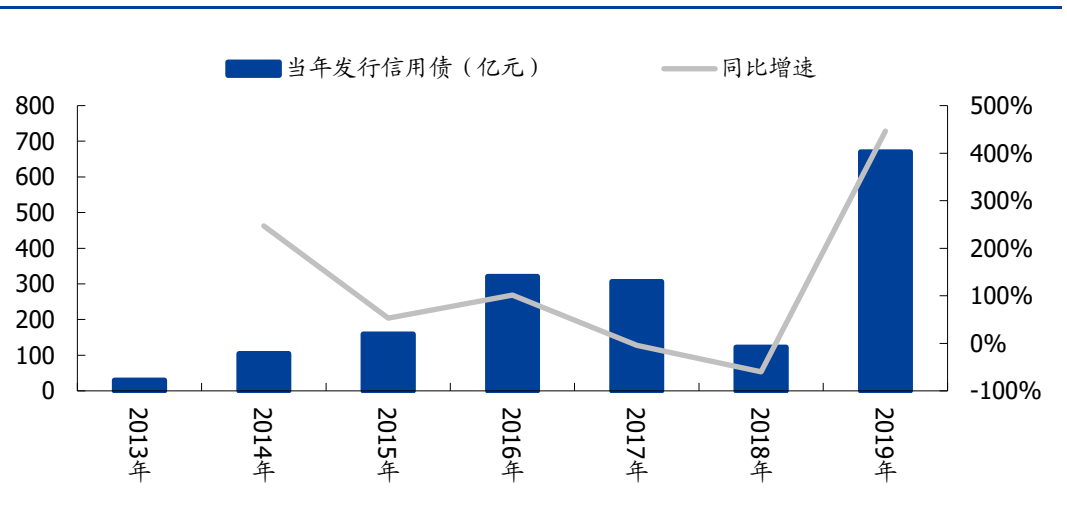
年份	新增专项债规模 (亿元)	投入至生态环保领域规模 (亿元)	占比
2017年	8000	100	1.25%
2018年	13500	176	1.31%
2019年	21500	546	2.54%
2020年至今	22321	1771	7.94%

资料来源: Wind, 财政部, 国盛证券研究所

2.3. 行业信用环境已有改善，再融资松绑助力资产负债表修复

生态环保行业信用环境已有改善，融资便利性明显提升。2018年下半年以来，政策积极开展民企纾困，同时国资入股行业公司提供增信，生态环保行业信用环境有所改善。2019年生态环保信用债发行总额达670亿，同比大幅增长446%，信用环境持续改善。此外，根据Wind统计，建筑装饰产业债信用利差算术平均值已分别由2018年的最高值190BP下降至目前的91BP，行业公司融资便利性明显提升、融资成本显著下降。

图表 14: 2013-2019 年生态环保信用债年度发行规模及同比增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 15: 公用事业及建筑装饰产业债信用利差走势图 (BP)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

再融资大幅松绑加快行业公司资产负债表修复。2020年证监会发文调整上市公司再融资制度：**1) 放松定价机制**：非公开发行价格由不得低于定价基准日前20个交易日公司股票均价的9折改为8折；上市公司董事会决议提前确定全部发行对象且为战略投资者等的，定价基准日可以为关于本次非公开发行股票的董事会决议公告日、股东大会决议公告日或者发行期首日。**2) 放松锁定机制**：将非公开发行锁定期由36个月和12个月分别缩短至18个月和6个月，且不适用减持规则的相关限制。**3) 增加定增对象数量**：将非公开发行股票发行对象数量由分别不超过10名和5名，统一调整为不超过35名。**4) 适当延长批文有效期**：将再融资批文有效期从6个月延长至12个月。**5) 降低创业板再融资门槛**：取消创业板非公开发行股票连续2年盈利的条件；取消创业板公开发行股票最近一期末资产负债率高于45%的条件。近期货币政策持续趋松叠加再融资松绑，上市生态园林公司财务成本有望下降、股权再融资便利性提升，资产负债表有望加速修复，未来盈利增长预期有望显著改善。

3. 竞争优势：国家战略区域布局完善，矿山修复实力领先

3.1. 国家战略区域业务布局完善，助力公司抢占发展先机

国家城市群建设规划中均着重强调生态保护。无论是长三角城市群、长江中游城市群还是成渝城市群，其中长期发展规划中均用了较多笔墨重点规划了未来城市群的生态环境建设。如2019年12月印发的《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》中强调“坚持生态保护优先，把保护和修复生态环境摆在重要位置”；2015年4月印发的《长江中游城市群发展规划》中强调“生态优先，永续发展”；2016年4月印发的《成渝城市群发展规划》中强调“培育发展成渝城市群，必须严格保护水土资源，严格控制城市边界无序扩张，严格控制污染物排放，贯彻落实主体功能区制度，切实加强生态保护和环境治理，确保区域生态安全”。这些城市群普遍财政实力较强，在中长期发展规划中对生态保护的重视有望为生态保护行业中长期发展打开空间。

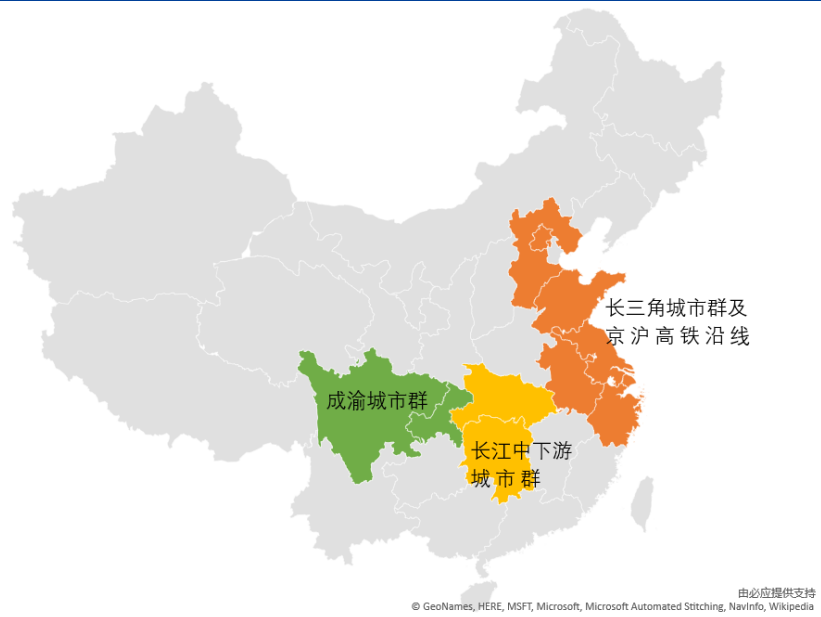
图表 16: 三大城市群对于生态保护的规划描述

地区	发展政策文件	关于生态保护的规划
长三角城市群	2019年12月印发《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》	<p>1、以上海青浦、江苏吴江、浙江嘉善为长三角生态绿色一体化发展示范区(面积约2300平方公里),示范引领长三角地区更高质量一体化发展。</p> <p>2、坚持生态保护优先,把保护和修复生态环境摆在重要位置,加强生态空间共保,推动环境协同治理,夯实绿色发展生态本底,努力建设绿色美丽长三角。</p> <p>3、加快长三角生态绿色一体化发展示范区建设,在严格保护生态环境的前提下,率先探索将生态优势转化为经济社会发展优势、从项目协同走向区域一体化制度创新,打破行政边界,不改变现行的行政隶属关系,实现共商共建共管共享共赢,为长三角生态绿色一体化发展探索路径和提供示范。</p>
长江中游城市群	2015年4月印发《长江中游城市群发展规划》	<p>1、生态优先,永续发展。进一步强化不同区域的主体功能,建立国土空间开发保护制度,控制开发强度,加强开发管控,把生态文明理念全面融入城镇化进程,着力推进绿色发展、循环发展、低碳发展,走“两型”发展道路,形成可持续发展模式。</p> <p>2、建立健全跨区域生态文明建设联动机制,编制实施城市群环境总体规划,严格按照主体功能定位推进生态一体化建设,加强生态环境综合治理,推动城市群绿色发展,形成人与自然和谐发展格局。</p> <p>3、完善生态补偿机制。按照谁开发谁保护、谁受益谁补偿的原则,在森林、湿地、流域水资源和矿产资源等领域,探索多样化的生态补偿方式。</p>
成渝城市群	2016年4月印发《成渝城市群发展规划》	<p>1、生态文明,绿色发展。将绿色城镇化理念全面融入城市群建设,尊重自然格局,依托现有山水脉络等优化城市空间布局形态,节约集约利用土地、水、能源等资源,构建绿色化的生产生活方式和城市建设运营模式,推进生态共保环境共治,共守长江上游生态安全,推动绿色永续发展。</p> <p>2、美丽中国的先行区。推进生态文明建设,优化国土开发空间,构建生态安全格局,打造长江上游生态屏障。依托江河湖泊丰富多样的生态要素,发挥历史文化遗存和风景资源丰富、山水聚落独特的优势,建设显山露水、透绿见蓝的区域开敞空间,建设有历史记忆、文化脉络、地域风貌、民族特点的美丽城市,形成城在绿中、道在林中、房在园中、人在景中的山水城市群。</p> <p>3、培育发展成渝城市群,必须严格保护水土资源,严格控制城市边界无序扩张,严格控制污染物排放,贯彻落实主体功能区制度,切实加强生态保护和环境治理,确保区域生态安全。</p>

资料来源:政府公开文件整理,国盛证券研究所

公司聚焦核心区域,深度融入长三角一体化发展及长江经济带发展国家战略。2019年开始,公司将业务继续聚焦经济发达地区,紧紧抓住国家强力推动长三角一体化发展战略及长江经济带发展战略的机遇,积极战略布局长江经济带和京沪沿线的“双轴线”以及长三角城市群、长江中游城市群及成渝城市群“三区域”,进一步提升项目质量,促进公司的健康高质量发展。其中西南成渝地区是近年来的业务重点,公司对子公司金点园林制定了“回家”战略,即回到成渝地区重点拓展业务。成渝城市群是“一带一路”和“陆海新通道”建设的交汇点,是推动长江经济带协同发展的重要战略支撑,也是国家推进新型城镇化建设的重要示范区,有着重要的发展机遇、承载着重要的使命担当。顺应成渝地区的发展机遇,金点园林主动收紧业务战线,将业务重心回归成渝地区,以成渝城市群为中心向长江中游地区辐射,充分发挥本区域优势,并与总公司重点拓展的华东地区形成了环长三角区业务布局战略上的“首尾”呼应,协同推动长江经济带的业务发展,保障业务在未来的快速增长。

图表 17: 公司业务布局区域图示



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.2. 业内领先的矿山修复及土地整理技术

绿之源深耕矿山修复与土地整理领域。公司全资子公司绿之源专业从事矿山修复及土地整理细分领域的技术研究及工程治理, 为国家级高新技术企业, 并与甘肃有色工程勘察设计研究院、中国地质大学(武汉)共建了自然资源部“高寒干旱区矿山地质环境修复工程技术创新中心”。多年来, 绿之源联合北京林业大学、清华大学、中国科学院、浙江大学等多所高校的行业科研院所, 重点针对裸露边坡修复的技术难点, 开展了科学研究与技术攻关, 开发了 PMS 植生基材喷射技术、生态棒绿化技术、绿化棚架技术等专用技术和产品, 拥有 26 项国家专利, 并承担国家科技部、北京市科委等组织的多项相关科研项目, “裸露坡面植被恢复综合技术研究”曾获得国家科学技术进步二等奖及北京市科学技术进步一等奖, 建立了领先的矿山修复及土地整理技术体系。

2019 年获地质灾害防治单位甲级资质(施工), 可承揽大、中、小型地质灾害治理工程的施工业务。根据自然资源部发布的 2019 年第一批地质灾害防治单位甲级资质审查结果, 绿之源已通过地质灾害防治单位甲级资质(施工)审查(新设), 该资质可承揽大、中、小型地质灾害治理工程的施工业务。同时, 由于地质灾害治理工程的项目规模一般并不大, 而同业央企竞争意愿不足, 因此该资质的获取有助于公司进一步提高其业务承揽能力, 扩大市场占有率, 促进公司生态修复业务的多元化发展, 增强公司生态修复全产业链竞争优势, 不断提升公司核心竞争力及盈利能力。

图表 18: 绿之源企业资质



- 国家高新技术企业
- 地质灾害治理工程（施工）甲级
- 地质灾害治理工程（设计）乙级
- 环境污染治理工程（施工）甲级
- 环境污染治理工程（设计）甲级
- 古建筑工程专业承包三级
- 质量、环境、职业健康安全管理体系认证
- 自然资源部矿山地质环境修复工程技术创新中心

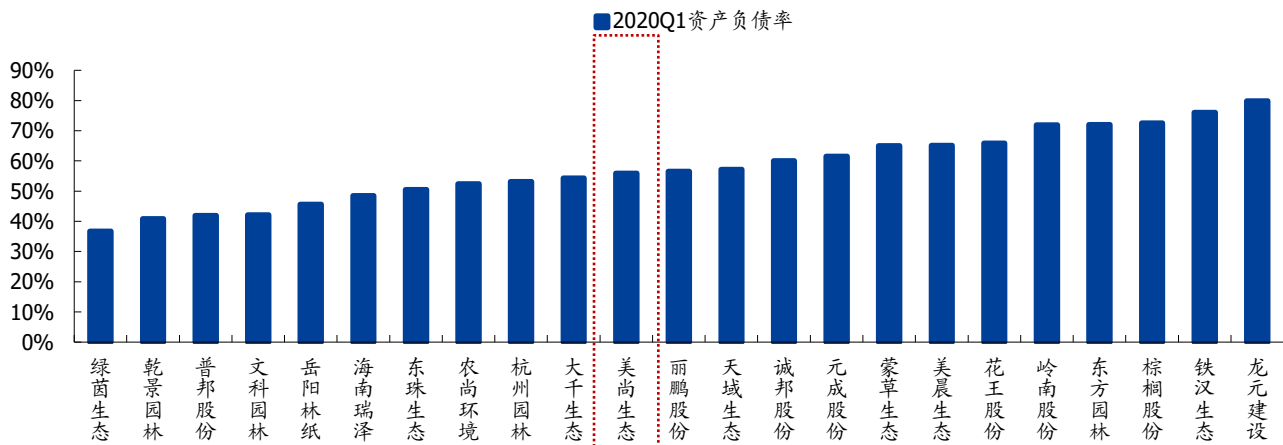
资料来源：公司官网，国盛证券研究所

4. 未来增长点：具备稳健扩张能力，创新驱动未来成长

4.1. 资产负债表状态良好，具备一定扩张空间

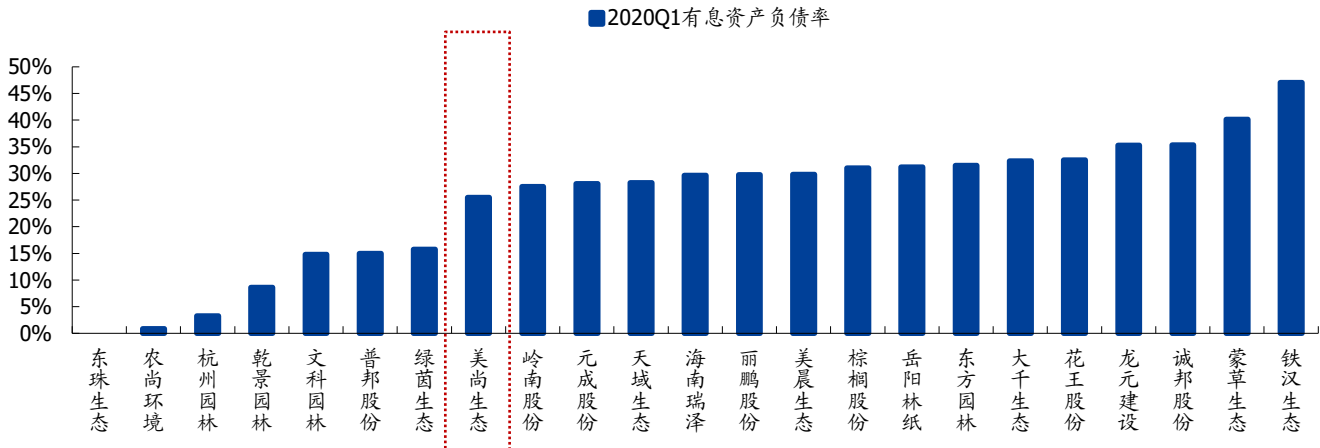
截至 2020 年 Q1 末，公司资产负债率/有息资产负债率仅 56%/26%，在上市园林公司中处中游水平，财务运行较为稳健，资产负债表具备一定扩张空间。

图表 19: 园林个股资产负债率



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 20: 园林个股有息资产负债率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

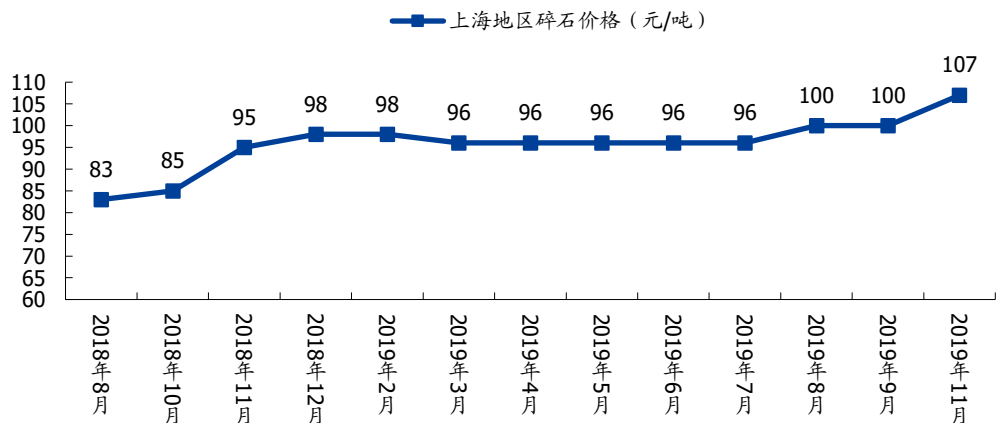
4.2. 绿之源: 创新矿山修复商业模式

绿之源专业从事矿山修复及土地整理细分领域的技术研究及工程治理, 是国家级高新技术企业。2019年绿之源获得了较为稀缺的地质灾害治理工程施工甲级资质, 已在矿山修复细分领域占有先机, 并在生态修复行业形成差异化竞争力。

矿山修复项目一改园林行业前期垫付大量资金的传统缺陷, 其主要的资金来源是整治过程中产生的尾料合法处置收益、废弃矿坑修复完成后形成的占补平衡指标通过市场化运作取得的收益及新增的土地指标。

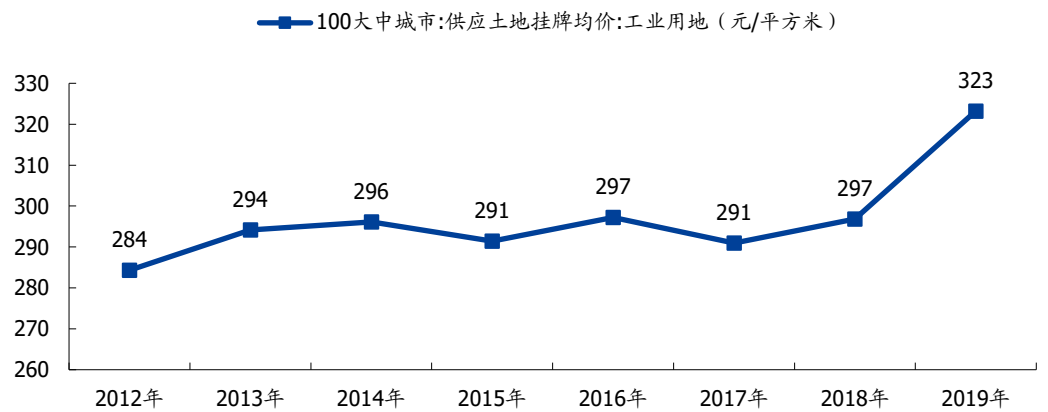
当前石料市场景气度较高, 2019年末上海地区碎石价格已上涨至107元/吨; 且土地指标市场价格也较为可观, 2019年100大中城市工业用地供应土地挂牌均价为323元/平方米, 约21.5万元/亩。这些收益能够一定程度上覆盖项目推进, 缓解地方融资难题, 明确回款来源, 在项目实施过程中即可产生回款, 有望一定程度上改善公司现金流状况。

图表 21: 上海地区碎石价格走势



资料来源: 中国砂石骨料网, 国盛证券研究所

图表 22: 100 大中城市工业用地供应土地挂牌均价历年走势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

4.3. 木趣: 园林绿化废弃物高效资源化利用前景广阔

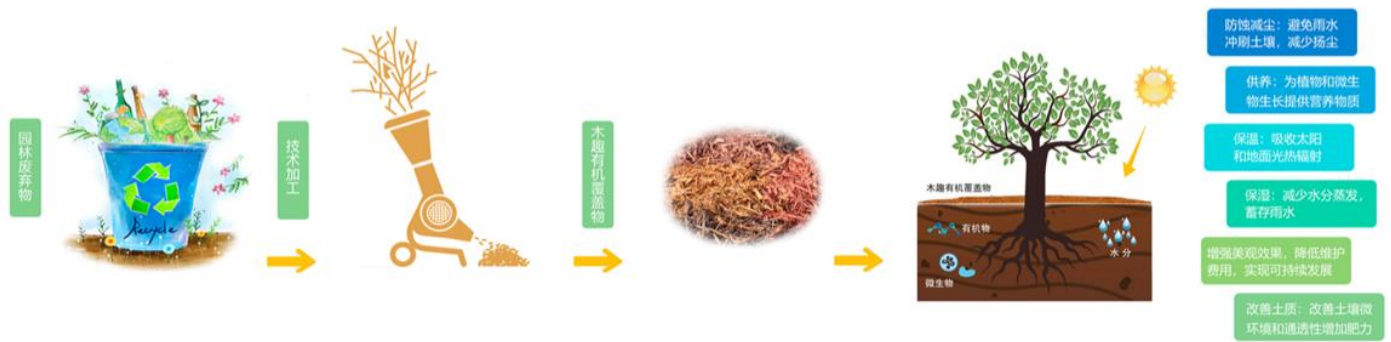
公司已具备国际水平的园林绿化废弃物高效资源化利用工程技术。从解决城市园林废弃物的痛点出发, 结合生态环保发展和市场需求变化, 通过多年自主研发, 公司 2017 年推出创新生态产品——木趣有机覆盖物 (Mulch)。它主要取材自园林绿化等有机废弃物, 经过再循环利用及相关技术处理后研制而成, 被誉为“城市吸尘器”, 具有调节土壤理化性质、增加土壤肥力、保持土壤水分、调节温度、抑制杂草、减少扬尘、美化城市、治理 PM2.5 等作用, 为城市园林废弃物的处理提供了解决方案。公司的木趣产品以其特有的技术优势, 在生态功能、环保功能、景观功能和经济功能等方面均处于同行业领先水平, 在国内具有较强的市场竞争力。

图表 23: 公司木趣 (Mulch)



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 24: 木趣的作用原理



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 25: 木趣同类产品对比

类型	有机含量	再生性	保温性	保水性	颜色
木趣覆盖物	高	可再生	保温性	优异	丰富
泥炭土	高	不可再生	不保温	良好	单一
陶粒	低	可再生	不保温	良好	单一
砾石	低	可再生	不保温	一般	单一

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

资金、技术及销售渠道优势助力木趣推向市场。公司作为生态景观建设上市公司, 有机覆盖物的上游企业, 更容易发挥推广应用的联动效应, 能将木趣运用到大的工程项目中。并且, 公司一直在与各地园林绿化等相关部门协商合作事宜, 解决木趣产品原材料的同时, 真正为解决城市绿化废弃物作出贡献。此外, 公司还发展了全国经销商体系, 木趣有机覆盖物的淘宝企业店铺也如期营业, 木趣有机覆盖物的大众认知度正在逐渐步入正轨。

对标海外市场, 有机覆盖物市场空间广阔。根据前瞻产业研究院统计, 从美国有机覆盖物行业发展规模来看, 美国已成为全球最大的有机覆盖物生产和应用市场, 并仍然在以超过 10% 以上的速度快速增长。2017 年, 美国有机覆盖物行业产值规模超过 150 亿美元, 约占全球有机覆盖物产值规模的 34%; 欧洲有机覆盖物产值规模达 136 亿美元左右, 是仅次于美国的第二大有机覆盖物市场。从现阶段国内有机覆盖物行业的市场需求情况看, 国内本行业的普及率不足 5%。但是, 随着有机覆盖物在国内的推广应用及市场普及率的提升, 国内有机覆盖物的市场需求空间将达 254 亿元¹。

¹ 2019 年 11 月 15 日公司公告

5. 投资建议及盈利预测

2019年面对国内宏观经济和行业环境的变化，公司对整体的经营战略进行了调整，将业务聚焦长江经济带、京沪沿线及长三角城市群、成渝城市群等国家重要战略区域，严格控制大型垫资项目规模，业务承接有所放缓，因此营收与业绩增速有所下滑。

我们预测公司生态修复与重构业务未来2020-2022年营收增速分别为20%/22%/23%；预测公司生态文旅业务3年增速分别为22%/24%/26%。在此基础上，预测公司3年整体营收增速分别为21%/23%/24%。

图表 26: 公司营收拆分预测表

业务板块 (亿元)	2017年	2018年	2019年	2020E	2021E	2022E
生态修复与重构	9.6	12.1	12.1	14.5	17.7	21.8
增长率	46.3%	25.9%	0.2%	20.0%	22.0%	23.0%
生态文旅		10.2	6.8	8.3	10.3	13.0
增长率			-33.1%	22.0%	24.0%	26.0%
其他业务	13.4	0.7	0.5	0.6	0.8	1.0
增长率	237.4%	-94.8%	-27.1%	23.0%	25.0%	26.0%
合计	23.0	23.0	19.5	23.5	28.8	35.8
增长率	16.8%	15.1%	-15.4%	20.8%	22.8%	24.2%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 27: 公司毛利率拆分预测表

业务板块	2017年	2018年	2019年	2020E	2021E	2022E
生态修复与重构	29.1%	34.3%	34.2%	35.0%	36.0%	37.0%
生态文旅		33.5%	32.4%	33.0%	34.0%	35.0%
其他业务		45.7%	51.0%	40.0%	40.0%	40.0%
合计	27.3%	34.3%	34.0%	34.4%	35.4%	36.4%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

根据公司当前在手订单与经营趋势，预测20/21/22年公司归母净利润为2.6/3.2/4.0亿元，EPS0.38/0.47/0.60元，当前股价对应PE为28/23/18倍，考虑到公司未来成长潜力与木趣产品前景较好，首次覆盖给予“增持”评级。

图表 28: 可比 A 股建筑公司估值表

股票简称	股价 (元)	EPS (元)				PE				PB
		2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E	
美尚生态	10.70	0.32	0.38	0.47	0.60	33.7	28.0	22.7	17.9	1.79
东方园林	4.81	0.02	0.39	0.51	0.57	248.9	12.5	9.4	8.5	1.06
东珠生态	16.86	1.13	1.54	1.98	2.48	14.9	11.0	8.5	6.8	1.85
绿茵生态	12.64	0.67	0.87	1.08	1.33	18.9	14.6	11.7	9.5	2.07
岭南股份	4.29	0.21	0.30	0.34	0.36	20.1	14.4	12.7	11.8	1.44
龙元建设	8.69	0.67	0.73	0.80	0.89	13.0	12.0	10.9	9.8	1.23
均值						--	15.5	12.7	10.8	1.57

资料来源: Wind, 国盛证券研究所, 股价为 2020 年 6 月 23 日收盘价

6. 风险提示

行业政策风险、应收账款风险、信用环境收紧风险等。

行业政策风险

如若 PPP 政策、融资政策、地方债务规范政策超预期收紧, 则可能导致公司所处生态园林行业政策环境显著变化。

应收账款风险

生态园林公司应收账款较多, 虽然公司资产负债表健康, 但仍然需要关注公司收款风险。

企业信用风险

生态园林行业为资金密集型行业, 如若信用环境超预期收紧, 则可能导致公司未来扩张放缓。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com