

公司研究/公告点评

2019年07月30日

建筑/建筑装饰 II

投资评级：买入（维持评级）

当前价格(元): 13.01  
合理价格区间(元): 14.63~15.40

**黄骥** 执业证书编号: S0570516030001  
研究员 021-28972066  
huangji@htsc.com

**鲍荣富** 执业证书编号: S0570515120002  
研究员 021-28972085  
baorongfu@htsc.com

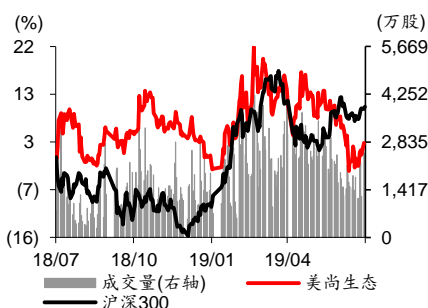
**方晏荷** 执业证书编号: S0570517080007  
研究员 0755-22660892  
fangyanhe@htsc.com

**王涛** 执业证书编号: S0570519040004  
研究员 021-28972059  
wangtao@htsc.com

相关研究

- 1 《美尚生态(300495,买入): 现金流明显改善, 新业务放量可期》2019.04
- 2 《美尚生态(300495,买入): 完成定增, 三大业务布局初现成效》2019.03
- 3 《美尚生态(300495,买入): 盈利能力提升, 新业务值得期待》2018.10

一年内股价走势图



资料来源: Wind

## 拟引入战投中盈基金, 协同效应凸显 美尚生态(300495)

### 中盈基金拟受让实控人近 10% 股权, 强强联合

公司 7 月 29 日晚公告, 公司实控人之一的王迎燕与副总潘乃云拟通过协议转让的方式分别向湖南湘江中盈产业转型升级投资基金转让 6262 万股(占总股本 9.27%) 和 264 万股(占总股本 0.39%)。转让价格为 13.5 元/股, 转让总价为 8.81 亿元。本次转让后, 王迎燕持股 27.86%, 仍为控股股东, 王迎燕和徐晶合计持股 31.01%。中盈基金将持有总股本 9.68%, 成为第二大股东。我们判断公司与湘江集团(中盈基金母公司)在业务上存在较好的协同效应, 有望借助其在湖南省的资源优势, 获得新的利润增长。我们预计公司 19-21 年 EPS 0.77/0.99/1.22 元, 维持“买入”评级。

### 中盈基金实控人湘江集团, 资金实力雄厚, 地理位置优势明显

中盈基金是湖南湘江新区发展集团有限公司旗下资本运作及对外投资平台。湘江集团注册资本 300 亿元, 是长沙市注册资本最大的市属国有企业, 其实控人为长沙市人民政府国有资产监督管理委员会。湘江集团统筹实施四大板块: 片区开发板块、城市运营板块、金融服务板块、产业投资板块。湘江集团拥有得天独厚的资源优势, 其所处的湘江新区处于国家城镇化“两横三纵”战略规划中长江与京哈-京广线结合点, 将成为辐射中西部、连接东南亚的突出部, 是“一带一路”和长江经济带联动发展的重要互通节点。

### 湘江集团与公司业务协同效应较明显

公司目前的三大业务为生态修复、生态文旅、生态产品, 与湘江集团有较好的协同效应。湘江集团片区开发板块中的基础设施建设、土地一二级联动开发与公司的市政/地产景观业务比较契合; 城市旅游运营中的文旅项目和公司公园绿地、生态文旅业务契合; 产业投资中聚焦的文化旅游、能源环保也与公司生态文旅、生态产品契合; 金融投资板块的业务亦可以为公司提供多元化的金融服务、降低融资成本。

### 开拓新兴业务, 严格控制 PPP 体量

作为园林行业的后进入者, 公司在风控方面始终走在行业的前端。公司从 18 年开始采用打分制来筛选 PPP 项目, 未通过风控体系的 PPP 项目一律不得签订。从 15 年至今, 公司实际参与投资建设的 PPP 项目仅有 4 单。18 年, 公司经营性现金流净额由负转正, 达 1.64 亿元, 在园林行业中名列前茅。公司在 18 年大胆开拓新业务, 包括发展矿山修复业务, 研发生产生态产品-木趣。这些业务发展态势良好, 将成为公司利润新的增长点。

### 期待协同效应体现, 业绩稳健增长, 维持“买入”评级

由于融资环境的不断变化, 我们对公司财务费用做了微调, 预计 19-21 年 EPS 0.77/0.99/1.22 元(原归母净利润 5.1/6.53/8.12 亿元)。我们认为公司新业务发展态势良好, 矿山修复和木趣有望贡献可观利润, 现金流情况良好, 参考 19 年可比公司平均 15.99X 的 PE 估值水平, 我们认可给予 19 年 19-20X PE, 对应合理价格区间 14.63-15.4 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 木趣/矿山修复业务不达预期, 和中盈基金的业务协同不达预期。

公司基本资料

总股本(百万股)	674.29
流通 A 股(百万股)	317.89
52 周内股价区间(元)	12.27-15.40
总市值(百万元)	8,773
总资产(百万元)	9,011
每股净资产(元)	6.14

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,304	2,299	2,656	3,089	3,610
+/-%	118.38	(0.21)	15.54	16.30	16.86
归属母公司净利润(百万元)	284.12	386.78	516.04	664.94	822.00
+/-%	35.95	36.13	33.42	28.86	23.62
EPS(元, 最新摊薄)	0.42	0.57	0.77	0.99	1.22
PE(倍)	30.88	22.68	17.00	13.19	10.67

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

## 可比公司估值

图表1: 可比公司估值表

证券代码	证券名称	总市值 当前价格		EPS (元)				PE (X)			
		(亿元)	(元)	2017	2018	2019E	2020E	2017	2018	2019E	2020E
603568.SH	伟明环保	193.91	20.70	0.74	1.08	0.99	1.20	27.97	19.17	20.87	17.26
300137.SZ	先河环保	44.63	8.10	0.55	0.47	0.61	0.75	14.73	17.23	13.35	10.74
300263.SZ	隆华科技	43.46	4.75	0.05	0.15	0.26	0.38	91.00	31.37	18.39	12.62
300422.SZ	博世科	42.13	11.84	0.41	0.66	0.91	1.20	28.88	17.91	13.08	9.85
300335.SZ	迪森股份	22.03	6.07	0.59	0.45	0.45	0.48	10.35	13.49	13.46	12.59
002341.SZ	新纶科技	62.10	5.39	0.34	0.27	0.49	0.68	15.72	19.64	10.98	7.96
603588.SH	高能环境	68.95	10.23	0.30	0.50	0.66	0.85	34.56	20.54	15.56	12.00
600217.SH	中再资环	79.71	5.74	0.16	0.23	0.29	0.35	36.01	25.21	20.03	16.54
601200.SH	上海环境	111.24	12.18	0.72	0.82	0.64	0.77	16.91	14.81	19.07	15.72
300203.SZ	聚光科技	102.31	22.61	1.00	1.33	1.70	2.13	22.61	17.00	13.31	10.63
002672.SZ	东江环保	84.10	10.51	0.55	0.47	0.59	0.73	19.11	22.36	17.77	14.43
	平均									15.99	12.76
300495.SZ	美尚生态	87.73	13.01	0.42	0.57	0.77	0.99	30.88	22.68	17.00	13.19

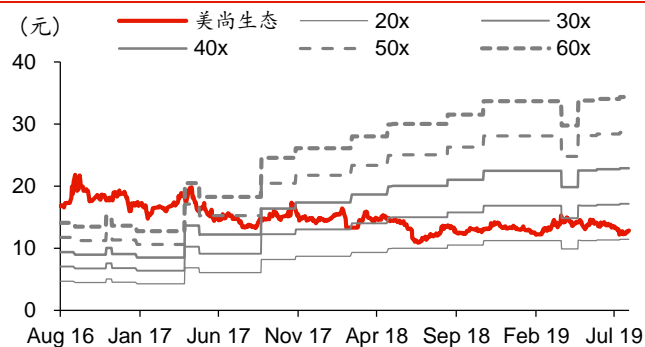
注: 1) 数据截止日 2019年7月30日收盘;

2) 2019/2020年EPS 除美尚生态为华泰研究所预测外, 其余为 Wind 一致预测。

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

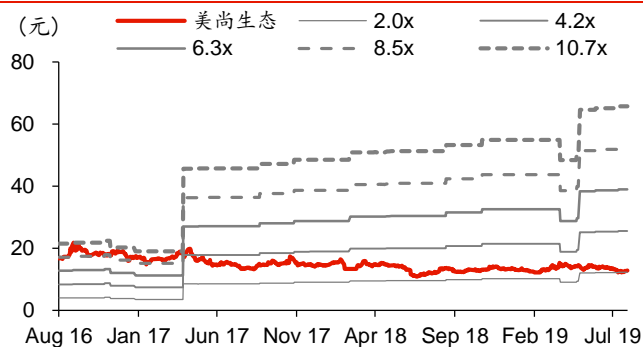
## PE/PB - Bands

图表2: 美尚生态历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表3: 美尚生态历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	4,770	5,032	6,511	7,371	8,637
现金	1,344	1,451	2,436	2,642	3,112
应收账款	1,849	1,789	2,107	2,464	2,896
其他应收账款	119.69	115.66	141.91	161.87	187.93
预付账款	17.71	27.84	30.21	34.89	40.60
存货	1,284	1,475	1,603	1,851	2,155
其他流动资产	154.45	172.72	193.07	216.95	245.67
非流动资产	2,147	3,171	2,924	3,222	2,908
长期投资	0.00	0.00	165.00	220.00	0.00
固定投资	67.38	79.79	101.17	128.61	142.33
无形资产	0.54	0.39	0.39	0.39	0.39
其他非流动资产	2,079	3,091	2,658	2,873	2,765
资产总计	6,917	8,202	9,435	10,593	11,545
流动负债	3,297	3,936	3,691	4,275	4,540
短期借款	969.72	808.81	808.81	808.81	808.81
应付账款	1,522	2,198	1,938	2,496	2,755
其他流动负债	804.94	928.82	944.39	970.18	976.31
非流动负债	722.79	1,016	1,009	999.16	989.16
长期借款	223.79	217.51	217.51	217.51	217.51
其他非流动负债	499.00	798.00	791.65	781.65	771.65
负债合计	4,020	4,952	4,700	5,274	5,529
少数股东权益	1.49	38.96	38.89	38.87	38.80
股本	600.86	600.80	674.29	674.29	674.29
资本公积	1,527	1,533	2,372	2,372	2,372
留存公积	837.36	1,194	1,650	2,234	2,931
归属母公司股东权益	2,896	3,212	4,696	5,280	5,977
负债和股东权益	6,917	8,202	9,435	10,593	11,545

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	(196.38)	163.57	330.52	489.36	503.58
净利润	284.15	386.75	515.97	664.92	821.94
折旧摊销	13.36	14.74	9.45	12.98	16.49
财务费用	39.67	94.41	113.29	97.87	88.75
投资损失	(1.57)	(0.42)	(0.42)	(0.42)	(0.42)
营运资金变动	(677.90)	(517.85)	(311.92)	(333.02)	(475.78)
其他经营现金	145.92	185.93	4.16	47.03	52.61
投资活动现金	(120.81)	(232.15)	(194.58)	(94.58)	190.42
资本支出	30.05	24.85	30.00	40.00	30.00
长期投资	75.78	204.97	165.00	55.00	(220.00)
其他投资现金	(14.98)	(2.33)	0.42	0.42	0.42
筹资活动现金	868.96	26.78	848.59	(188.79)	(223.89)
短期借款	391.72	(160.91)	0.00	0.00	0.00
长期借款	(138.88)	(6.28)	0.00	0.00	0.00
普通股增加	360.37	(0.06)	73.49	0.00	0.00
资本公积增加	(350.52)	6.32	838.63	0.00	0.00
其他筹资现金	606.27	187.70	(63.54)	(188.79)	(223.89)
现金净增加额	551.73	(41.78)	984.53	205.99	470.12

### 利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,304	2,299	2,656	3,089	3,610
营业成本	1,675	1,511	1,640	1,894	2,204
营业税金及附加	4.39	5.17	5.97	6.95	8.12
营业费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	117.69	124.82	183.27	210.04	241.84
财务费用	39.67	94.41	113.29	97.87	88.75
资产减值损失	112.36	149.27	120.00	120.00	120.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.57	0.42	0.42	0.42	0.42
营业利润	343.06	377.71	593.80	760.69	947.15
营业外收入	1.52	82.65	20.00	30.00	30.00
营业外支出	1.34	1.08	1.08	1.08	1.08
利润总额	343.25	459.28	612.73	789.61	976.07
所得税	59.10	72.53	96.76	124.69	154.14
净利润	284.15	386.75	515.97	664.92	821.94
少数股东损益	0.03	(0.03)	(0.07)	(0.02)	(0.07)
归属母公司净利润	284.12	386.78	516.04	664.94	822.00
EBITDA	396.08	486.86	716.54	871.54	1,052
EPS (元, 基本)	0.47	0.64	0.77	0.99	1.22

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	118.38	(0.21)	15.54	16.30	16.86
营业利润	38.64	10.10	57.21	28.10	24.51
归属母公司净利润	35.95	36.13	33.42	28.86	23.62
获利能力 (%)					
毛利率	27.27	34.26	38.25	38.69	38.94
净利率	12.33	16.82	19.43	21.53	22.77
ROE	9.81	12.04	10.99	12.59	13.75
ROIC	9.33	11.08	15.21	17.10	18.70
偿债能力					
资产负债率 (%)	58.11	60.37	49.82	49.79	47.89
净负债比率 (%)	35.84	26.39	27.80	24.77	23.63
流动比率	1.45	1.28	1.76	1.72	1.90
速动比率	1.06	0.90	1.33	1.29	1.43
营运能力					
总资产周转率	0.39	0.30	0.30	0.31	0.33
应收账款周转率	1.33	1.09	1.16	1.17	1.17
应付账款周转率	1.46	0.81	0.79	0.85	0.84
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.42	0.57	0.77	0.99	1.22
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.29)	0.24	0.49	0.73	0.75
每股净资产(最新摊薄)	4.29	4.76	6.96	7.83	8.86
估值比率					
PE (倍)	30.88	22.68	17.00	13.19	10.67
PB (倍)	3.03	2.73	1.87	1.66	1.47
EV_EBITDA (倍)	23.18	18.86	12.81	10.54	8.73

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com