

蒙草生态(300355)/园林工程
生态 PPP 订单趋势极佳, 驱动业绩高增长
评级: 买入(首次)

市场价格: 12.03 元

目标价格: 17.50 元

分析师: 夏天

执业证书编号: S0740517010001

电话: 021-20315190

Email: xiatian@r.qlzq.com.cn

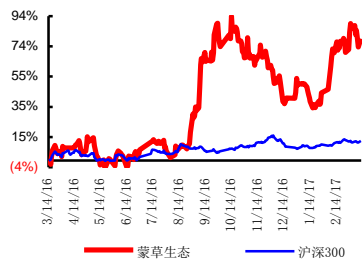
联系人: 焦俊

电话: 0755-23819310

Email: jiaojun@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,003
流通股本(百万股)	598
市价(元)	12.03
市值(百万元)	12,062
流通市值(百万元)	7,191

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1,626.14	1,768.40	2,843.63	4,037.95	5,289.72
增长率 yoy%	117.67%	8.75%	60.80%	42.00%	31.00%
净利润	166.77	159.21	323.59	502.53	701.31
增长率 yoy%	60.20%	-4.53%	103.25%	55.30%	39.56%
每股收益(元)	0.38	0.34	0.32	0.50	0.70
每股现金流量	-0.15	0.18	-0.28	-0.34	-0.16
净资产收益率	11.57%	7.74%	5.24%	7.52%	9.50%
P/E	41.67	52.53	37.25	23.99	17.19
P/B	4.82	4.07	1.95	1.80	1.63

备注: 考虑增发摊薄

投资要点

事件: 1、公司签订《杭锦后旗生态治理 PPP 项目合作框架协议》，投资总额初步估算 6 亿元，项目采用 PPP 模式，合作期 10 年（建设期暂定 1-2 年，运营期为 8-9 年）。2、公司与二连浩特市人民政府签订《战略合作协议》，该 PPP 项目投资总额初步估算为 15 亿元，合作期 20 年（建设期 2-3 年，运营期 17-18 年）。

■ **生态 PPP 订单高速增长, 各类框架协议已达 454.9 亿, 16 年以来新签订单 49.69 亿 (为 16 年营收的 1.75 倍)。**16 年至今, 公司新签订单达 49.69 亿元 (入库 PPP 金额为 44.64 亿元), 16 年起至今新接订单与营收之比已达 1.75 倍。各类框架协议已达到 454.9 亿元 (包括此次公告), 规模巨大, 未来有望逐步转化为可执行合同。在手充足订单将会驱动业绩持续快速增长。

■ **公司在西北地区, 尤其内蒙古地区具有绝对的拿单优势。**公司专注草原生态修复、沙地治理领域达 20 年, 在草类抗旱、沙地修复等细分领域储备了国内顶尖的相关技术。目前我国分布近 20 亿亩沙地, 西北沙地分布较多的省市将会陆续推出相关 PPP 项目, 市场空间巨大。公司凭借过往丰富的同类项目经验, 以及草原修复的技术储备在“沙地绿化”相关 PPP 项目的竞争中具备相当的拿单优势。

■ **公司业绩逐季度递增, 2017 年有望延续增长。**2016 年公司实现营收 28.44 亿元, 同比增长 60.8%; 实现归母净利润 3.42 亿元, 同比增长 114.96%。分季度来看 2016 年 Q1 至 Q4 季度营收分别为 1.17/9.41/8.06/9.79 亿元, 同比增长 -53.9%/45.7%/81.2%/131.4%; 分别实现归母净利润 -0.2/1.43/1.18/1.02 亿元, 同比增长 NA/65.7%/216.0%/987.1%。业绩呈现逐季度抬升趋势。16 年公告订单中绝大部分是在 7 月之后签署的, 全年净利确认高峰期为三季度 (内蒙地区四季度较为寒冷施工缓慢)。目前大部分在手订单将会在 17 年全年进行产值确认, 17 年全年业绩有望大幅增长。

■ **风险提示: PPP 推进不达预期风险, 应收账款回收的风险。**

■ **盈利预测、估值与投资建议:** 我们预测 16/17/18 年公司归母净利润分别为 3.24/5.04/7.01 亿元, EPS 0.32/0.50/0.70 元 (考虑增发摊薄), 16-18 年 CA GR 为 57.12%, 当前股价对应 PE 分别为 37/24/17 倍, 考虑到蒙草生态未来高成长的潜力, 我们给予目标价 17.5 元 (对应 17 年 PE35 倍), 买入评级。

图表 1: 2015 年至今公告订单汇总 (亿元)

公告日期	项目名称	金额 (亿)	工期	类型
2015/2/14	呼和浩特市呼大高速公路土默特左旗段绿化工程施工	1.07	3 年	
2016/4/15	巴彦淖尔市临河区绿化景观升级改造 PPP 项目合作协议	8	10 年	PPP
2016/4/26	《生态建设项目合作框架协议》	10		PPP
2016/5/3	满洲里市农牧林业水务局签署了《建设工程施工合同》	1.2		
2016/5/4	乌兰浩特市工业大道绿化景观带扩建工程框架协议	1.2	730 天	
2016/7/2	兴安盟阿尔山市生态县域经济 PPP 项目	30.53	合作期 30 年	PPP
2016/8/1	《满洲里中俄蒙风情大道综合整治工程 PPP 项目合同》	1.61	合作期 14 年	PPP
2016/8/8	乌兰布和生态沙产业示范区巴彦木仁苏木“十个全覆盖”暨灾后重建工程 PPP 合同	1.35	合作期 10 年	PPP
2016/8/10	兰州新区城际铁路（兰州新区中川机场—刘家湾段）绿化工程、职教园区 A 区剩余道路绿化工程、纬一路东延长段绿化工程 EPC 总承包合同	2.5	2+8 年	EPC
2016/9/22	多伦生态环境建设及绿化景观改造工程投融资建设框架协议	9.2		EPC+融资 代建模式
2016/10/13	包头市人民政府与蒙草公司生态建设合作框架协议	100		PPP
2016/12/16	巴彦淖尔市临河区绿化景观升级改造 PPP 项目	4.5	477 日历天	PPP
2017/1/5	乌拉特前旗 PPP 项目合作框架协议	10	3+7 年	PPP
2017/1/25	大青山前坡治理项目合作意向书	100		PPP
2017/1/25	呼和浩特绿色生态发展基金合作框架协议	100	8+2 年	PPP
2017/2/14	五原县 PPP 项目合作框架协议	3.5	10 年	PPP
2017/2/28	通辽市人民政府签订的框架性协议	100	10 年	PPP
2017/3/14	二连浩特市人民政府签署了《战略合作协议》	15	20 年	PPP
2017/3/14	杭锦后旗生态治理 PPP 项目合作框架协议	6	10 年	PPP

来源：中泰证券研究所

图表 2：公司三表

损益表 (人民币亿元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销货净收入	7	16	18	28	40	53
增长率	18.96%	117.7%	8.7%	60.8%	42.0%	31.0%
销货成本	-5	-11	-12	-19	-27	-35
% 收入	61.3%	66.9%	65.1%	65.7%	66.0%	66.1%
毛利	3	5	6	10	14	18
% 收入	38.7%	33.1%	34.9%	34.3%	34.0%	33.9%
销售及行政费用	-1	-2	-2	-3	-5	-6
% 收入	13.0%	10.7%	12.1%	12.1%	12.1%	12.1%
EBITDA	2	4	4	6	9	12
% 收入	25.6%	22.4%	22.8%	22.2%	21.9%	21.8%
折旧与摊销	0	0	0	0	0	0
% 收入	1.7%	2.0%	2.4%	1.3%	1.0%	0.9%
EBIT	2	3	4	6	8	11
% 收入	23.9%	20.5%	20.4%	20.9%	20.9%	20.9%
利息费用	0	-1	0	0	1	1
投资收益	0	0	0	0	0	0
税前经营收益	2	3	3	6	9	12
% 收入	22.6%	17.4%	17.9%	22.7%	23.3%	22.4%
其他非经营收益	0	-1	-1	-2	-2	-2
税前利润	1	2	2	5	7	10
% 收入	16.1%	13.8%	12.4%	16.0%	17.5%	18.6%
所得税	0	0	0	-1	-1	-2
所得税率	13.7%	19.5%	20.5%	20.5%	20.5%	20.5%
少数股东损益	0	0	0	0	1	1
归属于普通股股东净利润	1	2	2	3	5	7
净利率	13.9%	10.3%	9.0%	11.4%	12.4%	13.3%

资产负债表 (人民币亿元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	3	4	7	34	29	26
应收款项	11	21	25	37	53	69
存货	2	3	4	6	8	11
其他流动资产	0	0	0	1	1	1
流动资产合计	15	28	36	78	91	107
% 总资产	86.7%	80.6%	79.7%	88.3%	88.8%	89.6%
长期投资	0	1	1	1	1	1
固定资产	1	3	4	4	5	5
无形资产	1	3	3	4	4	5
非流动资产合计	2	7	9	10	11	12
% 总资产	13.3%	19.4%	20.3%	11.7%	11.2%	10.4%
资产总计	18	35	46	88	102	119
短期借款	3	6	9	1	1	1
应付款项	4	9	13	19	27	36
其他流动负债	1	2	1	3	3	4
流动负债	8	18	23	23	31	41
长期贷款	0	1	1	1	1	1
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	8	19	24	24	32	41
普通股股东权益	9	14	21	62	67	74
少数股东权益	0	1	2	2	3	3
负债股东权益合计	18	35	46	88	102	119

比率分析						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益 (元)	0.507	0.379	0.340	0.323	0.502	0.700
每股净资产 (元)	4.375	3.273	4.387	6.164	6.666	7.366
每股经营现金净流 (元)	-0.939	-0.145	0.180	-0.285	-0.340	-0.159
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.068	0.068	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	11.58%	11.57%	7.74%	5.24%	7.52%	9.50%
总资产收益率	5.91%	4.80%	3.53%	3.69%	4.95%	5.91%
投入资本收益率	15.72%	14.88%	12.60%	15.70%	16.32%	16.95%
增长率						
主营业务收入增长率	18.96%	117.67%	8.75%	60.80%	42.00%	31.00%
EBIT增长率	11.81%	86.01%	8.31%	64.88%	42.00%	31.00%
净利润增长率	-18.20%	60.20%	-4.53%	103.25%	55.30%	39.56%
总资产增长率	33.25%	97.05%	29.93%	93.64%	15.68%	16.82%
资产管理能力						
应收账款周转天数	447.5	345.6	458.4	458.4	458.4	458.4
存货周转天数	91.2	80.7	110.1	110.1	110.1	110.1
应付账款周转天数	293.9	209.3	289.2	289.2	289.2	289.2
固定资产周转天数	38.6	38.8	52.3	35.1	24.9	18.8
偿债能力						
净负债/股东权益	6.24%	18.86%	8.14%	-50.83%	-38.93%	-31.22%
EBIT利息保障倍数	18.8	7.3	8.9	54.0	—	—

现金流量表 (人民币亿元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	1	2	2	4	6	8
少数股东损益	0	0	0	0	1	1
非现金支出	1	1	2	2	3	3
非经营收益	0	0	0	0	0	0
营运资金变动	-4	-4	-3	-9	-12	-12
经营活动现金净流	-2	-1	1	-2	-3	-1
资本开支	1	2	2	1	1	1
投资	0	-2	-1	0	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-1	-4	-3	-1	-1	-1
股权募资	0	1	5	39	0	0
债权募资	2	5	0	-6	0	0
其他	0	-1	-2	0	-1	0
筹资活动现金净流	2	5	3	32	-1	0
现金净流	-1	1	1	28	-5	-2

来源：中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 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（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。