

2017年04月07日

蒙草生态 (300355.SZ)

公司深度分析

证券研究报告

建筑施工

PPP+生态修复，造就生态治理龙头

■国内生态修复龙头企业，订单落地业绩快速增长：蒙草生态是国内草原生态修复的龙头，家族控股民营企业，通过内生积累和持续外延并购，形成生态修复、园林工程、牧草种植销售三大板块业务，目前公司生态修复+园林工程业务利润贡献超9成；公司业绩快报显示，2016年营业收入达到28.44亿元，同比增长60.8%；净利润达到3.42亿元，同比增长114.98%，相较前几年增速大幅提升，有望实现跨越式增长。

■持续外延并购完善产业布局，软实力增强成就业务扩张。2014年以来，公司陆续并购从事地产园林业务的普天园林和市政园林业务的鹭路兴，完善公司在园林工程业务的资质，结合公司自身生态修复的技术实力，形成“自然生态修复+园林工程”产业结构，公司完善产业布局进一步增强自身软实力，成就公司产业链延伸和业务扩张步伐。

■PPP订单斩获能力强，订单优质确保业绩释放：作为内蒙古基建类唯一一家上市公司和区域自然生态修复龙头，公司在区域内业务创新能力和拿单能力均居首位。公司公开信息显示，2016年累计新签订单（含框架协议）金额184.04亿元，是2015年营业收入的10.4倍，其中超9成是PPP订单，订单放量助力成长；2016年公司“临河区镜湖生态修复工程和金川南路生态景观大道工程”PPP订单，开辟内蒙古自治区以PPP模式进行城市生态修复领域先河，公司在手订单中兴安盟阿鲁山市生态县域经济PPP项目和满洲里中俄蒙风情大道综合整治工程PPP合计金额32.14亿元入选财政部示范项目，其余项目多个项目是内蒙古政府重点工程，公司PPP项目优质，业绩释放确定性强。

■内蒙古PPP力度大、质量高，生态修复市场缺口较大：Wind数据显示，内蒙古自治区2017年固定资产投资目标增速预计将超12%，居全国前列；我们统计内蒙古财政厅官网数据，2015年6月以来累计推出三批PPP项目，数量合计达183个，合计金额1668.1亿元；其中与绿化、生态修复治理高度相关的项目约110个，总金额1557.82亿元，金额占比超7成，内蒙PPP项目有36个入选财政部示范，占比近20%，项目总体质量很高；省内加快高质量PPP项目推进，且与绿化、生态修复关联度高，为公司业务开拓提供广阔市场空间；另外，生态修复主要需求为干旱半干旱地区，目前我国近49%的面积有生态修复需求，在这些区域合计仅有115家城市园林以及资质企业，优质企业相对较少，生态修复市场缺口较大；另外，内蒙是生态修复大省，但省内仅有9家拥有城市园林绿化一级资质企业，公司作为该地区唯一上市公司，生态修复经验丰富，具有极强的竞争优势。

投资评级 买入-A

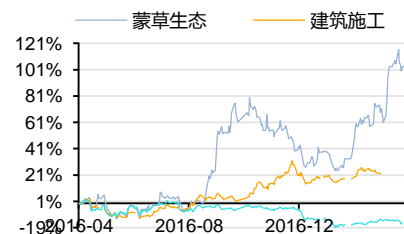
首次评级

6个月目标价：20元
 股价(2017-04-06) 15.85元

交易数据

总市值(百万元)	15,892.02
流通市值(百万元)	9,474.10
总股本(百万股)	1,002.65
流通股本(百万股)	597.73
12个月价格区间	6.41/16.03元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	30.86	58.61	137.44
绝对收益	29.92	57.55	122.08

金嘉欣

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517030004
 jinjx@essence.com.cn

苏多永

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517030005
 suduy@essence.com.cn
 021-35082325

相关报告

■**投资建议：**公司是生态修复板块龙头企业、内蒙古唯一一家基建类上市公司，公司通过外延完善园林产业布局，打造“生态修复+园林工程”产业结构，公司在内蒙区域拿单能力居于首位，2016年累计新签订单（含框架协议）184.04亿元，是2015年营收的10.4倍，订单快速增长且质量很高，助力公司进入持续高增通道，我们预计公司2016-2018年营业收入增速分别为59.5%、54.7%、47.1%；同期净利润增速分别为105.5%、66.3%、47.2%，首次覆盖，给予买入-A的投资评级，6个月目标价为20元，对应2017年36倍动态市盈率。

■**风险提示：**经济下行风险、内蒙古PPP项目推进不及预期风险、订单落地不及预期风险、应收账款坏账风险等。

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	1,626.1	1,768.4	2,821.5	4,364.7	6,418.6
净利润	166.8	159.2	340.5	565.0	831.9
每股收益(元)	0.17	0.16	0.34	0.56	0.83
每股净资产(元)	1.44	2.05	2.50	2.97	3.65

盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	95.3	99.8	46.7	28.1	19.1
市净率(倍)	11.0	7.7	6.3	5.3	4.3
净利润率	10.3%	9.0%	12.1%	12.9%	13.0%
净资产收益率	11.6%	7.7%	13.6%	19.0%	22.8%
股息收益率	0.2%	0.2%	0.4%	0.7%	1.0%
ROIC	22.9%	11.2%	18.0%	19.9%	21.9%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

内容目录

1. 公司简介：以蒙草起家，延伸产业链布局实现跨越式发展	5
1.1. 历史沿革：起源于内蒙，外延扩张落子有力	5
1.2. 家族控股，股权结构较为分散	5
1.3. 三大业务模块为主，外延扩张延伸产业链	6
1.4. 盈利能力：2016 年业绩实现跨越式增长	7
2. 外延完善产业布局，订单放量助力高增	7
2.1. 外延并购连落两子，完善园林业务布局	7
2.1.1. 收购普天园林，涉足园林绿化	7
2.1.2. 携手鹭路兴，园林资质再完善	8
2.2. PPP 订单质、量齐升，公司业绩有保障	9
3. 内蒙古自治区 PPP 推进加速，生态修复缺口较大	10
3.1. 内蒙古自治区固定资产投资加速，PPP 项目推进同步增长	10
3.2. 生态修复领域缺口较大，公司业务再迎蓝海	11
4. 投资建议：订单放量业绩弹性大，估值处于较低区间	13
4.1. 业绩预估：生态龙头拿单能力强，收入实现较快增长	13
4.2. 公司估值：成长性较高，估值处于较低区间	13
4.3. 投资建议：订单保障业绩高增，首次覆盖给予买入评级	14
4.4. 风险提示：	14

图表目录

图 1：蒙草生态发展历程	5
图 2：公司股权结构	6
图 3：公司三大主营业务板块	6
图 4：公司 2015 年营业收入构成（%）	7
图 5：公司 2015 年毛利润构成（%）	7
图 6：公司历年营业收入情况	7
图 7：公司历年净利润情况	7
图 8：内蒙古第一 ~ 第三批园林绿化相关 PPP 项目数量、金额变化（单位：个；亿元）	11
图 9：内蒙古推进第一批 PPP 项目各板块金额占比	11
图 10：内蒙古推进第二批 PPP 项目各板块金额占比	11
图 11：内蒙古推进第三批 PPP 项目各板块金额占比	11
图 12：生态环境建设各细分行业类别	12
图 13：干旱半干旱地区建成区绿化覆盖面积（万公顷）	12
图 14：干旱半干旱地区建成区绿地面积（万公顷）	12
图 15：我国干旱半干旱 9 省市拥有城市园林绿化一级资质企业数量	13
表 1：普天园林相关资质	8
表 2：收购普天园林方案	8
表 3：收购普天园林业绩承诺、动态 PE 及业绩承诺兑现情况	8
表 4：鹭路兴相关资质	9
表 5：收购鹭路兴方案	9
表 6：收购鹭路兴业绩承诺、动态 PE 及业绩承诺兑现情况	9

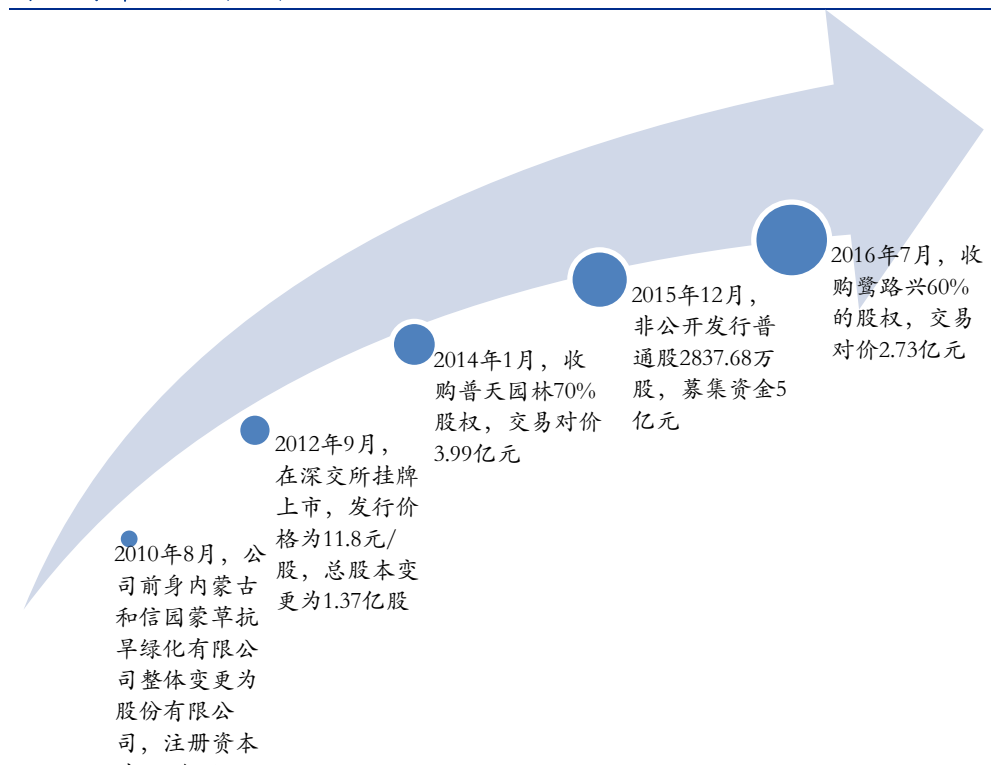
表 7: 2016 年以来 A 股园林类上市公司中标及签订框架协议情况 (单位: 个; 亿元)	10
表 8: 公司中标财政部示范项目情况 (单位: 万元)	10
表 9: 分业务营业收入预测(单位: 百万元; %)	13
表 10: 同类园林公司估值情况 (2017.4.6)	14

1. 公司简介：以蒙草起家，延伸产业链布局实现跨越式发展

1.1. 历史沿革：起源于内蒙，外延扩张落子有力

内蒙古蒙草生态环境（集团）股份有限公司（后称“蒙草生态”或“公司”）前身为内蒙古和信园蒙草抗旱绿化有限公司（后称“蒙草有限”）。2010年8月，蒙草有限整体变更，设立内蒙古蒙草抗旱股份有限公司（后称“蒙草抗旱”），变更后，蒙草抗旱注册资本为1.03亿元。2012年9月，蒙草抗旱在深圳证券交易所上市，发行价为11.8元/股，总股本变更为1.37亿股。上市之后，公司开启了利用资本手段外延扩张的道路：2014年1月，公司通过发行股份并支付现金的方式收购浙江普天园林建筑发展有限公司（后称“普天园林”）70%股权，交易对价3.99亿元；2015年12月，公司非公开发行2837.68万股，募集资金5亿元，拟投入五项工程先期投入款项及补充营运资金。2016年4月，公司外延扩张再落一子，以2.73亿元对价收购厦门鹭路兴绿化工程建设有限公司（后称“鹭路兴”）60%股权，产业链进一步向园林工程延伸，收购完成后，公司于2016年6月正式更名为内蒙古蒙草生态环境（集团）股份有限公司（股票简称由“蒙草抗旱”变更为“蒙草生态”），以反映公司主营业务由生态修复向园林工程延伸的战略布局。

图 1：蒙草生态发展历程



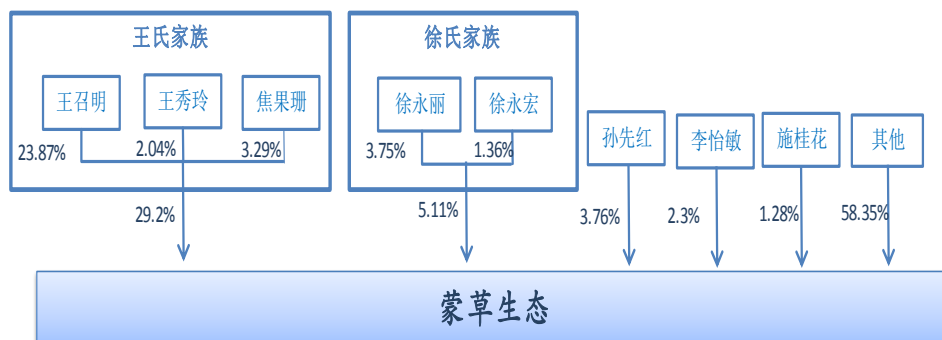
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

1.2. 家族控股，股权结构较为分散

公司控股股东为董事长王召明，其嫂、公司董事焦果珊，以及其妹王秀玲分别持有公司总股本的23.87%、2.04%以及3.29%，王氏家族合计持股29.2%；公司副董事长徐永丽持有公司总股本的3.75%、其兄弟徐永宏持有公司总股本的1.36%。另外，普天园林并入上市公司以后，原普天园林股东李怡敏持有公司总股本的2.3%。

2016年1月至今，王召明任蒙草股份董事长、总经理，兼任中国畜牧业协会草业分会会长、内蒙古自治区风景园林学会副会长；是第十二届全国政协委员；公司核心高管丰富的行业经验和较高的社会地位，有助于公司品牌树立和业务开拓。

图 2：公司股权结构

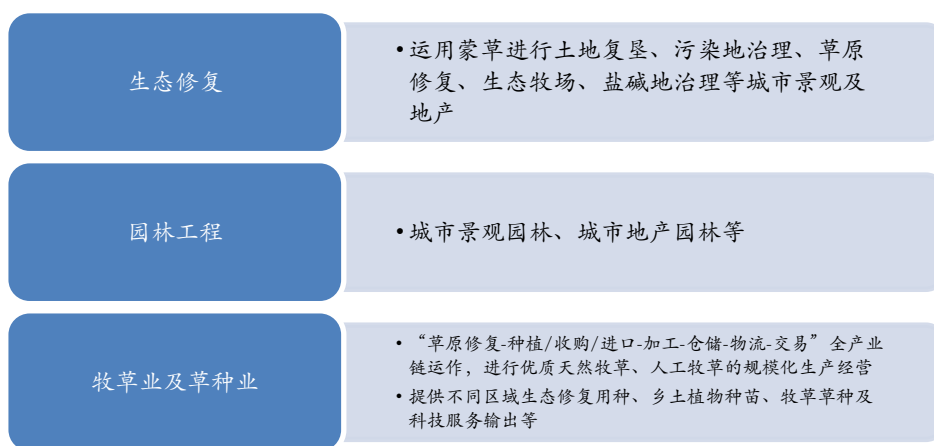


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

1.3. 三大业务模块为主，外延扩张延伸产业链

公司主营业务涵盖生态修复、园林工程、牧草种植、加工及贸易和草种业等。公司以培育并运用蒙草进行节约型生态环境建设起家，是国内唯一以驯化本土植物用于生态修复的上市企业，也是中国草原生态修复的龙头企业和最大的天然牧草供应商。蒙草是公司从内蒙古草原、荒漠通过引种、驯化野生乡土植物，选育的多年生植物的统称，具有节水抗旱、耐寒、耐盐碱、耐贫瘠等抗逆性等特征，不同种类的蒙草植物具有土地复垦、污染地治理、草原修复、盐碱地治理等不同的治理效果。2014年 - 2016年，公司相继收购普天园林 70% 股权、鹭路兴 60% 的股权，结合自身生态修复方面的优势，公司将产业链向园林工程方向延伸。

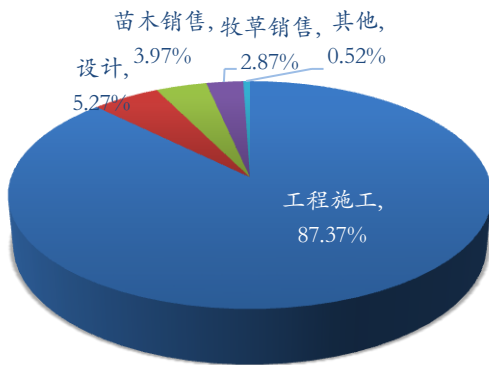
图 3：公司三大主营业务板块



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

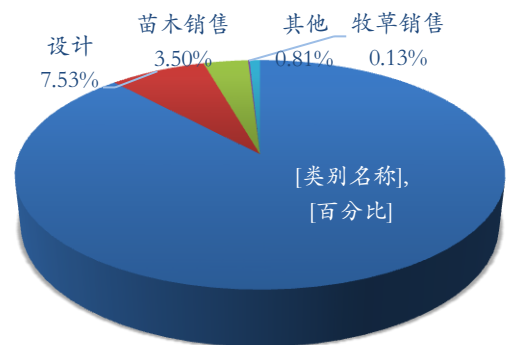
生态环境工程+园林景观工程利润贡献近 9 成。2015 年，公司主营业务收入主要来自于工程施工，其中包括自然生态环境建设工程以及城市园林景观建设工程两大板块，合计占总收入比例达到 87.37%；利润占比 88.03%。公司其他业务包括设计、苗木销售、牧草销售等，合计占营业收入比例为 12.63%，利润贡献比例为 11.98%，总体占比较小。

图 4：公司 2015 年营业收入构成 (%)



资料来源：WIND，安信证券研究中心

图 5：公司 2015 年毛利润构成 (%)

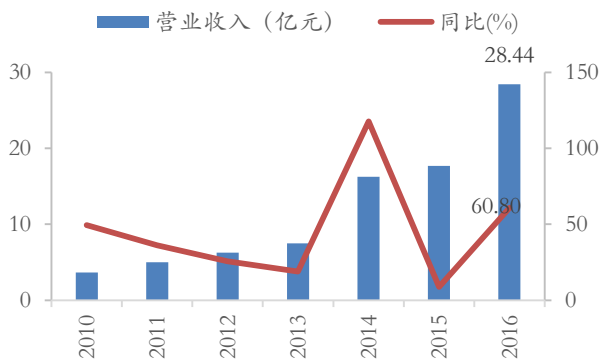


资料来源：WIND，安信证券研究中心

1.4. 盈利能力：2016 年业绩实现跨越式增长

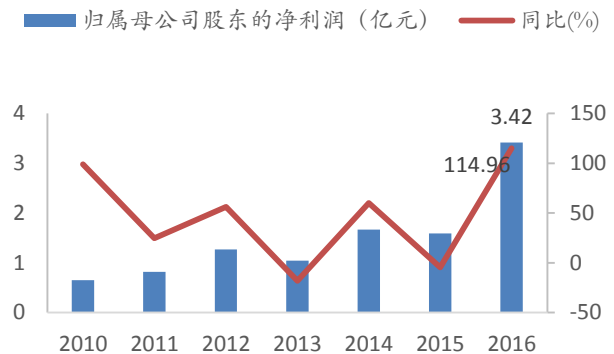
2010-2015 年，公司营业收入及净利润水平震荡上升，其中营业收入 CAGR 达到 36.95%，归母净利润 CAGR 达到 19.59%。从 2016 年业绩快报数据来看，受益于区域龙头的垄断优势，公司订单加速落地，盈利能力快速攀升，营业收入达到 28.44 亿元，同比增长 60.8%；净利润达到 3.42 亿元，同比增长 114.96%，相较前几年增速大幅提升，有望实现跨越式增长。

图 6：公司历年营业收入情况



资料来源：WIND，安信证券研究中心

图 7：公司历年净利润情况



资料来源：WIND，安信证券研究中心

2. 外延完善产业布局，订单放量助力高增

2.1. 外延并购连落两子，完善园林业务布局

2.1.1. 收购普天园林，涉足园林绿化

2014 年 1 月收购浙江普天园林，迈出上市以来外延并购第一步。普天园林主要从事城市地产园林景观设计和施工，重点业务区域覆盖江浙及长三角地区。自 1996 年成立以来，其主营业务集中于高端地产园林景观，构建了较为完整的园林景观业务产业链，并与多家知名房地产企业如绿城集团、中海地产、金地集团、万科集团、中粮地产等建立了稳定的合作关系。普天园林是城市园林绿化一级企业，并拥有风景园林工程设计专项甲级资质和建筑工程

设计甲级资质等多项业务资质，资质体系较为完善。

表 1：普天园林相关资质

编号	资质名称	资质等级
1	城市园林绿化资质	一级
2	风景园林工程设计资质	专项甲级
3	建筑行业（建筑工程）资质	甲级
4	市政公用工程施工总承包资质	叁级
5	园林古建筑工程专业承包资质	叁级
6	建筑装修装饰工程专业承包资质	叁级
7	建筑幕墙工程专业承包资质	叁级

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

普邦园林整体估值 5.7 亿元，公司以总价 3.99 亿元（发行股份+支付现金）方式收购其 70% 股份，对普邦园林控股股东李怡敏、宋敏敏两人合计发行股份分 946.96 万股，发行价格 28.09 元/股，另向李怡敏支付现金 1.33 亿元。李怡敏、宋敏敏持有股份分 1 年期、3 年期分别解锁 27%、73%。

表 2：收购普天园林方案

	发行股份数量（股）	发行股份价格（元/股）	支付现金数量（亿元）	12 个月解锁份 额	36 个月解锁份 额
李怡敏	791.11	28.09	1.33	27%	73%
宋敏敏	155.84	28.09	N/A	27%	73%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

普邦园林承诺 2013-2016 年归母净利润分别不低于 4700 万元、5400 万元、6480 万元、7776 万元，业绩承诺较高；2013-2015 年完成率分别为 101.11%、101.98% 以及 97.88%。

表 3：收购普天园林业绩承诺、动态 PE 及业绩承诺兑现情况

	2013	2014	2015	2016
承诺净利润	4700	5400	6480	7776
业绩承诺对应动态 PE	12.13	10.56	8.80	7.33
实现净利润（万元）	4752.03	5507.15	6342.8	N/A
差异额	52.03	107.15	-137.2	N/A
利润承诺完成率	101.11%	101.98%	97.88%	N/A

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2.1.2. 携手鹭路兴，园林资质再完善

2016 年 7 月推进收购鹭路兴，加强园林产业链布局。鹭路兴主要从事城市市政园林景观设计和施工、道路养护业务，主要业务区域为福建省及西藏地区。鹭路兴是福建省最早一批取得城市园林绿化一级资质证书的企业，并拥有风景园林工程设计专项甲级资质、建筑业企业资质证书（包括公路工程施工总承包三级、公路路面工程专业承包三级、公路路基工程专业承包三级、市政公用工程施工总承包三级）、公路养护工程施工从业资质证书、福建省环境卫生作业企业资质甲级证书，是国内为数不多的同时拥有以上五项业务资质的园林景观企业。完成收购福建鹭路兴之后，公司弥补了市政园林工程业务资质方面的短板，园林工程产业链更加完善。

表 4: 鹭路兴相关资质

编号	资质名称	资质等级
1	城市园林绿化企业资质	一级
2	风景园林工程设计	专项甲级
3	公路工程施工总承包	三级
4	公路路面工程专业承包	三级
5	公路路基工程专业承包	三级
6	市政公用工程施工总承包资质	三级
7	公路养护工程施工从业资质	一类、二类(甲级及乙级)、三类(甲级及乙级)
8	福建省环境卫生作业企业资信等级证书	甲级

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

鹭路兴总体估值 4.55 亿元, 2016 年 8 月, 公司完成以 2.73 亿元交易对价收购其 60% 股份, 其中 25% 即 6825 万元以现金支付, 其余金额 20475 万元以发行股份支付, 向鹭路兴 7 名主要股东合计发行股份 1261.55 万股, 发行价 16.23 元/股, 在完成业绩承诺的前提下, 鹭路兴主要 7 名股东持股分 1 年期、3 年期分别解锁 30%、70%。

表 5: 收购鹭路兴方案

	发行股份数量 (股)	发行股份价格 (元/股)	支付现金数量 (万元)	12 个月解锁份额	36 个月解锁份额
鹭路兴七名主要股东	1261.6	16.23	6825	30%	70%

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

鹭路兴承诺 2015 - 2018 年实现归母净利润分别不低于 4050 万元、4200 万元、5040 万元以及 6048 万元, 复合增速达到 14.3%, 同时, 双方协议商定, 若鹭路兴满足以下三点条件, 将获得上市公司现金奖励:

- 2015 年实现净利润达到或超过 4,050 万元;
- 2016-2018 年度均实现每年业绩承诺;
- 2016-2018 三年累计实现净利润达到或超过 1.93 亿元的。

鹭路兴 2015 年实际实现净利润 4065.72 万元, 已如期完成相应条款。若 2016-2018 年净利润水平满足上述条件, 上市公司将于 2018 年度向鹭路兴公司补充支付现金 2134 万元, 现金奖励条款有助于激发鹭路兴管理层的积极性。

表 6: 收购鹭路兴业绩承诺、动态 PE 及业绩承诺兑现情况

	2015	2016	2017	2018
承诺的净利润 (万元)	4050	4200	5040	6048
业绩承诺对应动态 PE	11.23	10.83	9.03	7.52
实际的净利润 (万元)	4065.72		N/A	
利润实现率	100.39%			

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

2.2. PPP 订单质、量齐升, 公司业绩有保障

生态修复龙头企业, 订单获取能力居于首位, PPP 订单快速增长。2016 年 4 月, 公司与巴彦淖尔市临河区签订“临河区镜湖生态修复工程和金川南路生态景观大道工程”PPP 订单, 开辟内蒙古以 PPP 模式进行城市生态修复领域先河, 公司技术优势、区域优势叠加资质齐全, PPP 业务开拓突飞猛进, 汇总公司订单及框架公告信息, 2016 年公司新签订单 (含框架协议) 17 个, 合计金额 184.04 亿元, 占公司 2015 年内营收的 10.4 倍; 并且新签订单中 9 成以上为 PPP 模式, 公司订单收入比仅低于文科园林和东方园林, 高额订单在手, 加速公司成长。

表 7：2016 年以来 A 股园林类上市公司中标及签订框架协议情况（单位：个；亿元）

上市公司	中标数量	中标金额	框架协议数量	框架协议金额	合计数量	合计金额	2015 年营收	占 2015 年营收比例
蒙草生态	5	40.48	12	143.56	17	184.04	17.68	1040.95%
文科园林	8	21.51	8	187.61	16	209.12	10.46	1999.24%
东方园林	26	470.46	1	100	27	570.46	53.81	1060.14%
棕榈股份	11	84.15	7	293.5	18	377.65	44.01	858.10%
美丽生态	1	3.1	4	69.1	5	72.2	9.57	754.44%
铁汉生态	20	97.56	2	85	22	182.56	26.13	698.66%
美尚生态	5	24.24	1	16.3	6	40.54	5.8	698.97%
岭南园林	7	36.8	4	68.03	11	104.83	18.89	554.95%
云投生态	8	26.28			8	26.28	8.43	311.74%
乾景园林	6	11.89	2	7	8	18.89	6.08	310.69%
普邦股份	1	41.69	1	10	2	51.69	24.33	212.45%
合计	98	858.16	42	980.1	140	1838.26	225.19	816.32%

资料来源：各公司公告，安信证券研究中心

大量优质订单在手，业绩释放确定性强。在公司 2016 年在手订单中，兴安盟阿尔山市生态县域经济 PPP 项目、满洲里中俄蒙风情大道综合整治工程 PPP 项目等 2 个项目已进入财政部示范项目，项目总体质量较高。其中，公司已于 2016 年 6 月签订兴安盟阿尔山市生态县域经济 PPP 项目合同，项目金额达到 30.53 亿元，为公司 2015 年营业收入的 172.68%，目前已确认收入 8507 万元，占比仅为 2.79%，未来收入确认空间仍然较大。另外，满洲里中俄蒙风情大道综合整治工程 PPP 项目也于 2016 年 8 月完成合同签订，并于当月开工建设。

表 8：公司中标财政部示范项目情况（单位：万元）

合同时间	项目名称	项目金额	占 2015 年应收比例	累计确认收入	合作期限
2016 年 6 月	兴安盟阿尔山市生态县域经济 PPP 项目	305300	172.68%	8,507.04	30 年
2016 年 8 月	满洲里中俄蒙风情大道综合整治工程 PPP 项目	16100	9.05%	暂无	约 14 年

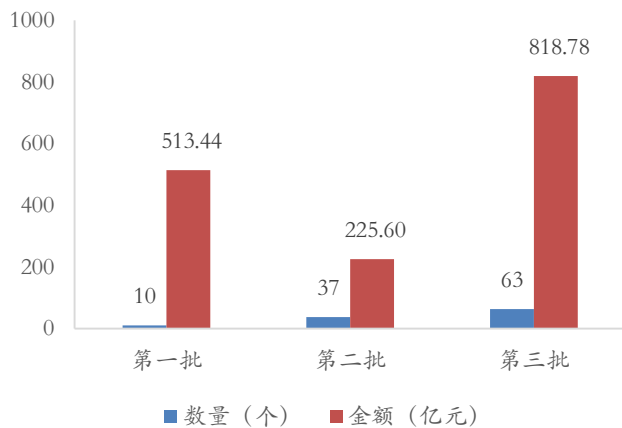
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

3. 内蒙古自治区 PPP 推进加速，生态修复缺口较大

3.1. 内蒙古自治区固定资产投资加速，PPP 项目推进同步增长

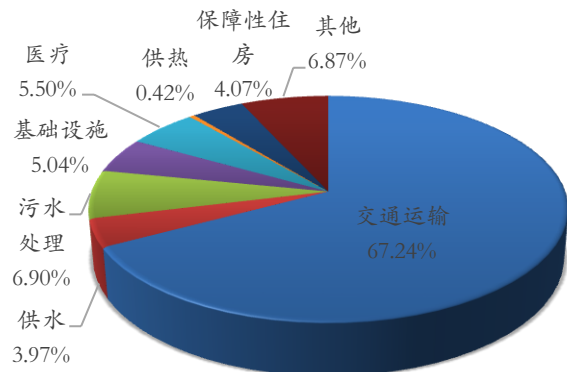
从各省市政府工作报告数据来看，内蒙古自治区 2017 年固定资产投资目标增速预计将超 12%，位列增速超越 10% 的前 15 个省份之一。与此同时，自治区内 PPP 项目推进加速，自 2015 年 6 月内蒙古自治区推进第一批 PPP 项目以来，自治区保持每半年推出一批 PPP 项目的推进速度，分别于 2015 年 12 月、2016 年 6 月推出了第二批、第三批 PPP 项目。截至目前，内蒙古省内推出 PPP 项目数量合计达到 183 个，其中有 36 个项目进入财政部示范项目库，项目总体质量较高；项目总金额达到 1668.1 亿元，金额数量较大。从 PPP 项目构成来看，交通运输、市政工程、保障性住房、旅游、以及生态建设等项目总量约 110 个，金额达到 1557.82 亿元，分别占省内 PPP 总量 60.11% 和 74.06%，这些项目与环境保护、生态治理关联度高，为公司业务开拓提供广阔的市场。

图 8：内蒙古第一 ~ 第三批园林绿化相关 PPP 项目数量、金额变化（单位：个；亿元）



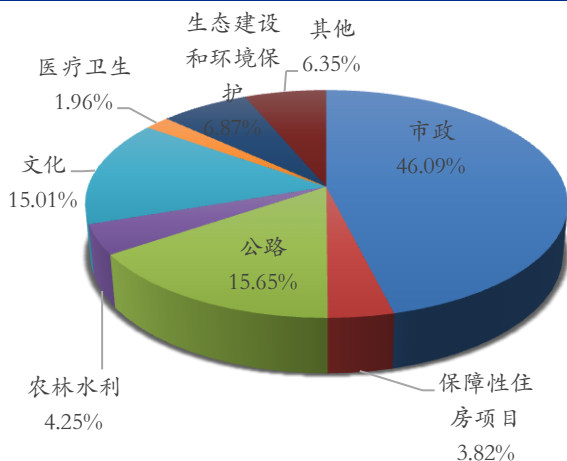
资料来源：内蒙古财政厅官网，安信证券研究中心

图 9：内蒙古推进第一批 PPP 项目各板块金额占比



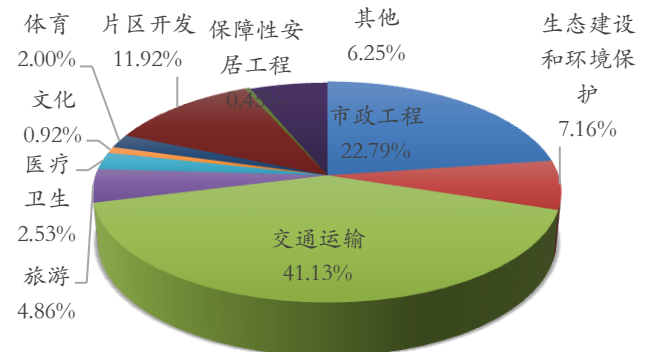
资料来源：内蒙古财政厅官网，安信证券研究中心

图 10：内蒙古推进第二批 PPP 项目各板块金额占比



资料来源：内蒙古财政厅官网，安信证券研究中心

图 11：内蒙古推进第三批 PPP 项目各板块金额占比



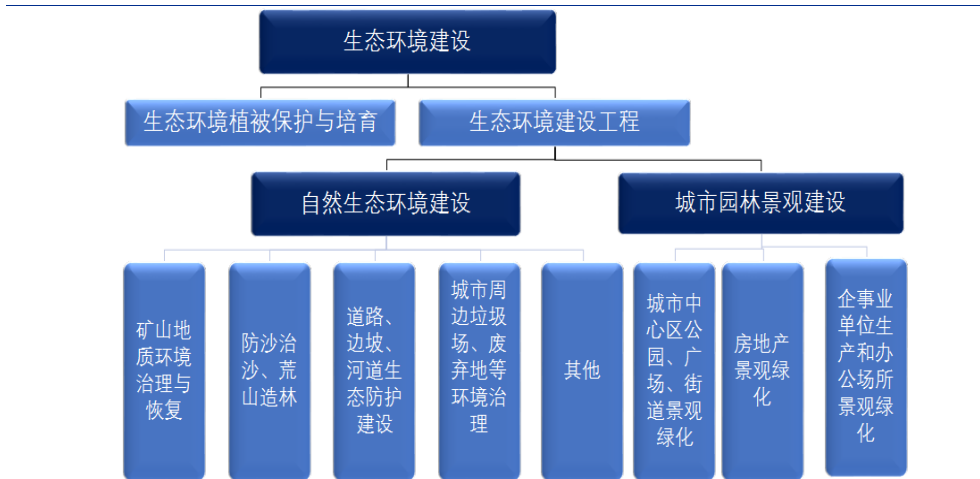
资料来源：内蒙古财政厅官网，安信证券研究中心

2017 年 1 月，内蒙古自治区财政厅已开始推进第四批 PPP 项目，拟纳入 2017 年底落地的 PPP 项目，行业涵盖铁路、公路、机场、市政建设、保障性住房、生态建设和环境保护、教育、科学、文化、医疗卫生、社会保障、农林水利建设等公共服务领域。第四批项目预计将于 4 月 1 日前报送至内蒙古自治区财政厅，后续落地进程有望加速。

3.2. 生态修复领域缺口较大，公司业务再迎蓝海

生态环境建设领域内涵较广，公司产业链齐全。自 2012 年 11 月 8 日，中共第十八提出建设“美丽中国”的执政理念；2015 年 10 月，十八届五中全会上“美丽中国”又被纳入“十三五”规划；建设“美丽中国”，改善国内生态环境已经成为中共施政重要内容之一。生态环境建设的核心是因地制宜、“适地适树”进行植被建设，一方面是指原生植被的封育保护及绿化植物的培育，另一方面是指在生态环境建设中以植树种草为主的建设工程。公司深耕干旱半干旱地区的生态环境建设行业多年，是国内唯一一家以驯化本土植物用于自然生态环境建设上市的公司，上市以来公司陆续收购两家园林类企业，布局城市园林景观建设领域。截至目前，公司是国内生态环境建设工程施工资质和产业链最为齐全的上市公司之一。

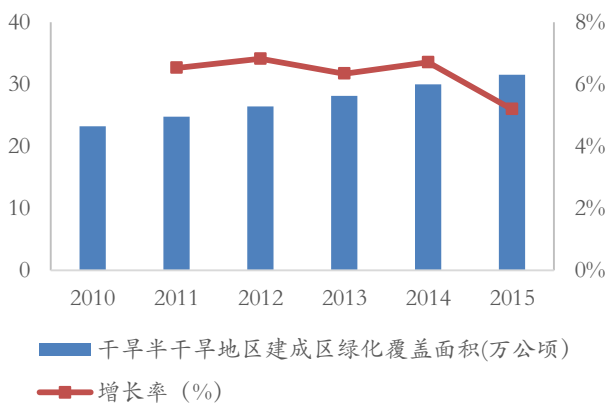
图 12：生态环境建设各细分行业类别



资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

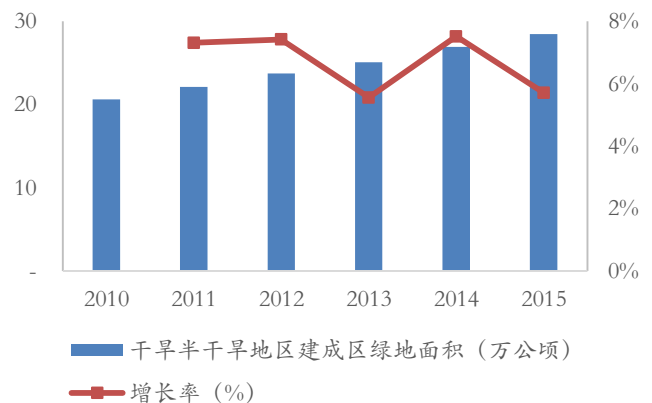
干旱半干旱地区绿化面积增长，公司业务有望受益。生态修复主要是我国干旱半干旱地区需求，干旱半干旱地区是指年降水量 400 毫米以下的地区（主要为西藏、新疆、青海、甘肃、宁夏、内蒙古、山西、陕西、河北等 9 省、自治区），总面积约 470.48 万平方公里，约占我国国土面积的 49%。“美丽中国”政策提出和推广以来，我国干旱半干旱地区建成区绿化覆盖面积以及建成区绿地面积呈现稳步增长态势。2010-2015 年，我国干旱半干旱地区建成区绿化覆盖面积复合增速达到 6.31%；建成区绿地面积复合增速达到 6.69%，为公司生态修复业务提供了广阔的市场空间。

图 13：干旱半干旱地区建成区绿化覆盖面积（万公顷）



资料来源：中国城市建设统计年鉴，安信证券研究中心

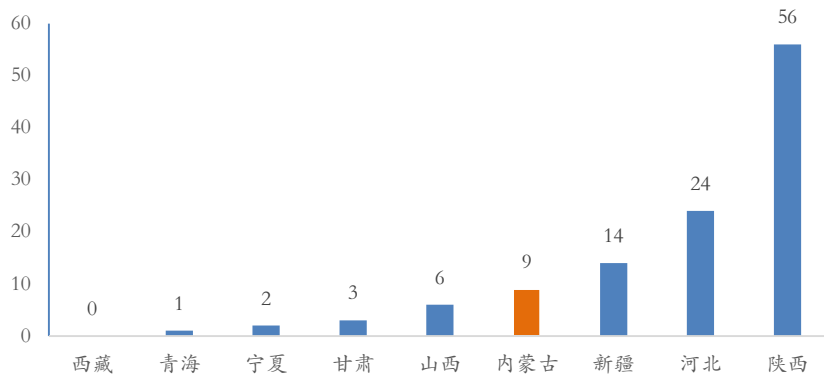
图 14：干旱半干旱地区建成区绿地面积（万公顷）



资料来源：中国城市建设统计年鉴，安信证券研究中心

干旱半干旱 9 省竞争较小，公司优势明显。在我国干旱半干旱地区生态修复、城区绿化需求不断增长的同时，公司生态修复业务主要经营区域西藏、青海、宁夏、甘肃、山西等地区拥有园林绿化一级资质企业较少。截至 2016 年 12 月 31 日，全国具备城市园林绿化一级资质企业共有 1351 家，位于干旱半干旱 9 省市一级资质企业仅 115 家，占比仅为 8.51%，分布存在明显的地域差异。目前，内蒙古园林绿化一级资质企业仅有 9 家，西藏尚无一级资质企业，青海、甘肃、宁夏等 3 个省区合计仅有 6 家一级资质企业，公司作为该地区唯一上市公司，其生态修复业务发展潜力较大，在西北干旱半干旱地区具有较强的竞争优势。

图 15: 我国干旱半干旱 9 省市拥有城市园林绿化一级资质企业数量



资料来源: 中国园林网, 安信证券研究中心

4. 投资建议: 订单放量业绩弹性大, 估值处于较低区间

4.1. 业绩预估: 生态龙头拿单能力强, 收入实现较快增长

公司是中国草原生态修复的龙头企业和最大的天然牧草供应商, 分别于 2014 年 1 月、2016 年 4 月通过发行股份并支付现金的方式收购普天园林 70% 股权、鹭路兴 60% 股权, 布局地产园林、市政园林两大板块, 完善了公司园林工程业务方面的资质。作为内蒙古基建类唯一一家上市公司和区域龙头, 公司在区域内拿单能力居首位, 根据公司公开信息汇总, 公司 2016 年以来新签订单总量达 184 亿元, 是 2015 年营业收入的 10.4 倍, 其中 32.14 亿元订单为财政部示范项目订单质量很高。预计公司 2016-2018 年实现营业收入分别为 28.21 亿元、43.65 亿元、64.19 亿元, 同比增长 59.55%、54.7%、47.1%。

表 9: 分业务营业收入预测(单位: 百万元; %)

营业收入	2014	2015	2016E	2017E	2018E
工程施工	1510.71	1545.12	2549.45	4079.12	6118.68
YOY(%)	1.06	0.02	65%	60%	50%
设计	72.48	93.21	119.31	125.27	131.54
YOY(%)	8.38		28%	5%	5%
苗木销售	26.02	70.14	89.78	94.27	98.98
YOY(%)	4.33		28%	5%	5%
牧草销售	14.65	50.77	58.39	61.30	64.37
YOY(%)			15%	5%	5%
技术服务费			3.48	4.00	4.20
YOY(%)			15%	5%	5%
肥料销售	0.43	0.25	0.29	0.30	0.32
YOY(%)			15%	5%	5%
水土检测		0.19	0.20	0.21	0.22
YOY(%)			5%	5%	5%
工艺品销售			0.01	0.01	0.01
首蓿销售			5%	5%	5%
合计	1626.14	1768.40	2821.47	4364.74	6418.58
YOY(%)	117.67%	8.75%	59.55%	54.70%	47.06%

资料来源: WIND, 安信证券研究中心

4.2. 公司估值: 成长性较高, 估值处于较低区间

我们筛选 5 家与上市公司业务及规模较为接近可比公司, 利用 2017 年一致预期数据将 6 家上市公司进行比较, 2017 年一致预期净利润增速蒙草生态 97.86%, 在 6 家公司中增速仅次

于棕榈股份，2017 年动态 PE 为市场 6 家公司 PE 估值最低的一家。

表 10：同类园林公司估值情况（2017.4.6）

股票代码	证券简称	当前市值 (亿元)	营业收入 (亿元)	同比增速 (%)	净利润 (亿元)	同比增速 (%)	市盈率 PE
002775	文科园林	59.57	21.34	40.68	2.12	51.79	28.12
603007	花王股份	67.25	6.02	34.39	1.42	28.56	47.36
002431	棕榈股份	166.75	44.19	36.73	4.15	178.98	40.15
002717	岭南园林	103.34	40.69	58.47	3.99	52.91	25.91
300495	美尚生态	119.40	22.87	116.76	3.94	88.48	30.31
均值		103.26	27.02	57.41	3.12	80.14	34.37
300355	蒙草生态	158.92	26.23	79.45	5.69	97.86	27.93

资料来源：WIND，安信证券研究中心

4.3. 投资建议：订单保障业绩高增，首次覆盖给予买入-A 评级

公司是生态修补板块龙头企业、内蒙古唯一一家基建类上市公司，目前市值约 158.92 亿元。2014 年以来，得益于公司以较低价格收购优质园林资产，公司园林工程相关资质得到完善，公司 2016 年中标订单达到（含框架协议）金额 184.04 亿元，已达到 2015 年营收的 10.4 倍，公司在内蒙区域拿单能力居于首位，订单快速增长且质量很高，助力公司进入持续高增通道，我们预计公司 2016-2018 年营业收入增速分别为 59.5%、54.7%、47.1%；同期净利润增速分别为 105.5%、66.3%、47.2%，首次覆盖，给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 20 元，相当于 2017 年 36 的动态市盈率。

4.4. 风险提示：

经济下行风险、内蒙古 PPP 项目推进不及预期风险、订单落地不及预期风险、应收账款坏账风险等。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,626.1	1,768.4	2,821.5	4,364.7	6,418.6	成长性					
减:营业成本	1,119.4	1,194.0	1,890.1	2,878.5	4,215.7	营业收入增长率	117.7%	8.7%	59.5%	54.7%	47.1%
营业税费	48.7	45.2	83.8	123.9	179.0	营业利润增长率	85.7%	-4.6%	116.1%	71.2%	47.4%
销售费用	26.6	33.6	54.2	83.8	123.2	净利润增长率	60.2%	-4.5%	113.9%	65.9%	47.2%
管理费用	98.7	135.2	220.1	344.8	513.5	EBITDA 增长率	112.3%	-1.5%	87.8%	67.1%	51.1%
财务费用	50.1	45.0	56.0	96.2	188.5	EBIT 增长率	110.7%	-5.7%	99.4%	71.2%	52.9%
资产减值损失	69.7	113.5	79.1	87.4	93.3	NOPLAT 增长率	96.6%	-6.9%	100.8%	70.6%	53.1%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	89.5%	25.8%	53.7%	39.2%	50.4%
投资和汇兑收益	-0.2	0.9	0.2	0.3	0.5	净资产增长率	69.3%	40.1%	21.1%	18.9%	23.2%
营业利润	212.8	202.9	438.4	750.4	1,105.8	利润率					
加:营业外净收支	12.0	15.5	11.1	12.9	13.2	毛利率	31.2%	32.5%	33.0%	34.1%	34.3%
利润总额	224.8	218.4	449.5	763.3	1,119.0	营业利润率	13.1%	11.5%	15.5%	17.2%	17.2%
减:所得税	43.7	44.9	89.9	154.7	225.3	净利润率	10.3%	9.0%	12.1%	12.9%	13.0%
净利润	166.8	159.2	340.5	565.0	831.9	EBITDA/营业收入	17.4%	15.8%	18.6%	20.1%	20.6%
						EBIT/营业收入	16.2%	14.0%	17.5%	19.4%	20.2%
资产负债表						运营效率					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	固定资产周转天数	38	52	33	19	11
货币资金	399.5	666.9	225.7	349.2	513.5	流动营业资本周转天数	223	281	271	281	297
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	483	657	546	503	528
应收账款	2,075.5	2,534.4	4,084.1	5,955.6	9,561.8	应收账款周转天数	351	469	422	414	435
应收票据	1.5	2.1	3.2	5.0	7.4	存货周转天数	55	73	62	62	65
预付账款	8.7	27.0	22.7	47.6	65.7	总资产周转天数	584	820	656	569	571
存货	331.1	389.3	584.3	913.2	1,389.5	投资资本周转天数	296	403	357	334	331
其他流动资产	8.9	7.6	5.5	7.3	6.8	投资回报率					
可供出售金融资产	6.1	37.1	14.4	19.2	23.6	ROE	11.6%	7.7%	13.6%	19.0%	22.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	5.2%	3.8%	6.3%	7.5%	7.3%
长期股权投资	49.3	77.1	77.1	77.1	77.1	ROIC	22.9%	11.2%	18.0%	19.9%	21.9%
投资性房地产	11.4	-	-	-	-	费用率					
固定资产	235.2	271.9	245.1	218.2	191.4	销售费用率	1.6%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%
在建工程	31.2	91.7	91.7	91.7	91.7	管理费用率	6.1%	7.6%	7.8%	7.9%	8.0%
无形资产	51.3	102.6	99.3	95.9	92.5	财务费用率	3.1%	2.5%	2.0%	2.2%	2.9%
其他非流动资产	295.7	343.1	281.6	288.1	284.4	三费/营业收入	10.8%	12.1%	11.7%	12.0%	12.9%
资产总额	3,505.4	4,550.8	5,734.6	8,068.1	12,305.3	偿债能力					
短期债务	477.3	649.8	833.1	1,004.4	1,342.6	资产负债率	54.8%	51.2%	53.1%	60.3%	68.0%
应付账款	878.0	1,052.7	1,722.0	2,361.7	3,967.0	负债权益比	121.2%	104.9%	113.2%	152.2%	212.2%
应付票据	50.9	238.8	90.8	277.9	378.0	流动比率	1.61	1.65	1.71	1.85	1.93
其他流动负债	345.4	263.6	234.7	292.8	283.1	速动比率	1.42	1.47	1.51	1.62	1.70
长期借款	129.0	79.2	131.8	892.5	2,354.4	利息保障倍数	5.25	5.51	8.82	8.80	6.87
其他非流动负债	40.1	46.1	32.2	39.5	39.3	分红指标					
负债总额	1,920.6	2,330.1	3,044.6	4,868.7	8,364.4	DPS(元)	0.03	0.03	0.06	0.10	0.15
少数股东权益	143.5	164.3	182.5	225.4	285.9	分红比率	17.2%	20.0%	17.7%	18.3%	18.7%
股本	440.4	468.8	1,002.7	1,002.7	1,002.7	股息收益率	0.2%	0.2%	0.4%	0.7%	1.0%
留存收益	1,000.9	1,587.6	1,504.9	1,971.3	2,652.3						
股东权益	1,584.8	2,220.6	2,690.1	3,199.4	3,940.9						
						业绩和估值指标					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	EPS(元)	0.17	0.16	0.34	0.56	0.83
净利润	181.0	173.6	340.5	565.0	831.9	BVPS(元)	1.44	2.05	2.50	2.97	3.65
加:折旧和摊销	32.1	42.2	30.2	30.2	30.2	PE(X)	95.3	99.8	46.7	28.1	19.1
资产减值准备	69.7	113.5	-	-	-	PB(X)	11.0	7.7	6.3	5.3	4.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	-54.7	-111.2	-24.3	83.3	62.3
财务费用	50.9	45.3	56.0	96.2	188.5	P/S	9.8	9.0	5.6	3.6	2.5
投资损失	-0.2	-0.9	-0.2	-0.3	-0.5	EV/EBITDA	25.6	30.5	32.0	20.1	14.6
少数股东损益	14.3	14.4	19.2	43.6	61.9	CAGR(%)	49.8%	72.7%	51.3%	49.8%	72.7%
营运资金的变动	-236.1	-450.8	-1,144.0	-1,366.9	-2,405.9	PEG	1.9	1.4	0.9	0.6	0.3
经营活动产生现金流量	-64.0	84.5	-698.4	-632.2	-1,293.9	ROIC/WACC	2.2	1.1	1.8	2.0	2.2
投资活动产生现金流量	-352.5	-283.2	23.5	-5.0	-3.7	REP	1.8	3.5	2.8	1.9	1.3
融资活动产生现金流量	515.5	329.0	233.7	760.7	1,461.9						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

金嘉欣、苏多永声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心
深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034