

“蒙草抗旱”功在当代，利在千秋

——首次公开发行股票投资价值分析报告

蒙草股份

投资要点:

估值结论: 合理价值区间为 12.81 元~16.51 元, 价值中枢 14.41 元

我们预计公司 2012 年~2014 年全面摊薄 EPS 为 0.804 元、1.135 元、1.637 元。根据 DCF 估值模型计算: 公司合理投资价值区间为 12.81 元~16.51 元, 合理投资价值中枢为 14.41 元。PE 估值法得出: 公司合理价值区间为 14.07 元~17.58 元。综合上述 DCF 绝对估值与 PE 相对估值, 我们认为公司的合理价值区间为 12.81 元~16.51 元, 对应 2011 年静态 PE 为 24.63 倍~31.75 倍, 对应 2012 年动态 PE 为 15.93 倍~20.53 倍。

重大自然生态环境工程建设力度将继续加大

《经济和社会发展规划“十二五”规划纲要》明确提出: 继续实施天然林资源保护工程, 巩固和扩大退耕还林还草、退牧还草等成果, 推进荒漠化、石漠化和水土流失综合治理, 保护好林草植被和河湖、湿地; 继续实施京津风沙源治理工程, 完成一期工程, 启动二期工程, 进一步治理沙化土地; 实施退牧还草、南方草原开发利用和草原防灾减灾等工程, 建设草原围栏, **改良草原 3 亿亩, 人工种草 1.5 亿亩**; 实施森林、草原、湿地生态系统保护及建设工程, **治理沙化面积 250 万亩**。上述国家规划的治理目标, 将为公司未来发展提供较大的发展空间。

自然生态环境建设工程是公司主要的收入及利润来源

2011 年该业务收入占公司主营业务收入的 62%。并且在公司各业务板块中毛利率最高, 2011 年该业务毛利率为 36%。公司此次募投项目主要是为自然生态环境建设工程提供有力的用苗保障, 足以见得公司对该业务的重视程度。另外, 国家对生态环境建设及修复的投资力度也在逐年加大, 故我们预计公司该业务未来有望保持快速增长。

募投项目投产后, 公司自用苗木得以保障, 并将进一步增加对外销售

受限于现有苗圃面积和前期母本储备的需要, 公司自产苗木无法满足生态环境建设业务快速发展的需求, 特别是自产节水抗旱植物供应不足, 给生态环境建设工程带来施工难度, 增加设计的不确定性。另外, 项目投产后, 在满足公司工程施工用苗的基础上, 苗木外销有利于公司扩大蒙草的推广应用, 提高研发创新机制的运转效率, 保证公司的可持续发展。

分析师: 高震

投资咨询执业证书编号:

S0630511090001

联系信息: 010-59707103

gaozhen@longone.com.cn

发布日期: 2012 年 8 月 27 日

合理价值: 12.81 元~16.51 元

重要数据

发行前总股本 (万股)	10,262
发行规模 (万股)	3,436
发行日期	--
保荐机构	东海证券

募集资金投向

	金额(万元)
节水抗旱植物生产基地项目;	13,669.11
补充工程营运资金;	12,000.00
其他与主营业务相关的营运资金	--

正文目录

一、估值——合理价值区间 12.81 元~16.51 元	5
1、盈利预测与估值	5
2、DCF 绝对估值	5
3、PE 相对估值	6
二、“蒙草抗旱”——我国干旱半干旱地区节约型生态环境建设领先者	7
1、公司情况简介	7
2、公司股权结构及发行前后股权变化情况	8
三、我国干旱半干旱地区生态环境建设——“路漫漫其修远兮”	9
1、我国干旱半干旱地区生态环境现状	9
2、我国干旱半干旱地区生态环境建设初见成效	9
(1) 自然生态环境建设初见成效	9
(2) 城市园林景观建设成效较好	10
3、我国干旱半干旱地区生态环境建设仍然任重道远	10
(1) 水资源严重匮乏	10
(2) 土地荒漠化和沙化严重	11
(3) 生态环境建设水平明显落后	11
(4) 城市园林绿化企业资质参差不齐	12
四、生态环境建设行业未来前景广阔	12
1、城镇化建设为城市园林景观建设奠定了广阔空间	12
2、园林绿化投资快速增长	13
3、重大自然生态环境工程建设力度将继续加大	13
五、公司主要竞争优势	14
1、工程建设领域的竞争地位	14
(1) 植被存活率高、维护成本低	14
(2) 景观效果好、与自然环境相协调	15
(3) 多领域综合化施工能力	16
(4) 工程设计施工与植物配置相结合的技术创新能力	17
(5) 质量和品牌优势	17
2、蒙草培育领域的竞争地位	18
(1) 培育技术领先、市场优势领先	18
(2) 较大规模的研发实验设施配置及种植基地	20
(3) 丰富充足的植物品种及种质资源储备	21
六、财务数据分析	21
1、应收账款占营业收入比例逐年提高，但是符合行业及公司所在区域的特性	21
2、公司资产周转情况运行正常	22
3、公司毛利率处于行业内较高水平	23
4、收入快速增长致使期间费用率增长明显，但与同类上市公司相比仍处于较低水平	24

七、募投项目分析	25
八、风险提示	25
1、经营性现金流量净额较低的风险	25
2、应收账款发生坏账的风险	25
3、市场竞争的风险	26
4、核心技术可能泄密的风险	26
5、极端自然灾害的风险	26

图表目录

图 1. 近三年公司净利润增长情况(单元: 万元)	8
图 2. 2011 年公司主营业务构成	8
图 3. 公司股权结构图	8
图 4. 我国干旱与半干旱地区分布图	9
图 5. 干旱半干旱地区城市园林景观建设成果	10
图 6. 半干旱与干旱地区国家园林城市数量	10
图 7. 我国人均水资源占有量分布图	11
图 8. 我国国土荒漠化和沙化情况	11
图 9. 干旱与半干旱地区生态环境建设水平与全国水平比较	12
图 10. 2011 年干旱与半干旱地区城市园林绿化一级资质企业分布图	12
图 11. 我国城镇化率情况	13
图 12. 干旱与半干旱地区园林绿化投资金额 (单元: 亿元)	13
图 13. 财政投入矿山生态环境恢复治理资金情况 (单元: 亿元)	14
图 14. 沙漠地区防风固沙绿化技术工程	15
图 15. 盐碱地绿化改良施工技术	15
图 16. 边坡绿化保护技术 (蒙草夏初、夏末、初秋、深秋颜色变化)	16
图 17. 公司生态环境建设工程主要覆盖区域	17
图 18. 已驯化植物 (左、右图分别为二色补血草、地榆)	19
图 19. 野生乡土植物引种驯化业务流程图	19
图 20. 植物组织培养流程图	20
图 21. 分子生物学培养技术流程图	20
图 22. 同类上市公司综合毛利率比较	23
图 21. 同类上市公司工程业务毛利率比较	23
图 24. 同类上市公司期间费用率比较	24
图 25. 同类上市公司净利率比较	24
表 1. 分业务盈利预测 (单位: 万元)	5
表 2. FCFE 估值假设	6
表 3. 敏感性测试结果表	6

表 4. 同类可比上市公司盈利预测与估值比较	6
表 5. 公司所处行业各指数滚动 PE (2012 年 6 月 15 日)	7
表 6. 发行前后公司股本结构变化情况表	8
表 7. 公司生态环境建设工程业务主要覆盖领域	16
表 8. 近年来公司获得的主要荣誉和奖项	18
表 9. 近三年公司应收账款情况 (单位: 万元)	21
表 10. 蒙草抗旱主要采取的工程进度收款模式	21
表 11. 同行业可比公司 2010 年末的资金循环内资产结构情况	22
表 12. 公司资产周转能力主要财务指标	22
表 13. 与同行业可比公司对比 2010 年资产周转指标	23
表 14. 工程施工行业上市公司 2010 年度综合毛利率对比表	24
表 15. 募集资金投资项目	25
表 16. 财务报表及预测	27

一、估值——合理价值区间 12.81 元 ~ 16.51 元

1、盈利预测与估值

自然生态环境建设工程是公司主要的收入及利润来源，2011 年该业务收入占公司主营业务收入的 62%，并且在公司各业务板块中毛利率最高，2011 年该业务毛利率为 36%。公司此次募投项目主要是为自然生态环境建设工程提供有力的用苗保障，足以见得公司对该业务的重视程度。另外，国家对生态环境建设及修复的投资力度也在逐年加大，故我们预计公司该业务未来有望保持快速增长。

表 1. 分业务盈利预测 (单位: 万元)

分业务收入	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
自然生态环境建设工程	25,845.25	31,123.43	44,260.84	62,875.72	88,576.17
增长率	58.50%	20.42%	42.21%	42.06%	40.88%
城市园林景观建设工程	9,332.84	17,050.47	21,449.48	25,427.68	31,001.66
增长率	25.28%	82.69%	25.80%	18.55%	21.92%
苗木销售	1,029.08	1,248.98	1,702.34	2,773.93	5,061.50
增长率	75.26%	21.37%	36.30%	62.95%	82.47%
工程设计	496.55	528.41	680.94	1,155.80	1,898.06
增长率	136.72%	6.42%	28.87%	69.74%	64.22%
收入合计	36,703.72	49,951.29	68,093.60	92,464.30	126,537.39
增长率	49.42%	36.09%	36.32%	35.79%	36.85%
分业务成本	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
自然生态环境建设工程	16,827.01	20,012.01	27,946.42	39,255.20	54,283.57
增长率	34.97%	18.93%	39.65%	40.47%	38.28%
城市园林景观建设工程	7,022.48	12,625.72	16,012.04	18,905.48	23,096.24
增长率	18.08%	79.79%	26.82%	18.07%	22.17%
苗木销售	713.02	933.84	1,208.66	1,858.53	3,289.97
增长率	55.23%	30.97%	29.43%	53.77%	77.02%
工程设计	361.64	391.79	503.89	843.74	1,366.60
增长率	55.48%	8.34%	28.61%	67.44%	61.97%
成本合计	24,924.15	33,963.36	45,671.01	60,862.95	82,036.38
增长率	30.45%	36.27%	34.47%	33.26%	34.79%

资料来源: 东海证券研究所

此次发行完成后，公司总股本为 13,697.7 万股，按此计算公司 2011 年扣除非经常性损益后，全面摊薄每股收益为 0.52 元。根据上表预测，我们预计公司 2012 年 ~ 2014 年全面摊薄 EPS 为 0.804 元、1.135 元、1.637 元。

2、DCF 绝对估值

我们采取三阶段 FCFE 估值法，假设第二阶段增长率为 5%、永续增长率为 2%。具体估值假设详见下表。

表 2. FCFF 估值假设

假设	数值
无风险利率 Rf	3.50%
风险溢价 Rm	8.75%
Kd	4.50%
Ke	9.28%
税率	25.00%
β	1.10
WACC	9.09%
第二阶段增长率	5.00%
永续增长率 g	2.00%

资料来源：东海证券研究所

根据 DCF 估值模型，当永续增长率在 1.25%~2.75% 区间、WACC 在 8.09%~10.09% 的区间时，公司合理投资价值区间为 12.81 元~16.51 元，合理投资价值中枢为 14.41 元。

表 3. 敏感性测试结果表

WACC	长期增长率 (g)				
	1.25%	1.50%	2.00%	2.50%	2.75%
8.09%	16.09	16.46	17.28	18.24	18.79
8.59%	14.77	15.07	15.73	16.51	16.94
9.09%	13.61	13.86	14.41	15.04	15.40
9.59%	12.61	12.81	13.27	13.79	14.08
10.09%	11.72	11.89	12.27	12.71	12.94

资料来源：东海证券研究所

3、PE 相对估值

目前 A 股上市公司中，有 4 家公司与蒙草股份的自然生态环境建设工程具有可比性，包括东方园林、棕榈园林、铁汉生态、普邦园林，上述 4 家可比公司 2011 年、2012 年平均 PE 为 41.79 倍、25.11 倍。在整个装饰园林板块中，还有金螳螂、洪涛股份、亚夏股份、广田股份 4 家装饰类公司，与蒙草股份业务相似具有一定的参考价值。上述 4 家公司 2011 年、2012 年平均 PE 为 37.76 倍、24.99 倍。整个装饰园林板块 8 家上市公司 2011 年、2012 年平均 PE 为 39.78 倍、25.05 倍。

表 4. 同类可比上市公司盈利预测与估值比较

证券代码	证券简称	收盘价 (8 月 24 日)	EPS-最新股本摊薄			PE		
			2011A	2012E	2013E	2011A	2012E	2013E
002310.SZ	东方园林	58.65	1.49	2.56	3.83	39.36	22.91	15.31
002431.SZ	棕榈园林	23.15	0.72	1.11	1.59	32.15	20.86	14.56
300197.SZ	铁汉生态	33.78	0.67	1.18	1.77	50.42	28.63	19.08
002663.SZ	普邦园林	43.43	0.96	1.55	2.34	45.24	28.02	18.56
可比园林类公司平均值		--	--	--	--	41.79	25.11	16.88

002081.SZ	金螳螂	36.94	0.94	1.46	2.01	39.30	25.30	18.38
002325.SZ	洪涛股份	14.36	0.30	0.48	0.70	47.87	29.92	20.51
002375.SZ	亚厦股份	23.37	0.71	1.09	1.51	32.92	21.44	15.48
002482.SZ	广田股份	17.01	0.55	0.73	1.30	30.93	23.30	13.08
可比装饰类公司平均值		--	--	--	--	37.76	24.99	16.86
可比公司平均值		--	--	--	--	39.78	25.05	16.87

资料来源：Wind 资讯、东海证券研究所

公司估值上轨可参考上述 8 家同类可比公司 2011 年平均 PE 水平，在此基础上给予 15% 的折价，即 33.81 倍，对应公司 2011 年扣非摊薄每股收益 0.52 元计算，价格为 17.58 元；在估值上轨的基础上折价 20% 为公司估值下轨，即 27.05 倍，对应公司 2011 年扣非摊薄每股收益 0.52 元计算，价格为 14.07 元。即合理投资价值区间为 14.07 ~ 17.58 元。

表 5. 公司所处行业各指数滚动 PE (2012 年 8 月 24 日)

最近一个月平均滚动 PE (倍)		加权平均滚动 PE (倍)					
E0199	中证行业指数	E01	沪深两市	深市主板	深圳市场	中小板	创业板
其他土木工程建筑业	16.61	土木工程建筑业	9.96	13.12	28.30	34.93	43.58

资料来源：中证指数有限公司、深圳证券信息有限公司、东海证券研究所

估值结论: 综合上述 DCF 绝对估值与 PE 相对估值，我们认为公司的合理价值区间为 12.81 元 ~ 16.51 元，对应 2011 年静态 PE 为 24.63 倍 ~ 31.75 倍，对应 2012 年动态 PE 为 15.93 倍 ~ 20.53 倍。

虽然公司估值高于中证行业指数估值，但是我们认为该情况较为合理，主要理由是：公司分属于中证行业“其他土木工程建筑业”，该行业所含公司中大多数为传统建筑类公司，在二级市场中估值较低，故中证指数中该行业平均滚动 PE 较低。表 4 中我们列出了与公司业务可比性较强的上市公司估值情况，4 家园林公司 2011 年平均 PE 为 41.79 倍，公司 2011 年静态 PE 为 24.63 倍 ~ 31.75 倍。总体来看公司的估值水平与表 4 中所列公司相比处于较低水平，故我们认为公司估值区间尚算合理。

二、“蒙草抗旱”——我国干旱半干旱地区节约型生态环境建设领先者

1、公司情况简介

公司立足于我国干旱半干旱地区生态环境现状，培育并运用蒙草进行节约型生态环境建设，是该地区生态环境建设的领先者。公司突破传统绿化模式的束缚，针对该地区绿化工程普遍存在的植被存活率低、维护成本高、可持续性差等主要问题，通过综合运用工程施工技术，革新应用优良抗逆性植物，提高了工程建设中植被的存活率，降低了资源消耗和资金投入，探索出了“蒙草抗旱”节约型生态环境建设的发展模式。不仅使公司实现了差异化竞争、提高了产品和服务的附加值，同时赢得了广大客户的认可、开辟了广阔的市场空间，而且对我国生态环境建设具有重要意义。

图 1. 近三年公司净利润增长情况(单位: 万元)

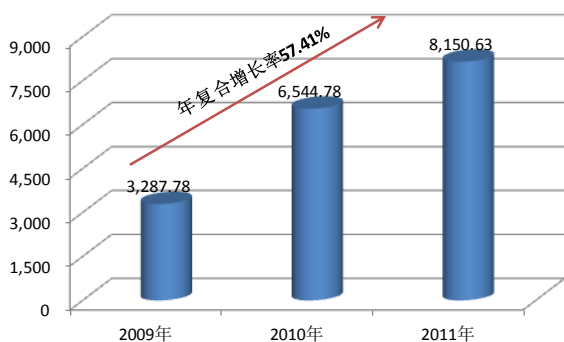
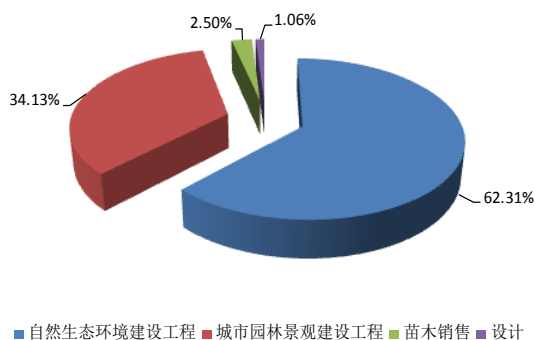


图 2. 2011 年公司主营业务构成

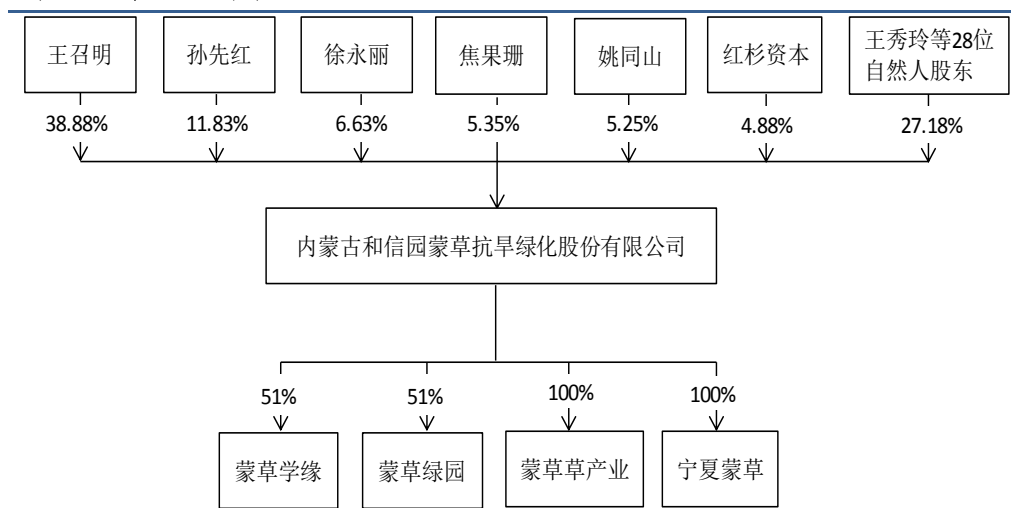


资料来源: 招股说明书、东海证券研究所

2、公司股权结构及发行前后股权变化情况

王召明为公司控股股东、实际控制人。此次发行前, 王召明持有发行人 3,989.68 万股, 占公司总股本 38.88%, 现任公司董事长兼总经理。

图 3. 公司股权结构图



资料来源: 招股说明书、东海证券研究所

表 6. 发行前后公司股本结构变化情况表

股东名称	发行前		发行后	
	持股数 (万股)	持股比例	持股数 (万股)	持股比例
王召明	3,989.68	38.88%	3,989.68	29.13%
孙先红	1,214.16	11.83%	1,214.16	8.86%
徐永丽	680.68	6.63%	680.68	4.97%
焦果珊	549.12	5.35%	549.12	4.01%
姚同山	539.00	5.25%	539.00	3.93%
红杉资本	500.30	4.88%	500.30	3.65%

王秀玲等 28 位自然人股东	2,789.13	27.18%	2,789.13	20.36%
本次公开发行的股份	-	-	3,436.00	25.08%
总股本	10,261.70	100.00%	13,697.70	100.00%

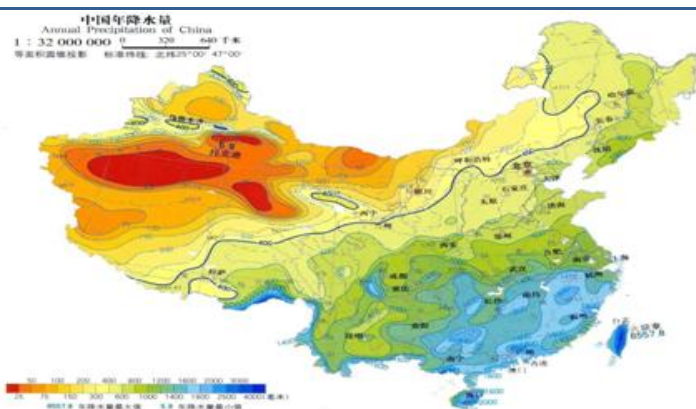
资料来源：招股说明书、东海证券研究所

三、我国干旱半干旱地区生态环境建设——“路漫漫其修远兮”

1、我国干旱半干旱地区生态环境现状

我国干旱半干旱地区是指年降水量在 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、河北大部和吉林、辽宁二省的西部，总面积约 470.48 万平方公里，约占我国国土面积的 49%。下图为我国干旱半干旱地区分布情况（图中蓝色粗线为干旱半干旱地区与其他地区的分界线）：

图 4. 我国干旱与半干旱地区分布图



资料来源：招股说明书、东海证券研究所

干旱半干旱地区是降水量少、干旱高寒、风沙大、土地荒漠化和沙化严重、水资源严重匮乏、自然条件恶劣，我国生态环境最脆弱的地区。该地区立地条件差，绿化难度大，植树种草成活率低；干旱、风沙等自然灾害危害大，灌溉条件差，补植补造和抚育措施很难跟上，维护成本高。

现有的生态环境建设工程仍以片面追求树种高档化、不必要的反季节种树，以及引种不适合本地生长的外来植物品种为主，进行违背生态发展和建设规律的高投入、重复式工程建设，使自然环境和生态资源遭到了破坏，生态效应难以持久。进行节约型生态环境建设是解决上述问题的关键，是我国生态环境建设事业可持续发展的方向。

2、我国干旱半干旱地区生态环境建设初见成效

(1) 自然生态环境建设初见成效

我国政府高度重视生态环境保护工作，加大了生态环境建设力度，先后实施了“三北”防护林、退耕还林、京津风沙源治理等重点生态工程，自然生态环境得到了有效保护和初步改善。“三北”防护林工程造林 2,400 多万公顷，工程区森林覆盖率提高了一倍；退耕还林工程造林 2,600 多万公顷，工程区森林覆盖率提

高两个多百分点;全国沙化面积由 20 世纪末的年均扩展约 3,436 平方公里变为目前的年均缩减约 1,283 平方公里;全国综合防治水土流失 54 万平方公里,治理“三化”草地面积 10.2 万平方公里。

(2) 城市园林景观建设成效较好

2001 年,国务院《关于加强城市绿化建设的通知》有力地推动了我国城市园林景观建设的发展。我国干旱半干旱地区城市建成区绿化覆盖面积、建成区绿地面积等城市绿化指标实现了快速增长。2010 年该地区城市建成区绿化覆盖面积为 23.23 万公顷,比 2000 年的 8.9 万公顷增加了 14.33 万公顷,增长了 161.01%;建成区绿地面积 20.59 万公顷,比 2000 年的 6.71 万公顷增加了 13.88 万公顷,增长了 206.86%;建成区绿化覆盖率为 34.38%,比 2000 年的 21.99%,增长了 12.39 个百分点;建成区绿地率为 31.07%,比 2000 年的 17.34%,增长了 13.73 个百分点;人均公园绿地面积 10.43 平方米,比 2000 年的 3.99 平方米,增加了 6.44 平方米。

住建部开展的“园林城市”和“生态园林城市”创建活动,为加强城市生态文明建设发挥了重要作用。截至 2011 年 2 月 8 日,该地区已经有 29 座城市获得了“国家园林城市”称号。

图 5. 干旱半干旱地区城市园林景观建设成果

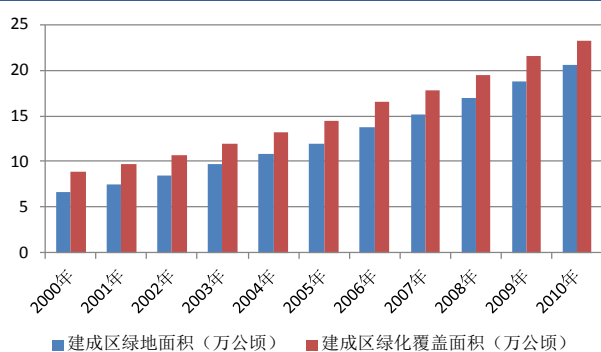
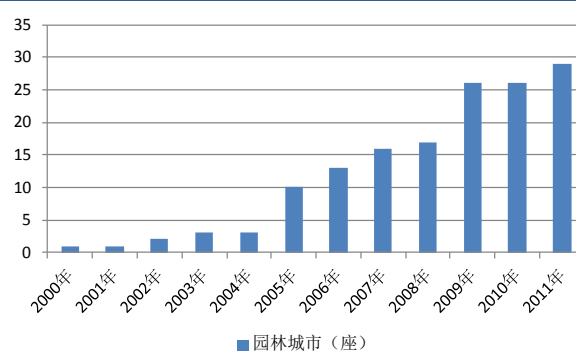


图 6. 半干旱与干旱地区国家园林城市数量



资料来源:中国城市建设统计年鉴、中华人民共和国住房和城乡建设部网站、东海证券研究所

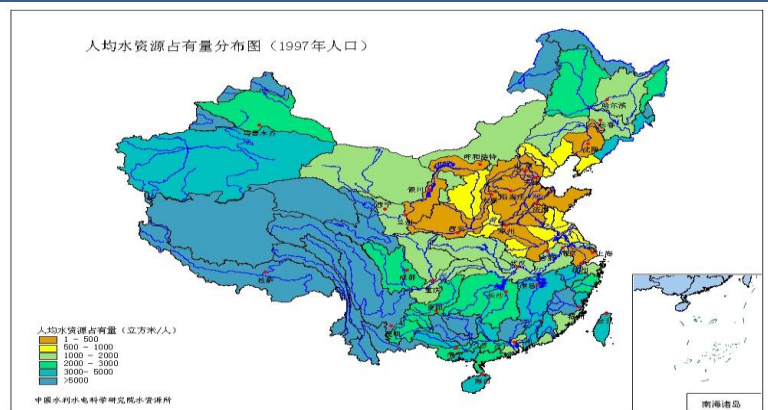
3、我国干旱半干旱地区生态环境建设仍然任重道远

改革开放以来,虽然我国政府加大了资金投入、实施了若干重大生态环境建设工程、积极推动城市园林景观建设,但是受到自然条件的制约以及人类生产活动的影响,干旱半干旱地区生态环境继续恶化的趋势尚未根本改变,生态环境建设仍然任重道远。

(1) 水资源严重匮乏

我国是一个水资源短缺的国家,人均水资源量约为 2,200 立方米,约为世界平均水平的四分之一,正常年份全国缺水量将近 400 亿立方米。2008 年底,我国 655 个城市中有近 400 个城市缺水,其中约 200 个城市严重缺水。

图 7. 我国人均水资源占有量分布图

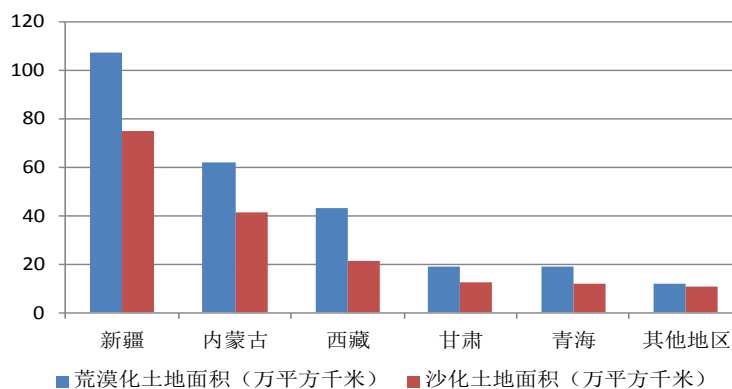


资料来源：招股说明书、东海证券研究所

(2) 土地荒漠化和沙化严重

截至 2009 年底，全国荒漠化土地总面积 262.37 万平方公里，占国土总面积的 27.33%，沙化土地面积为 173.11 万平方公里，占国土总面积的 18.03%，主要分布在新疆、内蒙古、西藏、甘肃、青海 5 省区，荒漠化土地面积占全国荒漠土地总面积的 95.48%、沙化土地面积占全国沙化土地总面积的 93.69%。严重的土地荒漠化和沙化导致沙尘暴等天气灾害频发，根据中国气象局统计，1961 年至 2000 年全国发生沙尘暴 58,000 余次。

图 8. 我国国土荒漠化和沙化情况



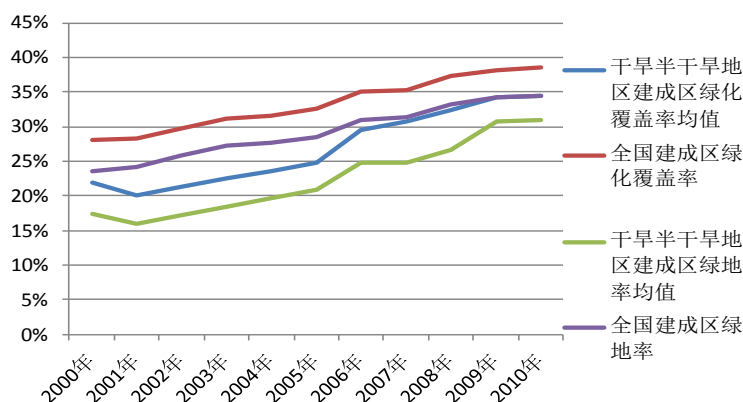
资料来源：《中国荒漠化和沙化状况公报》、国家林业局，2011 年 1 月、东海证券研究所

(3) 生态环境建设水平明显落后

我国干旱半干旱地区生态环境建设水平受到自然条件恶劣、绿化基础条件差等因素的制约，与全国平均水平相比仍存在较大差距。截至 2010 年，全国仍有 24 个城市人均公园绿地面积低于 3 平方米，其中 6 个城市处于该地区；有 6 个城市建成区绿化覆盖率不足 10%，其中 3 个城市处于该地区。

截至 2011 年，全国有“国家生态园林城市”称号城市 12 个，没有 1 个城市位于该地区；全国有“国家园林城市”称号城市 204 个，位于该地区的城市仅有 29 个，该地区“国家园林城市”占全国“国家园林城市”的比例仅为 14.22%。

图 9. 干旱与半干旱地区生态环境建设水平与全国水平比较

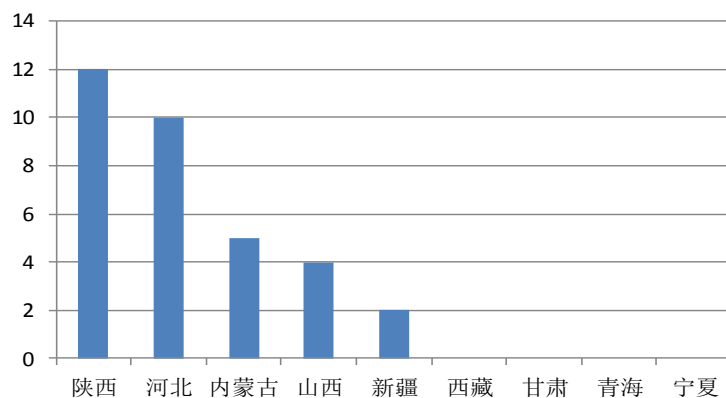


资料来源：中国城市建设统计年鉴、东海证券研究所

(4) 城市园林绿化企业资质参差不齐

生态环境建设涉及众多业务领域，部分业务领域管理体制尚未健全，未有明确的行业准入要求和企业资质标准。相对而言，城市园林绿化管理体制较为健全，截至 2011 年 12 月 13 日，全国具备城市园林绿化一级资质企业共有 596 家，其中该地区有 33 家。该地区城市园林绿化一级企业分布也存在着明显的地域差异。目前，内蒙古园林绿化一级资质企业仅有 5 家，甘肃、宁夏、青海、西藏等 4 个省区尚无一级资质企业，具体情况见下图：

图 10. 2011 年干旱与半干旱地区城市园林绿化一级资质企业分布图



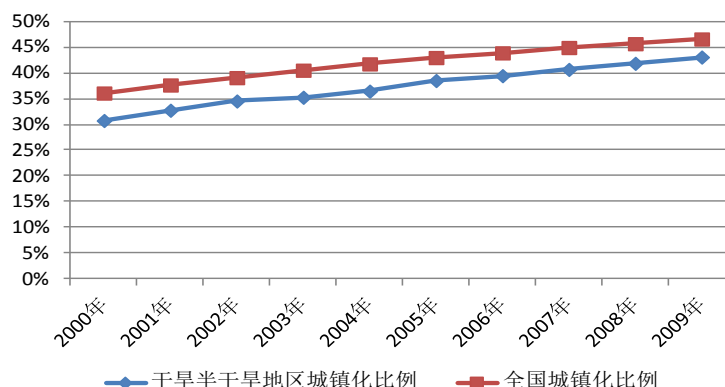
数据来源：中华人民共和国住房和城乡建设部网站、东海证券研究所

四、生态环境建设行业未来前景广阔

1、城镇化建设为城市园林景观建设奠定了广阔空间

随着国民经济的快速增长，我国城镇化率以每年 1% 的速度提升，2009 年城镇化率达到 46.6%，城镇人口超过 6.2 亿，比 2008 年的 45.7% 提高了近 1 个百分点。干旱半干旱地区城镇化水平低于全国城镇水平，但是也表现了较快的增长，与全国城镇化水平的差距在缩小。

图 11. 我国城镇化率情况



资料来源：中国统计年鉴以及干旱半干旱地区各省份、自治区统计年鉴、东海证券研究所

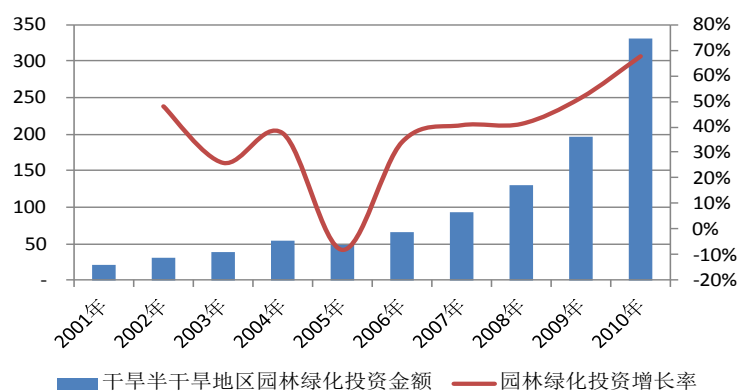
《国民经济和社会发展“十二五”规划纲要》提出，在“十二五”期间“积极稳妥推进城镇化”。通常城市化快速发展的趋势或会保持 15 至 20 年左右的时间，“十二五”期间，我国的城镇化水平预计将超过 50%。快速的城镇化为我国城市园林景观建设奠定了广阔的空间。

2、园林绿化投资快速增长

《国务院关于进一步推进西部大开发的若干意见》在指导西部地区经济发展的同时，也明确提出“生态建设和环境保护是西部大开发的重要任务和切入点。加强西部地区生态建设和环境保护，关系农民当前生计和长远利益，关系全国能否实现可持续发展。”

干旱半干旱地区各级政府响应号召，积极开展城市园林景观建设，园林绿化投资实现了高速增长。该地区城市园林绿化固定资产投资额由 2000 年的 21.88 亿元，增长到 2010 年 330.50 亿元，10 年间增长了 15 倍。

图 12. 干旱与半干旱地区园林绿化投资金额 (单元: 亿元)



资料来源：中国城市建设统计年鉴、东海证券研究所

3、重大自然生态环境工程建设力度将继续加大

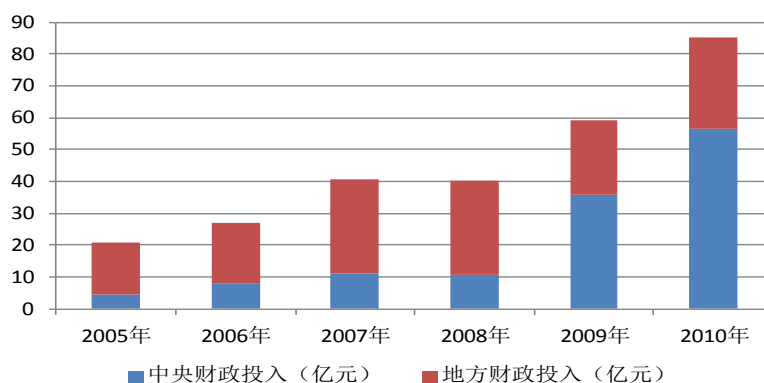
干旱半干旱地区植被总体上仍处于初步恢复阶段，自我调节能力仍较弱，稳定性仍较差，难以在短期内形成稳定的生态系统，国家将继续实施重大自然生态环境建设工程，巩固已有成果，继续稳定生态体系。

今年1月9日，国务院通过《西部大开发“十二五”规划》，明确指出西部地区仍是我国区域发展的“短板”，是全面建设小康社会的难点和重点，继续加大生态建设和环境保护力度，从源头上扭转生态恶化趋势；加强环境综合治理和节能减排，大力发展循环经济。

《经济和社会发展规划“十二五”规划纲要》也明确提出：继续实施天然林资源保护工程，巩固和扩大退耕还林还草、退牧还草等成果，推进荒漠化、石漠化和水土流失综合治理，保护好林草植被和河湖、湿地；继续实施京津风沙源治理工程，完成一期工程，启动二期工程，进一步治理沙化土地；实施退牧还草、南方草原开发利用和草原防灾减灾等工程，建设草原围栏，改良草原3亿亩，人工种草1.5亿亩；实施森林、草原、湿地生态系统保护及建设工程，治理沙化面积250万亩。上述国家规划的治理目标，将为公司未来发展提供较大的发展空间。

另外，公司所在区域正是我国实施重大生态环境建设工程的核心区域，“三北”防护林、退耕还林、京津风沙源治理、防沙治沙、水土保持、矿山环境治理等重大工程都集中于此，市场巨大。以矿山地质环境恢复治理为例，中央和地方政府逐年加大了矿山生态环境恢复治理资金投入，2010年中央财政专项资金和地方财政合计投入85.05亿元，是2005年的3.14倍。

图 13. 财政投入矿山生态环境恢复治理资金情况 (单元: 亿元)



资料来源：中国国土资源公报、中华人民共和国国土资源部、东海证券研究所

五、公司主要竞争优势

1、工程建设领域的竞争地位

(1) 植被存活率高、维护成本低

蒙草是公司对主要从内蒙古草原、荒漠通过引种、驯化野生乡土植物，选育的用于生态环境建设的具有节水抗旱、耐寒、耐盐碱、耐贫瘠等抗逆性特征的多年生植物的统称，也泛指该地区具有上述抗逆性特征的乡土植物，节水抗旱是蒙草的显著特性。

公司立足于该地区生态环境现状，培育并运用蒙草进行节约型生态环境建设。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。通过多年生态环境建设的技术积累，公司掌握了沙漠地区防风固沙绿化技术、盐碱地绿化改良施工技术等多业务领域的设计、施工和植被配置技术。

图 14. 沙漠地区防风固沙绿化技术工程



资料来源：招股说明书、东海证券研究所

图 15. 盐碱地绿化改良施工技术



资料来源：招股说明书、东海证券研究所

(2) 景观效果好、与自然环境相协调

在生态环境建设工程中，公司广泛使用了抗逆性强、适应性好、该地特色鲜明的乡土植物，大力推广应用宿根花卉和自播能力较强的地被植物，积极利用自然植物群落和野生植被，营造出具有浓郁地方特色和郊野气息的自然景观，与周边环境及生态保持自然和谐。

公司对工程景观效果的营造，一方面充分利用本地区乡土植物枝、叶、花、果色彩艳丽、自然丰富的特点，展现其观赏性；另一方面尊重自然规律进行植物配置，形成单色表现、多色配合、逐层过渡的色彩构图，体现出植物四季色相的变化与搭配，营造出自然和谐、特色鲜明的景观效果。

图 16. 边坡绿化保护技术 (蒙草夏初、夏末、初秋、深秋颜色变化)



资料来源：招股说明书、东海证券研究所

(3) 多领域综合化施工能力

公司多业务领域施工能力，满足了生态环境建设的多样性市场需求，摆脱了传统园林绿化业务的单一性，拓展了市场空间，形成了多业务领域齐头并进、均衡发展的良好格局，增强了公司盈利能力和抗风险能力。

表 7. 公司生态环境建设工程业务主要覆盖领域

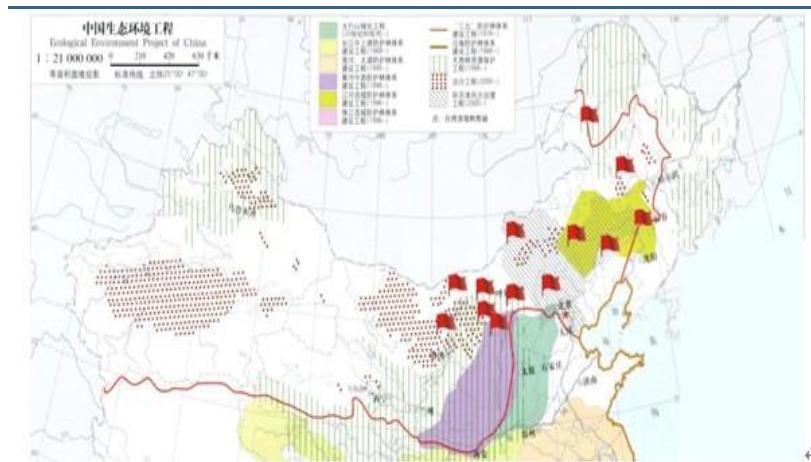
分类	业务领域	代表性工程
自然生态环境建设	防沙治沙	乌海市甘德尔山治沙造林绿化工程
	荒山造林	鄂尔多斯东胜区荒山造林绿化和森林植被恢复工程
	河道治理	包头市昆都仑河综合治理园林绿化工程
	退耕还林	巴彦淖尔市乌拉特后旗 2009 年天然林资源保护、退耕还林和防护林工程
	盐碱地绿化改良	巴彦淖尔市乌拉特后旗巴音宝力格镇东南环景观带绿化工程
	矿山地质环境恢复治理	鄂尔多斯市神华准能露天矿排土场复垦工程
城市园林景观建设	边坡绿化保护	鄂尔多斯市杭锦旗独贵镇黄河护堤绿化工程
	城市中心区园林景观	内蒙古博物馆、乌兰恰特剧院园林景观建设工程
	房地产园林景观	呼和浩特麻花板山水新村住宅小区总体绿化工程
	企事业单位园林景观	中粮可口可乐厂区绿化工程

资料来源：招股说明书、东海证券研究所

下图红旗所标识的是公司生态环境建设工程的主要所在地，覆盖了中国重大生态环境建设工程的核心区域，包括治沙工程、京津风沙源治理工程、“三北”防护林体系建设工程等，这些区域是我国生态环境建设的

重点和难点地区。

图 17. 公司生态环境建设工程主要覆盖区域



资料来源：招股说明书、东海证券研究所

(4) 工程设计施工与植物配置相结合的技术创新能力

公司在生态环境建设的工程实施中,高度重视设计施工与植物配置相结合技术的持续性应用研究和创新,使工程建设和植被配置互相匹配、相得益彰,符合当地自然环境特点,能对生态环境起到修复和改善的作用,实现生态效应的可持续性。不仅有效解决了干旱半干旱地区,复杂环境下工程施工的难题,也对已造成破坏的生态环境进行修复,同时起到美化自然环境的作用。

为保障及提高工程建设的质量与技术水平,公司设立了技术服务部,聘用了经验丰富、技术全面的专业人员,从事工程施工技术的研发与支持,引进吸收推广应用先进技术,在提高工程质量与施工效率、提高植物存活率、降低维护成本方面,进行了积极的研究创新工作。公司还将进一步研发水土保持、地质灾害治理、煤矿排土场治理等工程施工和植物配置技术。目前,公司已取得“盐碱地排盐降碱用排盐碱管”、“植物保护草席”和“彩色生态护坡砌块”等三项实用新型专利,“黄河内蒙古段护堤水土保持与植物配置技术研究项目”已被呼和浩特市科学技术局列入 2011 年度科技计划项目。

(5) 质量和品牌优势

公司高度重视质量管理,对生态环境建设工程设计、工程施工、物资采购等业务环节实施流程控制和质量管管理,建立了质量管理制度及评审方法、制定了完善的技术标准规范体系和较为全面的质量管理手册。发行人已取得 ISO9001 质量管理体系认证、ISO14001 环境管理体系认证和 GB/T28001-2001 职业健康安全管理体系认证。

品牌建设作为企业发展的重要基础,公司始终致力于通过和信文化、质量保证、完善服务等方式进行长期品牌积累,公司已经在该地区生态环境建设行业内形成了一定的品牌优势,“和信园”和“蒙草抗旱”在该地区具有良好的知名度与口碑。

表 8. 近年来公司获得的主要荣誉和奖项

时间	奖项 / 荣誉	授予单位
2008.03	内蒙古自治区成立六十周年突出贡献奖	呼和浩特金桥经济开发区管委会
2008.06	中国西部最具影响力景观公司	内蒙古自治区品牌协会
2009.12	最具发展潜力奖	成长中国高峰年会组委会
2010.02	2009 年度优秀园林施工企业奖	乌海市委、市政府
2010.04	知名中国品牌特别奖	中美企业峰会
2010.11	呼和浩特 2010 年度市级守合同重信用企业	呼和浩特市工商局
2010.12	2010 年度内蒙古自治区诚信企业	内蒙古党委宣传部、金融办、发改委、财政厅等 13 部门
2010.12	2010 年度东北地区四省（区）诚信示范企业	内蒙古自治区、辽宁省、黑龙江省、吉林省信用主管部门
2011.02	2010 年度优秀生态环境建设企业	包头市九原区建设局
2011.03	全旗城镇建设改造先进企业	中共鄂托克旗委员会、鄂托克旗人民政府
2011.03	2010 年度纳税企业突出贡献奖	中共和林格尔县委员会、和林格尔县人民政府
2011.03	全区城市建设工作优秀施工企业	乌海市海勃湾区人民政府
2011.05	呼和浩特市科技创新优秀企业	中共呼和浩特市委委员会、呼和浩特市人民政府
2011.08	2011 年度全国十佳花木种植企业	中国花卉协会
2011.10	内蒙古民营企业 100 强	内蒙古自治区工商联合会
2011.12	“精神、技术”双优奖	呼伦贝尔市海拉尔区园林管理处
2012.03	2011 年度城市绿化突出贡献奖	中共集宁区委员会、集宁区人民政府

资料来源：招股说明书、东海证券研究所

2、蒙草培育领域的竞争地位

(1) 培育技术领先、市场优势领先

培育技术领先

经过多年研究，公司具有领先的野生乡土植物培育技术，主要包括：

①野生乡土植物引种驯化技术

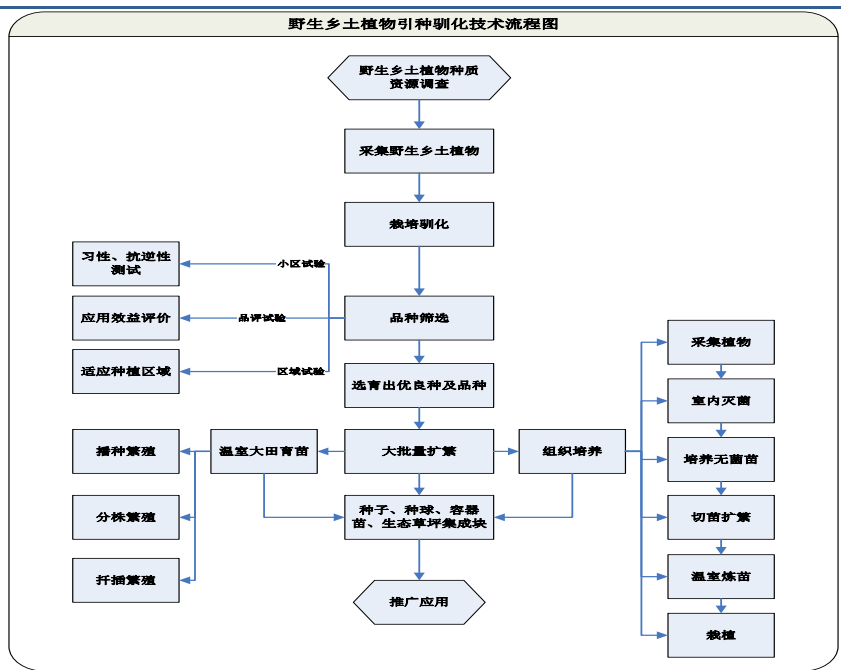
目前公司已经从内蒙古草原、荒漠地区选择了近百种野生乡土植物进行引种驯化，已有四十余种植物应用于干旱半干旱地区生态建设，还有二十余种植物正处于试验阶段，将陆续在生态环境建设中推广应用。公司研发培育的二色补血草和地榆已进入全国草品种认证区域性实验阶段。

图 18. 已驯化植物（左、右图分别为二色补血草、地榆）



资料来源：招股说明书、东海证券研究所

图 19. 野生乡土植物引种驯化业务流程图

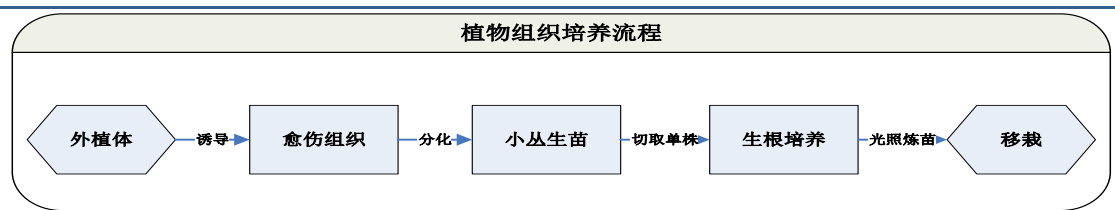


资料来源：招股说明书、东海证券研究所

②组培技术

公司通过组培技术，改变了植物自然繁殖缓慢的特性，通过在适宜条件下对外植体进行组织培养，实现植物全年不间断的生长繁殖，极大的提高了繁殖能力。公司具有设备齐全的组培实验室和智能温室，可以全年不间断进行生产，具备每年 50 万株种苗的生产能力。目前，该技术已普遍应用于卷丹、黄百合、百里香系列、著草系列、萎陵菜系列、石竹系列等植物的培育。

图 20. 植物组织培养流程图

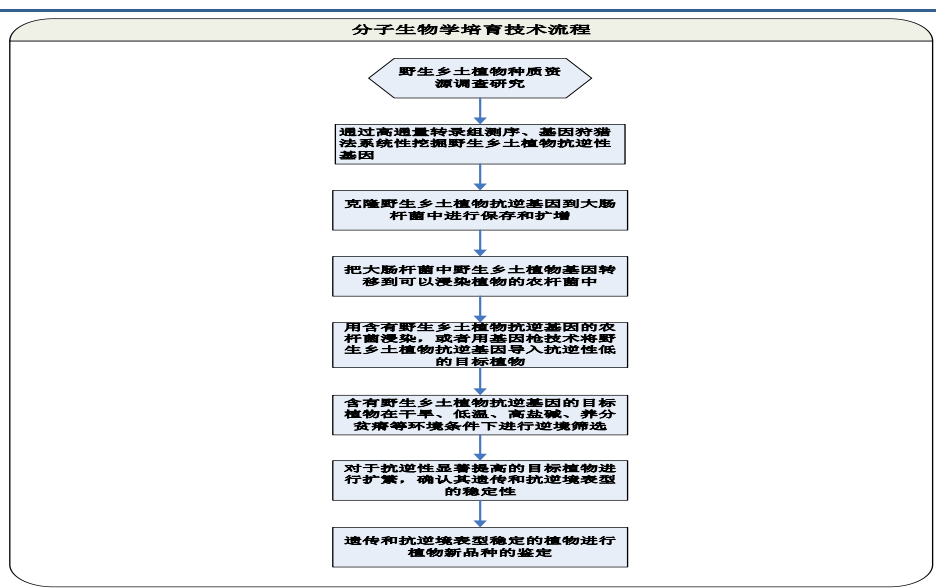


资料来源：招股说明书、东海证券研究所

③分子生物学培育技术

公司分子生物学培育技术是指将野生乡土植物的抗逆性基因转移到目标植物中，使目标植物表现出对逆境的适应性，可实现远源杂交和定向育种，提高目标植物的抗逆性。公司与内蒙古大学签订了《运用分子生物学方法系统性发掘野生乡土植物抗逆性基因培育植物新品种合作协议》，共同组建研发团队，依托生命科学学院实验室，开展运用分子生物学技术培育抗逆植物新品种的研究。目前，公司申请了“长叶红砂耐盐特有基因序列 Rt-st14081 在植物抗盐基因工程中的应用”等三项发明专利，已完成了挖掘抗逆性基因的阶段性工作。

图 21. 分子生物学培养技术流程图



资料来源：招股说明书、东海证券研究所

市场优势领先

公司是该地区较早从事引种驯化培育野生乡土植物，并向市场大规模推广应用该产品，且掌握了蒙草的种质资源和生产技术，市场领先优势明显。目前，二色补血草等十余种蒙草已经被列入呼和浩特市、包头市等地政府建设工程造价信息中，成为具有明确市场指导价格的通用产品。

(2) 较大规模的研发实验设施配置及种植基地

2011年，公司投入2,700余万元用于研发设施建设和运营支出，陆续建设了800平方米的植物生理生

态学实验室、分子生物学和组培实验室，具备每年 50 万余株的组培繁殖能力；3,200 平方米智能实验温室，3,500 平方米连栋温室，300 余亩实验田和采穗圃等。目前，公司自有、租赁及承包的种植土地合计为 4,133.63 亩，其中，已经开垦种植面积 2,272.80 亩，正在开垦建设的面积 1,860.83 亩。另外，公司承包了 3,208 亩荒地用于募集资金投资项目用地。充足的苗木基地储备，为公司进一步规模化生产蒙草提供了土地保障。

(3) 丰富充足的植物品种及种质资源储备

公司种植的乡土植物一般兼有成品苗和母本的特性，是公司近十年优选品种和株系的积累。这些植物生命期长、生物特性成熟，具有较强的繁殖能力，可通过自然萌蘖和人工扦插的方式实现规模化扩繁。近三年公司基地上出圃的苗木数量较少，主要是基于储备母本，建立种质资源库的需要。

目前，公司拥有超过 5,000 千克、130 余种乡土植物种子。以二色补血草为例，公司拥有 990 千克种子，是全国最大的二色补血草种子库。二色补血草种子千粒重为 1.158 克，据此计算，公司拥有约 8.55 亿粒种子，按照 60% 的出芽率，可培育出 5.13 亿株种苗。丰富充足的种质资源储备，可以满足大规模种植的需要，为公司生态环境建设工程业务奠定了坚实的苗木资源基础。

六、财务数据分析

1、应收账款占营业收入比例逐年提高，但是符合行业及公司所在区域的特性

2009 年~2011 年，公司应收账款占总资产比例分别为 44.63%、63.86% 和 64.38%，呈逐期上升趋势。应收项目工程款金额较大主要是受公司工程款结算政策与收款模式、所处地域结算特点影响。

表 9. 近三年公司应收账款情况 (单位: 万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年
应收账款	12,632.77	27,817.12	45,167.87
总资产	28,307.41	43,561.75	70,157.92
应收账款占总资产比例	44.63%	63.86%	64.38%
当期营业收入	24,565.34	36,705.60	49,979.71
应收账款占当期营业收入比例	51.43%	75.78%	90.37%

资料来源：招股说明书、东海证券研究所

公司的工程施工业务具有建筑施工行业的特点，故随着业务的不断壮大，公司应收账款比例逐年提高符合行业特性。另外，有别于其他上市园林企业的是，公司业务所在地处于干旱半干旱地区，植被成活率低、维护周期长（一般为三年），业主通常要求采用“4:3:3”或“3:3:4”的比例，根据工程进度收款的模式。这是公司应收账款比例高居不下的主要原因。

表 10. 蒙草抗旱主要采取的工程进度收款模式

项目	第一年	第二年	第三年	第四年	第五年
结算金额	A	B	C	D	E
“4:3:3”模式收款进度	A×40%	A×30%+B×40%	A×30%+B×30%+C×40%	B×30%+	C×30%+

				$C \times 30\% + D \times 40\%$	$D \times 30\% + E \times 40\%$
“3:3:4”模式收款进度	$A \times 30\%$	$A \times 30\% + B \times 30\%$	$A \times 40\% + B \times 30\% + C \times 30\%$	$B \times 40\%$ $+ C \times 30\% + D \times 30\%$	$C \times 40\% +$ $D \times 30\% + E \times 30\%$

资料来源：招股说明书、东海证券研究所

从下表中可以看出，相比同行业公司，公司应收账款占资产总额比例较高，但是存货、应收账款和货币资金三者之和占资产总额的比例处于行业平均水平，符合本行业流动资产占比较高的特点。

表 11. 同行业可比公司 2010 年末的资金循环内资产结构情况

公司名称	存货占资产总额比例	应收账款占资产总额比例	货币资金占资产总额比例	合计
东方园林	44.13%	25.35%	25.61%	95.09%
棕榈园林	25.72%	14.71%	49.80%	90.23%
铁汉生态	40.44%	6.54%	32.43%	79.41%
岭南园林	43.70%	34.07%	12.16%	89.93%
普邦园林	29.68%	31.23%	29.69%	90.60%
东珠景观	26.14%	41.80%	19.62%	87.56%
算术平均值	34.97%	25.62%	28.22%	88.80%
蒙草抗旱	16.00%	63.86%	10.93%	90.79%

资料来源：招股说明书、东海证券研究所

由于公司结算款回款的进度相比同行业可比公司较慢，造成了应收账款转化为货币资金的时间相比同行业可比公司较长，最终体现为应收账款余额占总资产比例较高。但是公司应收账款客户大部分是政府部门和大型国有企业，客户的信誉状况良好，结构比较稳定，应收账款可收回性不存在重大问题。

2、公司资产周转情况运行正常

报告期内，公司存货周转率明显提高，但是应收账款周转率、流动资产周转率和总资产周转率均有不同程度的下降，主要有以下几个原因：

(1) 存货周转率有了较明显的提高，主要是由于公司加强工程施工管理，及时与客户进行工程结算，存货周转速度加快；

(2) 应收账款周转率下降的主要原因是，应收账款增长幅度超过了营业收入的增长幅度；

(3) 由于应收账款占流动资产、总资产比重均较高，应收账款周转率的下降直接导致了流动资产周转率和总资产周转率也下降。

表 12. 公司资产周转能力主要财务指标

项目	2009 年	2010 年	2011 年
应收账款周转率（次）	3.08	1.81	1.37
存货周转率（次）	2.60	2.89	5.76

流动资产周转率(次)	1.33	1.09	0.96
总资产周转率(次)	1.27	1.02	0.88

资料来源: 招股说明书、东海证券研究所

与同行业可比公司资产周转能力指标相比较, 公司存货周转率、流动资产周转率、总资产周转率与行业平均水平较接近, 应收账款周转率低于同行业平均水平。

表 13. 与同行业可比公司对比 2010 年资产周转指标

公司名称	应收账款周转率(次)	存货周转率(次)	流动资产周转率(次)	总资产周转率(次)
东方园林	4.24	1.64	0.89	0.87
棕榈园林	5.24	2.55	1.04	0.96
铁汉生态	22.07	2.66	1.68	1.50
岭南园林	5.42	2.85	1.86	1.74
普邦园林	5.84	6.09	2.33	2.22
东珠景观	2.79	1.75	1.03	0.98
算术平均值	7.60	2.92	1.47	1.38
蒙草抗旱	1.81	2.89	1.09	1.02

资料来源: 招股说明书、东海证券研究所

公司在现行的收款政策和所处区域特点下, 应收账款的回款相比收入确认有所滞后, 使应收账款周转率相比同行业偏低。但随着公司在区域内影响力逐步增强, 在签订合同时有望争取更为有利的工程收款政策, 未来应收账款周转率偏低的状况有望得到扭转。

3、公司毛利率处于行业内较高水平

2009~2011年, 剔除结果不能可靠估计工程项目影响后的综合毛利率分别为 25.32%、30.98%和 30.40%, 保持在相对稳定的范围内。由于不同工程项目在施工区域、施工难度和具体施工内容等方面都存在差异, 导致各项目毛利率也存在一定的差异, 但总体来说公司毛利率的变动符合建筑行业的特点, 并处于较高的水平。

图 22. 同类上市公司综合毛利率比较

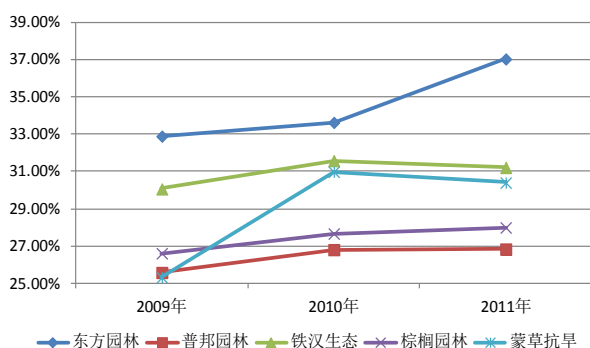
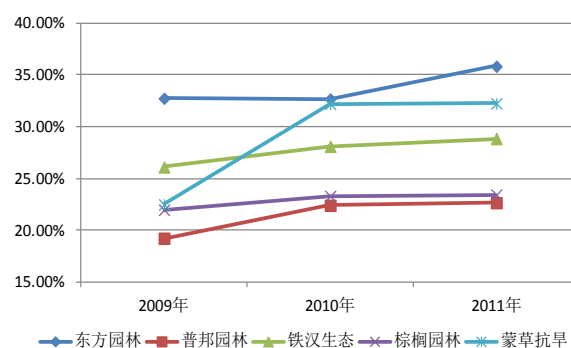


图 23. 同类上市公司工程业务毛利率比较



资料来源: 招股说明书、上市公司年报、东海证券研究所

注: 为了方便进行比较, 公司综合毛利率为剔除结果不能可靠估计的工程项目影响后的数据

表 14. 工程施工行业上市公司 2010 年度综合毛利率对比表

指标	股票代码	公司	2010 年度	
综合毛利率	002310	东方园林	33.63%	
	002431	棕榈园林	27.67%	
	300197	铁汉生态	31.57%	
		岭南园林	30.21%	
	002663	普邦园林	26.80%	
		东珠景观	31.86%	
	000023	深天地 A	15.01%	
	600263	路桥建设	7.98%	
	600491	龙元建设	9.08%	
	600512	腾达建设	13.12%	
	600853	龙建股份	6.90%	
	600986	科达股份	6.87%	
	6 家园林行业算术平均值			30.29%
	12 家工程施工行业算术平均值			20.06%
蒙草抗旱			30.98%	

资料来源：招股说明书、东海证券研究所

注：①为了方便进行比较，公司综合毛利率为剔除结果不能可靠估计的工程项目影响后的数据

从上表不难看出，公司综合毛利率与园林行业平均毛利率水平相当，高于工程施工行业平均毛利率水平。

4、收入快速增长致使期间费用率增长明显，但与同类上市公司相比仍处于较低水平

与同类上市公司相比，公司的期间费用率较低，主要原因是：第一，公司对管理费用的控制较严，通过预算编制及控制，规范企业的日常开支；第二，公司增加的销售收入中，大客户占较大比例，营销效率较高，相对节省了销售费用。

图 24. 同类上市公司期间费用率比较

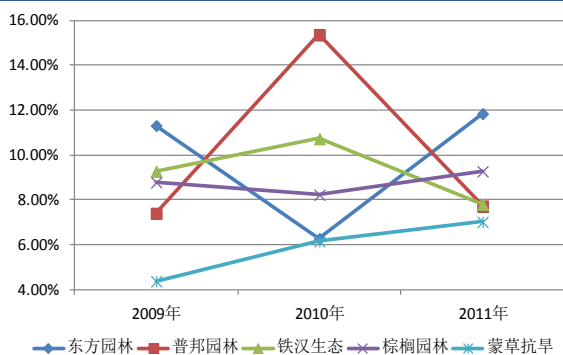
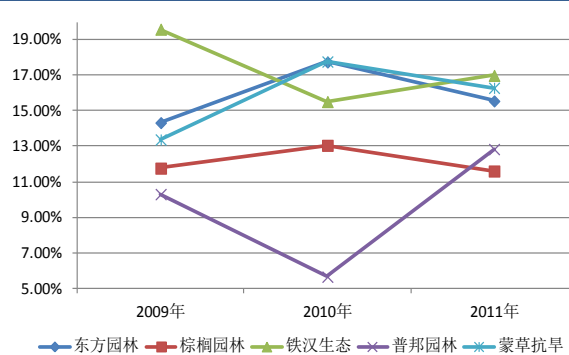


图 25. 同类上市公司净利率比较



资料来源：招股说明书、Wind 资讯、东海证券研究所

七、募投项目分析

公司此次拟向社会公开发行人民币普通股 3,436 万股，占发行后总股本的 25.08%。此次募集资金将用于：1、节水抗旱植物生产基地项目；2、补充工程营运资金；3、其他与主营业务相关的营运资金。

表 15. 募集资金投资项目

序号	项目名称	项目投资金额（万元）			募集资金投入额（万元）
		建设投资	流动资金	总投资	
1	节水抗旱植物生产基地项目	11,918.53	1,750.58	13,669.11	13,669.11
2	补充工程营运资金	—	—	12,000.00	12,000.00
3	其他与主营业务相关的营运资金	—	—	—	—

资料来源：招股说明书、东海证券研究所

节水抗旱植物生产基地项目的必要性：

由于现有苗圃面积的限制和前期母本储备的需要，公司自产苗木无法满足生态环境建设业务快速发展的需求，工程所需苗木的缺口逐年加大。公司现有工程用苗仍以外购为主，自产节水抗旱植物的供应不足，给生态环境建设工程带来施工难度，增加设计的不确定性。并且，外购苗木存在采购成本高、质量和规格难以合乎要求等弊端，加大了不必要的施工成本。通过新建节水抗旱植物生产基地，可以提高公司工程用苗的自给率，缩小工程用苗的需求缺口，降低苗木采购的压力，为工程施工提供重要的用苗保障；同时降低工程用苗成本，增强公司的盈利能力。

另外，项目投产后，在满足公司工程施工用苗的基础上，将逐渐加大直接对外销售苗木的比重。苗木外销有利于公司扩大蒙草的推广应用，强化公司在野生乡土植物培育领域中的先发优势；同时加深对市场需求的把握，提高研发创新机制的运转效率，保证公司的可持续发展。

补充工程营运资金的必要性：

近三年来，伴随公司建设工程业务的迅速发展，所占用的营运资金逐年增大。公司的持续快速增长必须拥有充沛的资金作为基石，募集资金补充工程营运资金，将为公司的迅速发展奠定稳固的基础，进而突破增长瓶颈，保持高速发展。

八、风险提示

1、经营性现金流量净额较低的风险

2009 年~2011 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为-3,173.67 万元、-3,184.85 万元和 2,312.77 万元。公司经营活动产生的现金流量净额较低甚至为负，与公司所处行业的特点、业务规模的快速扩张相关。公司营业收入保持了快速增长，业务的高速扩张给公司带来较大的资金压力，工程项目配套资金的不足，将影响公司业务发展速度。

2、应收账款发生坏账的风险

截至 2011 年 12 月 31 日，公司应收账款净额为 45,167.87 万元，占总资产比例为 64.38%，主要为应收项目工程款。虽然应收账款余额较大，但公司客户一般是政府部门和具有雄厚实力、信誉良好的大中型企业，资金回收保障较高，应收账款发生坏账的风险较小。但是，随着应收账款余额的增长，并不排除个别项目在未来可能出现呆坏账金额大于已计提坏账准备的情况，对公司盈利水平造成不利影响。

3、市场竞争的风险

公司具有城市园林绿化企业一级资质，承接工程规模不受限制，同时，公司具有风景园林工程设计专项乙级资质、地质灾害工程治理施工丙级资质和市政公用工程施工总承包叁级资质，而且公司针对本地区生态环境现状，创新性提出“蒙草抗旱”理念，探索出了节约型生态环境建设的业务模式，使公司实现了差异化竞争。但是，随着行业的发展，市场竞争程度可能加剧，公司将有可能面临市场占有率下降的风险。

4、核心技术可能泄密的风险

公司近年来高速增长主要得益于公司持续的技术创新，研发、运用、积累了丰富的工程设计施工、植物配置、植物培育技术。尽管公司制定了保密制度，采取了严密的技术保护措施，与技术人员签订了保密协议，但如果管理不善，仍存在核心技术泄密的风险。

5、极端自然灾害的风险

公司生态环境建设业务集中于我国干旱半干旱地区，该地区降水稀少、干旱高寒、风沙大，自然条件恶劣。普通的自然灾害可能会增加公司的业务成本，但不会对业务造成较大不利影响。如果发生极端自然灾害，如极端干旱、极端严寒、极端沙尘天气、暴雪等，会持续增加公司业务成本，或对公司苗木造成毁损，给公司造成较大不利影响。

表 16. 财务报表及预测

利润表 (百万元)	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
营业收入	499.80	680.94	36.24%	924.64	35.79%	1,265.37	36.85%
营业成本	339.89	456.71	34.37%	608.63	33.26%	820.36	34.79%
营业费用	3.34	8.04	140.65%	10.73	33.49%	12.65	17.97%
管理费用	25.82	37.45	45.03%	49.93	33.32%	67.06	34.32%
财务费用	5.94	3.47	-41.56%	3.08	-11.26%	4.19	36.00%
投资收益	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
营业利润	94.21	134.84	43.13%	199.29	47.80%	292.90	46.97%
利润总额	108.47	146.84	35.37%	207.29	41.17%	298.90	44.19%
所得税	27.03	36.71	35.81%	51.82	41.17%	74.73	44.19%
净利润	81.44	110.13	35.22%	155.47	41.17%	224.18	44.19%
归属母公司所有者的净利润	81.51	110.13	35.12%	155.47	41.17%	224.18	44.19%
NOPLAT	75.19	103.73	37.96%	151.78	46.32%	222.82	46.80%
资产负债表 (百万元)	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
货币资金	129.58	102.14	-21.18%	138.70	35.79%	189.81	36.85%
交易性金融资产	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收账款	451.68	559.67	23.91%	759.98	35.79%	1,040.03	36.85%
预付款项	1.64	1.64	0.00%	1.64	0.00%	1.64	0.00%
存货	48.23	93.84	94.59%	125.06	33.26%	168.57	34.79%
流动资产合计	643.67	773.53	20.17%	1,047.42	35.41%	1,430.21	36.55%
非流动资产	57.90	106.74	84.34%	122.16	14.44%	126.07	3.20%
资产总计	701.58	880.28	25.47%	1,169.58	32.86%	1,556.28	33.06%
短期借款	120.00	72.96	-39.20%	110.01	50.78%	139.16	26.50%
应付账款	228.44	312.82	36.93%	416.87	33.26%	561.89	34.79%
预收款项	0.07	0.07	0.00%	0.07	0.00%	0.07	0.00%
流动负债合计	381.81	423.54	10.93%	568.01	34.11%	745.89	31.32%
非流动负债	0.42	0.60	42.75%	0.85	40.29%	1.19	40.15%
少数股东权益	4.38	4.38	0.00%	4.38	0.00%	4.38	0.00%
母公司股东权益	314.97	451.75	43.43%	596.33	32.01%	804.82	34.96%
净营运资本	261.87	349.99	33.65%	479.41	36.98%	684.32	42.74%
投入资本 IC	309.77	426.95	37.83%	572.03	33.98%	758.56	32.61%
现金流量表 (百万元)	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
净利润	81.44	110.13	35.22%	155.47	41.17%	224.18	44.19%
折旧摊销	0.00	0.00	N/A	14.59	N/A	16.09	10.28%
净营运资金增加	57.71	88.12	52.70%	129.42	46.86%	204.91	58.34%
经营活动产生现金流	23.13	74.19	220.80%	65.70	-11.45%	87.94	33.86%
投资活动产生现金流	(16.13)	(77.96)	N/A	(52.47)	N/A	(46.44)	N/A
融资活动产生现金流	74.98	(23.67)	N/A	23.33	N/A	9.61	-58.82%
现金净增 (减)	81.98	(27.44)	N/A	36.56	N/A	51.11	39.81%

作者简介

高震: 泛城镇化组高级研究员, 毕业于北京理工大学, 工商管理学硕士, 3年证券研究从业经历。

评级定义

市场指数评级 看多——未来6个月内上证综指上升幅度达到或超过20%
 看平——未来6个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
 看空——未来6个月内上证综指下跌幅度达到或超过20%

行业指数评级 超配——未来6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
 标配——未来6个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
 低配——未来6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

公司股票评级 买入——未来6个月内股价相对强于上证指数达到或超过15%
 增持——未来6个月内股价相对强于上证指数在5%—15%之间
 中性——未来6个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
 减持——未来6个月内股价相对弱于上证指数5%—15%之间
 卖出——未来6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过15%

风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用, 并不构成对客户的投资建议, 并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证, 建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料, 但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断, 并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下, 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多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

分析师承诺“本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在利益关系”。本报告仅供“东海证券有限责任公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

资格说明

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

联系方式

北京 东海证券研究所	上海 东海证券研究所
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路87号国际财经中心D座15F	世纪大道1589号长泰国际金融大厦11F
电话: (8610) 66216231	电话: (8621) 50586660
传真: (8610) 59707100	传真: (8621) 50819897