

# 西北节约型生态工程建设领军者

## 增持 首次评级

目标价格：32元

### 投资要点：

- 公司致力于干旱、半干旱地区生态环境建设，是国家产业政策中的重点和难点，未来发展空间巨大。
- 公司在西北地区竞争力较强，过去三年收入复合增速40%，毛利、净利维持较高水平。

### 报告摘要：

- 公司致力于干旱、半干旱地区生态环境建设，是国家产业政策中的重点和难点，未来发展空间巨大。公司业务覆盖了我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。
- 公司走节约型生态建设道路，在西北地区竞争力强。公司创造性的将蒙草种植与生态建设工程结合在一起，一方面节约成本，另一方面植被存活率高、维护成本低、可持续性强、景观效果好、与自然环境影响协调等特点。
- 公司营业收入高速增长，毛利率高并且稳定。公司营业收入快速增长，2009-2011年收入分别2.4、3.6、4.9亿，复合增速40%；2010年至今毛利率一直维持在30%以上，净利率保持在16%左右。
- 募集资金助推公司业绩后续增长。公司募集资金3.7亿，降低了公司的财务杠杆，偿债能力进一步增强，充足的现金能够满足公司工程发展所需的营运资金，为公司进一步扩展业务做好铺垫。
- 盈利预测与估值。预计2012-2014年收入分别为6.9亿、9.3亿、12.3亿元，同比增长38%、35%、32%。预计公司2012-2014年净利润分别为1.07亿、1.47亿、1.97亿，同比增长31%、37%、34%；EPS分别为0.78、1.07、1.44，对应PE33X、24X、18X。首次给予公司增持评级，6个月目标价32元，对应2013年PE30X。

### 中小市值上市公司研究组

#### 资深分析师：

**王凤华 (S1180511010001)**

电话：010-88085761

 Email: [wangfenghua@hysec.com](mailto:wangfenghua@hysec.com)

#### 研究助理：

**史余森**

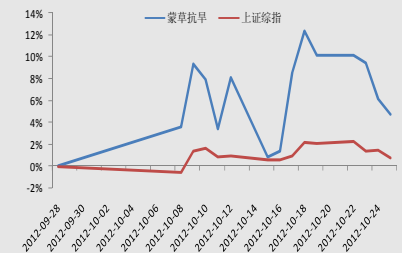
电话：010-88013570

 Email: [shiyusen@hysec.com](mailto:shiyusen@hysec.com)
**岳苗**

电话：010-88085965

 Email: [yuemiao@hysec.com](mailto:yuemiao@hysec.com)

### 市场表现



### 行情数据

|          |         |
|----------|---------|
| 当前股价     | 25.98   |
| 总股本(千股)  | 136,977 |
| 总市值(百万)  | 3,559   |
| 流通市值(百万) | 893     |
| 12个月最高价  | 28.7    |
| 12个月最低价  | 21.63   |

数据来源：Wind

### 2012年3季度主要财务数据

|            |        |
|------------|--------|
| 净资产收益率(加权) | 22.52% |
| 销售毛利率      | 32.92% |
| 销售净利率      | 15.02% |
| 资产负债率      | 44.02% |

数据来源：Wind

| 主要经营指标 | 2010   | 2011   | 2012E  | 2013E  | 2014E  |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入   | 367.06 | 499.80 | 690    | 931.5  | 1230   |
| 同比增长率  | 49.42% | 36.16% | 38.06% | 35%    | 32.05% |
| 营业成本   | 249.26 | 339.89 | 469.2  | 633.42 | 836.4  |
| 净利润    | 65.26  | 81.44  | 106.84 | 146.81 | 196.76 |
| 同比增长率  | 98.85% | 24.79% | 31.18% | 37.4%  | 34.02% |
| 每股收益   | 0.47   | 0.57   | 0.78   | 1.07   | 1.44   |

## 目录

|                                     |    |
|-------------------------------------|----|
| 一、蒙草抗旱——让干旱、半干旱地区绿起来.....           | 4  |
| (一) 公司简介——西北生态环境建设的领先者 .....        | 4  |
| (二) 公司部门与业务 .....                   | 4  |
| 1、抗旱植物研究院——蒙草节水抗旱植物的研发与生产 .....     | 5  |
| (1) 公司拥有一个优秀的研发团队 .....             | 5  |
| (2) 公司拥有领先的培育技术 .....               | 5  |
| (3) 较大规模的研发试验设施配置 .....             | 5  |
| (4) 丰富充足的植物品种及种质资源储备 .....          | 6  |
| 2、景观设计院——生态环境建设工程设计与施工 .....        | 6  |
| (三) 工程项目实施流程 .....                  | 6  |
| 1、工程项目立项投标业务流程 .....                | 6  |
| 2、工程项目设计业务流程 .....                  | 7  |
| (四) 公司的股权结构 .....                   | 7  |
| (五) 公司在西北地区竞争力强 .....               | 8  |
| 二、行业分析——生态建设初步取得成效，行业未来发展前景看好.....  | 8  |
| (一) 环境改善意义重大，生态建设取得初步成效 .....       | 9  |
| 1、自然生态环境初步改善 .....                  | 9  |
| 2、城市园林景观建设快速增长 .....                | 9  |
| (二) 生态环境现状仍不乐观，行业发展空间大 .....        | 9  |
| 1、生态环境依旧问题累累 .....                  | 9  |
| 2、行业需求刺激，发展空间大，未来前景好 .....          | 10 |
| (1) 行业需求增加，未来发展空间大 .....            | 10 |
| (2) 产业政策推动，节约型生态受到重视 .....          | 12 |
| 三、公司优势 .....                        | 12 |
| (一) 符合国家政策导向，业务吻合节约型生态发展趋势 .....    | 12 |
| 1、干旱、半干旱地区的生态环境建设是国家生态环境建设的重点 ..... | 12 |
| 2、公司生态环境工程具有节约型生态建设的特点 .....        | 13 |
| (二) 多领域综合化施工能力 .....                | 14 |
| (三) 上市融资后公司工程营运资金优势 .....           | 15 |
| 四、主营业务分析 .....                      | 15 |
| (一) 营业收入快速增长，毛利率保持稳定 .....          | 15 |
| (二) 业务收入结构以及利润来源 .....              | 16 |
| (三) 工程施工价款结算——应收账款多 .....           | 16 |
| 五、募投项目分析 .....                      | 17 |
| (一) 节水抗旱植物生产基地项目 .....              | 17 |
| (二) 补充工程营运资金 .....                  | 17 |
| 六、盈利预测与估值 .....                     | 17 |

## 插图

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| 图 1: 生态环境建设行业.....              | 4  |
| 图 2: 公司业务结构.....                | 5  |
| 图 3: 智能温室.....                  | 6  |
| 图 4: 连栋温室.....                  | 6  |
| 图 5: 组培室.....                   | 6  |
| 图 6: 立项投标业务流程图.....             | 7  |
| 图 7: 设计业务流程图.....               | 7  |
| 图 8: 公司股权结构图.....               | 8  |
| 图 9: 干旱、半干旱地区园林绿化一级资质企业分布图..... | 8  |
| 图 10: 干旱、半干旱地区城市园林建设成果.....     | 9  |
| 图 11: 干旱、半干旱地区园林绿化投资金额(亿元)..... | 10 |
| 图 12: 城镇化率.....                 | 11 |
| 图 13: 财政投入矿山生态环境恢复治理资金情况.....   | 12 |
| 图 14: 中国年降水量分布图.....            | 13 |
| 图 15: 公司生态环境建设工程覆盖区域.....       | 13 |
| 图 16: 工程前.....                  | 14 |
| 图 17: 工程后.....                  | 14 |
| 图 18: 野生二色补血草.....              | 14 |
| 图 19: 驯化后二色补血草.....             | 14 |
| 图 20: 营业收入快速增长.....             | 15 |
| 图 21: 毛利率保持稳定.....              | 15 |
| 图 22: 各业务毛利贡献.....              | 16 |
| 图 23: 各业务毛利率变化.....             | 16 |
| 图 24: 新增应收账款比重占收入 40% 多.....    | 16 |
| 图 25: 新增应付账款占营业成本.....          | 16 |

## 表格

|                               |    |
|-------------------------------|----|
| 表 1: 公司生态环境建设工程覆盖的主要业务领域..... | 14 |
| 表 2: 募集资金投资计划.....            | 17 |
| 表 3: 预计项目收入.....              | 17 |
| 表 4: 预计营运资金需求表.....           | 17 |
| 表 5: 主要预测指标.....              | 18 |
| 表 6: 预测利润表.....               | 18 |
| 表 7: 预测资产负债表.....             | 19 |

## 一、蒙草抗旱——让干旱、半干旱地区绿起来

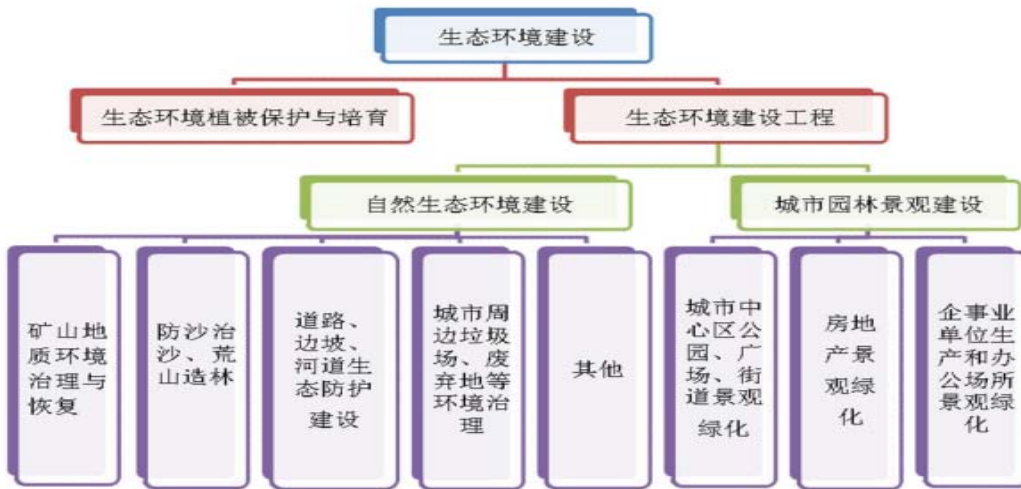
### （一）公司简介——西北生态环境建设的领先者

内蒙古和信园蒙草抗旱绿化股份有限公司是国家一级企业，拥有城市园林绿化、风景园林设计、地质灾害治理等行业资质。公司成立于 2001 年，拥有蒙草研发——苗木种植——工程设计及施工的完整产业链，形成了独具特色的“蒙草抗旱低碳绿化”节约型生态环境建设的发展模式，所处行业为干旱、半干旱地区的生态环境建设行业，是我国干旱、半干旱地区生态环境建设的领先者。

### （二）公司部门与业务

公司主要业务是生态环境的建设，业务核心是因地制宜、“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。

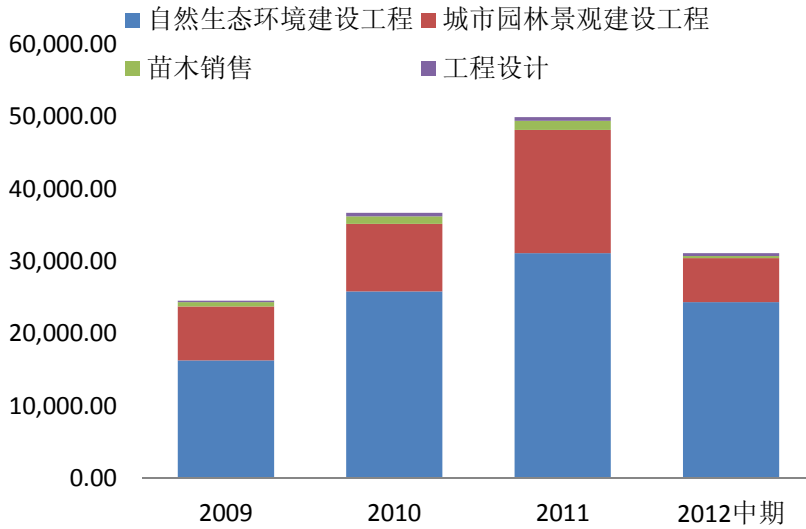
图 1：生态环境建设行业



资料来源：招股说明书，宏源证券研究所

蒙草抗旱主要有两大部门——抗旱植物研究院以及景观设计院，分别负责蒙草节水抗旱植物的研发与生产以及生态环境建设工程设计与施工。自然生态建设工程，城市园林景观建设工程两大业务占公司收入的 96% 以上。

图 2: 公司业务结构



资料来源: 招股说明书, 宏源证券研究所

## 1、抗旱植物研究院——蒙草节水抗旱植物的研发与生产

公司联合全国业内顶级专家设立的植物研究院专门从事蒙草研发。蒙草是公司主要对内蒙古草原、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。

研究院承担着干旱、半干旱地区节水抗旱植物种质资源库建设项目、西北地区天然逆境植物抗旱、耐寒、抗盐碱和抗养分贫瘠的基因库建设项目、半干旱地区免灌溉绿地建设模式研究、国家科技部、国家级星火计划、国家知识产权局专利战略推进工程、自治区科技厅及呼和浩特市科技局等的多项科研计划；拥有三项科技成果、五项发明专利、三项实用新型专利；并且与内蒙古大学、内蒙古农业大学等建立了深入的科研合作关系。

公司在野生乡土植物培育领域的优势主要有：

### (1) 公司拥有一个优秀的研发团队

以董事长王召明为核心，共有研究人员 19 名，其中博士 2 名、硕士 5 名、高级职称 3 人、中级职称 2 人。公司除了自主研发以外，还与内蒙古农业大学、内蒙古大学等开展了深入的研究合作。

### (2) 公司拥有领先的培育技术

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：野生乡土植物引种驯化技术；组培技术；分子生物学培育技术。

### (3) 较大规模的研发试验设施配置

2009 年至今，公司投入 3,100 余万元用于研发的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。

图 3: 智能温室



图 4: 连栋温室



图 5: 组培室



资料来源: 蒙草抗旱官网, 宏源证券研究所

#### (4) 丰富充足的植物品种及种质资源储备

公司目前种植乡土植物一百余种, 其中经公司研发培育的蒙草有四十余种, 主要包括二色补血草、地榆、桔梗、蒙古菀、蒙古扁桃、紫花地丁、细叶百合、紫菀、葡萄枸杞、野韭、灌木铁线莲、野罌粟、大青山早熟禾、多茎萎陵菜、蓝盆花等。

## 2、景观设计院——生态环境建设工程设计与施工

生态环境建设工程是公司的主营业务, 业务主要针对我国的干旱、半干旱地区。公司能够熟练运用工程施工与植物配置技术, 承建的节约型生态环境建设工程能够完全与本地区自然环境条件相适应, 具有植被存活率高、维护成本低、可持续性强、景观效果好、与自然环境相协调等特点。

公司在西北地区生态环境建设行业中拥有良好的口碑和众多的荣誉: 2009 年获得成长中国高峰年会组委会颁发的“最具发展潜力奖”、2010 年度东北地区四省(区)诚信示范企业、2010 年度内蒙古自治区诚信企业、呼和浩特市科技创新优秀企业、呼和浩特 2010 年度市级守合同重信用企业、包头市九原区 2010 年度优秀生态环境建设企业、鄂托克旗城镇建设改造先进企业、乌海市海勃湾区城市建设工作优秀施工企业、和林格尔县 2010 年度纳税企业突出贡献奖、2010 年获得中美企业峰会颁发的“知名中国品牌特别奖”、乌海市乌达区政府“民心工程”之乌达区人民公园改造项目“质量好、景观好、服务好”三好施工单位荣誉称号、呼伦贝尔市海拉尔区颁发的“精神、技术”双优奖、2011 年度全国十佳花木种植企业、内蒙古民营企业 100 强、集宁区 2011 年度城市绿化突出贡献奖、和林格尔县“2011 年度纳税企业突出贡献奖”等, 公司董事长王召明获 2011CCTV 中国经济年度人物。

### (三) 工程项目实施流程

#### 1、工程项目立项投标业务流程

图 6：立项投标业务流程图



资料来源：招股说明书，宏源证券研究所

## 2、工程项目设计业务流程

图 7：设计业务流程图

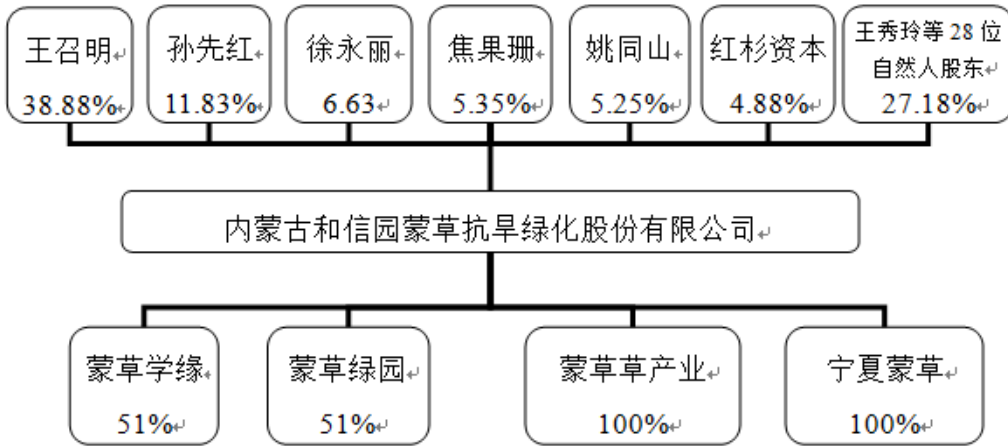


资料来源：招股说明书，宏源证券研究所

### （四）公司的股权结构

公司的股权结构如下图所示：

图 8: 公司股权结构图



资料来源: 招股说明书, 宏源证券研究所

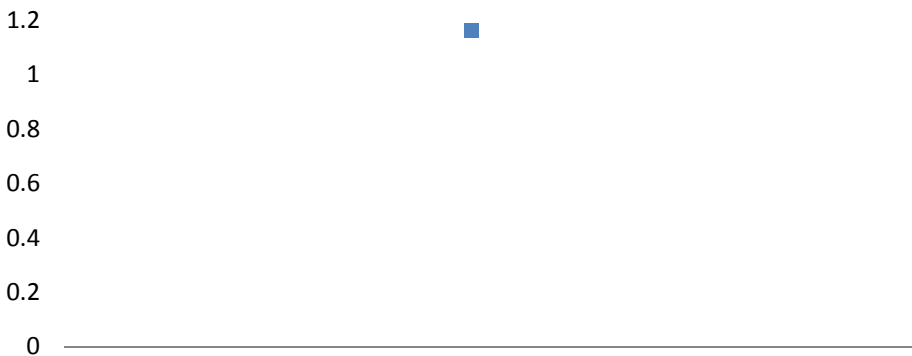
公司实际控制人王召明先生持有公司股权比例 38.88%。王召明先生任公司的董事长兼总经理, 是中国抗旱绿化的首创者和实践者。王召明先生坚持推广抗旱植物, 拒绝奢侈绿化, 将企业效益、生态效益和社会效益完美结合, 被评为 2011 年 CCTV 年度经济人物。

孙先红先生任公司股份董事, 徐永丽女士任公司副董事长兼副总经理。焦果珊为王召明之嫂, 王秀玲为王召明的妹妹。公司引入红杉资本获得公司发展需要的资金, 同时引入机构投资者的管理经验, 进一步改善公司治理结构。

### (五) 公司在西北地区竞争力强

公司为城市园林绿化一级资质企业。截至 2012 年 6 月 30 日, 全国具备城市园林绿化一级资质企业共有 681 家, 其中西北地区有 35 家。就内蒙古地区来看, 内蒙古园林绿化一级资质企业仅有 7 家, 二级资质企业 35 家, 三级资质企业 377 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 9: 干旱、半干旱地区园林绿化一级资质企业分布图



资料来源: 招股说明书, 宏源证券研究所

## 二、行业分析——生态建设初步取得成效, 行业未来发展



## 前景看好

在我国，生态环境建设行业是一个新兴的具有多种产业特征的综合性行业，生态环境建设行业由于涉及众多业务领域，尚未有明确的行业准入要求和企业资质标准，其中城市园林绿化领域法制建设起步较早、技术规范体系建设较为健全，聚集了大量的专业化公司和技术人才，成为生态环境建设行业的主力军。

### （一）环境改善意义重大，生态建设取得初步成效

干旱、半干旱地区位于我国西北内陆，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。该地区生态环境建设问题不仅是我国生态环境建设的重点和难点，还是我国少数民族聚集地和经济欠发达地区实现经济社会和谐发展的重点和难点，关系着民族团结和人民福祉。

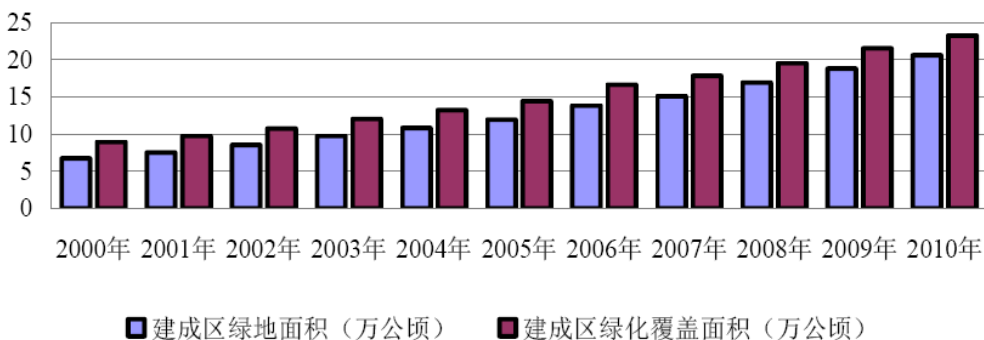
#### 1、自然生态环境初步改善

改革开放以来，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、城市园林景观建设快速增长

2001 年，国务院《关于加强城市绿化建设的通知》（国发[2001]20 号）有力地推动了我国城市园林景观建设的发展。西北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。

图 10：干旱、半干旱地区城市园林建设成果



资料来源：招股说明书，宏源证券研究所

### （二）生态环境现状仍不乐观，行业发展空间大

#### 1、生态环境依旧问题累累

我国生态环境受各方面条件的制约，尽管国家高的重视，仍然呈现恶化趋势。目前来

看主要的环境问题有：降水量少，水资源短缺；土地荒漠化和沙化严重；草原严重退化；水土流失严重；严重干旱灾害频繁发生。

因此，对于干旱、半干旱地区，生态环境建设的最大障碍是恶劣的自然条件和水资源严重匮乏，造成绿化工程存在植被存活率低、维护成本高、可持续性差等主要问题。西北地区大多处于黄土丘陵、荒漠化、沙化、水土流失严重地区，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。

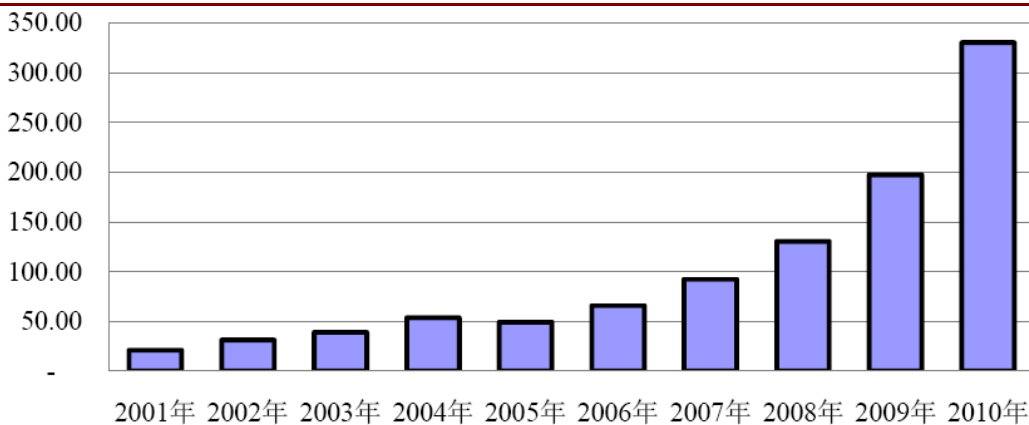
进行节约型生态环境建设是解决上述问题的关键，是我国生态环境建设事业可持续发展的方向。

## 2、行业需求刺激，发展空间大，未来前景好

### (1) 行业需求增加，未来发展空间大

自国家推动西部大开发建设以来，西部地区（主要为干旱、半干旱地区）国民经济高速增长。与此同时，园林绿化的投资相应实现了高速增长。

图 11：干旱、半干旱地区园林绿化投资金额（亿元）

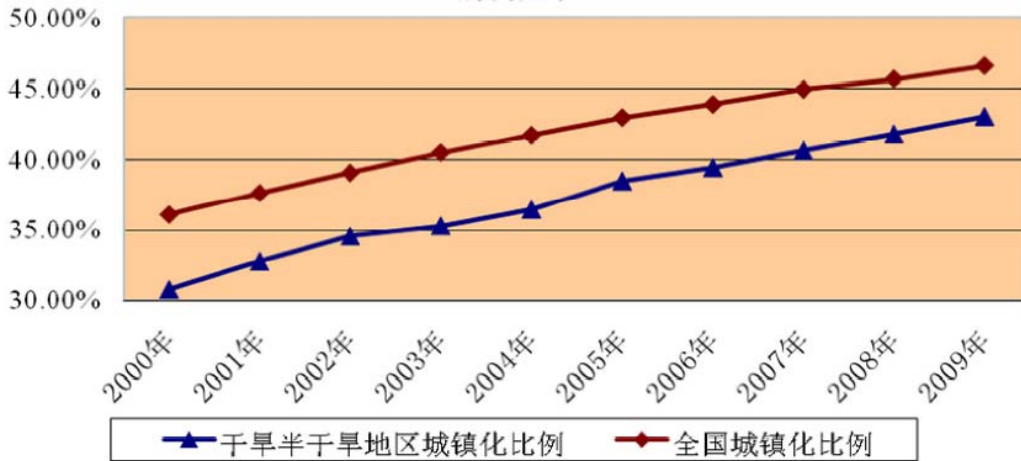


资料来源：招股说明书，宏源证券研究所

园林绿化的需求主要与以下几大因素有关：

一是城镇化建设的速度。目前我国正处于城镇化快速发展时期，城镇化速度伴随了收入的提高呈现稳步增长的趋势。2000年到2009年不断增长，增速保持稳定状态。

图 12: 城镇化率



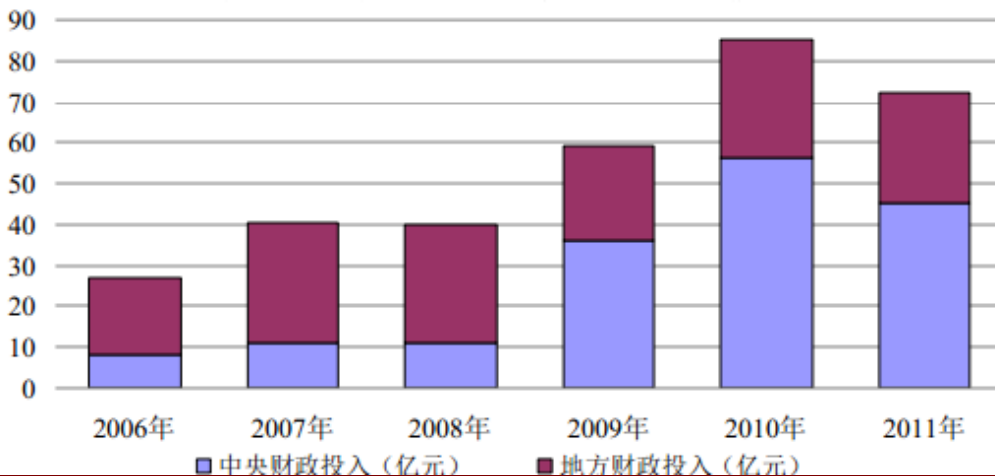
资料来源: 招股说明书, 宏源证券研究所

二是植树造林的活动。《中共中央、国务院关于加快林业发展的决定》(中发[2003]19号)提出,“到2020年,使森林覆盖率达到23%以上,重点地区的生态问题基本解决,全国的生态状况明显改善;到2050年,使森林覆盖率达到并稳定在26%以上,基本实现山川秀美,生态状况步入良性循环。”

三是重大生态环境建设工程的开展。《中华人民共和国国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》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。

四是矿山治理的需求。为保护矿山地质环境,2009年国土资源部颁发了《矿山地质环境保护规定》(国土资源部令第44号)明确要求,“采矿权人应当依照国家有关规定,缴存矿山地质环境治理恢复保证金”,“矿山地质环境治理恢复保证金的缴存数额,不得低于矿山地质环境治理恢复所需费用”。2009年本地区矿山占用破坏土地4.2万公顷,占全国矿山占用破坏土地比例为36.38%。到目前为止,全国30个省份已根据地区实际情况建立了矿山地质环境保护与治理恢复保证金制度,截至2008年,全国累计缴存保证金70多亿元。

图 13: 财政投入矿山生态环境恢复治理资金情况



资料来源: 招股说明书, 宏源证券研究所

## (2) 产业政策推动, 节约型生态受到重视

我国是一个人口众多、资源相对贫乏、生态环境脆弱的国家。随着经济的快速增长和人口的不断增加, 我国淡水、土地、能源、矿产等资源不足的矛盾更加突出, 生态环境压力日益增大。因此, 《中华人民共和国国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》提出“坚持把建设资源节约型、环境友好型社会作为加快转变经济发展方式的重要着力点”, 明确指出“加大生态保护和建设力度, 从源头上扭转生态环境恶化趋势。”

进行节约型生态环境建设是“建设资源节约型、环境友好型社会”的主要措施。《关于建设节约型城市园林绿化的意见》(建城[2007]215号)明确提出“积极提倡应用乡土植物”, 通过“推进乡土树种和适生地被植物的选优、培育和应用, 培养一批耐旱、耐碱、耐阴、耐污染的树种”, “加快研究和推广使用节水耐旱的植物”等方法进行节约型生态环境建设。

根据“适地适树”原则, 乡土植物具有较强的适应性和抗逆性, 是生态环境建设的主要植物。各级政府积极响应号召, 先后出台了实施意见, 如《北京市园林绿化局关于开展节约型园林绿化建设工作的意见》、《南京市建设节约型园林绿化实施意见》等, 节约型生态环境建设日益受到市场重视。

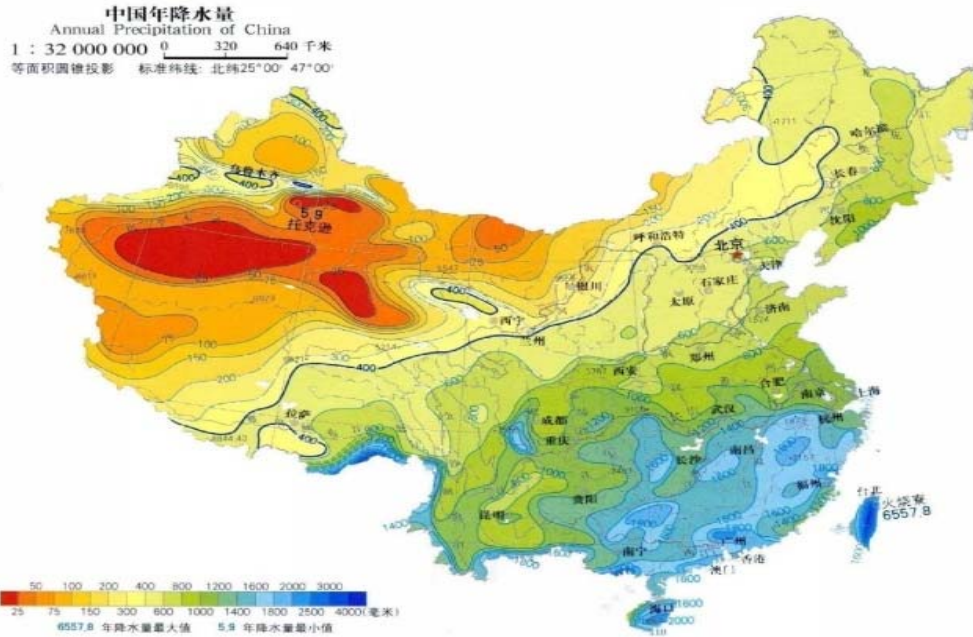
## 三、公司优势

### (一) 符合国家政策导向, 业务吻合节约型生态发展趋势

#### 1、干旱、半干旱地区的生态环境建设是国家生态环境建设的重点

“国家把目前生态环境最为脆弱, 对改善全国生态环境最具影响, 对实现近期奋斗目标最为重要的黄河长江上中游地区、风沙区和草原区作为全国生态环境建设的重点地区”, 决定着我国能否“从源头上扭转生态环境恶化趋势”, 如下图所示, 这部分地区均属于干旱、半干旱地区。

图 14: 中国年降水量分布图

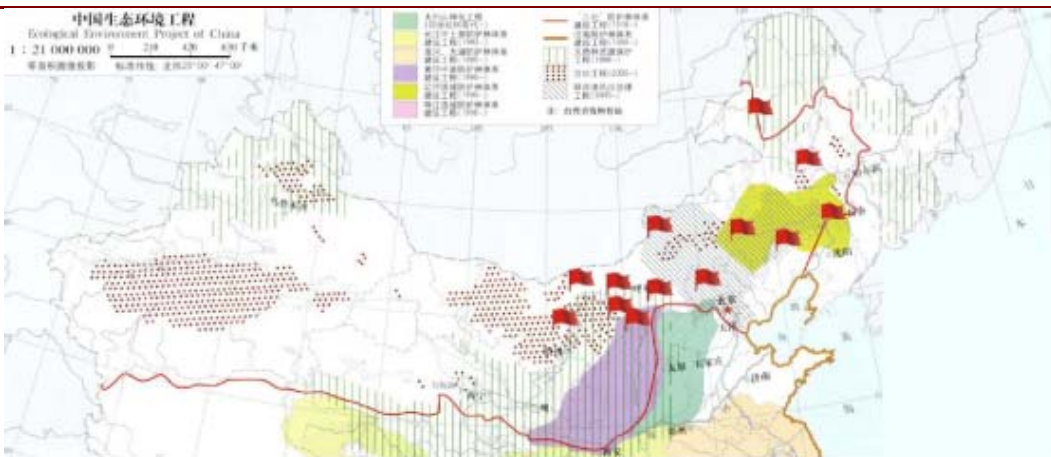


资料来源: 招股说明书, 宏源证券研究所

我国干旱、半干旱地区主要为西藏、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%。

公司致力于干旱、半干旱地区的生态环境建设, 正好吻合了国家改善生态环境工作的重点。公司生态环境建设工程覆盖了我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 15: 公司生态环境建设工程覆盖区域



资料来源: 招股说明书, 宏源证券研究所

## 2、公司生态环境工程具有节约型生态建设的特点

公司生态环境工程具有节约型生态的特点。公司能够熟练运用工程施工与植物配置技术, 承建的节约型生态环境建设工程能够完全与本地区自然环境条件相适应, 具有植被存活率高、维护成本低、可持续性强、景观效果好、与自然环境相协调等特点。

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。恶劣的自然条件和水资源严重匮乏是生态环境建设面临的巨大障碍，植被的生存与繁衍是本地区生态环境植被建设的核心问题。公司针对此问题进行蒙草的研发培育，为工程建设提供多样化的植物配置资源，保障了工程质量，提高了利润水平，是公司从事节约型生态环境建设的重要组成部分，是公司实现差异化竞争的重要措施。

**图 16: 工程前**



资料来源：招股说明书，宏源证券研究所

**图 17: 工程后**



资料来源：招股说明书，宏源证券研究所

**图 18: 野生二色补血草**



资料来源：招股说明书，宏源证券研究所

**图 19: 驯化后二色补血草**



资料来源：招股说明书，宏源证券研究所

## (二) 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。

**表 1: 公司生态环境建设工程覆盖的主要业务领域**

| 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 | 乌兰察布市集宁区白泉山主题公园、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                 |
|          | 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                 |
| 城市园林景观建设 | 城市中心区园林景观  | 呼和浩特市敕勒川公园建设工程、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    | 呼和浩特市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，宏源证券研究所

### （三）上市融资后公司工程营运资金优势

公司预计筹集资金主要用于两部分，一部分用于节水抗旱植物生产基地建设，另一部分用于补充工程营运资金。

公司作为一个典型的工程型公司，有几点特点，一是公司是以订单合同为业绩驱动的；二是投标项目需要大量的资金垫款；并且工程结算主要以 3: 3: 4 或者 4: 3: 3 结算，应收账款较多，这都导致了公司营运资金的短缺，成为限制其业务发展的一大障碍。

公司募集资金 3.7 亿，降低了公司的财务杠杆，偿债能力进一步增强，充足的现金能够满足公司工程发展所需的营运资金，为公司进一步扩展业务做好铺垫。

## 四、主营业务分析

### （一）营业收入快速增长，毛利率保持稳定

公司自 2009 年以来，营业收入快速增长，从 2009 年的 2.45 亿快速增长带到 2011 年 4.99 亿，这主要是因为公司合同数量和合同规模快速上涨所导致的。营业收入快速增长的同时，营业成本增长略微高于营业收入的增长，主要是由于管理费用的增长所导致的，管理费用的增加主要是由于业务增长而导致的各项人员差旅支出等。公司净利润增长稳健，毛利率自 2010 年大幅增长后保持稳定的态势上略有下降。

图 20: 营业收入快速增长

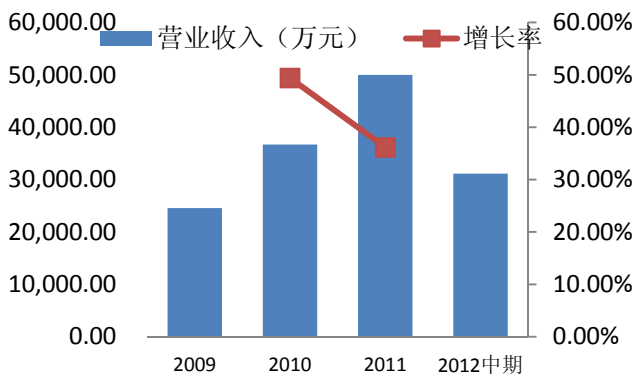
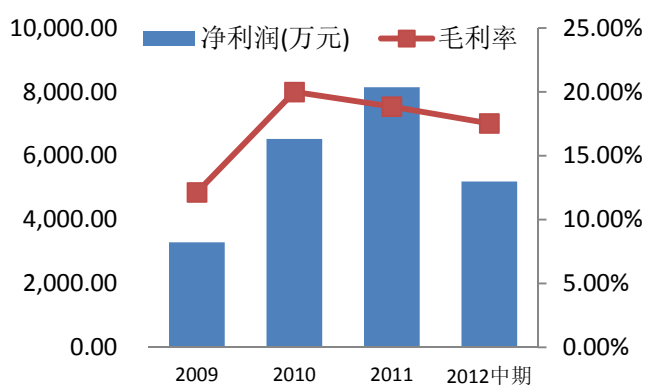


图 21: 毛利率保持稳定



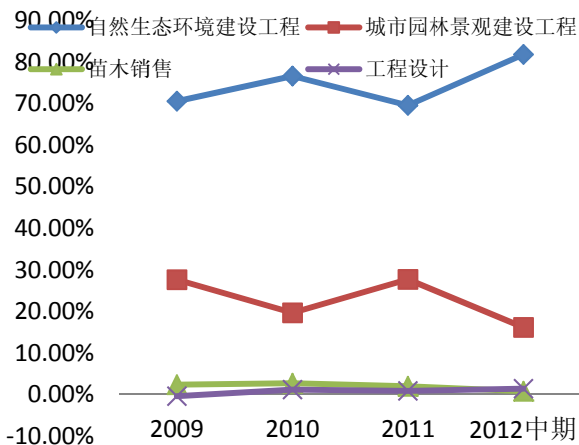
资料来源: Wind, 宏源证券研究所

资料来源: Wind, 宏源证券研究所

## (二) 业务收入结构以及利润来源

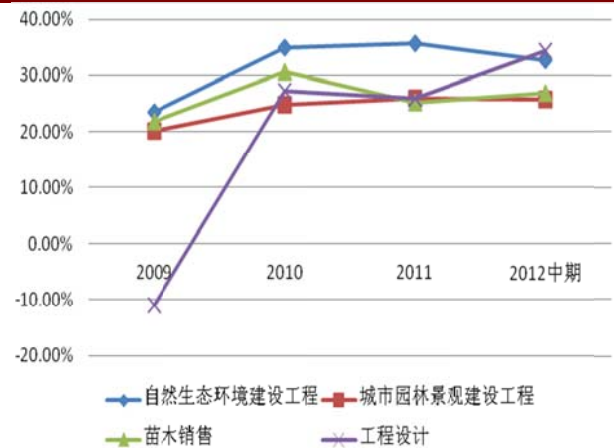
公司业务的毛利润率均在 25%-35%之间, 处于行业领先地位。2011 年度公司综合毛利率达 31.99%, 剔除结果不能可靠估计工程项目影响后综合毛利率仍然高达 30.4%, 2011 年行业内除了东方园林综合毛利率达 37.03%以外, 剩余公司均低于公司综合毛利率。

图 22: 各业务毛利贡献



资料来源: 招股说明书, 宏源证券研究所

图 23: 各业务毛利率变化

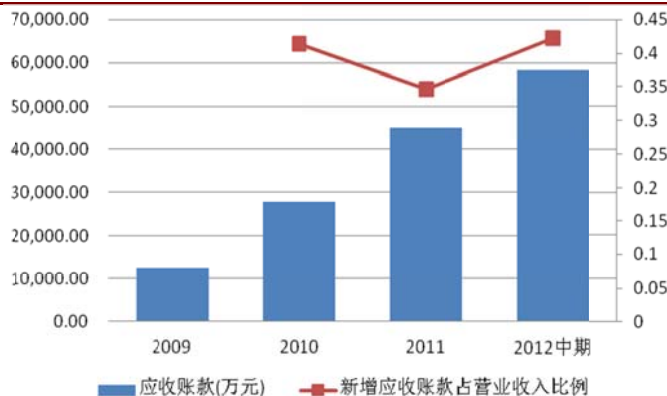


资料来源: 招股说明书, 宏源证券研究所

## (三) 工程施工价款结算——应收账款多

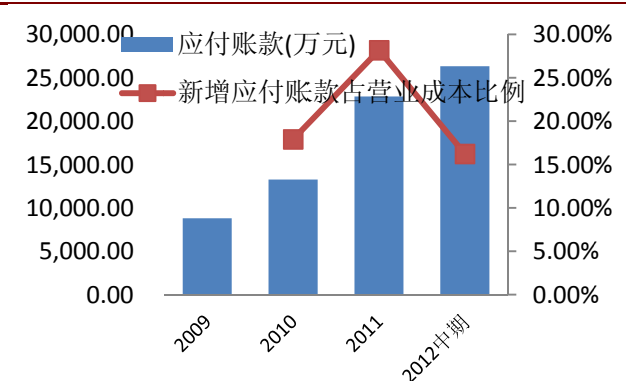
公司是典型的工程公司, 主要客户为政府部门机构, 而且生态环境建设工程行业惯例一般约定工程款按“4: 3: 3 付款模式”、“3: 3: 4 付款模式”进行付款, 所以公司应收账款较多。另一方面, 公司采用集中采购的形式, 能够占用一部分供货商的货款, 公司的应付账款也较高。

图 24: 新增应收账款比重占收入 40% 多



资料来源: 招股说明书, 宏源证券研究所

图 25: 新增应付账款占营业成本



资料来源: 招股说明书, 宏源证券研究所



## 五、募投项目分析

### (一) 节水抗旱植物生产基地项目

项目投资总额为 13,669.11 万元，全部由公开发行股票募集资金投入。建设投资所需资金 11,918.53 万元，约占总投资的 87.19%；流动资金为 1,750.58 万元，约占总投资的 12.81%，具体投资计划如下：

**表 2：募集资金投资计划**

| 资金类别 | 总投资额 (万元) | 第一年 (万元)  | 第二年 (万元) | 第三年 (万元) | 第四年 (万元) |
|------|-----------|-----------|----------|----------|----------|
| 建设投资 | 11,918.53 | 11,918.53 | -        | -        |          |
| 流动资金 | 1,750.58  | -         | 1,245.45 | 252.57   | 252.57   |
| 合计   | 13,699.11 | 11,918.53 | 1,245.45 | 252.57   | 252.57   |

资料来源：招股说明书，宏源证券研究所

该项目的建设期为一年，从第二年开始逐步释放产能。预计项目的收入成本如下：

**表 3：预计项目收入**

| 项目   | 计算期   |       |       |       |       |       |       |       |        |        | 小计     |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
|      | 第 2 年 | 第 3 年 | 第 4 年 | 第 5 年 | 第 6 年 | 第 7 年 | 第 8 年 | 第 9 年 | 第 10 年 | 第 11 年 |        |
| 营业收入 | 7006  | 9342  | 11677 | 11677 | 11677 | 11677 | 11677 | 11677 | 11677  | 11677  | 109767 |
| 总成本  | 4635  | 5462  | 6290  | 6290  | 6290  | 6288  | 6288  | 6288  | 6288   | 6288   | 60406  |
| 净利润  | 2372  | 3879  | 5387  | 5387  | 5387  | 5389  | 5389  | 5389  | 5389   | 5389   | 49360  |

资料来源：招股说明书，宏源证券研究所

### (二) 补充工程营运资金

随着未来三年公司主营业务的扩张，公司需补充工程项目营运资金 23,263.90 万元。经公司股东大会审批，拟从募集资金中使用 12,000.00 万元补充工程项目营运资金，其余的 11,263.90 万元，公司将通过贷款、公司盈利、商业信用等方式解决。

**表 4：预计营运资金需求表**

| 营运资金新增需求量 | 2012 年度  | 2013 年度  | 2014 年度  | 总计        |
|-----------|----------|----------|----------|-----------|
| 投标保证金增量   | 83.65    | 91.41    | 124.60   | 299.66    |
| 履约保证金增量   | 421.61   | 460.67   | 628.02   | 1,510.30  |
| 工程周转金增量   | 5,058.26 | 6,575.74 | 8,548.46 | 20,182.46 |
| 养护质保金增量   | 357.38   | 397.43   | 516.67   | 1,271.48  |
| 总计        | 5,920.90 | 7,525.25 | 9,817.75 | 23,263.90 |

资料来源：招股说明书，宏源证券研究所

## 六、盈利预测与估值

预计 2012-2014 年收入分别为 6.9 亿、9.3 亿、12.3 亿元，同比增长 38%、35%、32%。

预计公司 2012-2014 年净利润分别为 1.07 亿、1.47 亿、1.97 亿，同比增长 31%、37%、34%；EPS 分别为 0.78、1.07、1.44，对应 PE33X、24X、18X。首次给予公司增持评级，6 个月目标价 32 元，对应 2013 年 PE 30X。

**表 5: 主要预测指标**

| 主要经营指 | 2010   | 2011   | 2012E  | 2013E  | 2014E  |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入  | 367.06 | 499.80 | 690    | 931.5  | 1230   |
| 同比增长率 | 49.42% | 36.16% | 38.06% | 35%    | 32.05% |
| 营业成本  | 249.26 | 339.89 | 469.2  | 633.42 | 836.4  |
| 净利润   | 65.26  | 81.44  | 106.84 | 146.81 | 196.76 |
| 同比增长率 | 98.85% | 24.79% | 31.18% | 37.4%  | 34.02% |
| 每股收益  | 0.47   | 0.57   | 0.78   | 1.07   | 1.44   |

资料来源：宏源证券研究所

**表 6: 预测利润表**

| 项目 (百万元)  | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 一、营业总收入   | 500   | 690   | 932   | 1,230 |
| 减：营业成本    | 340   | 469   | 633   | 836   |
| 营业税金及附加   | 17    | 23    | 31    | 41    |
| 销售费用      | 3     | 7     | 9     | 12    |
| 管理费用      | 26    | 35    | 47    | 62    |
| 财务费用      | 6     | 4     | 6     | 7     |
| 资产减值损失    | 14.10 | 10    | 10    | 10    |
| 加：投资收益    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 二、营业利润    | 94    | 142   | 196   | 262   |
| 加：营业外收支净额 | 14.27 | 0     | 0     | 0     |
| 三、利润总额    | 108   | 142   | 196   | 262   |
| 减：所得税费用   | 27    | 36    | 49    | 66    |
| 四、净利润     | 81    | 107   | 147   | 197   |
| 归属于母公司的利润 | 81    | 107   | 147   | 197   |

资料来源：宏源证券研究所

**表 7: 预测资产负债表**

| 项目 (百万元)         | 2011A       | 2012E      | 2013E        | 2014E        |
|------------------|-------------|------------|--------------|--------------|
| 货币资金             | 130         | 173        | 233          | 308          |
| 应收票据             | 2           | 0          | 0            | 0            |
| 应收账款             | 452         | 552        | 745          | 984          |
| 预付账款             | 2           | 7          | 9            | 12           |
| 其他应收款            | 11          | 14         | 19           | 25           |
| 存货               | 48          | 70         | 95           | 125          |
| 其他流动负债           | 0           | 0          | 0            | 0            |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>644</b>  | <b>816</b> | <b>1,101</b> | <b>1,454</b> |
| 长期股权投资           | 0           | 0          | 0            | 0            |
| 固定资产             | 30          | 28         | 26           | 24           |
| 在建工程             | 1           | 1          | 1            | 1            |
| 无形资产             | 14          | 13         | 12           | 11           |
| 其他非流动资产          | 14          | 18         | 22           | 26           |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>58</b>   | <b>59</b>  | <b>60</b>    | <b>61</b>    |
| <b>资产总计</b>      | <b>702</b>  | <b>875</b> | <b>1,161</b> | <b>1,515</b> |
| 短期借款             | 120         | 181        | 229          | 274          |
| 应付票据             | 0           | 0          | 0            | 0            |
| 应付账款             | 228         | 235        | 317          | 418          |
| 预收账款             | 0           | 9          | 9            | 9            |
| 其他应付款            | 3           |            | 3            | 3            |
| 应交税费             | 28          | 30         | 30           | 30           |
| 其他流动负债           | 2           | 0          | 0            | 0            |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>382</b>  | <b>438</b> | <b>568</b>   | <b>715</b>   |
| 长期借款             | 0           | 0          | 0            | 0            |
| 其他非流动负债          | 0.42        | 0          | 0            | 0            |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>0.42</b> | <b>0</b>   | <b>0</b>     | <b>0</b>     |
| <b>负债合计</b>      | <b>382</b>  | <b>438</b> | <b>568</b>   | <b>715</b>   |
| 股本               | 103         | 137        | 137          | 137          |
| 资本公积             | 81          | 81         | 81           | 81           |
| 留存收益             | 26          | 133        | 280          | 477          |
| 少数股东权益           | 4           | 4          | 4            | 4            |
| <b>所有者权益合计</b>   | <b>214</b>  | <b>355</b> | <b>502</b>   | <b>698</b>   |
| <b>负债和股东权益合计</b> | <b>702</b>  | <b>793</b> | <b>1,070</b> | <b>1,414</b> |

资料来源: 宏源证券研究所

**分析师简介:**

**王风华:** 宏源证券研究所中小市值上市公司研究组组长、资深研究员，中国人民大学硕士研究生，本科毕业于江西财经大学。15 年从业经历，曾在多家券商任职，曾任行业研究员、行业研究主管、所长助理等职，2010 年加盟宏源证券研究所。主要研究覆盖：宏观策略研究、区域经济主题、能源新能源行业、煤炭电力行业、战略性新兴产业、投资组合、主题投资专题研究、中小市值上市公司研究等。

主要研究覆盖公司：同洲电子、壹桥苗业、中银绒业、德力股份、长信科技、金陵药业、煌上煌、积成电子、银河磁体、中福实业、开尔新材、凯恩股份、光线传媒、超华科技、鑫龙电器、探路者、滨江集团、海宁皮城、永新股份、皖维高新、围海股份、富安娜、航民股份、报喜鸟、金亚科技等。

**机构销售团队**

| 区域   | 姓名  | 电话            | 手机          | 邮箱                   |
|------|-----|---------------|-------------|----------------------|
| 华北区域 | 牟晓凤 | 010-88085111  | 18600910607 | muxiaofeng@hysec.com |
|      | 李倩  | 010-88083561  | 13631508075 | liqian@hysec.com     |
|      | 王燕妮 | 010-88085993  | 13911562271 | wangyanni@hysec.com  |
|      | 张瑶  | 010-88013560  | 13581537296 | zhangyao@hysec.com   |
| 华东区域 | 张珺  | 010-88085978  | 13801356800 | zhangjun3@hysec.com  |
|      | 赵佳  | 010-88085291  | 18611796242 | zhaojia@hysec.com    |
|      | 奚曦  | 021-51782067  | 13621861503 | xixi@hysec.com       |
|      | 孙利群 | 010-88085756  | 13910390950 | sunliqun@hysec.com   |
|      | 李岚  | 021-51782236  | 13917179275 | lilan@hysec.com      |
| 华南区域 | 夏苏云 |               | 13631505872 | xiasuyun@hysec.com   |
|      | 贾浩森 | 010-88085279  | 13661001683 | jiahaosen@hysec.com  |
|      | 罗云  | 010-88085760  | 13811638199 | luoyun@hysec.com     |
|      | 赵越  |               | 13424300435 | zhaoyue@hysec.com    |
| QFII | 孙婉莹 | 0755-82934785 | 18682185141 | sunwanying@hysec.com |
|      | 覃汉  | 010-88085842  | 18810805988 | qinhan@hysec.com     |
|      | 胡玉峰 | 010-88085843  | 15810334409 | huyufeng@hysec.com   |

**宏源证券评级说明:**

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

| 类别     | 评级 | 定义                             |
|--------|----|--------------------------------|
| 股票投资评级 | 买入 | 未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上     |
|        | 增持 | 未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%   |
|        | 中性 | 未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5% |
|        | 减持 | 未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上      |
| 行业投资评级 | 增持 | 未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上      |
|        | 中性 | 未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5% |
|        | 减持 | 未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上      |

**免责条款:**

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。