

证券研究报告—深度报告

建筑工程

工程承包

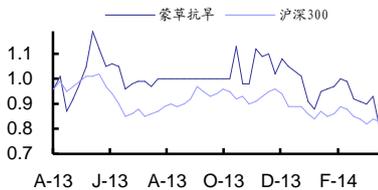
蒙草抗旱(300355)

推荐

合理估值: 33.98 元 昨收盘: 22.01 元 (首次评级)
-36.6

2014年04月02日

一年该股与沪深300走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	215/100
总市值/流通(百万元)	4,731/2,198
上证综指/深圳成指	2,033/7,190
12个月最高/最低(元)	33.68/21.94

相关研究报告:

证券分析师: 邱波

电话: 0755-82133390
E-MAIL: qjubo@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980510120021

证券分析师: 刘萍

电话: 0755-82130678
E-MAIL: liuping@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980512030001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

深度报告

新商业模式下的裂变式扩张

● 生态修复和市政园林发展空间巨大

根据我国第四次全国荒漠化及沙化监测结果, 截至2009年底, 全国荒漠化土地面积262.37万平方公里, 沙化土地面积173.11万平方公里, 分别占国土总面积的27.33%和18.03%, 荒漠化和沙化治理任务艰巨。目前每年国家用于生态修复的投资已超过1500亿元; 在“美丽中国”、创建园林城市的政策引导下, 市政园林绿化投资已超过2000亿元, 再考虑超过800亿元的地产园林投资, 每年用于生态环境建设的投资已超4300亿元。

● “蒙草” 高效节水打造核心竞争优势

公司立足于我国生态脆弱地区环境现状, 历经10年培育, 目前已经建成国内最齐全干旱和半干旱地区“蒙草”种子库, 蒙草由本土植物驯化而来, 适宜当地气候, 本身具有“节水耐旱、耐寒、耐盐碱、耐贫瘠”等抗逆性生态特征, 再经过公司长期引种、驯化, 其抗逆性生态特征更加凸显。

● 2014年重回快速增长轨道

由于行业负面因素消失(换届和地方债务审计), 内蒙当地园林绿化建设低于全国平均水平, 投资保持较快增长(近3年30%以上增长), 公司工程订单正逐步恢复, 园林绿化业务2014年将重回快速增长轨道(30-40%增长)。

● 并购已成为公司持续扩张的重要一环

收购普天在财务上将为公司贡献2014年EPS至少0.17元, 同时为公司业务结构和区域结构的有利补充, 而普天园林借助上市公司更好的融资能力, 有望向市政园林拓展, 未来业绩有超预期可能; 并购已成为公司发展的重要一环。

● 生态产业联盟打造最优质生态牧场

公司正在完成从生态修复企业到生态产业打造的业务转型, 从单纯的工程建设向草原投资、建设、运营转变, 公司新业务模式有巨大的发展空间(仅内蒙地区荒漠化面积达到9.3亿亩, 退化草场3亿亩), 有较好的盈利前景, 且已经有项目证明其技术上可行, 公司有望成为国内优质生态牧场的规模化缔造者。

● 公司合理价值区间 33.98元~36.60元

预计公司14-15年业绩复合增速56.5%, 综合绝对估值和相对估值的结果, 合理估值区间33.98~36.6元。较当前股价有较大溢价空间, “推荐”评级。

盈利预测和财务指标

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	500	628	749	1,421	1,836
(+/-%)	36.2%	25.7%	19.2%	89.8%	29.3%
净利润(百万元)	82	127	109	188	267
(+/-%)	24.5%	56.1%	-14.4%	72.8%	41.7%
摊薄每股收益(元)	0.38	0.59	0.53	0.86	1.21
EBITMargin	28.7%	25.5%	23.0%	20.5%	22.2%
净资产收益率(ROE)	25.9%	15.6%	12.2%	18.4%	22.0%
市盈率(PE)	58.0	37.2	42.6	25.7	18.2
EV/EBITDA	34.3	31.0	29.0	20.2	15.3
市净率(PB)	15.0	5.8	5.2	4.7	4.0

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

投资摘要

估值与投资建议

我们采用三阶段模型，对公司价值进行 DCF 折现。显性阶段，14 年到 15 年，公司由于并购和外埠扩张进入收获期，内生收入保持 30% 左右的增长，毛利率保持稳定，同时费用率有所下降，半显性阶段，公司保持 15%-20% 增长，永续增长率为 2%，综合 FCFF 和 FCFE 估值结果，公司的合理估值区间为：33.67 ~ 34.28，中枢为 33.98 元。

我们预计公司 2013-2015 年净利润分别为 1.09、1.89 和 2.67 亿元，同比分别增长 -14.4%、72.8 和 42.2%，14-15 年复合增速 56.5%，对应 EPS 分别为 0.53、0.86 和 1.22 元，当前股价对应的 PE 分别为 42、26 和 18x；

目前 A 股 6 家园林行业上市公司对应 2013 年 EPS 平均估值 32.16 倍。公司估值在园林行业上市公司中最高，鉴于公司近两年业绩增长的确定性，其生态修复业务的独特性和位于半干旱干旱地区的较好地理位置，理应享有更高估值。

公司净利润近两年复合增速 56%，在园林企业中最高，新商业模式已经起步，中长期增长颇具亮点，按照 2014 年 40-45 倍 PE 计算，合理估值区间 34.4~38.7 元，估值中枢 36.6 元。

我们认为从中短期来看，2014 年公司因收购并表、订单恢复等原因，内生增长外延扩张并举，将实现收入和净利润的较快增长，而随着外埠扩张逐步进入收获期，工程业务 15 年保持较快增长有较强确定性。

从长期来看，公司运用蒙草独特优势将生态修复与生态产业相结合，通过生态产业联盟的新形式规模化打造蒙草生态牧场，一方面改变了过去依赖政府投资的问题，另一方面该模式较好的盈利前景为公司中长期的发展打开空间。预计新业务有望从 2015 年开始逐步贡献业绩。我们认为公司新业务不仅有较好的经济效益，也有很强的社会效益，符合国家政策支持方向，可享受较高估值。

另外并购已经成为公司未来发展的重要一环，无论是在业绩上还是估值上都有望形成支撑点。公司是我们今年建筑+X 推荐重点标的之一，综合绝对估值和相对估值的结果，合理价值区间 33.98~36.6 元，给予“推荐”投资评级。

核心假设或逻辑

1) 我们判断由于行业层面负面因素消失（换届和地方债务审计），公司作为面向生态脆弱区域的环境建设企业，因订单逐步恢复，传统园林绿化业务 2014 年将重回快速增长轨道（30—40% 增长）；2) 收购普天在财务上，将为公司贡献 2014 年 EPS 至少 0.17 元，同时为公司业务结构和区域结构的有利补充，而普天园林借助上市公司更好的融资能力，有望向市政园林拓展；3) 公司正在完成从生态修复企业到生态产业打造的业务转型，从单纯的工程建设向草原投资、建设、运营转变，公司新业务模式有巨大的发展空间（内蒙地区荒漠化面积达到 9.3 亿亩），有较好的盈利前景，且技术上已经有项目证明可行，因此我们判断其成功的可能性较大。

与市场预期的差异之处

市场认为公司上市以来表现平淡，并未像其它园林公司有一个业绩快速增长期，我们认为公司 2013 年业绩低于预期主要还是受行业层面不利因素影响，14 年这些因素基本消失，公司无论是订单还是工程进度都将重回增长轨道。公司收购普天并不是偶然为之，并购已经成为公司发展的重要战略方向。

市场一直将公司等同于普通园林企业，我们认为公司立足于干旱和半干旱地区的生态环境建设业务，本身与普通的市政园林有较大的区别，公司以“节水抗旱”为主打的生态建设业务目前上市公司仅此一家，而公司将退化草场或荒漠化土地恢复为草场并出租的生态产业联盟业务也是生态修复的全新模式，该模式若运作成功，公司将有望成为全中国最优质人工牧场的打造者。

股价变化的催化因素

我们判断蒙草抗旱今年业务发展将重回快速增长轨道，业绩高增长或成为股价催化因素之一，而外埠扩张进入收获期，内蒙地区外新订单的签订也能促发股价上扬；生态产业联盟的新业务已经启动，其项目用地的正式确定或也将成为股价的催化剂。

核心假设或逻辑的主要风险

- 第一，政府债务风险导致回款不畅，项目进度放缓；
- 第二，新业务开展不达预期。

内容目录

估值与投资建议	6
绝对估值法：33.67~34.28 元/股.....	6
相对估值法：22.1~24.70 元/股.....	6
风险提示.....	7
投资建议.....	7
蒙草抗旱：节约型生态环境建设龙头	8
生态修复在我国还处于起步阶段	9
生态修复是生态破坏的逆向演替.....	9
植物选培是生态修复技术壁垒所在.....	10
生态修复在我国还处于起步阶段.....	10
生态修复和园林绿化市场容量巨大	11
荒漠化和沙化土地面积占国土面积超过 4 成.....	11
每年生态环境建设投资超过 1500 亿元.....	12
投资加速，市政园林已达到 2000 亿规模.....	12
政策护航，市政园林仍有较大发展空间.....	13
地产园林年均投资规模超过 826 亿.....	14
“蒙草”高效节水打造核心竞争优势	15
丰富而齐全的种子库.....	15
先进的培育技术.....	15
丰富的工程经验.....	16
2014 重回增长快车道	16
14 年不存在行业层面负面因素.....	17
13 年 4 季度订单有恢复迹象.....	17
收购成为公司发展的一个重要战略	17
收购利于公司业务结构和区域结构的进一步完善.....	18
收购利于普天向市政业务扩张.....	18
收购普天贡献 14 年 EPS 至少 0.17 元.....	18
全新模式打造中国最优质生态牧场	18
生态产业联盟打造“蒙草”新模式.....	18
大青上万亩草场的修复工程证明该模式技术上可行.....	20
该模式巨大的发展空间.....	20
投入资金来源多渠道.....	21
产业联盟的盈利前景较好.....	21
外埠扩张进入收获期	22
园林行业上市公司主要财务指标对比	22
盈利预测与投资评级	23
基本假设.....	23
风险提示	24
附表：财务预测与估值	25
国信证券投资评级	26
分析师承诺	26
风险提示	26
证券投资咨询业务的说明	26

图表目录

图 1: 蒙草抗旱股权结构图	8
图 2: 公司收入结构——按行业	8
图 3: 公司收入结构——按地区	8
图 4: 乌海甘德尔沙漠修复前	9
图 5: 乌海甘德尔沙漠修复后	9
图 6: 生态修复流程	9
图 7: 生态修复主要技术	10
图 8: 荒漠化、沙化面积在国土面积中占比	12
图 9: 可治理面积在沙化土地中占比	12
图 10: 建成区绿地率不断提升	13
图 11: 市政园林投资增速明显加快	13
图 12: 房地产开发投资仍保持快速增长	14
图 13: 住宅竣工面积	14
图 14: 上市以来收入保持较快增长	16
图 15: 净利润保持较快增长	16
图 16: 内蒙园林绿化投资	17
图 17: 内蒙城市绿化覆盖率低于全国平均水平（2012 年）	17
图 18: 生态产业联盟业务新模式	19
图 19: 大青山万亩草场修复前(2012.4)	20
图 20: 大青山万亩草场修复后(2013.7)	20
图 21: 净利润率对租金的敏感性分析	22
图 22: 蒙草抗旱毛利率与东方园林相当	22
图 23: 净利率高于行业内其它公司	22
图 24: 蒙草抗旱期间费用率位于行业中游	23
图 25: 保守的会计准则导致较高的减值准备	23
图 26: 蒙草抗旱期间费用率位于行业中游	23
图 27: ROA 位于行业中游	23
表 1: 三阶段模型的主要假设	6
表 2: 绝对估值的基本假设条件	6
表 3: WACC 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析（元/股）	6
表 4: FCFE 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析（元/股）	6
表 5: 园林企业相对估值比较估值表	7
表 6: 蒙草抗旱合理估值区间	7
表 7: 蒙草抗旱拥有的资质	8
表 8: 生态建设相关政策	11
表 9: 生态环境建设投资	12
表 10: 园林绿化主要政策法规	13
表 11: 园林绿化评价标准	13
表 12: 各省城市园林绿化主要指标	14
表 13: 蒙草抗旱代表性植物种子	15
表 14: 蒙草抗旱代表工程	16
表 15: 蒙草抗旱近年重大合同	17
表 16: 收购普天相关股权代价	18
表 17: 普天业绩承诺	18
表 18: 生态产业联盟现有成员	19
表 19: 大青山万亩草场主要指标	20
表 21: 蒙草抗旱生态产业联盟成本测算	21
表 22: 收入对复绿面积和租金的敏感性分析（万元）	21

估值与投资建议

绝对估值法: 33.67~34.28 元/股

我们采用三阶段模型, 对公司价值进行 DCF 折现。显性阶段, 14 年到 15 年, 公司由于并购和外埠扩张进入收获期, 内生收入保持 30% 左右的增长, 毛利率保持稳定, 同时费用率有所下降, 半显性阶段, 公司保持 15%-20% 增长, 永续增长率为 2%, 综合 FCFF 和 FCFE 估值结果, 公司的合理估值区间为: 33.67~34.28, 中枢为 33.98 元。

表 1: 三阶段模型的主要假设

会计年度截止日: 12/31	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
销售收入增长率	49.42%	36.16%	25.65%	19.2%	89.8%	29.3%	30.00%	25.00%	20.00%	15.00%	15.00%
成本 / 销售收入	67.91%	68.01%	64.62%	64.2%	68.4%	67.7%	67.70%	67.70%	67.70%	67.70%	67.70%
管理费 / 销售收入	4.24%	5.10%	5.35%	8.1%	6.5%	5.5%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%
所得税税率	25.39%	24.92%	11.20%	14.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%
股利分配比例	7.34%	6.70%	8.47%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所预测

表 2: 绝对估值的基本假设条件

永续增长率	2.0%	实际所得税率 T	18%
无风险利率	3.80%	Ke	13.90%
行业平均 Beta	1.21	风险溢价	8.0%
公司市值 (E)	4634	E/(D+E)	94.46%
债务总额(D)	272	D/(D+E)	5.54%
Kd	7%	WACC	13.46%

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所预测

表 3: WACC 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股)

	3.00%	2.50%	2.00%	1.50%	1.00%
10.60%	43.44	41.59	39.92	38.41	37.02
11.10%	40.01	38.41	36.95	35.62	34.40
11.64%	36.96	35.56	34.28	33.11	32.03
12.06%	34.22	32.99	31.87	30.83	29.88
12.60%	31.76	30.68	29.68	28.76	27.91

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所预测

表 4: FCFE 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股)

	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
10.60%	42.00	40.35	38.86	37.50	36.25
11.10%	38.88	37.44	36.13	34.93	33.83
11.64%	36.08	34.83	33.67	32.61	31.64
12.06%	33.57	32.46	31.45	30.51	29.64
12.60%	31.31	30.33	29.42	28.59	27.81

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所预测

相对估值法: 34.4~38.70 元/股

我们预计公司 2013-2015 年净利润分别为 1.09、1.89 和 2.67 亿元, 同比分别增长 -14.4%、72.8 和 42.2%, 未来两年复合增速 56.5%, 对应 EPS 分别为 0.53、0.86 和 1.22 元, 当前股价对应的 PE 分别为 42、26 和 18x;

目前 A 股 6 家园林行业上市公司对应 2013 年 EPS 平均估值 32.16 倍。公司估值在园林行业上市公司中最高, 鉴于公司近两年业绩增长的确定性, 其生态修复业务的独特性和位于半干旱干旱地区的较好地理位置, 理应享有更高估值。

公司净利润未来两年复合增速 56%，在园林企业中最高，新业务已经起步，中长期增长颇具亮点，按照 2014 年 40-45 倍 PE 计算，合理估值区间 34.4~38.7 元，估值中枢 36.6 元。

表 5: 园林企业相对估值比较估值表

	股价	EPS		PE	
		2013E	2014E	2013E	2014E
东方园林	23.00	1.47	1.92	15.65	11.98
棕榈园林	16.07	0.87	1.16	18.58	13.80
铁汉生态	20.90	0.75	1.07	27.87	19.53
普邦园林	12.99	0.55	0.74	23.62	17.63
岭南园林	39.25	1.17	1.59	33.55	24.69
蒙草抗旱	22.01	0.53	0.86	41.53	25.59
平均				32.16	22.64

资料来源：WIND, 国信证券经济研究所

表 6: 蒙草抗旱合理估值区间

估值方法	范围	中枢
绝对估值	33.67 ~ 34.28	33.98
相对估值	34.40 ~ 38.70	36.60

资料来源：WIND、国信证券经济研究所

风险提示

- 第一，政府债务风险导致回款不畅，项目进度放缓；
- 第二，新业务开展不达预期。

投资建议

我们认为从中短期来看，2014 年公司因收购并表、订单恢复等原因，内生增长外延扩张并举，将实现收入和净利润的较快增长，而随着外埠扩张逐步进入收获期，工程业务 15 年保持较快增长有较强确定性。

从长期来看，公司运用蒙草独特优势将生态修复与生态产业相结合，通过生态产业联盟的新形式打造蒙草牧场，一方面改变了过去依赖政府投资的问题，另一方面该模式较好的盈利前景为公司中长期的发展打开空间。预计新业务有望从 2015 年开始逐步贡献业绩。我们认为公司新业务不仅有较好的经济效益，也有很强的社会效益，符合国家政策支持方向，可享受较高估值。

另外并购已经成为公司未来发展的重要一环，无论是在业绩上还是估值上都有望形成支撑点。公司是我们今年建筑+X 推荐重点标的之一，综合绝对估值和相对估值的结果，合理估值区间 33.98~36.6 元，给予“推荐”投资评级。

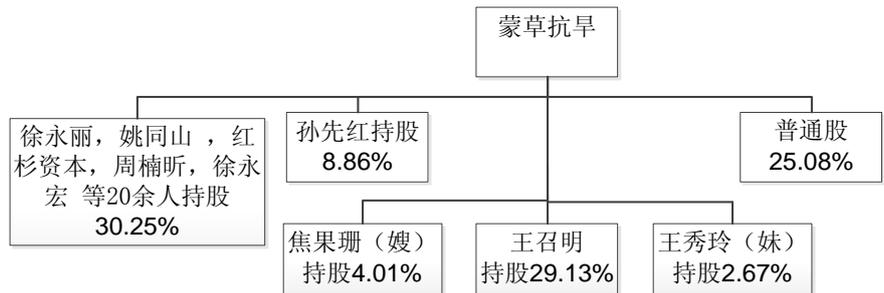
蒙草抗旱：节约型生态环境建设龙头

公司前身为成立于2001年的呼和浩特市和信园绿化有限公司，2010年9月15日整体变更为股份有限公司，于2012年9月在深交所创业板上市。

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，是内蒙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，针对本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。

图 1：蒙草抗旱股权结构图



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司拥有城市园林绿化企业一级资质、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，取得草原野生植物采集证、林木种子生产许可证、林木种子经营许可证，并获准进行草原野生植物收购。

表 7：蒙草抗旱拥有的资质

编号	资质
1	城市园林绿化企业壹级资质
2	风景园林工程设计专项乙级
3	地质灾害工程治理施工丙级
4	市政公用工程施工总承包叁级

资料来源：公司网站，国信证券经济研究所

图 2：公司收入结构——按行业

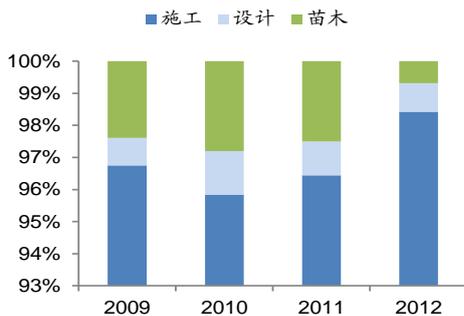
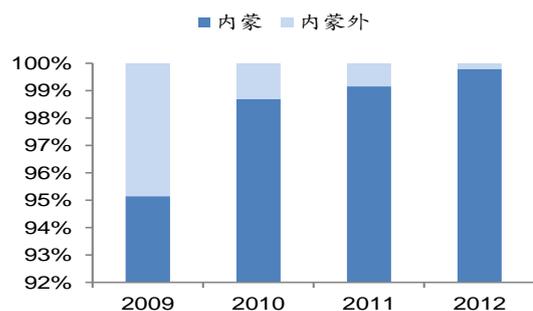


图 3：公司收入结构——按地区



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

公司收入主要来源于园林施工和设计，施工业务占公司收入的 95%以上，公司主要业务集中在内蒙，内蒙在公司收入占比高达 95%以上。

生态修复在我国还处于起步阶段

生态修复是生态破坏的逆向演替

所谓生态修复是指对生态系统停止人为干扰，以减轻负荷压力，依靠生态系统的自我调节能力与自组织能力使其向有序的方向进行演化，或者利用生态系统的这种自我恢复能力，辅以人工措施，使遭到破坏的生态系统逐步恢复或使生态系统向良性循环方向发展；主要指致力于那些在自然突变和人类活动影响下受到破坏的自然生态系统的恢复与重建工作，恢复生态系统原本的面貌。

图 4：乌海甘德尔沙漠修复前



资料来源：公司网站，国信证券经济研究所

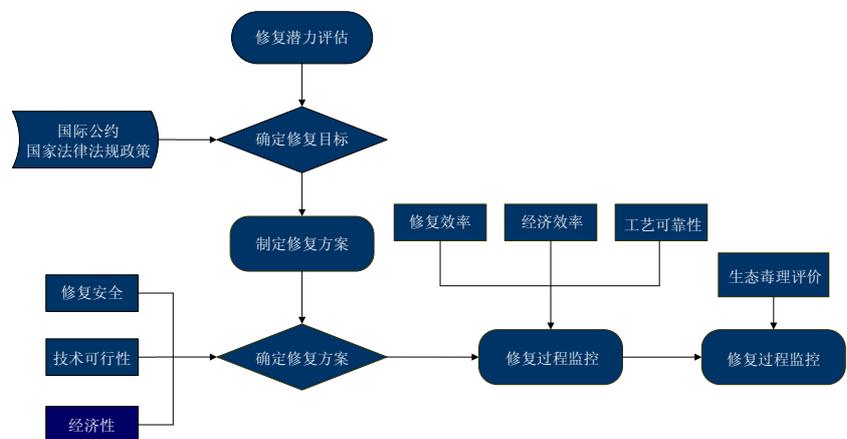
图 5：乌海甘德尔沙漠修复后



资料来源：公司网站，国信证券经济研究所

生态修复的理论基础是生态恢复学，研究的对象是那些在自然灾害和人类活动压力下受到破坏的自然生态景观的恢复和得到重建的问题。恢复生态学认为恢复是破坏过程的逆向演替，这一逆向演替可能是沿着破坏时的轨迹复归，也可能是沿着一种新路径去恢复，可能是自然地进行，也可能是必须借助人工支持和诱导的过渡过程。由于生态恢复大多数情况下是在极端条件下进行的，可能不是一步到位，而需要通过一串目标来实现，所以逆向演替大多数需要以第二种方式为主。

图 6：生态修复流程



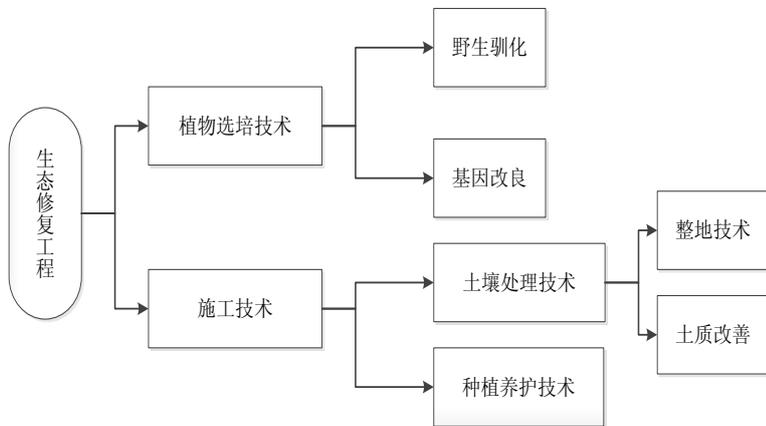
资料来源：生态修复技术，国信证券经济研究所

植物选培是生态修复技术壁垒所在

生态修复工程涉及多个学科，根据工程特点采用不同的生态修复综合技术，一般来讲，生态修复工程涉及的技术主要有三种：植物选培技术、土壤处理技术和工程施工技术。

生态修复涉及的专业技术中，难度最大的是植物选培，涉及基因工程等高精尖技术领域，一般企业很难直接介入。对于特殊条件下的物种选择，往往需要多年的耐心实验和培育，也需要长时间的经验积累。施工技术方面，由于大多数工程中施工条件恶劣，除了应用相关技术，工程经验也很重要，生态修复的技术壁垒也主要体现在这两个环节中。目前两家做生态修复的上市公司中，铁汉生态在施工技术上有优势，而蒙草抗旱则在耐干旱物种驯化方面有更多积累。

图 7：生态修复主要技术



资料来源：生态修复技术，国信证券经济研究所

植物选培技术

生态修复工程所处的地理环境一般都存在一定的水土流失、沙化和盐化现象，甚至是一些缺水少土的土石边坡等，自然条件比较恶劣，植物物种必须具有特殊的性能，如抗干旱、耐贫瘠、耐盐碱等，一般通过对野生植物进行驯化或基因改良的方式获得。我国目前对植物进行基因改良的研发工作主要由科研院所及高等院校的生物系承担，部分企业也从事该等技术的研发开发。蒙草抗旱采用的是野生驯化为主的选培技术。

土壤处理技术

进行生态修复时一般需要根据工程所在地的自然环境及土质环境的调研测试的结果对土壤进行处理，添加特殊的基材以改良土质，如将氮化纤维有机质、缓释型长效复合肥、保水剂、杀虫剂、杀菌剂、土壤调节剂、固氮菌、磷细菌、钾细菌等按照一定比例进行配比合成营养丰富的混配基材以提高土壤质量。

生态修复在我国还处于起步阶段

生态修复技术起源于上世纪 20 年代西方国家的矿山土地复垦，德、美、英、澳等国家在对矿山开采造成的扰动受损土地进行恢复和利用的过程中，逐渐形成土地复垦技术，包括农业、林业、建筑、自然复垦等。

70 年代后，受生态工程学术思想的影响，从土壤环境修复和生产力恢复层面上升

到了生态系统恢复层面，即重建该系统干扰前的结构与功能有关的物理、化学和生物学特征。

国外的生态修复研究主要集中在森林、草地、灌丛、水体等生态系统在采矿、道路建设、机场建设、放牧、采伐、山地灾害、工业大气及重金属污染等干扰体系的影响下退化和自然恢复的机制和生态学过程，而生态恢复实践主要集中在大型矿区、大型建筑场地、森林采伐迹地、受损湿地等的生态恢复方面。

我国的生态恢复尚处于起步阶段，随着国内环境污染，草原退化等问题的不断加重，学界对生态修复的认识加深，目前，针对水土流失进行的生态修复，可分成以下几类：

- 1) 退化坡面生态系统生态修复。指对退化耕地、林地、草地、荒地等生态系统的生态修复，这是水土保持生态修复的重点。
- 2) 退化河流生态系统生态修复。指对主要因人为驱动力所导致的退化河流生态系统的生态修复。
- 3) 内陆河流域退化绿洲生态系统生态修复，指对退化天然绿洲生态系统的生态修复。
- 4) 退化水库生态系统生态修复。对位于大示范区内的退化水库生态系统进行生态修复也属于水土保持生态修复的范畴。
- 5) 退化矿区生态系统生态修复。是指对废弃矿地生态系统进行生态修复。

我国政府对生态修复的重视始于 2001 年，由于上个世纪严重的荒漠化和沙化趋势，2001 年正式颁布了《防沙治沙法》，之后陆续出台了矿山、草原等生态修复的相关政策。

表 8: 生态建设相关政策

年份	政策
2014	中央一号文件第 16 条
2013	关于全面深化改革的若干重大问题的决议
2013	西部大开发工作安排
2012	西部大开发工作成果
2013	全国防沙治沙规划（2011-2020）
2013	全国生态保护与建设规划(2013-2020 年)
2010	关于加强水土保持生态修复促进草原保护与建设的通知
2009	《关于逐步建立矿山环境治理和生态恢复责任机制的指导意见》
2009	《矿山地质环境保护规定》
2001	《中华人民共和国防沙治沙法》
1991	《中华人民共和国水土保持法》
1992	《城市绿化条例》
1988	《交通部关于加强公路绿化工作的若干意见》

资料来源：国土资源部，环保部，交通部等政府网站

生态修复和园林绿化市场容量巨大

荒漠化和沙化土地面积占国土面积超过 4 成

目前我国面临的生态破坏态势严峻，根据我国第四次全国荒漠化及沙化监测结果显示，截至 2009 年底，全国荒漠化土地面积 262.37 万平方公里，沙化土地面积 173.11 万平方公里，分别占国土总面积的 27.33% 和 18.03%。

表 11: 国土荒漠化和沙化严重

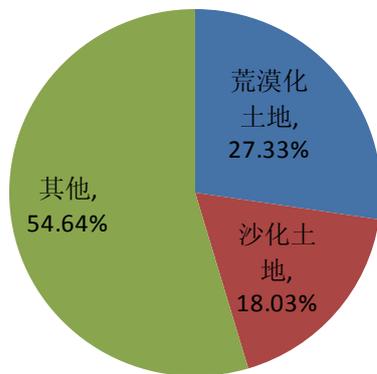
	荒漠化面积	占比	沙化面积	占比
全 国	26361.68	100	17396.63	100

内蒙古	6223.82	23.61	4159.36	23.91
西藏	4334.87	16.44	2168.43	12.46
甘肃	1934.78	7.34	1203.46	6.92
青海	1916.62	7.27	1255.83	7.22
新疆	10715.83	40.65	7462.83	42.9
5省合计	25125.92	95.31	16249.91	93.41

资料来源：统计局，国信证券经济研究所

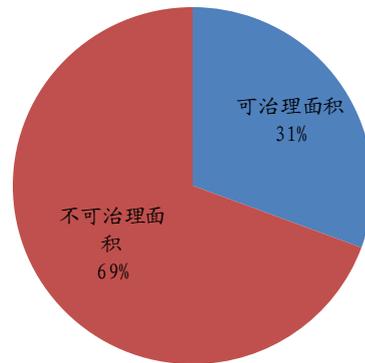
目前全国现有沙化土地 173 万平方公里，占国土总面积的近 1/5，其中可治理面积 53 万平方公里，按照每年缩减 1717 平方公里的速度计算，完成全部治理任务大概需要 300 年时间。

图 8: 荒漠化、沙化面积在国土面积中占比



资料来源：《第四次中国荒漠化和沙化状况公报》，国信证券经济研究所

图 9: 可治理面积在沙化土地中占比



资料来源：《第四次中国荒漠化和沙化状况公报》，国信证券经济研究所

每年生态环境建设投资超过 1500 亿元

目前，我国每年用于生态修复的投资已经超过 1500 亿元，较是“十一五”期间大幅增长。鉴于政策支持力度较大且严峻的环保形势，我们认为相关投资仍有望保持较快增长。

表 9: 生态环境建设投资

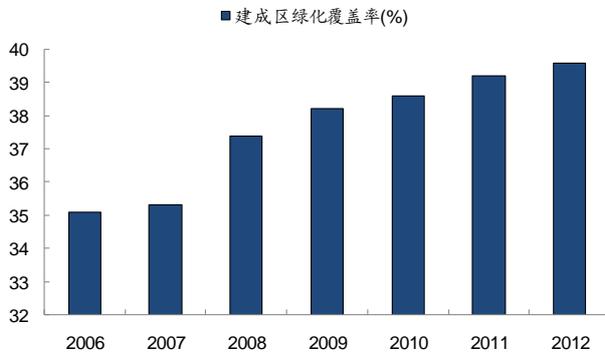
	“十一五”年均(亿)	“十二五”年均预计(亿)	增长
生态环境保障工程		630	
“三北”防护林工程五期	35	113	218%
京津风沙源治理工程二期	41	88	113%
矿山修复投资	58	500	757%
公路绿化投资	94	180	91%
合计	228	1511	

资料来源：统计局，国土资源部，环保部，国信证券经济研究所整理

投资加速，市政园林已达到 2000 亿规模

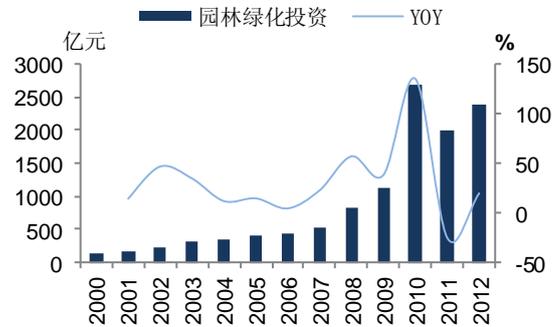
从发达国家城市化历史进程来看，在城市化发展初期，大都以粗放型基础设施建设为主，绿化等配套投资占比相对较小；在城市化发展加速期的中后阶段，基础设施和房地产建设逐步开始精细化，绿化等配套投资占比逐渐提升。

图 10: 建成区绿地率不断提升



资料来源: 统计局、国信证券经济研究所

图 11: 市政园林投资增速明显加快



资料来源: WIND、国信证券经济研究所

对比我国目前城市化所处阶段,并结合中国城市绿化覆盖率等绿化投资增长表象指标,我们认为,随中国城市化发展进入加速期的中后阶段,绿化等配套投资占比或正处于提升拐点,市政园林建设行业已进入加速扩张期。2000年时,全国城市园林绿化投资规模仅有143亿元,到2012年,城市园林绿化投资已经达到2380亿元。

政策护航,市政园林仍有较大发展空间

我国从1992年开始就对城市园林绿化建设进行了规范,先后出台了多项政策措施,并在2012年底的《关于促进城市园林绿化事业健康发展的指导意见》中明确提出,到2020年,全国设市城市要对照《城市园林绿化评价标准》完成等级评定工作,达到国家II级标准。

表 10: 园林绿化主要政策法规

政策	颁布时间	主要内容
城市绿化条例	1992	政府应当把城市绿化建设纳入国民经济和社会发展规划,政府应编制城市绿化规划
城市绿化规划建设指标的规定	1993	对城市规划中有关绿化建设设置了具体指标
城市绿线管理办法	2002	确保城市绿线范围内的各类用地按标准建设
城市园林绿化评价标准	2010	制定了城市园林绿化分级标准
关于促进城市园林绿化事业健康发展的指导意见	2012	到2020年,全国设市城市要对照《城市园林绿化评价标准》完成等级评定工作,达到国家II级标准,其中已获得命名的国家园林城市要达到国家I级标准

资料来源: 住建部、国信证券经济研究所整理

根据园林绿化的评价标准,要达到国家II级标准,需满足建成区绿化覆盖率高于36%,建成区绿地率高于31%,人均公园绿地面积达到7.5-9平方米。由于市一级的行政区划较多,难以一一统计,我们仅按照省份进行统计,目前仍有西藏、甘肃、青海、贵州、内蒙、吉林、天津、上海等8个省市未达到国家II级标准,如果以城市计算,则占比更高。

表 11: 园林绿化评价标准

主要指标	I级	II级	III级	IV级
建成区绿化覆盖率	40.00%	36.00%	34%	34%
建成区绿地率	35.00%	31.00%	29%	29%

城市人均公园绿地面积	9.5 m ² ~ 11.0 m ²	7.5 m ² ~ 9.0 m ²	6.5 m ² ~ 7.5 m ²	6.5 m ² ~ 7.5 m ²
------------	--	---	---	---

资料来源：住建部、国信证券经济研究所整理

表 12: 各省城市园林绿化主要指标

	绿化覆盖率	绿地率	人均公园面积
西藏	24.06	23.17	10.73
甘肃	27.85	24.02	8.32
青海	31.06	31.37	9.65
贵州	32.31	26.96	7.26
内蒙古	34.09	31.59	14.47
吉林	34.17	29.86	10.53
天津	34.53	30.58	10.30
黑龙江	36.32	33.22	11.47
新疆	36.64	33.27	9.48
河南	36.64	31.64	8.90
湖南	36.84	33.72	8.81
广西	37.35	32.58	11.02
宁夏	37.45	35.48	16.03
四川	38.21	34.19	10.73
上海	38.22	33.68	7.01
山西	38.29	33.59	10.17
湖北	38.35	32.86	10.11
浙江	38.39	34.73	11.77
陕西	38.68	32.59	11.41
云南	38.73	34.42	10.26
全国	39.42	35.46	11.80
安徽	39.47	34.55	11.88
辽宁	39.78	36.81	10.56
重庆	40.18	37.44	17.87
广东	41.10	37.07	14.35
福建	41.39	37.37	11.72
山东	41.51	37.14	16.00
海南	41.81	37.05	12.51
河北	42.07	37.32	14.26
江苏	42.12	38.64	13.34
江西	46.81	43.35	13.49
北京	53.74	51.60	11.33

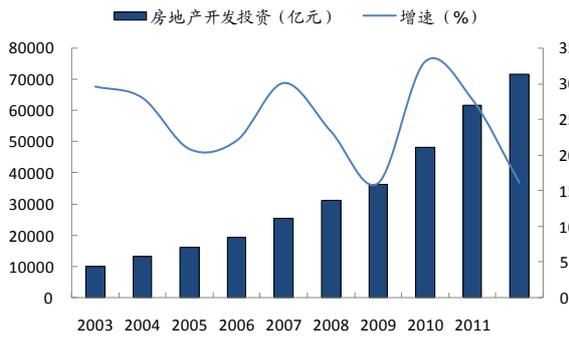
资料来源：住建部、国信证券经济研究所整理

地产园林年均投资规模超过 826 亿

按照《关于加强城市绿化建设的通知》规定，新建居住区绿地占居住区总用地比例达 35%以上，2013 年全国商品住宅竣工面积为 7.87 亿平方米，按照平均 2 的容积率计算，则当年完成的开发土地面积大约为 3.94 亿平方米，按照绿地占居住用地面积 35%的保守比例测算，新增居住区绿地面积为 1.38 亿平方米，按照每平方米 600 元的投资强度计算，地产园林的投资规模约为 826 亿元。

图 12: 房地产开发投资仍保持快速增长

图 13: 住宅竣工面积



资料来源：统计局、国信证券经济研究所



资料来源：统计局、国信证券经济研究所

“蒙草” 高效节水打造核心竞争优势

蒙草抗旱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。

所谓蒙草，是指内蒙当地具有“三节、三耐、二低、一高”特征的本土植物，在我国旱区的山地、草原和荒漠生长的“蒙草”，本身具有“节水耐旱、耐寒、耐盐碱、耐贫瘠”等抗逆性生态特征，再经过长期引种、驯化，使其“三节、三耐、二低、一高”优势特性更加凸显，被蒙草抗旱广泛地运用于生态环境建设、生态恢复和城市园林绿化事业中。

较普通草种，蒙草因野生驯化后，在节水抗旱方面有突出的效果，根据公司项目实践，运用蒙草建设的绿地每年每平方米耗水量为 0.24 吨，而《内蒙古自治区园林绿化工程预算定额》(DYD15-701-2009)，每年每平方米草皮耗水量标准为 1.8 吨，蒙草每平米节水高达 86.7%。

丰富而齐全的种子库

公司种植了乡土植物一百余种，其中经公司自行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、蒙古莜、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、野罂粟、大青山早熟禾、多茎萎陵菜、蓝盆花等。公司目前拥有 130 余种乡土植物种子，公司的蒙草主要有 5 类，分别是荒漠绿化、耐盐碱、抗污染、药用景观和普通北方植物类。

表 13: 蒙草抗旱代表性植物种子

类型	品种
荒漠绿化	蒙古韭、沙冬青、羊柴等
矿区复垦	蒙古莜、忍冬、蒙古扁桃等
耐盐碱	玉带草、芨芨草、补血草等
北方常见植物	紫羊茅、景天、石竹等
药用	地丁、山丹、黄芩等
抗污染	黄花菜、连翘、白蜡等

资料来源：公司网站，国信证券经济研究所整理

先进的培育技术

公司拥有领先的蒙草培育技术，建立了一套科学规范的技术体系和操作规程，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等。

公司承担了国家“十二五”科技支撑计划项目“抗逆生态树种新品种选育技术研究”项目，目前已经完成了在青海和甘肃等两个省份的种质资源采集工作，目前正在开展日常苗木生长情况观测和记录，以及育苗和种源实验。待优良品

种选育体系完成后，便可开展建立新品种的繁育苗圃进行扩繁。

公司还承建了北方干旱半干旱地区植物种质资源库及其配套基础设施建设项目。该项目目前已通过内蒙古自治区发改委备案，未来两年内公司将在内蒙建设一个种质资源总库和九个种质资源分库。目标是建成一个集品种选育、应用示范以及工厂化、规模化和标准化为一体，具有先进水平的种质资源加工、储存及繁育基地。不仅能够通过新品种、新技术的引进、开发和推广来带动苗木产业结构调整 and 升级换代，而且对本地区生物种质资源的保护也有着十分重要的战略意义。

丰富的工程经验

公司针对干旱半干旱地区的气候特征，运用蒙草完成了多个自然生态环境建设与城市园林景观建设的项目，积累了在干旱、风沙、盐碱、严寒等立地条件下，进行防风固沙、盐碱地改良、矿区及河道环境整治、边坡水土保持等多领域施工的丰富经验。

表 14: 蒙草抗旱代表工程

分类	细分领域	代表工程
自然环境建设	荒漠绿化	大青山万亩草场建设项目
	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
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：公司公告，国信证券经济研究所整理

2014 重回增长快车道

公司 2013 年收入增长 18%，净利润增长-14%，主要是因为 2013 年非经常性损益大幅减少，考虑扣非后公司净利润增长约 10%。考虑公司 2013 年收购普天园林将在 2014 年并表，同时因 4 季度园林企业订单普遍好转，公司 2014 年有望在收入和净利润的增长上创出新高。

图 14: 上市以来收入保持较快增长

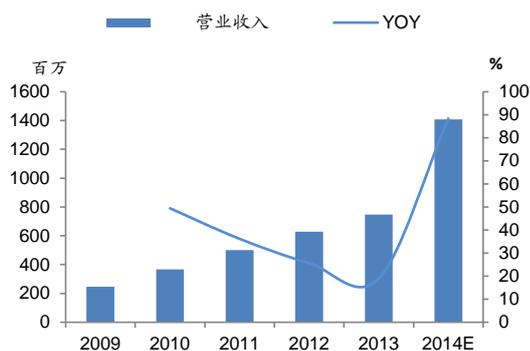
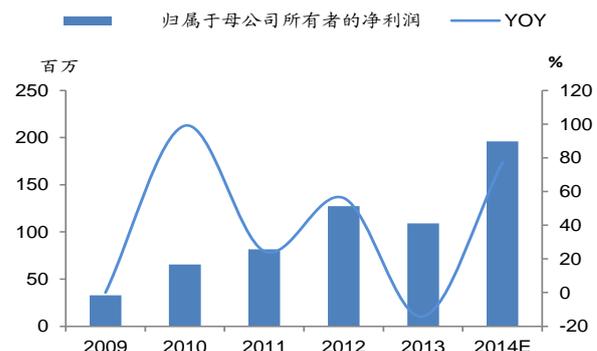


图 15: 净利润保持较快增长



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

14年不存在行业层面负面因素

2013年，整个园林行业受政府换届影响，因很多项目招投标暂停，而后期地方政府审计又影响了在建项目的进度，双重因素导致最后收入和净利润增长最终不达预期。

13年4季度订单有恢复迹象

2013年4季度开始，因新项目招标逐步开始恢复，公司订单情况有所好转，我们预计公司2013年结转到14年的订单大约有8亿元，以公司当前的订单情况，我们认为公司2014年收入可实现30-40%的增长（不考虑普天）。

表 15: 蒙草抗旱近年重大合同

项目	金额(亿元)
2014	
为昆区G6高速公路和110国道沿线生态环境综合治理工程一标段至六标段	3亿左右
2013	
大青山万亩草场恢复建设项目	1.07
金湖银河景观工程施工第一标段	2.17
昭君路绿化景观改造工程施工合同	0.94
集宁区2013年道路三期及河东绿化建设项目施工合同	0.56
合计	4.74
2012	
白泉山公园种植及生态绿化工程二期建设施工合同	2.12
集宁区街道及出入口绿化工程四标段建设施工合同	0.91
集宁区街道及出入口绿化工程二标段建设施工合同	0.99
合计	4.02

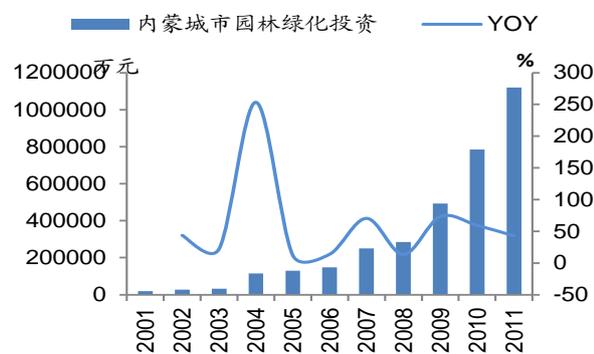
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

内蒙地区城市园林绿化投资增长潜力大

公司所在的内蒙区域是全国园林绿化较为落后区域，其城市绿化覆盖率低于全国平均水平约3个百分点（全国2012年为39.59%，而内蒙仅36.17%），政府近年加大此方面投资，目前年投资额已超过100亿元，且近3年投资增速超过30%。

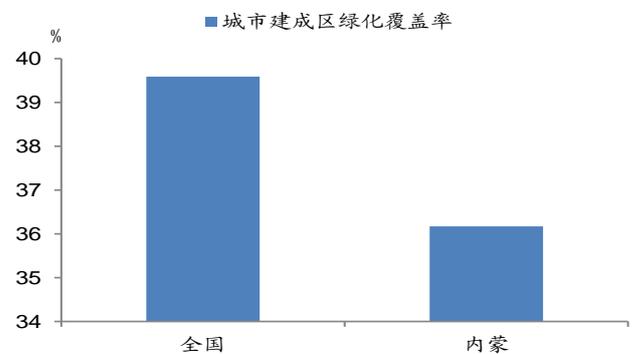
公司作为内蒙地区规模做大、实力最强的园林企业，在内蒙本地的市场占有率按2011年算仅4.5%，即使在内蒙本地，也还有很大的发展空间。

图 16: 内蒙园林绿化投资



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 17: 内蒙城市绿化覆盖率低于全国平均水平 (2012年)



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

收购成为公司发展的重要一环

收购利于公司业务结构和区域结构的进一步完善

公司 2012 年 9 月上市，2013 年就启动了普天园林的收购工作，以现金+股权的方式收购普天园林 70% 股权。公司将收购作为未来做大做强的重要一环。

收购普天对于公司的业务结构和区域结构都有进一步的完善，蒙草以市政园林和生态修复见长，主要业务位于内蒙和北方地区，而普天园林以地产园林见长。业务主要分布在华东和华南。收购完成后，蒙草将成为目前上市公司中业务布局最完善且最均衡的园林企业。

此次收购作价 3.99 亿元，其中股权模式作价 2.66 亿元，由蒙草以 28.09 元的价格向普天园林实际控制人发行股份 947 万股蒙草股份，现金部分 1.33 亿元，有蒙草向特定投资者以不低于 25.28 元的价格发行不超过 526 万股股份，目前向普天园林的定增已经完成，配套融资正在进行。

表 16: 收购普天相关股权代价

	收购发行股份 (股)	现金 (万)	收购普天股份	占蒙草股份
宋敏敏	1,558,419		7.68%	0.71%
李怡敏	7,911,142	13,300	62.32%	3.59%
合计	9,469,561			

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

收购利于普天向市政业务扩张

普天园林以地产园林起家，拥有国家城市园林绿化施工壹级、风景园林设计甲级和建筑工程设计甲级资质，是国内少数拥有建筑设计和景观设计双甲级的园林壹级企业。

本次收购完成后，普天园林已经具备从地产园林向市政园林扩张的实力和条件。市政园林最大的发展瓶颈在于资金和与地方政府的谈判能力。普天一直以来，受资金掣肘，不能大规模发展市政园林，被蒙草收购后，有望获得母公司在资金上的大力扶持，从而利用本身较好的政府资源开展相关业务。

收购普天贡献 14 年 EPS 至少 0.17 元

普天园林给出的业绩承诺年增长为 20%，另外根据协议，如果增速达到 25%，将获得 7000 万元奖励。

我们认为按照普天的实力，如果其获得上市公司资金支持，发展市政业务，其增长有超预期可能。

表 17: 普天业绩承诺

单位 (亿元)	2013	2014	2015	2016
承诺利润	47.0	54.0	64.8	77.8
YOY		14.89	20	20
贡献 EPS		0.17	0.21	0.25

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

全新模式打造中国最优质生态牧场，

生态产业联盟打造“蒙草”新模式

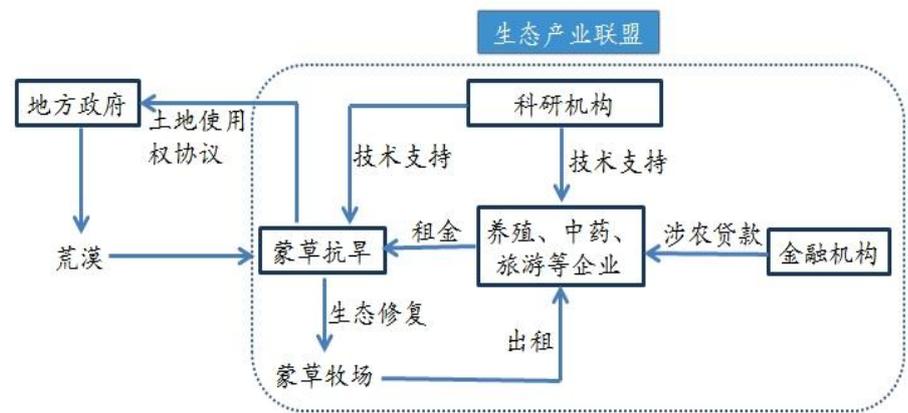
2013 年 11 月，由蒙草抗旱牵头、28 家企业、科研单位、金融机构在呼和浩特缔约，建立全国首家“草原生态修复产业技术创新战略联盟”。“生态产业联盟”将整合草原生态产业科技资源，把发展新兴产业与壮大内蒙古优势特色产业相结合，努力打造“草原生态修复——草原种质资源库建设——中蒙药用植物和优质牧草规模化种植——绿色养殖——绿色农畜产品加工——新能源技术应用”

为一体的草原生态产业链。

该产业联盟是蒙草抗旱“以生态修复带动生态产业，以生态产业促进生态修复”的发展载体，产业联盟的操作要点有 3 个：

- 首先由蒙草抗旱与地方政府签订土地使用权协议，一般 20-50 年经营期限；
- 二是由蒙草出资对流转土地进行生态修复（修复期一年），蒙草抗旱依托自己 15 年来累计的生态脆弱区施工经验和抗逆性野生物种驯化积累的大量“蒙草”草种，将荒漠化土地恢复建设成为生态牧场。
- 最后蒙草将修复完成后草场出租给联盟内企业，蒙草的草场可保证两点：同等质量下租金低于养殖企业自建牧场，同等价格下质量好于自建或其它牧场。

图 18: 生态产业联盟业务新模式



资料来源：公司网站，国信证券经济研究所整理

表 18: 生态产业联盟现有成员

编号	企业名称
企业	
1	内蒙古和信国蒙草抗旱绿化股份有限公司
2	内蒙古蒙草草业有限公司
3	内蒙古沁园欧李生态研发有限责任公司
4	内蒙古蒙草（呼和浩特）农业发展有限公司
5	内蒙古山路能源集团有限责任公司
6	包商银行股份有限公司
7	内蒙古圣牧高科技牧业有限公司
8	中国农业银行内蒙古自治区分行
9	蒙羊牧业股份有限公司
10	内蒙古本富牧业科技股份有限公司
11	内蒙古大唐药业有限公司
12	上海华与华营销咨询有限公司
13	锡林浩特市草都农牧业发展有限责任公司
14	内蒙古锦嵘农业科技有限责任公司
15	内蒙古哈妮神蜜蜂产品有限责任公司
16	内蒙古正镶白旗英图畜牧业有限责任公司
17	内蒙古富川饲料股份有限公司
18	乌拉特前旗青松草业贸易有限责任公司
19	赤峰瑞盛牧草有限责任公司
20	内蒙古赛科星繁育生物技术股份有限公司
21	内蒙古优牧特科技股份有限公司
22	内蒙古昭君骆驼产业有限公司
23	内蒙古正大有限公司

- 24 赤峰中农大生化科技有限责任公司
- 科研院校
- 1 内蒙古农业大学[点击了解>>](#)
 - 2 内蒙古农牧业科学研究院[点击了解>>](#)
 - 3 中国农科院草原研究所[点击了解>>](#)
 - 4 内蒙古民族大学[点击了解>>](#)
 - 5 内蒙古碳汇评估研究院[点击了解>>](#)
 - 6 深圳华大基因研究院
- 社团组织
- 1 内蒙古草原学会
 - 2 内蒙古饲料工业协会
 - 3 四子王旗巴音羊业专业合作社
 - 4 鄂温克旗天地农机牧民专业合作社

资料来源：公司网站，国信证券经济研究所整理

大青上万亩草场的修复工程证明该模式技术上可行

公司已经完成呼和浩特大青山万亩草场的修复工作，项目 2012 年中启动，修复前是砂石遍地的一片荒漠，到 2013 年 7 月已经实现“风吹草低现牛羊”的草原风光，根据项目和对照样地的相关指标对比，修复后草场的干草产量达到 331.2 公斤，而对照样地仅 17.8 公斤，修复后是修复前的 19 倍。该项目证明公司具备将荒漠化土地恢复至可利用的草场的技术。

图 19: 大青山万亩草场修复前(2012.4)



资料来源：公司网站，国信证券经济研究所

图 20: 大青山万亩草场修复后(2013.7)



资料来源：公司网站，国信证券经济研究所整理

表 19: 大青山万亩草场主要指标

	干草产量 KG/亩	固碳量 KG/公顷	释氧量吨/年
修复后	331.2	543.1	4125.8
对照样地	17.75	54.81	221.1
修复后与对照样地	18.66 倍	9.9 倍	28.57 倍

资料来源：蒙草抗旱苗木基地，国信证券经济研究所整理

该模式巨大的发展空间

目前全国荒漠化面积 264 万平方公里，约 39.6 亿亩，且主要集中在内蒙、西藏、甘肃和青海和新疆 5 个西北内陆省份。而内蒙地区荒漠化面积 62.2 平方公里，约 9.3 亿亩，即便是内蒙，也有足够的待治理面积给公司发展。

表 11: 国土荒漠化和沙化严重

	荒漠化面积	占比	沙化面积	占比
全 国	26361.68	100	17396.63	100
内 蒙 古	6223.82	23.61	4159.36	23.91
西 藏	4334.87	16.44	2168.43	12.46
甘 肃	1934.78	7.34	1203.46	6.92

青 海	1916.62	7.27	1255.83	7.22
新 疆	10715.83	40.65	7462.83	42.9
5 省合计	25125.92	95.31	16249.91	93.41

资料来源：统计局，国信证券经济研究所

投入资金来源多渠道

该业务以滚动发展为主，公司复绿时间约一年，一年即可与牧场使用企业签订租赁协议，客户可根据自己的意愿选择不同的租金使用方式，如一年一付或预付 5-10 年，如果预付，则能享受更好的租金折扣。

联盟内的金融机构同时还为企业提供涉农贷款，财政部和央行出台了多个针对涉农贷款的政策，联盟内牧场使用企业可直接依托项目向银行申请贷款。

该业务还有望获取财政资金的支持，目前，中央和地方都安排了资金用于风沙治理。在京津风沙源治理工程实施的前 10 年，国家累计安排资金 412 亿元，累计完成退耕还林和造林 9002 万亩，草地治理 1.3 亿亩。工程区森林覆盖率提高到 15%。而在 2012 年通过的京津风沙源治理工程二期规划上，国家计划投入 877.92 亿元用于进一步控制我国沙尘暴策源地沙化现状，改善当地脆弱的生态环境。

对于荒漠化特别严重的地区，如内蒙古等省份，除去中央投资外，还出台了更多财政措施用于风沙治理及草原生态修复。2011 年，内蒙古自治区发放草原生态补助 34.8 亿元，2012 年发放 33.17 亿元，按照内蒙现有约 10 亿亩草场计算，平均每亩草场补贴约 3.4 元。

新业务的盈利前景较好

公司在植物培育繁殖上具备明显规模优势，又多年从事修复工程作业，我们预计其修复成本在 300-800 元/亩，取 600 元作为平均数，会计处理上，参考 BOT 企业，建设成本可在运营期摊销，保守按照 20 年的经营期摊销则每亩每年 30 元，再考虑每年养护成本假设 30 元/亩，综合成本大约 63.5 元/亩，因此租金超过 70 其就可能盈利。目前内蒙草场按照质量不同租金普遍在 80-260 之间。

表 20: 蒙草抗旱生态产业联盟成本测算

成本测算	单价	折旧年限	亩单价
草种 (元/亩)	75	20	3.75
人工+机械等 (元/亩)	600	20	30
维护 (元/亩)	30		30
年成本 (元/亩)	63.75		

资料来源：草原畜牧业经营状况及面临的问题等，国信证券经济研究所整理

从测算的结果来看，只要公司复绿荒漠面积达到 500 万亩，其收入规模就有望达到 10 个亿，相当于公司 2014 年传统业务的收入，而该业务模式净利率较高，只要租金达到 150 元，其净利率就有望达到 45%。

表 21: 收入对复绿面积和租金的敏感性分析 (万元)

复绿面积(右)(万亩)	10	100	300	500	1000
租金(下)(元/亩)					
80	800	8000	24000	40000	80000
100	1000	10000	30000	50000	100000
120	1200	12000	36000	60000	120000
150	1500	15000	45000	75000	150000
180	1800	18000	54000	90000	180000
200	2000	20000	60000	100000	200000
220	2200	22000	66000	110000	220000
240	2400	24000	72000	120000	240000
260	2600	26000	78000	130000	260000

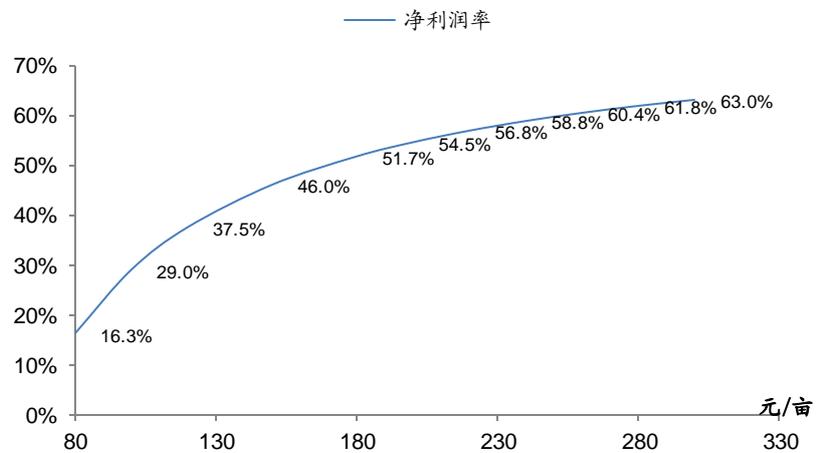
280	2800	28000	84000	140000	280000
300	3000	30000	90000	150000	300000

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

该模式的盈利能力取决于规模和租金，目前内蒙地区草场租赁价格一般在 80-260 之间，按照测算的结果，预计只要租金超过 70 元就能实现盈亏平衡，因此该业务盈利的空间较大。

该模式与传统 BOT 不同之处在于，如果公司的牧场草质较好，且最终能形成品牌效应，则公司租金有提价空间。

图 21：净利润率对租金的敏感性分析



资料来源：公司网站，国信证券经济研究所整理、测算

该模式实际现金投入不大，10 万亩草场现金投入按照我们测算是 6000 万左右，实际考虑劳务公司垫资等因素应该不到，在首期启动以后，后续可通过养殖企业租金及预收款滚动发展，比如一次性交 5 年给予 N 折优惠等，可以加速周转。

外埠扩张进入收获期

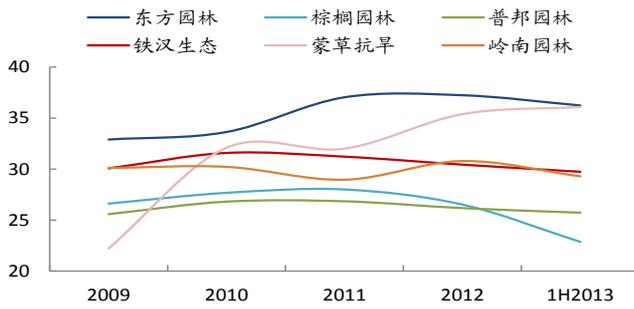
公司 13 年获得山东东营盐碱地治理大单，其外埠扩张取得阶段性胜利，同时，公司在青海、甘肃等地的蒙草驯化工作已经展开，这些同为干旱半干旱地区市场空间较大，而当地技术实力强的园林公司较少，因此，公司在这些地区的业务拓张有长足发展空间。另外，公司以本土植物进行园林绿化的理念得到习近平总书记认可，我们预计未来公司以北京为代表的北方城市也有望成为公司开拓的重点。

园林行业上市公司主要财务指标对比

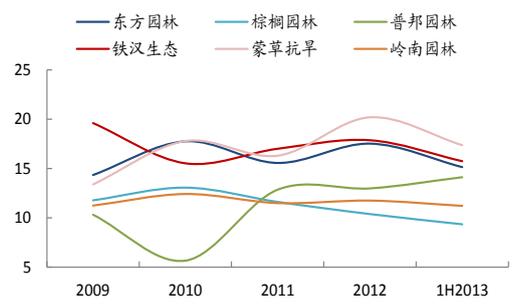
从主要财务指标来看，蒙草抗旱毛利率与东方园林相当，高于其它上市公司，而净利率在目前上市公司中最高。期间费用率仅高于普邦园林，属业内较低水平。另外，因公司会计制度较为保守，未完工的工程计入应收账款而不是存货，资产减值计提更为充分，导致公司减值准备远远高于同行业其它公司。

图 22：蒙草抗旱毛利率与东方园林相当

图 23：净利率高于行业内其它公司

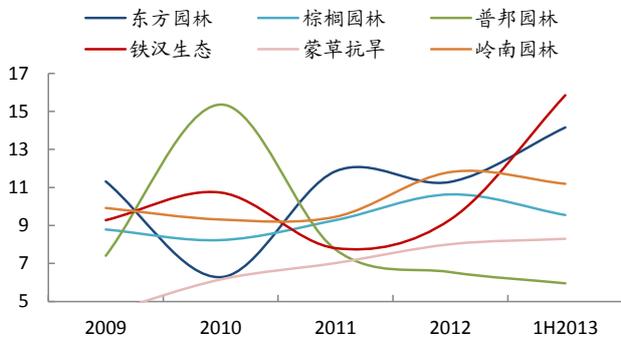


资料来源: WIND, 国信证券经济研究所



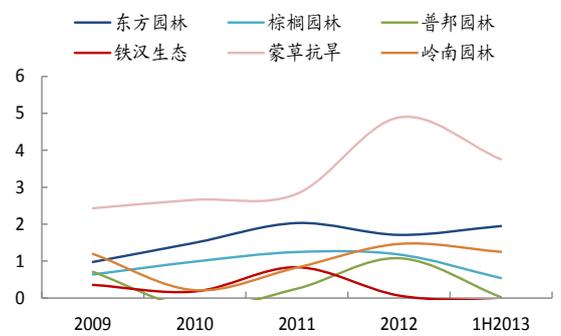
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 24: 蒙草抗旱期间费用率位于行业中游



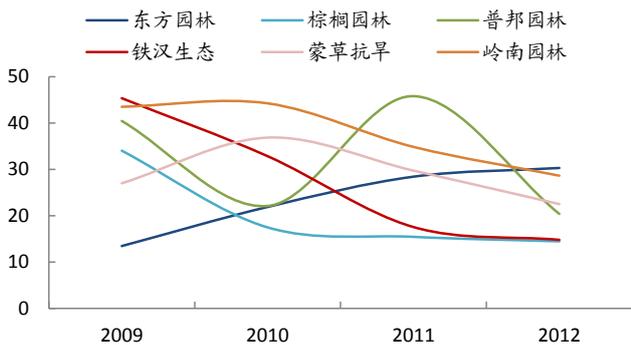
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所

图 25: 保守的会计准则导致较高的减值准备



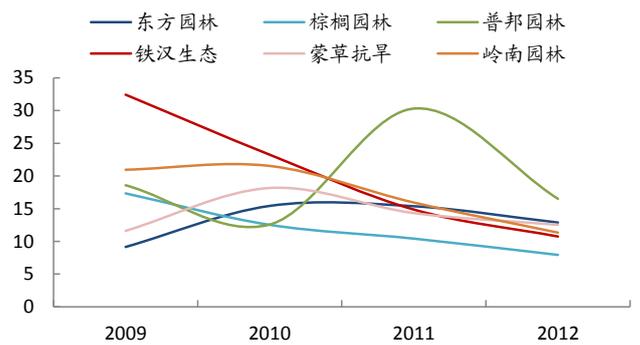
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 26: 蒙草抗旱期间费用率位于行业中游



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所

图 27: ROA 位于行业中游



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

盈利预测与投资评级

基本假设

我们预计公司 2013 年结转到 2014 年的订单大约 8 亿元; 2013-2015 年收入增长分别为 19.2%、89.8%(含普天)和 29.3%;

我们假设公司单项业务的毛利率保持稳定, 管理费用率逐年降低;

由此我们预计公司 2013-2015 年净利润分别为 1.09、1.89 和 2.67 亿元，同比分别增长-14.4%、72.8 和 42.2%，3 年复合增速 27.9%，对应 EPS 分别为 0.53、0.86 和 1.22 元，当前股价对应的 PE 分别为 42、26 和 18x；

我们认为从中短期来看，2014 年公司因收购并表、订单恢复等原因，内生增长外延扩张并举，将实现收入和净利润的较快增长，而随着外埠扩张逐步进入收获期，工程业务 15 年保持较快增长有较强确定性。

从长期来看，公司运用蒙草独特优势将生态修复与生态产业相结合，通过生态产业联盟的新形式打造蒙草牧场，一方面改变了过去依赖政府投资的问题，另一方面该模式较好的盈利前景为公司中长期的发展打开空间。预计新业务有望从 2015 年开始逐步贡献业绩。我们认为公司新业务不仅有较好的经济效益，也有很强的社会效益，符合国家政策支持方向，可享受较高估值。

另外并购已经成为公司未来发展的重要一环，无论是在业绩上还是估值上都有望形成支撑点。公司是我们今年建筑+X 推荐重点标的之一，按照 2014 年 40-45 倍 PE 计算，合理估值区间 34.4~38.7 元，给予“推荐”投资评级。

风险提示

- 第一，政府债务风险导致回款不畅，项目进度放缓；
- 第二，新业务开展不达预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	374	442	300	300
应收款项	764	913	1732	2239
存货净额	71	84	171	219
其他流动资产	5	21	40	51
流动资产合计	1214	1460	2243	2810
固定资产	73	97	57	(2)
无形资产及其他	22	21	20	18
投资性房地产	13	13	13	13
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	1322	1590	2332	2839
短期借款及交易性金融负债	143	270	452	534
应付款项	327	383	779	998
其他流动负债	26	34	67	85
流动负债合计	495	687	1298	1617
长期借款及应付债券	2	2	2	2
其他长期负债	5	5	5	5
长期负债合计	7	7	7	7
负债合计	502	694	1305	1624
少数股东权益	4	4	4	4
股东权益	816	892	1024	1210
负债和股东权益总计	1322	1590	2332	2839

关键财务与估值指标	2012	2013E	2014E	2015E
每股收益	0.60	0.52	0.86	1.21
每股红利	0.05	0.16	0.26	0.36
每股净资产	3.87	4.24	4.65	5.50
ROIC	20%	15%	19%	21%
ROE	16%	12%	18%	22%
毛利率	35%	36%	32%	32%
EBIT Margin	25%	23%	20%	22%
EBITDA Margin	26%	25%	21%	23%
收入增长	26%	19%	90%	29%
净利润增长率	56%	-14%	73%	42%
资产负债率	38%	44%	56%	57%
息率	0%	1%	1%	2%
P/E	36.4	42.6	25.7	18.2
P/B	5.7	5.2	4.7	4.0
EV/EBITDA	31.3	29.0	20.2	15.3

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	628	749	1421	1836
营业成本	406	481	972	1243
营业税金及附加	21	26	49	62
销售费用	7	8	15	20
管理费用	34	62	93	102
财务费用	10	9	19	29
投资收益	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(31)	(37)	(42)	(55)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	120	127	229	325
营业外净收支	23	0	0	0
利润总额	143	127	229	325
所得税费用	16	18	41	59
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	127	109	188	267

现金流量表 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	127	109	188	267
资产减值准备	17	(17)	(5)	(9)
折旧摊销	4	11	14	15
公允价值变动损失	31	37	42	55
财务费用	10	9	19	29
营运资本变动	(213)	(130)	(502)	(338)
其它	(17)	17	5	9
经营活动现金流	(51)	27	(258)	(2)
资本开支	(33)	(54)	(10)	0
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(33)	(54)	(10)	0
权益性融资	374	0	0	0
负债净变化	2	0	0	0
支付股利、利息	(11)	(33)	(56)	(80)
其它融资现金流	(27)	127	182	82
融资活动现金流	329	94	125	2
现金净变动	245	68	(142)	0
货币资金的期初余额	130	374	442	300
货币资金的期末余额	374	442	300	300
企业自由现金流	(99)	(24)	(259)	11
权益自由现金流	(125)	95	(93)	187

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		技术分析	
董德志	021-60933158	郇彬	021-6093 3155	闫莉	010-88005316
钟正生	010-88005308	马韬	021-60933157		
林虎	010-88005302	孔令超	021-60933159		
固定收益		大宗商品研究		机械	
董德志	021-60933158	马韬	021-60933157	朱海涛	0755-22940097
赵婧	021-60875174	郇彬	021-6093 3155	陈玲	021-60875162
刘鹏		郑东	010-66025270		
魏玉敏					
化工		房地产		医药	
李云鑫	021-60933142	区瑞明	0755-82130678	贺平鸽	0755-82133396
				杜佐远	0755-82130473
				林小伟	0755-22940022
电子		计算机		传媒	
刘翔	021-60875160	高耀华	010-88005321	陈财茂	010-88005322
陈平	021-60933151			刘明	010-88005319
卢文汉	021-60933164				
零售、纺织服装及快销品		电力及公共事业		建材	
朱元	021-60933162	陈青青	0755-22940855	黄道立	0755-82130685
		徐强		刘宏	0755-22940109
轻工		建筑工程		家电	
邵达	0755-82130706	邱波	0755-82133390	王念春	0755-82130407
		刘萍	0755-82130678	曾婵	0755-82130646
通信		电力设备		新能源	
程成	0755-22940300	杨敬梅	021-60933160	张弢	010-88005311
食品饮料		旅游		农业	
龙飞	0755-82133920	曾光	0755-82150809	杨天明	021-60875165
		钟潇	0755-82132098	赵钦	021-60933163
军工					
朱海涛	0755-22940097				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）		华东区（机构销售二部）		华南区（机构销售三部）	
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	郑毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	魏宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
王晓健	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	刘塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	崔鸿杰	021-60933166 13817738250 cuihj@guosen.com.cn	郑灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn
原祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	李佩	021-60875173 13651693363 lpei@guosen.com.cn	徐冉	0755-82130655 13923458266 xuran1@guosen.com.cn
甄艺	010-66020272 18611847166	汤静文	021-60875164 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn	颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
杨柳	18601241651 yangliu@guosen.com.cn	梁轶聪	021-60873149 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxi@guosen.com.cn
王耀宇	18601123617				
陈孜譞	18901140709				