

**证券研究报告—动态报告/公司快评**
**建筑工程**
**工程承包**
**蒙草抗旱 (300355)**
**重大事件快评**
**推荐**

(维持评级)

2014年07月15日

# 业绩向上修正复合预期，裂变式扩张已经起步

**证券分析师：邱波**

0755-82133390

qiubo@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120021

**证券分析师：刘萍**

0755-82130678

liuping@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980512030001

## 事项：

蒙草抗旱公告：预计公司 1-6 月归属上市公司股东的净利润为 9502.31 万元 - 11341.46 万元，比上年同期增长 55%--85%，公司原预计为 6,743.57 万元 - 8,582.73 万元。

## 评论：

### ■ 业绩向上修正符合预期、高增长得到验证

**Q2 增长 26%~58%**。公司预计 1-6 月归属上市公司股东的净利润为 9502.31 万元 - 11341.46 万元，比上年同期增长 55%--85%，增速较 5 月份公告的增长 10%-40%有所上调，业绩向上修正符合预期。从分季度来看，公司 Q2 净利润约 0.73~0.92 亿元，同比增长 26%~58%，仍保持较快增长。

**表 1：蒙草抗旱单季度净利润**

	1Q13	2Q13	1Q14	2Q14
净利润 (百万)	3.27	58.04	21.86	73.16-91.55
YOY				26%-58%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### 两大因素确保 14 年收入和净利润高增长

我们今年初就在深度报告中指出，基于外生（收购普天园林并表）和内生（订单自 4Q13 以来恢复较好）两大原因，2014 年公司业绩将呈现高速增长，这一判断已经在一季报和中报预告中得到验证。

**4Q13 以来订单快速增长**。公司 2013 年前 3 季度新签合同约 7.32 亿，增长仅 6.77%，而 2013 年全年新签订单达到 14.9 亿元，同比增长 105.8%，4 季度单季订单达到 7.6 亿元，与 2012 年全年相当。2014 年也保持了较好的签单势头，1Q14 新签订单达到 3.2 亿元，为全年工程业务收入较快增长奠定良好基础。无论是生态修复还是园林绿化都是政策支持要加大投资力度的领域，发展空间巨大。

**表 2：蒙草抗旱订单**

	2012	2Q13	3Q13	4Q13E	1Q14
累计 (亿元)	7.24	5.88	7.32	14.9	3.2
YOY (%)	46.36	4.89	6.77	105.8	
当季 (亿元)			1.44	7.58	
订单分数	44			44	6
平均规模 (亿元)	0.16			0.34	0.53

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**普天并表贡献 EPS0.09 元**。公司 2013 年收购普天园林 70% 股权，普天园林给出的业绩承诺 14 年净利润不少于 5400 万元，折合 EPS 约 0.09 元。普天园林 3 年业绩承诺期的增长约为 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 3: 普天业绩承诺

单位 (百万)	2013	2014	2015	2016
承诺利润	47	54	64.8	77.8
YOY		14.89	20	20
贡献 EPS (元)		0.09	0.10	0.12

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

### ■ 新商业模式下的裂变式扩张

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。

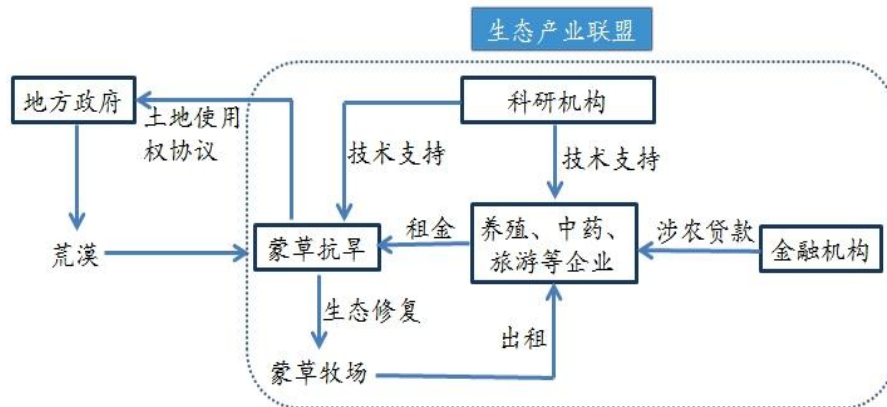
该产业联盟是蒙草抗旱“以生态修复带动生态产业, 以生态产业促进生态修复”的发展载体, 产业联盟的操作要点有 3 个:

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 1: 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

### 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草场的技术。

表 4: 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

图 2: 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 3: 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

### 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 5: 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

### 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 6: 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 7: 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

表 7: 收入对复绿面积和租金的敏感性分析 (万元)

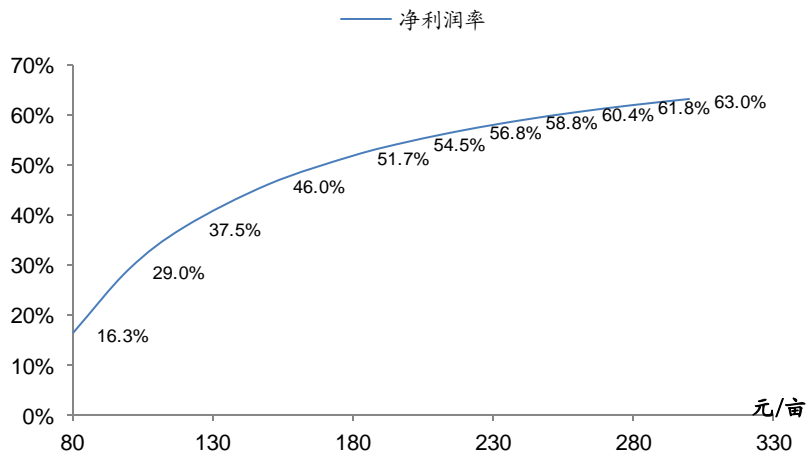
复绿面积(右)(万亩) 租金(下)(元/亩)	10	100	300	500	1000
180	1800	18000	54000	90000	180000
200	2000	20000	60000	100000	200000
220	2200	22000	66000	110000	220000
240	2400	24000	72000	120000	240000
260	2600	26000	78000	130000	260000
280	2800	28000	84000	140000	280000
300	3000	30000	90000	150000	300000

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 4: 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。

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, 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。

■ 合理估值 16.99~18.30 元, 强烈“推荐”

我们认为无论公司今年无论是新订单签订 (政府招投标恢复+外埠扩张)、业绩增速 (并表+内生) 还是创新业务 (生态产业联盟) 规模形成均有望形成股价上涨催化剂, 预计公司 14-16 年 EPS 分别为 0.41、0.56 和 0.75 元, 复合增速 47%, 自我们推荐以来, 公司股价已有明显上涨, 但公司新业务还在发展起步阶段, 未来空间巨大, 暂维持 16.99~18.30 元的合理价值区间, 强烈“推荐”。关于公司投资价值的深度分析可参阅我们于 4 月 2 日发布的深度报告《新商业模式下的裂变式扩张》。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2013	2014E	2015E	2016E		2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	270	300	300	300	<b>营业收入</b>	<b>747</b>	<b>1419</b>	<b>1834</b>	<b>2373</b>
应收款项	1093	2138	2764	3576	营业成本	471	944	1218	1568
存货净额	164	329	425	549	营业税金及附加	25	48	62	81
其他流动资产	10	21	51	66	销售费用	11	15	18	24
<b>流动资产合计</b>	<b>1537</b>	<b>2788</b>	<b>3540</b>	<b>4491</b>	管理费用	61	91	103	132
固定资产	113	122	42	(67)	财务费用	10	36	52	63
无形资产及其他	33	31	30	28	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	89	89	89	89	资产减值及公允价值变动	(54)	(64)	(83)	(107)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>1772</b>	<b>3031</b>	<b>3701</b>	<b>4541</b>	营业利润	115	221	299	398
短期借款及交易性金融负债	328	945	1148	1375	营业外净收支	6	0	0	0
应付款项	431	882	1140	1472	<b>利润总额</b>	<b>120</b>	<b>221</b>	<b>299</b>	<b>398</b>
其他流动负债	67	130	166	214	所得税费用	16	39	51	68
<b>流动负债合计</b>	<b>826</b>	<b>1957</b>	<b>2454</b>	<b>3061</b>	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>104</b>	<b>182</b>	<b>248</b>	<b>331</b>
其他长期负债	11	11	11	11					
<b>长期负债合计</b>	<b>11</b>	<b>11</b>	<b>11</b>	<b>11</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>836</b>	<b>1967</b>	<b>2464</b>	<b>3072</b>	<b>净利润</b>	<b>104</b>	<b>182</b>	<b>248</b>	<b>331</b>
少数股东权益	37	37	37	37	资产减值准备	23	(36)	(12)	(17)
股东权益	899	1026	1200	1431	折旧摊销	9	18	21	22
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1772</b>	<b>3031</b>	<b>3701</b>	<b>4541</b>	公允价值变动损失	54	64	83	107
					财务费用	10	36	52	63
关键财务与估值指标					营运资本变动	(330)	(742)	(470)	(587)
每股收益	0.24	0.41	0.56	0.75	其它	(24)	36	12	17
每股红利	0.08	0.12	0.17	0.23	<b>经营活动现金流</b>	<b>(163)</b>	<b>(478)</b>	<b>(119)</b>	<b>(128)</b>
每股净资产	2.04	2.33	2.73	3.25	资本开支	(17)	(54)	(10)	0
ROIC	14%	16%	16%	18%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	12%	18%	21%	23%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(17)</b>	<b>(54)</b>	<b>(10)</b>	<b>0</b>
毛利率	37%	33%	34%	34%	权益性融资	34	0	0	0
EBIT Margin	24%	23%	24%	24%	负债净变化	(2)	0	0	0
EBITDA Margin	25%	24%	25%	25%	支付股利、利息	(35)	(55)	(74)	(99)
收入增长	19%	90%	29%	29%	其它融资现金流	114	617	203	227
净利润增长率	-18%	75%	36%	33%	<b>融资活动现金流</b>	<b>75</b>	<b>563</b>	<b>128</b>	<b>128</b>
资产负债率	49%	66%	68%	68%	<b>现金净变动</b>	<b>(105)</b>	<b>30</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
息率	0%	1%	1%	1%	货币资金的期初余额	374	270	300	300
P/E	95.7	54.8	40.2	30.1	货币资金的期末余额	270	300	300	300
P/B	11.1	9.7	8.3	7.0	企业自由现金流	(183)	(514)	(100)	(94)
EV/EBITDA	57.5	35.3	27.4	22.1	权益自由现金流	(72)	74	60	81

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 相关研究报告:

《蒙草抗旱-300355-新商业模式下的裂变式扩张》 —— 2014-04-02

## 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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 5\%$ 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。