

**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10月15日

# 高速增长持续验证，新旧业务均有大空间

**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**

0755-22940678

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 1-9 月归属上市公司股东的净利润为 1.27 亿元 - 1.53 亿元，同比增长 45%--75%。

## 评论：

### ■ 业绩符合预期，高增持续验证

**Q3 增长 26%~58%**。公司预计公司 1-9 月归属上市公司股东的净利润为 1.27 亿元——1.53 亿元，同比增长 45%--75%，业绩符合预期。从分季度来看，公司 Q3 净利润约 0.19~0.45 亿元，去年同期净利润约 0.26 亿元，按照上限计算，同比增长约 73%，考虑今年有并表因素，同时新签合同保持较快增长，我们判断 3 季度业绩靠近上限可能较大，由于去年 4 季度是业绩低谷，我们认为公司今年完成我们盈利预测给出的 1.82 亿元净利润难度较小。

**表 1：蒙草抗旱单季度净利润**

	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14
净利润(亿元)	3.27	58.04	26.22	16.57	21.86	85.65	0.19-0.45
YOY (%)					568.50	47.57	-26.92-73.08

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 年收入和净利润高速增长

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中得到验证，三季报将持续验证我们的观点。

**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，1H14 新签订单达到 11.74 亿元，同比增长 99.66%，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	1H13	3Q13	4Q13E	1Q14	1H14
累计(亿元)	7.24	5.88	7.32	14.9	3.2	11.74
YOY (%)	46.36	4.89	6.77	105.8		99.66
当季(亿元)			1.44	7.58	3.2	8.54
订单分数	44			44	6	46
平均规模	0.16			0.34	0.53	0.26

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

### ■ 内蒙脆弱的生态环境为公司主业发展确保长期增长空间

内蒙地处干旱半干旱地区，生态非常脆弱，同时，内蒙临近华北平原，又是北京的重要生态屏障，内蒙的生态环境建设日益受到中央和当地政府的重视，9 月份有媒体报道了内蒙古阿拉善盟腾格里工业园区的环境污染问题，习近平总书记亲自对此作出重要批示。9 月 30 日，内蒙古自治区党委书记王君、自治区政府主席巴特尔先后主持召开自治区党委常委（扩大）会议和全区进一步做好环境保护工作紧急电视电话会议，全面传达重要批示精神，研究贯彻落实意见，安排部署全区生态环境保护工作。10 月 1 日，内蒙古环保厅紧急召开党组会议，研究讨论如何进一步贯彻落实中央、自治区领导批示和自治区党委常委会议和电视电话会议精神，研究部署下一步重点工作。

从长远来看，华北生态屏障可能成为内蒙最重要的定位，蒙草抗旱作为当地唯一一家专注于生态环境建设的上市公司，必然受益。

### ■ 新商业模式或促使公司成为国内规模、质量领先的农场主

内蒙是畜牧业大省，目前由于气候、过度放牧等原因造成较严重的草场退化，优质牧场缺乏是内蒙农业发展的最大瓶颈，蒙草抗旱具备国内最强的草原生态恢复实力，在土地流转放开的大背景下，公司通过生态产业联盟的方式，大批量流转、修复、运营草原成为可能，公司目前已经正式启动生态产业联盟的运作，在建项目 2.5 万亩，我们判断目前拿地已超过 10 万亩，公司未来或将成为中国优质牧场的缔造者。

### ■ 上调合理估值至 19.60~22.40 元，继续“推荐”

蒙草抗旱是我们今年推荐的独家品种，自我们 4 月 2 日发布深度报告以来，公司股价累计涨幅最高已经达到 65.98%，我们认为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）初步成形均有望形成股价上涨催化剂，维持公司 14-16 年 EPS 预测分别为 0.41、0.56 和 0.75 元，三年复合增速 47%，考虑公司新业务还在发展起步阶段，未来空间巨大，上调公司合理价值区间至 19.60~22.40 元，对应 2015 年 35—40 倍 PE，继续“推荐”。

## 蒙草生态产业联盟模式分析

2013年11月，由蒙草抗旱牵头、28家企业、科研单位、金融机构（目前已经超过）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。

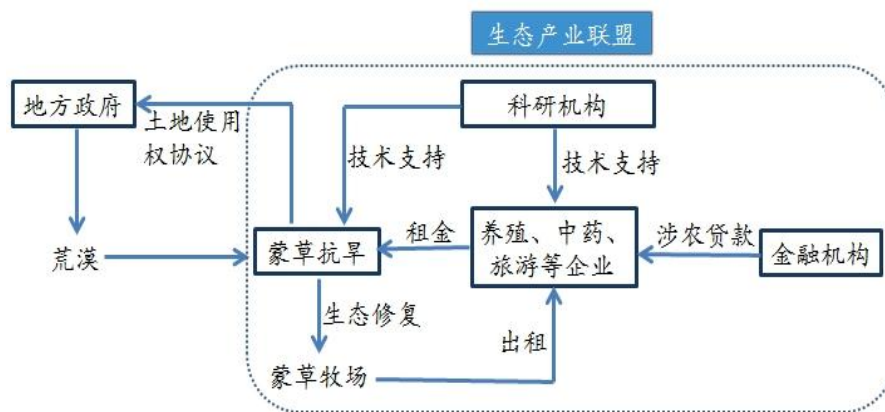
该产业联盟是蒙草抗旱“以生态修复带动生态产业，以生态产业促进生态修复”的发展载体，产业联盟的操作要点有3个：

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)

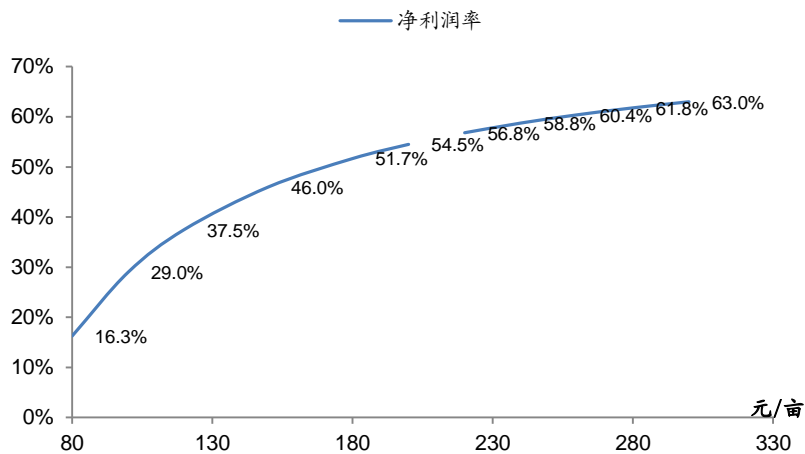
复绿面积(右)(万亩) 租金(下)(元/亩)	10	100	300	500	1000
180	1800	18000	54000	90000	180000
200	2000	20000	60000	100000	200000
220	2200	22000	66000	110000	220000
240	2400	24000	72000	120000	240000
260	2600	26000	78000	130000	260000
280	2800	28000	84000	140000	280000
300	3000	30000	90000	150000	300000

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。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	270	300	300	300
应收款项	1093	2138	2764	3576
存货净额	164	329	425	549
其他流动资产	10	21	51	66
<b>流动资产合计</b>	<b>1537</b>	<b>2788</b>	<b>3540</b>	<b>4491</b>
固定资产	113	122	42	(67)
无形资产及其他	33	31	30	28
投资性房地产	89	89	89	89
长期股权投资	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>1772</b>	<b>3031</b>	<b>3701</b>	<b>4541</b>
短期借款及交易性金融负债	328	945	1148	1375
应付款项	431	882	1140	1472
其他流动负债	67	130	166	214
<b>流动负债合计</b>	<b>826</b>	<b>1957</b>	<b>2454</b>	<b>3061</b>
长期借款及应付债券	0	0	0	0
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>
<b>负债合计</b>	<b>836</b>	<b>1967</b>	<b>2464</b>	<b>3072</b>
少数股东权益	37	37	37	37
股东权益	899	1026	1200	1431
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1772</b>	<b>3031</b>	<b>3701</b>	<b>4541</b>

关键财务与估值指标	2013	2014E	2015E	2016E
每股收益	0.24	0.41	0.56	0.75
每股红利	0.08	0.12	0.17	0.23
每股净资产	2.04	2.33	2.73	3.25
ROIC	14%	16%	16%	18%
ROE	12%	18%	21%	23%
毛利率	37%	33%	34%	34%
EBIT Margin	24%	23%	24%	24%
EBITDA Margin	25%	24%	25%	25%
收入增长	19%	90%	29%	29%
净利润增长率	-18%	75%	36%	33%
资产负债率	49%	66%	68%	68%
息率	0%	1%	1%	1%
P/E	95.7	54.8	40.2	30.1
P/B	11.1	9.7	8.3	7.0
EV/EBITDA	57.5	35.3	27.4	22.1

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	<b>747</b>	<b>1419</b>	<b>1834</b>	<b>2373</b>
营业成本	471	944	1218	1568
营业税金及附加	25	48	62	81
销售费用	11	15	18	24
管理费用	61	91	103	132
财务费用	10	36	52	63
投资收益	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(54)	(64)	(83)	(107)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	115	221	299	398
营业外净收支	6	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>120</b>	<b>221</b>	<b>299</b>	<b>398</b>
所得税费用	16	39	51	68
少数股东损益	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>

现金流量表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
<b>净利润</b>	<b>104</b>	<b>182</b>	<b>248</b>	<b>331</b>
资产减值准备	23	(36)	(12)	(17)
折旧摊销	9	18	21	22
公允价值变动损失	54	64	83	107
财务费用	10	36	52	63
营运资本变动	(330)	(742)	(470)	(587)
其它	(24)	36	12	17
<b>经营活动现金流</b>	<b>(163)</b>	<b>(478)</b>	<b>(119)</b>	<b>(128)</b>
资本开支	(17)	(54)	(10)	0
其它投资现金流	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(17)</b>	<b>(54)</b>	<b>(10)</b>	<b>0</b>
权益性融资	34	0	0	0
负债净变化	(2)	0	0	0
支付股利、利息	(35)	(55)	(74)	(99)
其它融资现金流	114	617	203	227
<b>融资活动现金流</b>	<b>75</b>	<b>563</b>	<b>128</b>	<b>128</b>
<b>现金净变动</b>	<b>(105)</b>	<b>30</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
货币资金的期初余额	374	270	300	300
货币资金的期末余额	270	300	300	300
企业自由现金流	(183)	(514)	(100)	(94)
权益自由现金流	(72)	74	60	81



## 相关研究报告:

- 《蒙草抗旱-300355-2014年半年报点评: 单季订单创新高, 继续重点推荐》 —— 2014-08-26
- 《蒙草抗旱-300355-重大事件快评: 定增确保主业增长, 新模式打开未来空间》 —— 2014-07-28
- 《蒙草抗旱-300355-重大事件快评: 业绩向上修正复合预期, 裂变式扩张已经起步》 —— 2014-07-15
- 《蒙草抗旱-300355-2013年年报点评&14年1季报点评: 订单高增长, 新模式已起航》 —— 2014-04-30
- 《蒙草抗旱-300355-重大事件快评: 首季报靓丽验证业绩, 多重催化股价有空间》 —— 2014-04-10

## 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。

本报告仅供参考之用, 不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下, 本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险, 我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 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