

吴剑雄

执业证书编号: S0730511010007

021-50588666-8033

wujx@ccnew.com

由草原生态修复向草原生态产业联盟迈进

——蒙草抗旱（300355）调研简报

证券研究报告-调研简报

增持（维持）

发布日期: 2015年11月3日

报告关键要素:

蒙草抗旱是以驯化本土植物进行生态修复的企业,是中国草原生态修复的引领者,公司目前的业务包括生态修复、生态牧场、草种业、现代草业和节水园林。公司正在由草原生态修复向草原生态产业联盟战略转型,草原生态产业联盟除了草原生态修复,还包括草原产业经济升级。公司受益于“十三五”生态文明建设和正在兴起的消费升级。公司未来业绩将呈现内生增长加外延式扩张双增长。维持公司“增持”投资评级。

事件:

近日,对蒙草抗旱做了实地调研,公司高管对公司的发展现状、发展战略、非公开增发、应收账款及其他具体问题做了详细介绍,并实地参观了公司的研发中心和草博园。

点评:

1、生态文明建设的和内蒙古脆弱的生态环境将保障公司主营业务草原生态修复稳步增长。

(1)“十三五”规划打开生态修复的发展空间。“十三五”规划建议中,生态文明首次列入十大目标,“美丽中国”首次写入规划,又把“绿色发展”作为五大发展理念之一,“十三五”规划把生态环保放在了空前的高度。可以预见,未来5年将会确定性有系列的政策落实,环保领域丰厚的制度红利显而易见。

(2)干旱半干旱地区生态修复行业将迎来更好的发展机会。中国49%的国土属于“干旱和半干旱”区域,多风少雨、水资源匮乏、生物多样性锐减、生态治理不科学现象普遍。我国60多亿亩草原大部分在旱区,近80%日趋退化、生产力下降、生态恶化,生态修复需求十分迫切。其中,内蒙古是典型的干旱半干旱地区,生态十分脆弱,内蒙古又是北京重要的生态屏障,所以内蒙古生态建设尤其受到中央和地方政府的重视。内蒙古自治区党委及政府提出的“8337”发展战略,把内蒙古建成绿色农畜产品生产加工输出基地,建成体现草原文化、独具北疆特色的旅游观光、休闲度假基地,建成我国北方重要的生态安全屏障。在“十三五”规划的指导下,包括内蒙古在内的干旱半干旱地区将成为生态修复的重点。

(3)全国草原生态修复市场未来5年超千亿元。《关于加快推进生态文明建设的意见》明确指出,草原覆盖率在2020年由现在的53%提高到56%,1.8亿亩的草原生态修复面积所带来的广阔市场。假设每亩草原生态修复500-1000元的成本(取中位数),粗略估算,则未来5年全国草原生态修复的市场将达到1350亿元,平均每年超过250亿元。

(4)财政收支增长和PPP投融资方式创新解决草原生态的资金之忧。生态修复目前主要以地方财政投入为主,地方政府财政的收支状况影响着短期内草原修复修复的市场需求。(i)内蒙古经济增长和公共财

政支出依旧保持了较快增长，为生态修复提供了财政保障。15年上半年，内蒙古地区GDP增长率增长7%，一般公共财政收入和支出均增长6.9%。内蒙古的财政收支增速并未因为煤炭等工业衰退的影响而出现骤减，这基本可以打消投资者的因为经济减速而导致用于草原生态修复财政支出减少的疑虑。(ii)生态修复领域的资金来源还可以通过创新的PPP等方式筹集，减少地方财政用于草原生态修复资金减少的影响。公用事业和生态环保等领域将引入PPP机制将是趋势，内蒙古15年上半年已经推出了首批PPP项目，主要用于公用事业。蒙草抗旱积极响应，与巴彦淖尔、呼伦贝尔、锡林郭勒等多地政府探索开展PPP业务的合作。

(4) 蒙草抗旱是中国草原生态修复的引领者，具有竞争优势。草原生态修复，是一项综合的、难度很大的、需要植物与科技手段双项驱动的事业，深入具有很高的草种资源、施工技术、资金、人才等壁垒。蒙草的生态修复是依托两项核心技术支撑，一是土壤研究，二是基于土壤研究的种质资源。公司在干旱半干旱地区本土植物驯化、种子培育技术和干旱半干旱地区施工经验等方面具有其他公司无可比拟的优势，由于技术研发积累等原因，该类优势是其他竞争对手短时期难以追赶。

表 1: 蒙草抗旱代表性植物

类型	品种
土地复垦与污染地复垦	蜀葵、沙冬青、扬柴、蒙古韭、柠条锦鸡儿、沙地柏等
草原修复与生态牧场	二色补血草、沙打旺、羊草、老芒麦、披碱草、冰草等
盐碱地治理	苦豆子、苦马豆、罗布麻、碱毛、黄花补血草、怪柳等
节水园林	砾苔草、千屈菜、八宝景天、三期景天、波斯菊等

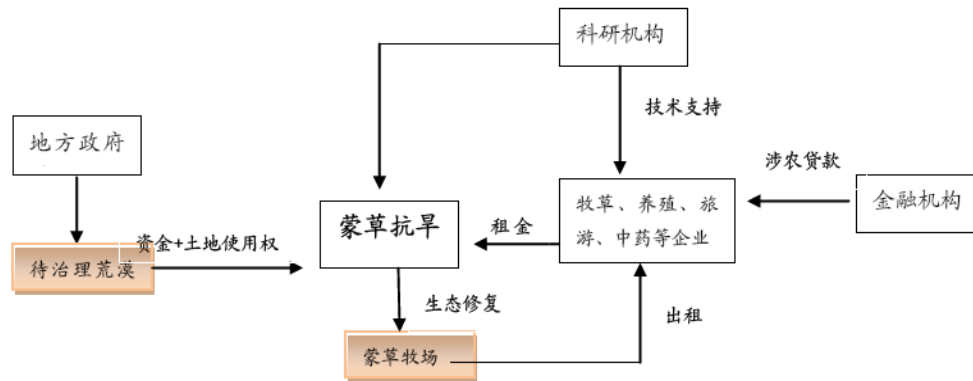
资料来源：公司网站、中原证券研究所整理

2、蒙草抗旱正经历由草原生态修复向草原生态产业联盟战略转型。

(1) 公司转型方向。生态修复业务，以生态牧场为主推产品，借助草原生态产业联盟，建设草牧产业园，打造县域草牧产业运营平台；牧草业务，控制天然草原和土地资源，与农牧区形成利益捆绑机制，整合下游供应商、渠道商，为客户提供优质、健康、稳定的草产品供应；草种业务，实行价值链整合。

(2) 草原生态产业联盟。2013年由蒙草抗旱与余粮畜业联合发起，汇聚了40多家企业、科研院所、金融机构及社会团体，经自治区科技厅批准成立草原生态产业联盟。联盟以蒙草生态牧场为基础，本着“平等参与、联合开发、优势互补、合作共赢”的原则，打造“草原种质资源开发——生态修复——现代牧场建设运营——绿色养殖加工及新能源应用——新牧区建设”为一体的产业链，将草原修复从单纯的绿化种草转向综合生态、经济、社会效益为一体的草原生态文明建设。生态产业联盟从最初倾向于草原生态修复产业技术创新战略联盟向技术和资金资本并重的方向转变，目前正在推进的项目包括通辽市扎鲁特旗现代畜牧业实验基地建设项目、呼和浩特万亩草原旅游开发项目、多伦光伏产业园项目、库布齐草牧业合作示范项目等7个大型综合生态项目。

图 1: 蒙草抗旱草原生态联盟运作模式



资料来源：公司网站，中原证券研究所整理

(3) 草原生态产业联盟可以公司减少对地方财政的依赖，未来还将有望成为新的利润增长点。

草原生态产业联盟的意义。(i) 地方政府可以减少荒漠治理的财政投入资金，同时带动地方草原产业体系发展，地方政府自然非常支持。(ii) 蒙草抗旱凭借草原生态修复，通过出租草原获取收益，有效对冲地方政府短期内荒漠治理财政投入困难的不利影响。

草原生态产业联盟能否成功的关键在于：(i) 能否低成本高效将大面积的荒漠改造成具有自我修复能力和高经济效益的现代牧场。根据蒙草抗旱的综合实力和前期改造示范工程，我们认为蒙草抗旱能解决该问题。(ii) 能否形成草原区产业协同发展。如前所述，消费正处于升级，内蒙古草原经济正处于快速发展期，加上政府的政策支持，我们认为草原产业协同发展成功的概率大。

草原生态产业联盟将来可以成为公司新的盈利点。对蒙草抗旱而言，草原生态产业联盟的盈利性取决于荒漠改造成本（包括财务成本和后期养护成本）与租金的对比、草场的面积规模。短期内，该联盟尚处于平台搭建之中，难以盈利，但是随着治理规模扩大和成本降低，以及下游及相关产业的兴起，租金收入将会成公司营收和利润的重要贡献点。

3、消费升级和内蒙古经济转型促进公司草牧业平台快速成长。

(1) 蒙草抗旱受益于蓬勃兴起的消费升级。我国饮食结构正处于由粮食为主向乳肉为主的升级换代的黄金时期，更多和更高品质的奶制品、牛羊肉制品需求、草原旅游需求正处于爆发期。内蒙古是我国畜牧业大省和草原旅游主要地区，但是优质牧场缺乏是内蒙农业发展和草原旅游的最大瓶颈。蒙草抗旱具备国内最强的草原生态恢复实力，公司通过生态产业联盟的方式，大批量流转、修复、运营草原，提供更高品质的牧草和其他乳肉制品。作为 2.9 万亿级（2014 年国家统计局数据）乳畜产业的上游产业，未来竞争中品质、品牌、技术、标准将为公司的草产业带来极大的竞争力和市场份额。

(2) 蒙草抗旱受益于地方产业升级。根据“十三五”规划建议，加快转变农业发展方式，走产出高效、产品安全、资源节约、环境友好的农业现代化道路。2015 年中央 1 号文件的出台，正式确定“草牧业”

的地位，公司积极布局的草牧产业运营平台是基于生态修复土地与农牧民家庭牧场的整体运营，将直接服务县域经济与广大农牧民，产业链和价值链的打通。

4、草种业、现代草场和生态牧场正在快速布局推进。

现代草场方面：

(1) 公司完成了天然草主产地--呼伦贝尔陈巴尔虎旗、新巴尔虎左旗、新巴尔虎右旗、鄂温克旗，兴安盟科尔沁右翼前旗、科尔沁右翼中旗，锡林郭勒东乌珠穆沁旗、乌拉盖等国内天然草主产区的布局。

(2) 进一步完善了公司在牧草“种植-打运-仓储-加工”产业链运作，扩大增强优质牧草规模化生产经营。饲草产品坚持打通全产业链，在饲草业务链条近二十个环节中，包括产品研发、标准制定、种源提供、草原修复、田间栽培、农场管理、打草、加工、仓储、物流、销售、客户管理、品牌建设、反馈、售后服务等等，逐一打通，形成价格利益机制，找出关键环节，准确接入，承接上下游，确定长期战略合作伙伴，搭建草产业生态圈。

(3) 公司推进了中国第一个“PPP 口岸建设”项目，内蒙古自治区口岸办、呼伦贝尔市新巴尔虎左旗、兴业银行、公司签署“口岸建设”四方合作协议，这是内蒙古自治区第一个“PPP 口岸建设”项目。此次建设的新巴尔虎左旗额布都格口岸，与蒙古国巴彦呼舒口岸隔河相对，内联八省外接两国，境外矿产资源、农牧业资源、旅游资源开发及中俄蒙跨境经济合作的潜力巨大。作为内蒙古先行先试的首个“PPP”模式，内容涉及口岸建设、口岸贸易、口岸基金、口岸运营等，实现了“政府+企业+金融”的创新合作。

(4) 公司在陈巴尔虎旗 200 万亩和新巴尔虎左旗的 40 万亩的天然牧草获得首批有机认证，本次 240 万亩有机牧草认证是目前国内面积最大的有机商品草认证项目，意味着内蒙古天然草原拥有了可具体实施的有机认证的标准和规范。

草种业板块：

(1) 公司在草种业的产业链布局方面，目前已经建成中国北方草原植物种质资源库，在内蒙古大草原上的原生植物大概有 2000 到 3000 种，公司已经收集了 1600 多种干旱半干旱地区的植物种子，有 160 多种获得原产地认证，数十种得到广泛应用，四大类型草原原生植物的数据库已接近完整。

(2) 在规模化扩繁方面，公司已经完成在呼和浩特、赤峰、呼伦贝尔以及巴彦淖尔等四个草种主产区布局，总计育种基地面积超过 12 万亩；同时，公司在陈巴尔虎旗 200 万亩和新巴尔虎左旗的 40 万亩的天然牧草获得有机认证，为草种业提供高品质的制种基地。

(3) 公司在草种业板块坚持完善“育繁推一体化”模式，确定了蒙草种业的核心产品：确定了抗旱草坪草种、耐寒青贮玉米种、草原修复定制混合种、优质苜蓿种、羊草及食用、药用七大育种方向。

5、公司正积极在内蒙古区外拓展。(1) 除控股子公司浙江普天园林的重点业务区域覆盖江浙及长三角地区外，公司承建的山东省东营金湖银河景观工程项目取得良好的示范效果，后续项目建设进展顺利。(2) 公司在宁夏黄河山谷建立起生产繁育基地。(3) 公司积极融入并实际参与京津冀一体化战略，设立节水园林分公司，起草北京市节水园林建设政府标准，成立京津冀乡土植物研究院，积极开展相关科研及技术研究。公司自主研发的长青石竹和百合科植物已经在北京 APEC 和银川中国-阿拉伯博览会等国际性会

议进行展示，北京区域承接的“北京市增彩延绿示范项目”现已开始设计施工。

6、盈利预测和投资评级。

(1) 工程建设施工（生态修复和节水园林）仍将是公司未来业绩增长主体，草种业、现代牧场和生态牧场将是公司新的增长点，但短期内业绩贡献的规模将有限。

(2) 工程施工订单增速开始回升。15 年前三季度，公司新签订工程建设施工合同（含框架协议和中标通知书）78 份，合同金额 147619 万元，比上年同期增长 4.71%，其中三季度新增订单 2.87 亿元。牧草销售合同快速增长。15 年前 3 季度牧草销售合同金额 4,316.77 万元，比 14 年全年多出 2229 万元。

(3) 普天承诺业绩实现可能性大。普天承诺，2015 年度、2016 年度经审计的扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润分别不低于人民币 6480 万元、7776 万元。

(4) 预计公司 2015-2016 年的营业收入分别为 1882.10 百万元和 2221.88 百万元，归属母公司股东净利润为 188.37 百万元和 228.28 百万元，每股收益分别为 0.43 元和 0.52 元。2015 年 11 月 2 日股价（19.51 元）对应的市盈率分别为 45.61 倍和 37.64 倍。

(5) 公司是草原生态修复唯一标的，显著受益“十三五”规划的生态文明建设，也将受益于消费升级。公司的草原生态联盟是全新的商业模式，蕴含着新的利润增长点。相比较同类园林公司，公司估值合理。维持公司“增持”投资评级。

7、风险提示：（1）地方财政收入减少导致草原生态修复投入减少的市场风险；（2）公司营收账款规模大，且增长较快，公司若不能及时收回应收账款，会导致公司资金链更加紧张的经营风险。

附表1: 蒙草抗旱预测三表

资产负债表					利润表				
(百万)					(百万)				
	2010A	2014A	2015E	2016E		2010A	2014A	2015E	2016E
流动资产	1537.37	2825.20	2996.86	3328.08	营业收入	747.06	1626.14	1882.10	2221.88
现金	269.57	399.48	564.63	666.56	营业成本	470.71	1119.36	1290.20	1523.10
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税费	25.09	48.68	59.78	68.54
应收票据	1.27	1.50	3.44	3.30	销售费用	11.13	26.62	26.38	33.54
应收款项	1092.11	2075.55	1997.84	2172.16	管理费用	61.22	98.70	103.52	127.76
存货	164.02	331.07	415.20	470.00	财务费用	10.19	50.08	53.45	66.66
其他	10.40	17.61	15.74	16.05	资产减值损失	54.16	69.73	122.36	117.74
非流动资产	235.05	680.19	634.39	655.01	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	49.30	16.43	21.91	投资收益	0.00	-0.20	-0.07	-0.09
固定资产	91.29	209.57	216.55	207.96	营业利润	114.56	212.77	226.35	284.45
无形资产	33.04	51.26	48.69	46.26	营业外收入	7.10	14.84	15.19	12.37
其他	110.71	370.06	352.72	378.88	营业外支出	1.29	2.83	1.57	1.90
资产总计	1772.42	3505.39	3631.25	3983.09	利润总额	120.38	224.78	239.96	294.93
流动负债	825.84	1751.55	1676.87	1779.45	所得税	16.46	43.73	35.46	47.10
短期借款	325.00	477.30	292.21	162.94	净利润	103.91	181.05	204.50	247.83
应付帐款	431.19	852.25	1067.72	1271.77	少数股东权益	-0.18	14.28	16.13	19.55
预收帐款	1.87	12.14	12.14	12.14	归属母公司净利润	104.10	166.77	188.37	228.28
其他	67.78	409.86	304.80	332.60	EPS (元)	0.51	0.38	0.43	0.52
长期负债	10.58	169.06	165.10	166.52	主要财务比率				
长期借款	0.00	129.00	129.00	129.00		2010A	2014A	2015E	2016E
其他	10.58	40.06	36.10	37.52	每股指标				
负债合计	836.42	1920.60	1841.96	1945.97	每股收益	0.51	0.38	0.43	0.52
股本	205.47	440.39	440.39	440.39	每股经营现金	-0.51	0.22	0.34	0.23
资本公积金	350.79	508.07	508.07	508.07	每股净资产	4.37	3.27	3.70	4.22
未分配利润	267.97	391.76	580.13	808.42	增长率				
少数股东权益	37.13	143.45	159.58	179.13	营业收入增长率	18.96%	117.67%	15.74%	18.05%
母公司所有者权益	898.87	1441.33	1629.70	1857.99	营业利润增长率	-4.33%	85.73%	6.38%	25.67%
负债及权益合计	1772.42	3505.39	3631.25	3983.09	净利润增长率	-18.20%	60.20%	12.96%	21.19%
现金流量表					获利能力				
(百万)						2010A	2014A	2015E	2016E
	2010A	2014A	2015E	2016E	毛利率	36.99%	31.16%	31.45%	31.45%
经营活动现金流	-193.03	-64.02	424.29	301.47	净利率	13.93%	10.26%	10.01%	10.27%
净利润	103.91	181.05	204.50	247.83	ROE	11.58%	11.57%	11.56%	12.29%
资产减值准备	54.16	69.73	122.36	117.74	ROIC	8.60%	9.55%	10.76%	12.63%
折旧摊销	12.41	32.09	16.00	16.41	偿债能力				
财务费用	10.19	50.08	53.45	66.66	资产负债率	47.19%	54.79%	50.73%	48.86%
投资收益	0.00	-0.20	-0.07	-0.09	流动比率	1.86	1.61	1.79	1.87
营运资金变动	0.00	0.00	27.91	-147.26	速动比率	1.66	1.42	1.54	1.61
投资活动现金流	-89.69	-352.53	22.32	-14.17	营运能力				
资本支出	0.00	0.00	-20.00	-5.00	资产周转率	0.48	0.62	0.53	0.58
其他投资	-89.69	-352.53	42.32	-9.17	存货周转率	3.99	4.52	3.45	3.43
筹资活动现金流	178.06	515.53	-298.88	-185.37	应收帐款周转率	0.82	1.06	0.95	1.09
借款变动	0.00	0.00	-60.33	10.56	估值比率				
其他	178.06	515.53	-238.55	-195.93	PE	38.25	51.34	45.61	37.64
现金净增加额	-104.66	98.99	147.73	101.93	PB	4.46	5.96	5.27	4.62

资料来源: 公司报表、中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。