

天广消防 (002509)

3000 亿的朝阳行业，2 年市值翻倍的龙头

投资评级：买入（首次）

2016 年 5 月 30 日

证券分析师 马浩博

执业资格证书号码：S0850513090003

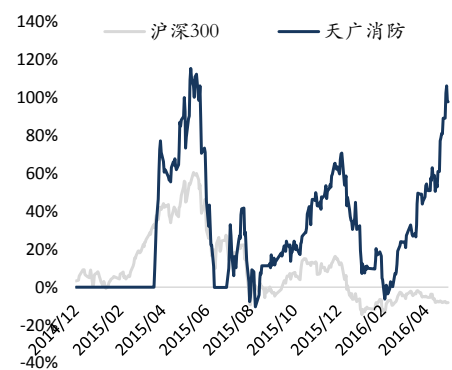
mahb@research.dwstock.com.cn

盈利预测与估值	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	692	3,733	5,203	6,927
同比（%）	-0.3%	439.5%	39.4%	33.1%
净利润（百万元）	105	563	762	1032
同比（%）	-12.5%	435.4%	35.3%	35.4%
毛利率（%）	32.5%	25.2%	25.5%	26.2%
ROE（%）	2.6%	12.4%	14.8%	17.3%
每股收益（元）	0.15	0.36	0.49	0.66
P/E	74.21	30.50	22.54	16.65
P/B	1.91	1.72	1.52	1.31

投资要点

- **聚焦食用菌与环境修复行业，手握 20 亿现金。**2015 年 12 月，公司通过定增方式完成收购中茂园林以及中茂生物，从消防业务切入园林业务和食用菌业务。公司拟发行 13 亿私募债，资产负债率仅为 18%，未来有充足的现金进行环境修复 PPP 项目以及食用菌收购。
- **食用菌板块：16 年食用菌行业规模约为 2500 亿元，前 10 年 CAGR13%，龙头净利率近 30%，种植行业中最盈利的品类之一。**14 年食用菌行业产量 3460 万吨，过去 10 年 CAGR18%。行业 CR6 不足 1%，目前唯一工厂化明显的就是金针菇。请见行业深度《2000 亿规模集中度不足 1%，2H16 抗通胀和厄尔尼诺首选蔬菜品种》。行业中盈利能力最强，16 年或成为品类最全最盈利的企业。中茂生物的金针菇销售单价高于行业 20%。单位生产成本+折旧低于行业，毛利率和净利率为 44%和 30%，中小企业技术管理效率低、缺乏资金扩张以及价格波动导致盈利能力差，被并购预期强。**预计公司 17 年通过自建+外延日均产能将达到 600 吨/天。**
- **生态修复+园林板块：**公司在国内独创主土喷播生物活性土壤绿化技术，具有“一次性施工，零养护”等特点，该项技术世界领先，可广泛应用于石漠化地区生态修复工程，目前已经有珠江高速等多个示范项目 **08 年开始中茂分离土壤修复技术目前已经实现商业化，并申请多项国家专利，竞争对手如模仿至少需要 5 年时间，预计 16 年收入 2-3 亿，净利润 1 亿，净利率超过 40%，同比增长 3 倍（15 年收入 0.8 亿净利 0.3 亿），每年国家治沙和矿山修复投资超过万亿，中茂资金+技术+先发优势壁垒。**中茂园林传统业务为市政及地产园林，位居华南地区市场前三，在手订单超过 60 亿，净利润 2 亿。
- **盈利预测与投资建议：**消防业务 16 年预计 1.2 亿净利润；菌类业务预计 1.7 亿，16-18 年菌业利润合计 3.7（含可能的并购）/5/6 亿；园林+生态修复：预计 16-18 利润 2.7/4/5 亿。16 年合计净利润 7.6 亿，众兴菌业 16PE40x，雪榕生物 16PE34x，综合给予 35xPE，目标市值 240 亿，给予“买入”评级。
- **风险提示：**收购低于预期，CPI 低于预期、生态修复回款慢。

股价走势



市场数据

收盘价（元）	10.51
一年最低价/最高价	8.40/26.44
市净率	3.97
流通 A 股市值（百万元）	65.39

基础数据

每股净资产	5.88
资产负债率%	16.34
总股本（百万股）	1557.81
流通股 A 股（百万股）	632.45

目录

1. 从消防业务切换和聚焦到食用菌与环境修复行业 ..5	
2. 食用菌行业规模 2000 亿, 近 14 年 CAGR 为 17.46%, 目前 CR5 仅为 1%.....5	
2.1. 食用菌行业发展迅速, 蘑菇品种多样化发展	5
2.2. 行业价格震荡后趋于平稳	9
2.3. 健康消费观念转变, 驱动行业 3 倍市场空间	10
2.4. 工厂化率提升行业集中度, 食用菌市场潜力巨大	11
3. 中茂生物盈利高于同业, 异地复制快速扩张.....13	
3.1. 营业收入高增长, 全国布局扩产能	14
3.2. 成本低, 盈利能力强	16
3.2.1. 菌种技术优势驱动生产成本降低	16
3.2.2. 原料、水电、人工、折旧占比超 80%, 成本结构不断优化	17
3.3. 期间费用率逐年降低, 盈利能力不断提升	19
4. 中茂园林: 华南行业龙头, 生态修复技术翘楚.....20	
4.1. 园林行业: 市政地产园林增速放缓, 龙头企业挤占市场	20
4.2. 华南地区“摇钱树”, 传统园林业务稳健发展	22
4.3. 中茂园林生态修复技术强, 行业竞争优势明显	24
5. 风险提示:25	

图表目录

图表 1: 天广消防前 10 大股东占总股本比.....	5
图表 2: 2015 年各业务利润占比.....	5
图表 3: 2017 年各业务利润占比 (预测)	5
图表 4: 中国食用菌行业产量变化 (2010-2014)	6
图表 5: 中国食用菌行业产值变化 (2010-2014)	6
图表 6: 主要省份食用菌产量分布(2014 年).....	7
图表 7: 食用菌种植面积地区分布.....	7
图表 8: 主要公司食用菌产能区域分布.....	8
图表 9: 主要品种产量占比 (2010)	9
图表 10: 主要品种产量占比 (2014)	9
图表 11: 中国食用菌细分市场产量情况变动 (2010-2014) (单位: 万吨)	9
图表 12: 近期金针菇价格走势.....	9
图表 13: 2012-2015 年金针菇销售单价对比趋势图	9
图表 14: 食用菌营养成分表.....	10
图表 15: 健康理念带动蔬菜消费占比提升.....	10
图表 16: 我国与营养学每日最佳摄入量比较.....	11
图表 17: 世界主要国家食用菌人均消费量.....	11
图表 18: 食用菌生产方式.....	11
图表 19: 我国历年食用菌工厂化比例.....	12
图表 20: 主要国家 (地区) 食用菌工厂化比例.....	12
图表 21: 工厂化生产企业数量及同比增速.....	13
图表 22: 工厂化产量及同比增速.....	13
图表 23: 中茂生物净利润及同比增长.....	13
图表 24: 中茂生物毛利及, 毛利率变化.....	13
图表 25: 2014 年主要食用菌企业净利率对比.....	14
图表 26: 2014 年主要食用菌企业毛利率对比.....	14
图表 27: 中茂生物产品细分及项目基地投产后营收预测.....	14
图表 28: 中茂生物与同行业金针菇单位售价对比.....	15
图表 29: 同行业生物转化率和单瓶产量对比.....	16
图表 30: 中茂生物 2014 年成本细分.....	17
图表 31: 中茂生物 2014 年营业成本构成.....	17
图表 32: 众兴菌业 2014 年营业成本构成.....	17
图表 33: 主要原材料玉米价格走势 (元/吨)	18
图表 34: 主要原材料稻谷价格走势.....	18
图表 35: 主要公司所在地工业用电价格一览表.....	18
图表 36: 中茂生物与同业金针菇单位成本对比 (万/吨)	19
图表 37: 中茂生物期间费用及占比的变化预测.....	19
图表 38: 中茂生物销售费用与同业对比.....	20
图表 39: 中茂生物管理费用与同业对比.....	20
图表 40: 行业集中度 (规模以上公司占比)	21
图表 41: 园林景观行业梯队分析(截止 2013).....	21
图表 42: 与国外发达国家相比.....	21

图表 43: 房地产园林的市场容量预测.....	21
图表 44: 中茂园林发展历程.....	22
图表 45: 中茂园林全国布局分公司.....	22
图表 46: 中茂园林资质齐全	22
图表 47: 中茂园林营业收入及同比增速.....	23
图表 48: 中茂园林净利润及同比增速.....	23
图表 49: 中茂业务以市政园林为主.....	23
图表 50: 2014 年中茂园林业务地区分步.....	23
图表 51: 中茂园林业务营收细分及占比.....	23
图表 52: 程施工业务原材料及劳务采购金额及占比（单位：万元）	24
图表 53: 生物活性土壤绿化技术与客土喷播技术对比.....	24
图表 54: 天广消防三年预测财务报表.....	26

1. 从消防业务切换和聚焦到食用菌与环境修复行业

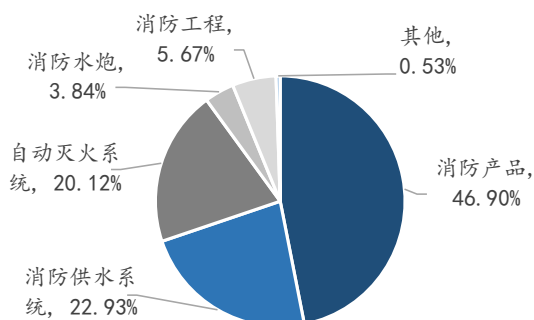
1) 2015 年 12 月, 公司通过定增方式完成收购中茂园林以及中茂生物, 从消防业务切入园林业务和食用菌业务。定增完成后, 股东邱茂国与邱茂期合计持有 18.33%。2) 2015 年 4 月 6 日公司公告实际控制人陈秀玉女士在未来 6 个月内, 拟以不低于 15 元的价格通过大宗交易或者协议转让等方式减持股份比例不超过 5.93%。预计随着陈秀玉女士减持, 邱茂国兄弟或成为公司实际控制人。邱茂国兄弟是中茂生物以及中茂园林控股股东, 我们预计大股东更换过后, 公司将聚焦食用菌业务和园林业务。

图表 1: 天广消防前 10 大股东占总股本比

排名	股东名称	占总股本比例(%)
1	陈秀玉	18.36
2	邱茂国	14.75
3	陈文团	5.93
4	邱茂期	3.58
5	深圳市安兰德股权投资基金合伙企业(有限合伙)	2.29
6	深圳市裕兰德股权投资基金合伙企业(有限合伙)	2.16
7	广东新价值投资有限公司-阳光举牌 1 号证券投资基金	1.76
8	广东新价值投资有限公司-卓泰阳光举牌 1 号证券投资基金	1.09
9	潘奕岑	0.93
10	王秀束	0.85
	合 计	51.70%

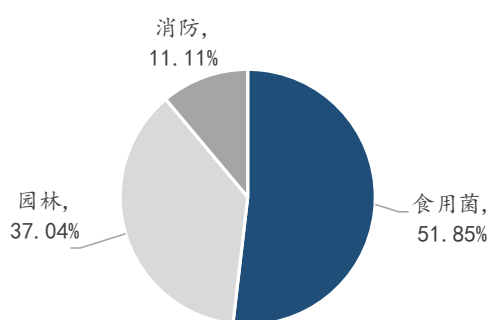
资料来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图表 2: 2015 年各业务利润占比



资料来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图表 3: 2017 年各业务利润占比 (预测)



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2. 食用菌行业规模 2000 亿, 近 14 年 CAGR 为 17.46%, 目前 CR5 仅为 1%

2.1. 食用菌行业发展迅速, 蘑菇品种多样化发展

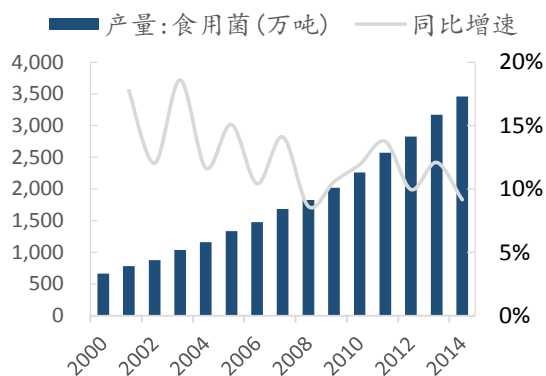
中国是食用菌生产最大产量国。食用菌是种植业中仅次于粮、棉、油、果、菜的第六大类产品，是种植业中最具活力的经济作物之一。目前中国食用菌总产量占世界总产量 70% 以上，位居世界第一，其中 98% 的产量用于满足国内需求。中国食用菌中的平菇、香菇、双孢菇、黑木耳、金针菇、猴头菇、草菇等品种产量均为世界之首。

食用菌产量、产值稳步高增长。根据中国食用菌协会统计，1978 年中国食用菌产量还不足 10 万吨，产值不足 1 亿元。但是经过多年发展，中国食用菌总产量由 2000 年的 664 万吨增长至 2014 年的 3460 万吨，年增长率最高达 18.61%，最低达 8.62%，年均复合增速为 12.51%，步入快速成长的稳定发展期；行业总产值由 2000 年的 227 亿元增长至 2014 年的 2160 亿元，增长近 9 倍，年均复合增速为 17.46%。

12-14 年产值和产量增速降到低谷，行业低谷的主要原因为前期菌类价格上升，利润驱动下食用菌工厂的生产爆发和农民菇的大量上市，导致供大于求。14 年菌类价格下跌后，行业竞争加剧，菌类生产利润空间被压缩，加速大量中小企业关停并退出市场，15 年行业触底回升。目前来看，主要龙头企业优势凸显（以龙头上海雪榕为例，净利润接近 10%），未来金针菇子板块以行业集中度提升为主，其他菌种产能扩张加速。

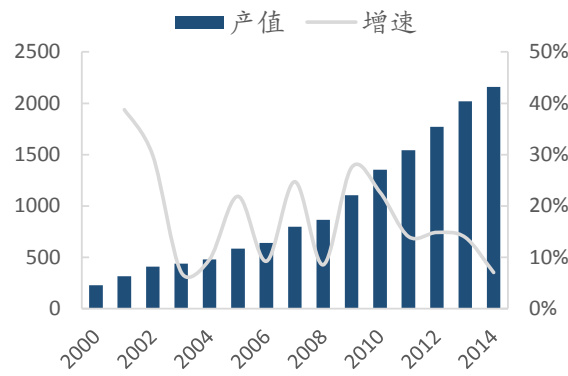
经过 3 年的淘汰，集中度经过第一阶段的提升，涌现出雪榕、众兴和中茂（天广）这样的龙头企业，也淘汰了星河生物等企业，小企业更是退出市场。我们判断 15-18 年行业景气度大幅提升，但 19 年之后第二阶段洗牌将会涌现，届时 CR5 集中度超过 30% 是大概率事件，从投资角度我们认为现在是行业景气度提升带来戴维斯双击的最好阶段。

图表 4：中国食用菌行业产量变化（2010-2014）



资料来源：中国食用菌协会，东吴证券研究所

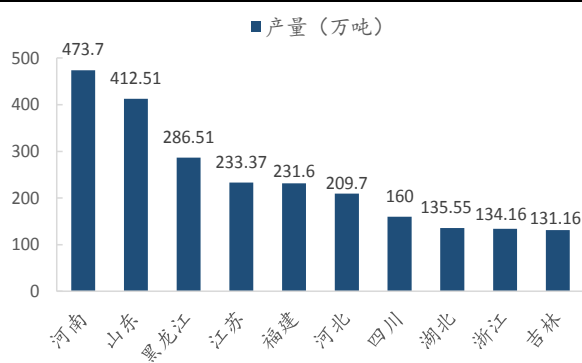
图表 5：中国食用菌行业产值变化(2010-2014)



资料来源：中国食用菌协会，东吴证券研究所

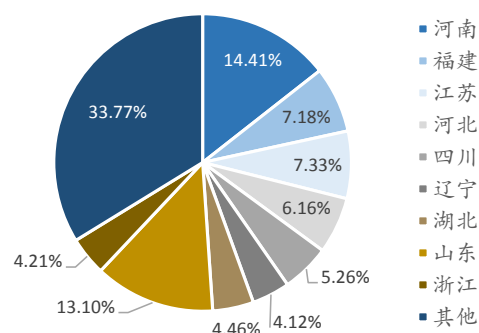
全国食用菌产区较为集中。从产量看，2014 年排在前 10 位的省份分别是：河南省(473.7 万吨)、山东省(412.51 万吨)、黑龙江省(286.51 万吨)、江苏省(233.37 万吨)、福建省(231.6 万吨)、河北省(209.7 万吨)、四川省(160 万吨)、湖北省(135.55 万吨)、浙江省(134.16 万吨)、吉林省(131.16 万吨)。年产量 100 万吨的还有辽宁省 (121.17 万吨)、广西壮族自治区(120.26 万吨)和江西省(100 万吨)，达到 50 万吨以上的有湖南、广东、陕西和安徽 4 个省。从种植面积上看，中国食用菌生产区域主要集中在河南、山东、福建、江苏、河北、四川等几个省市，行业 CR6 约 53.44%，CR9 约 66.23%，产区分布较为集中。

图表 6: 主要省份食用菌产量分布(2014 年)



资料来源：中国食用菌协会，东吴证券研究所

图表 7: 食用菌种植面积地区分布



资料来源：中国食用菌协会，东吴证券研究所

从主要公司的食用菌产能布局上，可以看出雪榕生物和众兴菌业的工厂基地分别都有 6 个，众兴的布局区域主要集中在北方，在四川眉山、甘肃天水、陕西杨凌、河南新乡、苏北、徐州和山东德州，且多沿着陇海-兰新主要东西向铁路线附近分布，销售市场覆盖西北地区、环渤海、中部、西南和北京上海等主要消费区；雪榕生物布局则较为分散，在上海地区逐步扩展到广州惠州、贵州、四川成都、山东德州和吉林长春，销售市场覆盖长三角、珠三角、西南、环渤海和东北消费区，市场更为广阔；如意情主要集中在武汉和厦门两地，市场影响主要在中东部地区。中茂立足广州，为珠三角食用菌生产龙头，未来布局上海、华北、西南地区，不断扩产能，降低成本优势，销售市场将覆盖全国。从主要食用菌企业的生产基地布局可以看出，食用菌生产向北方转移。主要受北方玉米、谷物等原材料成本采购和食用菌培养生产需要保持恒温 7 摄氏度左右的地理气候优势影响。

图表 8：主要公司食用菌产能区域分布



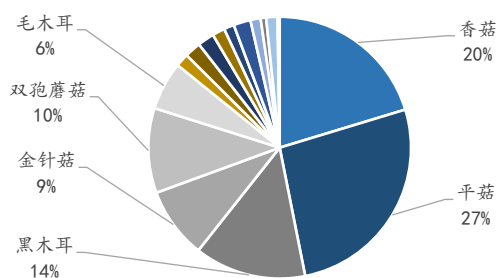
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

备注：● 为中茂生物未来工厂布局标

6 大食用菌种产量占比高。2014 年食用菌产量排前 6 的品种分别是：香菇(735 万吨)、平菇(615.5 万吨)、黑木耳(595.7 万吨)、金针菇(318 万吨)、双孢蘑菇(250.5 万吨)、毛木耳(136.8 万吨)。这 6 个食用菌品种总产量占全国食用菌总产量比值由 2010 年的 85.8% 上升至 2014 年的 86.66%。

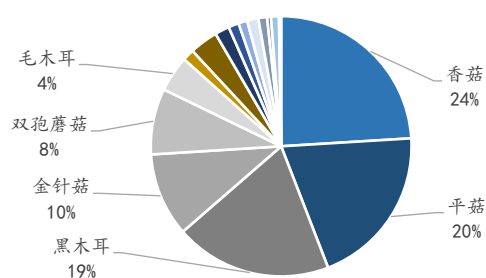
2010 年-2014 年，多数食用菌品种产量呈现稳步上升趋势（浅蓝区域：香菇、金针菇、杏鲍菇等），其中黑木耳涨幅最大，高达 2.06 倍（红色字体），其次是金针菇涨幅 1.72 倍，杏鲍菇产量增加 1.55 倍；产量第一的香菇，涨幅 71.89%。虽然金针菇、双孢蘑菇、毛木耳产量均上涨 1 倍以上，但是波动较大，2012 年均减产，实现负增长（白色字体）。

图表 9：主要品种产量占比（2010）



资料来源：中国食用菌协会，东吴证券研究所

图表 10：主要品种产量占比（2014）



资料来源：中国食用菌协会，东吴证券研究所

图表 11：中国食用菌细分市场产量情况变动（2010-2014）（单位：万吨）

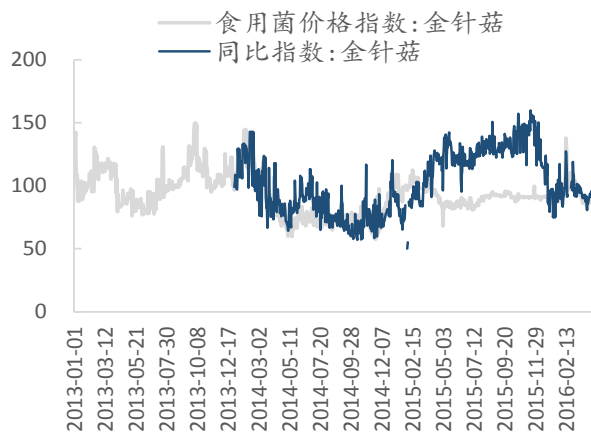
年	香菇	平菇	黑木耳	金针菇	双孢蘑菇	毛木耳	滑子菇	杏鲍菇	茶薪菇	银耳	草菇	鸡腿菇	秀珍菇	猴头菇	白灵菇	真姬菇
2010	427.6	559.9	289.6	184.8	220.6	125.8	34.2	42.1	43.1	32.5	26.5	44.2	26.4	14.3	29.3	5.4
2011	501.8	563.3	346.1	249.3	246.2	143.5	36.3	52.3	46.6	34.7	28.3	42.7	24.1	15.5	27.4	6.3
2012	635.5	577.4	475.4	240	218.4	126.1	40	72.9	49.9	36	29.4	46.8	26.9	19.7	31.3	6.5
2013	710.3	594.8	556.4	273	237.7	130.9	42.2	92.5	52.5	37.4	31.1	40.2	28.2	12.4	26.9	7.4
2014	735	615.5	595.7	318	250.5	136.8	44.1	107.5	55	39.5	33.5	42.5	33.1	14.8	30	8.2

资料来源：中国食用菌协会，东吴证券研究所

2.2. 行业价格震荡后趋于平稳

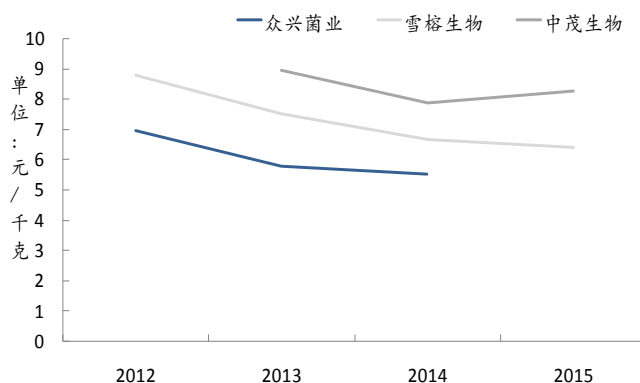
2014 年随着中国食用菌工厂化栽培产能的不断释放和农民菇的大量上市，市场供给不断增加，价格跌入谷底。食用菌市场竞争更加激烈，行业中大量的中小企业关停并转，集中度提高，市场回暖，金针菇价格迎来拐点。

图表 12：近期金针菇价格走势



资料来源：中国食用菌商务网，东吴证券研究所

图表 13：2012-2015 年金针菇销售单价对比趋势图



资料来源：招股说明书，东吴证券研究所

从主要食用菌企业的金针菇价格变化看，中茂生物拥有行业领先的生产工艺，且切根销售，金针菇品质更好，此外，中茂生物的销售区域主要集中在珠三角地区，因此销售单价较好。雪榕生物在全国很多地区都有生产基地，使得产品可以向销售价格高的地区灵活配置，提高了整体均价。众兴菌业销售区域主要集中在西北以及华中区域，这些区域消费能力较弱，价格就低于沿海地区。

2.3. 健康消费观念转变，驱动行业 3 倍市场空间

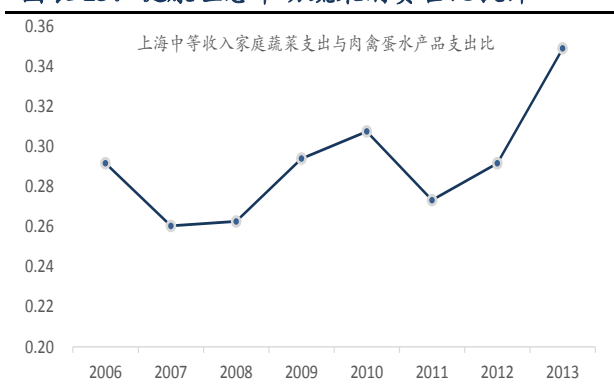
目前，中国食用菌消费主要集中在**家庭消费和餐馆酒楼**等大众消费市场。家庭消费的稳定增长已成为拉动食用菌产业持续发展的重要动力；同时，全国食用菌餐饮消费需求平均每年以 18%-20% 的速度增长，餐馆酒楼的菌菜新品开发也以 10% 每年以上的速度快速增加。随着中国城乡居民收入及消费水平的不断提高，以及消费观念的转变，食用菌需求量将进一步提升，具有广阔的发展空间。

图表 14：食用菌营养成分表

食物名称	量	热能	蛋白质	脂肪	碳水化合物
草菇	100	23	2.7	0.2	2.7
金针菇	100	26	2.4	0.4	3.3
木耳黑木耳	100	205	12.1	1.5	35.7
平菇[鲜]	93	20	1.9	0.3	2.3
香菇[干]	95	211	20	1.2	30.1
西红柿	100	13	0.6	0.1	2.4
猪肉	100	816	2.4	90.4	0
鸡	66	167	19.3	9.4	1.3

资料来源：中国知网，东吴证券研究所

图表 15：健康理念带动蔬菜消费占比提升



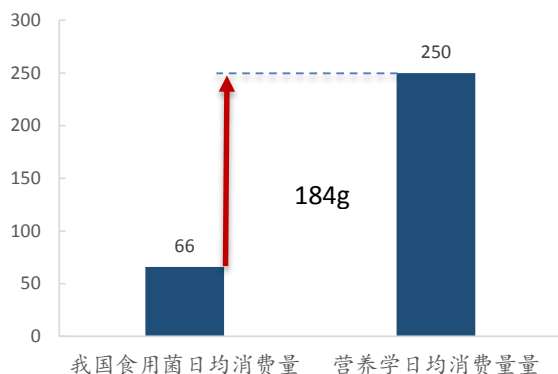
资料来源：统计局，东吴证券研究所

健康饮食理念升级促进食用菌消费占比持续提升。近 15 年内，城乡居民人均收入保持 9% 左右的增长，中国社会中产阶层占比持续扩大，健康饮食理念深入人心，以上海市为例，2011 年后蔬菜消费占比稳步提升。麦肯锡咨询 2015 年调查 1 万人（44 个城市，18 至 65 岁）的消费者购买意愿结果：消费倾向从大众产品逐渐转向高端产品，新鲜农产品在消费品中排第 6，超过 50% 的消费者会关注饮食是否健康和营养。同时食用菌相比其他蔬菜而言具有高蛋白、低脂肪、口感好等特点，营养成分为食品排名中较高。在健康饮食理念促使下，食用菌消费占比将持续提升。

食用菌行业还有 3 倍左右的市场空间。从营养角度看，2014 年中国食用菌人年均消费量约为 25 公斤，每日人均消费量约为 66 克。营养专家提出每人每天应该消费 250 克菌类，国内人均日消费量与之还差约 185

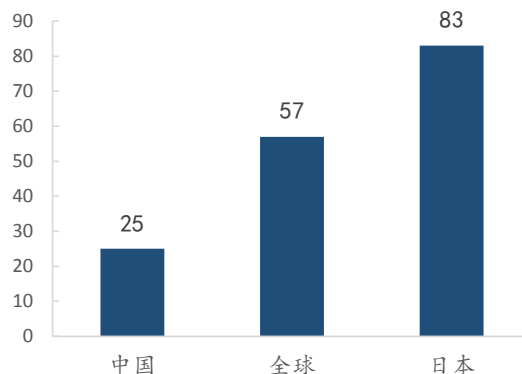
克，还有 2.79 倍的增长空间。从国际对比的角度看，日本为发达国家且同处东亚地区，饮食消费和历史习惯的近似性，为中国食用菌行业提供的借鉴意义更大。中国食用菌年人均消费量约 25 公斤，对比全球人均消费量约 57 公斤和邻国日本人均消费量约 83 公斤，分别有 1.28 倍和 3.34 倍的空间，未来 15 年能保持 9% 的增速。

图表 16：我国与营养学每日最佳摄入量比较



资料来源：中国知网，东吴证券研究所

图表 17：世界主要国家食用菌人均消费量



资料来源：东吴证券研究所

2.4. 工厂化率提升行业集中度，食用菌市场潜力巨大

食用菌工厂化壁垒较高。1) 资金壁垒，工厂化生产食用菌在育种、菌菇培育、生产、采收、废料回收等各个环节都需要科研技术、自动化设备的投入，其较长的生长周期也相应需占用一定的流动资金，是资本密集型行业；2) 技术壁垒，工厂化生产食用菌对于技术有较高的要求，在菌种的选定培育、保持菌菇生长稳定性等各方面均需要一定经验积累，直接使用进口菌种会产生量产适应能力低、遗传功能退化快。

工业化比例低导致行业极度分散。以农户家庭为单位的生产方式，受制于气候季节、资金和区域限制，生产量小。而由于食用菌工厂化壁垒较高，我国食用菌工厂化比例只有 6.49%。因此中国前 6 大食用菌生产企业市场份额低于 15%，行业整体极度分散。

图表 18：食用菌生产方式

模式	基本情况	主要特点
传统生产模式	以农户家庭为单位进行生产种植以及销售	<ul style="list-style-type: none"> 产出受季节性限制，无法形成周年化生产 全程均由人工操作，易受菇农的个人素质、种植能力，以及栽培条件等因素影响，产品质量不稳定 规模小，无法形成规模效应 运输半径短，只能实现短距离销售，不利产品流通；缺乏一定的市场竞争力，以及抵御市场风险的能力 粗放式生产方式，属于食用菌行业的初级生产模式

“企业+农户”生产模式

- 农业企业与农户合作，由农业企业向农户提供菌种，并对农户进行生产技术指导，待菌菇长成采摘后由企业向农户按协议价格进行收购
- 半工厂化：与传统生产模式比更为先进

工厂化生产模式

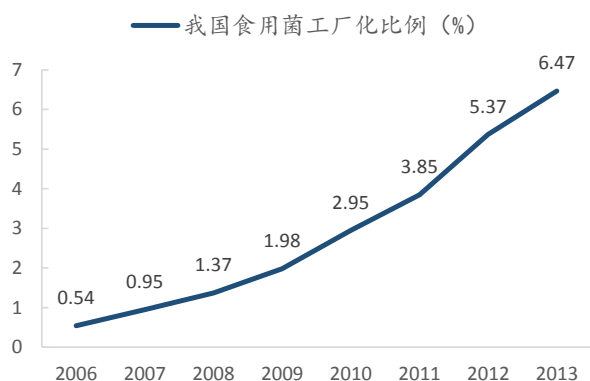
- 拥有稳定的供应商及客户，上下游渠道相对通畅，抵御市场风险能力强

- 农业企业的参与，该模式在生产技术上较传统生产模式有所提高
- 实现企业与个体农户的结合，对食用菌的生产销售进行细化分工，使食用菌生产形成产业化格局，保证了农户生产
- 食用菌的产品销售，有效帮助农户抵御市场风险
- 该模式仍无法解决传统生产模式的诸如受季节性影响大、生产质量不稳定、食品安全得不到保证，以及难以形成规模等问题
- 采用简单的装袋机、土灶或灭菌器
- 无自动搔菌和接种机械
- 保温和制冷设备的简单厂房内进行半工厂化生产
- 生产周期受外界温度影响，温度适宜的季节产量高，而高温季节较难生产
- 生产栽培容器为塑料袋
- 采用净化环境接种，制菌技术先进，最大程度降低杂菌污染的可能工厂化生产性
- 标准化生产，产品质量及产量稳定
- 生产效率高，食用菌安全可靠
- 生产栽培容器为塑料瓶

资料来源：产业信息网，东吴证券研究所

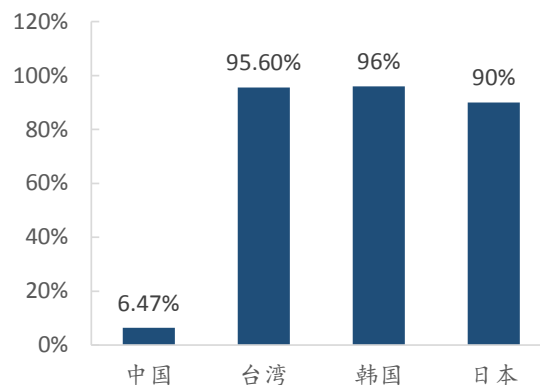
工厂化率未来有望大幅提升，带动行业集中增加。参考国际食用菌行业规律，欧洲、美国、日本、韩国、台湾等发达国家和地区的工厂化食用菌生产已基本完成了对传统模式的替代，食用菌生产几乎全部采用工厂化生产技术，其中，**台湾、韩国工厂化食用菌占有率达 95% 以上，日本达 90% 以上。与发达国家及地区相比，我国工厂化尚有很大的发展空间，未来几年将是发展的黄金时期。**预计未来 10 年内工厂化种植产量将达到总产量的 20%—30%。

图表 19：我国历年食用菌工厂化比例



资料来源：中国食用菌协会，东吴证券研究所

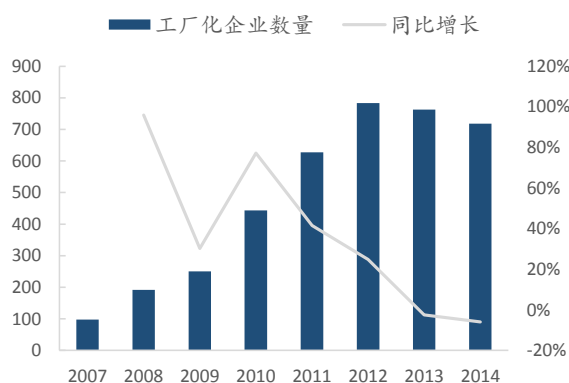
图表 20：主要国家（地区）食用菌工厂化比例



资料来源：中国食用菌协会，东吴证券研究所

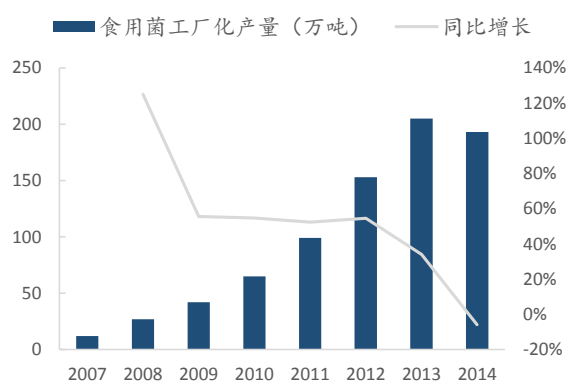
低成本龙头受益行业集中度提升。生产企业数量自 2013 年开始连续两年出现负增长，截止 2014 年 9 月，全国食用菌工厂化生产企业为 729 家（含在建、新建企业 42 家），比 2012 年减少了 59 家，食用菌工厂化总产量也于 2014 年首次出现了下滑，同比减少 5%。一部分技术含量较低，成本较高企业开始退出。我们预计食用菌行业工厂化率提升主要依靠少量低成本企业扩大产能完成，因此低成本龙头在行业集中度提升过程中受益最大。

图表 21：工厂化生产企业数量及同比增速



资料来源：中国食用菌协会，东吴证券研究所

图表 22：工厂化产量及同比增速

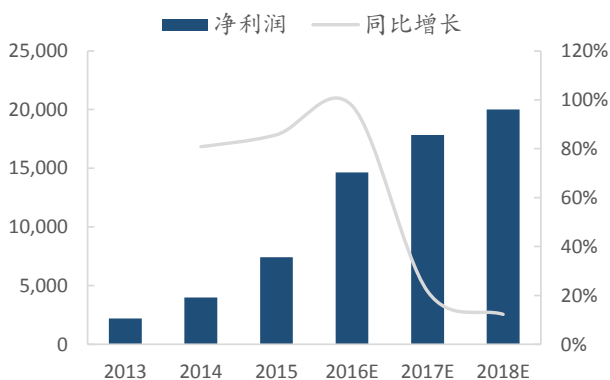


资料来源：中国食用菌协会，东吴证券研究所

3. 中茂生物盈利高于同业，异地复制快速扩张

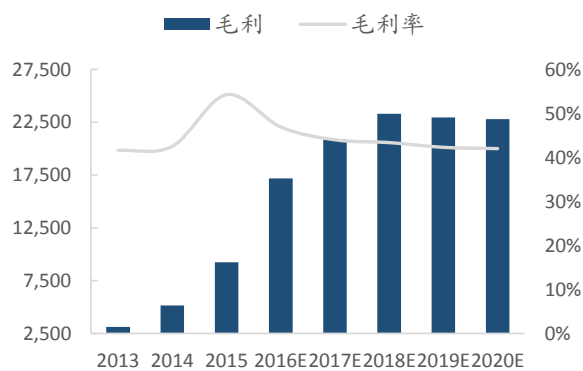
中茂生物近年来发展迅速，依靠完整的采购、生产和销售体系，以及食用菌研发种植的技术优势，**2015 年实现营业收入 1.7 亿元，同比增长 41.03%；4Q15 产能扩大及当时金针菇销售旺季高价格影响，实现净利润 7413.90 万元，同比增长高达 86.17%，毛利率比 2014 年度提高 7.58%。**天广消防收购完成后，中茂生物承诺 2016 年至 2018 年将实现净利润不低于 14651.76 万元、17826.77 万元和 20012.00 万元。中茂生物净利润快速提高，净利率和营业毛利率水平保持高位稳定。

图表 23：中茂生物净利润及同比增长



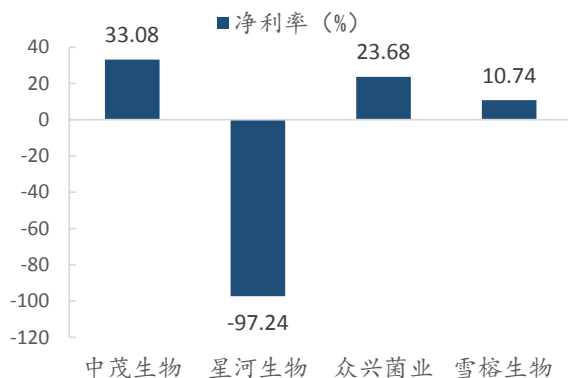
资料来源：公司年报，东吴证券研究所

图表 24：中茂生物毛利及，毛利率变化



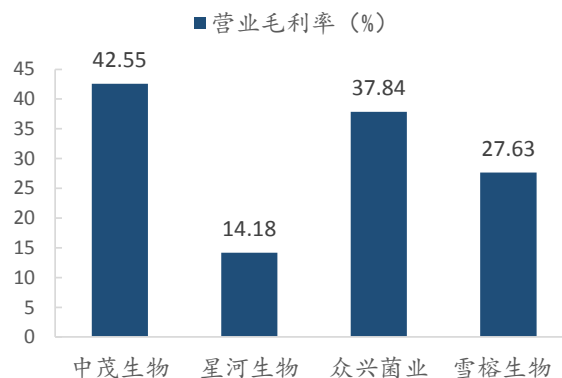
资料来源：公司年报，东吴证券研究所

图表 25：2014 年主要食用菌企业净利率对比



资料来源：公司年报，东吴证券研究所

图表 26：2014 年主要食用菌企业毛利率对比



资料来源：公司年报，东吴证券研究所

中茂生物净利率和毛利率高于同行业，盈利优势较为显著。与同行业公司其他公司相比，2014 年中茂生物净利率为 33.08%，毛利率为 42.55%，为同行业中营业净利率和毛利率最高。众兴菌业排在第二，15 年的净利率为 23.98%，毛利率为 41.18%。行业主要龙头平均毛利率在 35% 以上，均净利率 20% 以上，是种植行业中最盈利的品类之一。

3.1. 营业收入高速增长，全国布局扩产能

营业收入主要由产品价格和销量决定。从中茂生物的主营产品分类收入看，中茂金针菇的营收占比约 84.14%，杏鲍菇的营收占比有所下滑，未来将增加蟹味菇、白玉菇、海鲜菇等其他种类的食用菌生产，丰富产品的多样化。

图表 27：中茂生物产品细分及项目基地投产后营收预测

产品类别	项目	2013	2014	2015	2016E	2017E
金针菇	产量 (吨)	5216.4	11860.1	18750.0	105550.0	135050.0
	营收占比					
	63.5%					
杏鲍菇及其他菇种	产量 (吨)	2998.4	3142.6	3800.0	21500.0	38600.0
	营收占比					
	36.5%					
合计	营业收入 (百万)	75.1	120.7	199.4	1060.8	1507.0

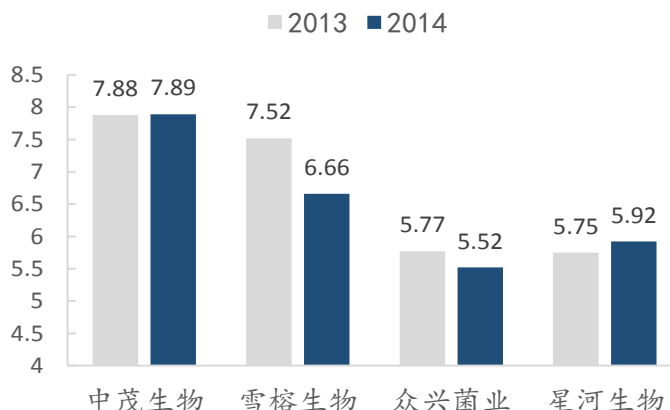
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

*备注：2016、2017 年产量为杏鲍菇及其他菇种（白玉、蟹味菇等）合计产量，价格为加权平均价

价：公司产品单位售价高于同行业，驱动高毛利率。中茂生物的主营业务中，金针菇的盈利占比最大，15 年金针菇价格出现拐点，预计 16 年年金针菇价格企稳。从同行业金针菇定价看，中茂生物的金针菇销售单价远高于行业其他生产商，定价能力较强。生公司 14 年销售单价为

7.88 元/kg，单价高于雪榕生物 1.23 元，高于众兴菌业 2.37 元，高于星河生物 1.97 元。

图表 28：中茂生物与同行业金针菇单位售价对比



资料来源：公司年报，东吴证券研究所

中茂生物的产品单位售价高于行业其他公司的主要原因有：**1) 高品质决定着高定价。**中茂生物从事食用菌的研发、工厂化种植与销售，主要产品包括金针菇、杏鲍菇等食用菌产品。金针菇富含蛋白质、碳水化合物、氨基酸、维生素等营养成分，具有较高的营养价值高，为人类种植的主要食用菌品种之一；杏鲍菇为近年来开发栽培成功的集食用、药用、食疗于一体的食用菌新品种。公司通过液体菌种优化培养与质量检测技术，独特灭菌工艺；和培养环境的优化管理和控制，生产的产品为优质高产菇，菇柄较粗，营养价值高，使用口感高，外观好看。**2) 主要销售地区深圳、广州的居民高收入和地区高物价成为产品售价高的基础。**中茂生物的前五名销售客户均集中在广州、深圳等经济发达地区，该地区销售量高，销售收入占主营业务收入比 2013 年为 88.50%，2014 年为 88.02%，2015 年 1-2 月为 90.21%。州和深圳地区的 CPI（鲜菜）分别为 169.6 和 175.97，是全国平均水平的 30.60 的 5 倍以上。广东食用菌 3 月中旬价格 6.40 元，同样高于全国平均水平 5.77 元。因为金针菇价格在 2015 年 12 月开始下跌，所以日后的中茂盈利能力主要依靠产能扩张**3) 草根调研了解，公司销售的金针菇产品是经过切跟加工的，金针菇切跟后的售价自然高于其他企业未切跟的产品售价。**中茂生物产品单位高售价贡献了高毛利率。

量：全国布局开展，产能陆续投放，异地快速复制工厂化模式扩张，预计未来菌菇日产能将翻倍。随着菌菇价格趋稳，未来营收利润的提升主要依靠产量提升。中茂生物拥有电白（杏鲍菇）生产基地和佛山三水生产基地。目前正在建设的佛山三水二期（前期）于 2015 年 7 月投产，投产后将新增金针菇产能 25 吨/天，新增海鲜菇产能 10.48 吨/天，新增蟹味菇、白玉菇产能各 12.6 吨/天。中茂生物三水二期（后期）项目计划于 2016 年 10 月动工，2017 年 4 月投产，投产后公司产能为 171.36 吨/

日。此外，未来几年将陆续在鄂尔多斯、泸州、北京等地建设新的生产基地。

中茂生物确定未来食用菌扩产能战略，从内生角度分析，中茂生物菌种技术不断进步，原有金针菇、杏鲍菇等产品单产逐渐扩大；从外延角度分析，未来将陆续在鄂内蒙、泸州、北京等地建设新的生产基地，工厂的增多带来产量的迅速上升。预计 2017 年食用菌日产量约 500 吨，金针菇产量占比 70%，杏鲍菇占比约 15%，吨价接近 1 万，吨净利 4000 元，蟹味菇、白玉菇、海鲜菇占比约 15-20%，吨价接近 1.5 万，吨净利 7000 元。中茂产品的高毛利率以及未来产量的迅速扩张，必然带来未来高盈利。

3.2. 成本低，盈利能力强

3.2.1. 菌种技术优势驱动生产成本降低

1) 先进的生产工艺与技术优势，带来单位成本产出率较高，生产效率的提高不断降低生产优势。公司生产工艺领先优势体现在以下三个方面：①栽培周期较可比公司短。中茂生物使用液体菌种生产金针菇，具有栽培周期短的优势。以 2013 年为例，中茂生物栽培周期为 43-46 天，明显低于雪榕生物的 48-51 天，天水众兴的 55 天。②杂菌污染率较可比公司低。食用菌工厂化生产同一空间内进行，生产设备高效率地与生产材料、生产对象接触，极易形成交叉感染，一旦发生扩散，会导致整个生产车间的生产受到影响。中茂生物具有较高的食用菌生产管理水平和技术，对杂菌污染的防治能力较强，主要产品金针菇杂菌污染率较低，报告期内平均杂菌污染率为 1.30%，远低于同行业平均水平。以 2013 年为例，雪榕生物平均杂菌污染率为 11.70%，天水众兴平均杂菌污染率为 5.30%。③生物转化率和单瓶产量较可比公司高。生物转化率越高说明投入产出大，栽培技术水平高，生产成本低。提高工厂产能利用率的同时降低产品的单位成本。2013 年中茂生物金针菇产品的生物转化率和单瓶产量（以 1200 毫升培养瓶、带头产出为例）与可比公司水平对比：

图表 29：同行业生物转化率和单瓶产量对比

公司	生物转化率（%）	单瓶产量（克）
中茂生物	136.50	430.00
雪榕生物	132.96	412.30
众兴菌业	125.07	388.03

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

注：单瓶产量=采收总量/采收瓶数；生物转化率=单瓶产量/单瓶干物质。

中茂生物的核心技术主要包括以下五个方面：①液体菌种优化培养与质量检测技术，包括制作母种、原种、栽培种的配方、培养温度和二氧化碳浓度的精准控制；②根据原材料理化性质、营养成分、产地、价

格差异配比出高产优质低成本培养基配方；③在同等灭菌效果条件下缩短灭菌时间且不损坏培养基营养成分的独特灭菌工艺；④培养环境参数（湿度、温度、二氧化碳浓度等）的优化管理和控制技术；⑤使用自主研发的光照系统培育出菇柄比同类产品粗的优质高产菇。核心技术是影响产品品质、产能、转化率、生产周期和生产成本的关键因素。低成本驱动高毛利率，先进的生产工艺降低原料、水电费、直接人工 3 大成本。

3.2.2. 原料、水电、人工、折旧占比超 80%，成本结构不断优化

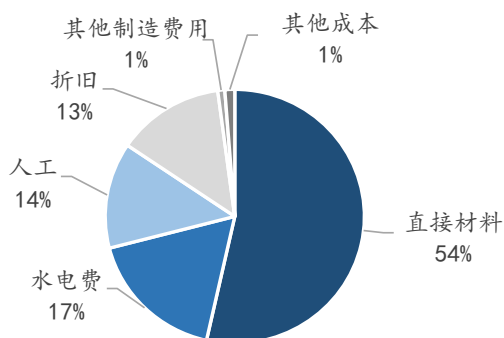
图表 30：中茂生物 2014 年成本细分

成本项目	2015 (1-2)		2014		2013	
	金额 (万元)	比例	金额 (万元)	比例	金额 (万元)	比例
直接材料	582.52	51.38%	3,711.24	53.51%	2,521.48	54.00%
水电费	182.84	16.13%	1,211.60	17.47%	796.25	17.05%
人工	177.52	15.66%	934.66	13.48%	641.06	13.73%
折旧	162.68	14.35%	931.55	13.43%	682.66	14.62%
其他制造费	4.41	0.39%	60.71	0.88%	14.27	0.31%
其他成本	23.73	2.09%	85.38	1.23%	13.47	0.29%
成本合计	1,133.70	100%	6935.13	100.00%	4669.20	100.00%

资料来源：公司年报，东吴证券研究所

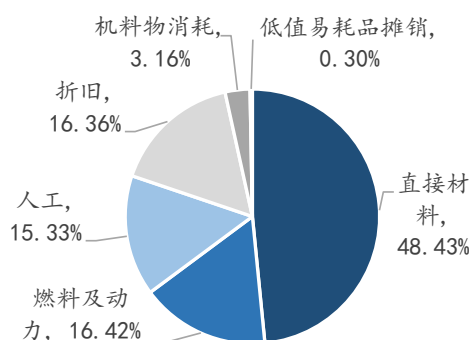
行业龙头企业中茂生物和众兴菌业的主营业务成本构成，原材料、能源燃料消耗（水电费）、直接人工占营业成本比合计均超过 80%。

图表 31：中茂生物 2014 年营业成本构成



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 32：众兴菌业 2014 年营业成本构成



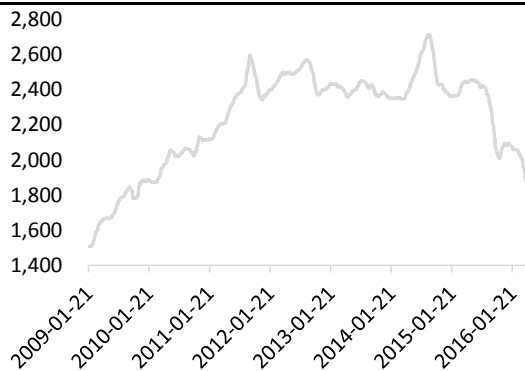
资料来源：公司年报，东吴证券研究所

(1) 原材料：中茂生物原材料占比 53.51%，高于同行业平均占比。

同行业其他龙头企业原料成本占比分别为：众兴菌业 48.43%，雪榕生物 32%。主要原因：众兴菌业生产地多在西北地区 and 北方地区靠近玉米芯、米糠、麸皮等产地，节约了采购及运输成本；雪榕生物在全国范围内建立了生产基地，优势较为明显。中茂生物因为目前产地集中在广州，原材料收购成本相对要高于行业其他企业。预计 2016 年玉米、稻谷等原料

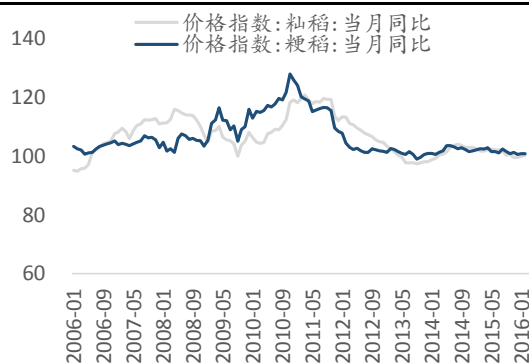
供给充足，产能过剩导致主要原料价格保持下跌趋势，食用菌的原料采购价格下跌+北方生产基地建设布局，未来原料成本将进一步降低。

图表 33：主要原材料玉米价格走势（元/吨）



资料来源：wind 资讯，东吴证券研究所

图表 34：主要原材料稻谷价格走势



资料来源：wind 资讯，东吴证券研究所

(2) 能源燃料消耗占成本比第 2：中茂生物水电费占比 17%，处于行业平均水平。同行业众兴菌业为 16.42%，雪榕生物为 16%，星河生物最高，为 23%。影响能源燃料消耗的两大因素：厂房所在地电费和菇种栽培周期。1) 中茂生物的工厂主要集中在广东，农业用电价格高于众兴菌业所在地甘肃，雪榕因为全国布局，受电价影响较小。3) 中茂的三个新增菇种栽培周期在 90 天左右，金针菇栽培周期在 43-46 天，**栽培周期的长短主要影响水电耗费**，水电费按金针菇的耗费的 2 倍左右预测，未来水电费会有所提升。

图表 35：主要公司所在地工业用电价格一览表

区域	工业电价	工业分布式电价
广东	0.94	1.28
黑龙江	0.93	1.24
上海	0.89	1.22
山东	0.83	1.17
福建	0.81	1.16
河南	0.79	1.14
甘肃	0.8	1.13

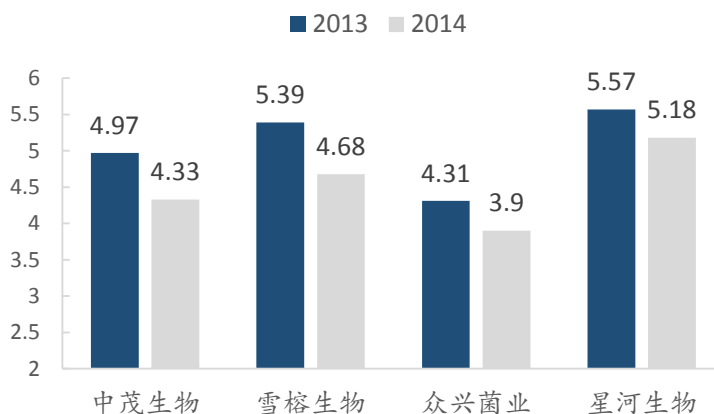
资料来源：国家电网，东吴证券研究所

(3) 直接人工：工厂化生产代替人工，中茂生物人力成本较低，占比 13.48%，小于众兴菌业以及雪榕生物。中茂生产工艺和自动化率在行业最高，只有 600 人，人力成本优势明显。**考虑随着单位雇佣人力成本不断提升，与同行业其他公司相比，自动化生产率优势明显，未来成本占比将进一步降低，带动毛利率的提高。**

(4) 折旧：在同行业较有优势。中茂建设产能 50 吨/天需要资本开支 1 亿左右（不含土地成本），成本 4.5 元/kg，折旧为 0.5 元/kg，自建产能不外包，具有一定的成本优势。

金针菇单位成本行业第 2: 由于可比公司以金针菇的销售为主, 因此以金针菇产品为例, 与同行业其他企业进行成本比较具有更高的可比性。中茂金针菇单位成本约 4.33 元/公斤, 比众兴菌业略高 (众兴近西北原料低), 为行业第二, 中茂和雪榕相比, 工厂均位于东部发达地区, 但是单位成本低于雪榕, 单位成本优势较为明显。

图表 36: 中茂生物与同业金针菇单位成本对比 (万/吨)



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3.3. 期间费用率逐年降低, 盈利能力不断提升

期间费用会随营业收入提高而增加, 但是期间费用率会逐渐下降, 盈利水平不断提高。2013-2014 年期间费用占营业收入比例平均为 10.75%, 2015-2020 年期间费用占营业收入比例平均为 6.45%, 不断下降稳定在 6% 左右。

图表 37: 中茂生物期间费用及占比的变化预测

项目	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售费用	60.66	84.48	208.93	305.29	411.11	474.99
管理费用	499.46	624.36	1,088.43	1271.92	1653.96	1846.15
财务费用	360.87	404.01	510.26	923.41	923.41	923.41
期间费用合计	920.99	1112.85	1807.61	2500.62	2988.48	3244.54
占营业收入比例	12.29%	9.22%	7.17%	6.83%	6.31%	6.04%

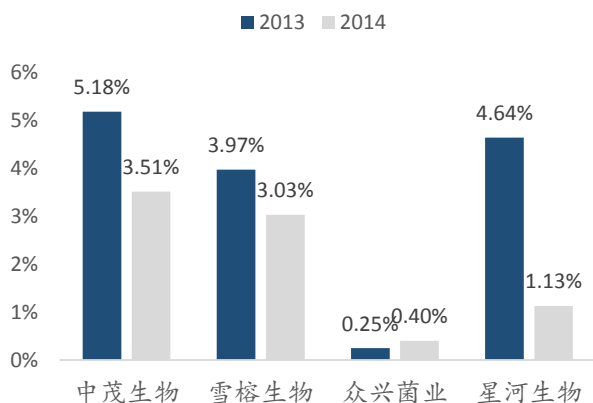
资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

期间费用同行业比较: 扩渠道, 销售费用较高; 管理费用率优势明显。1) 销售费用: 众兴菌业的包装成本在销售费用中占了很大比重, 使得销售费用率较高, 2014-2015 众兴销售费用增加, 主要原因是公司销量和广告宣传费用增加。雪榕生物使用全国布局的销售网络和助销模式, 会增加广告、差旅费等销售费用的支出, 因此销售费用占比较高, 2012-2015 年雪榕生物销售费用逐渐减少主要原因是公司运费以及广告宣传展示费的下降。中茂生物销售范围主要集中在珠江三角洲地区, 减少了运费、差旅费等销售费用, 目前中茂也在积极扩展生产基地和销售市场。

管理费用：中茂生物人工少，自动化生产程度高，因此管理费用率相对较低。雪榕生物管理费用率较高，主要是公司有三家新投产的子公司筹建期间的开办费以及为建立并完善管理团队投入的开支较大，以及研发投入增加所致，此外，雪榕生物生产基地分散在全国，管理用房屋对应折旧费较高。众兴菌业主要经营场所地处西北，管理人员薪酬较公司低，且公司管理用房屋建筑物及对应固定资产较少，因此管理费用相对较低，但 2014-2015 年管理费有所增加，是由于工资性费用、股权激励确认成本费用、公司上市以及并购子公司过程中差旅、办公、中介费用增加所致。

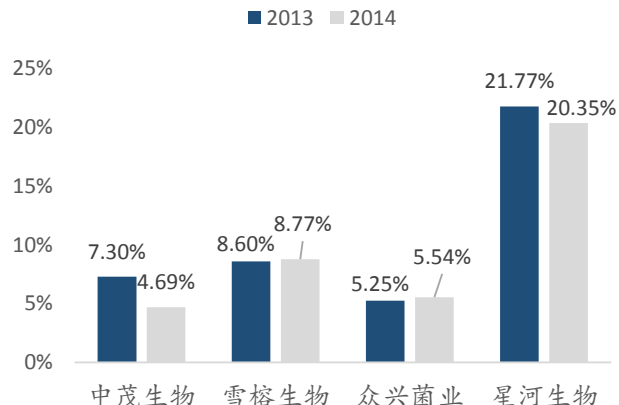
众兴菌业 2014-2015 年财务费用率增加是由于公司部分工程项目完成停止利息资本化增加财务费用及欧元汇率变化导致汇兑损益增加。雪榕生物为了扩展业务，依靠银行贷款融资，利息支出的大幅增加导致财务费用增长较快，占营业收入的比重不断上升。银行贷款融资有助于公司业务扩张，发展成行业领先企业。

图表 38：中茂生物销售费用与同业对比



资料来源：公司年报，东吴证券研究所

图表 39：中茂生物管理费用与同业对比



资料来源：公司年报，东吴证券研究所

4. 中茂园林：华南行业龙头，生态修复技术翘楚

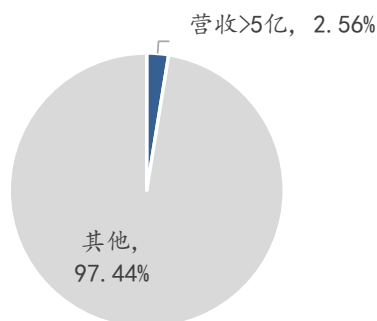
4.1. 园林行业：市政地产园林增速放缓，龙头企业挤占市场

近年来，我国绿色园林投资稳步增加，2014 年 7 家园林工程公司营业收入约 173 亿，6 年复合增长率为 36%，远远超过其他建筑工程行业的增速。城市绿地面积和城市建成区绿化覆盖率也在不断提升。但受限于地方债务缩减和，园林绿化建设投资有所放缓。

园林行业集中度低，工程资质成为决定企业竞争力的重要因素。根据《2011-2012 中国城市园林绿化企业经营状况调查报告》数据，参加调查的 98 家企业 2011 年营业收入总额为 381.57 亿元。其中营业收入超过 5 亿元的企业有 23 家，该 23 家企业平均每家营业收入占上述 98 家企业

总营业收入的 2.56%。可以看出目前我国园林行业市场集中度较低，缺乏具有市场主导地位的企业。

图表 40：行业集中度（规模以上公司占比）



资料来源：园林企业报告，东吴证券研究所

图表 41：园林景观行业梯队分析(截止 2013)

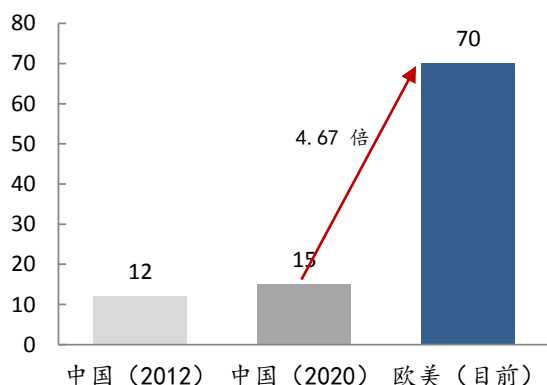
梯队	企业资质	竞争力	企业数量
1	园林绿化一级和景观工程设计甲级	大型项目建设	<60 家
2	一级资质的企业	发达地区工程施工	<745 家
3	二级及以下资质的企业	竞争激烈	数量多

资料来源：美尚生态招股说明书，东吴证券研究所

集中度低加剧行业竞争，因而企业所拥有工程资质成为决定企业竞争力的重要因素。根据市场主流的评判标准，能成为第一梯队的均是具有城市园林绿化和风景园林工程设计“双甲”资质的企业。资质壁垒加剧园林行业中小企业退出

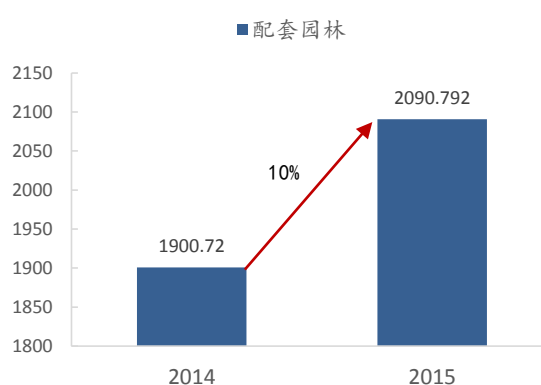
园林市场空间预测：对比发达国家人均 70 平米的绿化面积，我国还有约 5 倍空间，预计 2015 年仅地产园林市场容量就能达到 2090.79 亿元，市场空间可观。 1) 与欧美发达国家人均 70 平米的绿化面积相比，我国人均绿化面积约 15 平米，未来还有大概近 5 倍的发展空间。2) 参考我国房地产行业估算：2014 年我国房地产投资额达到 95036 亿元，根据园林绿化行业经验，园林配套支出约占地产项目投资总额的 2%-4%，按照房地产投资额的 2% 用于园林投入，且我国房地产按照 10% 的增长计算，仅 2015 年我国地产园林市场容量就能达到 2090 亿元，市场空间可观。

图表 42：与国外发达国家相比



资料来源：wind 资讯，东吴证券研究所

图表 43：房地产园林的市场容量预测



资料来源：wind 资讯，东吴证券研究所

4.2. 华南地区“摇钱树”，传统园林业务稳健发展

中茂园林是一家集园林景观设计、工程施工、绿化养护、苗木生产和生态修复为一体的综合性园林公司。园林工程施工业务收入占中茂园林总收入的 95% 以上，是中茂园林的核心业务，主要涵盖市政景观工程、房地产景观工程及生态景观恢复工程。公司 2010 年成立，2011 年开始尝试开拓边坡绿化业务，经过三年的研究已经形成了一套较为成熟的土壤菌边坡绿化技术，成为中茂园林未来的重点发展方向和新的利润增长点。

图表 44：中茂园林发展历程

日期	重大事件
2000 年	中茂园林前身创立
2010 年	中茂园林进行第一次股权转让
2012 年	生态修复技术取得技术专利
2014 年	被认定为国家高新技术企业
2015 年	天广消防收购中茂园林

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 45：中茂园林全国布局分公司



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

园林行业的进入壁垒较为严格，但是中茂园林资质较为齐全，具有城市园林一级、风景园林工程设计专项乙级、造林乙级、园林古建筑工程承包二级等业务资格，可开展的业务范围广阔。

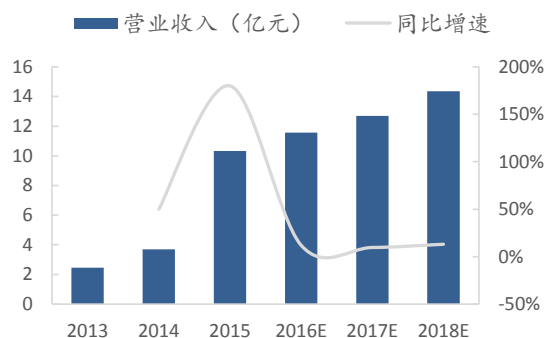
图表 46：中茂园林资质齐全

资质名称	等级
城市园林绿化企业资质证书	壹级
工程设计资质证书	风景园林工程设计专项乙级 房屋建筑工程施工总承包贰级 市政公用工程施工总承包贰级
建筑业企业资质证书	城市及道路照明工程专业承包贰级 古建筑工程专业承包贰级
造林工程施工资质证书	乙级

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

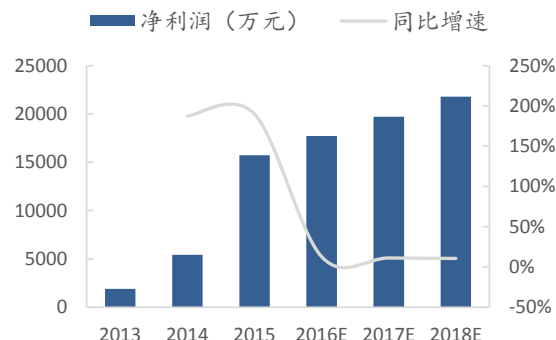
中茂园林 2015 年度业务拓展顺利，营收规模成倍增长。2015 年实现营业收入 10.33 亿元，相比 2014 年的营业收入 3.69 亿元，同比增长 180.02%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.57 亿元，相比 2014 年的净利润 5429 万元，同比增长 189.72%。盈利能力增速超预期。

图表 47：中茂园林营业收入及同比增速



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 48：中茂园林净利润及同比增速

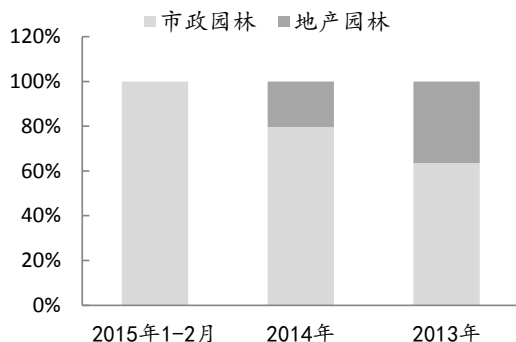


资料来源：公司公告，东吴证券研究所

盈利能力较强，毛利率迅速增长，超过同行业。2013 年中茂园林营业毛利率为 28.85%，同行业上市公司营业毛利率在 23.36% 到 38.44% 之间，与同行业水平接近。2014 年为 33.16%，岭南园林为 29.46%，普邦园林为 26.13%，高于同行业其他公司。

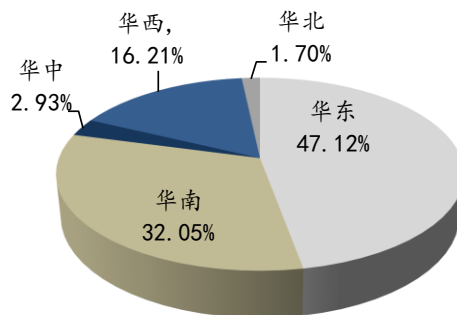
中茂园林主营业务分析：从按项目营收看，市政园林为主，营业收入占比大于 80%；从业务类型看，园林施工占比最大，约 97%；从地区分布看，主要市场在华东和华南地区，两地营收占比超过 79%。

图表 49：中茂业务以市政园林为主



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 50：2014 年中茂园林业务地区分步



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 51：中茂园林业务营收（万元）细分及占比

分类	2015 年 1-2 月		2014 年		2013 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
园林施工	2425.65	93.78%	36037.04	97.73%	23860.59	97.12%
管养收入	-	0.00%	18.74	0.05%	27.83	0.11%
园林设计	-	0.00%	233.02	0.63%	151.48	0.61%
苗木销售	160.84	6.22%	586.17	1.59%	528.21	2.15%
合计	2586.49	100.00%	36874.97	100.00%	24568.11	100.00%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

中茂园林成本结构分析：园林技术进步带动成本优势凸显。随着业务的拓展，总体成本有所上升，从 2013 年的 1.8 亿上升到 2014 年的 3 亿元，其中建筑材料占比最大，约 45%，其次是绿化材料占比 20%，受益园林技术的进步和机械化率提高，机械占比迅速提升至 13.35%；人工劳务占比从 2013 年的 30.54% 迅速下降到 17.08%，人力成本大大降低，技术带动成本效益凸显。

图表 52：程施工业务原材料及劳务采购金额及占比（单位：万元）

分类	2015 年 1-2 月		2014 年		2013 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
机械	196.01	10.72%	4150.10	13.35%	869.75	4.49%
绿化材料	313.94	17.18%	6414.82	20.64%	4563.85	23.55%
建筑材料	865.98	47.38%	1413.89	45.49%	6768.54	34.93%
人工费	387.60	21.21%	5308.10	17.08%	5918.38	30.54%
合计	1763.53	96.49%	30012.00	96.56%	18120.51	93.52%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

4.3. 中茂园林生态修复技术强，行业竞争优势明显

1) 较强的园林景观工程一体化服务能力：中茂园林拥有自己的景观设计研究院及苗木培育基地，具备城市园林绿化壹级、风景园林工程设计专项乙级、园林古建筑工程专业承包二级等资质，经过十几年的发展，先后参建、承建了 200 多个景观设计 & 工程施工项目，多项获得在“中国风景园林学会优秀园林绿化工程金奖”和“优秀园林绿化工程银奖”等荣誉，为客户提供优质景观设计、工程施工、苗木供给、维护管养等一体化服务。

2) 行业领先的生态修复技术：中茂园林目前已探索出一套较为成熟的生物活性土壤绿化技术，与传统普通客土喷播技术相比，具有“一次性施工 零养护”、“形成草灌乔自然林相”、“永久复绿”的特点，可广泛运用于岩石坡面绿化、沙漠绿化、贫瘠地绿化、采石场绿化等生态修复工程。土壤该项技术目前已在广东、海南、江西、湖南等地成功运用，生态修复效果较为显著。

图表 53：生物活性土壤绿化技术与客土喷播技术对比

对比	生物活性土壤绿化技术	普通客土喷播
原理	喷播模拟腐植层内含植物种子	喷播土层和草籽层
成分	熟土+土壤菌+草灌乔种	生土+纸浆+草籽
构造	不需要框架	要框架
机构	绿化网及植物根和边坡自然一体化	浆砌石不透水不变形诱发滑坡
植物	草灌乔自然林	草为主，少量灌木
绿化率	100%	20%-90%
成活率	1 年好，2 年密，3 年成林	1 年绿，2 年黄，3 年死光

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

3) 资金周转和抗风险经营：园林景观项目一般以 BT 工程类形式进行，项目企业需要实现垫付所有的工程资金，待项目完成竣工验收后才可以逐步得到回款。工期长、垫资金大使得企业所承揽的项目只能与自身的资金实力相匹配，也形成了该行业“强者恒强”的局面。2013 年资金流动比率为 1.99，林速动比率为 1.03，处于同行业上市公司的平均水平。中茂园林凭借完整的业务结构、跨区域经营能力、大项目施工能力等优势，在抗风险经营及市场开拓能力方面远高于中小企业。

5. 风险提示：

食品安全问题，CPI 低于预期，行业供大于求。

图表 54：天广消防三年预测财务报表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	2650.8	3686.6	4871.3	6191.7	营业收入	691.8	3732.6	5203.4	6927.4
现金	619.1	889.0	997.0	1090.0	营业成本	467.1	2792.8	3874.5	5112.8
应收款项	744.8	1718.0	2352.2	3131.6	营业税金及附加	7.1	38.4	53.6	71.4
存货	1222.3	726.9	1008.4	1330.7	营业费用	20.7	97.0	150.9	207.8
其他	64.7	352.7	513.6	639.4	管理费用	84.4	197.8	281.0	374.1
非流动资产	2457.1	2791.2	3207.9	3694.3	财务费用	-0.6	5.6	17.1	26.2
长期股权投资	165.2	244.2	326.2	391.2	投资净收益	22.8	22.5	22.5	22.5
固定资产	726.2	991.2	1335.7	1767.0	其他	-16.9	55.8	70.9	88.7
无形资产	197.0	187.1	177.3	167.4	营业利润	118.9	679.2	919.7	1246.3
其他	1368.7	1368.7	1368.7	1368.7	营业外净收支	2.5	2.5	2.5	2.5
资产总计	5107.9	6477.8	8079.1	9886.0	利润总额	121.4	681.7	922.2	1248.8
流动负债	973.6	1874.0	2844.3	3800.2	所得税费用	16.5	97.8	132.3	179.2
短期借款	229.8	468.7	754.4	849.4	少数股东损益	-0.3	20.4	27.6	37.4
应付账款	552.5	386.4	668.8	1071.6	归属母公司净利润	105.2	563.4	762.2	1032.2
其他	191.3	1018.9	1421.1	1879.3	EBIT	119.5	644.9	897.0	1232.7
非流动负债	28.2	38.2	48.2	58.2	EBITDA	141.3	703.6	979.8	1344.6
长期借款	12.2	12.2	12.2	12.2	重要财务与估值指标				
其他	15.9	25.9	35.9	45.9		2015	2016E	2017E	2018E
负债总计	1001.7	1912.2	2892.4	3858.4	每股收益(元)	0.15	0.36	0.49	0.66
少数股东权益	7.2	23.0	43.7	71.9	每股净资产(元)	5.79	2.92	3.30	3.82
归属母公司股东权益	4099.0	4542.7	5142.9	5955.8	发行在外股份(百万股)	708.1	1558.0	1558.0	1558.0
负债和股东权益总计	5107.9	6477.8	8079.1	9886.0	ROIC(%)	3.4%	11.5%	13.8%	16.4%
现金流量表 (百万元)					ROE(%)	2.6%	12.4%	14.8%	17.3%
	2015	2016E	2017E	2018E	毛利率(%)	32.5%	25.2%	25.5%	26.2%
经营活动现金流	70.0	518.0	469.7	802.4	EBIT Margin(%)	17.3%	17.3%	17.2%	17.8%
投资活动现金流	-25.7	-367.3	-485.4	-585.0	销售净利率(%)	15.2%	15.1%	14.6%	14.9%
筹资活动现金流	-77.2	119.2	123.7	-124.3	资产负债率(%)	19.6%	29.5%	35.8%	39.0%
现金净增加额	-32.9	269.9	108.0	93.0	收入增长率(%)	-0.3%	439.5%	39.4%	33.1%
折旧和摊销	21.7	58.7	82.8	111.9	净利润增长率(%)	-12.5%	435.4%	35.3%	35.4%
资本开支	-319.8	-288.3	-403.4	-520.0	P/E	70.98	29.17	21.56	15.92
营运资本变动	-2194.8	-102.5	-378.8	-352.5	P/B	1.82	1.64	1.45	1.25
企业自由现金流	-2374.5	220.3	68.9	295.2	EV/EBITDA	59.98	13.33	10.58	8.43

资料来源：东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,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。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上;

中性:预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>