

## 蒙草抗旱 (300355)

# 育蒙草以为锦，筑北疆生态长城

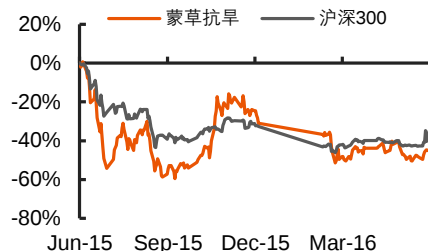
### 强烈推荐（首次）

现价：7.02 元

#### 主要数据

|               |                 |
|---------------|-----------------|
| 行业            | 环保              |
| 公司网址          | www.mengcao.com |
| 大股东/持股        | 王召明/25.53%      |
| 实际控制人/持股      | 王召明/29.13%      |
| 总股本(百万股)      | 938             |
| 流通 A 股(百万股)   | 490             |
| 流通 B/H 股(百万股) | 0               |
| 总市值(亿元)       | 65.82           |
| 流通 A 股市值(亿元)  | 34.42           |
| 每股净资产(元)      | 4.34            |
| 资产负债率(%)      | 49.50           |

#### 行情走势图



#### 证券分析师

余兵 投资咨询资格编号  
S1060511010004  
021-38636729  
YUBING006@PINGAN.COM.CN

#### 研究助理

邱正 一般从业资格编号  
S1060116050045  
QIUZHENG320@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

### 投资要点

#### 平安观点：

- 北方生态修复近十年成效显著，未来生态修复投资有望进一步增加。过去十年，内蒙古积极推进植树造林、退牧还草以及风沙治理专项工程，累计投资超过 500 亿元，极大改善了内蒙古生态环境。目前内蒙古 PPP 项目总投资、人均投资较全国均偏低，生态环境类投资较少，未来一两年生态治理类的项目可能会加速出台。
- 蒙草抗旱技术最适宜北方生态修复，最有望受益于内蒙古生态修复市场爆发。蒙草具备抗逆性强的特点，更适宜在北方干旱缺水环境用于生态修复。作为内蒙古唯一一家生态环保上市公司，公司市场覆盖内蒙全境，技术有优势，有望在市场爆发中分到最大的蛋糕，同时兼具外延扩张的可能性。
- 应收账款不足惧，公司增长有保障。市场对公司的担忧主要是盈利的可持续性。保守估计，只要能够维持现有应收账款回收的速度，公司所拥有的流动资金规模足以支撑公司实现每年 10% 左右的增速。2015 年公司采取多种举措增加了信贷资金来源，为未来五年快速发展做好了充足准备。
- 盈利预测与投资建议：我们预测公司 2016--2018 年主营业务收入分别为 20.8 亿、24.2 亿、27.6 亿元；每股收益分别为 0.20、0.23、0.25 元。考虑公司有望受益于内蒙古 PPP 项目大爆发，加上公司在生态修复领域确有独到修复技术，外延持续扩张也可预期，我们给予公司 12 个月目标价 10 元，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。
- 风险提示：1) 应收账款回款速度放慢；2) 公司 PPP 项目拿单规模低于预期。

|           | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 1626  | 1,768 | 2,080 | 2,423 | 2,759 |
| YoY(%)    | 117.7 | 8.7   | 17.6  | 16.4  | 13.9  |
| 净利润(百万元)  | 167   | 159   | 189   | 217   | 238   |
| YoY(%)    | 60.2  | -4.5  | 18.8  | 14.6  | 10.0  |
| 毛利率(%)    | 31.2  | 32.5  | 32.8  | 32.4  | 32.0  |
| 净利率(%)    | 10.3  | 9.0   | 9.1   | 8.9   | 8.6   |
| ROE(%)    | 11.4  | 7.8   | 9.1   | 9.8   | 10.1  |
| EPS(摊薄/元) | 0.18  | 0.17  | 0.20  | 0.23  | 0.25  |
| P/E(倍)    | 40.0  | 41.9  | 35.3  | 30.8  | 28.0  |
| P/B(倍)    | 4.6   | 3.2   | 3.0   | 2.8   | 2.7   |

# 正文目录

|                                    |           |
|------------------------------------|-----------|
| <b>一、公司股权结构及业务简介</b>               | <b>4</b>  |
| <b>二、育蒙草以为锦，筑北疆生态长城</b>            | <b>5</b>  |
| 2.1 内蒙古近十年生态环境持续改善，沙尘暴几近绝迹         | 5         |
| 2.2 国家与地方政府对生态环境的政策支持力度持续增加        | 6         |
| 2.3 蒙草是最适合祖国北疆的绿色屏障                | 7         |
| <b>三、借 PPP 东风，打造立足北疆、守望全国的生态企业</b> | <b>10</b> |
| 3.1 PPP 浪潮下，内蒙古生态治理有巨大潜力待挖掘        | 10        |
| 3.2 内蒙的旗帜：深耕蒙草产业链，将生态绿地遍布北方边疆      | 11        |
| 3.3 外延并购走出去，守望全国生态治理市场             | 11        |
| 3.4 财务是公司发展最大的命门，但细思并不足惧           | 12        |
| <b>四、盈利预测与估值</b>                   | <b>14</b> |
| <b>五、风险提示</b>                      | <b>14</b> |

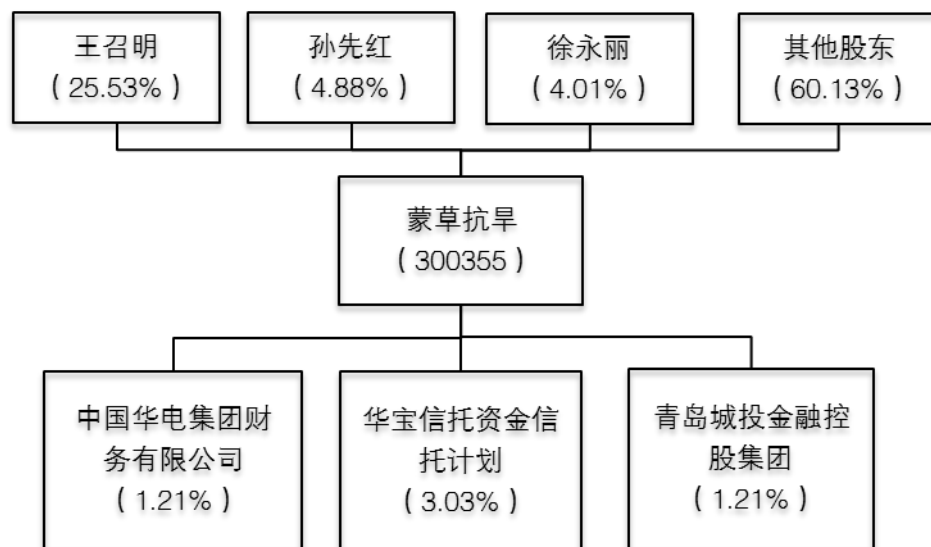
## 图表目录

|       |                                                     |    |
|-------|-----------------------------------------------------|----|
| 图表 1  | 蒙草抗旱股权结构 .....                                      | 4  |
| 图表 2  | 蒙草抗旱历年收入与同比增速 .....                                 | 4  |
| 图表 3  | 蒙草抗旱历年净利润与毛利水平 .....                                | 4  |
| 图表 4  | 内蒙古是京津冀沙尘暴防护的重要屏障 .....                             | 5  |
| 图表 5  | 沙尘天气对居民生产生活影响极大 .....                               | 5  |
| 图表 6  | 我国退耕还林工程年投资规模约为 200 亿元 .....                        | 6  |
| 图表 7  | 内蒙古退耕还林面积在全国居前 .....                                | 6  |
| 图表 8  | 我国每年退牧换草工程投资超过 30 亿元 .....                          | 6  |
| 图表 9  | 京津风沙治理专项工程大部分投向了内蒙古 .....                           | 6  |
| 图表 10 | 2012 年以后我国生态环境政策支持力度持续增加 .....                      | 7  |
| 图表 11 | 内蒙古土壤类型多样，气候较为干旱，需要较高的生态修复技术 .....                  | 8  |
| 图表 12 | 地榆抗逆性强，可景观、可生态修复、可入药 .....                          | 9  |
| 图表 13 | 接骨木耐寒耐旱，可作观赏植物，可入药 .....                            | 9  |
| 图表 14 | 内蒙古地域辽阔，工业污染、农业污染均有发生，更宜采用植物修复方法 .....              | 9  |
| 图表 15 | 发改委公布的全国 PPP 项目行业分类一览 .....                         | 10 |
| 图表 16 | 内蒙古公布的 PPP 项目行业分类一览 .....                           | 10 |
| 图表 17 | 公司承接项目类型广泛，在多个领域均有样板工程 .....                        | 11 |
| 图表 18 | 通过收购控股权，蒙草抗旱以较低估值获得了并表净利润 .....                     | 12 |
| 图表 19 | 横向比较上市公司，蒙草抗旱市值较小，资产结构相对较差，能否调整结构影响公司发展 单位：亿元 ..... | 12 |
| 图表 20 | 节能环保占我国财政支出比例稳步提升 .....                             | 13 |
| 图表 21 | 内蒙古节能环保支出占财政比例逐渐减少 .....                            | 13 |
| 图表 22 | 只要公司能够维持现有的应收回款速度，实现 10% 以上的收入增长安全可控 .....          | 13 |
| 图表 23 | 员工平均工资涨幅与平均创收涨幅基本相当 .....                           | 14 |
| 图表 24 | 不考虑上市融资，公司现金净额处于历史最高 .....                          | 14 |

## 一、 公司股权结构及业务简介

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。公司成立以来一直专注于培育并运用蒙草进行生态环境工程建设，主营业务包括园林工程、生态修复工程、植物培育等，是内蒙古地区环境修复的领军企业。

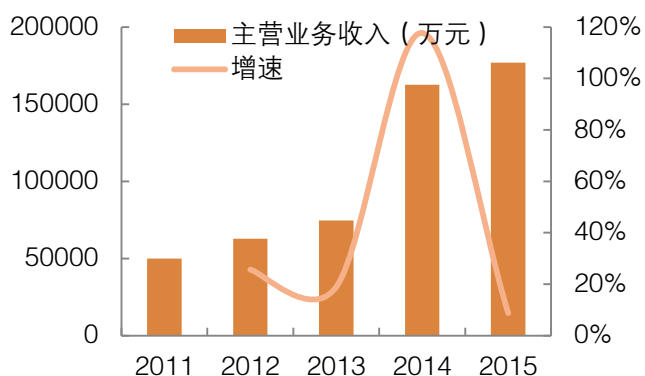
图表1 蒙草抗旱股权结构



资料来源：公司年报，平安证券研究所

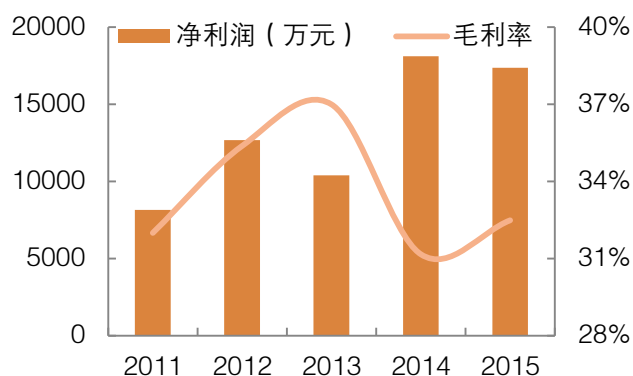
公司的主营业务收入主要来源于生态修复与园林相关的工程收入，其中施工与设计业务收入占公司收入比重 90%以上，公司业务主要集中在内蒙区域。

图表2 蒙草抗旱历年收入与同比增速



资料来源：公司年报，平安证券研究所

图表3 蒙草抗旱历年净利润与毛利水平



资料来源：公司年报，平安证券研究所

## 二、育蒙草以为锦，筑北疆生态长城

### 2.1 内蒙古近十年生态环境持续改善，沙尘暴几近绝迹

内蒙古是祖国北疆的重要生态屏障，是首都环境的北方卫士。早在雾霾肆虐中国以前，蒙古高原吹来的季风便使沙尘暴席卷中国。经过十多年的治理，北境而来的沙尘暴近乎绝迹，这一成就与内蒙古全境生态环境的持续向好密不可分。

- 沙尘暴是指强风把地面大量沙尘物质吹起并卷入空中，使空气特别浑浊的严重风沙天气现象。沙尘暴主要发生于冬春交替降水较少的月份，由于地表干燥松散、土地抗风蚀能力较弱，在大风刮过时，大量沙尘被卷入空中，从而形成沙尘暴天气。
- 我国有两大沙尘暴多发区，均位于内蒙古境内：塔里木盆地-阿拉善高原-河套平原-鄂尔多斯高原，赤峰-张家口。我国沙尘暴天气 2/3 起源于蒙古南部，途径中国北方得到沙尘物质补充而加强，并进一步向正北、西北方向前进。我国境内沙源仅占沙尘暴起因 1/3 左右，因此，控制了内蒙古的沙源，基本意味着京津冀地区沙尘暴得到了控制。
- 北京已近 10 年没有遭遇沙尘天。2002 年 3 月 15-22 日，经由内蒙古飞来的沙尘暴袭击北京，持续时间累计超过 100 小时，且 2012 年全年有 10 多次沙尘及扬沙天气；2015 年，北京仅出现 3 次沙尘天气，持续时间 4 天，且沙尘程度较 2002 年有明显减弱。

图表4 内蒙古是京津冀沙尘暴防护的重要屏障



资料来源：中国天气网，平安证券研究所

图表5 沙尘天气对居民生产生活影响极大

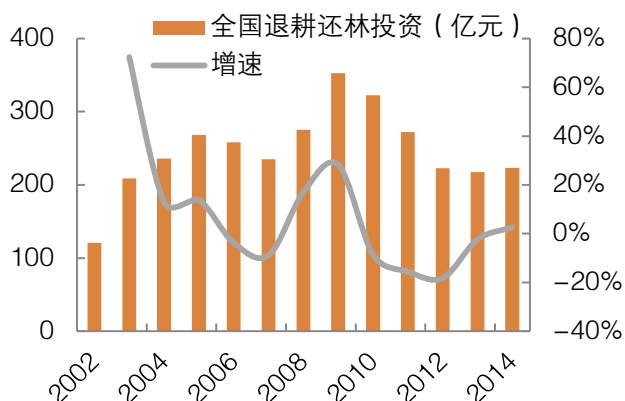


资料来源：百度图片，平安证券研究所

沙尘暴的有效治理离不开内蒙古多层次的生态环境修复工程。在国家的支持下，内蒙古积极推进植树造林、退牧还草以及风沙治理专项工程，累计投资超过 500 亿元，利用十年时间改善内蒙古综合生态环境，目前已卓有成效。

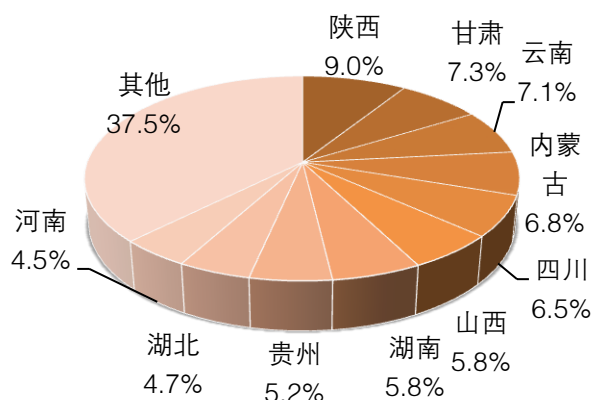
- 退耕还林工程始于 1999 年，是我国投资量最大、涉及面最广的一项生态建设工程，也是西部大开发最为重要的战略工程之一。2002-2014 年，全国各级财政累计投资 3259.8 亿元用于全国范围内的退耕还林工程，近年来平均每年投资规模约为 200 亿元左右。
- 内蒙古是退耕还林工程中投资最大的省份之一。2002-2014 年，内蒙古累计退耕还林面积 154.1 万公顷，退耕还林面积全国排名第四。总投资约为 255 亿元。

图表6 我国退耕还林工程年投资规模约为 200 亿元



资料来源:Wind, 平安证券研究所

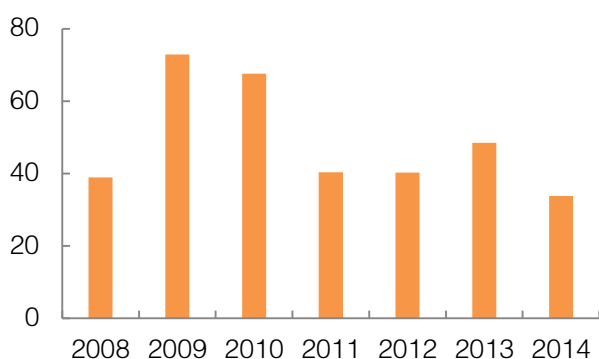
图表7 内蒙古退耕还林面积在全国居前



资料来源:Wind, 平安证券研究所

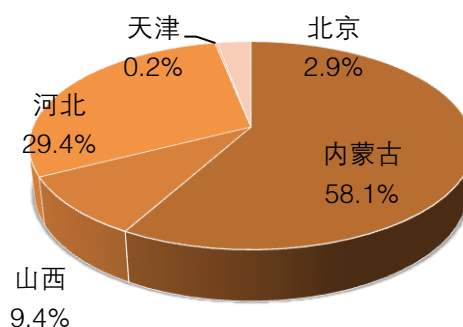
- 退牧还草工程始于 2003 年, 由国务院牵头, 致力于用 5-10 年时间治理 10 亿亩退化草场, 使得草场得到休养生息, 达到草畜平衡, 长期实现草原资源的永续利用。2008-2014 年, 中央与地方政府大约按照 1: 1 的财政资金配比, 累计投入超过 340 亿元用于保护草地资源, 近年来投资规模呈现缓慢下降趋势。
- 风沙治理专项工程始于 2001 年, 作为为紧急治沙启动的国家级重大生态建设工程, 承载着国家对北境治沙工作的重任。2013 年国务院会议通过《京津风沙源治理二期工程规划 (2013—2022 年)》, 标志着新一轮防沙治沙工作的开始, 项目二期规划总投资 878 亿元, 较一期 (2001-2010 年) 增长 113%。2013-2014 年, 内蒙古每年风沙荒漠治理投资均为 40 亿元左右, 投资量约占整个二期工程的 50%。

图表8 我国每年退牧换草工程投资超过 30 亿元



资料来源:国家统计局, 平安证券研究所

图表9 京津风沙治理专项工程大部分投向了内蒙古



资料来源:Wind, 平安证券研究所

## 2.2 国家与地方政府对生态环境的政策支持力度持续增加

我国对生态修复的政策经历了从无到有, 到大规模推广的三个过程:

- 我国对生态环境的关注始于 1990 年附近。随着城镇化建设的启动, 国家颁布了《城市绿化条例》、《水土保持法》等一系列法律法规, 旨在保护在城镇化建设过程中受到破坏的生态环境。

- 进入新世纪，我国先后颁布了《退牧还草》、《京津风沙专项治理工程》、《退耕还林》、土地政策等，经过“十五”、“十一五”两个五年计划的实施，我国的基础生态环境得到了初步保护。
- “十二五”期间，环境保护被列入七大战略新兴产业之首，对环境遗留的存量污染治理也被纳入环保监管。自 2014 年以来，随着政府大力倡导 PPP 建设，我国对生态环境的政策支持力度迅速提升。
- 展望“十三五”，随着“土十条”等有关土壤修复的政策出台，国家对生态环境的政策支持力度进一步增强，环境修复在“十三五”期间有望实现快速发展。

图表10 2012 年以后我国生态环境政策支持力度持续增加

| 年份   | 政策名称                       | 年份   | 政策名称                         |
|------|----------------------------|------|------------------------------|
| 2016 | 土壤污染防治行动计划                 | 2012 | 《京津风沙源治理二期工程规划(2013-2022 年)》 |
| 2015 | 全国水土保持规划<br>(2015-2030)    | 2011 | 湘江流域重金属污染治理实施方案              |
| 2015 | 园林绿化十三五规划纲要                | 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     |
| 2014 | 关于强化管控落实最严格耕地保护制度的通知       | 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   |
| 2014 | 关于推行环境污染第三方治理的意见           | 2009 | 矿山地质环境保护规定                   |
| 2014 | 关于创新重点领域投融资机制鼓励社会投资的指导意见   | 2002 | 《退耕还林条例》                     |
| 2013 | 全国防沙治沙规划<br>(2011-2020)    | 2002 | 国务院关于进一步完善退耕还林政策措施的若干意见      |
| 2013 | 全国生态保护与建设规划<br>(2013-2020) | 2002 | 京津风沙源治理工程                    |
| 2013 | 矿山生态环境保护与恢复治理方案            | 2001 | 中华人民共和国防沙治沙法                 |

资料来源：环保局、平安证券研究所

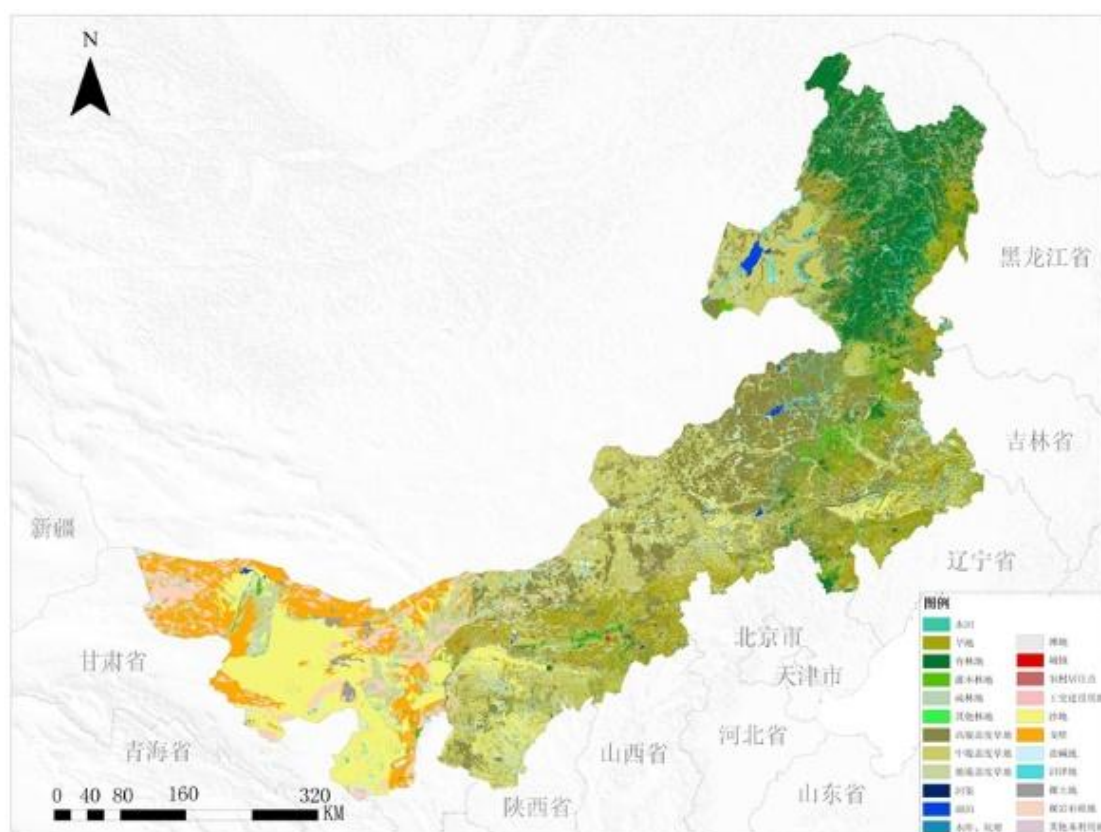
## 2.3 蒙草是最适合祖国北疆的绿色屏障

有别于中国大部分地区，内蒙古横跨三个时区、南北纬度差达到 16°，是中国化石资源最丰富、地貌特征最突出、气候变化程度最大的省份之一。随着自然生态被矿业开采与过度放牧所破坏，受地理因素所限，内蒙古的生态环境修复面临着更大困难。

- 内蒙古是中国发现新矿物最多的省区，也是世界最大的露天煤矿之乡，煤炭储量、稀土矿物储量、可利用风能均是中国之首。近年来对煤、矿的开发利用与伴生的工业生产给内蒙环境带来了巨大的污染，对生态环境造成了巨大的破坏。
- 内蒙古的气候对大多数植物生长并不友好，总结起来，主要是寒暑变化剧烈，日照时间长，降水少而不均，大风、寒潮较多，冬季也较为寒冷。因此，内蒙古生长的多年生植物至少要具备耐旱、抗风寒等特点。

- 内蒙古土壤分为 9 个土纲、22 个土类，土地带由东北向西南排列较为明显，依次为黑土地带、暗棕壤地带、黑钙土地带、...、灰钙土地带、风沙土地带和灰棕漠土地带。全区土地中草地占 59.86%、未利用土地 13.85%、林地 16.4%，是绝对的土地大省。过度放牧与滥垦滥伐，对自治区土壤质量造成了极大的损害，由此引发的土地荒漠化、盐碱化已成为内蒙古生态修复过程中遇到的最主要的问题。

图表11 内蒙古土壤类型多样，气候较为干旱，需要较高的生态修复技术



资料来源: 地理国情监测云平台, 平安证券研究所

蒙草是内蒙古当地具有“三节、三耐、二低、一高”特征的植物，相比普通草种与植物，蒙草经驯化后在节水抗旱方面有更突出的效果，寿命更长，综合成本低，也因此成为最适合祖国北疆的绿色屏障。

- 蒙草的“三节、三耐、二低、一高”是指具有“节水耐寒、耐寒、耐盐碱、耐贫瘠”的生态特征。根据《内蒙古自治区园林绿化工程预算定额》，每年每平方米草皮耗水量 1.8 吨，蒙草平均每平米节水率超过 85%。
- 根据蒙草培植所在地气候与地理特性的不同，蒙草的生态修复特性适用于不同的场地。内蒙古的生态修复用途主要包括荒漠绿化，矿区复垦，以及盐碱地、污染场地修复。考虑到内蒙古幅员辽阔，场地生态修复面积通常较大、维护成本较高，而生命力强、兼具修复与经济功能的蒙草成为最适合用于生态修复的植物。

图表12 地榆抗逆性强，可景观、可生态修复、可入药



料来源:公司网站，平安证券研究所

图表13 接骨木耐寒耐旱，可作观赏植物，可入药



资料来源:公司网站、平安证券研究所

- 采用蒙草进行生态修复成本较低。对比亩均 20000 元以上的生态环境修复成本，采用植草种树方式修复生态环境每亩成本通常不超过 2000 元，且植被覆盖率上升后兼而具备防风固沙、改善土壤质量的特点。采用蒙草进行生态修复的唯一缺点在于生态环境改善的周期相对较长，但对于草原来讲，花 1-2 年的周期将草根深深植入土壤并改善生态，时间成本与经济效益均可以接受。
- 换个角度思考，在发展经济的过程中，如有用到草原等土地的，政府需相应征收植被恢复成本用于弥补企业使用土地时对生态造成的破坏。根据 2012 年颁布的《内蒙古自治区草原植被恢复费征收使用管理办法》，对于征用或者使用基本草原的每亩收费 2500 元，其他草原每亩收费 1500 元。由此推断，假使企业在使用过程中对生态环境造成了一定程度的破坏，修复成本相应也在这一区间附近。

图表14 内蒙古地域辽阔，工业污染、农业污染均有发生，更宜采用植物修复方法

| 方法   | 适用范围          | 优点             | 缺点                 | 成本（元/吨）  | 周期（月） |
|------|---------------|----------------|--------------------|----------|-------|
| 挖掘填埋 | 大部分污染         | 设备操作要求低        | 不能去除污染物            | 300-500  | <3    |
| 化学氧化 | 能发生氧化还原反应的污染物 | 适用于重污染土壤治理     | 处理费昂贵，破坏土壤         | 300-1500 | <6    |
| 植物修复 | 矿区、农田土壤等      | 费用低、易操作、易大范围应用 | 修复速率慢，难以处理深层污染     | 100-500  | >12   |
| 微生物法 | 农田土壤等         | 修复效果好，操作简便     | 不宜处理高浓度污染物         | 250-750  | 6-24  |
| 热处理  | 挥发性污染物        | 有效去除挥发性污染物     | 破坏土壤中有机质和水份，能耗较大   | 400-3000 | 6-12  |
| 固化法  | 高污染区          | 费用低，操作简单       | 不能去除污染物，修复后需长期监测   | 300-3000 | <6    |
| 土壤淋洗 | 可溶性污染物        | 适用于重污染土壤治理     | 土壤需具有高渗透能力，会有次生污染  | 75-210   | <12   |
| 土壤气提 | 挥发性污染物        | 处理挥发性有机物效果好    | 要求土壤渗透性强，地下水位高影响修复 | 300-1000 | 6-24  |

资料来源：环保局、平安证券研究所

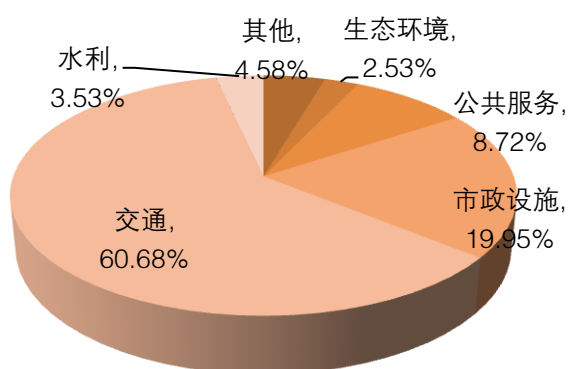
### 三、借 PPP 东风，打造立足北疆、守望全国的生态企业

#### 3.1 PPP 浪潮下，内蒙古生态治理有巨大潜力待挖掘

2015 年起，各地开始迅速公布规划中 PPP 项目，这些项目被分别纳入财政部 PPP 综合信息平台与发改委项目名单。截至 2016 年 4 月，纳入财政部项目库的项目总投资达 8.8 万亿元，纳入发改委的项目总投资规模也已超过 4.2 万亿。随着财政部开展第三批 PPP 示范项目的收集，PPP 市场预期将迎来更大的发展空间

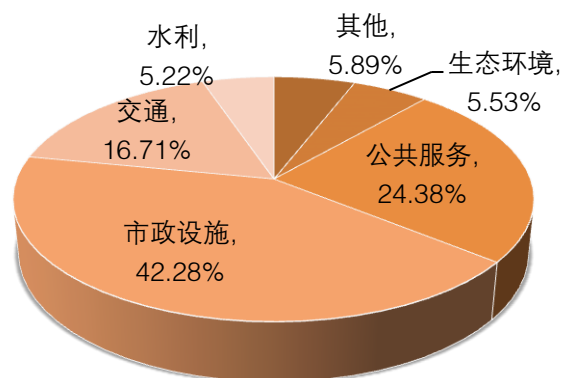
- 截至 2016 年 4 月，财政部分两批公布了 7704 个 PPP 示范项目，总投资 87967 亿元，平均单个项目投资额达到 11.42 亿元。根据发改委的项目统计，截至 2015 年 12 月，推介中的 2531 个项目总投资额为 42325 亿元，平均单个项目投资约为 16.72 亿元。
- 我们对发改委公布项目的领域进行了拆分。从项目投资金额来看，交通、市政设施领域投资额最高，比例分别为 60.7%、20.0%；从项目数量来看，市政设施、公共服务领域项目较多，比例分别为 42.3%、24.4%。生态环境投资规模占 PPP 项目总额约 2.53%，项目数量约占 5.5%。

图表15 发改委公布的全国 PPP 项目行业分类一览



资料来源:发改委,平安证券研究所

图表16 内蒙古公布的 PPP 项目行业分类一览



资料来源:发改委,平安证券研究所

内蒙古作为北疆重镇，肩负着保卫祖国领土边疆与生态边疆的重任。PPP 项目作为社会资本参与北疆建设的风向标，被市场赋予最大程度的关注。结合内蒙古的具体经济发展现状看，内蒙古 PPP 项目无论总投资、人均投资较全国均偏低，且生态环境类投资极少，由此推断，未来一两年生态治理类的项目可能会加速出台。

- 2015 年内蒙古全省 GDP 总额为 1.8 万亿元，同比增长 7.7%，全国排名第 16 位。城镇人均收入上，2015 年内蒙古城镇人均收入 3.06 万元，同比增长 7.92%，略低于全国 3.12 万水平，全国排名第 10 位；农村人均收入 1.08 万元，全国排名 18。
- 内蒙古 2015 年公布 PPP 项目总投资额约为 327 亿元，占全国 PPP 总投资额的 0.8%，占项目数量比重约为 4%。从投资比重上看，现阶段内蒙古对生态环境的分项投资仅有 10 个项目共计 34 亿元，占总投资额比例约为 10.4%，项目数量比例约为 9.4%。
- 两相比较，现阶段内蒙古公布 PPP 项目总金额、总数量上均较全国平均水平有较大差距，与内蒙古的 GDP、人均收入水平排名明显不匹配。而从项目比例上看，虽然生态环境项目各项占比均高于全国平均水平，但考虑到内蒙古占据近 1/6 国土面积，无论东部西部均受到能源、化工

业的长期侵蚀，生态环境质量仍在缓慢下滑。我们推断，生态修复类的项目投资有望于近两年取得较大突破。

### 3.2 内蒙的旗帜：深耕蒙草产业链，将生态绿地遍布北方边疆

蒙草抗旱是内蒙古为数不多的规模较大的生态治理公司，也是唯一一家环保类上市公司。公司 10 年来深入研发蒙草产业体系，培养出了以生态修复集成技术与野生植物驯化育种技术为主的核心竞争力，并逐渐成长为内蒙古最具竞争力的生态治理企业。

- 先进的草种繁育技术与多元化的品种储备是蒙草抗旱最核心的竞争力。公司拥有八大植物研究院，拥有 130 多种乡土植物育种培养能力，其中自行开发培育植物超过 40 种。公司同时承担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项目，植物繁育能力与科研能力均获得国家肯定。
- 丰富的修复经验是公司承接更多项目以及对外扩张的信心所在。针对内蒙古不同地貌，公司运用蒙草完成了多个生态环境修复与城市园林景观建设项目，在防风固沙、盐碱地改良、矿区及河道整治等领域公司均具有独到技术与丰富的经验。

图表17 公司承接项目类型广泛，在多个领域均有样板工程

| 项目类型 | 项目名称                         |
|------|------------------------------|
| 荒漠绿化 | 大青山万亩草场建设项目                  |
| 防沙治沙 | 乌海市治沙造林绿化工程                  |
| 荒山造林 | 鄂尔多斯市荒山造林绿化和森林植被恢复工程         |
| 退耕还林 | 巴彦淖尔市乌拉特后旗天然林资源保护、退耕还林和防护林工程 |
| 矿山修复 | 鄂尔多斯市神华准能露天矿排土场复垦工程          |
| 景观建设 | 中粮可口可乐厂区绿化工程                 |

资料来源：公司网站，平安证券研究所

### 3.3 外延并购走出去，守望全国生态治理市场

公司上市起即将外延式扩张列为公司发展的重要一环，2012 年 9 月公司上市以后，2013 年即启动普天园林的收购工作，2016 年收购厦门鹭路兴进一步验证了公司向省外扩张的决心。我们认为，公司积极进行外延式扩张，除可以有效对冲公司业务过于集中在内蒙古区域所带来的政策风险，也可以帮助公司将自身业务扩张到外省，并延伸至市政工程领域，将公司的生态治理技术逐步推向全国。

- 公司于 2012 年 9 月上市，2013 年即启动浙江普天园林 70%股权的收购工作。蒙草抗旱在市政园林和生态修复领域竞争力较强，业务主要集中在内蒙古。普天园林则以地产园林见长，业务多位于长三角地区。收购完成后，蒙草抗旱的业务版图增加了地产园林的布局，公司发展的战略布局更加均衡。
- 2014-2016 年，普天园林实现的净利润分别为 4752, 5506, 6343 万元，除 2015 年净利润距离业绩承诺有 137 万的差距以外，其他年份均较好兑现了承诺，且三年累计实现净利润超过业绩承诺总和。历史的经验来看，蒙草抗旱收购的企业具备不错的持续经营能力，并能够如愿实现经营规划。
- 2016 年，公司再度计划以“现金+股份”的形式购买厦门鹭路兴 60%股权，同时募集配套资金 2.63 亿元用于支持公司发展。本次收购完成后，公司净利润将进一步增长，同时业务条线上将进一步增加道路施工与养护业务，业务区域新增福建、广东与西藏等省份，进一步完善全国布局。

图表18 通过收购控股权，蒙草抗旱以较低估值获得了并表净利润

| (万元) | 普天园林 | 收购对价: | 39900  | 鹭路兴  | 收购对价: | 27300  |
|------|------|-------|--------|------|-------|--------|
|      | 业绩承诺 | 实际完成  | 收购估值倍数 | 业绩承诺 | 实际完成  | 收购估值倍数 |
| 第1年  | 4700 | 4752  | 8.40   | 4050 |       | 6.74   |
| 第2年  | 5400 | 5506  | 7.25   | 4200 |       | 6.50   |
| 第3年  | 6480 | 6343  | 6.29   | 5040 |       | 5.42   |
| 第4年  | 7776 | -     |        | 6048 |       | 4.51   |

资料来源：公司公告，平安证券研究所

- 此外，公司管理层于 2015 年下半年起发生了较大变动，目前公司内部的岗位与经营管理职能已经接近调整完成。我们预计，2016 年起，公司在全新的业务团队的带领下，将有效的整合现有各区域的高级经理与业务人员，将蒙草抗旱的生态理念推向全国。

### 3.4 财务是公司发展最大的命门，但细思并不足惧

由于蒙草抗旱的下游主要是地方政府，综合企业所处园林工程行业的商业模式，决定蒙草抗旱能否持续快速发展的因素主要是：1. 公司能否持续获得更多订单；2. 公司积累的应收账款能否如期收回；3. 公司是否有足够的流动资金用于后续项目运营。

公司能否承接更多订单，主要是规模大小与时间长短的问题。我们认为，在未来的 1-2 年内，内蒙古的生态修复项目或将呈现爆发式增长，而蒙草抗旱受益于其独特的竞争优势，有可能在这一轮 PPP 浪潮中分取最大的蛋糕。

- 估计地方政府将于 2016-2017 年完成换届，新一任领导上任后政府主导的项目投资进度料将加快。此外，由于生态修复 PPP 工程普遍需要约 1-2 年时间，以“十三五”规划末期为考核时点，推断 2016-2018 年中期可能是项目出台的高峰期。
- 内蒙古因地理条件与气候特殊，生态修复所需要的技术较为苛刻。蒙草抗旱作为已经在内蒙古深耕十年的企业，在自治区的多个试点工程与大型项目上充分的证明了自身的实力，并在这一过程中与各级政府、规划单位保持了良好的业务往来关系。
- 对于其他的竞争企业，即便在规模上相较蒙草抗旱拥有一定优势，但在特定环境的施工经验、技术储备与政府信用领域，并不足以与蒙草抗旱相匹敌。因此，我们认为，一旦内蒙古政府的生态环境修复 PPP 项目出现，蒙草抗旱有望分得最大的蛋糕。

由于 PPP 或者其他政府工程，下游主要是地方政府，应收账款是所有同业企业必须面对的问题。对于蒙草抗旱，分析公司的内部情况，首先需要面对的是庞大的应收账款。这对企业究竟有什么影响？采用极端思维的角度考虑，账款还能否收回、能收回多少比例、需要花多久收回，是最重要的三大要素。

- 横向比较上市公司，蒙草抗旱资产结构相对较差。截至 2015 年底，蒙草抗旱应收账款达到 24.4 亿元，占总资产规模的 53.62%，其中绝大部分位于内蒙古区域。可以说，应收账款能否如期收回已经严重影响了蒙草抗旱的发展。

图表19 横向比较上市公司，蒙草抗旱市值较小，资产结构相对较差，能否调整结构影响公司发展 单位：亿元

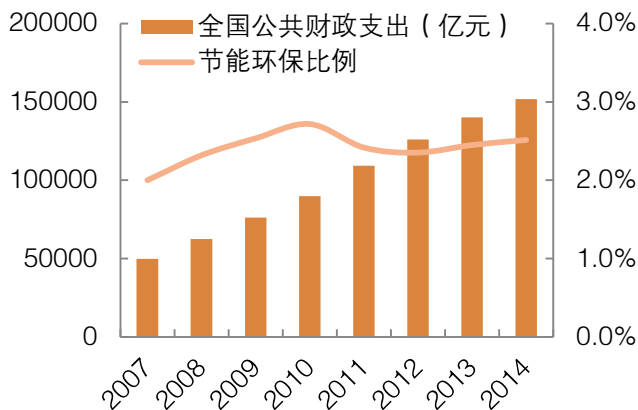
| 证券代码   | 证券简称 | 总市值    | 市盈率 (TTM) | 2015 年营业收入 | 2015 年净利润 | 应收账款  | 存货    | 资产总计   | 应收+存货占资产比例 |
|--------|------|--------|-----------|------------|-----------|-------|-------|--------|------------|
| 002663 | 普邦园林 | 125.64 | 69.51     | 24.33      | 1.99      | 13.42 | 25.91 | 64.37  | 61.1%      |
| 002310 | 东方园林 | 232.51 | 37.83     | 53.81      | 6.00      | 37.89 | 70.40 | 176.96 | 61.2%      |

| 证券代码   | 证券简称 | 总市值    | 市盈率 (TTM) | 2015 年营业总收入 | 2015 年净利润 | 应收账款  | 存货    | 资产总计   | 应收+存货占资产比例 |
|--------|------|--------|-----------|-------------|-----------|-------|-------|--------|------------|
| 002431 | 棕榈股份 | 151.75 | -60.07    | 44.01       | -2.03     | 22.68 | 50.95 | 122.45 | 60.1%      |
| 002717 | 岭南园林 | 125.87 | 72.82     | 18.89       | 1.69      | 5.41  | 12.79 | 36.36  | 50.1%      |
| 600767 | 运盛医疗 | 50.37  | -63.57    | 0.50        | -0.71     | 0.46  | 2.71  | 5.83   | 54.3%      |
| 300355 | 蒙草抗旱 | 65.35  | 58.00     | 17.68       | 1.74      | 24.40 | 3.89  | 45.51  | 62.2%      |
| 300197 | 铁汉生态 | 133.12 | 43.69     | 26.13       | 3.04      | 2.50  | 17.45 | 69.38  | 28.8%      |
| 833238 | 森维园林 | 0.43   | 10.03     | 0.83        | 0.04      | 0.06  | 1.26  | 1.43   | 92.0%      |
| 837426 | 易森园林 | -      | -         | 0.53        | 0.03      | 0.03  | 0.48  | 0.87   | 58.1%      |

资料来源: Wind, 平安证券研究所。按 6 月 1 日收盘价计算。

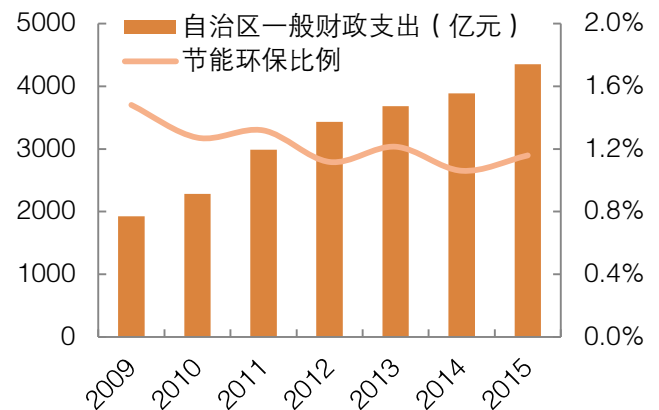
- 2015 年, 内蒙古自治区一般财政支出 4352 亿元, 其中节能环保支出 50.4 亿元, 占比 1.16%, 相比之下, 全国公共财政支出中节能环保占比从 2011 年以来一直保持在 2.3-2.5% 的水平, 内蒙古在节能环保的投资远低于国家平均水平。

图表20 节能环保占我国财政支出比例稳步提升



资料来源: 国家统计局, 平安证券研究所

图表21 内蒙古节能环保支出占财政比例逐渐减少



资料来源: 国家统计局, 平安证券研究所

- 随着“十三五”期间国家对生态环境的投资增加, 内蒙古受惠于巨大的土地面积与北疆重要的战略地位, 有望获得更多的中央投资, 地方政府对环保投资力度的增大将为辖区内龙头企业带来巨大的利好。
- 如果应收账款迟迟难以回收, 又将如何? 综合分析环保工程对企业流动资金的占用以及公司历史的现金流情况, 保守估计, 只要能够维持现有应收账款回收的速度, 公司所拥有的流动资金规模足以支撑公司实现每年 10-15% 左右的增速, 公司发展速度安全可控。

图表22 只要公司能够维持现有的应收回款速度, 实现 10% 以上的收入增长安全可控

| (亿元)     | 2012 | 2013  | 2014  | 2015  | 2016E | 2017E |
|----------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 应收账款     | 7.54 | 10.78 | 20.02 | 24.40 | 30.50 | 38.00 |
| 主营业务收入   | 6.28 | 7.47  | 16.26 | 17.68 | 19.50 | 21.00 |
| 估算应收回收净额 |      | 4.24  | 7.02  | 13.30 | 13.40 | 13.50 |
| 估算应付实付净额 |      | 3.66  | 6.98  | 10.07 | 13.07 | 13.56 |
| 平均货币资金   |      | 3.22  | 3.35  | 5.33  | 5.83  | 5.00  |
| 估算流动资金   |      | 3.79  | 3.38  | 8.57  | 6.17  | 4.94  |

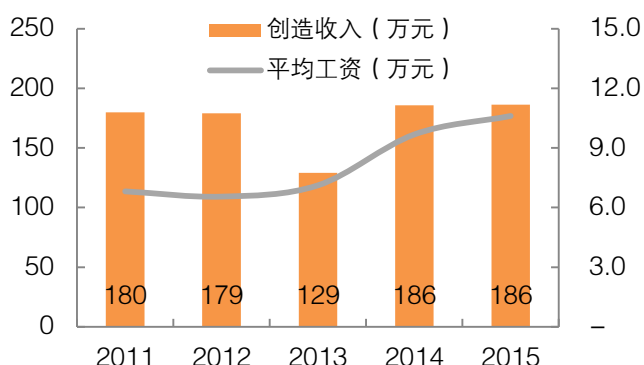
| (亿元)      | 2012 | 2013   | 2014   | 2015   | 2016E  | 2017E  |
|-----------|------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 流动资金占收入比例 |      | 35.20% | 16.87% | 35.12% | 31.64% | 23.51% |

资料来源: wind、平安证券研究所; (指标主要包括经营成本、应付账款占成本比例、经营毛利率、主营业务收入以及最低现金余额。)

此外,我们对企业内生的财务现状进行了分析。可以说,公司的财务状况较 2014 年底出现了一定程度的下滑,但同时公司也做好了充足的应对准备。2015 年公司采取多种举措增加了信贷资金来源,为未来五年快速发展做好了充足准备。

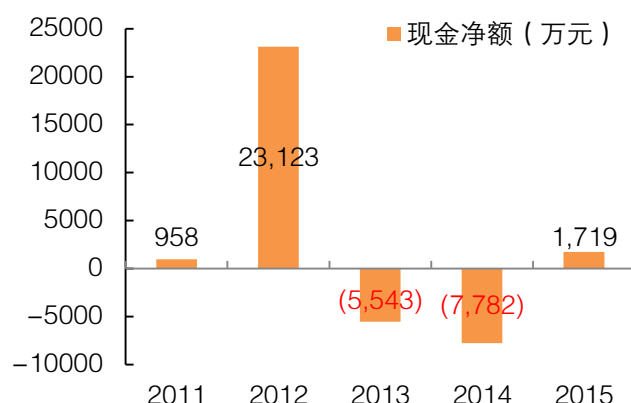
- 由于公司处于工程行业,除土建以外,施工过程中需要运用的工程设施相对较少,公司自营的草种、苗木等损耗较多,其余的主要成本便是人力成本。2015 年公司员工数量达到 950 人,较上年增长 75 人,而公司平均单个员工创造业务收入同比出现了缓慢的提升,达到 186.2 万/人。稳定的员工创收规模说明了公司一直保持较强的接单与整体经营能力。
- 公司目前的货币资金历史最高水平,扣除一年内需要偿还的短期借款,公司自 2013 年以来首次处于账上有盈余现金的局面。除此以外,公司在信贷储备上也有非常积极的举措。不考虑增发募集的流动资金,2015 年公司获得 6 亿元公司债发行批复,对呼和浩特市农商行增资 2910 万元,构建了与区域重点银行的良好合作关系。综上,我们认为,公司 2015 年“广积粮、缓称王”的战略得到有效执行,整体现金流与信贷质量可以支撑公司后续快速发展。

图表23 员工平均工资涨幅与平均创收涨幅基本相当



资料来源: 公司年报, 平安证券研究所

图表24 不考虑上市融资,公司现金净额处于历史最高



资料来源: 公司年报, 平安证券研究所

## 四、 盈利预测与估值

我们预测公司 2016--2018 年主营业务收入分别为 20.8 亿、24.2 亿、27.6 亿元;每股收益分别为 0.2、0.23、0.25 元。考虑公司有望受益于内蒙古 PPP 项目大爆发,加上公司在生态修复领域确有独到修复技术,外延持续扩张也可预期,我们给予公司 12 个月目标价 10 元,首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

## 五、 风险提示

- 1) 应收账款回款速度放慢;
- 2) 公司 PPP 项目拿单规模低于预期。

资产负债表

单位:百万元

| 会计年度             | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>      | 3627  | 3724  | 4275  | 4472  |
| 现金               | 667   | 520   | 606   | 690   |
| 应收账款             | 2440  | 2761  | 2939  | 3192  |
| 其他应收款            | 94    | 63    | 133   | 86    |
| 预付账款             | 27    | 7     | 35    | 12    |
| 存货               | 389   | 363   | 551   | 483   |
| 其他流动资产           | 10    | 10    | 11    | 10    |
| <b>非流动资产</b>     | 923   | 1023  | 1118  | 1205  |
| 长期投资             | 77    | 105   | 134   | 162   |
| 固定资产             | 272   | 346   | 399   | 435   |
| 无形资产             | 103   | 151   | 197   | 243   |
| 其他非流动资产          | 472   | 421   | 388   | 365   |
| <b>资产总计</b>      | 4551  | 4747  | 5393  | 5678  |
| <b>流动负债</b>      | 2205  | 2224  | 2711  | 2799  |
| 短期借款             | 650   | 1095  | 850   | 1333  |
| 应付账款             | 1040  | 926   | 1465  | 1238  |
| 其他流动负债           | 516   | 204   | 396   | 228   |
| <b>非流动负债</b>     | 125   | 116   | 106   | 92    |
| 长期借款             | 79    | 72    | 61    | 48    |
| 其他非流动负债          | 46    | 44    | 45    | 45    |
| <b>负债合计</b>      | 2330  | 2340  | 2817  | 2891  |
| 少数股东权益           | 164   | 194   | 230   | 271   |
| 股本               | 469   | 938   | 938   | 938   |
| 资本公积             | 964   | 495   | 495   | 495   |
| 留存收益             | 623   | 802   | 1008  | 1235  |
| <b>归属母公司股东权益</b> | 2056  | 2214  | 2346  | 2515  |
| <b>负债和股东权益</b>   | 4551  | 4747  | 5393  | 5678  |

现金流量表

单位:百万元

| 会计年度           | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 85    | -250  | 636   | -95   |
| 净利润            | 174   | 219   | 253   | 280   |
| 折旧摊销           | 42    | 39    | 48    | 55    |
| 财务费用           | 45    | 62    | 71    | 80    |
| 投资损失           | -1    | -1    | -1    | -1    |
| 营运资金变动         | -289  | -569  | 265   | -510  |
| 其他经营现金流        | 114   | 0     | 0     | 0     |
| <b>投资活动现金流</b> | -283  | -138  | -143  | -142  |
| 资本支出           | 226   | 73    | 66    | 59    |
| 长期投资           | -60   | -28   | -28   | -28   |
| 其他投资现金流        | -117  | -94   | -105  | -111  |
| <b>筹资活动现金流</b> | 329   | -316  | -137  | -156  |
| 短期借款           | 172   | -112  | 27    | 5     |
| 长期借款           | -50   | -7    | -11   | (13)  |
| 普通股增加          | 28    | 469   | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | 456   | -469  | 0     | 0     |
| 其他筹资现金流        | -278  | -197  | -153  | -148  |
| <b>现金净增加额</b>  | 130   | -703  | 357   | -394  |

利润表

单位:百万元

| 会计年度            | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 1768  | 2080  | 2423  | 2759  |
| 营业成本            | 1194  | 1398  | 1637  | 1875  |
| 营业税金及附加         | 45    | 59    | 67    | 76    |
| 营业费用            | 34    | 35    | 39    | 41    |
| 管理费用            | 135   | 146   | 167   | 188   |
| 财务费用            | 45    | 62    | 71    | 80    |
| 资产减值损失          | 113   | 122   | 140   | 163   |
| 公允价值变动收益        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益           | 1     | 1     | 1     | 1     |
| <b>营业利润</b>     | 203   | 259   | 302   | 337   |
| 营业外收入           | 18    | 17    | 17    | 17    |
| 营业外支出           | 3     | 3     | 3     | 3     |
| <b>利润总额</b>     | 218   | 274   | 317   | 351   |
| 所得税             | 45    | 55    | 64    | 71    |
| <b>净利润</b>      | 174   | 219   | 253   | 280   |
| 少数股东损益          | 14    | 30    | 36    | 42    |
| <b>归属母公司净利润</b> | 159   | 189   | 217   | 238   |
| EBITDA          | 282   | 344   | 401   | 447   |
| EPS (元)         | 0.17  | 0.20  | 0.23  | 0.25  |

主要财务比率

| 会计年度           | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>    |       |       |       |       |
| 营业收入(%)        | 8.7   | 17.6  | 16.4  | 13.9  |
| 营业利润(%)        | -4.6  | 27.9  | 16.4  | 11.4  |
| 归属于母公司净利润(%)   | -4.5  | 18.8  | 14.6  | 10.0  |
| <b>获利能力</b>    |       |       |       |       |
| 毛利率(%)         | 32.5  | 32.8  | 32.4  | 32.0  |
| 净利率(%)         | 9.0   | 9.1   | 8.9   | 8.6   |
| ROE(%)         | 7.8   | 9.1   | 9.8   | 10.1  |
| ROIC(%)        | 6.5   | 7.1   | 8.5   | 7.9   |
| <b>偿债能力</b>    |       |       |       |       |
| 资产负债率(%)       | 51.2  | 49.3  | 52.2  | 50.9  |
| 净负债比率(%)       | 8.1   | 27.6  | 12.6  | 25.6  |
| 流动比率           | 1.6   | 1.7   | 1.6   | 1.6   |
| 速动比率           | 1.5   | 1.5   | 1.4   | 1.4   |
| <b>营运能力</b>    |       |       |       |       |
| 总资产周转率         | 0.4   | 0.4   | 0.5   | 0.5   |
| 应收账款周转率        | 0.8   | 0.8   | 0.9   | 0.9   |
| 应付账款周转率        | 1.3   | 1.4   | 1.4   | 1.4   |
| <b>每股指标(元)</b> |       |       |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)     | 0.17  | 0.20  | 0.23  | 0.25  |
| 每股经营现金流(最新摊薄)  | -0.04 | -0.27 | 0.68  | -0.10 |
| 每股净资产(最新摊薄)    | 2.19  | 2.36  | 2.50  | 2.68  |
| <b>估值比率</b>    |       |       |       |       |
| P/E            | 41.9  | 35.3  | 30.8  | 28.0  |
| P/B            | 3.2   | 3.0   | 2.8   | 2.7   |
| EV/EBITDA      | 25.1  | 22.0  | 18.1  | 17.2  |

# 平安证券综合研究所投资评级：

## 股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）  
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）  
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）  
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

## 行业投资评级：

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）  
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）  
弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

## 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。  
本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。  
证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

## 免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。  
此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。  
平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。  
平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。  
平安证券有限责任公司 2016 版权所有。保留一切权利。

**中国平安 PINGAN**

平安证券综合研究所

电话：4008866338

| 深圳                                                            | 上海                                                          | 北京                                      |
|---------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------|-----------------------------------------|
| 深圳福田区中心区金田路 4036 号荣超大厦 16 楼<br>邮编：518048<br>传真：（0755）82449257 | 上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼<br>邮编：200120<br>传真：（021）33830395 | 北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层<br>邮编：10003 |