

蒙草生态 (300355)

证券研究报告

2017年04月26日

PPP 在手订单充足，助力未来收入、利润增长

新签合同额稳步增长 在手 PPP 订单充足有保障

2016 年公司累计新签合同金额 43.36 亿元，比上年同期增长 130.53%。其中签订工程施工合同 39.48 亿元，同比增长 135.98%；签订设计合同 2.26 亿元，同比增长 314.41%。2017 年一季度新签合同金额 16.79 亿元，比上年同期增长 858.75%。公司主营业务生态修复采取传统模式与“PPP+基金”模式结合，目前公司储备的 PPP 业务已经达到近 400 亿元，为公司订单带来充足保障。

营收稳步上升 毛利率小幅上升

公司 2016 年实现营业收入 28.61 亿元，同增 61.76%。重大 PPP 项目确认收入 12.04 亿元，占 42.08%。17 年一季度营业收入 3.06 亿元，同增 160.89%，重大 PPP 项目确认收入 5388.24 万元，占 17.61%。PPP 项目进展顺利，带来收入稳步增长。公司 2016 年度和一季度剔除营改增影响的同口径毛利率分别为 31.26%、26.10%，较去年同期分别增长 1.33、4.86 个百分点。毛利率增加或与单位营业收入要求的成本下降有关。

期间费用率基本持平 一季度净利润扭亏为盈

16 年与 17 年 1 季度期间费用率分别为 12.06%和 21.06%，比上年同期减少 0.03、16.94 个百分点。其中 16 年销售费用率为 1.47%，较去年下降 0.43 个百分点；管理费用率 8%，较去年增加 0.36 个百分点；财务费用率 2.59%。2016 年资产减值损失 1.26 亿元，同比增长 11.50%，因公司坏账损失及存货跌价损失增长所致。2016 年实现归母净利润 3.39 亿元，同比增长 113.21%；2017 年一季度实现净利润 1145.97 万元，较去年同期扭亏为盈。

16 年经营性现金流充足，收付现比均上升

16 年收现比为 0.70、比去年增加 5.9 个百分点，付现比为 0.85、比去年增加 10.5 个百分点。综合起来，16 年经营性现金流为 1.06 亿元，同比增长 25.01%。17 年一季度经营性现金流为-3.12 亿元。

收购厦门鹭路兴和普天园林，拓展业务生态圈

公司掌握核心生态修复技术，主要业务布局在北方干旱半干旱地区，资本并购吸纳以道路、公路养护为主的厦门鹭路兴，和南方园林公司普天园林，夯实了公司业务生态圈。二者都顺利完成了业绩承诺目标。公司未来将继续立足生态主业、跨区域复制“蒙草模式”，并积极布局土壤修复，着眼“耕地质量提升及改盐增草”战略，不断提高自身竞争力。

投资建议

公司积极拓展业务生态圈，进一步扩大业务规模。公司在手订单充足，预计未来营业收入及利润有保障。综上，公司经营情况持续向好，我们预计 2017-2019 年 EPS 为 0.54、0.76、0.98 元/股，对应 PE 为 28、20、15 倍，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,768.40	2,860.51	4,567.64	6,388.59	8,300.58
增长率(%)	8.75	61.76	59.68	39.87	29.93
EBITDA(百万元)	279.33	536.92	841.12	1,204.68	1,578.86
净利润(百万元)	159.21	339.31	542.38	757.54	981.87
增长率(%)	(4.53)	113.13	59.85	39.67	29.61
EPS(元/股)	0.16	0.34	0.54	0.76	0.98
市盈率(P/E)	94.72	44.44	27.80	19.91	15.36
市净率(P/B)	7.33	5.35	4.49	3.66	2.96
市销率(P/S)	8.53	5.27	3.30	2.36	1.82
EV/EBITDA	30.46	19.26	20.82	14.83	12.60

投资评级

行业	建筑装饰/园林工程
6 个月评级	买入(首次评级)
当前价格	15.04 元
目标价格	18 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,002.65
流通 A 股股本(百万股)	597.73
A 股总市值(百万元)	15,079.88
流通 A 股市值(百万元)	8,989.93
每股净资产(元)	2.82
资产负债率(%)	52.88
一年内最高/最低(元)	17.60/6.33

作者

唐笑	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517030004	
tangx@tfzq.com	
吴立	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517010002	
wulil@tfzq.com	

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

资料来源：wind，天风证券研究所

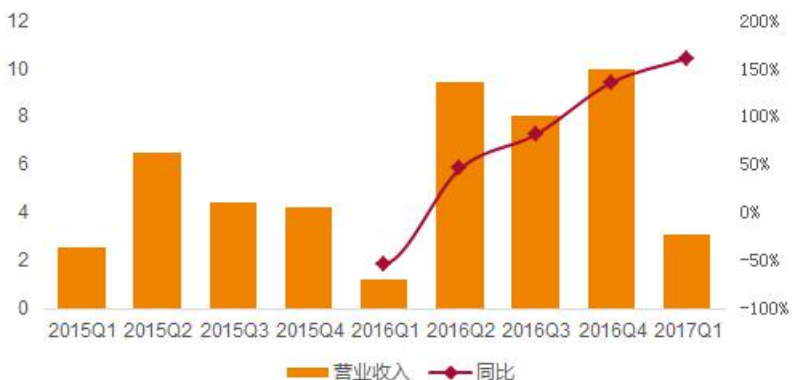
表 1：公司 2016 年度重大订单和框架协议

公告日期	项目名称	项目类型	PPP 项目 是否入库	如入库是否是第 几批示范项目	合同金额 (亿)
2016/4/6	巴彦淖尔市临河区绿化景观升级改造 PPP 项目合作协议	PPP	是	市级示范项目	8

2016/4/27	生态建设项目合作框架协议	PPP	否		10
2016/5/4	满洲里市机场路绿化工程				1.2
2016/5/5	乌兰浩特工业大道绿化景观带扩建工程框架协议				1.2
2016/7/27	阿尔山生态县域经济 PPP 项目	PPP	是	第三批财政 部示范项目	30.53
2016/8/2	满洲里中俄蒙风情大道综合整治工程 PPP 项目合同	PPP	是	第三批财政 部示范项目	1.61
2016/8/9	乌兰布和生态沙产业示范区巴彦木仁苏木“十个全覆盖”暨灾后重建工程 PPP 合同	PPP	是	否	1.35
2016/8/11	兰州新区城际铁路（兰州新区中川机场—刘家湾段）绿化工程、职教园区 A 区剩余道路绿化工程、纬一路东延长段绿化工程 EPC 总承包合同	EPC			2.5
2016/8/26	霍林郭勒市机场山体及护坡绿化工程框架协议				0.86
2016/8/26	呼伦贝尔两河圣山旅游文化景区市政基础设施及景观配套项目建设工程框架协议				0.58
2016/8/26	海拉尔区主城区“四横三纵”道路景观绿化工程框架协议				0.8
2016/9/27	多伦生态环境建设及绿化景观改造工程投融资建设框架协议	EPC+ 融 资代建模 式，如条 件成熟可 按 PPP 模式			9.2
2016/10/14	与包头市人民政府签订“生态建设合作框架协议”	PPP	否		100
2016/12/28	巴彦淖尔市临河区绿化景观升级改造 PPP 项目	PPP	是	市级示范项目	总投资 4.498
2016/12/25	巴彦淖尔市临河区绿化景观升级改造 PPP 项目	PPP	是	市级示范项目	全周期养 护费用 2.596
2017/1/5	乌拉特前旗 PPP 项目合作框架协议	PPP	否		10
2017/1/6	阿勒泰地区行政公署签订“战略合作框架协议”				未披露
2017/1/26	呼和浩特绿色生态发展基金合作框架协议				100
2017/2/24	《五原县 PPP 项目合作框架协议》	PPP	否		暂定 3.5
2017/2/28	与通辽市人民政府签署了《战略合作协议》	PPP			100

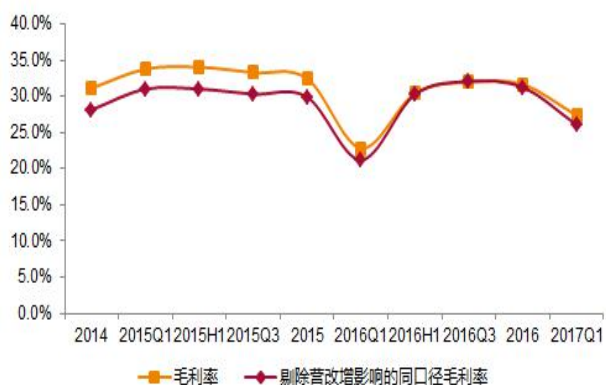
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 1：2015-2017 年一季度营业收入（单位：亿元）



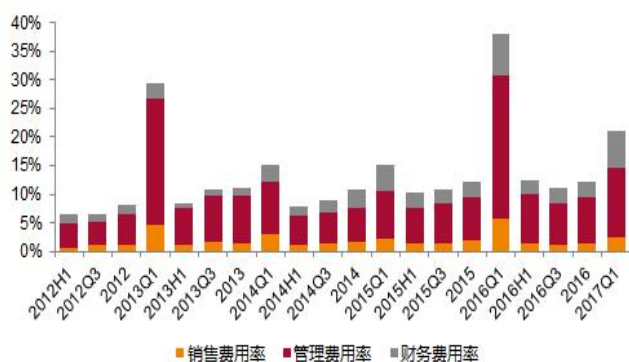
资料来源: wind、天风证券研究所

图 2: 2016 年剔除营改增影响毛利率同增 1.33 百分点



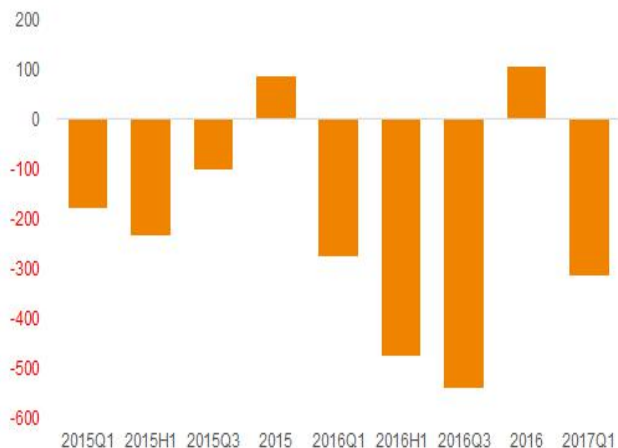
资料来源: wind、天风证券研究所

图 3: 三项费用率



资料来源: wind、天风证券研究所

图 4: 2016 年经营现金流 1.06 亿, 同增 25.01% (单位: 百万)



资料来源: wind、天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	666.94	1,470.86	685.15	958.29	1,245.09
应收账款	2,534.37	3,494.49	6,613.71	8,089.76	11,587.31
预付账款	26.98	42.26	45.00	92.39	88.05
存货	389.27	519.04	958.08	1,107.05	1,575.00
其他	9.72	59.64	27.66	41.35	49.87
流动资产合计	3,627.27	5,586.29	8,329.60	10,288.84	14,545.32
长期股权投资	77.08	127.78	327.78	527.78	727.78
固定资产	271.87	388.18	403.21	405.87	399.82
在建工程	91.73	49.15	29.49	17.69	10.62
无形资产	102.63	102.39	342.80	576.42	803.24
其他	380.17	769.34	769.67	790.36	791.89
非流动资产合计	923.48	1,436.84	1,872.95	2,318.13	2,733.35
资产总计	4,550.75	7,023.13	10,202.54	12,606.96	17,278.67
短期借款	649.75	1,591.24	2,652.99	3,149.50	4,984.62
应付账款	1,052.68	1,335.01	2,758.67	3,190.39	4,750.12
其他	502.40	740.45	615.73	1,178.30	983.37
流动负债合计	2,204.83	3,666.71	6,027.39	7,518.19	10,718.10
长期借款	79.20	221.47	459.81	545.34	945.95
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	46.09	58.13	48.09	50.77	52.33
非流动负债合计	125.29	279.61	507.90	596.11	998.29
负债合计	2,330.12	3,946.31	6,535.29	8,114.30	11,716.39
少数股东权益	164.26	258.49	306.55	374.42	462.17
股本	468.77	1,002.65	1,002.65	1,002.65	1,002.65
资本公积	964.16	884.79	884.79	884.79	884.79
留存收益	1,587.61	1,815.67	2,358.05	3,115.59	4,097.45
其他	(964.16)	(884.79)	(884.79)	(884.79)	(884.79)
股东权益合计	2,220.64	3,076.81	3,667.25	4,492.66	5,562.28
负债和股东权益总	4,550.75	7,023.13	10,202.54	12,606.96	17,278.67

现金流量表(百万)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	173.58	369.82	542.38	757.54	981.87
折旧摊销	42.18	48.70	44.21	55.52	66.31
财务费用	45.32	71.68	102.36	161.97	229.62
投资损失	(0.91)	(0.68)	1.00	1.50	1.73
营运资金变动	(450.83)	(377.96)	(2,230.81)	(706.44)	(2,590.33)
其它	275.20	(5.89)	48.06	67.87	87.75
经营活动现金流	84.54	105.68	(1,492.80)	337.96	(1,223.06)
资本支出	201.80	332.42	490.04	477.32	478.44
长期投资	27.78	50.70	200.00	200.00	200.00
其他	(512.79)	(770.85)	(1,174.63)	(1,169.80)	(1,171.65)
投资活动现金流	(283.21)	(387.74)	(484.58)	(492.48)	(493.21)
债权融资	847.75	1,913.99	3,216.83	3,802.87	6,035.02
股权融资	452.17	399.90	(91.59)	(147.62)	(214.72)
其他	(970.91)	(1,546.56)	(1,933.57)	(3,227.59)	(3,817.22)
筹资活动现金流	329.01	767.33	1,191.66	427.66	2,003.08
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	130.34	485.27	(785.72)	273.14	286.80

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,768.40	2,860.51	4,567.64	6,388.59	8,300.58
营业成本	1,193.96	1,954.59	3,178.63	4,443.97	5,771.53
营业税金及附加	45.19	11.64	18.59	26.00	33.78
营业费用	33.65	42.12	67.25	94.07	122.22
管理费用	135.16	228.75	365.26	510.88	663.78
财务费用	45.02	74.18	102.36	161.97	229.62
资产减值损失	113.46	125.51	140.00	163.00	195.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.91	0.68	(1.00)	(1.50)	(1.73)
其他	(1.83)	(1.36)	2.00	3.00	3.45
营业利润	202.88	424.41	694.55	987.19	1,282.93
营业外收入	18.16	32.96	32.96	28.03	31.32
营业外支出	2.61	4.54	4.54	4.54	4.54
利润总额	218.43	452.83	722.97	1,010.68	1,309.71
所得税	44.85	83.01	132.53	185.27	240.09
净利润	173.58	369.82	590.44	825.41	1,069.62
少数股东损益	14.37	30.51	48.06	67.87	87.75
归属于母公司净利润	159.21	339.31	542.38	757.54	981.87
每股收益(元)	0.16	0.34	0.54	0.76	0.98

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	8.75%	61.76%	59.68%	39.87%	29.93%
营业利润	-4.65%	109.19%	63.65%	42.14%	29.96%
归属于母公司净利润	-4.53%	113.13%	59.85%	39.67%	29.61%
获利能力					
毛利率	32.48%	31.67%	30.41%	30.44%	30.47%
净利率	9.00%	11.86%	11.87%	11.86%	11.83%
ROE	7.74%	12.04%	16.14%	18.39%	19.25%
ROIC	11.25%	18.48%	20.96%	16.21%	17.89%
偿债能力					
资产负债率	51.20%	56.19%	64.06%	64.36%	67.81%
净负债率	37.05%	26.50%	15.31%	58.61%	60.28%
流动比率	1.65	1.52	1.38	1.37	1.36
速动比率	1.47	1.38	1.22	1.22	1.21
营运能力					
应收账款周转率	0.77	0.95	0.90	0.87	0.84
存货周转率	4.91	6.30	6.18	6.19	6.19
总资产周转率	0.44	0.49	0.53	0.56	0.56
每股指标(元)					
每股收益	0.16	0.34	0.54	0.76	0.98
每股经营现金流	0.08	0.11	-1.49	0.34	-1.22
每股净资产	2.05	2.81	3.35	4.11	5.09
估值比率					
市盈率	94.72	44.44	27.80	19.91	15.36
市净率	7.33	5.35	4.49	3.66	2.96
EV/EBITDA	30.46	19.26	20.82	14.83	12.60
EV/EBIT	34.33	20.74	21.97	15.55	13.16

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com