



2018 年 04 月 25 日

蒙草生态(300355.SZ)

# 【联讯建筑公司点评】蒙草生态(300355): 费用率大幅下降显著, 规模效应显现

## 买入(首次评级)

当前价: 10.16 元

目标价: - 元

分析师: 刘萍

执业编号: S0300517100001

电话: 0755-83331495

邮箱: liuping\_bf@lxsec.com

### 盈利预测

百万元	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入	5,579	7,468	9,284	11,097
(+/-)	95.0%	33.9%	24.3%	19.5%
净利润	844	1188	1513	1843
(+/-)	148.7	40.7%	27.4%	21.8%
EPS(元)	0.53	0.74	0.94	1.15
P/E	19.3	13.7	10.8	8.8

资料来源: 联讯证券研究院

《【联讯环保年报点评】蒙草生态: 抓住内蒙 PPP 机遇兑现订单, 迎 70 周年庆典政策红利》2017-04-27

《蒙草生态(300355) \_【联讯建筑建材季报点评】蒙草生态(300355): 增速领跑行业, 规模效应显现》2017-10-26

《蒙草生态(300355) \_【联讯建筑公司点评】蒙草生态(300355): 季节性因素业绩增长略低于预期, 拟发行 2 亿境外债改善现金流》2018-01-30

### 投资要点

#### ◆ 事件:

2018 年 4 月 24 日, 公司发布 2017 年年度报告。报告期内, 公司实现营业收入 55.79 亿元, 同比增长 95.03%; 实现净利润 8.44 亿元, 同比增长 148.73%; 基本每股收益为 0.53 元/股, 同比增长 140.91%。公司 2017 年利润分配预案为: 向全体股东每 10 股派发现金红利 0.87 元 (含税)。

#### ◆ 点评

##### ◆ 各业务板块与各地区营业收入均大幅增长

分行业来看, 公司生态环境建设、农业种植与销售、光伏发电、其他分别实现收入 54.46 亿元、0.94 亿元、0.21 亿元、0.18 亿元, 同比回升 104.77%、-49.82%、7789.61%、42.01%; 占营业收入比重分别为 92.97% (+4.64%)、6.57% (-4.88%)、0.01% (+0.36%)、0.45% (-0.12%)。

分地区看, 报告期内内蒙古自治区区内、区外为营业收入分别 44.49 亿、11.29 亿元, 同比回升 127.67%、24.64%。自治区内仍然是营业收入的主要来源, 并且所占比重呈上升趋势。

分季度来看, Q1 至 Q4 分别实现收入 3.06 亿元、23.86 亿元、19.01 亿元、9.86 亿元, 同比回升 160.89%、153.47%、135.92%、-1.03%。公司收入前三季保持高速增长, 第四季度与去年相比略有下降。四季度负增长一方面因为受北方冬季施工淡季, 工程大部分停工影响, 另一方面也是因为 16 年基数较高, 加之“十九大”以后规范 PPP 文件频出, 部分项目进度融资受影响。

##### ◆ 综合毛利率、净利率均有所提升, Q4 回款大幅改善

报告期公司毛利率 32.53%, 同比提升 0.86 个百分点; 销售净利率 15.78%, 较去年提升 2.58 个百分点, 盈利能力显著提升。其中自治区内、外毛利率分别为 35.40%、21.23%, 与上年同期相比增加 0.05%、-2.51%, 反映公司在区内有较强竞争力。

报告期内销售期间费用率大幅下降至 8.25%, 与去年同比下降 4 个百分点, 主要得益于管理费率由 8% 下降至 4.43%, 管理费用大幅下降主要是因为收入规模大幅增加, 而人员增长有限, 规模效应得以体现。同时报告期内净资产收益率(平均)由 13.92% 提升至 26.29%。

报告期内, 经营性活动产生的现金流量净额达到 4.20 亿元, 同比增长 297.75%。Q4 是公司回款高峰, 单季度实现经营现金净流入约 18 亿, 主要因部分项目手续齐全后, 政府回款加快。



### ✧ 在手订单充足，2018 年业绩保障性较好

2017 年报告期内，公司新签订工程建设施工合同（含框架协议和中标通知书）136 份，合同金额 172.1 亿元，比上年同期增长 335.96%；签订设计合同 540 份，合同金额 2.1 亿元；签订苗木销售合同 48 份，合同金额 3,046.75 万元；签订牧草销售合同 125 份，合同金额 1,529.45 万元；签订检测合同 2 份，合同金额 8.16 万元；签订技术服务合同 4 份，合同金额 690 万元；累计合同金额 174.7 元，同比增长 302.99%。2017 年-2018 年 4 月订单总额合计约 524.85 亿元，是 2017 年营业收入（55.79 亿元）的 9.4 倍，业绩保障性较好。

### ✧ 加大研发力度提升企业核心竞争力

报告期内，公司研发投入金额达 1.67 亿元，同比增长 194.34%；研发投入占营业收入比例为 2.99%，与去年同比提高 1 个百分点。目前公司共承担专项项目 42 项目，正在实施 29 项目，已顺利通过验收 13 项；开展公司自拟科研项目 38 项。2017 年的科研课题，重点瞄准退化、沙化、盐渍化，确立草原生态修复集成技术，特色乡土植物选育、盐碱化治理、运动草坪建植推广、矿山治理、生态大数据平台建设几个方向，进行研究和技术开发。

### ✧ 维持“买入”评级

我们预计公司 2018 年-2020 年，公司营业收入分别为 74.7 亿元、92.8 亿元、111.0 亿元，同比分别增加 33.9%、24.3%、19.5%；归母净利润分别为 11.9 亿元、15.1 亿元、18.4 亿元，同比分别增加 40.7%、27.4%、21.8%。预计 2018 年-2020 年 EPS 分别为 0.74 元/股、0.94 元/股和 1.15 元/股，对应的 PE 分别为 14/11/9x，公司在内蒙地区有极强的竞争优势，公司近年也在加强区外市场的拓展，公司美元债和公司债发行完毕后，在手资金将非常充裕，利于公司项目落地及新项目拓展，目前估值便宜，维持“买入”评级。

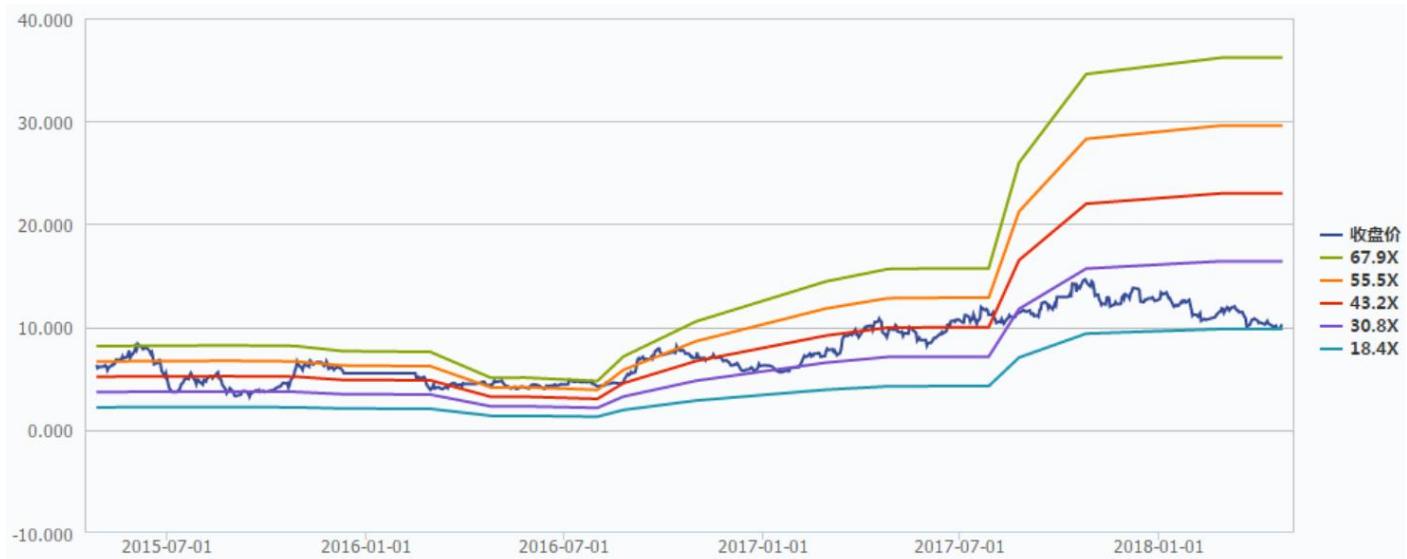
。

### ✧ 风险提示

宏观经济增速放缓的风险；  
商誉减值的风险；  
经营规模扩张带来的管理风险；  
地方经济区域性风险；  
应收账款余额偏高导致的坏账损失风险；  
PPP 业务模式风险。



图表1: PE Band



资料来源: Wind, 联讯证券



## 附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E	利润表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	2888	3035	4015	5321	营业收入	5579	7468	9284	11097
应收款项	5578	7366	9157	10945	营业成本	3764	5035	6259	7480
存货净额	964	1228	1529	1831	营业税金及附加	12	15	19	22
其他流动资产	254	373	464	555	销售费用	72	105	130	155
<b>流动资产合计</b>	<b>9685</b>	<b>12005</b>	<b>15168</b>	<b>18654</b>	管理费用	247	316	392	469
固定资产	449	319	(77)	(558)	财务费用	140	144	139	125
无形资产及其他	51	48	46	43	投资收益	8	0	0	0
投资性房地产	1457	1457	1457	1457	资产减值及公允价值变动	(286)	(351)	(436)	(522)
长期股权投资	834	834	834	834	其他收入	36	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>12476</b>	<b>14664</b>	<b>17428</b>	<b>20431</b>	营业利润	1101	1501	1909	2325
短期借款及交易性金融负债	1961	2000	2000	2000	营业外净收支	(27)	0	0	0
应付款项	3849	5186	6458	7729	<b>利润总额</b>	<b>1075</b>	<b>1501</b>	<b>1909</b>	<b>2325</b>
其他流动负债	1670	1620	2017	2414	所得税费用	194	270	344	418
<b>流动负债合计</b>	<b>7480</b>	<b>8806</b>	<b>10474</b>	<b>12143</b>	少数股东损益	36	43	52	63
长期借款及应付债券	1006	1006	1006	1006	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>844</b>	<b>1188</b>	<b>1513</b>	<b>1843</b>
其他长期负债	66	66	66	66					
<b>长期负债合计</b>	<b>1073</b>	<b>1073</b>	<b>1073</b>	<b>1073</b>	<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
<b>负债合计</b>	<b>8553</b>	<b>9879</b>	<b>11547</b>	<b>13216</b>	<b>净利润</b>	844	1188	1513	1843
少数股东权益	321	352	388	432	资产减值准备	160	(237)	(64)	(79)
股东权益	3602	4434	5493	6784	折旧摊销	47	71	77	80
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>12476</b>	<b>14664</b>	<b>17428</b>	<b>20431</b>	公允价值变动损失	286	351	436	522
					财务费用	140	144	139	125
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	营运资本变动	342	(1122)	(580)	(590)
每股收益	0.53	0.74	0.94	1.15	其它	(131)	267	101	123
每股红利	0.10	0.22	0.28	0.34	<b>经营活动现金流</b>	<b>1549</b>	<b>519</b>	<b>1484</b>	<b>1899</b>
每股净资产	2.25	2.76	3.42	4.23	资本开支	62	(54)	(50)	(40)
ROIC	22%	26%	30%	35%	其它投资现金流	10	0	0	0
ROE	23%	27%	28%	27%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(635)</b>	<b>(54)</b>	<b>(50)</b>	<b>(40)</b>
毛利率	33%	33%	33%	33%	权益性融资	95	0	0	0
EBIT Margin	27%	27%	27%	27%	负债净变化	537	0	0	0
EBITDA Margin	27%	28%	28%	27%	支付股利、利息	(153)	(356)	(454)	(553)
收入增长	95%	34%	24%	20%	其它融资现金流	<b>(360)</b>	<b>39</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
净利润增长率	149%	41%	27%	22%	<b>融资活动现金流</b>	503	(317)	(454)	(553)
资产负债率	71%	70%	68%	67%	<b>现金净变动</b>	1417	147	980	1306
息率	0.9%	2.2%	2.8%	3.4%	货币资金的期初余额	1471	2888	3035	4015
P/E	19.3	13.7	10.8	8.8	货币资金的期末余额	2888	3035	4015	5321
P/B	4.5	3.7	3.0	2.4	企业自由现金流	1666	533	1485	1887
EV/EBITDA	16.2	12.7	10.9	9.7	权益自由现金流	1843	454	1371	1784

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



## 分析师简介

刘萍，西安交通大学本科、硕士，2017年9月加入联讯证券，曾就职于联合证券研究所、国信证券经济研究所，从事房地产行业、建筑建材行业研究。2011年新财富入围，2012年水晶球第五、金牛第五。从事卖方研究工作8年。

## 研究院销售团队

北京	周之音	010-66235704 13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249 13795367644	xujialin@lxsec.com

## 分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



## 免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们将对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

## 联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层  
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：[www.lxsec.com](http://www.lxsec.com)