

蒙草生态 (300355)

证券研究报告

2023年10月27日

前三季度资产负债结构持续改善，奠定未来业绩稳增长基础

事件：公司发布2023年三季度报告，23Q1至Q3，实现营收11.94亿元，同比降10.73%，归母净利润2.83亿元，同比增86.01%；单Q3实现营收4.88亿元，归母净利润1.12亿元，同比增143878.41%。

1、2023年前三季度资产负债结构持续改善，同时受益于化债政策推进

公司自2018年以来及时调整发展战略导向，努力消化前期大规模施工产生的经营性负债，同时公司前期建设的PPP项目现已基本全部进入付费期。资产负债率已从2018年的71.23%降至23Q3的60.96%。自22Q4至今，公司经营活动现金流入已连续四个季度向好，2023年来业绩逐步改善。公司23Q1-Q3经营活动现金流入大幅增长，财务费用降低。此外，7月24日中央政治局会议提出“制定实施一揽子化债方案”；9月27日，内蒙古拟发行663.2亿元特殊再融资债券，用于偿还政府负有偿还责任的拖欠企业账款，公司随着地方化债政策的推进、落地和实施，也将充分受益于化债的行业利好政策。

2、生态修复行业迎来重要发展机遇，资债结构好转为公司打下增长基础

公司所处的生态治理行业近年来正面临重要发展机遇：1) 我国对生态环境治理工作高度重视，一系列政策法规于近年出台；2) 国内方面，持续推进“三北”工程等国家生态建设领域重大项目，其中，内蒙古作为全国治理荒漠化的主战场、防御沙尘暴的主防线，三大标志性战役的主战场有“两个半”在内蒙古。截至10月12日数据，内蒙古各盟市均成立了推进“三北”等重点生态工程建设领导小组，在全区各地吹响“三北”工程攻坚战和三大标志性战役“冲锋号”，掀起荒漠化治理“大会战”；3) 国际方面，加强生态治理的国际合作，推动跨境全域治理。例如，我国和蒙古国正在积极推动蒙古国“种植十亿棵树”计划，为帮助境外沙尘源地的植被恢复，减轻沙尘暴的危害。10月9日，蒙古国人民党中央省委员会副书记一行29人赴公司参观考察。我们认为，公司作为我国内蒙古和西北地区唯一的生态修复类上市公司，或有望率先分享行业红利。

公司正在从一个单一依靠PPP项目及传统生态修复业务的公司，转型为多元化生态修复集团。自2018年后，公司主动控制业务规模，严格筛选优质项目。根据2023年三季报预告，公司坚持稳健运营，新项目质量显著提升，经营活动现金流入大幅增长。截至三季报，公司营业收入规模仍处调整阶段，而净利率已从2019年的0.94%升至2023年前三季度的25.42%。我们认为，公司资债结构的好转为公司未来业务增长打下了稳固的基础。

3、盈利预测&投资建议：我们预计2023-25年，公司实现营收29.33/38.48/49.29亿元，归母净利润4.24/5.52/6.85亿元，对应EPS 0.26/0.34/0.43元/股。维持“买入”评级。**风险提示：**地方政府化债政策推进不及预期；现金流流动性风险；公司新签项目进度不达预期。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,911.43	2,222.44	2,933.30	3,848.34	4,929.16
增长率(%)	14.54	(23.66)	31.99	31.19	28.09
EBITDA(百万元)	1,036.78	997.20	1,117.65	1,337.14	1,509.96
归属母公司净利润(百万元)	309.19	184.94	423.70	552.38	684.75
增长率(%)	33.22	(40.19)	129.10	30.37	23.96
EPS(元/股)	0.19	0.12	0.26	0.34	0.43
市盈率(P/E)	21.79	36.43	15.90	12.20	9.84
市净率(P/B)	1.35	1.35	1.24	1.15	1.04
市销率(P/S)	2.31	3.03	2.30	1.75	1.37
EV/EBITDA	8.14	5.07	6.02	4.84	3.78

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑装饰/基础建设
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	4.2元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,604.24
流通A股股本(百万股)	1,368.77
A股总市值(百万元)	6,737.82
流通A股市值(百万元)	5,748.85
每股净资产(元)	2.78
资产负债率(%)	60.96
一年内最高/最低(元)	4.39/2.99

作者

吴立 分析师
SAC执业证书编号：S1110517010002
wuli1@tfzq.com

鲍荣富 分析师
SAC执业证书编号：S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

戴飞 分析师
SAC执业证书编号：S1110520060004
daifei@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《蒙草生态-公司点评:前三季度经营现金流入预计大幅增长，新项目质量显著提升》2023-10-12
- 《蒙草生态-首次覆盖报告:草业龙头迎历史发展机遇，策马千亿生态修复市场》2023-09-01
- 《蒙草生态-公司研究简报:草原生态修复的先行者，业绩有望持续高增长》2017-09-14

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	871.48	534.35	686.71	1,005.77	1,770.93
应收票据及应收账款	3,235.25	3,921.38	4,579.76	6,461.76	6,549.40
预付账款	12.25	17.78	20.55	31.68	29.03
存货	154.79	224.36	392.89	392.60	452.21
其他	1,164.17	1,028.88	2,619.30	4,181.62	4,326.78
流动资产合计	5,437.95	5,726.75	8,299.20	12,073.43	13,128.35
长期股权投资	631.97	553.88	553.88	636.96	732.51
固定资产	329.24	295.57	238.69	170.29	97.66
在建工程	41.65	58.92	66.69	79.26	97.47
无形资产	2,251.03	2,148.63	1,827.31	1,500.98	1,174.66
其他	6,117.40	5,859.71	5,393.34	4,868.56	4,429.43
非流动资产合计	9,371.30	8,916.71	8,079.92	7,256.06	6,531.73
资产总计	16,010.93	16,055.54	16,379.11	19,329.50	19,660.08
短期借款	1,388.33	1,187.38	1,032.69	919.09	836.38
应付票据及应付账款	2,573.24	2,524.02	2,537.13	4,855.90	4,528.37
其他	1,741.96	2,055.34	2,117.45	2,275.79	2,187.27
流动负债合计	5,703.54	5,766.74	5,687.27	8,050.79	7,552.02
长期借款	3,854.27	3,672.10	3,488.40	3,313.98	3,148.28
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	620.38	796.72	996.07	1,247.97	1,575.39
非流动负债合计	4,474.65	4,468.83	4,484.47	4,561.95	4,723.67
负债合计	10,253.84	10,311.96	10,171.74	12,612.74	12,275.68
少数股东权益	752.83	743.32	781.11	835.38	933.67
股本	1,604.24	1,604.24	1,604.24	1,604.24	1,604.24
资本公积	281.63	281.63	281.63	281.63	281.63
留存收益	2,387.62	2,469.24	2,829.62	3,299.94	3,881.03
其他	730.78	645.15	710.77	695.56	683.83
股东权益合计	5,757.09	5,743.58	6,207.37	6,716.75	7,384.40
负债和股东权益总计	16,010.93	16,055.54	16,379.11	19,329.50	19,660.08

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	368.55	201.93	423.70	552.38	684.75
折旧摊销	305.85	290.37	270.43	274.41	273.12
财务费用	18.42	21.20	215.15	270.65	246.22
投资损失	203.86	(0.75)	(5.00)	(4.00)	(3.00)
营运资金变动	579.24	(70.16)	(177.89)	(136.13)	153.82
其它	(896.26)	(91.40)	44.43	63.73	115.82
经营活动现金流	579.66	351.20	770.81	1,021.03	1,470.73
资本支出	538.79	(89.22)	(299.35)	(359.64)	(435.04)
长期投资	(164.82)	(78.09)	0.00	83.08	95.54
其他	(413.91)	239.03	249.25	245.77	299.42
投资活动现金流	(39.93)	71.73	(50.09)	(30.79)	(40.08)
债权融资	350.42	(212.42)	(564.03)	(564.45)	(532.57)
股权融资	(69.05)	(114.51)	(4.34)	(106.73)	(132.92)
其他	(473.64)	(356.10)	(0.00)	(0.00)	(0.00)
筹资活动现金流	(192.27)	(683.03)	(568.36)	(671.17)	(665.50)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	347.45	(260.10)	152.35	319.07	765.16

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	2,911.43	2,222.44	2,933.30	3,848.34	4,929.16
营业成本	1,766.69	1,405.11	1,738.89	2,291.52	2,973.09
营业税金及附加	20.69	13.97	18.09	25.09	31.17
销售费用	44.74	33.59	44.71	64.42	134.07
管理费用	142.66	119.50	155.75	215.30	294.75
研发费用	119.10	108.04	143.64	200.27	267.24
财务费用	26.12	19.38	215.15	270.65	246.22
资产/信用减值损失	(162.51)	(350.89)	(60.00)	(37.00)	(15.00)
公允价值变动收益	(2.06)	0.19	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(203.86)	0.75	5.00	4.00	3.00
其他	667.56	627.72	0.00	(0.00)	(0.00)
营业利润	492.30	245.09	562.07	748.08	970.63
营业外收入	0.50	4.57	4.53	4.53	4.53
营业外支出	16.66	8.50	8.00	8.25	8.12
利润总额	476.14	241.16	558.61	744.37	967.04
所得税	107.59	39.22	90.48	128.26	166.47
净利润	368.55	201.93	468.13	616.11	800.57
少数股东损益	59.35	17.00	44.43	63.73	115.82
归属于母公司净利润	309.19	184.94	423.70	552.38	684.75
每股收益(元)	0.19	0.12	0.26	0.34	0.43

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	14.54%	-23.66%	31.99%	31.19%	28.09%
营业利润	95.45%	-50.22%	129.34%	33.09%	29.75%
归属于母公司净利润	33.22%	-40.19%	129.10%	30.37%	23.96%
获利能力					
毛利率	39.32%	36.78%	40.72%	40.45%	39.68%
净利率	10.62%	8.32%	14.44%	14.35%	13.89%
ROE	6.18%	3.70%	7.81%	9.39%	10.62%
ROIC	10.51%	4.64%	12.67%	15.57%	17.95%
偿债能力					
资产负债率	64.04%	64.23%	62.10%	65.25%	62.44%
净负债率	97.12%	99.86%	84.32%	68.80%	48.34%
流动比率	1.15	1.22	1.46	1.50	1.74
速动比率	1.12	1.18	1.39	1.45	1.68
营运能力					
应收账款周转率	1.05	0.62	0.69	0.70	0.76
存货周转率	19.50	11.72	9.50	9.80	11.67
总资产周转率	0.19	0.14	0.18	0.22	0.25
每股指标(元)					
每股收益	0.19	0.12	0.26	0.34	0.43
每股经营现金流	0.36	0.22	0.48	0.64	0.92
每股净资产	3.12	3.12	3.38	3.67	4.02
估值比率					
市盈率	21.79	36.43	15.90	12.20	9.84
市净率	1.35	1.35	1.24	1.15	1.04
EV/EBITDA	8.14	5.07	6.02	4.84	3.78
EV/EBIT	11.38	7.08	7.94	6.09	4.61

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	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com