

2017年03月06日

铁汉生态 (300197.SZ)

订单充裕，PPP 及并购驱动业绩高速增长

■事件：铁汉生态发布业绩快报，预计 2016 年实现营业总收入 45.86 亿元，同比增长 75.50%；归属于上市公司股东的净利润 5.25 亿元，同比增长 71.43%；EPS 0.36 元，同比增长 50.00%。

■业绩增速符合预期，PPP 项目及外延并购为业绩增长主要驱动：公司 2016 年营收及利润增速均超过 70%，为预报增速区间的中值符合预期，且达到近 5 年来最好水平。分季度来看，公司 2016 年 Q1 至 Q4 分别实现营收增速 28.41%、32.69%、85.62%、103.05%、119.59%，实现归属于上市公司股东的净利润增速 -44.21%、47.49%、111.45%、77.44%，Q3 与 Q4 业绩增长提速明显，我们认为主要由于公司 PPP 项目的顺利执行及 2016 年所并购企业的业绩贡献所致。根据公司 2016 年三季报，星河园林和广州环发分别实现归母净利润 7,765.81 万元、1,668.60 万元，为其当年业绩承诺的 91.9%、98.2%，我们认为两家公司超额完成今年承诺的业绩为大概率事件。

■在手 PPP 项目订单充裕，新签订单及施工收入有望保持高增速：根据我们的统计，公司 2016 年新签订单约 112 亿元，相当于公司 2016 年营收 45.86 亿元的 2.44 倍，其中新签 PPP 项目占比超过 80%，在手 PPP 项目总额超过 100 亿元。如按照 PPP 新签项目开工建设周期普遍为 2 至 3 年匡算，公司在手订单有望为公司 2017、2018 年年均新增 30~40 亿元施工收入。在 PPP 项目资产证券化大步推进的背景下，我们认为 2017 年或将成为 PPP 项目落地的大年，预计至 2017 年底全国累计在施的 PPP 项目有望达到 3.5-4.5 万亿元，公司新签订单及施工收入有望持续保持较高增速。

■多层次拓宽 PPP 项目融资途径，设立产业基金助力主业发展：公司积极拓宽融资途径，2016 年完成了两期公司债券共 8 亿元的发行，票面利率分别为 5.30%、4.49%；定增募集配套资金 8.25 亿元用于补流及项目建设投入；近期拟发行 11 亿元可转换债，用于 4 个 PPP 项目的建设资金。多元化融资方式为公司实施 PPP 项目提供了充裕的资金支持。此外，公司还与中泰创展、中泰创展资管签订《战略合作框架协议》，共同设立水处理行业并购基金，首期规模预计为 50 亿元。并购基金收购的项目资产将优先置入公司，合作期内将协助公司每年增加约 50 亿元规模的订单。

公司快报

证券研究报告

建筑施工

投资评级 买入-A

维持评级

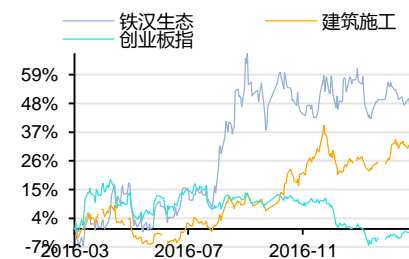
6 个月目标价： 17.10 元

股价 (2017-03-06) 11.84 元

交易数据

| | |
|------------|---------------|
| 总市值 (百万元) | 17,992.70 |
| 流通市值 (百万元) | 9,338.49 |
| 总股本 (百万股) | 1,519.65 |
| 流通股本 (百万股) | 788.72 |
| 12 个月价格区间 | 11.13/20.25 元 |

股价表现



资料来源：Wind 资讯

| | 1M | 3M | 12M |
|------|-------|-------|-------|
| 升幅% | | | |
| 相对收益 | -4.65 | 2.77 | 58.74 |
| 绝对收益 | -1.91 | -7.28 | 59.85 |

张龙

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020030

zhanglong@essence.com.cn

021-35082939

相关报告

- 铁汉生态：三季度业绩加速明显，PPP 订单充足保障持续快速增长 2016-10-16
- 铁汉生态：外延及 PPP 项目双轮驱动业绩快速增长 2016-08-26
- 铁汉生态：PPP 带来新机遇，多点布局下游旅游运营 2016-05-20
- 铁汉生态：并购延伸水务领域，PPP 及外延助力高速增长 2016-05-12

■ **产业链布局趋于完整，生态运营核心竞争力凸显：**公司在做大 PPP 业务的同时，积极通过并购等方式实现外延式发展，逐步完善生态运营产业链布局。在公司园林主业领域，通过收购北京星河园林、深圳山艺园林增强施工能力并切入北方市场；在环保领域，公司通过收购广州环发、北京盖雅以及入股中国水务获得相关环保资质和技术，提升了环保类项目承接能力；通过投资“爱淘苗”和“铁汉一方”尝试新型业务模式；通过增资深圳幸福天下布局生态旅游产业；通过与大型央企中国电建环境公司战略合作以加强公司在项目承揽、工程建设及风险管控方面的实力。完成上述外延发展后，公司园林生态产业链已趋于完整，已逐步具备 PPP 模式下规划-建设-运营一体化运作能力。

■ **推行第二期员工持股计划，助力公司业绩增长：**2月9日公司股东大会审议通过第二期员工持股计划，规模不超过9亿元，采取2:1比例设立优先级和次级份额，存续期不超过24个月，股票锁定期为12个月，通过二级市场购买。参与对象为公司中高层管理人员、核心业务技术人员和其他员工，合计不超过1000人。控股股东对优先级本金及预期收益和次级本金承担资金补偿义务。相较第一期持股计划实施对象（320人），第二期实施对象（1000人）范围更广，覆盖全公司近1/3的员工，更有利于将员工利益与公司成长捆绑助力公司业绩增长。

■ **投资建议：**我们看好公司充裕 PPP 项目订单及多元化融资途径对于业绩的助推，预计公司 2017 年-2018 年的收入增速分别为 55.5%、44.7%，净利润增速分别为 65%、33.1%，对应 EPS 分别为 0.57、0.76 元，维持买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 17.10 元，相当于 2017 年 30 倍的动态市盈率。

■ **风险提示：**宏观经济大幅波动风险；公司 PPP 项目推进不达预期风险；公司可交换债等融资途径不达预期风险；回款风险等。

| (百万元) | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|----------|---------|---------|---------|---------|----------|
| 主营收入 | 2,003.1 | 2,613.3 | 4,586.3 | 7,131.7 | 10,319.6 |
| 净利润 | 244.4 | 306.0 | 526.5 | 868.9 | 1,156.9 |
| 每股收益(元) | 0.16 | 0.20 | 0.35 | 0.57 | 0.76 |
| 每股净资产(元) | 1.33 | 2.13 | 3.37 | 3.80 | 4.37 |

| 盈利和估值 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 市盈率(倍) | 73.6 | 58.8 | 34.2 | 20.7 | 15.5 |
| 市净率(倍) | 8.9 | 5.6 | 3.5 | 3.1 | 2.7 |
| 净利润率 | 12.2% | 11.7% | 11.5% | 12.2% | 11.2% |
| 净资产收益率 | 12.1% | 9.5% | 10.3% | 15.1% | 17.4% |
| 股息收益率 | 0.3% | 0.5% | 0.6% | 1.2% | 1.6% |
| ROIC | 51.0% | 72.6% | 31.6% | 31.8% | 33.0% |

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

| 利润表 | | | | | | 财务指标 | | | | | |
|--------------|---------|---------|---------|---------|----------|--------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| (百万元) | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E | (百万元) | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
| 营业收入 | 2,003.1 | 2,613.3 | 4,586.3 | 7,131.7 | 10,319.6 | 成长性 | | | | | |
| 减:营业成本 | 1,383.0 | 1,910.5 | 3,302.1 | 5,141.9 | 7,471.6 | 营业收入增长率 | 34.4% | 30.5% | 75.5% | 55.5% | 44.7% |
| 营业税费 | 55.9 | 56.8 | 119.8 | 180.1 | 251.5 | 营业利润增长率 | 10.2% | 11.8% | 89.5% | 65.6% | 33.2% |
| 销售费用 | - | - | - | - | - | 净利润增长率 | 3.7% | 25.2% | 72.0% | 65.0% | 33.1% |
| 管理费用 | 256.5 | 295.7 | 568.3 | 867.9 | 1,234.1 | EBITDA 增长率 | 31.0% | 17.1% | 45.8% | 47.5% | 39.3% |
| 财务费用 | 110.2 | 143.7 | 79.3 | 18.3 | 100.3 | EBIT 增长率 | 29.3% | 16.8% | 48.6% | 49.5% | 40.4% |
| 资产减值损失 | 6.7 | 9.8 | 7.7 | 8.1 | 8.5 | NOPLAT 增长率 | 24.4% | 28.2% | 35.6% | 49.5% | 40.4% |
| 加:公允价值变动收益 | - | - | - | - | - | 投资资本增长率 | -9.8% | 211.4% | 48.7% | 35.0% | 47.3% |
| 投资和汇兑收益 | 103.3 | 132.1 | 114.0 | 116.5 | 120.8 | 净资产增长率 | 13.5% | 59.4% | 57.3% | 12.6% | 14.7% |
| 营业利润 | 294.2 | 328.8 | 622.9 | 1,031.8 | 1,374.2 | 利润率 | | | | | |
| 加:营业外净收支 | 1.5 | 7.5 | 5.2 | 4.7 | 5.8 | 毛利率 | 31.0% | 26.9% | 28.0% | 27.9% | 27.6% |
| 利润总额 | 295.7 | 336.3 | 628.0 | 1,036.5 | 1,380.0 | 营业利润率 | 14.7% | 12.6% | 13.6% | 14.5% | 13.3% |
| 减:所得税 | 52.1 | 32.2 | 109.9 | 181.4 | 241.5 | 净利润率 | 12.2% | 11.7% | 11.5% | 12.2% | 11.2% |
| 净利润 | 244.4 | 306.0 | 526.5 | 868.9 | 1,156.9 | EBITDA/营业收入 | 21.4% | 19.2% | 16.0% | 15.1% | 14.6% |
| | | | | | | EBIT/营业收入 | 20.2% | 18.1% | 15.3% | 14.7% | 14.3% |
| 资产负债表 | | | | | | 运营效率 | | | | | |
| | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E | 固定资产周转天数 | 52 | 44 | 24 | 14 | 8 |
| 货币资金 | 749.0 | 1,173.4 | 603.4 | 713.2 | 1,032.0 | 流动营业资本周转天数 | 39 | 84 | 121 | 125 | 135 |
| 交易性金融资产 | - | - | - | - | - | 流动资产周转天数 | 460 | 480 | 373 | 316 | 306 |
| 应收账款 | 214.3 | 315.4 | 664.5 | 820.6 | 1,327.9 | 应收帐款周转天数 | 38 | 36 | 38 | 37 | 37 |
| 应收票据 | 0.5 | 29.0 | 5.0 | 46.2 | 42.9 | 存货周转天数 | 207 | 216 | 207 | 212 | 212 |
| 预付帐款 | 13.0 | 11.3 | 33.0 | 31.3 | 65.1 | 总资产周转天数 | 779 | 827 | 578 | 439 | 393 |
| 存货 | 1,385.1 | 1,745.1 | 3,538.1 | 4,866.5 | 7,269.7 | 投资资本周转天数 | 112 | 167 | 179 | 162 | 159 |
| 其他流动资产 | 540.5 | 794.6 | 578.9 | 638.0 | 670.5 | 投资回报率 | | | | | |
| 可供出售金融资产 | 1.1 | 1.1 | 0.7 | 1.0 | 0.9 | ROE | 12.1% | 9.5% | 10.3% | 15.1% | 17.4% |
| 持有至到期投资 | - | - | - | - | - | ROA | 4.8% | 4.4% | 6.7% | 8.9% | 8.8% |
| 长期股权投资 | 119.7 | 177.9 | 177.9 | 177.9 | 177.9 | ROIC | 51.0% | 72.6% | 31.6% | 31.8% | 33.0% |
| 投资性房地产 | - | - | - | - | - | 费用率 | | | | | |
| 固定资产 | 321.7 | 317.2 | 287.6 | 258.1 | 228.5 | 销售费用率 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 在建工程 | 44.1 | 236.3 | 236.3 | 236.3 | 236.3 | 管理费用率 | 12.8% | 11.3% | 12.4% | 12.2% | 12.0% |
| 无形资产 | 1.3 | 1.5 | 1.0 | 0.5 | 0.1 | 财务费用率 | 5.5% | 5.5% | 1.7% | 0.3% | 1.0% |
| 其他非流动资产 | 1,673.8 | 2,135.6 | 1,652.2 | 1,831.2 | 1,856.9 | 三费/营业收入 | 18.3% | 16.8% | 14.1% | 12.4% | 12.9% |
| 资产总额 | 5,064.2 | 6,938.3 | 7,778.5 | 9,620.5 | 12,908.5 | 偿债能力 | | | | | |
| 短期债务 | 815.0 | 1,050.0 | - | 111.1 | 455.5 | 资产负债率 | 59.6% | 53.0% | 34.1% | 40.0% | 48.7% |
| 应付帐款 | 650.9 | 694.9 | 1,565.2 | 2,060.7 | 3,154.5 | 负债权益比 | 147.6% | 112.8% | 51.7% | 66.6% | 94.9% |
| 应付票据 | - | - | - | - | - | 流动比率 | 1.10 | 1.76 | 2.21 | 2.26 | 2.24 |
| 其他流动负债 | 1,161.8 | 564.4 | 885.3 | 983.7 | 1,030.9 | 速动比率 | 0.58 | 1.01 | 0.77 | 0.71 | 0.68 |
| 长期借款 | 354.0 | 819.8 | - | 428.6 | 1,309.3 | 利息保障倍数 | 3.67 | 3.29 | 8.85 | 57.43 | 14.70 |
| 其他非流动负债 | 36.9 | 548.2 | 199.4 | 261.5 | 336.4 | 分红指标 | | | | | |
| 负债总额 | 3,018.6 | 3,677.2 | 2,649.9 | 3,845.6 | 6,286.4 | DPS(元) | 0.03 | 0.06 | 0.07 | 0.14 | 0.19 |
| 少数股东权益 | 20.7 | 25.2 | 16.9 | 3.1 | -15.2 | 分红比率 | 20.7% | 30.1% | 21.4% | 24.1% | 25.2% |
| 股本 | 505.3 | 807.6 | 1,518.9 | 1,518.9 | 1,518.9 | 股息收益率 | 0.3% | 0.5% | 0.6% | 1.2% | 1.6% |
| 留存收益 | 1,519.6 | 2,428.3 | 3,592.8 | 4,252.9 | 5,118.4 | | | | | | |
| 股东权益 | 2,045.6 | 3,261.1 | 5,128.5 | 5,774.9 | 6,622.1 | | | | | | |

| 现金流量表 | | | | | | 业绩和估值指标 | | | | | |
|------------|--------|----------|--------|----------|----------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E | | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
| 净利润 | 243.6 | 304.1 | 526.5 | 868.9 | 1,156.9 | EPS(元) | 0.16 | 0.20 | 0.35 | 0.57 | 0.76 |
| 加:折旧和摊销 | 30.0 | 37.7 | 30.0 | 30.0 | 30.0 | BVPS(元) | 1.33 | 2.13 | 3.37 | 3.80 | 4.37 |
| 资产减值准备 | 6.7 | 9.8 | - | - | - | PE(X) | 73.6 | 58.8 | 34.2 | 20.7 | 15.5 |
| 公允价值变动损失 | - | - | - | - | - | PB(X) | 8.9 | 5.6 | 3.5 | 3.1 | 2.7 |
| 财务费用 | 116.3 | 150.5 | 79.3 | 18.3 | 100.3 | P/FCF | 21.0 | 111.5 | -6.9 | 31.5 | 26.2 |
| 投资损失 | -103.3 | -132.1 | -114.0 | -116.5 | -120.8 | P/S | 9.0 | 6.9 | 3.9 | 2.5 | 1.7 |
| 少数股东损益 | -0.8 | -1.9 | -8.3 | -13.8 | -18.3 | EV/EBITDA | 13.8 | 24.7 | 21.3 | 14.7 | 11.1 |
| 营运资金的变动 | -874.8 | -1,252.2 | -439.9 | -1,163.2 | -1,798.1 | CAGR(%) | 52.0% | 55.3% | 30.3% | 52.0% | 55.3% |
| 经营活动产生现金流量 | -241.8 | -56.9 | 73.6 | -376.3 | -650.1 | PEG | 1.4 | 1.1 | 1.1 | 0.4 | 0.3 |
| 投资活动产生现金流量 | -356.7 | -872.2 | 329.8 | 57.5 | 88.2 | ROIC/WACC | 4.9 | 6.9 | 3.0 | 3.0 | 3.2 |
| 融资活动产生现金流量 | 659.7 | 1,350.1 | -973.5 | 428.6 | 880.7 | REP | 2.1 | 1.0 | 1.9 | 1.4 | 1.0 |

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

张龙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

| | | | |
|-------|-----|---------------|---------------------------|
| 上海联系人 | 葛娇妤 | 021-35082701 | gejy@essence.com.cn |
| | 朱贤 | 021-35082852 | zhuxian@essence.com.cn |
| | 许敏 | 021-35082953 | xumin@essence.com.cn |
| | 孟硕丰 | 021-35082788 | mengsf@essence.com.cn |
| | 李栋 | 021-35082821 | lidong1@essence.com.cn |
| | 侯海霞 | 021-35082870 | houhx@essence.com.cn |
| 北京联系人 | 潘艳 | 021-35082957 | panyan@essence.com.cn |
| | 原晨 | 010-83321361 | yuanchen@essence.com.cn |
| | 温鹏 | 010-83321350 | wenpeng@essence.com.cn |
| | 田星汉 | 010-83321362 | tianxh@essence.com.cn |
| | 王秋实 | 010-83321351 | wangqs@essence.com.cn |
| | 张莹 | 010-83321366 | zhangying1@essence.com.cn |
| 深圳联系人 | 李倩 | 010-83321355 | liqian1@essence.com.cn |
| | 周蓉 | 010-83321367 | zhourong@essence.com.cn |
| | 胡珍 | 0755-82558073 | huzhen@essence.com.cn |
| | 范洪群 | 0755-82558044 | fanhq@essence.com.cn |
| | 孟昊琳 | 0755-82558045 | menghl@essence.com.cn |

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034