

公司研究/公告点评

2017年03月25日

建筑/建筑装饰 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 13.13
合理价格区间(元): 13.8-16.5

鲍荣富 执业证书编号: S0570515120002
研究员 021-28972085
baorongfu@htsc.com

黄骥 执业证书编号: S0570516030001
研究员 021-28972066
huangji@htsc.com

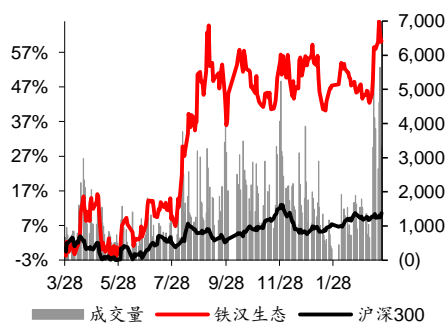
王德彬 执业证书编号: S0570516090001
研究员 010-56793964
wangdebing@htsc.com

方晏荷 021-28972059
联系人 fangyanhe@htsc.com

相关研究

- 1《铁汉生态(300197,买入): 订单饱满, 资金充足, 加速落地 PPP》2017.03
- 2《铁汉生态(300197):中植系参股 3.95%, 投资价值凸显》2016.12
- 3《铁汉生态(300197):PPP 订单及业绩加速释放》2016.11

股价走势图



资料来源: Wind

大额订单落地, PPP 项目再提速

铁汉生态(300197)

公司本周斩获两单大额 PPP 订单, 合同额总计 14.38 亿元

公司 3 月 22 日公告中标中宁县生态连城黄河过境段一期 PPP 项目, 项目类型河道景观修复工程, 合同金额 8.68 亿元, 含可承接工程金额 5.37 亿元, 建设期 3 年, 运营期 17 年。公司 3 月 23 日公告与联合体合作方共同签约临湘市长安文化创意园 PPP 项目, 合同金额 5.7 亿元, 含可承接工程 3 亿元, 建设期 3 年, 运营期 13 年, 公司出资 1.39 亿元, 持有项目公司 80% 股权, 项目主要包含园区内设施的开发建造。两单 PPP 项目合同总金额 14.38 亿元, 占公司 2016 年营收的 31.4%。

在手订单饱满, 订单转化与落地速度不断加快

公司 2017 年至今公告新签合同额 14.57 亿元, 已中标未签合同额 29.86 亿元, 两者合计 44.43 亿元, 相比去年同期增长 148%, 接近 2016 年全年营收。我们推算截止目前公司在手未完工合同接近 145 亿元。当前公司项目从中标到正式落地的周期在不断缩短, 临湘创意园项目从预中标到签约时间不到 3 个月。我们认为随着金融机构和政府对于 PPP 模式认识和接受程度的不断深化, 未来 PPP 项目的落地速度还将进一步加快。

2016 年内生外延带动公司高成长, 拟发可转债进一步充实资金实力

公司 2016 业绩快报显示, 全年营收 45.86 亿元, YOY+75.5%, 归母净利润 5.25 亿元, YOY+71.43%, 收入利润均呈现高增长。内生部分, 公司新签订单大幅提高, 结转收入相应提高; 外延部分, 公司完成收购星河园林和山艺园林, 完善主业布局, 增资北京盖雅环境, 增强水环境领域实力。公司拟发行募集资金不超过 11 亿元的可转债, 募集资金用于 4 个 PPP 项目的投资建设, 募集成功后公司债余额仍低于净资产 40% 红线, 是园林行业中首个拟通过发行可转债融资的标的。我们认为公司融资渠道多样, 再融资新规出台后, 公司融资优势反而凸显, 未来在竞争中将拥有资金优势。

投资设立北银铁汉, 扎实推进 PPP 项目落地

公司与铁汉资管、银河汇金以及丝路华创共同发起设立北银铁汉, 拟用于铁汉生态参与 PPP 项目 SPV 公司的股权及债权投资。北银铁汉认缴出资总额 4.0002 亿元, 其中银河汇金作为优先级认缴 3 亿元, 公司作为劣后级认缴 1 亿元, 铁汉资管、丝路华创作为普通合伙人各认缴 1 万元。北银铁汉作为夹层资金, 将大大减轻公司在 SPV 公司的出资压力。在完成了出资的多元化以后, 我们认为公司在 PPP 项目的收入确认速度将加快。

业绩和订单双高增长, 维持“买入”评级

根据公司在手订单情况, 我们在 3 月 16 日的报告中调高了对公司的盈利预测, 预计公司 2016-18 年 EPS 为 0.34/0.55/0.76 元, 三年 CAGR+56%。我们认为可给予公司 17 年 25X-30X, 对应合理估值区间 13.8-16.5 元, 维持“买入”评级。

风险提示: PPP 订单落地速度不及预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,520
流通 A 股 (百万股)	965.18
52 周内股价区间 (元)	11.13-20.25
总市值 (百万元)	19,953
总资产 (百万元)	10,020
每股净资产 (元)	3.21

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	2,003	2,613	4,554	7,428	10,365
+/-%	34.44	30.46	74.26	63.10	39.55
净利润 (百万元)	244.39	306.04	523.94	839.33	1,154
+/-%	3.66	25.22	71.20	60.20	37.52
EPS (元)	0.16	0.20	0.34	0.55	0.76
PE (倍)	80.73	64.47	37.66	23.51	17.09

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	2,902	4,069	5,669	7,697	9,987
现金	749.00	1,173	1,905	2,000	2,200
应收账款	140.02	249.88	435.44	710.22	991.11
其他应收账款	74.31	65.50	116.40	188.01	263.66
预付账款	13.04	11.33	18.99	31.21	43.82
存货	1,385	1,745	2,241	3,684	5,172
其他流动资产	540.97	823.62	951.88	1,084	1,316
非流动资产	2,162	2,869	3,012	3,182	3,348
长期投资	119.74	177.86	0.00	0.00	0.00
固定资产投资	321.68	317.18	414.66	445.51	442.39
无形资产	1.27	1.45	1.31	1.30	1.16
其他非流动资产	1,719	2,373	2,596	2,735	2,904
资产总计	5,064	6,938	8,680	10,879	13,335
流动负债	2,628	2,309	2,382	3,876	5,407
短期借款	815.00	1,050	1,050	1,875	2,708
应付账款	630.59	650.70	864.40	1,421	1,995
其他流动负债	1,182	608.54	468.00	580.37	704.34
非流动负债	390.93	1,368	1,747	1,754	1,755
长期借款	354.01	819.80	819.80	819.80	819.80
其他非流动负债	36.93	548.19	926.72	933.75	935.17
负债合计	3,019	3,677	4,129	5,630	7,162
少数股东权益	20.67	25.21	34.91	50.45	71.83
股本	505.29	807.60	1,520	1,520	1,520
资本公积	687.62	1,341	1,466	1,466	1,466
留存公积	832.03	1,088	1,531	2,213	3,115
归属母公司股	2,025	3,236	4,516	5,199	6,101
负债和股东权益	5,064	6,938	8,680	10,879	13,335

现金流量表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金	(241.76)	(56.90)	(187.58)	(377.10)	(45.98)
净利润	243.59	304.10	533.64	854.87	1,176
折旧摊销	29.98	37.65	40.29	49.69	54.45
财务费用	110.23	143.75	145.88	172.89	212.87
投资损失	(103.32)	(132.06)	(100.00)	(100.00)	(100.00)
营运资金变动	(567.28)	(397.33)	(812.81)	(1,401)	(1,428)
其他经营现金	45.03	(13.01)	5.42	45.97	38.77
投资活动现金	(356.70)	(872.23)	150.28	(22.71)	(122.29)
资本支出	68.91	244.35	15.00	15.00	15.00
长期投资	(39.40)	(65.60)	(178.97)	0.00	0.00
其他投资现金	(327.20)	(693.48)	(13.69)	(7.71)	(107.29)
筹资活动现金	659.72	1,350	768.75	495.00	368.27
短期借款	155.00	235.00	0.00	825.08	832.94
长期借款	70.93	465.80	0.00	0.00	0.00
普通股增加	189.48	302.31	712.51	0.00	0.00
资本公积增加	(158.86)	653.11	124.83	0.00	0.00
其他筹资现金	403.17	(306.12)	(68.59)	(330.08)	(464.67)
现金净增加额	61.25	420.97	731.44	95.20	200.00

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	2,003	2,613	4,554	7,428	10,365
营业成本	1,383	1,910	3,201	5,262	7,389
营业税金及附加	55.91	56.80	113.04	172.91	249.30
营业费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	256.47	295.69	614.77	965.58	1,296
财务费用	110.23	143.75	145.88	172.89	212.87
资产减值损失	6.65	9.84	9.84	9.84	9.84
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	103.32	132.06	100.00	100.00	100.00
营业利润	294.17	328.78	568.86	943.90	1,308
营业外收入	4.02	10.00	40.00	30.00	30.00
营业外支出	2.53	2.45	2.45	2.45	2.45
利润总额	295.66	336.32	606.41	971.45	1,336
所得税	52.08	32.22	72.77	116.57	160.31
净利润	243.59	304.10	533.64	854.87	1,176
少数股东损益	(0.81)	(1.94)	9.70	15.54	21.37
归属母公司净利润	244.39	306.04	523.94	839.33	1,154
EBITDA (倍)	434.39	510.18	755.03	1,166	1,576
EPS (元)	0.16	0.20	0.34	0.55	0.76

主要财务比率

会计年度 (%)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入	34.44	30.46	74.26	63.10	39.55
营业利润	10.17	11.76	73.02	65.93	38.61
归属母公司净利润	3.66	25.22	71.20	60.20	37.52
获利能力 (%)					
毛利率	30.96	26.89	29.70	29.15	28.71
净利率	12.20	11.71	11.51	11.30	11.14
ROE	12.07	9.46	11.60	16.15	18.92
ROIC	14.93	11.31	13.83	16.71	18.50
偿债能力					
资产负债率 (%)	59.61	53.00	47.57	51.75	53.71
净负债比率 (%)	49.83	57.34	45.29	47.87	49.25
流动比率	1.10	1.76	2.38	1.99	1.85
速动比率	0.58	1.01	1.44	1.04	0.89
营运能力					
总资产周转率	0.46	0.44	0.58	0.76	0.86
应收账款周转率	14.55	12.23	12.15	11.86	11.14
应付账款周转率	2.88	2.98	4.23	4.61	4.33
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.16	0.20	0.34	0.55	0.76
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.16)	(0.04)	(0.12)	(0.25)	(0.03)
每股净资产(最新摊薄)	1.33	2.13	2.97	3.42	4.01
估值比率					
PE (倍)	80.73	64.47	37.66	23.51	17.09
PB (倍)	9.74	6.10	4.37	3.80	3.23
EV_EBITDA (倍)	48.27	41.10	27.77	17.98	13.31

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com