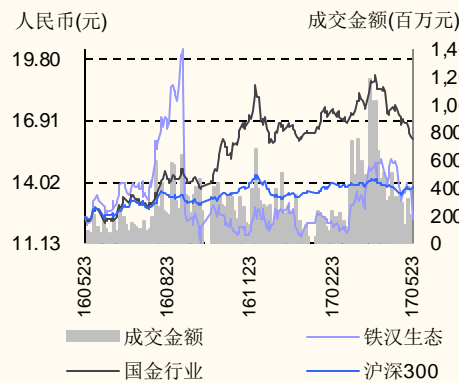


市场价格 (人民币): 12.24 元
 目标价格 (人民币): 17.50-19.50 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股) 788.72
 总市值(百万元) 18,600.56
 年内股价最高最低(元) 20.25/11.13
 沪深 300 指数 3424.19



相关报告

- 《现金流明显改善, 业绩爆发趋势不改-铁汉生态公司点评》, 2017.4.25
- 《业绩高增符合预期, 华北成新增长极-铁汉生态公司点评》, 2017.4.19
- 《Q1 业绩不代表全年趋势, 生态为先雄安为园林再添想象力-铁汉生态...》, 2017.4.10
- 《园林翘楚再度起航, 订单兑现持续增长-铁汉生态公司深度研究》, 2017.3.23

黄俊伟 分析师 SAC 执业编号: S1130517050001
 (8621)60230241
 huangjunwei@gjzq.com.cn

PPP 结转之年, 短期风险释放增添配置价值

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.379	0.344	0.652	1.123	1.447
每股净资产(元)	4.01	3.37	3.54	4.38	5.49
每股经营性现金流(元)	-0.08	-0.42	0.01	0.33	0.43
市盈率(倍)	45.15	36.91	18.76	10.90	8.46
行业优化市盈率(倍)	14.29	14.29	14.29	14.29	14.29
净利润增长率(%)	25.22%	70.59%	89.90%	72.12%	28.90%
净资产收益率(%)	9.46%	10.20%	15.38%	21.41%	22.02%
总股本(百万股)	807.60	1,519.65	1,519.65	1,519.65	1,519.65

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件简评

- 今日铁汉生态下跌 10%，我们认为公司基本面没有发生重大改变，大跌主要因近期银行去杠杆对市场情绪和风格的影响所致。

经营分析

- 大跌原因我们认为：1) 近期利率上升（三年期国债收益率从年初 2.83% 上升到 3.72%），市场对负债率较高的建筑企业（建筑板块负债率为 76.7%）财务费用增加，以及 PPP 项目落地情况有所担忧；2) 4 月 26 日六部委联合发布关于《进一步规范地方政府举债融资行为的通知》，中央加强对地方政府举债的监管，严禁地方政府利用 PPP 等变相举债，我们认为《通知》进一步规范了 PPP 市场，但市场可能担心 PPP 落地速度放缓。
- 园林规模继续爆发公司业绩高增逻辑未改变，PPP 项目库空间大落地仍在加速：1) 园林行业继续高速扩张，“美丽中国”、“绿水青山”大方向不会变，环保极大扩大园林市场规模，叠加特色小镇园林市场规模将超万亿：新《环保法》、“水十条”、“土十条”、“大气十条”以及十三五规划的落地，为生态环保行业及各细分领域开启了巨大的市场空间；到 2020 年我国将培育 1000 个特色小镇，按每个小镇园林投资规模 10 亿计算，到 2020 年将增加万亿市场；2) 我们认为《通知》进一步规范了 PPP 市场，不会影响到 PPP 项目的落地：PPP 入库项目仍有 11.7 万亿未落地，同时这些入库项目都是经过严格筛选的规范项目，符合政策的要求，因此 PPP 项目的落地不会受到影响；3) 我们认为，银行去杠杆，资本市场利率上升，从事 PPP 融资的各个相关方需要时间适应新的资金市场环境，但从地方政府来讲，GDP 稳增长才是硬约束，对 PPP 落地短期或有延缓的影响，但该落地的 PPP 项目不会“不落地”；4) 从微观来看，PPP 公司 2017 年新签订单增速仍快，今明两年业绩确定性高增：铁汉生态 2017 年至今新签订单 75.4 亿，同比 +152.8%，目前市值 186 亿对应 2017 年 PE 估值仅 18.8 倍；东方园林 2017 年至今新签订单 223 亿，同比 +98%，目前市值 446 亿，根据 wind 一致预期对应 2017 年 PE 估值仅 22.3 倍；龙元建设 2017 年至今新签订单 145 亿，同比 +337%，目前市值 127 亿对应 2017 年 PE 估值仅 24.8 倍；棕榈股份 2017 年至今新签订单 107 亿，签署框架协议 80 亿，去年同期未中标项目，仅签署框架协议 131 亿，目前市值 162 亿，根据 wind 一致预期对应 2017 年 PE 估值为 31.9 倍。

投资建议

- 我们维持公司 17/18/19 净利润为 9.96/17.09/22.19 亿元，维持公司未来 3-6 个月 19.5 元目标价位，相当于 30x17PE 和 17 x18PE。

风险提示

宏观经济政策风险；订单执行情况低于预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	2,003	2,613	4,573	9,212	16,023	21,025
增长率		30.5%	75.0%	101.4%	73.9%	31.2%
主营业务成本	-1,383	-1,910	-3,348	-6,776	-11,747	-15,333
%销售收入	69.0%	73.1%	73.2%	73.6%	73.3%	72.9%
毛利	620	703	1,225	2,436	4,276	5,692
%销售收入	31.0%	26.9%	26.8%	26.4%	26.7%	27.1%
营业税金及附加	-56	-57	-33	-101	-240	-336
%销售收入	2.8%	2.2%	0.7%	1.1%	1.5%	1.6%
营业费用	0	0	-16	-28	-80	-105
%销售收入	0.0%	0.0%	0.3%	0.3%	0.5%	0.5%
管理费用	-256	-296	-531	-1,013	-1,763	-2,418
%销售收入	12.8%	11.3%	11.6%	11.0%	11.0%	11.5%
息税前利润 (EBIT)	308	350	646	1,293	2,193	2,833
%销售收入	15.4%	13.4%	14.1%	14.0%	13.7%	13.5%
财务费用	-110	-144	-166	-232	-367	-447
%销售收入	5.5%	5.5%	3.6%	2.5%	2.3%	2.1%
资产减值损失	-7	-10	-48	-9	-7	-5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	103	132	135	130	132	132
%税前利润	34.9%	39.3%	22.3%	11.0%	6.8%	5.2%
营业利润	294	329	567	1,183	1,952	2,512
营业利润率	14.7%	12.6%	12.4%	12.8%	12.2%	11.9%
营业外收支	1	8	38	3	3	3
税前利润	296	336	605	1,186	1,955	2,515
利润率	14.8%	12.9%	13.2%	12.9%	12.2%	12.0%
所得税	-52	-32	-76	-138	-235	-302
所得税率	17.6%	9.6%	12.5%	11.6%	12.0%	12.0%
净利润	244	304	529	1,048	1,720	2,214
少数股东损益	-1	-2	7	57	14	14
归属于母公司的净利润	244	306	522	991	1,706	2,200
净利率	12.2%	11.7%	11.4%	10.8%	10.6%	10.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	244	304	529	1,048	1,720	2,214
非现金支出	31	40	93	160	171	174
非经营收益	15	1	47	-1,121	1,182	142
营运资金变动	-537	-410	-1,311	-71	-2,481	-1,740
经营活动现金净流	-247	-65	-641	17	594	789
资本开支	-66	-241	-349	-844	-185	-612
投资	-39	-143	-366	16	0	0
其他	-252	-488	-308	130	132	132
投资活动现金净流	-357	-872	-1,023	-698	-53	-480
股权募资	0	966	882	0	0	0
债权募资	798	600	1,119	1,157	194	165
其他	-138	-216	-240	-153	-377	-382
筹资活动现金净流	660	1,350	1,760	1,003	-184	-217
现金净流量	56	413	96	322	357	93

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	749	1,173	1,283	1,605	1,962	2,055
应收款项	215	344	1,098	1,356	2,359	3,096
存货	1,385	1,745	3,385	5,198	9,011	11,762
其他流动资产	554	806	1,165	175	108	140
流动资产	2,902	4,069	6,932	8,335	13,440	17,053
%总资产	57.3%	58.6%	60.6%	55.6%	70.7%	74.2%
长期投资	1,733	2,141	2,511	2,795	2,794	2,794
固定资产	366	553	657	1,488	1,581	2,084
%总资产	7.2%	8.0%	5.7%	9.9%	8.3%	9.1%
无形资产	45	118	1,305	1,175	1,106	1,049
非流动资产	2,162	2,869	4,508	6,659	5,560	5,929
%总资产	42.7%	41.4%	39.4%	44.4%	29.3%	25.8%
资产总计	5,064	6,938	11,440	14,994	19,001	22,982
短期借款	1,150	1,289	2,036	3,273	3,467	3,631
应付款项	737	761	1,669	2,403	4,168	5,445
其他流动负债	741	260	581	878	1,389	1,896
流动负债	2,628	2,309	4,286	6,555	9,023	10,972
长期贷款	354	820	498	498	498	499
其他长期负债	37	548	1,401	1,300	1,300	1,300
负债	3,019	3,677	6,185	8,353	10,822	12,771
普通股股东权益	2,025	3,236	5,117	6,447	7,971	9,989
少数股东权益	21	25	137	194	208	222
负债股东权益合计	5,064	6,938	11,440	14,994	19,001	22,982

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.484	0.379	0.344	0.652	1.123	1.447
每股净资产	4.007	4.007	3.368	3.543	4.381	5.489
每股经营现金净流	-0.489	-0.080	-0.422	0.009	0.326	0.434
每股股利	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100
回报率						
净资产收益率	12.07%	9.46%	10.20%	15.38%	21.41%	22.02%
总资产收益率	4.83%	4.41%	4.56%	6.61%	8.98%	9.57%
投入资本收益率	7.14%	5.40%	6.22%	9.77%	14.37%	15.95%
增长率						
主营业务收入增长率	34.44%	30.46%	75.00%	101.43%	73.94%	31.22%
EBIT增长率	44.53%	13.83%	84.29%	100.34%	69.57%	29.16%
净利润增长率	3.66%	25.22%	70.59%	89.90%	72.12%	28.90%
总资产增长率	40.48%	37.01%	64.88%	31.07%	26.72%	20.95%
资产管理能力						
应收账款周转天数	22.9	27.2	40.0	35.0	35.0	35.0
存货周转天数	303.9	299.0	279.6	280.0	280.0	280.0
应付账款周转天数	126.8	122.4	116.8	110.0	110.0	110.0
固定资产周转天数	58.6	44.3	48.7	53.1	26.1	26.7
偿债能力						
净负债/股东权益	36.91%	43.88%	48.38%	52.05%	40.27%	32.96%
EBIT利息保障倍数	2.8	2.4	3.9	5.6	6.0	6.3
资产负债率	59.61%	53.00%	54.07%	55.71%	56.95%	55.57%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	5	30
增持	0	0	0	1	9
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	1.17	1.23

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

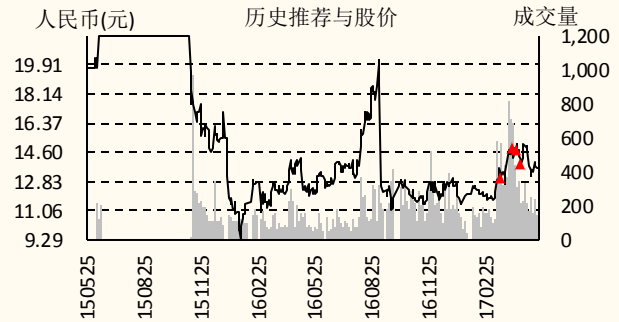
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-03-23	买入	13.30	17.55~19.50
2	2017-04-10	买入	14.55	17.50~19.50
3	2017-04-19	买入	15.13	17.50~19.50
4	2017-04-25	买入	14.17	17.50~19.50

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD