

公司研究/公告点评

2017年07月03日

建筑/建筑装饰 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 13.8
合理价格区间(元): 18.30~21.35

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

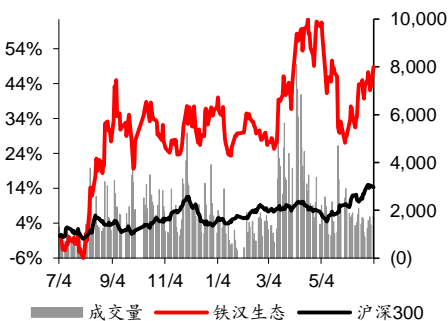
王德彬 执业证书编号: S0570516090001
研究员 010-56793964
wangdebing@htsc.com

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

相关研究

- 1《铁汉生态(300197,买入): 营收快速增长, PPP项目落地加快》2017.04
- 2《铁汉生态(300197,买入): 并表促业绩高速增长, 全面发力PPP》2017.04
- 3《铁汉生态公告点评: 大额订单落地, PPP项目再提速》2017.03

股价走势图



资料来源: Wind

员工持股建仓完成, 生态龙头加速成长

铁汉生态(300197)

事件

公司7月1日发布公告称, 第二期员工持股计划完成股票购买, 本期员工持股计划共通过大宗交易与集合竞价方式购入公司股票 6383.6 万股, 交易均价 12.19 元/股, 锁定期为 12 个月。

二期员工持股受益范围大幅扩大, 上下同心共促高速发展

根据本期员工持股实施草案, 此次份额分配中董监高等公司高管获得总份额的 10.77%, 其余 89.23% 份额由不超过 989 名公司骨干员工认购, 相比第一期员工持股计划, 高管认购比例增加 2.01pct, 获得认购资格的骨干员工数量大幅增加 600 余人。我们认为高管认购比例的增加彰显了对公司未来前景的充分信心, 而普通员工参与度的大幅提高有助于在更广层面上提升激励效果, 未来公司上下利益绑定将更加牢固, 发展动力增强。

在手订单迅猛增长, PPP项目落地呈现加快趋势

公司 2016 年新签合同总额 121.84 亿元, YoY+260%, 其中 PPP 合同额 75.99 亿元, 占总合同额比重 62.37%, 17 年至今公告新获订单中由公司完成的合同额 100 亿元左右, 超过去年收入 2 倍, 其中 PPP 项目比例为 78%。我们预计在入库 PPP 项目持续落地, 87 号文禁止通过政府购买服务方式建设工程增加 PPP 供给的情况下, 今年公司新签订单较去年有大幅增长是大概率事件。Q1 公司预收账款同比大幅增长 62.26%, 其中主要为公司收到的工程预付款, 我们认为已经支付预付款的项目将很快进入施工阶段, 公司收到预付款大幅增加从一定程度上反映了公司在手 PPP 订单落地呈现加快趋势。

可转债已获证监会受理, 多种融资渠道支撑公司未来业绩增长

园林类企业参与 PPP 的主要限制因素为融资能力, 去年再融资新规出台后, 企业通过资本市场进行融资受到了更加严格的限制。公司 17Q1 在手现金 17.6 亿元, 11 亿元可转债融资预案已获证监会受理, 今年 9 月后将满足距上次定增完成 18 个月的条件, 且已设立多支 PPP 产业基金。公司资产负债率在可比企业中最低, 未来通过各种渠道进行融资所受限制较小, 较大的融资空间将有助于公司在手 PPP 订单的快速落地。我们预测公司在实现 17/18 年预期收入增速的情况下, 需分别实现资金净投入 20 亿元左右 (具体见正文), 公司大概率能够满足资金投入需求。

拥有园林最强产业链, 看好 PPP 订单增长落地, 维持“买入”评级

去年以来公司通过并购星河园林、深圳山艺、锦源环保、盖雅环境等标的已逐步形成了包括园林景观、生态环保和文化旅游的生态景观全产业链服务体系, 承接 PPP 项目过程中在技术和资金方面具有明显优势。公司完成员工持股计划建仓后, 股价压制因素消除, 业绩释放动力有望进一步增强。我们预计公司 2017-19 年 EPS0.61/0.88/1.21 元, 对应合理价格区间 18.30-21.35 元, 维持“买入”评级。

风险提示: PPP 项目融资落地不及预期; 利率上升影响项目收益率。

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,520
流通 A 股 (百万股)	927.31
52 周内股价区间 (元)	11.13-20.25
总市值 (百万元)	20,971
总资产 (百万元)	11,634
每股净资产 (元)	3.36

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	2,613	4,573	8,114	11,741	15,635
+/-%	30.46	75.00	77.42	44.71	33.17
归属母公司净利润 (百万元)	306.04	522.07	921.80	1,343	1,842
+/-%	25.22	70.59	76.57	45.66	37.19
EPS (元, 最新摊薄)	0.20	0.34	0.61	0.88	1.21
PE (倍)	74.13	43.46	24.61	16.90	12.32

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

公司 2017 新签订单一览及现金净投入测算说明

图表1：公司 2017 年以来新签订单汇总

时间	项目名称	公司承担合同额 (亿元)	合作期(工期) (年)
2017.1.9	宁海县城市基础设施 PPP 项目	7.99	3+8
2017.1.18	伊河嵩县城区水生态治理 PPP 项目	3.5	2+18
2017.2.24	乌当区松溪河环溪河水生态环境综合治理项目施工一标段	3	870 日历天
2017.3.22	中宁县生态连城黄河过境段一期 PPP 项目	5.37	3+17
2017.3.23	临湘市长安文化创意园 PPP 项目	3	3+13
2017.3.30	海口市小游园、街边绿地等景观提升工程 PPP 项目	2.04	1+10
2017.4.12	凯里市清水江生态治理建设工程一标段(镰刀湾至湾溪)设计施工总承包(EPC)项目	7	730 日历天
2017.5.9	乌鲁木齐高新区(新市区)2017年美丽乡村建设 PPP 项目(B包)	13.12	2+10
2017.5.11	乌鲁木齐高新区(新市区)二〇一七年园林绿化(C包)PPP项目	7.56	2+8
2017.5.20	江西省抚州市抚河流域生态保护及综合治理(一期工程) PPP 项目	7.22	2+18
2017.5.23	华阴市长涧河流域综合治理工程(一期) PPP 项目	8.95	2+13
2017.5.31	保山市腾冲边境经济合作区供排水 PPP 项目	4.95	2+30
2017.6.6	滨州北海经济开发区水系贯通及综合治理工程 PPP 项目	16.38	3+12
2017.6.13	凤冈县龙潭河县城河段综合治理项目(二期)勘测设计施工 总承包(EPC)	4.38	24 个月
2017.6.20	日照市城市公园及绿化工程 PPP 项目	9	1+14
2017.6.22	平远县仁居特色小镇及生态环境治理项目		框架协议

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

现金净投入测算方法说明

我们测算公司现金净投入方法的关键步骤包括：

- (1) 测算公司收入规模：主要根据 wind 一致预期收入增速计算
- (2) 测算新开工项目占当年收入比重：由于 17-18 年是园林行业订单爆发后的最初 2 年，我们预计新签订单占全部收入的比重将较高，我们预计在 50% 左右
- (3) 测算新开工项目当年完工比例：一般园林类项目工期 2-3 年，按三年计算第一年完工比例在 35% 左右
- (4) 测算公司资本金投入需求：根据 (2) (3) 可测算出公司当年新开工项目总额，按照资本金出资比例 30%，公司占 SPV 股权 70% 计算，可得出当年需要支出的资本金投入。
- (5) 根据收现比、付现比、其他 CFO 项目历史情况可得出公司 CFO 净额，与公司资本金投入需求结合即可得出公司需要在项目上的资金净投入。

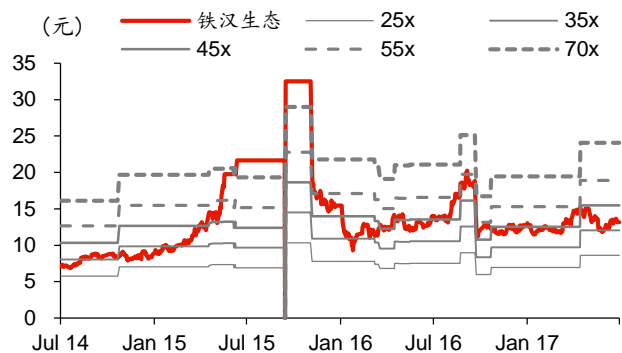
图表2：公司资金净投入测算关键假设

项目	假设数值
EBT Margin	13%
2017 年收入增速	65.89%
2018 年收入增速	55.00%
2017 收现比	75
2018 收现比	80
2017 付现比	0.6
2018 付现比	0.6
17 年项目中新开工项目贡献	50%
17 年新开工项目完工比例	35%
18 年收入中新开工项目贡献	50%
18 年新开工项目完工比例	35%
新项目资本金比例	30%
公司在 SPV 中的股权比例	70%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

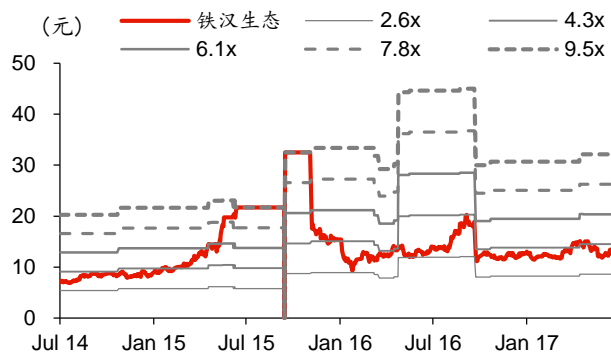
PE/PB - Bands

图表3: 铁汉生态历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表4: 铁汉生态历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	4,069	6,932	11,200	15,629	20,422
现金	1,173	1,283	2,276	3,294	4,386
应收账款	249.88	752.54	1,335	1,932	2,573
其他应收账款	65.50	342.05	606.85	878.15	1,169
预付账款	11.33	31.71	56.11	80.44	106.39
存货	1,745	3,385	5,788	8,305	11,043
其他流动资产	823.62	1,137	1,137	1,140	1,144
非流动资产	2,869	4,508	5,061	5,805	6,481
长期投资	177.86	327.79	327.79	327.79	327.79
固定投资	317.18	610.73	873.95	1,101	1,299
无形资产	1.45	500.00	991.68	1,483	1,975
其他非流动资产	2,373	3,069	2,867	2,893	2,880
资产总计	6,938	11,440	16,261	21,434	26,903
流动负债	2,309	4,286	8,995	13,092	16,959
短期借款	1,050	1,580	5,398	8,262	10,827
应付账款	650.70	1,492	2,639	3,784	5,004
其他流动负债	608.54	1,214	958.08	1,046	1,128
非流动负债	1,368	1,899	1,077	995.45	1,027
长期借款	819.80	498.05	198.05	(1.95)	(1.95)
其他非流动负债	548.19	1,401	878.64	997.40	1,029
负债合计	3,677	6,185	10,072	14,088	17,986
少数股东权益	25.21	136.90	149.13	166.94	191.37
股本	807.60	1,520	1,520	1,520	1,520
资本公积	1,341	2,080	2,080	2,080	2,080
留存公积	1,088	1,518	2,439	3,579	5,126
归属母公司股	3,236	5,117	6,039	7,179	8,726
负债和股东权益	6,938	11,440	16,261	21,434	26,903

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	(56.90)	(627.45)	(1,153)	(530.30)	(65.33)
净利润	304.10	528.99	934.03	1,361	1,867
折旧摊销	37.65	58.88	76.96	102.19	126.29
财务费用	143.75	165.97	207.73	347.61	463.02
投资损失	(132.06)	(134.73)	(134.73)	(134.73)	(134.73)
营运资金变动	(397.33)	(1,267)	(2,262)	(2,283)	(2,464)
其他经营现金	(13.01)	20.18	24.73	77.56	77.92
投资活动现金	(872.23)	(1,023)	(671.53)	(674.98)	(675.70)
资本支出	244.35	354.71	300.00	300.00	300.00
长期投资	65.60	173.77	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(562.28)	(494.58)	(371.53)	(374.98)	(375.70)
筹资活动现金	1,350	1,760	2,818	2,223	1,833
短期借款	235.00	530.21	3,818	2,864	2,564
长期借款	465.80	(321.75)	(300.00)	(200.00)	0.00
普通股增加	302.31	712.06	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	653.11	739.59	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(306.12)	100.34	(700.25)	(441.52)	(730.77)
现金净增加额	420.97	109.94	993.21	1,018	1,092

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,613	4,573	8,114	11,741	15,635
营业成本	1,910	3,348	5,925	8,494	11,234
营业税金及附加	56.80	33.15	58.82	85.11	113.34
营业费用	0.00	15.54	32.46	46.96	62.54
管理费用	295.69	530.79	933.08	1,321	1,736
财务费用	143.75	165.97	207.73	347.61	463.02
资产减值损失	9.84	47.78	24.06	26.59	28.40
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	132.06	134.73	134.73	134.73	134.73
营业利润	328.78	566.55	1,068	1,555	2,133
营业外收入	10.00	44.53	0.00	0.00	0.00
营业外支出	2.45	6.44	0.00	0.00	0.00
利润总额	336.32	604.63	1,068	1,555	2,133
所得税	32.22	75.64	133.56	194.54	266.90
净利润	304.10	528.99	934.03	1,361	1,867
少数股东损益	(1.94)	6.92	12.23	17.81	24.43
归属母公司净利润	306.04	522.07	921.80	1,343	1,842
EBITDA	510.18	791.40	1,352	2,005	2,723
EPS (元)	0.20	0.34	0.61	0.88	1.21

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	30.46	75.00	77.42	44.71	33.17
营业利润	11.76	72.32	88.44	45.66	37.19
归属母公司净利润	25.22	70.59	76.57	45.66	37.19
获利能力 (%)					
毛利率	26.89	26.79	26.98	27.66	28.15
净利率	11.71	11.42	11.36	11.44	11.78
ROE	9.46	10.20	15.26	18.70	21.11
ROIC	11.31	9.81	11.81	13.47	14.73
偿债能力					
资产负债率 (%)	53.00	54.07	61.94	65.73	66.85
净负债比率 (%)	57.34	40.98	60.09	61.87	62.72
流动比率	1.76	1.62	1.25	1.19	1.20
速动比率	1.01	0.83	0.60	0.56	0.55
营运能力					
总资产周转率	0.44	0.50	0.59	0.62	0.65
应收账款周转率	12.23	8.44	7.21	6.67	6.44
应付账款周转率	2.98	3.13	2.87	2.64	2.56
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.20	0.34	0.61	0.88	1.21
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.04)	(0.41)	(0.76)	(0.35)	(0.04)
每股净资产(最新摊薄)	2.13	3.37	3.97	4.72	5.74
估值比率					
PE (倍)	74.13	43.46	24.61	16.90	12.32
PB (倍)	7.01	4.43	3.76	3.16	2.60
EV_EBITDA (倍)	49.06	31.63	18.51	12.49	9.19

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

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