

**铁汉生态(300197)/园林工程**
**中期业绩强劲增长，经营性现金流大幅转正**
**评级：买入(维持)**

市场价格：12.32

目标价格：17.70

分析师：夏天

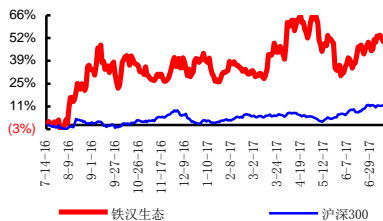
执业证书编号：S0740517010001

电话：021-20315190

Email：xiatian@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	1,520
流通股本(百万股)	991
市价(元)	12.32
市值(百万元)	18,722
流通市值(百万元)	12,211

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**
**公司盈利预测及估值**

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2613.27	4573.26	8425.78	12576.32	17022.05
增长率 yoy%	30.46%	75.00%	84.24%	49.26%	35.35%
净利润	306.04	522.07	902.77	1474.45	1968.28
增长率 yoy%	25.22%	70.59%	72.92%	63.32%	33.49%
每股收益(元)	0.20	0.34	0.59	0.97	1.30
每股现金流量	-0.07	-0.41	0.03	0.04	0.12
净资产收益率	9.46%	10.20%	15.50%	21.15%	23.00%
P/E	61.17	35.86	20.74	12.70	9.51
P/B	5.79	3.66	3.21	2.69	2.19

备注：

**投资要点**

- 中报业绩增长 51.8%略超市场预期，剔除去年中报 4497 万元股权激励费用冲回，今年中报同比增长 77.15%，业绩加速趋势明显，全年高增长可期。**公司公告 2017 年 1-6 月实现营业收入 27.95 亿元，同比增长 92.84%；归母净利润 2.69 亿元，同比增长 51.8%。二季度单季营收 20.29 亿元，同比增长 93.11%；归母净利润 2.73 亿元，同比增长 50.36%。考虑到去年中报有 4497 万元股权激励费用冲回，公司 17 年中报实际业绩增速为 77.15%，业绩高增长态势强劲。
- 毛利率有所下降，PPP 模式显著改善项目回款，经营性现金流量大幅转正。**上半年公司综合毛利率 25.49%，较上年同期-2.86 个 pct；其中生态修复工程/园林绿化工程业务毛利率分别为 29.56%/25.20%，同比-1.25/-2.31 个 pct。除行业竞争有所加剧外，我们认为 PPP 项目大型化后纯园林绿化工程占比下降（土建基建工程占比提高）也是毛利率下降的重要原因（但同时也表现为收入大幅增长）。上半年公司经营活动产生现金流量净额为 1.46 亿元，较去年同期多流入 3.54 亿元，收现比为 94.16%，同比大幅+5.92 个 pct，主要系 PPP 模式明显改善项目回款，工程款结算加快所致，充沛现金流将有力保障公司未来项目承接能力。
- 公司在手订单充足，业绩增长动力强劲。**16 年全年，公司新签订各类工程施工合同 113 项，累计合同金额 121.84 亿元（其中 PPP 项目合计金额 75.99 亿元，占比 62.36%），同比增长 260%。截止 8 月 20 日，17 年新接订单 109.08 亿（不含框架），同比增长 174.4%；其中 PPP 订单 93.32 亿占比高达 86%。公司 16 年至今公告订单保障倍数高达 7.1，未来业绩高增长基础坚实。
- 设立 PPP 产业基金丰富项目资金渠道，未来可承接业务空间巨大。**公司公告与广发资管及联道资管共同发起设立 PPP 投资产业基金“杭汉”规模为 7.1 亿元，其中铁汉生态出资 2.1 亿元。杭汉基金成立后将向铁汉生态中标的大型 PPP 项目进行投资。产业基金参与 PPP 项目有效降低公司单方资金投入金额，在扩大业务规模同时能更好控制现金流风险，以更少资本撬动更大业务规模，高增长可持续性大幅增强。
- 7 月份 PPP 成交旺盛，需求持续高增长，多部委表态大力推动 PPP 行业发展。**根据龙元明城全网公开招标统计数据，1-7 月全国 PPP 累计成交 20063.7 亿元，同比增长 65.2%。其中 7 月单月成交 4042.9 亿元，同比增长 153.9%，比 6 月增速大幅提高 132.5 个 pct，PPP 订单落地持续加速。8 月 18 日发改委表示，下半年将多管齐下加大 PPP 项目推动力度盘活存量资产，加快完善价格收费标准政策，在相关领域建立合理投资回报机制，吸引民间投资参与。而财政部正式答复，10%“上限”控制仅是需要从一般公共预算中安排的支出责任，并不包括政府从其他基金预算或以土地、无形资产等投入的部分，旨在鼓励地方积极运用 PPP 盘活存量资源。决策层对 PPP 模式的肯定与支持态度，将有效增强社会各界对 PPP 大发展信心。
- 投资建议：**我们预测 17/18/19 年公司归母净利为 9.03/14.74/19.68 亿元，EPS0.59/0.97/1.30 元，16-19 年 CAGR 为 55.6%，当前股价对应 PE 分别为 20.7/12.7/9.5 倍，考虑到铁汉生态未来高成长的潜力，我们给予目标价 17.70 元（对应 17 年 30 倍 PE），买入评级。
- 风险提示：**存货及应收账款的风险，PPP 政策风险，重大资产重组事项不确定性风险。

图表 1: 公司 2016 年至今订单汇总

公告日期	项目名称	金额(亿)	是否 PPP	是否框架	是否入库
2016-1-4	深汕特别合作区汕美生态文化谷开发、建设和运营 PPP 项目	5.96	是		
2016-1-14	珠海市斗门区莲洲镇、乾务镇农村湿地生态园及其配套管网工程总承包政府和社会资本合作 (PPP) 项目合同	1.44	是		
2016-2-23	香蜜公园建设工程—园区建筑安装和园区建设工程	1.77			
2016-2-25	梅州市蕉岭县人民政府签署《战略合作协议》	55	是	是	
2016-2-29	雅安市汉源县城乡规划建设和社会保障局汉源县环湖路边坡生态修复工程 PPP 项目	1.55	是		
2016-4-8	鼎湖区河涌水环境综合整治项目勘测设计采购施工总承包(EPC)	3.63			
2016-5-4	贵州省黔南州平塘县克度天文科普旅游特色小镇建设工程设计施工总承包	5			
2016-5-11	滨州经济技术开发区狮子刘片区及黄河古村风情带乡村旅游 PPP 项目	5.8	是		是
2016-5-25	贵州省黔南州长顺县麻线河河道治理工程 (一期) 设计施工总承包项目	1.48			
2016-5-30	海口市响水河、红城湖等 4 个水体水环境综合治理 PPP 项目	4.6	是		是
2016-5-30	海口市龙昆沟、东西湖等 11 个水体水环境综合治理 PPP 项目	6	是		是
2016-6-23	贵州省凤冈县龙潭河县城河段治理工程勘测设计采购施工总承包	2.52			
2016-7-1	《济宁经济技术开发区鲁寨旅游开发及河道综合治理项目合作协议书》	30	是	是	
2016-9-20	遵义市新蒲新城人民公园附属道路及中轴线市政景观工程一标段	4			
2016-10-17	宁海县城市基础设施 PPP 项目	7.99	是		是
2016-10-28	梅州五华县生态技工教育创业园 PPP 建设项目	2.75	是		
2016-11-11	海口市小游园、街边绿地等景观提升工程 PPP 项目	2.04	是		
2016-11-11	姚安县河库连通工程岔河引水项目社会资本采购	3.35	是		是
2016-12-7	遵义市新蒲新区新中湖湿地公园工程建设项目	9.4			
2016-12-12	海口市滨江西带状公园二期 (江滩部分) PPP 项目	8.35	是		
2016-12-20	来宾市园博园项目设计施工工程总承包	4.16			
2017-1-18	伊河嵩县城区水生态治理 PPP 项目	3.58	是		是
2017-1-10	临湘市长安文化创意园 PPP 项目	3	是		是
2017-2-24	乌当区松溪河环溪水生态环境综合治理项目施工一标段	3			
2017-3-22	中宁县生态连城黄河过境段一期 PPP 项目	8.68	是		是
2017-3-31	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) 项目	5.76			
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			
2017-4-20	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	是		是
2017-5-8	联合体中标乌鲁木齐“高新区 (新市区) 2017 年美丽乡村建设 PPP 项目 (B 包)”	13.12	是		
2017-4-27	滨州北海经济开发区水系贯通及综合治理工程 PPP 项目	16.39	是		是
2017-5-22	联合体中标华阴市长润河流域综合治理工程 (一期) PPP 项目	8.95	是		是
2017-7-27	乌鲁木齐高新区 (新市区) 二〇一七年园林绿化 (C 包) PPP 项目	7.27	是		
2017-5-31	保山市腾冲边境经济合作区供排水 PPP 项目	4.95	是		
2017-7-24	日照市城市公园及绿化工程 PPP 项目	9.4	是		
2017-6-21	平远县仁居特色小镇及生态环境治理项目战略合作协议	20	是	是	
2017-8-10	盘县西冲河统筹城乡发展乡村旅游综合体 PPP 项目	10.76	是		是
2017-7-19	与贵州省铜仁市思南县人民政府签署《思南县白鹮湖旅游度假区项目合作框架协议》	30	是	是	
	<b>总计</b>	<b>325.87</b>			

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 2: 公司财务报表预测 (百万元)

利润表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	财务指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,613.3	4,573.3	8,425.8	12,576.3	17,022.0	成长性					
减: 营业成本	1,910.5	3,348.2	6,151.7	9,110.3	12,371.6	营业收入增长率	30.5%	75.0%	84.2%	49.3%	35.4%
营业税费	56.8	33.2	159.8	201.0	239.4	营业利润增长率	11.8%	72.3%	81.7%	63.7%	32.4%
销售费用	-	15.5	9.5	19.0	34.3	净利润增长率	25.2%	70.6%	72.9%	63.3%	33.5%
管理费用	295.7	530.8	1,003.4	1,460.1	1,993.0	EBITDA增长率	17.1%	54.9%	59.8%	55.2%	30.7%
财务费用	143.7	166.0	173.9	204.8	250.8	EBIT增长率	16.8%	55.0%	64.3%	57.0%	31.3%
资产减值损失	9.8	47.8	21.4	26.3	31.9	NOPLAT增长率	28.2%	50.0%	62.4%	57.4%	32.9%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	211.4%	140.9%	26.7%	25.1%	27.4%
投资和汇兑收益	132.1	134.7	123.4	130.1	129.4	净资产增长率	59.4%	61.1%	13.5%	19.3%	22.4%
营业利润	328.8	566.5	1,029.5	1,684.8	2,230.5	利润率					
加: 营业外净收支	7.5	38.1	15.7	20.4	24.7	毛利率	26.9%	26.8%	27.0%	27.6%	27.3%
利润总额	336.3	604.6	1,045.2	1,705.2	2,255.2	营业利润率	12.6%	12.4%	12.2%	13.4%	13.1%
减: 所得税	32.2	75.6	141.4	226.9	275.9	净利率	11.7%	11.4%	10.7%	11.7%	11.6%
净利润	306.0	522.1	902.8	1,474.4	1,968.3	EBITDA/营业收入	19.2%	17.0%	14.8%	15.3%	14.8%
资产负债表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EBIT/营业收入	18.1%	16.0%	14.3%	15.0%	14.6%
货币资金	1,173.4	1,282.9	674.1	1,006.1	1,361.8	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	44	37	26	16	12
应收账款	315.4	1,094.6	1,722.9	2,674.6	2,148.3	流动营业资本周转天数	84	133	123	120	125
应收票据	29.0	3.6	56.1	50.9	78.0	流动资产周转天数	480	433	373	328	312
预付账款	11.3	31.7	44.0	71.1	84.7	应收账款周转天数	36	55	60	63	51
存货	1,745.1	3,385.4	7,209.1	7,649.8	12,497.6	存货周转天数	216	202	226	213	213
其他流动资产	794.6	1,133.4	840.9	922.9	965.7	总资产周转天数	827	723	559	449	401
可供出售金融资产	1.1	0.4	0.9	0.8	0.7	投资资本周转天数	167	246	214	180	168
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	177.9	327.8	327.8	327.8	327.8	ROE	9.5%	10.2%	15.5%	21.1%	23.0%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	4.4%	4.6%	6.1%	8.9%	9.3%
固定资产	317.2	610.7	584.4	558.1	531.7	ROIC	72.6%	34.9%	23.6%	29.3%	31.1%
在建工程	236.3	46.0	46.0	46.0	46.0	费用率					
无形资产	1.5	500.0	486.3	472.6	459.0	销售费用率	0.0%	0.3%	0.1%	0.2%	0.2%
其他非流动资产	2,135.6	3,023.0	2,745.4	2,839.3	2,839.4	管理费用率	11.3%	11.6%	11.9%	11.6%	11.7%
资产总额	6,938.3	11,439.5	14,737.9	16,620.1	21,340.8	财务费用率	5.5%	3.6%	2.1%	1.6%	1.5%
短期债务	1,050.0	1,580.2	2,178.5	2,508.7	3,008.4	三费/营业收入	16.8%	15.6%	14.1%	13.4%	13.4%
应付账款	694.9	1,581.3	4,684.8	4,857.7	6,874.5	偿债能力					
应付票据	-	19.5	6.0	17.6	31.9	资产负债率	53.0%	54.1%	59.5%	57.2%	59.2%
其他流动负债	564.4	1,105.1	1,244.5	1,013.9	1,419.7	负债权益比	112.8%	117.7%	147.2%	133.6%	145.0%
长期借款	819.8	498.1	-	238.1	319.5	流动比率	1.76	1.62	1.30	1.47	1.51
其他非流动负债	548.2	1,400.9	662.0	870.4	977.8	速动比率	1.01	0.83	0.41	0.56	0.41
负债总额	3,677.2	6,185.1	8,775.8	9,506.4	12,631.6	利息保障倍数	3.29	4.41	6.92	9.22	9.89
少数股东权益	25.2	136.9	137.9	141.7	152.5	分红指标					
股本	807.6	1,519.7	1,519.7	1,519.7	1,519.7	DPS(元)	0.06	0.05	0.13	0.21	0.25
留存收益	2,428.3	3,597.8	4,304.5	5,452.4	7,037.0	分红比率	30.1%	14.6%	21.8%	22.1%	19.5%
股东权益	3,261.1	5,254.4	5,962.0	7,113.7	8,709.1	股息收益率	0.5%	0.4%	1.0%	1.7%	2.0%
现金流量表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	业绩和估值指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	304.1	529.0	902.8	1,474.4	1,968.3	EPS(元)	0.20	0.34	0.59	0.97	1.30
加: 折旧和摊销	37.7	58.9	40.0	40.0	40.0	BVPS(元)	2.13	3.37	3.83	4.59	5.63
资产减值准备	9.8	47.8	-	-	-	PE(X)	61.2	35.9	20.7	12.7	9.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	5.8	3.7	3.2	2.7	2.2
财务费用	150.5	180.3	173.9	204.8	250.8	P/PCF	116.0	-22.3	-19.0	22.3	24.5
投资收益	-132.1	-134.7	-123.4	-130.1	-129.4	P/S	7.2	4.1	2.2	1.5	1.1
少数股东损益	-1.9	6.9	1.0	3.9	11.1	EV/EBITDA	24.7	23.9	14.9	9.7	7.6
营运资金的变动	-1,252.2	-1,113.6	-941.3	-1,538.0	-1,959.3	CAGR(%)	69.4%	55.2%	54.8%	69.4%	55.2%
经营活动产生现金流	-56.9	-627.4	53.0	55.1	181.5	PEG	0.9	0.6	0.4	0.2	0.2
投资活动产生现金流	-872.2	-1,023.1	415.8	38.9	92.7	ROIC/WACC	7.2	3.5	2.3	2.9	3.1
融资活动产生现金流	1,350.1	1,760.4	-1,077.6	238.1	81.4	REP	0.9	1.2	1.4	0.9	0.7

来源: Wind, 中泰证券研究所

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。