

铁汉生态(300197.SZ)

建筑施工行业

评级：买入 维持评级

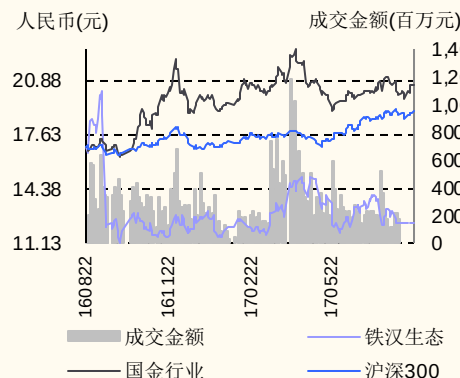
公司点评

市场价格(人民币): 12.32 元
目标价格(人民币): 19.50-19.50 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) 991.14
总市值(百万元) 18,722.13
年内股价最高最低(元) 20.25/11.13
沪深 300 指数 3740.99



相关报告

- 1.《订单高质+资金无忧,业绩确定性继续爆发——铁汉生态深度研究...》, 2017.7.14
- 2.《员工持股/股权激励双引擎马力十足,积极布局中报行情-铁汉生态...》, 2017.7.7
- 3.《PPP 结转之年,短期风险释放增添配置价值-铁汉生态公司点评》, 2017.5.24
- 4.《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
- 5.《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

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

石人望 联系人
shirenwang@gjzq.com.cn

现金流维持正流入, PPP 基金保障资金无忧

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	1.020	1.798
每股净资产(元)	4.01	3.37	3.54	4.29	5.70
每股经营性现金流(元)	-0.08	-0.42	0.01	0.45	-0.53
市盈率(倍)	45.15	36.91	18.89	12.08	6.85
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%	56.40%	76.23%
净资产收益率(%)	9.46%	10.20%	15.38%	19.84%	26.36%
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

业绩简评

- 公司发布半年报, 2017 年 H1 实现营收/归母净利 27.95/2.69 亿元, 同比增长 92.8%/51.8%, 略超预期。

经营分析

- 营收增速维持高位, 现金流净额持续为正: 1) 受益行业景气度提升公司业务内生增长, 公司 Q2 营收大幅增长 93%, 维系了 Q1 (92%) 的高增态势; 2) 公司 H1 归母净利同比 51.8% 低于营收增速系毛利率下滑 2.54pct, 净利率下滑 2.82pct, 其中园林绿化工程毛利率 (25.2%) 下滑 2.31pct, 尽管园林绿化工程毛利率略有下滑, 但相较于行业平均水平, 公司毛利率仍处于正常水平; 3) 公司 H1 销售费用为 2 千万, 去年无销售费用, 销售费用增长系公司子公司从事产品销售业务, 公司去年股权激励费用为 -0.4 亿而今年为 0, 且业务扩张较快, 导致了管理费用同比 +81%; 4) 经营现金流净额持续为正: 经营活动产生现金流量净额达 1.46 亿元, 同比高增 170%, 系加强回款力度, 延续了 Q1 经营性现金流为正的良好局面, 加速扭转市场对 PPP 的误解; 5) 公司 H1 货币资金 21.67 亿元, 比 Q1 同比 23%, 在手现金充裕保障公司新接项目。
- 生态环保维持高位, 雄安/PPP 大风起: 1) 生态环保自 2017 年以来, 我国环保领域投资维持高位, 1-7 月我国环保领域投资大幅增长 45.9%, 印证生态环保行业高景气度; 2) 8 月 19 日发布的《雄安新区绿色金融规划报告》提出雄安新区围绕“一中心、一示范、一体系”发展绿色金融的具体设想, 预计或带来万亿绿色投资, 公司 2016 年通过并购星河园林, 进军京津冀地区, 有望受益雄安新区生态环保建设; 3) 近期, 第三批中央环保督察组在各省市陆续开展工作, 在中央环保督察效应的带动下, 地方政府开始不断建立环境保护长效机制, 生态文明建设有望加速落地; 4) 此前 50 号、87 号文陆续落地, PPP 立法在即, 市场普遍认为 PPP 监管趋严风口已变, 我们认为: ①严监管旨在挤出泡沫利好 PPP 长期良性发展, PPP 作为稳增长+去杠杆的利器仍将是未来项目落地的重要模式; ②在 PPP 逐渐加强监管的趋势下, 公司兼具运营型+专业型两大特征将长期受益。
- 订单高增+落地无忧助业绩高增; 二期持股+股权激励保长远发展: 1) 2017 年至今, 公司中标 14 个项目金额总计 154 亿元 (含联合中标), 同比增长 162%; 其中 PPP 项目 137 亿元, 占比高达 89%, 此前市场上普遍担心公

司 PPP 项目在市场严监管之下的落地风险，2017 年公司新中标 PPP 项目入库率 100%，高质量 PPP 订单落地无忧，经测算公司 2017 年 92 亿营收有保障；2）此前市场对公司资金面紧张导致项目落地难存在一定疑虑，经测算公司 2017 年业务扩张筹资需 20 亿资金，公司采取多渠道融资解决资金压力，目前公司 11 亿可转债已获证监会受理，百亿 PPP 项目基金落地可期/8 月 22 日再成立杭汉基金，两大基金专注解决公司 PPP 融资问题；3）截止 2017 年 6 月底，第二期员工持股计划建仓完成，累计购买入公司股票 6383.6 万股，成交均价为 12.19 元/股，相较一期，二期员工持股计划规模更大，覆盖公司近 1/3 职员，公司上下利益趋同，未来发展动力更强，公司拟推出 2017 年股权激励计划，股权激励提高积极性，长远发展有保障。

投资建议

- 我们认为公司订单质量/资金面无忧，订单高增之下业绩爆发确定，公司 2017/2018 年 EPS 为 0.65/1.02 元，给予公司 6-12 个月 19.5 元目标价位，对应 2017/2018 年 PE 估值 30/19 倍。

风险提示

- 应收账款高坏账风险、PPP 落地不及预期风险、并购重组整合风险、宏观经济政策风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	2,003	2,613	4,573	9,212	14,923	26,225	货币资金	749	1,173	1,283	1,605	1,962	2,055
增长率		30.5%	75.0%	101.4%	62.0%	75.7%	应收账款	215	344	1,098	1,356	2,197	3,862
主营业务成本	-1,383	-1,910	-3,348	-6,776	-10,976	-19,171	存货	1,385	1,745	3,385	5,198	8,420	14,707
%销售收入	69.0%	73.1%	73.2%	73.6%	73.6%	73.1%	其他流动资产	554	806	1,165	175	101	175
毛利	620	703	1,225	2,436	3,947	7,054	流动资产	2,902	4,069	6,932	8,335	12,680	20,798
%销售收入	31.0%	26.9%	26.8%	26.4%	26.4%	26.9%	%总资产	57.3%	58.6%	60.6%	55.6%	69.5%	77.8%
营业税金及附加	-56	-57	-33	-101	-224	-420	长期投资	1,733	2,141	2,511	2,795	2,794	2,794
%销售收入	2.8%	2.2%	0.7%	1.1%	1.5%	1.6%	固定资产	366	553	657	1,488	1,581	2,084
营业费用	0	0	-16	-28	-75	-131	%总资产	7.2%	8.0%	5.7%	9.9%	8.7%	7.8%
%销售收入	0.0%	0.0%	0.3%	0.3%	0.5%	0.5%	无形资产	45	118	1,305	1,175	1,106	1,049
管理费用	-256	-296	-531	-1,013	-1,642	-3,016	非流动资产	2,162	2,869	4,508	6,659	5,560	5,929
%销售收入	12.8%	11.3%	11.6%	11.0%	11.0%	11.5%	%总资产	42.7%	41.4%	39.4%	44.4%	30.5%	22.2%
息税前利润 (EBIT)	308	350	646	1,293	2,007	3,487	资产总计	5,064	6,938	11,440	14,994	18,240	26,726
%销售收入	15.4%	13.4%	14.1%	14.0%	13.4%	13.3%	短期借款	1,150	1,289	2,036	3,273	3,231	5,186
财务费用	-110	-144	-166	-232	-359	-491	应付款项	737	761	1,669	2,403	3,893	6,806
%销售收入	5.5%	5.5%	3.6%	2.5%	2.4%	1.9%	其他流动负债	741	260	581	878	1,295	2,348
资产减值损失	-7	-10	-48	-9	-5	-11	流动负债	2,628	2,309	4,286	6,555	8,419	14,339
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	354	820	498	498	498	499
投资收益	103	132	135	130	132	132	其他长期负债	37	548	1,401	1,300	1,300	1,300
%税前利润	34.9%	39.3%	22.3%	11.0%	7.4%	4.2%	负债	3,019	3,677	6,185	8,353	10,217	16,139
营业利润	294	329	567	1,183	1,775	3,118	普通股股东权益	2,025	3,236	5,117	6,447	7,815	10,366
营业利润率	14.7%	12.6%	12.4%	12.8%	11.9%	11.9%	少数股东权益	21	25	137	194	208	222
营业外收支	1	8	38	3	3	3	负债股东权益合计	5,064	6,938	11,440	14,994	18,240	26,726
税前利润	296	336	605	1,186	1,778	3,121	比率分析						
利润率	14.8%	12.9%	13.2%	12.9%	11.9%	11.9%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税	-52	-32	-76	-138	-213	-375	每股指标						
所得税率	17.6%	9.6%	12.5%	11.6%	12.0%	12.0%	每股收益	0.484	0.379	0.344	0.652	1.020	1.798
净利润	244	304	529	1,048	1,564	2,746	每股净资产	4.007	4.007	3.368	3.543	4.295	5.697
少数股东损益	-1	-2	7	57	14	14	每股经营现金净流	-0.489	-0.080	-0.422	0.009	0.452	-0.526
归属于母公司的净利润	244	306	522	991	1,550	2,732	每股股利	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100
净利率	12.2%	11.7%	11.4%	10.8%	10.4%	10.4%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	12.07%	9.46%	10.20%	15.38%	19.84%	26.36%
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	总资产收益率	4.83%	4.41%	4.56%	6.61%	8.50%	10.22%
净利润	244	304	529	1,048	1,564	2,746	投入资本收益率	7.14%	5.40%	6.22%	9.77%	13.54%	17.47%
非现金支出	31	40	93	160	170	180	增长率						
非经营收益	15	1	47	-1,121	1,175	185	主营业务收入增长率	34.44%	30.46%	75.00%	101.43%	62.00%	75.73%
营运资金变动	-537	-410	-1,311	-71	-2,087	-4,070	EBIT 增长率	44.53%	13.83%	84.29%	100.34%	55.19%	73.75%
经营活动现金净流	-247	-65	-641	17	822	-958	净利润增长率	3.66%	25.22%	70.59%	89.90%	56.40%	76.23%
资本开支	-66	-241	-349	-844	-185	-612	总资产增长率	40.48%	37.01%	64.88%	31.07%	21.65%	46.52%
投资	-39	-143	-366	16	0	0	资产管理能力						
其他	-252	-488	-308	130	132	132	应收账款周转天数	22.9	27.2	40.0	35.0	35.0	35.0
投资活动现金净流	-357	-872	-1,023	-698	-53	-480	存货周转天数	303.9	299.0	279.6	280.0	280.0	280.0
股权募资	0	966	882	0	0	0	应付账款周转天数	126.8	122.4	116.8	110.0	110.0	110.0
债权募资	798	600	1,119	1,157	-42	1,956	固定资产周转天数	58.6	44.3	48.7	53.1	28.0	21.4
其他	-138	-216	-240	-153	-370	-425	偿债能力						
筹资活动现金净流	660	1,350	1,760	1,003	-412	1,531	净负债/股东权益	36.91%	43.88%	48.38%	52.05%	38.10%	46.47%
							EBIT 利息保障倍数	2.8	2.4	3.9	5.6	5.6	7.1
现金净流量	56	413	96	322	357	93	资产负债率	59.61%	53.00%	54.07%	55.71%	56.01%	60.39%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	4	14	14	21
增持	0	0	5	5	6
中性	0	2	3	3	3
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.67	1.50	1.50	1.40

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
5	2017-05-24	买入	12.24	17.50~19.50
6	2017-07-07	买入	13.95	17.45~19.45
7	2017-07-14	买入	13.62	19.50~19.50

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为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。

此报告仅限于中国大陆使用。

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