

铁汉生态 (300197)

公司研究/简评报告

中报增速符合预期，未来高速增长确定性强

简评报告/环保

2017 年 08 月 22 日

一、事件概述

近期，铁汉生态发布 2017 年半年度报告：营业收入 27.95 亿，同比增长 92.84%；归属于上市公司股东净利 2.69 亿，同比增长 51.80%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为 2.59 亿，同比增长 48.20%。

二、分析与判断

➤ 2017 年中报业绩符合预期，母公司订单进入加速执行期

1、2017H1 营收及净利增速符合预期。公司上半年营业收入与归母净利润分别为 27.94 亿元/2.69 亿元，同比增长 92.84%/51.80%，营收状况符合我们预期。2017H1 归母净利为 2.69 亿，2016H1 归母净利为 1.77 亿，调整股权激励冲回管理费用的 4497 万后归母净利为 1.32 亿，经调整后 2017H1 归属上市公司净利增速同比为 103.88%，营收增速创自 2012 年以来的 6 年新高。

2、母公司订单进入加速执行期。母公司净利增速 2016H1 为 -39.17%，2016 年全年为 12.42%，2017H1 中位增速为 167.12%，从母公司 2016 年至今净利增速情况来看，2017 年母公司订单执行开工进入了明显加速期。

➤ 新签订单结构符合环保转型布局，业绩高速增长确定性

2016 年至 2017 年至今，公司已公告签约订单 32 份共 264 亿元，其中生态修复及水环境综合治理类项目订单占比 51.40%，市政园林类项目占比 40.09%，公司在遵从 2 条主线发展模式的同时向生态修复和水环境综合治理板块倾斜明显。所签订单中，83.39% 为 PPP 项目，66.87% 为财政部 PPP 中心入库项目，入库保障率处于同行业中上游水平。2016 年订单营收保障系数为 2.74，2017 年至今营收保障系数为 8.52，业务拓展态势良好，预计 2017 全年订单规模有望达 400 亿元。充足的在手订单将在未来两年逐步向业绩转化，驱动公司业绩持续高速增长。

➤ 回款力度加大，经营现金流大幅改善。

公司上半年经营活动现金流净流入 1.46 亿元，自 2011 年上市以来首次由负转正，主要原因是公司加强了工程项目管理，加大了回款力度。上半年收现比达 94.17%，为 2011 年以来新高。良好的回款将减轻公司的应收账款风险，提升资金运营效率。对于轻资产、重资金的工程企业而言，经营现金流的大幅改善是最大的利好。公司上半年良好的回款状况也从侧面体现出公司 PPP 业务收入确认的真实性，提升了公司未来业绩兑现的确定性。

三、盈利预测与投资建议

预计公司 2017~2019 年 EPS 分别为 0.56、0.83、1.06，看好公司未来业绩兑现及新的并购重组，给予公司 2017 年 28-32 倍 PE，对应的合理估值为 15.68-17.92，给予公司“强烈推荐”评级。

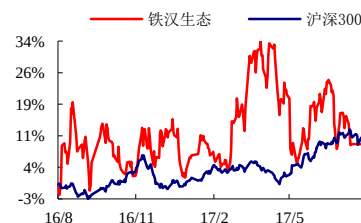
强烈推荐 维持评级

合理估值： 15.68—17.92 元

交易数据 2017-8-21

收盘价（元）	12.32
近 12 个月最高/最低	20.25/11.13
总股本（百万股）	1,520
流通股本（百万股）	991
流通股比例（%）	65.22
总市值（亿元）	187
流通市值（亿元）	122

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师： 陶贻功

执业证号： S0100513070009

电话 (010)8512 7892

邮箱 taoyigong@mszq.com

相关研究

- 1、《从环保的角度看园林，生态兴则文明兴》20170811
- 2、《PPP 项目库第 7 期季报发布，生态环保类项目落地率继续领跑》20170731
- 3、《水环境市场迎上位法颁布，行业正现爆发期》20170629

四、风险提示：

1、政策落地不及预期；2、订单签署不及预期；3、合同执行进度不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	4573.26	8222.73	12991.91	17539.08
增长率（%）	75.00%	79.80%	58.00%	35.00%
归属母公司股东净利润（百万元）	522.07	853.70	1259.17	1612.01
增长率（%）	70.59%	63.52%	47.50%	28.02%
每股收益（元）	0.34	0.56	0.83	1.06
PE（现价）	35.86	21.93	14.87	11.61
PB	3.66	2.78	2.13	1.77

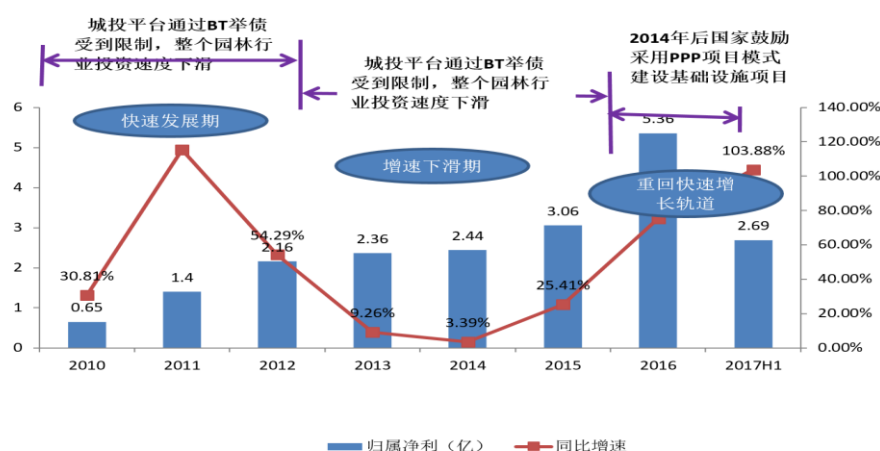
资料来源：公司公告、民生证券研究院

一、财务报表分析

(一) 营收增速创 6 年来新高，规模效应带来费用率下行

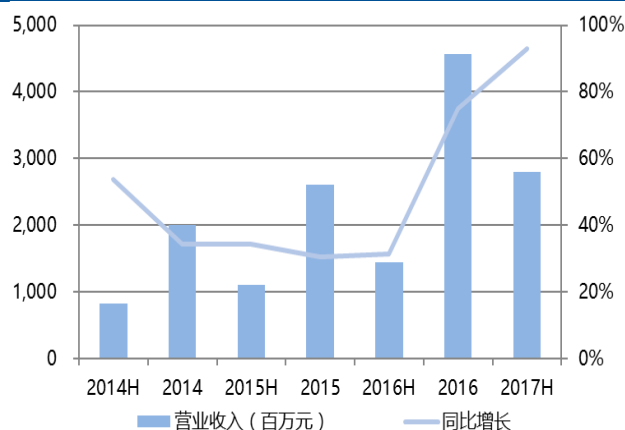
业绩兑现符合预期，营收增速创 6 年来新高。公司上半年营业收入与归母净利润分别为 27.94 亿元/2.69 亿元，同比增长 92.84%/51.80%，营收状况符合我们预期。2017H1 归母净利为 2.69 亿，2016H1 归母净利为 1.77 亿，调整股权激励冲回管理费用的 4497 万后归母净利为 1.32 亿，经调整后 2017H1 归属上市公司净利增速同比为 103.88%，营收增速创自 2012 年以来的 6 年新高。考虑到每年的下半年才是园林企业的业绩爆发期，预计公司 2017 年盈利增速预计超过 60%。

图 1：公司营收增速创 6 年来新高



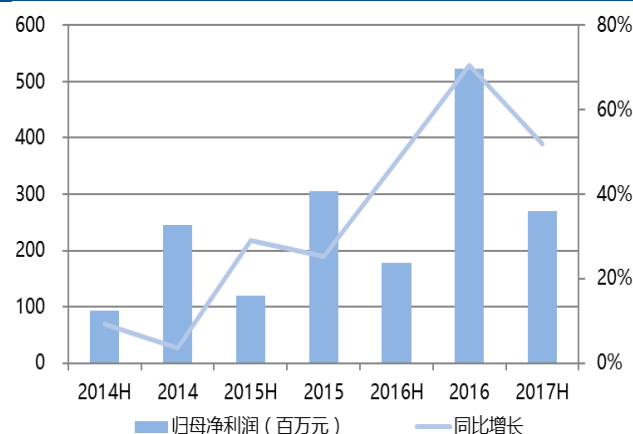
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 2：铁汉生态 2014 年以来营业收入及增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 3：铁汉生态 2014 年以来归母净利及增速



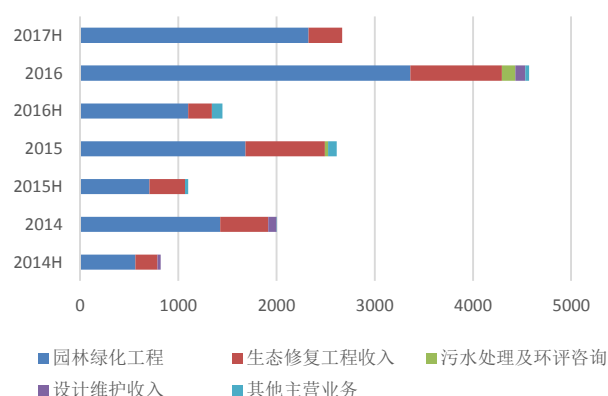
资料来源：公司公告，民生证券研究院

PPP 订单有效落地，母公司进入加速执行期。2016H1 归母净利为 1.77 亿，其中星河园林贡献净利 0.49 亿，广州环发贡献净利 0.1 亿，再扣除股权激励冲回减少的管理费用 0.45 亿，调整后 2016H1 母公司实现净利 0.73 亿，同比减少 39.17%。2016 年全年净利润扣除星河园林 1.01 亿，广州环发 0.26 亿，股权激励冲回 0.45 亿，非经常性损益 0.3 亿调整后，16 年全年母公司净利增长 12.42%。2017 年假设星河园林和广州环发半年度各实现 20% 净利润增长，母公司贡献净利为

1.95 亿,与去年同期调整后的母公司净利相比增长 167.12%。母公司净利增速 2016H1 为-39.17%, 2016 年全年为 12.42%, 2017H1 增速为 167.12%,从母公司 2016 年至今净利增速情况来看,2017 年母公司订单执行开工进入了明显加速期。

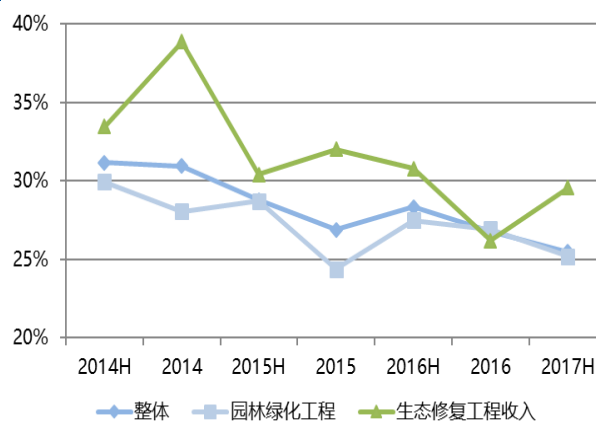
行业竞争格局激烈致毛利率下滑,关注国资合作预期。公司上半年销售毛利率 25.49%,同比下滑 2.86 个百分点,园林绿化工程/生态修复毛利率为 25.2%/29.56%,分别下滑 2.31/1.25 个百分点。从过去 3 年的趋势来看,公司毛利率有不断小幅下行的趋势,我们认为上半年公司毛利率下滑主要有两方面的原因,一是越来越多的央企进入环保市场使得民营环保企业面临更大的竞争压力,二是 PPP 合同的签订未包含利率风险,上半年严监管带来利率水平的不断上行压缩了盈利空间。

图 4: 铁汉生态 2014 年以来分业务收入 (百万元)



资料来源:公司公告,民生证券研究院

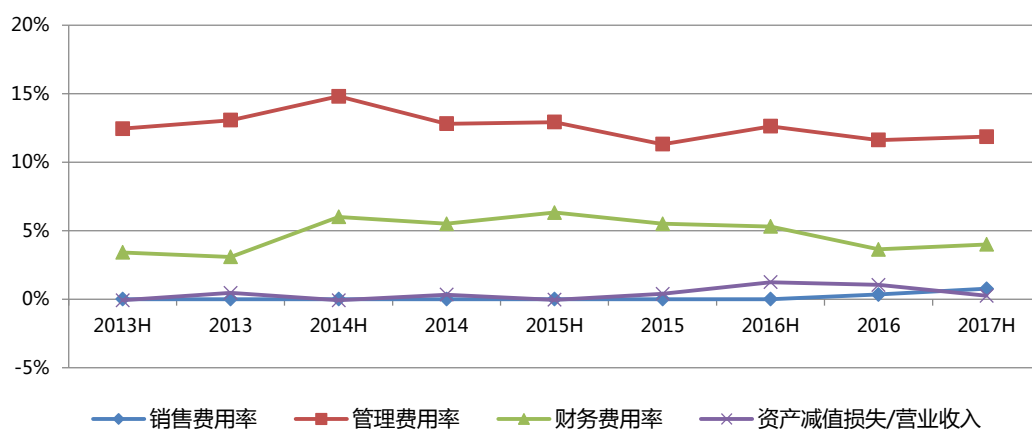
图 5: 铁汉生态 2014 年以来各业务毛利率



资料来源:公司公告,民生证券研究院

规模效应初显,三项费用率小幅下行。公司上半年销售/管理/财务费用率分别为 0.76%、3.99%、0.24%,三项费用率总体下降 1.3 个百分点,具体来看: 1) 销售费用率同比上升 0.76 个百分点,主要是去年下半年合并的从事产品销售业务的北京盖雅环境科技有限公司、深圳市铁汉一方环境有限公司以及深圳市铁汉人居环境科技有限公司并表所致; 2) 管理费用和财务费用分别下降 0.75 和 1.31 个百分点,业务扩张的带来员工薪酬和长短期债务的增加并未导致相应费用率的上升,营收的高增长抵消了费用增长的负面影响,规模效应初现,整体费用率管控良好。预计随着公司未来继续做大做强,规模效应将持续释放,三项费用率仍将保持小幅下行趋势。

图 6: 铁汉生态 2013 年以来三项费用率

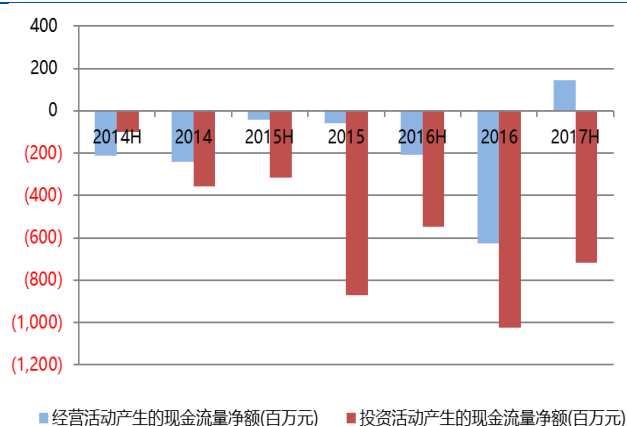


资料来源: WIND, 民生证券研究院

(二) 经营现金流大幅改善, PPP 前期费用流出预示未来业绩增长空间

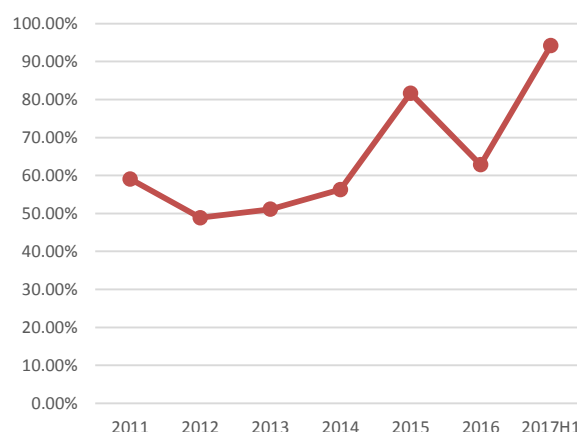
回款力度加大, 经营现金流大幅改善。公司上半年经营活动现金流净流入 1.46 亿元, 自 2011 年上市以来首次由负转正, 主要原因是公司加强了工程项目管理, 加大了回款力度。上半年收现比达 94.17%, 为 2011 年以来新高。良好的回款将减轻公司的应收账款风险, 提升资金运营效率。对于轻资产、重资金的工程企业而言, 经营现金流的大幅改善是最大的利好。公司上半年良好的回款状况也从侧面体现出公司 PPP 业务收入确认的真实性, 提升了公司未来业绩兑现的确定性。

图 7: 铁汉生态 2014 年以来经营活动和投资活动现金流



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图 8: 铁汉生态 2014 年以来收现比变化



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

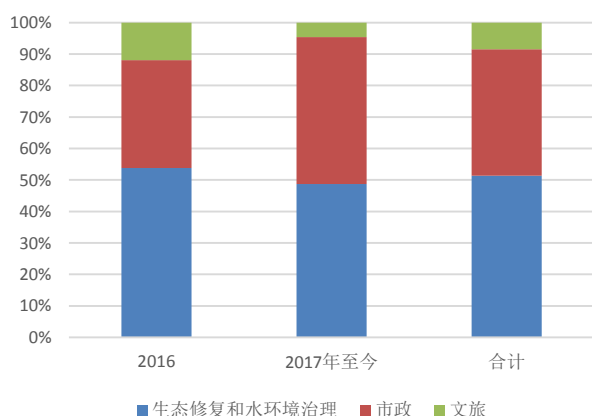
7.71 亿元 PPP 前期费用流出和 5.54 亿元押金及投标保证金预示未来较高的业绩增长空间。公司上半年投资现金流净流出 7.20 亿元, 流出量同比增加 31.65%, 主要原因是增加了 7.71 亿元的 PPP 项目前期费用流出。公司上半年支付的 PPP 和 BT 项目前期费用总和是 2016 年同期的 2.69 倍, 意味着大批项目已进入或临近施工阶段。另外, PPP 模式相较于以往的 BOT/BT 模式杠杆更高, 撬动的项目总额更大, 按当前 PPP 项目实际运行状况估算, 7.71 亿元资本金可能对应 60 亿

左右的项目总额，以此推算，公司全年业绩或有超预期的表现。上半年押金、保证金为 5.54 亿，相较于去年同期增长 78.14%，主要为投标保证金及履约保证金等，较高的增长同样可以预见未来业绩和订单进一步增长的确定性。

二、公司推荐逻辑

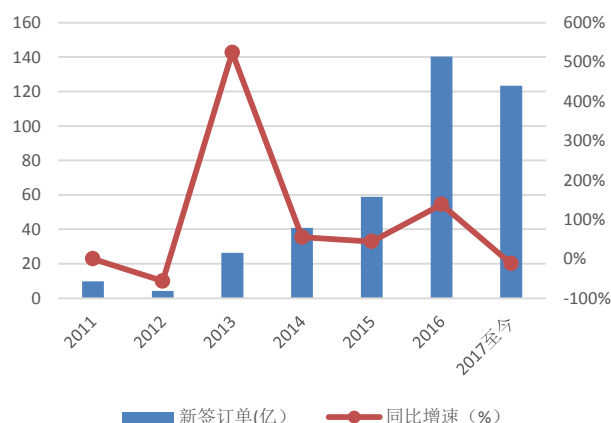
新签订单结构符合环保转型布局，业绩高速增长确定性强。2016 年至 2017 年至今，公司已公告签约订单 32 份共 264 亿元，其中生态修复及水环境综合治理类项目订单占比 51.40%，市政园林类项目占比 40.09%，公司在遵从 2 条主线发展模式的同时向生态修复和水环境综合治理板块倾斜明显。所签订单中，83.39% 为 PPP 项目，66.87% 为财政部 PPP 中心入库项目，入库保障率处于同行业中上游水平。2016 年订单营收保障系数为 2.74，2017 年至今营收保障系数为 8.52，业务拓展态势良好，预计 2017 全年订单规模有望达 400 亿元。充足的在手订单将在未来两年逐步向业绩转化，驱动公司业绩持续高速增长。

图 9：铁汉生态 2016 年以来所签订单各类项目占比



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 10：铁汉生态 2011 年以来新签订单及同比增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

加大力度拓宽融资渠道，公司未来业务开展资金需求保障性高。2017H1 拥有在手现金 21.67 亿，公司拟公开发行不超过人民币 11 亿元的可转换债券，同时公司加大了其余融资渠道拓展，公司与银河金汇证券资产管理有限公司、华泰证券有限责任公司（上海）资产管理有限公司、上海申银万国泓鼎股权投资管理有限公司等机构共同投资设立产业投资基金，通过产业基金对公司中标的 PPP 项目或政府购买服务类项目的项目公司进行投资，为公司大型 PPP 项目提供资金支持，在扩大业务规模的同时能更好的控制现金流风险，目前公司可运用现金足以保障 17 年资金投标及开工资金需求。

产业链布局完善，利于承接综合性项目。2015 年起，公司外延并购加速，先后收购了广州环发 80% 股权、星河园林 100% 并增资幸福天下获得其 30% 股权，布局了污水处理、环评咨询领域、地产园林及旅游相关领域，公司目前的战略布局已经由中游的景观生态修复分别向上游生态环境治理和下游生态环境运营进行了拓展。2017 年上半年，公司以 1.35 亿收购南兴建筑工程有限公司 100% 股权并更名为铁汉生态建设有限公司，铁汉生态建设有限公司将定位为公司的工程实施平台，有助于提升公司在工程领域的资质能力和实施能力。伴随着

城市化进程的不断提升，人民群众开始对生存环境有了更高的要求，建设“天蓝、水绿、山青”的生态环境成为了十三五环保新的工作目标。而从各地生态环保类 PPP 招标方案来看，地方政府趋向于将区域内同类项目进行打包合并或者将区域内相关联的多个项目进行跨行业打包，这对于承接项目的社会资本方提出了更高的要求，要在既能做好水质提升的同时，进行生态景观设计施工，后端还可能接入生态旅游的运营。完善产业链布局以提高综合性环保生态项目承接已成为环保及园林行业的共同发展趋势。公司凭借生态修复和园林绿化协同发展的多年经验，和清晰的外延扩张思路，将在承接大型综合性环保项目方面占据优势。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业总收入	4573.26	8222.73	12991.91	17539.08
营业成本	3348.22	6084.82	9678.97	13154.31
营业税金及附加	33.15	59.61	94.18	127.14
销售费用	15.54	27.94	44.14	59.59
管理费用	530.79	954.35	1507.88	2035.64
EBIT	761.88	1204.34	1765.97	2252.97
财务费用	165.97	225.99	313.36	388.40
资产减值损失	47.78	10.00	10.00	10.00
投资收益	134.73	134.00	134.00	134.00
营业利润	566.55	994.02	1477.38	1897.99
营业外收支	38.08	0.00	0.00	0.00
利润总额	604.63	994.02	1477.38	1897.99
所得税	75.64	129.00	201.51	264.60
净利润	528.99	865.02	1275.87	1633.40
归属于母公司的利润	522.07	853.70	1259.17	1612.01
EBITDA	820.76	1285.13	1852.31	2316.62

资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	870.48	2055.68	3247.98	4384.77
应收账款及票据	756.14	1104.89	1835.54	2134.05
预付款项	31.71	46.51	77.91	91.18
存货	3385.42	5938.48	8892.82	11263.81
其他流动资产	1127.15	37.93	37.93	37.93
流动资产合计	6170.90	9183.49	14092.18	17911.74
长期股权投资	327.79	461.79	595.79	729.79
固定资产	610.73	716.81	754.18	769.55
无形资产	500.00	525.59	572.31	636.88
非流动资产合计	4822.81	6040.82	6606.81	6849.64
资产合计	10993.71	15224.31	20698.99	24761.38
短期借款	1580.21	2552.97	3703.59	4620.98
应付账款及票据	1511.09	2417.59	3831.66	4661.45
其他流动负债	835.36	837.83	873.08	971.10
流动负债合计	3926.67	5808.39	8408.33	10253.53
长期借款	1788.36	2530.68	3342.78	3721.03
其他长期负债	24.31	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	1812.66	2530.68	3342.78	3721.03
负债合计	5739.33	8339.08	11751.10	13974.56
股本	1519.65	1592.69	1672.59	1709.80
少数股东权益	136.90	148.22	164.93	186.31
股东权益合计	5254.38	6885.23	8947.88	10786.81
负债和股东权益合计	10993.71	15224.31	20698.98	24761.38

主要财务指标 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	75.00%	79.80%	58.00%	35.00%
EBIT 增长率	61.82%	58.07%	46.63%	27.58%
净利润增长率	73.95%	63.52%	47.50%	28.02%
盈利能力				
毛利率	26.79%	26.00%	25.50%	25.00%
净利率	11.57%	10.52%	9.82%	9.31%
总资产收益率 ROA	6.93%	7.91%	8.53%	9.10%
净资产收益率 ROE	10.20%	12.67%	14.34%	15.21%
偿债能力				
流动比率	1.66	1.65	1.77	1.82
速动比率	0.51	0.62	0.71	0.72
现金比率	0.22	0.35	0.39	0.43
资产负债率	52.21%	54.77%	56.77%	56.44%
经营效率				
应收账款周转天数	6.05	7.44	7.08	8.22
存货周转天数	364.00	351.34	330.76	308.26
总资产周转率	0.42	0.54	0.63	0.71
每股指标 (元)				
每股收益	0.34	0.56	0.83	1.06
每股净资产	3.37	4.43	5.78	6.98
每股经营现金流	-0.41	-0.55	-0.73	0.09
每股股利	0.06	0.09	0.13	0.17
估值分析				
PE	35.86	21.93	14.87	11.61
PB	3.66	2.78	2.13	1.77
EV/EBITDA	29.17	20.60	15.72	13.11
股息收益率	0.00	0.01	0.01	0.01

现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	528.99	865.02	1275.87	1633.40
折旧和摊销	58.88	80.79	86.34	63.66
营运资金变动	-1206.60	-1778.73	-2478.81	-1552.87
经营活动现金流	-618.73	-832.92	-1116.59	144.18
资本开支				
投资				
投资活动现金流	-1023.06	-231.36	-152.00	-153.60
股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
债务募资	2078.26	5083.66	7046.36	8342.01
筹资活动现金流	1760.45	2249.48	2460.89	1146.21
现金净流量	118.65	1185.20	1192.30	1136.79

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师简介

陶贻功：毕业于中国矿业大学（北京），本科专业化学工程与工艺，研究生专业矿物加工工程（煤化工）。2011年7月加入民生证券至今。一直从事煤炭、电力、燃气、环保等大能源方向的行业研究。2012年“新财富最佳分析师”入围、2012年“第六届水晶球奖”（非公募类）第二名、2012年“金牛分析师”入围奖核心成员。2015年“天眼”采掘行业最佳选股分析师第二名；2016年“慧眼”环保行业第二名。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。