

铁汉生态 (300197.SZ)

建筑施工行业

评级：买入 维持评级

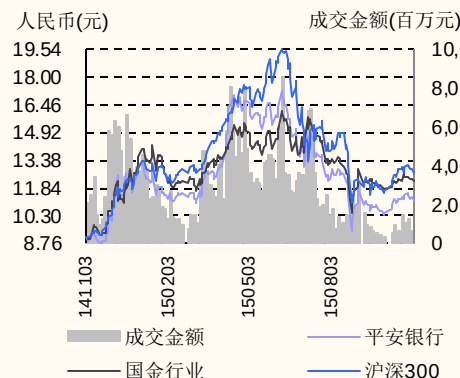
公司点评

市场价格(人民币): 12.32 元
目标价格(人民币): 16.20-16.20 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 3857.05



相关报告

- 1.《现金流维持正流入, PPP 基金保障资金无忧-铁汉生态公司点评》, 2017.8.22
- 2.《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
- 3.《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
- 4.《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
- 5.《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

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

再推大规模股权激励, 利益协同料促发展上台阶

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	0.541	0.839	1.141
每股净资产(元)	4.01	3.37	3.45	4.05	4.90
每股经营性现金流(元)	-0.08	-0.42	0.12	0.52	0.26
市盈率(倍)	45.15	36.91	22.79	14.68	10.79
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%	57.36%	55.28%	35.97%
净资产收益率(%)	9.46%	10.20%	13.09%	17.31%	19.44%
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

- 公司公布 2017 年股票期权激励计划草案, 拟向 496 名激励对象授予 1.5 亿份股票期权, 约占公司总股本的 9.87%, 拟首次授予 1.2 亿份股票期权。

经营分析

- **12.9 元行权价显管理层信心, 长期激励绑定利益一致前行:** 1) 公司于 9 月 5 日公布 2017 年股票期权激励计划, 拟向 496 名激励对象授予 1.5 亿份股票期权, 其中首次授予 1.2 亿份股票期权 (约占总股本的 7.9%), 3000 万份为预留期权, 本次激励对象包括公司董事、高级管理人员、中高级管理人员以及核心技术人员; 2) 本次激励计划涉及到的股票来源为公司向激励对象定向发行 A 股普通股, 首次授予的股票期的行权价格为 12.9 元, 授予部分在未来 36 个月内分三期行权, 可行权数量比例分别为 40%/30%/30%, 第一个行权期在首次授权登记完成 18 个月后将开始, 我们预计在 2019 年概率较大, 根据预测 2019 年公司业绩为 17.4 亿, 若考虑行权增加 0.48 亿股本, 则 EPS 为 1.10, 相比定增前 EPS 为 1.14 摊薄 3.5%影响不大; 3) 本激励行权的业绩条件为 18-20 年净利润达到 10.2/13.3/17.4 亿, 低于与市场一致预期, 我们判断达到行权条件可能性较大, 同时股权激励拟以 12.9 元为行权价高于公司停牌股价 12.3 元, 彰显管理层信心; 4) 由于业绩达到条件可能性较大, 我们认为此次股权激励的作用相当于向高管定增募资, 若高管行权则可募资 15.5 亿, 可缓解公司资金压力, 且进一步绑定公司大股东与高管利益, 有望助力公司发展进入新台阶; 5) 根据公司测算, 首次授予的 1200 万份股票的期权公允价值约 3 亿元, 摊销费用 17-21 年分别为 0.3/1.2/0.9/0.5/0.1 亿, 若不考虑股权激励的管理费用影响, 我们预计 2017/2018 年业绩为 8.2/12.8 亿, 则股权激励的管理费用对 17/18 年的业绩有一定影响但影响程度不大, 如果考虑股票期权激励计划带来的经营效率提高, 激励计划对业绩的提升将高于费用的增加。

- **生态环保/雄安/PPP 三大催化可期:** 1) 今年 1-7 月我国生态环保投资额大幅增长 45.9%, 行业景气度仍高, 十九大在即园林行业处较好政治经济学窗口期; 2) 8 月 19 日发布的《雄安新区绿色金融规划报告》提出雄安新区绿色金融的具体设想, 预计带来万亿绿色投资, 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) PPP 立法在即，我们认为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，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，资产重组值得期待：**1) 2017 年至今，公司中标 16 个项目金额总计 165 亿元（含联合中标），为 2016 年营收 46 亿 3.6 倍，其中 PPP 项目 148 亿，占比高达 89%，入库率 100%；2) 中报显经营情况良好：2017 年上半年实现营收/归母净利 27.95/2.69 亿元，同增 92.8%/51.8%，且经营活动产生现金流量净额达 1.46 亿元，同比高增 170%，业绩高增同时延续了 Q1 经营性现金流为正的良好局面；3) 公司于 8 月 4 日停牌，筹划重大资产重组，涉及标的属于公司主营业务领域的水务环保业，有望为企业注入新活力。

投资建议

- 我们公司订单高增之下业绩确定性继续高增，考虑到公司股权激励所对应的业绩条件，我们下调盈利预测，对应 2017/2018 年 EPS 为 0.54/0.84 元，给予公司 6-12 个月 16.2 元目标价位，对应 2017/2018 年 PE 估值 30/19 倍。

风险提示

股权激励达到行权条件但未行权、PPP 落地不及预期风险、并购重组整合风险。

图表 1：铁汉生态今年中标项目统计

	项目 类型	工程名称	中标日期	项目总投资额 (亿)	公司承接 金额(亿)
1	PPP	盘县西冲河统筹城乡发展乡村旅游综合体 PPP 项目	2017/8/10 预 中标	10.76	
2	PPP	日照市城市公园及绿化工程 PPP 项目	2017/7/24	9.0	9
3	PPP	滨州北海经济开发区水系贯通及综合治理工程 PPP 项目	2017/6/5	16.4	11
4	PPP	保山市腾冲边境经济合作区供排水 PPP 项目	2017/5/31	5.0	
5	PPP	华阴市长涧河流域综合治理工程（一期）PPP 项目	2017/5/22	9.0	2.02
6	PPP	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	2017/4/20	48.1	7.2
7	PPP	乌鲁木齐高新区（新市区）二〇一七年园林绿化（C 包）PPP 项目	2017/7/28	7.6	7.56
8	PPP	乌鲁木齐高新区（新市区）2017 年美丽乡村建设 PPP 项目（B 包）	2017/5/8	13.1	10.69
9	PPP	海口市小游园、街边绿地等景观提升工程 PPP 项目	2016/11/11	2.0	2.04
10	PPP	临湘市长安文化创意园 PPP 项目	2017/1/9	5.7	1.88
11	PPP	中宁县生态连城黄河过境段一期 PPP 项目	2017/3/22	8.7	8.68
12	PPP	伊河嵩县城区水生态治理 PPP 项目	2017/1/18	3.6	3.578
13	PPP	宁海县城市基础设施 PPP 项目	2016/10/17	8.9	8.87
14	非 PPP	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）	2017/3/17	5.8	4.38
15	非 PPP	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	2017/4/11	7.0	7
16	非 PPP	乌当区松溪河环溪水生态环境综合治理项目施工一标段	2017/2/24	4.8	4.84
合计				165.3	104.5

来源：公司公告、国金证券研究所

备注：未公告公司承接金额的订单按照公司承接全部业务计算

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	8,243	13,009	17,678	货币资金	749	1,173	1,283	1,605	1,962	2,055
增长率		30.5%	75.0%	80.2%	57.8%	35.9%	应收账款	215	344	1,098	1,214	1,916	2,603
主营业务成本	-1,383	-1,910	-3,348	-6,097	-9,579	-12,932	存货	1,385	1,745	3,385	4,677	7,348	9,920
%销售收入	69.0%	73.1%	73.2%	74.0%	73.6%	73.2%	其他流动资产	554	806	1,165	169	88	118
毛利	620	703	1,225	2,146	3,430	4,746	流动资产	2,902	4,069	6,932	7,664	11,314	14,697
%销售收入	31.0%	26.9%	26.8%	26.0%	26.4%	26.8%	%总资产	57.3%	58.6%	60.6%	50.3%	63.6%	68.3%
营业税金及附加	-56	-57	-33	-91	-195	-283	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	-25	-65	-88	%总资产	7.2%	8.0%	5.7%	9.8%	8.9%	9.7%
%销售收入	0.0%	0.0%	0.3%	0.3%	0.5%	0.5%	无形资产	45	118	1,305	2,081	2,012	1,955
管理费用	-256	-296	-531	-907	-1,431	-2,033	非流动资产	2,162	2,869	4,508	7,565	6,466	6,835
%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%	49.7%	36.4%	31.7%
息税前利润 (EBIT)	308	350	646	1,124	1,739	2,342	资产总计	5,064	6,938	11,440	15,230	17,780	21,531
%销售收入	15.4%	13.4%	14.1%	13.6%	13.4%	13.2%	短期借款	1,150	1,289	2,036	4,003	3,877	4,388
财务费用	-110	-144	-166	-256	-404	-486	应付款项	737	761	1,669	2,161	3,397	4,591
%销售收入	5.5%	5.5%	3.6%	3.1%	3.1%	2.7%	其他流动负债	741	260	581	796	1,129	1,608
资产减值损失	-7	-10	-48	-8	-5	-4	流动负债	2,628	2,309	4,286	6,960	8,403	10,587
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%	13.1%	9.0%	6.6%	负债	3,019	3,677	6,185	8,759	10,201	12,386
营业利润	294	329	567	991	1,463	1,984	普通股股东权益	2,025	3,236	5,117	6,277	7,371	8,923
营业利润率	14.7%	12.6%	12.4%	12.0%	11.2%	11.2%	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	15,230	17,780	21,531
税前利润	296	336	605	994	1,466	1,987							
利润率	14.8%	12.9%	13.2%	12.1%	11.3%	11.2%	比率分析						
所得税	-52	-32	-76	-115	-176	-238		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税率	17.6%	9.6%	12.5%	11.6%	12.0%	12.0%	每股指标						
净利润	244	304	529	878	1,290	1,749	每股收益	0.484	0.379	0.344	0.541	0.839	1.141
少数股东损益	-1	-2	7	57	14	14	每股净资产	4.007	4.007	3.368	3.450	4.051	4.904
归属于母公司的净利润	244	306	522	822	1,276	1,735	每股经营现金净流	-0.489	-0.080	-0.422	0.119	0.523	0.264
净利率	12.2%	11.7%	11.4%	10.0%	9.8%	9.8%	每股股利	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100
							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%	13.09%	17.31%	19.44%
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	总资产收益率	4.83%	4.41%	4.56%	5.39%	7.17%	8.06%
净利润	244	304	529	878	1,290	1,749	投入资本收益率	7.14%	5.40%	6.22%	8.10%	11.56%	13.45%
非现金支出	31	40	93	159	169	174	增长率						
非经营收益	15	1	47	-1,097	1,220	180	主营业务收入增长率	34.44%	30.46%	75.00%	80.24%	57.82%	35.89%
营运资金变动	-537	-410	-1,311	275	-1,727	-1,622	EBIT增长率	44.53%	13.83%	84.29%	74.15%	54.69%	34.67%
经营活动现金净流	-247	-65	-641	217	952	481	净利润增长率	3.66%	25.22%	70.59%	57.36%	55.28%	35.97%
资本开支	-66	-241	-349	-1,750	-185	-612	总资产增长率	40.48%	37.01%	64.88%	33.13%	16.75%	21.10%
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	-1,604	-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	1,887	-127	512	固定资产周转天数	58.6	44.3	48.7	59.3	32.1	31.7
其他	-138	-216	-240	-177	-415	-420	偿债能力						
筹资活动现金净流	660	1,350	1,760	1,709	-542	92	净负债/股东权益	36.91%	43.88%	48.38%	64.70%	48.86%	45.07%
							EBIT利息保障倍数	2.8	2.4	3.9	4.4	4.3	4.8
现金净流量	56	413	96	322	357	93	资产负债率	59.61%	53.00%	54.07%	57.51%	57.38%	57.53%

来源：公司公告、国金证券研究所、聚源数据

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	1	10	23	23	25
增持	0	5	10	10	10
中性	0	4	5	5	5
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.68	1.53	1.53	1.50

来源：朝阳永续

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
8	2017-08-22	买入	12.32	19.50~19.50

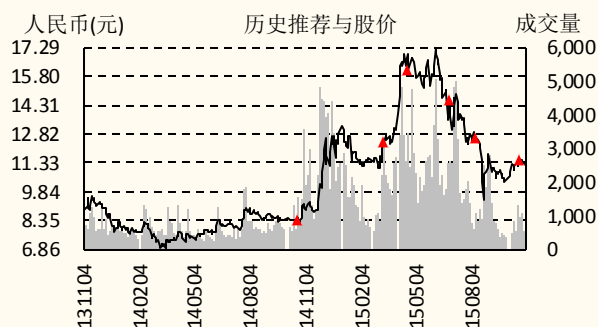
来源：国金证券研究所

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



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