民生证券 MINSHENG SECURITIES

铁汉生态（300197）

公司研究/简评报告

重组失败复牌，不改公司高速增长预期

简评报告/环保　　2017 年 09 月 29 日

一、事件概述

近期，铁汉生态发布公告，宣布公司终止重大资产重组，公司股票将于 2017 年 9 月 29 日（周五）开市起复牌。

二、分析与判断

➢ **标的资产为水务环保行业，停牌近 2 个月后终止重大资产重组**

公司自 2017 年 8 月 4 日起停牌，遵循上市公司每 5 个交易日披露一次重组进展情况的规定，其中 8 月 17 日重大资产重组停牌进展公告中首次公告交易对方涉及水务环保行业。后在 2017 年 9 月 28 日晚间公告中，宣布公司终止重大资产重组并于 2017 年 9 月 29 日复牌，这标志着近 2 个月的重大资产重组工作暂告一段落。公司给出终止原因为经过尽职调查，并就标的公司的主营业务、经营战略与公司的发展战略协同效应等方面进行充分讨论后，认为目前重组条件尚未成熟。公司自成立以来一直坚持发展园林生态主业，在 2011 年上市至今进行的较大型的收购，是 2016 年收购的星景园林，在并购及重大资产重组问题上公司一直比较谨慎，符合其稳健经营的风格。

➢ **停牌期间公司各项业务有序开展，重组失败不改公司未来高增长预期**

停牌前市场对公司重组预期较小，停牌期间公司基本面未有重大变化，各项业务正有序开展中。水生态治理订单逐步释放，上半年经营性现金流净额实现上市后的首次转正，公司停牌日（20170803）收盘价 12.32 元/股，对应 PE 22 倍，期间蒙草生态涨幅 11.31%、PE 27 倍，东方园林涨幅 22.91%、PE 26 倍，均创历史新高，看好公司复牌后的补涨行情。公司于 2017 年 6 月 30 日以 12.19 元/股均价完成 7.78 亿第二期员工持股计划的购买，后于 2017 年 9 月 5 日推出 2017 年股票期权激励计划，拟向激励对象授予 1.5 亿份股票期权，约占总股本的 9.87%，行权考核年度为 2018 年-2020 年，业绩考核目标分别为 10.19、13.31 和 17.37 亿，首次授予的股票期权的行权价格为 12.90 元。公司自身对于未来高速发展信心充足，员工激励到位，重组失败不改变我们对公司未来业绩高增长预期。

➢ **新签订单结构符合环保转型布局，营收保障系数保障业绩高增长性**

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。

三、盈利预测与投资建议

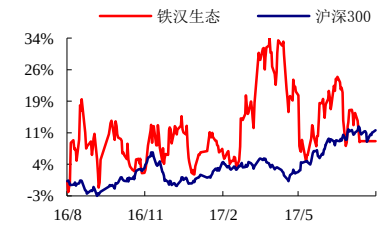
预计公司 2017~2019 年 EPS 分别为 0.56、0.83、1.06，看好公司未来业绩兑现及新的并购重组，给予公司 2017 年 28-32 倍 PE，对应的合理估值为 15.68-17.92

强烈推荐　维持评级

合理估值：　15.68—17.92 元

交易数据	2017-9-28
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

元/股，给予公司“强烈推荐”评级。

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

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%
净利润率	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。