

铁汉生态(300197)

公司研究/深度报告

充分受益生态环保和乡村振兴市场，开启二次扩张升级之路

深度研究报告/环保及公用事业行业

2017年12月27日

报告摘要：

► 为补全面建设小康社会短板，十三五水环境综合治理和乡村振兴市场将通过PPP的形式集中释放

财政部在库水环境治理项目在库总额近1.4万亿，其中落地项目3653亿，落地率稳居行业第三位，我们预计剩余近1万亿水环境治理相关的在库项目将在2020年前全部招标完成。相关部委均把水环境治理项目作为十三五重点工作进行推进，保证了项目落地率及可执行性，环保部对水十条进展相对滞后地区开展专项督导，夯实压茬现阶段水环境保护工作的有序开展。习总书记在十九大报告中指出要决胜全面建成小康社会，坚定实施乡村振兴等战略，补齐农村生态环境整治这块短板中的短板。过去我国农村环境整治效果并不理想，整体投入水平较低、区域不均衡，部分地区的巨大投入并未带来明显的环境改善，设施闲置率较高。新时期农村环境整治建设内容综合性强，结合产业兴旺和生活富裕总要求，项目上除农村生活污水、禽畜养殖污染治理等传统环境工程外，通常还包括景观绿化、村道修葺、特色建筑、特色产业等，与十二五相比承接业务的多元化要求明显提升。我们预计2020年将新增完成环境综合整治的建制村13万个，对应千亿改造空间。

► 园林企业在环保PPP市场竞争中具备先天优势，公司开启二次创业升级之路

2010至2012年公司凭借自身品牌、技术及上市募集的资金优势，借BT项目东风快速发展。2012年起以BT方式举借政府债务严格受限，致使2013至2015年公司营收及利润增速下滑明显。由于水环境综合治理和乡村振兴两类项目均具强公益性，投资周期长、投资额巨大，天然适合PPP模式，使得项目经验丰富、资金筹措实力强劲、建设内容涵盖面广的园林生态公司在竞争蓝海阶段具备先发优势。而在十二五期间公司已开始开展水生态修复项目，积累了招标、设计、筹资、建设、运营等方面的经验，在市场爆发初期便抢占了先机，从而在与传统水务及环保公司的竞争中脱颖而出，迈入二次快速发展期。

► 公司2017年完成订单已达300亿，类型向生态环境板块倾斜明显

2017年至今公司已公告中标订单23份共258.36亿，公告调研纪要显示目前完成订单已达300亿，其中11月以来新公告订单121.62亿，并包含4个过20亿的大项目，是公司上市以来承接项目规模的重大突破。从订单结构上来看，生态修复及水环境综合治理类项目订单占比61.16%，市政园林类项目占比26.38%，文旅类项目占比12.46%。生态修复及水环境综合治理类订单占比与2016年全年相比提高了7.42%，公司在坚持市政园林与生态环境修复两条主线并行发展的同时，向生态环境修复板块倾斜发展。截止目前，公司已公告订单总额比去年全年公告订单总额增长了70%，充足在手订单将为未来业绩持续高速增长提供保障。

► 公共服务领域供给侧改革开启，公司为首的优质大型民企市占率有望获得提升

11月财政部发布92号文规范PPP模式，开启了公共服务供给侧改革。92号文发布前夕内蒙古、新疆等省份已开始有大量储备库的项目被移出，甚至不规范的执行阶段项目也开始被移出项目库。与非上市公司相比，上市企业的财务内控制度、对外信息披露、资金实力等条件更为优秀，项目规范化程度相对较高，或将改变其过去市占率下降的趋势。公司获取订单能力位居环保上市企业第一梯队中的中上游水平，

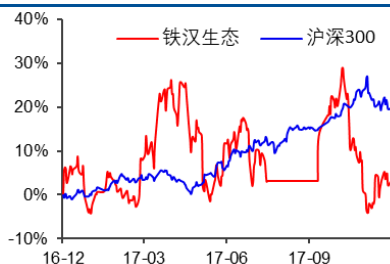
强烈推荐 维持评级

当前价格(元)： 11.55

交易数据 2017/12/26

近12个月最高/最低(元)	15.40/11.47
总股本(百万股)	1,520
流通股本(百万股)	991
流通股比例(%)	65%
总市值(亿元)	176.00
流通市值(亿元)	114.00

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、《近期订单加速释放，全年订单高速增长可期》20171123
- 2、《前三季度业绩增速符合预期，看好公司未来高速增长》20171027
- 3、《前三季度中位增速65%，母公司业绩进入加速兑现期》20171013
- 4、《重组失败复牌，不改公司高增长预期》20170930
- 5、《中报增速符合预期，未来高速增长确定性》20170822

2017 年以来新签订单向生态环保倾斜，承接项目紧贴十三五补短板需求，项目规范化程度高。在 192 号文强化对央企参与 PPP 监管以及 2059 号文鼓励民企参与 PPP 的背景下，公司未来市占率有望获得提升。

➤ 经营风格稳健、项目运作规范，资金压力无需多虑

经测算公司过去 BT 项目的回款状况良好，待回款部分对之后现金流影响较小。定增受限背景下公司早早地筹划了 11 亿可转债，彰显前瞻性眼光，12 月 18 日公司可转债已完成申购，资金到位后将推动公司在手订单向业绩的转化。随着 PPP 业务占比的提升公司长期债务的比例亦显著提升，匹配 PPP 项目的长回款周期。可用现金完全可支撑明年投标及施工资金需求量，业绩增长无需担忧资金压力。

➤ 投资建议

我们看好公司迈入环保第一梯队上游的进阶实力，预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.53、0.80、1.06 元，公司业绩持续增长确定性高，维持“强烈推荐”评级。

➤ 风险提示

1、财政部在库项目不合规率超预期；2、利率大幅上行减缓 PPP 项目落地速度；3、公司订单签订及执行落地状况不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	4573.26	8140.41	12373.42	16456.65
增长率 (%)	75.00%	78.00%	52.00%	33.00%
归属母公司股东净利润 (百万元)	522.07	809.44	1208.99	1607.47
增长率 (%)	70.59%	55.05%	49.36%	32.96%
每股收益 (元)	0.34	0.53	0.80	1.06
PE (现价)	33.62	21.68	14.52	10.92
PB	3.43	2.63	2.08	1.71

资料来源：公司公告、民生证券研究院

目录

一、公司迎二次创业期，订单优势促更新升级	4
(一) 上市之后的两百亿市值突破历程，虽曲折但步伐扎实	4
(二) 水环境综合治理和乡村振兴市场于十三五集中爆发，助力公司二次创业升级之路	6
1、生态环境治理类 PPP 项目多数涉及水质提升，落地率高且行业空间广阔	6
2、农村生态环境成乡村振兴战略短板，综合整治需结合产业兴旺和生活富裕总要求	8
3、两类项目均具强公益性天然适合 PPP 模式，建设内容涵盖面广园林生态公司极具优势	9
(三) 2016 年以来订单持续加速绝非偶然，公司十二五期间早已开始水生态修复项目经验积累	11
二、PPP 项目规范化进程开启，有望提升公司未来市占率	13
(一) 部分地区已开始 PPP 项目清理出库工作，公共服务供给侧改革将提升上市公司市占率	13
(二) 公司位居环保上市企业第一梯队，拿单实力强劲	15
(三) 公司承接项目紧贴十三五补短板需求，项目规范化程度高无惧政策监管驱严	16
三、项目运作规范，充分保障融资来源	19
(一) 以往 BT 项目回款正常，后期对现金流影响愈来愈小	19
(二) 公司筹资能力突出，在手资金完全可保障 2018 年需求量	21
四、估值与盈利预测	23
(一) 盈利预测	23
(二) 估值分析	24
(三) 安全边际	25
五、风险提示	25
插图目录	27
表格目录	28

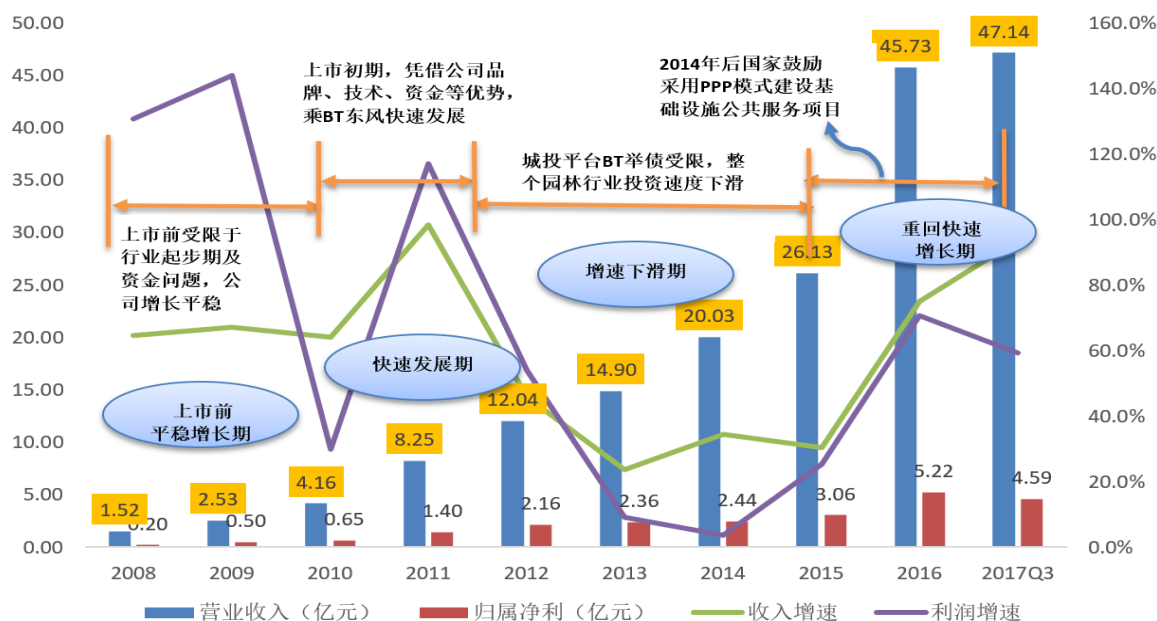
一、公司迎二次创业期，订单优势促更新升级

(一) 上市之后的两百亿市值突破历程，虽曲折但步伐扎实

- ◆ 公司成立于 2001 年，主要业务为生态修复，自始至终专注于主业发展。公司先后取得园林绿化一级资质和风景园林工程设计甲级资质，被认定为国家高新技术企业，并于 2009 年 9 月整体改制为股份公司，更名“深圳市铁汉生态环境股份有限公司”。
- ◆ 公司于 2011 年成功在创业板上市后进入快速增长期。2011 年上市募集资金 10.5 亿，用于广东梅县大坪镇苗圃基地建设、增加工程配套资金等，通过借助资本市场募集资金、技术和施工经验优势，专注于园林绿化和生态修复两条主线，成长为生态园林行业的优质大型民企，并塑造了 2011-2013 全国城市园林绿化企业 50 强等优质的品牌形象。
- ◆ 2010 至 2012 年公司凭借自身品牌、技术及上市募集的资金优势，借 BT 项目东风快速发展。公司营业收入自上市前 2010 年的 4 亿迅速增长至 2012 年的 12 亿，增长 3 倍，复合增速 44.22%；归母净利润从 6500 万增长至 2.16 亿，复合增速 49.23%，实现了公司营收规模的迅速扩张。
- ◆ 2012 年起以 BT 方式举借政府债务严格受限，2013 至 2015 年公司营收及归属净利增速下滑明显。由于 2008 年国家“四万亿”计划推出后各地方政府融资平台大幅举债加大基础设施建设投资力度，地方政府性隐性债务规模迅速膨胀，为遏制地方政府违法违规融资，2012 年年底，国务院发布《关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》财政部、发改委等四部分联合发布《关于制止地方政府违法违规融资行为的通知》（国发〔2010〕19 号），严格限制地方政府以 BT 方式举借政府性债务行为。园林绿化及生态修复项目主要以 BT 项目为主，业主方为各城投平台，由于 12 年起对地方融资平台举债规模的管控，自 2012-2015 年整个园林行业平均营收及归属股东净利润出现了显著的下降。受制于整个园林绿化行业工程业务量下滑，公司营收及归属净利增速下滑明显。公司 2013 年-2015 年营收由 14.9 亿增长到 26.13 亿，复合增速为 20.59%；归母净利从 2.36 亿增长到 3.06 亿，复合增速为 9.04%。
- ◆ 2016 年起公司紧抓 PPP 浪潮，公司迈入二次快速发展期。2014 年财政部印发《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》，在建项目要优先通过 PPP 模式推进，并于当年推出了第 1 批示范项目。截至 2017 年 9 月末，全国入库项目 14220 个，累计投资额 17.8 万亿元，其中管理库 10.1 万亿，储备库 7.7 万亿，我们采用已落地项目金额与管理库项目金额的比值计算得出截至三季度狭义投资额落地率为 40.59%，落地率可观。铁汉生态紧抓住行业发展机遇，自 2014 年开始试水 PPP 项目，截至 2017 年 12 月 23 日我们统计到的公司已公告在手 PPP 订单已有 258 亿（不包括框架协议），公司公告调研纪要显示目前完成订单已达 300 亿。公司 2017 年前三季度营业收入 47.14 亿，同比增长 93.62%；归母净利润 4.59 亿，同比增长 59.26%。

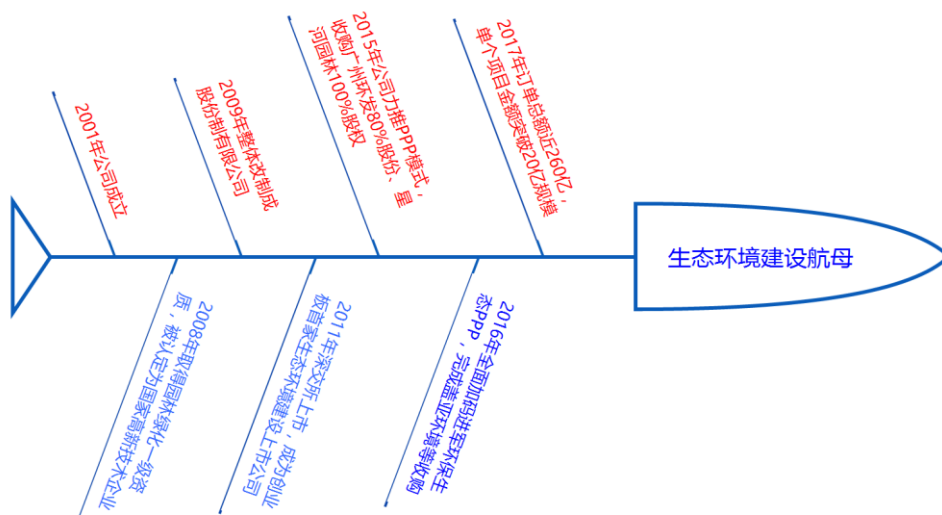
母公司 2016 年前三季度营收增速为 12.12%，净利增速为 23.86%，而 2017 年前三季度母公司营收增速为 114.89%，净利增速为 75.34%，2017 年母公司订单执行开工进入了明显加速期。公司在手订单丰厚，项目自 2017 年执行落地进入加速期，未来 3 年高速增长确定性强。

图 1：公司自 2008 年以来营收及利润增长情况



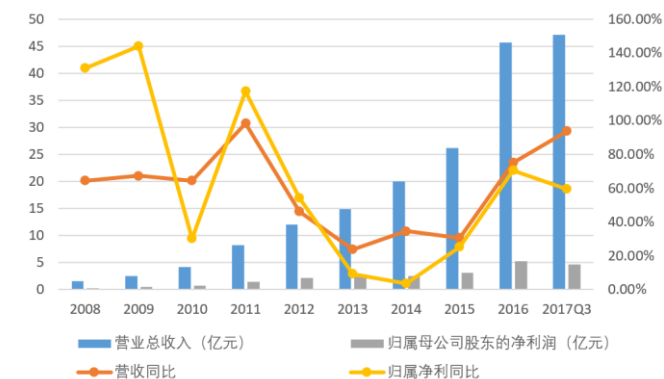
资料来源：公司网站，民生证券研究院

图 2：生态环境建设航母级公司成长历程



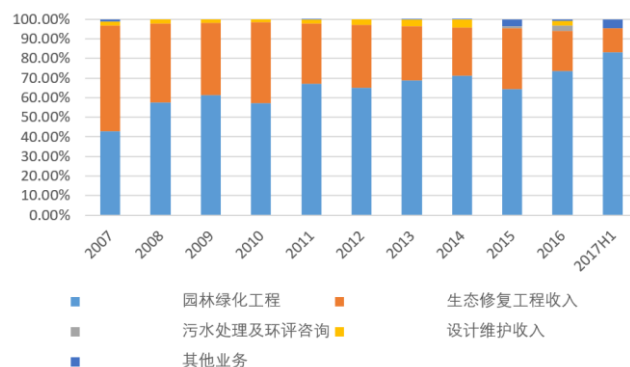
资料来源：公司网站，民生证券研究院

图 3：铁汉生态 2008 年以来的营收及归属净利增长



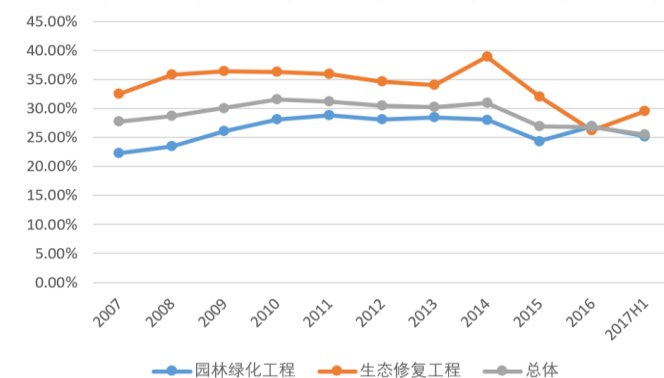
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 4：铁汉生态 2008 年以来各项业务占比情况



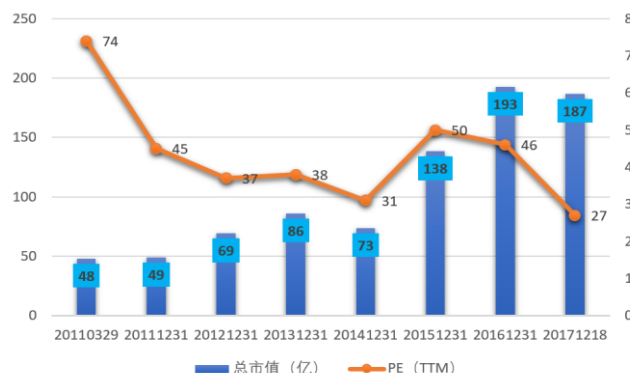
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 5：铁汉生态 2007 年以来各块业务毛利率变化情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 6：铁汉生态 2008 年市值及估值变化情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

（二）水环境综合治理和乡村振兴市场于十三五集中爆发，助力公司二次创业升级之路

1、生态环境治理类 PPP 项目多数涉及水质提升，落地率高且行业空间广阔

水环境综合治理项目落地率稳居行业第三位，近万亿项目有待执行落地。截至 2017 年 10 月末，生态建设和环境保护综合治理项目共计 7500 亿，其中 80% 的项目与水相关，1500 亿海绵城市、2800 亿污水处理、2300 亿供排水、560 亿管网（非地下管廊项目）也都是水环境治理项目。水环境治理项目在库总额近 1.4 万亿，其中落地项目 3653 亿，在库和落地分别占据了大环保整体市场的 80%/77%，落地率稳居行业第三位。我们预计剩余近 1 万亿水环境治理相关的在库项目将在 2020 年前全部招标完成，综合来看水环境综合整治项目仍是目前环保 PPP 确定性最高的领域。

从部委工作计划推进来看，相关部委均把水环境治理项目作为十三五重点工作进行推进，

这也保证了项目落地率及可执行性。环保部于 10 月中旬印发《重点流域水污染防治规划（2016-2020 年）》，“十三五”重点流域骨干工程项目投资匡算合计 7000 亿。国家发改委于 12 月 9 日印发了《关于重点流域水环境综合治理中央预算内投资计划管理办法的通知》，将建立专项补助资金库，用于重点支持对水环境质量改善直接相关的项目，包括城镇污水处理、城镇垃圾处理、河道（湖库）水环境综合治理和城镇饮用水水源地治理等工程。专项资金投资补助原则上按东中西部地区分别不高于项目合理造价的 30%、45%和 60%控制，补助比例高，显示了对于水环境治理类项目的高度重视。住建部于 2015 年 10 月印发城市黑臭水体整治工作指南，根据全国城市黑臭水体整治信息发布平台显示，目前已完成治理黑臭河 927 条，完成率达 44%，自 2016 年各省市黑臭河全力推进至今，已然获得了较高的完成率。此外，水利部于 2013 年启动了全国水生态文明城市建设试点工作，全国共计 105 个试点城市，截至 12 日首批试点城市中的 28 个已通过验收，预计 2018 年全面完成所有试点验收工作。试点工作开展以来，累计完成投资超过 7500 亿元，其中社会资本占近三分之一，试点城市水功能区水质达标率由 64.2%上升到 82.1%，对城市水质改善工作推动明显。几乎所有涉水管理的部级单位，近年来均把水环境综合治理任务作为重要工作来抓，对相应水环境综合治理工作推动作用明显。

图 7: 浙江奉化滕头村外婆河景观—水生态城市试点验收



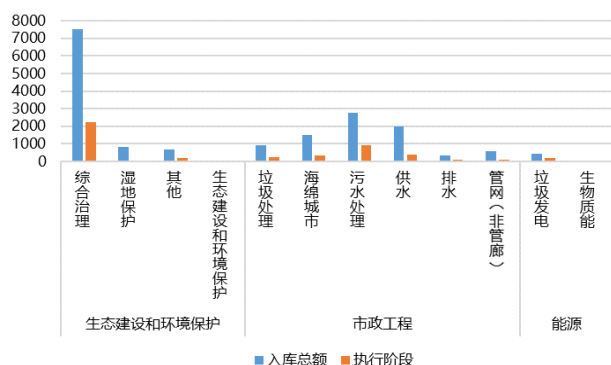
资料来源：民生证券研究院整理

图 8: 陕西林皋镇污水处理厂项目进展--重点项目巡查



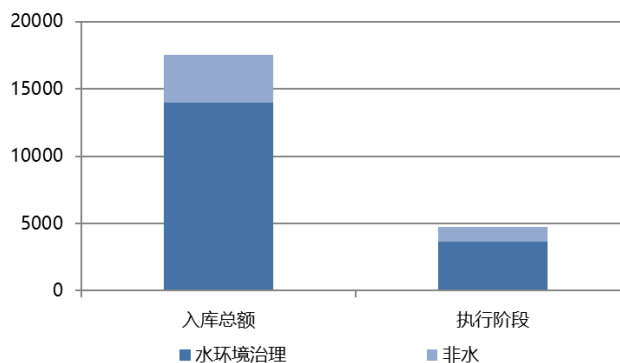
资料来源：民生证券研究院整理

图 9: 大环保各类子项目在库总额及执行总额（亿元）



资料来源：CPPPC，民生证券研究院

图 10: 大环保水治理项目占了绝大部分



资料来源：CPPPC，民生证券研究院

环保部对水十条进展相对滞后地区开展专项督导，党政同责考核地方水环境质量。为推

动水十条 2017 年工作目标完成, 环保部自 9 月起以长江经济带为重点, 赴辽宁、黑龙江、安徽、江西等 9 个省(区), 开展了为期一个月的专项督导工作, 督导重点工作包括重点城市黑臭水体整治、饮用水源规范化建设、集聚区污水集中处理设施建设等重点任务实施情况, 对发现的重大问题将按照工作程序统筹实施挂牌督办、公开约谈、区域限批等督政措施, 必要时纳入中央环保督察范畴。除专项督导外, 环保部例行环保督查及省级环保督察也将水环境保护工作纳入重要工作范畴, 曾多次点名省级层面或市县级层面水环境保护问题突出, 要求限期整改, 否则将实行区域环评限批等处罚措施。新时期水环境保护工作, 不再仅仅强调政府的工作义务, 而是以党政领导环境保护绩效考核为重要抓手开展的, 并配合环境保护督察、评价考核、自然资源离任审计、责任追究等多方面政策, 夯实压茬现阶段水环境保护工作的有序开展。

2、农村生态环境成乡村振兴战略短板, 综合整治需结合产业兴旺和生活富裕总要求

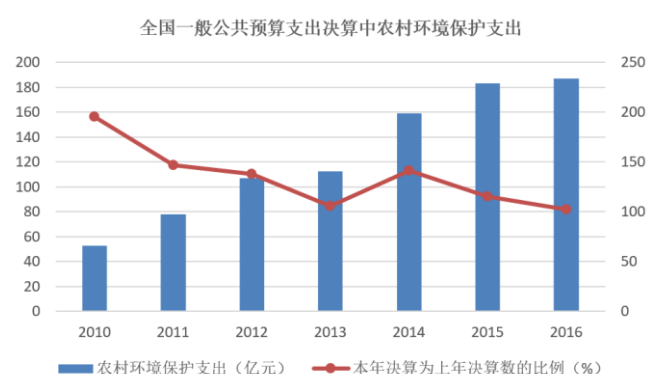
十九大新增乡村振兴战略, 农村生态环境为短板中的短板。习近平总书记在党的十九大报告中指出, 决胜全面建成小康社会, 从现在至 2020 年, 要坚定实施乡村振兴等战略, 并提出“中国要美, 农村必须美”、“要因地制宜加强农村人居环境综合治理”等一系列指示要求, 以全面建成小康社会和社会主义新农村为统领, 补齐农村生态环境整治这块短板中的短板。截至 2015 年底, 中央财政累计安排农村环保专项资金(农村节能减排资金)315 亿元, 支持全国 7.8 万个建制村开展环境综合整治, 占全国建制村总数的 13%。但是, 从整体效果看, 农村环境整治依然任重道远。一方面投入水平还比较低、区域不均衡, 主要集中在东部发达地区。另一方面部分地区的巨大投入并未带来明显的环境改善, 甚至不少地区出现了农村环境设施晒太阳、建而不用或建而不管的现象, 造成了宝贵的公共财政资源的严重浪费。

新时期赋予农村环境综合整治新的内涵, 需结合产业兴旺和生活富裕总要求。新时期要顺应人民日益增长的美好生活需要, 以“整洁美丽、和谐宜居”新农村建设为抓手, 以带领贫困群众脱贫致富为目标, 全力打赢农村环境综合治理攻坚战。新时期农村环境整治不仅仅局限于环境质量的提升, 还需以新农村建设为契机, 大力发展特色农业产业、特色乡村旅游等, 把环境整治和产业发展结合起来, 让村民获利受惠, 带动贫困户脱贫致富, 让老百姓感受到农村环境整治的更多益处, 引导村民自觉投入到新农村建设工作中来。从目前各地方政府招标的农村环境综合整治项目来看, 建设内容综合性强, 除包含饮用水源保护工程、农村生活污水处理工程、农村生活垃圾处理工程、农村禽畜养殖污染治理工程等环保工程外, 通常还包括景观绿化、村道修葺、特色建筑、特色产业等, 显然与十二五期间单独推进的乡村污水、乡村垃圾项目相比, 对于建设运营方提出了能够多元化承接业务的要求。

13 万建制村亟待综合整治, 乡镇环保市场空间超千亿。根据《全国农村环境综合整治“十三五”规划》, 到 2020 年, 新增完成环境综合整治的建制村 13 万个, 累计达到全国建制村总数的三分之一以上。同时建立健全农村环保长效机制, 整治过的 7.8 万个建制村的环境不断改善, 确保已建农村环保设施长期稳定运行。假设单个村庄改造投资大约 50-100 万, 对应的改造空间则为 650-1300 亿。近 2 年来全国一般公共预算支出中, 农村环境保护支出稳定在

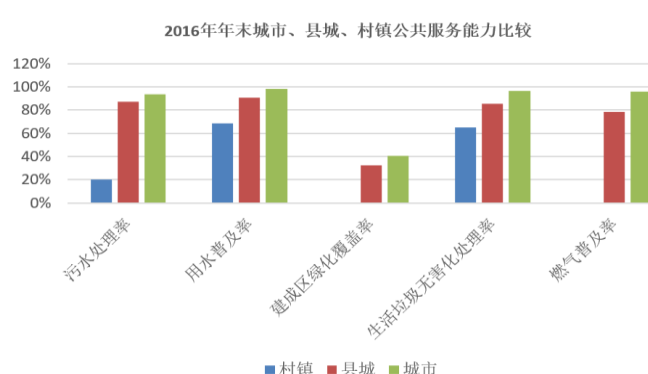
180 亿左右，假设保守估计十三五期间每年支出金额维持不变，那么十三五期间全国关于农村一般公共预算支出总额为 925 亿。而从 2016 年全国村镇建设总投资 15908 亿元的投资分布来看，市政公用设施建设投资为 4026 亿元，占总投资的 25.3%。其中道路桥梁投资 1589 亿元，排水投资 474 亿元，供水投资 433 亿元，环境卫生投资 423 亿元，分别占市政公用设施建设总投资的 42.8%、11.8%、10.8%和 10.5%。从以上规划要求、农村环保财政支出以及全国村镇 2016 年实际投资支出数据出发，并结合当下村镇各项城市化率指标较城市县城来看均有提升空间，未来的村镇环保市场空间广阔，可容纳大量公司争相发挥各自优势抢占布局。

图 11：2010-2016 年全国一般公共预算决算中环保支出



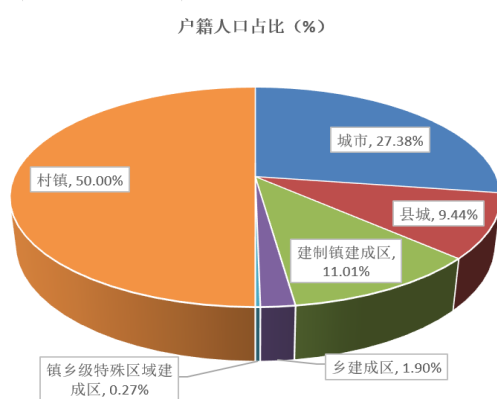
资料来源：财政部，民生证券研究院

图 12：2016 年城市、县城、农村公共服务能力对比



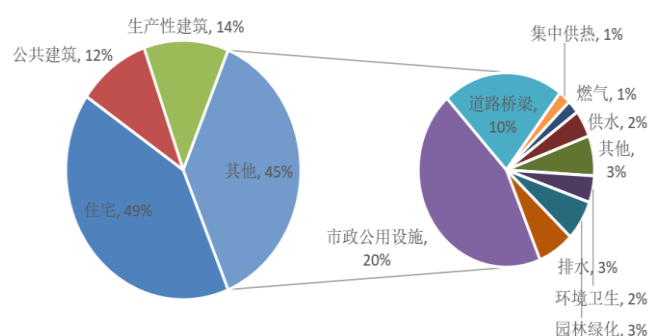
资料来源：住建部，民生证券研究院

图 13：2016 年末各区域户籍人口比例



资料来源：住建部，民生证券研究院

图 14：2016 年村镇建设投资结构



资料来源：住建部，民生证券研究院

3、两类项目均具强公益性天然适合 PPP 模式，建设内容涵盖面广园林生态公司极具优势

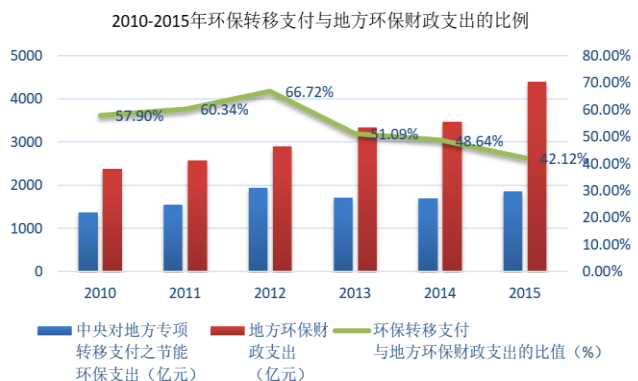
地方政府在环境治理方面承担较大的支出责任和财政压力，环保污染防治资金急需 PPP 作为补充来源。我国的节能环保财政资金支出由中央环保财政支出和地方环保财政支出两部分构成，其中中央环保财政支出包含中央本级支出和以及中央向地方的转移支付。从 2013 年开始，地方政府获取的环保专项转移支付规模呈下降趋势，2015 年开始回升，但依然低于

2012 年高峰时期转移支付额度，而地方政府环保财政支出却呈现逐年上涨的趋势，体现出中央与地方环境保护事权和财权的极大不匹配。另外从近年来环保专项转移支付与地方本级环保支出的比值呈现出下降趋势，从 2007 年所占比例 77% 下降到了 2014 年的 48%，也同样说明地方政府环境治理的资金来源由中央政府的转移支付逐渐过渡到地方财政收入，地方政府在环境治理方面承担着较大的支出责任和财政压力。水环境综合整治和农村环境综合整治均属强公益性的公共服务项目，具有投资周期长、投资额巨大的特点，市县一级政府在此承担了主要的污染防治责任和财政支出责任，又同时面临着环保转移支付规模有限、地方财政支出压力大的问题，在生态责任考核与环境污染追责、地方政府合规举债路径有限的环保新时期，地方政府不得不更多的借助于合规的 PPP 项目来解决环保资金投入与环境污染治理的双重难题。

图 15：2010-2015 年环境保护专项转移支付情况



图 16：十二五环保转移支付与地方环保财政支出的比例



资料来源：《中央对地方税收返还和转移支付决算表》，民生证券研究院

资料来源：《全国财政决算报告》，民生证券研究院

园林生态公司在项目经验与资金筹措方面独具优势，PPP 蓝海阶段早已抢占先机。水环境综合治理与农村环境综合整治均覆盖多种类型市政项目，工作具有系统性、复杂性、持续性和高投入性。例如水土保持工程应考虑发挥对面污染源的防治作用，中小河流治理工程应考虑结合景观营造和水环境改善，河道整治工程应考虑满足水生生物对其生境蜿蜒连续、断面多样的要求，护岸护坡工程应考虑采用生物技术，水资源配置工程应考虑结合河湖连通改善水环境，各类水工程应考虑满足人类对文化景观和娱乐休闲水环境的需要等。而新时期农村环境整治不仅仅包含供水、污水、生活垃圾等，还涵盖了村镇道路、景观绿化、建筑风格重塑等，同时需要把环境整治和产业发展结合起来，发展特色农业产业、特色乡村旅游等，带动贫困户脱贫致富。

此外，水环境整治类的 PPP 项目，单个项目投资体量大，多以一系列项目打包的形式进行招标，如 34 亿元的大理市洱海环湖截污项目，56 亿元的吉林伊通河综合治理工程，125 亿元的鄱阳湖流域水环境综合治理一期工程，40 亿元投资额的宿迁市六塘河湿地公园等。而村镇环境综合整治项目，多以建制村为单元，整县推进的方式进行招标。整治内容包括生活垃圾收集处理、生活污水治理、饮用水源地保护、非规模化畜禽养殖污染治理等，再加以部分特色产业小镇建设内容，项目投资规模与十二五百万千万级的招标规模比较，开始呈现出

规模化效应。这两类项目均属强公益性的民生公共服务项目，均属十三五末期全面建成小康社会的短板领域和重点领域，项目自身盈利性差，多数需要依靠政府付费完成项目回款及收益。在早期蓝海竞争阶段，大多数传统水务及环保公司会因为投资门槛高、缺乏稳定的经营预期而选择观望。但前期参与了大量生态修复的园林生态公司，与地方政府经历了较长时期的依靠政府付费的 BT 项目合作，并且在财务融资及承接地方大单方面具备丰富经验，率先转战水环境综合治理市场，在 2014 年国家开始推动 PPP 项目模式以来，积极争取订单，2016 年至 2017 年 12 月 20 号止，3 家涉足生态环境综合治理的园林大型民企共签订生态修复和水环境综合治理订单总计 1730 亿，与传统环保及水务公司相比，获得了订单上的绝对优势。

(三) 2016 年以来订单持续加速绝非偶然，公司十二五期间早已开始水生态修复项目经验积累

2016 年来连续中标绝非偶然，十二五期间已有水生态修复项目经验积累。公司十二五开始建设的水生态修复项目包括郴州·西河带状公园及生态治理 BT 融资建设工程、滇池环湖生态经济实验区生态建设项目等，已经积攒了招标、设计、筹资、建设、运营等经验。而此类项目与十三五大量涌现出来的水环境综合整治项目具有高度一致性，使得公司在十三五 PPP 推出早期即瞄准了该块市场，在别家公司选择观望阶段，采取了大举进军水环境综合整治领域的战略，在项目竞争中抢占先机。

图 17：郴州·西河带状公园及生态治理 BT 融资建设工程



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 18：云南滇池环湖生态经济试验区生态建设项目



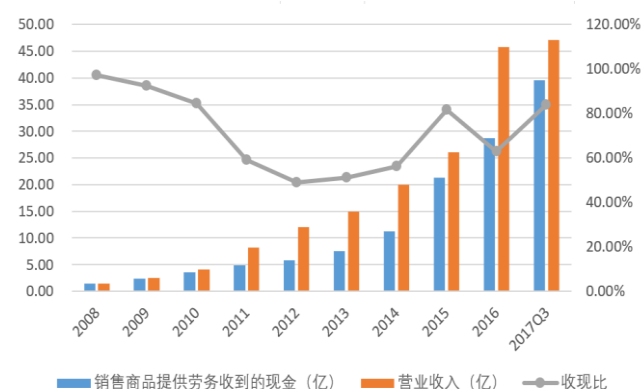
资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司 2017 年订单继续加速，类型向生态环境板块倾斜明显。2017 年至今公司已公告中标订单 23 份共 258.36 亿，其中 11 月以来新公告订单 121.62 亿，并包含 4 个过 20 亿的大项目，是公司上市以来承接项目规模的重大突破。从订单结构上来看，生态修复及水环境综合治理类项目订单占比 61.16%，市政园林类项目占比 26.38%，文旅类项目占比 12.46%。生态修复及水环境综合治理类订单占比与 2016 年全年相比提高了 7.42%，公司在坚持市政园林与生态环境修复两条主线并行发展的同时，向生态环境修复板块倾斜发展。截止目前，公司已公告订单总额比去年全年公告订单总额增长了 70%，充足在手订单将为未来业绩持续高速增长提供保障。

母公司订单执行速度加快, 2017 年为公司 PPP 业绩大幅贡献元年。公司前三季度归母净利同比增长 59.26%, 归母净利为 4.59 亿, 符合我们预期。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。母公司 2016 年前三季度营收增速为 12.12%, 净利增速为 23.86%, 而 2017 年前三季度母公司营收增速为 114.89%, 净利增速为 75.34%, 2017 年母公司订单执行开工进入了明显加速期。

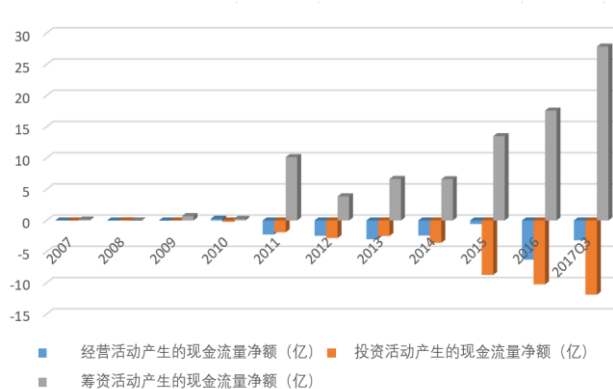
回款力度加大, 经营性现金流改善明显, 供应商款项拨付及时。公司前三季度经营活动现金流净额为-3.17 亿元, 上年同期为-5.40 亿元, 主要原因是公司加强了工程项目管理, 加大了回款力度, 收现比为 83.9%, 比中报有所下降但依然处于公司上市以来较高水平。良好的回款将减轻公司的应收账款风险, 提升资金运营效率。对于轻资产、重资金的工程企业而言, 经营现金流的大幅改善是最大的利好。公司占用上游资金/被下游占用资金比值为 23.77%, 而同期东方园林为 57.02%, 蒙草生态为 40.19%, 同行业相比较铁汉生态上游占款能力偏弱, 供应商款项拨付及时。

图 19: 公司近年来收现比变化情况



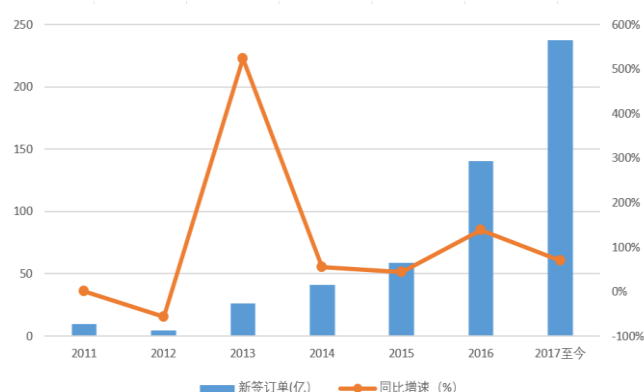
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图 20: 公司近年来现金流净额变化情况



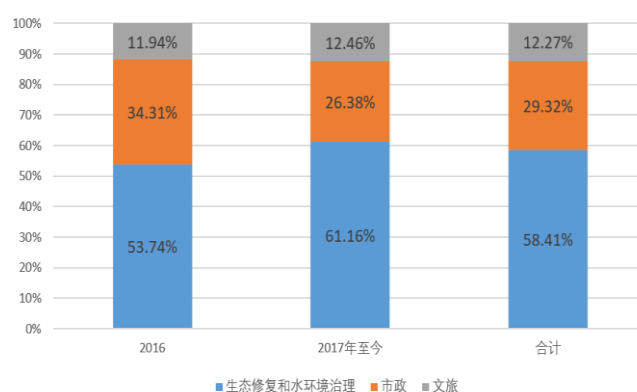
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图 21: 公司近年来新签订单增速情况



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图 22: 公司近两年订单业务结构变化情况



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

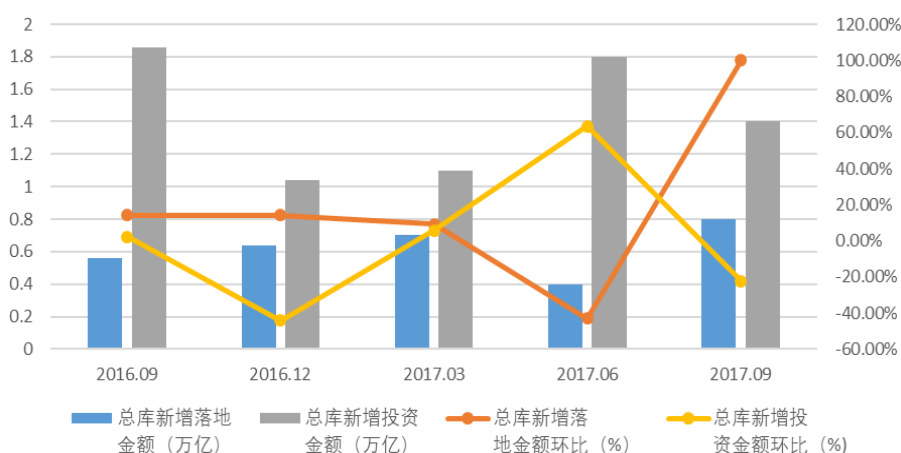
二、PPP 项目规范化进程开启，有望提升公司未来市占率

(一) 部分地区已开始 PPP 项目清理出库工作，公共服务供给侧改革将提升上市公司市占率

11 月财政部发布 92 号文规范 PPP 模式，公共服务领域供给侧改革已然开启。2017 年是金融部门、政府部门集中去杠杆的一年，如果说今年 5 月份以来财政部等部委陆续发布的 50、62、87 号文等一系列文件是在做控制表外融资堵“暗道”的工作，那么 11 月 16 日财政部办公厅发布的《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》则是对 PPP 这一政府部门规范融资“明渠”的整顿。《通知》指出将通过严格新项目入库标准和集中清理已入库项目两方面规范全国 PPP 综合信息平台项目库管理，以防止 PPP 异化为新的融资平台，遏制隐性债务风险增量。同时强调对新项目进行严格把关，项目建设成本与绩效考核结果挂钩比例不足 30% 的项目禁止入库，并要求明年一季度前完成项目库清理，以债务性资金充当资本金等七类不合规项目将被清退。我们认为 PPP 规范化已是明年的必然趋势，是政府为保障项目质量、切实提升公用事业运营效率而进行的公共服务领域供给侧改革。

2017 年三季度起 PPP 项目库已展现出落地加快、入库驱严的特点。以管理库+储备库总额为计算口径，2017 年三季度 PPP 项目库新增投资金额 1.4 万亿，环比下降 22.22%，同比下降 24.73%，而新增落地金额已达 0.8 万亿，环比增长 100%，同比增长 42.86%，扭转了二季度项目库新增落地金额环比下降 42.86% 的颓势。三季度呈现新增投资金额速度放缓，而新增落地金额环比翻番增长的特点。新增项目审核入库变得审慎，随着监管逐步驱严未来对政府采取购买服务方式采购工程项目以及不规范的“伪 PPP 项目”也将被打压乃至出库。

图 23：财政部项目库季度新增及落地投资额情况

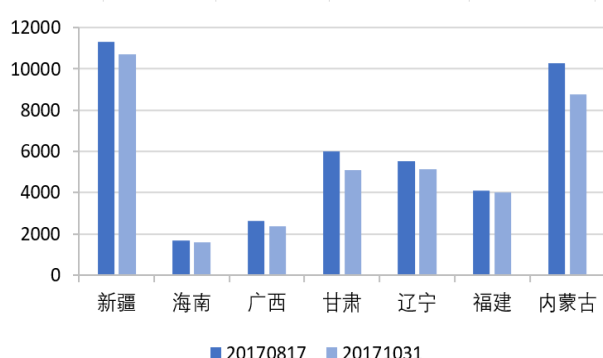


资料来源：CPPPC，民生证券研究院

财政部 92 号文发布前夕 PPP 项目库已开始清理，部分省份不规范项目已开始被移出。从区域 PPP 在库总额来看，10 月末新疆、内蒙古、甘肃、辽宁等 6 省已开始下滑，其中内蒙古净减少 1500 亿、甘肃 890 亿、新疆逾 600 亿。从这三个省份储备库总量分别减少 1250 亿、940 亿、1300 亿的状况不难看出，在 92 号文下发前夕各地已开始清理整顿诸多长期无法落

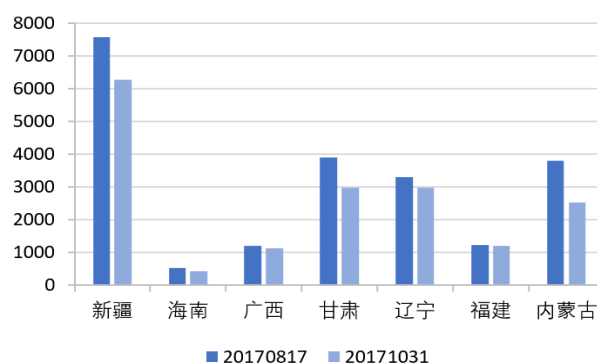
地的项目，在财政状况不佳同时 PPP 项目储备较多的省份表现更为突出。而在管理库方面，广西、新疆分别减少 289 亿、160 亿，说明不规范的执行阶段项目也开始了清理移除进程，PPP 项目规范化程度重要性凸显，这其中也存在部分项目因纯商业属性将改为别的形式继续运营的情况。而尚未出现项目移出的四川、云南、贵州等 PPP 大省，或许是因为规范化进程尚未正式开始。据了解部分省份 PPP 项目投资总额已超出 10% 财政红线，随着后续各省份规范化进程的逐步开展，我们预计 2018 年 2 月之前将会有更多不规范项目被移出项目库，或者需要进行项目整改。

图 24：10 月末和 8 月中旬部分省份 PPP 在库总额情况



资料来源：CPPPC，民生证券研究院

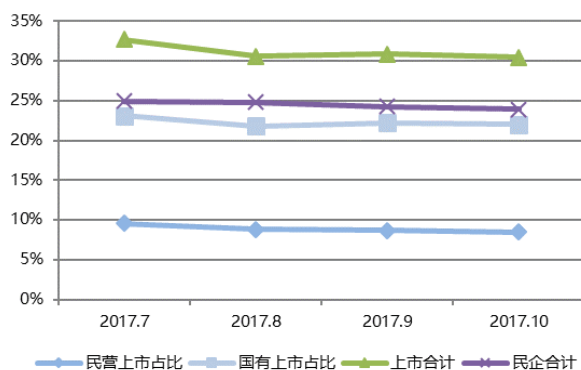
图 25：10 月末和 8 月中旬部分区域 PPP 储备库总额情况



资料来源：CPPPC，民生证券研究院

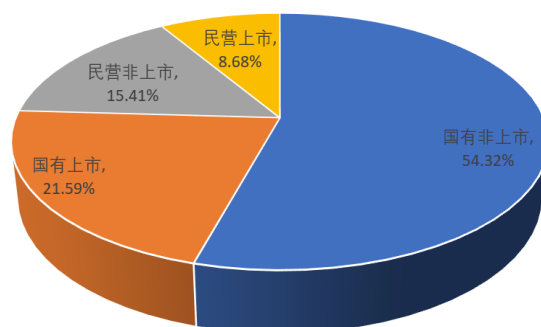
未来展望：目前行业内非上市公司市占率较高，规范化进程将提升上市公司市场占比。根据明树数据库的数据，下半年上市企业 PPP 项目成交占比小幅下降 2 个百分点，非上市公司（含港股上市公司）占据着目前整个 PPP 市场七成的订单。与非上市公司相比，上市企业的财务、内控制度、对外信息披露、资金实力等条件显然更为优秀，带来的必然结果是项目规范化程度较高，我们认为监管趋严的背景下，上市企业的这一优势将得到体现，市占率下降的情况或将迎来拐点。

图 26：下半年不同所有权企业 PPP 项目成交占比变化



资料来源：明树数据，民生证券研究院

图 27：2017 年 11 月末不同所有权企业 PPP 项目成交占比



资料来源：明树数据，民生证券研究院

(二) 公司位居环保上市企业第一梯队，拿单实力强劲

公司获取订单能力位居环保上市企业第一梯队中的中上游水平。从目前我们掌握的环保上市企业订单获取体量情况来看，A股上市的碧水源、东方园林、蒙草生态、铁汉生态和H股上市的北控水务为目前环保市场拿单的第一梯队。根据铁汉生态12月21日投资者关系记录披露，2017年至今公司中标金额约280亿左右，订单目标为全年300亿。公司于12月22日晚间公告显示公司为第一中标人的渭南市华州区少华湖水利风景区PPP项目进入公示期，项目总投资额20.76亿，从公司过往项目经验来看公示后都会中标，加上该项目中标的话全年300亿订单目标已经完成。从订单同比增速和营收保障倍数两个指标来看，公司均位居5家第一梯队企业中第3的水平，拿单实力在第一梯队中位居中上游水平。2016年公司营收还处于第4的位置，前3名平均营收112亿，为公司的2.4倍，公司营收及利润基数小，在手订单基数大，获取订单速度快，这些都为公司的二次腾飞、迈入第一梯队上游做好了准备。

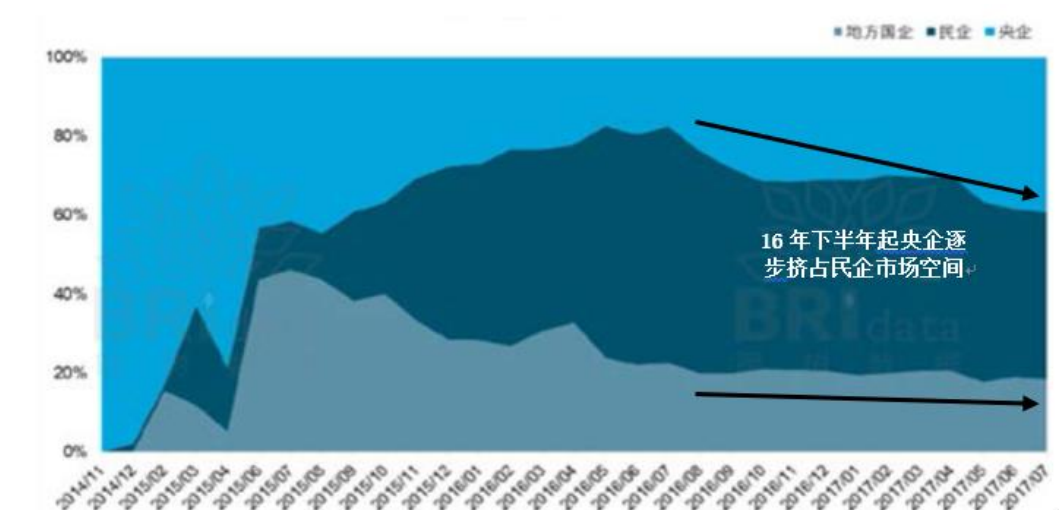
表1：环保上市企业第一梯队2016年以来公告订单情况（亿元）

	2016 全年公告订单			2017 已公告订单			2016 年营收	公告订单 同比增速	公告订单 营收保障 倍数
	总额	PPP	PPP 占比	总额	PPP	PPP 占比			
东方园林	361	358	99.17%	645	645	100.00%	86	78%	9.30
北控水务	400	400	100.00%	600	600	100.00%	160	50%	3.75
碧水源	240	200	83.33%	400	320	80.00%	89	67%	4.49
铁汉生态	140	114	81.32%	258	231	89.00%	46	69%	5.69
蒙草生态	44	41	93.18%	342	331	97.01%	29	676%	11.78

资料来源：公司公告，民生证券研究院

目前央企在环保PPP市场中的市占率略微高于民企，但环保对其业绩弹性影响较小。在今年利率持续上升、M2增速屡创新低的大背景下，央企低融资成本优势凸显，民企PPP项目成交金额总和呈现出一定的下滑趋势。据基建通整理发布的八大建筑央企2017上半年中标PPP项目汇总，央企1.5万亿的投资体量几乎占据了上半年财政部项目库执行落地总额的近一半。但在环保领域民企市场占有率高于其余领域，今年7月民企市占率维持在44%，和央企维持两分天下的竞争格局，略微弱于央企。不过对于八大央企而言，虽然它们占有环保市场的份额较大，但在其千亿级别的巨大基建业务营收基数下，环保对于它们业绩提升的影响比重极小，因此未被我们列入第一梯队之列。

图 28：民营企业生态建设与环保 PPP 项目成交占比



资料来源：明树数据，民生证券研究院

2059 号文支持民营资本参与 PPP 市场，看好以铁汉为代表的优质大型民企市场份额提升。11 月末，国资委发布 192 号文强化对于 PPP 项目及央企参与 PPP 项目的监管，给予了央企参与 PPP 项目投资总额不得超过净资产 50% 的红线。紧接着发改委又发布《关于鼓励民间资本参与政府和社会资本合作（PPP）项目的指导意见》（2059 号文），明确提出通过分类施策支持民间资本参与 PPP 项目、科学合理设定社会资本方选择标准、加强政府和社会资本合作诚信体系建设等方面推动民营资本参与 PPP 项目。2059 号文的发布，有可能改变后期 PPP 项目的竞争格局，真正引入民营资本主导和参与公共服务领域建设，提高公共服务供给效率。公司作为环保行业的优质大型民企，未来有望持续获得政策红利。

（三）公司承接项目紧贴十三五补短板需求，项目规范化程度高无惧政策监管驱严

公司是第一批切入 PPP 市场的上市企业，订单转化效率较去年有所提升。公司 2017 年已签订合同的 PPP 项目，从预中标到合同落地的平均间隔时长为 4 个月，较 2016 年的 4.2 个月有所缩短，执行效率进一步提升。公司于 2015 年 10 月中标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 PPP 项目，是第一批于 2015 年便切入 PPP 市场的上市企业之一，对于行业发展趋势敏感度高，战略眼光独到，切入 PPP 时间早使得公司在目前的行业竞争中占得先机。随着公司在 PPP 领域的经验逐步积累，在政府关系协调处理、合同条款设置、项目前期准备、银行筹资等方面的优势将逐步得以体现，未来项目落地时间或进一步缩短，订单转化效率有望获得进一步提升。

表 2: 上市环保企业首单 PPP 项目订单公告时间(以中标时间为准)

	公告时间	项目名称	合同金额 (亿元)
东方园林	2015.3.13	长春市绿园区合心镇城镇化建设 PPP 项目(一期)	20
兴源环境	2015.7.1	吴兴区东部新城污水管网提升及管网维护一期工程 PPP 项目	0.83
博世科	2015.7.6	泗洪县东南片区区域供水工程 PPP 项目	3.07
蒙草生态	2015.9.10	临河区镜湖生态修复工程和金川南路生态景观大道 PPP 工程	30.53
铁汉生态	2015.10.19	珠海市斗门区环境保护局 2015 年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(设计、施工、运营)总承包政府和社会资本合作模式 (PPP) 采购项目	1.44
碧水源	2015.12.4	乌鲁木齐昆仑环保集团有限公司 PPP 项目	26.64
兴蓉环境	2016.10.21	宁夏回族自治区宁东基地水资源综合利用	6.47
创业环保	2016.5.16	“宁乡经济技术开发区污水处理厂及其配套管网工程 PPP 项目	2
首创股份	2016.8.25	宁夏回族自治区固原市海绵城市 PPP 社会资本政府采购项目	50
中金环境	2017.1.23	清河县清水河区域生态综合治理工程 PPP 项目	10.33

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

公司承接项目规范、入库率较高, 无惧 PPP 政策监管趋严。公司 2017 年中标 PPP 项目 17 个, 10 月 31 日前中标的 11 个 PPP 项目仅 1 个项目未入库, 入库投资额占比达 93.45%, 较 2016 年 72.37% 的入库率有了较大的提升。11 月之后中标的托克逊县生态保护与美丽乡村建设等 4 个项目暂未入库, 这一情况可能因为项目正在报送项目库有关。公司 2017 年签订 PPP 项目的运营期较 2016 年明显增长, 贴合监管注重后期项目运营的需求。据公司在 12 月投资者活动关系记录中披露, 公司目前的 PPP 项目尚无清理出库的情况, 相信 PPP 规范化进程对于公司未来业绩产生负面影响的概率较低。

表 3: 公司 2017 年以来公告中标 PPP 项目情况

项目名称	订单总额 (亿元)	进度	类型	建设期	运营期	是否入财政部库	预中标	中标	合同	预中标到合同时间间隔(月)
伊河嵩县城区水生态治理 PPP 项目	3.58	合同	PPP	2	18	是	2016.12.23	1.18	7.24	7.0
临湘市长安文化创意园 PPP 项目	5.68	合同	PPP	3	13	是	2016.11.30	1.9	3.23	4.0
中宁县生态连城黄河过境段一期 PPP 项目	8.68	合同	PPP	3	17	是	2.2	3.22	7.8	5.2
抚州市抚河流域生态保护及综合治理(一期工程) PPP 项目	48.14	合同	PPP	2	18	是	2016.11.28	4.2	5.20	5.8
华阴市长涧河流域综合治理工程(一期)PPP	8.95	合同	PPP	2	13	是	5.2	5.22	7.4	2.1
保山市腾冲边境经济合作区供排水 PPP 项目(腾冲边境经济合作区供排水项目)	4.95	合同	PPP	2	30	是	5.18	5.31	7.7	1.7

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	合同	PPP	2	10	否	4.2	5.8	8.2	4.1
滨州北海经济开发区水系贯通及综合治理工程 PPP 项目	16.38	合同	PPP	3	12	是	4.28	6.6	7.29	3.1
日照市城市公园及绿化工程 PPP 项目	9	中标	PPP	1	14	是	6.2	7.25	--	--
乌鲁木齐高新区（新市区）2017 年园林绿化（C 包）PPP 项目	7.27	合同	PPP	2	8	是	5.1	7.27	10.21	5.8
盘县西冲河统筹城乡发展乡村旅游综合体 PPP 项目	10.76	合同	PPP	2	13	是	7.19	8.11	11.3	3.6
托克逊县生态保护与美丽乡村建设项目	17.17	合同	PPP	2	14	否	10.23	12.07	12.13	--
广东梅州大埔县旅游产业道路改扩建 PPP 项目	19.68	中标	PPP	2	18	否	11.22	12.14	--	1.7
五华县人居环境综合整治 PPP 项目	26.82	中标	PPP	3	20	否	11.17	12.14	--	--
楚雄市大紫溪山旅游区基础设施建设 PPP 项目	13.17	公示	PPP	2	18	是	11.22	--	--	--
官渡区河道综合治理工程 PPP 项目	9	公示	PPP	2	13	是	12.08	--	--	--
连平县县城扩容提质 PPP 项目	26.78	公示	PPP	3	15	否	12.14	--	--	--
渭南市华州区少华湖水利风景区 PPP 项目	20.76	公示	PPP	2	18	否	12.22	--	--	--
中标项目合计	236.78									
11 月前未入库总额	29.71							平均间隔		4.0

资料来源：公司公告，民生证券研究院

表 4：公司 2016 年公告中标 PPP 项目情况

项目名称	订单总额 (亿元)	进度	类型	建设期	运营期	是否入财 政部库	预中标	中标	合同	预中标 到合同 时间间 隔(月)
梅县新城棚户区改造和大沙河唇亲水公园二期工程	8.82	合同	PPP	2	11	否	2015.12.30	1.13	6.13	
汕美生态文化谷开发、建设和运营 PPP 项目	5.96	合同	PPP	1.3	29	否	2015.11.5	1.4	3.17	
汉源县环湖路边坡生态修复工程 PPP 项目	1.55	合同	PPP	1.5	3	是	2.26	2.29	4.29	2.1
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	合同	PPP	2	8	是	4.22	5.11	7.26	3.2
海口市龙昆沟、东西湖等 11 个水体水环境综合治理 PPP 项目	9.58	合同	PPP	1.5	14	是	5.10	5.30	10.17	5.3
宁海县城市基础设施	8.77	合同	PPP	3	8	是	7.29	10.17	2017.1.9	5.0

PPP 项目										
五华县生态技工教育创业园 PPP 建设项目	2.75	合同	PPP	2	10	否	10.19	10.28	11.22	1.1
海口市小游园、街边绿地等景观提升工程	2.21	合同	PPP	1	10	是	10.24	11.11	2017.3.30	5.0
PPP 项目										
姚安县河库连通工程岔河引水项目	3.35	合同	PPP	3.5	6.5	是	11.08	11.11	2017.7.24	8.0
海口市滨江西带状公园二期 (江滩部分)	8.35	中标	PPP	1	10	是	11.15	12.12		
PPP 项目										
来宾市园博园项目设计施工工程总承包	6.3	公示	PPP	0.67		是	12.21			
中标项目合计	63.44									
未入库总额	17.53	占比	27.63%					平均间隔		4.2

资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司自上市以来专注生态环保和园林绿化主业，十三五生态环保和乡村振兴均具刚性需求。公司 2011 年登陆创业板，多年来专注园林绿化和生态环保两条主线协同发展，未在当下热门的跨界并购中跟风外延，而是坚持在两条主线业务上深练内功，紧抓十三五美丽中国建设浪潮，在内部沉淀与业绩任务间平衡发展。我们回顾公司 2011 年至今发展历程会发现，公司一直秉承“走的稳才能够走的远”的理念，坚持项目风险严控，即使在 2013-2014 年 BT 项目受限发展的情况下，公司依然能够应对业绩、资金压力，在园林绿化与生态环保业务中坚守。十三五是全面建成小康社会的决胜阶段，让良好生态环境成为全面小康社会普惠的公共产品和民生福祉，是全面建成小康社会的应有之义，也是实现“两个一百年”的第一个百年目标的迫切要求。十九大确定的防范化解重大风险、精准脱贫、污染防治仍然是未来三年实现第一个百年目标、全面建成小康社会的重中之重。刚刚召开的 2018 年经济工作也一再强调要把生态环保和乡村振兴摆在重要位置，两大战略任务均具刚性需求，公司目前主打业务高度贴合国家政策要求，专业的设计、建设、投资及运营团队，定会使得公司在十三五勇跨门槛，成为行业第一梯队上游大型优质企业。

三、项目运作规范，充分保障融资来源

(一) 以往 BT 项目回款正常，后期对现金流影响愈来愈小

经测算公司过去 BT 项目的回款状况良好，待回款部分对之后现金流影响较小。公司 2011 年上市之初经历了 BT 项目热潮，BT 项目需要工程企业进行前期垫资，占用资金较多，对其现金流产生不利的影响。公司在历年年报中披露了 BT 项目回款情况，考虑到公司 2014 年 12% 的净利率，我们假设部分未披露前期项目投入的 BT 项目，按照前期投入额为实际累计完成产值的 88%，从而得出公司 BT 项目的垫资情况（即前期投入总额）。通过对合同签订日和工期的综合考虑，我们将项目划分为已完工项目及未完工项目，我们发现截止 2016 年年末，公司重大 BT 项目前期投入总额为 28.8 亿元，已回款前期投入及利息 21.77 亿元，回款比例 76%，其中已完工项目回款比例 78%，略高于总体投入，已完工项目待回收总额 3.92 亿元，该部分尚未进入还款期。3.92 亿元的已完工待回收总额仅占公司 2017 年三季度货币资金的 15%，负债总额的 4%，对应财务费用在 2000 万元左右，仅占公司今年期望利润总额

的 2%，综合来看未收回的 BT 项目前期投入对公司的影响十分有限。这也从侧面体现出公司在项目选择上相对审慎以及一贯以来坚持稳健的经营风格。

与 BT 模式相比，PPP 模式通过设立 SPV 的方式具备天然的回款优势，2017 年三季度公司经营活动现金流净额同比增长 41.34%，85% 的收现比在行业中已是较高水平，半年报时经营活动现金净流入 1.46 亿元，三年来首度转正。行业特性导致不良的现金流状况是工程类企业饱受市场诟病的通病，相信稳健的经营风格、项目选择能够进一步改善公司未来的现金回款状况。

表 5：公司 2016 年末重大 BT 项目回款情况估算（万元）

项目名称	合同签订日	模式	合同总价	累计完成产值	累计收回工程回款	预计前期项目投入	已收回前期项目投入	已收回利息	工期（年）
林邑公园、西河带状公园及生态治理 BT 融资建设工程	2011.9	BT	33818	21648	7504	10000	10000	2883	1
衡阳市蒸水北堤风光带工程项目 BT 投融资项目	2011.9	BT	36000	21407	8270	10963	10963	3568	1.5
南通市通州区南山湖等景观绿化工程建设	2011.12	BT	28000	35861	24552	32019	24552		0.5
国道 205 线梅县扶大至南口佛坳岗段旅游绿色景观大道工程 BT 项目	2012.6	BT	10998	10998	10998	1695	1695		0.3
潍坊滨海经济技术开发区中央商务区景观工程 BT 项目	2013.5	BT	38798	38981	24632	34804	24632		3
316 国道老河口市城区段梨花大道一期景观工程项目	2013.5	BT	25000	13586	4484	2500	2500	112	1.3
郴州出口加工区林邑生态公园及配套工程 BT 融资建设工程施工承包	2013.6	BT	19783	13194	9631	11780	9631		1.3
伊宁市后滩湿地棚户区改造工程伊宁市 BT 模式建设	2013.9	BT	25000	11639	2000	5000	5000	812.5	1.3
珠海市城市绿化景观提升工程的设计施工总承包	2013.9	BT	28400	28400	28400	25357	28400		0.2
西河流域综合治理暨区域新农村建设一期工程的设计、施工总承包	2014.1	BT	30000	22620	6500	20196	6500		1.2
广东梅县（新城）生态文化教育产业园及配套工程投融资建设项目	2014.1	BT	40700	41544	26014	37093	26014		1.5
滇池环湖生态经济试验区生态建设—晋宁东大河湿地公园生态建设子项目投资人工工程总承包项目	2014.6	BT	27938	31157	15263	27819	15263	332	0.3
广东五华生态文化教育产业园项目设计施工总承包	2014.7	BT	22959	22085	18416	19719	18416		1
兴义市北环线道路工程(二标段)建设工程施工承包+融资	2015.1	BT	42791	8472	0	3750	3750		0.5
钟山区大河经济开发区鱼塘西路建设工程施工	2015.11	BT	51774	15614	5835	13000	0		1
六盘水大河经济开发区天源洞市政公园和天湖景观大道及德湖景观大道建设工程+融资	2016.5	BT	179246	89060	0	32290	22709		2
总计						287986	210025	7708	
前期投入回款占比						76%	待回收额	70253	

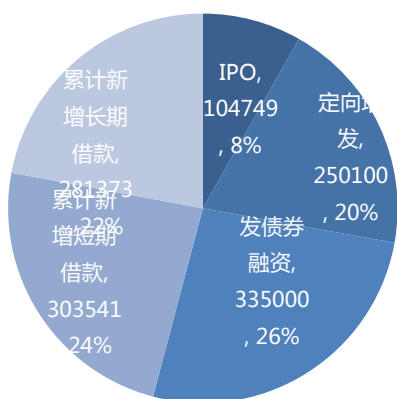
其中已完工项目	178506	138972	332
前期投入回款占比	78%	待回收额	39202

资料来源：公司历年年报，民生证券研究院

(二) 公司筹资能力突出，在手资金完全可保障 2018 年需求量

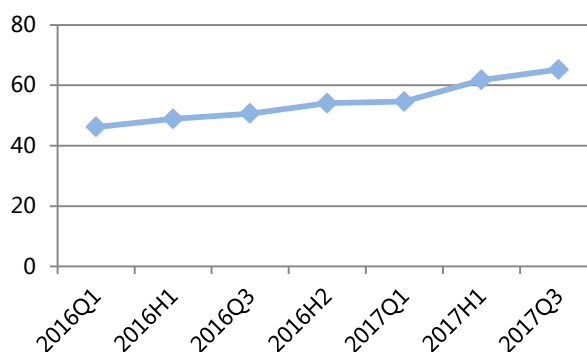
定增监管趋严、规模骤降，公司存在一定资金压力。2015、2016 两年上市公司最重要的融资手段为定增，公司在这期间共进行了三次定增，共募集 25 亿元用于 BT 项目建设、PPP 项目建设、补充流动资金以及购买星河园林 100% 的股权，定增募资总额占公司上市以来总募资金额的 20%，是公司融资的重要来源。2016 年再融资新政和减持新规双管齐下，定增放缓，使得 2017 年定增新发预案数及募集金额大幅下滑。另一方面 PPP 业务的快速增长带来了极强的资金需求，公司 2017 年资产负债率有所提升，股权融资需求量大。

图 29：公司上市以来各项融资占比（万元）



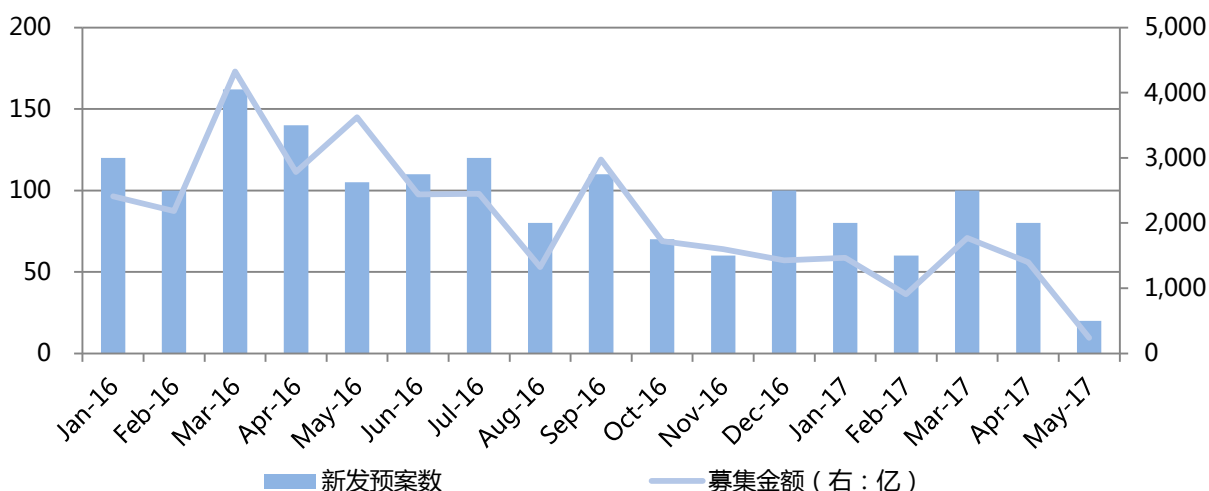
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 30：公司近期资产负债率有所提升



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 31：监管趋严致 2017 年 A 股定增新发预案数及募集金额大幅下滑



资料来源：wind，民生证券研究院

可转债筹划彰显公司前瞻眼光，强股性条款下转股概率较大。定增监管趋严后可转债成为了上市企业为数不多的可进行的股权融资方案，而公司早在 2017 年 1 月 23 日便公布了 11 亿元可转债预案，远远早于其他环保上市企业。从今年后续的可转债发行热潮来看，公司这一选择极具商业智慧，缩短了后续的排队审核等待时间，同时能够享受早期更多的可转债定价溢价，发行销售有保障，使得资金能够更快到账。本次可转债募集的 11 亿元资金用于海口市滨江西带状公园二期(江滩部分)工程等 4 个 PPP 项目，6 年票面利率分别为 0.3%、0.5%、1%、1.3%、1.5%、1.8%，到期赎回价格 106 (含档期利息)，票面利率较低，以 AA 级企业债 5.98% 这一平均收益率贴现的债底价值为 78.52 元，债性较弱；而初始转股价格为 12.39 元/股，公告当日初始平价为 98.47 元，股性较强，未来转股的概率较大，显著降低债务成本。12 月 18 日公司可转债已完成申购，资金到位后将推动公司在手订单向业绩的转化。

表 6：2017 年环保上市企业可转债筹划发行情况

	发行金额 (亿)	最新进展	预案公告时间
铁汉生态	11	12.18 完成申购	1.23
国祯环保	5.97	完成发行等待上市	4.25
花王股份	3.3	9.28 反馈意见回复	5.12
雪迪龙	5.2	12.6 已拿到批文	5.17
蒙草生态	8.8	11.8 被否	6.13
高能环境	8.4	10.27 反馈意见回复	6.22
长青集团	8	11.4 证监会受理	7.8
伟明环保	8.45	11.7 证监会受理	8.26
联泰环保	3.9	11.28 证监会受理	9.14
博世科	4.3	公布预案	9.16
岭南园林	8.8	公布预案	10.1
兴源环境	12	公布预案	11.28
农尚环境	2	公布预案	12.5

资料来源：公司公告，民生证券研究院

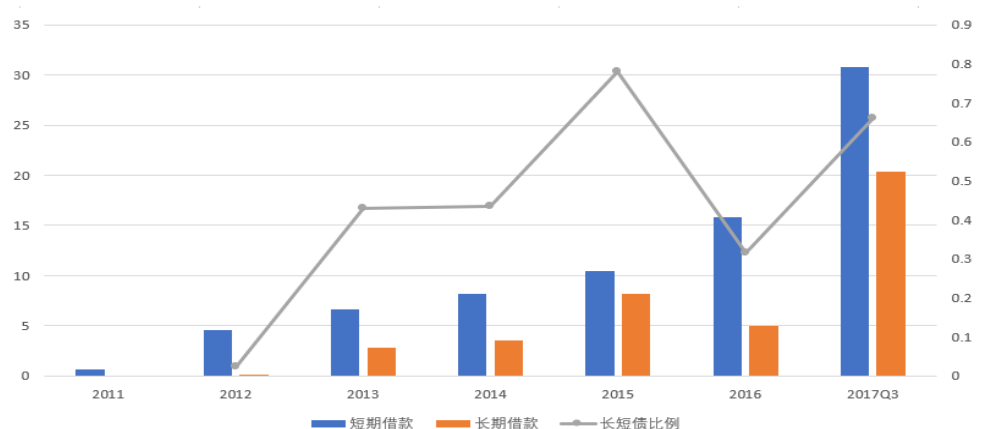
表 7：公司可转债募投项目情况

项目名称	项目资金投入总额	募集资金拟投入金额
海口市滨江西带状公园二期 PPP 项目	7.9	4.4
临湘市长安文化创意园 PPP 项目	5.7	2.5
宁海县城市基础设施 PPP 项目	8.9	2.6
五华县生态技工教育创业园 PPP 项目	2.8	1.5
合计	25.3	11

资料来源：公司公告，民生证券研究院

长期债务比例上升明显，匹配 PPP 项目长周期。与过去 BT 项目平均三年的回购期相比，PPP 项目回款周期往往在 10 年以上，这种新业务模式势必与园林企业以短期借款为主的借贷方式形成久期不匹配的情况。从公司公告的财务状况来看，2017 年 3 季度公司增大了长期借款比例，使得公司长短期债务的比例由 2016 年底的 31.52% 上升到 2017 年 Q3 的 66.04%，债务结构呈现长多短少的久期分布，优于大量同行业企业。

图 32：公司 2017 年以来长短借款比例明显上升



资料来源：WIND，民生证券研究院

可用现金完全可支撑明年投标及施工资金需求量，业绩增长无需担忧资金压力。我们按照非常保守的资金需求量来进行假设，需要占用资金的环节按照投标保证金、履约保证金、工程周转金以及质保金 4 部分进行估算，并考虑当年项目可流回资金量，估算出 2018 年公司资金周转量为 94 亿，而公司目前在手可用于流转的资金包括现金 25.77 亿、可转债 11 亿、短期融资券 20 亿等合计 93 亿，与公司明年所需流转资金量是匹配的。并且资金需求端我们的估算方式非常保守，通常情况下明年公司资金周转需求应该不及 94 亿，所以目前公司在手资金完全可保障明年 500 亿中标量下的投标需求量，以及明年近 120 亿的工程施工资金需求量。公司 2018 年订单及业绩高增长确定性强，完全无需担心资金紧缺压力。

四、估值与盈利预测

（一）盈利预测

我们使用分拆法估算公司 2017~2019 年的各项营收，再通过毛利率、费用率等假设得出最后的净利润，预计公司 2017~2019 年总营收分别为 81.4、123.73、164.56 亿元，归母净利润 8.09、12.09、16.07 亿元，对应 EPS 0.53、0.80、1.06 亿元。

主要假设：

- 公司拿单能力维持行业第一梯队上游水平，2018 年订单增速预计 60%，2019 年订单与 2018 年持平，在手订单维持现有转化率。
- 行业竞争格局向民企倾斜，公司毛利率维持较小的下滑幅度。
- 外延并购企业完成各自业绩承诺。

表 8: 公司未来三年分业务盈利预测 (亿元)

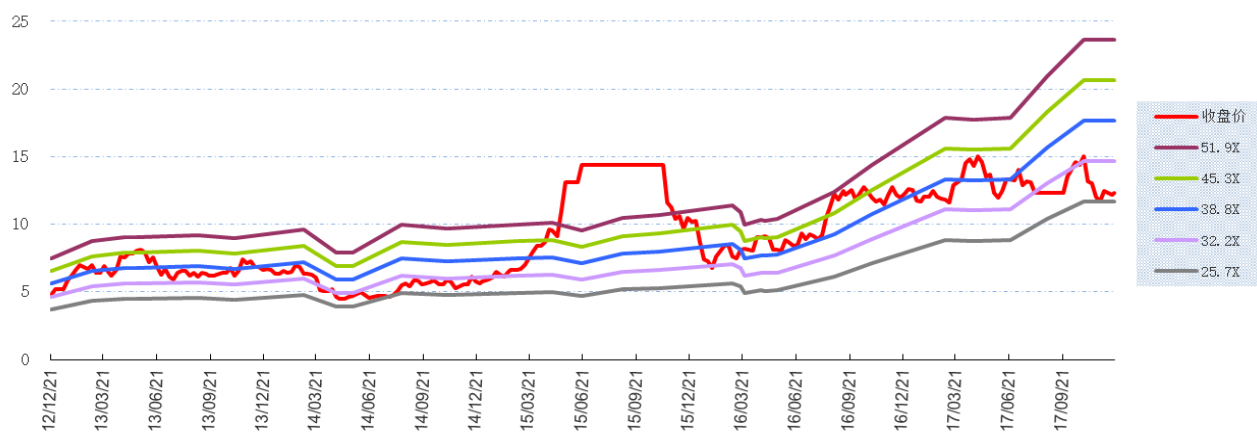
	2016	2017E	2018E	2019E
园林绿化	3363	5986	9279	12526
同比增速		78%	55%	35%
生态修复	932	1864	2796	3635
同比增速		100%	50%	30%
其他	278	306	333	360
同比增速		100%	50%	30%
总营收	4573	8140	12373	16456
同比增速		78%	52%	33%
毛利率	26.79%	25%	24.7%	24.1%

资料来源: 公司年报, 民生证券研究院

(二) 估值分析

截止 2017 年 12 月 26 日收盘, 公司股价对应 PE(TTM) 为 25.2 倍, 已位于公司上市以来估值区间的底部。横向比较生态园林板块上市公司估值, 行业整体 17、18 年一致性预测 PE 中位数分别为 24、17 倍, 具备相对优势, 看好行业未来发展, 公司作为行业大型优质民企应当享有一定的估值溢价, 业绩确定性较强, 给予“强烈推荐”评级。

图 33: 公司目前股价已位于历史估值底部区间



资料来源: wind, 民生证券研究院

表 9: 可比公司估值情况

代码	证券简称	市盈率 PE		
		TTM	17E	18E
002310.SZ	东方园林	33.17	26.78	19.20
300355.SZ	蒙草生态	24.41	21.43	15.54
000040.SZ	东旭蓝天	47.70	38.58	19.34
002431.SZ	棕榈股份	60.09	31.08	19.93
002717.SZ	岭南园林	27.63	21.87	14.61
300495.SZ	美尚生态	33.88	23.23	16.72
002374.SZ	丽鹏股份	28.01	26.47	20.42

002775.SZ	文科园林	22.90	20.05	13.80
002200.SZ	云投生态	-61.28	122.52	18.35
	中位值	27.82	24.10	17.37
300197.SZ	铁汉生态	26.95	21.95	14.81

资料来源: wind, 民生证券研究院

(三) 安全边际

2016 年 12 月 12 日, 董事长刘水先生将持有的 6000 万股以大宗交易的方式转让给中泰创展资产管理, 占公司总股本的 3.95%, 转让价格复权后为 11.52 元/股。

2017 年“兴业信托-铁汉生态 2 号员工持股集合资金信托计划”通过大宗交易、二级市场竞价方式累计买公司股票 63,835,839 股, 占公司总股本的 4.2%, 成交金额合计 778,075,098.48 元, 成交均价为 12.19 元/股。

2017 年公司计划实施股权激励计划, 激励对象应在未来 36 个月内分 3 期行权, 18-20 年业绩考核目标不低于 10.19 亿、13.31 亿和 17.37 亿。2017 年 10 月 31 日完成股票期权激励计划首次授予登记, 授予 15000 万份股票期权, 首次授予的股票期权的行权价格为 12.90 元。

截至 2017 年 12 月 26 日公司收盘价为 11.50 元/股, 具备较高安全边际。另外据上市公司公告称, 董事长刘水先生计划在 2018 年 2 月 18 日前, 在二级市场增持股票, 金额不超过人民币 2 亿元。2017 年三季度末董事长持股比例为 40.74%, 较高的持股比例下, 继续增持彰显了实际控制人对公司未来发展前景的信心。

公司 2017 年 12 月 26 日收盘价为 11.55 元/股, 我们预计明年公司营收及净利均能保持 50% 增速, 综合上述战投引入、员工持股以及董事长增持事件来看, 当前股价安全边际较高。

五、风险提示

- 1、财政部在库项目不合规率超预期;
- 2、利率大幅上行减缓 PPP 项目落地速度;
- 3、公司订单签订及执行落地状况不及预期。

表 10：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	8140.41	12373.42	16456.65
营业成本	3348.22	6064.60	9317.19	12490.60
营业税金及附加	33.15	59.01	89.70	119.30
销售费用	15.54	27.66	42.04	55.91
管理费用	530.79	854.74	1237.34	1563.38
EBIT	761.88	1163.88	1708.57	2241.09
财务费用	165.97	224.18	300.66	365.95
资产减值损失	47.78	10.00	10.00	10.00
投资收益	134.73	55.00	55.00	55.00
营业利润	566.55	955.21	1431.50	1906.51
营业外收支	38.08	0.00	0.00	0.00
利润总额	604.63	955.21	1431.50	1906.51
所得税	75.64	135.03	206.47	277.73
净利润	528.99	820.18	1225.02	1628.79
归属于母公司的利润	522.07	809.44	1208.99	1607.47
EBITDA	820.76	1244.67	1796.25	2308.75

资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	870.48	2035.10	3093.36	4114.16
应收账款及票据	756.14	1086.26	1714.19	2010.41
预付款项	31.71	46.25	73.52	87.04
存货	3385.42	5907.50	8369.42	10770.19
其他流动资产	1127.15	37.93	37.93	37.93
流动资产合计	6170.90	9113.05	13288.42	17019.74
长期股权投资	327.79	382.79	437.79	492.79
固定资产	610.73	716.81	792.84	884.21
无形资产	500.00	525.59	572.31	636.88
非流动资产合计	4822.81	5954.48	6439.69	6678.63
资产合计	10993.71	15067.53	19728.11	23698.37
短期借款	1580.21	2518.78	3506.64	4381.50
应付账款及票据	1511.09	2404.54	3611.13	4453.46
其他流动负债	835.36	835.42	857.36	955.09
流动负债合计	3926.67	5758.73	7975.13	9790.05
长期借款	1788.36	2499.39	3136.27	3488.33
其他长期负债	24.31	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	1812.66	2499.39	3136.27	3488.33
负债合计	5739.33	8258.12	11111.41	13278.38
股本	1519.65	1589.61	1652.27	1686.91
少数股东权益	136.90	147.64	163.67	184.99
股东权益合计	5254.38	6809.40	8616.70	10419.99
负债和股东权益合计	10993.71	15067.53	19728.11	23698.37

资料来源：公司公告、民生证券研究院

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%	78.00%	52.00%	33.00%
EBIT 增长率	61.82%	52.76%	46.80%	31.17%
净利润增长率	73.95%	55.05%	49.36%	32.96%
盈利能力				
毛利率	26.79%	25.50%	24.70%	24.10%
净利率	11.57%	10.08%	9.90%	9.90%
总资产收益率 ROA	6.93%	7.72%	8.66%	9.46%
净资产收益率 ROE	10.20%	12.15%	14.30%	15.71%
偿债能力				
流动比率	1.66	1.65	1.76	1.81
速动比率	0.51	0.62	0.70	0.71
现金比率	0.22	0.35	0.39	0.42
资产负债率	52.21%	54.81%	56.32%	56.03%
经营效率				
应收账款周转天数	6.05	7.49	7.22	8.19
存货周转天数	364.00	350.67	323.38	310.42
总资产周转率	0.42	0.54	0.63	0.69
每股指标 (元)				
每股收益	0.34	0.53	0.80	1.06
每股净资产	3.37	4.38	5.56	6.74
每股经营现金流	-0.41	-0.50	-0.45	0.12
每股股利	0.06	0.08	0.12	0.17
估值分析				
PE	33.62	21.68	14.52	10.92
PB	3.43	2.63	2.08	1.71
EV/EBITDA	27.64	20.17	15.13	12.27
股息收益率	0.01	0.01	0.01	0.01

现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	528.99	820.18	1225.02	1628.79
折旧和摊销	58.88	80.79	87.67	67.66
营运资金变动	-1206.60	-1659.64	-1992.39	-1508.86
经营活动现金流	-618.73	-758.67	-679.70	187.58
资本开支	0.00	-148.00	-192.00	-233.60
投资	-1023.06	-83.36	0.00	0.00
投资活动现金流	-1023.06	-231.36	-192.00	-233.60
股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
债务募资	1760.45	2154.65	1929.95	1066.82
筹资活动现金流	1760.45	2154.65	1929.95	1066.82
现金净流量	118.65	1164.62	1058.25	1020.81

插图目录

图 1: 公司自 2008 年以来营收及利润增长情况.....	5
图 2: 生态环境建设航母级公司成长历程.....	5
图 3: 铁汉生态 2008 年以来的营收及归属净利增长.....	6
图 4: 铁汉生态 2008 年以来各项业务占比情况.....	6
图 5: 铁汉生态 2007 年以来各块业务毛利率变化情况.....	6
图 6: 铁汉生态 2008 年市值及估值变化情况.....	6
图 7: 浙江奉化滕头村外婆河景观—水生态城市试点验收.....	7
图 8: 陕西林皋镇污水处理厂项目进展--重点项目巡查.....	7
图 9: 大环保各类子项目在库总额及执行总额 (亿元).....	7
图 10: 大环保水治理项目占了绝大部分.....	7
图 11: 2010-2016 年全国一般公共预算决算中环保支出.....	9
图 12: 2016 年城市、县城、农村公共服务能力对比.....	9
图 13: 2016 年末各区域户籍人口比例.....	9
图 14: 2016 年村镇建设投资结构.....	9
图 15: 2010-2015 年环境保护专项转移支付情况.....	10
图 16: 十二五环保转移支付与地方环保财政支出的比例.....	10
图 17: 郴州·西河带状公园及生态治理 BT 融资建设工程.....	11
图 18: 云南滇池环湖生态经济试验区生态建设项目.....	11
图 19: 公司近年来收现比变化情况.....	12
图 20: 公司近年来现金流净额变化情况.....	12
图 21: 公司近年来新签订单增速情况.....	12
图 22: 公司近两年订单业务结构变化情况.....	12
图 23: 财政部项目库季度新增及落地投资额情况.....	13
图 24: 10 月末和 8 月中旬部分省份 PPP 在库总额情况.....	14
图 25: 10 月末和 8 月中旬部分区域 PPP 储备库总额情况.....	14
图 26: 下半年不同所有权企业 PPP 项目成交占比变化.....	14
图 27: 2017 年 11 月末不同所有权企业 PPP 项目成交占比.....	14
图 28: 民营企业生态建设与环保 PPP 项目成交占比.....	16
图 29: 公司上市以来各项融资占比 (万元).....	21
图 30: 公司近期资产负债率有所提升.....	21
图 31: 监管趋严致 2017 年 A 股定增新发预案数及募集金额大幅下滑.....	21
图 32: 公司 2017 年以来长短借款比例明显上升.....	23
图 33: 公司目前股价已位于历史估值底部区间.....	24

表格目录

表 1：环保上市企业第一梯队 2016 年以来公告订单情况（亿元）	15
表 2：上市环保企业首单 PPP 项目订单公告时间(以中标时间为准)	17
表 3：公司 2017 年以来公告中标 PPP 项目情况	17
表 4：公司 2016 年公告中标 PPP 项目情况	18
表 5：公司 2016 年末重大 BT 项目回款情况估算（万元）	20
表 6：2017 年环保上市企业可转债筹划发行情况	22
表 7：公司可转债募投项目情况	22
表 8：公司未来三年分业务盈利预测（亿元）	24
表 9：可比公司估值情况	24
表 10：公司财务报表数据预测汇总	26

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月加入民生证券研究院。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。