

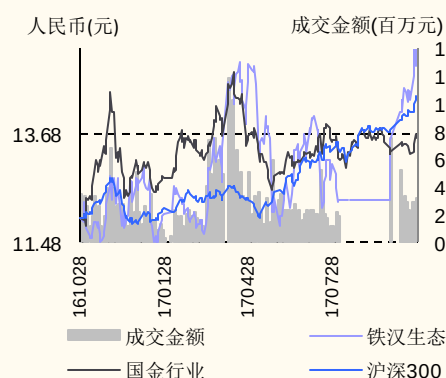
铁汉生态 (300197.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 9.85 元
目标价格 (人民币): 17.00-18.00 元

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) 14,968.59
年内股价最高最低(元) 15.40/9.59
沪深 300 指数 3904.94

**相关报告**

1. 《业绩高增+订单饱满，静待预期差扭转-铁汉生态公司点评》，2018.1.23
2. 《业绩持续高增亮眼，订单充足未来业绩可期-铁汉生态公司点评》，2017.10.30
3. 《业绩符合预期高增，十九大强催化不可忽视-铁汉生态点评报告》，2017.10.16
4. 《再推大规模股权激励，利益协同料促发展上台阶-铁汉生态公司点评》，2017.9.7
5. 《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

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

PPP 库清理期间融资落地具积极象征意义**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	0.500	0.789	1.182
每股净资产(元)	4.01	3.37	3.87	4.66	5.84
每股经营性现金流(元)	-0.08	-0.42	-0.21	-0.09	-0.28
市盈率(倍)	45.15	36.91	19.71	12.49	8.33
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%	45.46%	57.84%	49.88%
净资产收益率(%)	9.46%	10.20%	12.92%	16.94%	20.25%
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

- 3月24日公司公告为参股 PPP 项目公司提供担保，48 亿元 PPP 项目融资落地。

经营分析

- **PPP 库清理阶段融资落地具积极象征意义。**2018 年 3 月，公司为参股 PPP 项目公司提供担保向国开行申请贷款 38 亿元，总投资额 48 亿元的江西省抚州市抚河流域生态保护及综合治理 PPP 项目融资落地，公司承接金额约 7.2 亿元，建设期 2 年。
- **订单高增，融资落地，业绩高增长确定性强。**1) 2017 年公司中标订单达 315 亿元，同增 158%，是 2016 年营收 (46 亿元) 的 6.9 倍。截止 3 月 25 日，2018 年公司中标订单 98 亿元，较去年同期增长 244%，订单延续高增。2) 公司入选第四批示范项目名单达 8 个项目 (取得贷款概率极大)，叠加新担保贷款的 1 个项目和在财政部清理前的融资落地项目，我们判断公司至少 15 个 PPP 项目融资落地。3) 公司 2017 年业绩同增 30%-60%，低于市场预期，我们判断主要系公司股权激励费用导致管理费用上升所致，考虑公司订单高增+融资落地，2018 年业绩高增长确定性强。
- **全域旅游政策促“园林+旅游发展”，静待 PPP 预期差扭转。**1) 3 月 22 日，国务院发布《关于促进全域旅游发展的指导意见》，指出要推动融合发展，加强环境保护，全域旅游政策出台助推“园林+旅游”融合发展，公司已承接项目涵盖特色小镇、乡村旅游、流域治理等项目，经验丰富未来有望承接更多“园林+旅游”项目，扩容公司订单内涵。2) 现阶段 PPP 估值承压主要系此前目前临近财政部 PPP 库清理结束期，根据大岳咨询统计数据，截止 16 日，PPP 管理库较 2017 年末减少 2000 亿元，我们认为园林行业民营企业参与度高、生态环保类居多、属真运营项目，被大量清理出库概率较小，静待 3 月底财政部 PPP 库清理结束项目融资提速，预期差扭转。

投资建议

- 考虑公司订单爆发+融资落地，我们调高公司盈利预测，预计公司 2018/2019 年实现净利 12/18 亿元，对应 EPS 为 0.5/0.79 元/股，维持目标价 17 元，对应 2018 年 PE 为 22 倍，若考虑可转债全部转股摊薄 EPS，2018/2019 年 EPS 为 0.47/0.75 元/股，目标价对应 2018 年 PE 为 23 倍。

风险提示: 利率持续上升导致融资成本上升、PPP 落地不及预期、项目出库。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	2,003	2,613	4,573	7,940	13,101	19,651
增长率		30.5%	75.0%	73.6%	65.0%	50.0%
主营业务成本	-1,383	-1,910	-3,348	-5,875	-9,760	-14,738
%销售收入	69.0%	73.1%	73.2%	74.0%	74.5%	75.0%
毛利	620	703	1,225	2,064	3,341	4,913
%销售收入	31.0%	26.9%	26.8%	26.0%	25.5%	25.0%
营业税金及附加	-56	-57	-33	-35	-58	-86
%销售收入	2.8%	2.2%	0.7%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	0	0	-16	-79	-157	-236
%销售收入	0.0%	0.0%	0.3%	1.0%	1.2%	1.2%
管理费用	-256	-296	-531	-881	-1,480	-2,162
%销售收入	12.8%	11.3%	11.6%	11.1%	11.3%	11.0%
息税前利润 (EBIT)	308	350	646	1,069	1,645	2,429
%销售收入	15.4%	13.4%	14.1%	13.5%	12.6%	12.4%
财务费用	-110	-144	-166	-220	-297	-366
%销售收入	5.5%	5.5%	3.6%	2.8%	2.3%	1.9%
资产减值损失	-7	-10	-48	-104	-113	-160
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	103	132	135	100	100	100
%税前利润	34.9%	39.3%	22.3%	11.8%	7.5%	5.0%
营业利润	294	329	567	844	1,335	2,003
营业利润率	14.7%	12.6%	12.4%	10.6%	10.2%	10.2%
营业外收支	1	8	38	4	4	4
税前利润	296	336	605	848	1,339	2,007
利润率	14.8%	12.9%	13.2%	10.7%	10.2%	10.2%
所得税	-52	-32	-76	-89	-141	-211
所得税率	17.6%	9.6%	12.5%	10.5%	10.5%	10.5%
净利润	244	304	529	759	1,199	1,797
少数股东损益	-1	-2	7	0	0	0
归属于母公司的净利润	244	306	522	759	1,199	1,797
净利率	12.2%	11.7%	11.4%	9.6%	9.1%	9.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	244	304	529	759	1,199	1,797
少数股东损益	-1	-2	7	0	0	0
非现金支出	31	40	93	157	171	225
非经营收益	15	1	47	155	247	319
营运资金变动	-537	-410	-1,311	-1,395	-1,756	-2,758
经营活动现金净流	-247	-65	-641	-323	-139	-418
资本开支	-66	-241	-349	-105	-117	-129
投资	-39	-143	-366	-100	-200	-300
其他	-252	-488	-308	100	100	100
投资活动现金净流	-357	-872	-1,023	-105	-217	-329
股权募资	0	966	882	0	0	0
债权募资	798	600	1,119	1,904	907	1,270
其他	-138	-216	-240	-259	-351	-423
筹资活动现金净流	660	1,350	1,760	1,645	556	847
现金净流量	56	413	96	1,217	200	100

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	749	1,173	1,283	2,500	2,700	2,800
应收款项	215	344	1,098	2,036	3,219	4,636
存货	1,385	1,745	3,385	5,151	7,487	10,498
其他流动资产	554	806	1,165	1,398	1,524	1,797
流动资产	2,902	4,069	6,932	11,084	14,930	19,731
%总资产	57.3%	58.6%	60.6%	70.4%	75.2%	78.8%
长期投资	1,733	2,141	2,511	2,611	2,811	3,111
固定资产	366	553	657	682	711	745
%总资产	7.2%	8.0%	5.7%	4.3%	3.6%	3.0%
无形资产	45	118	1,305	1,336	1,369	1,403
非流动资产	2,162	2,869	4,508	4,664	4,926	5,294
%总资产	42.7%	41.4%	39.4%	29.6%	24.8%	21.2%
资产总计	5,064	6,938	11,440	15,748	19,857	25,025
短期借款	1,150	1,289	2,036	3,940	4,847	6,117
应付款项	737	761	1,669	2,953	4,503	6,029
其他流动负债	741	260	581	957	1,409	1,985
流动负债	2,628	2,309	4,286	7,850	10,760	14,132
长期贷款	354	820	498	498	498	498
其他长期负债	37	548	1,401	1,387	1,387	1,387
负债	3,019	3,677	6,185	9,735	12,644	16,016
普通股股东权益	2,025	3,236	5,117	5,877	7,075	8,872
少数股东权益	21	25	137	137	137	137
负债股东权益合计	5,064	6,938	11,440	15,748	19,857	25,025

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.484	0.379	0.344	0.500	0.789	1.182
每股净资产	4.007	4.007	3.368	3.867	4.656	5.838
每股经营现金净流	-0.489	-0.080	-0.422	-0.213	-0.091	-0.275
每股股利	0.038	0.152	0.152	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	12.07%	9.46%	10.20%	12.92%	16.94%	20.25%
总资产收益率	4.83%	4.41%	4.56%	4.82%	6.04%	7.18%
投入资本收益率	7.14%	5.40%	6.22%	8.14%	10.63%	12.85%
增长率						
主营业务收入增长率	34.44%	30.46%	75.00%	73.61%	65.00%	50.00%
EBIT增长率	44.53%	13.83%	84.29%	65.54%	53.97%	47.61%
净利润增长率	3.66%	25.22%	70.59%	45.46%	57.84%	49.88%
总资产增长率	40.48%	37.01%	64.88%	37.67%	26.09%	26.03%
资产管理能力						
应收账款周转天数	22.9	27.2	40.0	60.0	55.0	50.0
存货周转天数	303.9	299.0	279.6	320.0	280.0	260.0
应付账款周转天数	126.8	122.4	116.8	164.0	149.0	130.0
固定资产周转天数	58.6	44.3	48.7	29.2	18.5	13.0
偿债能力						
净负债/股东权益	36.91%	43.88%	48.38%	53.69%	54.57%	56.67%
EBIT利息保障倍数	2.8	2.4	3.9	4.9	5.5	6.6
资产负债率	59.61%	53.00%	54.07%	61.81%	63.68%	64.00%

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
	0	5	8	13	39
	0	3	5	9	24
	0	0	0	0	3
	0	0	0	0	0
	0.00	1.38	1.38	1.41	1.45

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	2017-05-24	买入	12.24	17.50~19.50
2	2017-07-07	买入	13.95	17.45~19.45
3	2017-07-14	买入	13.62	19.50~19.50
4	2017-08-22	买入	12.32	19.50~19.50
5	2017-09-07	买入	12.32	16.20~16.20
6	2017-10-16	买入	14.62	16.20~16.20
7	2017-10-30	买入	15.06	17.82~17.82
8	2018-01-23	买入	11.29	17.00~18.00

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


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专业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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者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 7GH