



2018 年 04 月 16 日

买入(首次评级)

当前价: 10.21 元

目标价: 14.04 – 17.16 元

分析师: 刘萍

执业编号: S0300517100001

电话: 0755-83331495

邮箱: liuping_bf@lxsec.com

盈利预测

百万元	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入	8,188	12,613	17,211	21,534
(+/-)	79.0%	54.1%	36.4%	25.1%
净利润	757	1179	1739	2314
(+/-)	45.0%	55.7%	47.5%	33.0%
EPS(元)	0.50	0.78	1.14	1.52
P/E	20.5	13.2	8.9	6.7

资料来源: 联讯证券研究院

相关研究

《铁汉生态(300197)》_【联讯建材公司深度】铁汉生态(300197): 为生态而生, 发荣滋长》2018-03-29

铁汉生态(300197.SZ)

【联讯建筑公司点评】铁汉生态(300197): 集团化转型夯实发展基础; 订单充裕高增长确定

投资要点

✧ 事件:

近期公司发布 2017 年年度报告。报告期内, 公司实现营业收入 81.88 亿元, 同比增长 79.04%; 实现归母净利润 7.57 亿元, 同比增长 45.02%; 基本每股收益为 0.50 元/股, 同比增长 42.86%。公司 2017 年的利润分配预案为向全体股东每 10 股派发现金红利 0.50 元(含税), 以资本公积金向全体股东每 10 股转增 5 股。

✧ 点评:

✧ 生态环保业务高增长, 逐步转型为生态环保综合企业

2017 年公司生态环保业务营业收入 37.80 亿元, 同比增长 254.01%, 跃升为公司收入最主要的贡献板块, 占到总营业收入的 46.17% (+22.82pct)。毛利率为 26.36% (-2.33pct)。公司全年中标金额中 60% 以上的项目为环境治理和环保类, 目前公司已经具备以水环境为主的生态系统修复项目提供策划、规划、研究、投融资、设计、施工及运营管理的全方位解决方案的能力, 通过不断的工程实践和探索夯实从传统景观园林向生态环保综合业务的转型的基础。

✧ 市政园林业务业绩稳定增长

报告期内, 公司市政园林业务营业收入 32.84 亿元, 同比增长 15.10%, 占到总营业收入的 40.11% (-22.28pct), 占比出现明显的下降趋势, 主要原因在于一方面, 单纯的市政业务需求增长放缓, 另一方面, 公司主动向长期发展趋势更好的生态环保业务发力; 报告期市政园林业务毛利率为 24.54%, 较上年减少 1.67 个百分点。

✧ 生态旅游业务快速发展, 具备优质特色项目打造能力

公司生态旅游业务涵盖美丽乡村、特色小镇、主题公园及精品民宿等, 2017 年板块营业收入 9.15 亿元, 毛利率为 25.23%。公司采用自身探索出的旅游开发运营模式, 成功打造了以山东滨州西纸坊 黄河古村为代表的一系列优质的生态旅游项目。随着国家“美丽中国”和“特色小镇”建设和发展的推进, 我们预计公司生态旅游板块的业务将继续保持快速的发展。

✧ 大刀阔斧进行集团化转型, 龙头地位进一步夯实

为适应公司营业规模的快速扩张, 报告期公司开展了一系列集团化转型变革, 从组织结构优化、业务结构优化和人才结构优化几方面逐步升级公司运营模式; 公司在 2017 年推行区域布局, 设立华东、华南、西南、华中、西北、北京、云南、新疆八大市场区域中心; 短期来看, 人才结构的优化及区域中心的设立导致了短期费用的大幅增加, 但长期来看, 相匹配的人才结构



及梯队才是公司长久可持续发展的最终源泉。

✧ 费用率保持稳定，经营净现金暂无改善

报告期内，公司期间费用率 15.38% (-0.2pct)，其中销售费用率上升 0.92 个百分点，主要因公司搭建了专门的营销团队；公司经营活动产生的现金流量净额为-8.55 亿元，同比减少 36.21%，主要是近年来公司的 PPP 项目占比提升且发展迅速，而 PPP 项目的融资落地需要一定的时间，导致工程回款滞后。

✧ 在手订单充足，业绩确定性好

公司 2017 年中标金额为 318.2 亿元，是当年营业收入的 4 倍左右。根据我们的统计，公司今年 1 季度的重大合同超过 130 亿元，是去年同期的 8 倍左右。我们预计公司今年全年签订的合同金额有望达到 500 亿元，对于公司未来 2 年的业绩有充分的保障。

✧ 中标“雄安新区”项目，为后续项目落地积累宝贵经验

2018 年 3 月，公司中标“雄安新区”2 亿项目。这不仅使得公司后续取得“雄安新区”项目有竞争优势，也会为公司积累相关的施工经验。从公司在京津冀地区的业务布局来看，公司在“雄安新区”辐射范围内设有北京运营中心、天津分公司、唐山分公司并拥有 4 个苗圃基地，这将利于公司后续“雄安新区”项目的取得和建设。

✧ 水处理项目和农村环境整治项目是公司两大业务增长点

2017 年公司的重大项目中，水治理方面的项目总金额接近 30 亿元，较 2016 年出现大幅增长，占到总项目金额的 10%左右。虽然目前水处理项目在公司项目中的占比不高，但是这一板块的业务增速非常快，我们认为水处理项目成为公司新的利润增长点。农村环境整治项目方面，公司 2017 年的重大项目合计 30 亿左右，农村环境整治项目的推进符合国家“美丽乡村”建设以及脱贫攻坚战的规划，是公司的又一个利润增长点。

✧ 重申“买入”评级

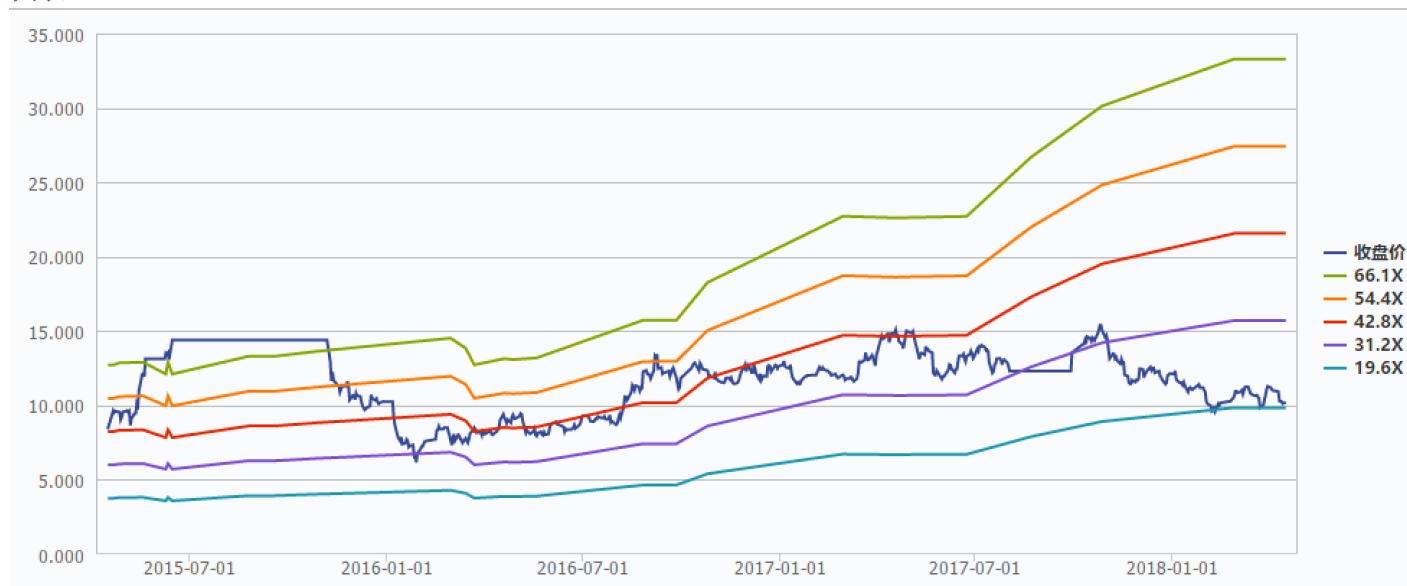
我们预计 2018 年-2020 年，公司营业收入分别为 126.13 亿元、172.11 亿元、215.34 亿元，同比分别增加 54.1%、36.4%、25.1%；归母净利润分别为 11.79 亿元、17.39 亿元、23.14 亿元，同比分别增加 55.7%、47.5%、33.0%。预计 2018 年-2020 年 EPS 分别为 0.78 元/股、1.14 元/股和 1.52 元/股，对应的 PE 分别为 13/9/7x，公司目前在手订单充足，作为行业内规模排名第二的企业，除了享受行业高增长外，还将受益于 PPP 模式带来的行业集中度提升，按照 18 年 18-22 倍 PE，合理估值区间为 14.04-17.16 元，随着政策面约束的消除，项目落地的加快，未来盈利预测和估值均有上调空间，一季报亏损对全年业绩没有指导意义，近期股价下跌是买入机会，重申“买入”评级。

✧ 风险提示

项目进展不达预期；政策环境变化的风险；融资成本增加的风险；公司业绩不达预期的风险。



图表1: PE Band



资料来源: Wind, 联讯证券



附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E	利润表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	3830	3800	3800	3800	营业收入	8188	12613	17211	21534
应收款项	1608	2419	3301	4130	营业成本	6123	9369	12775	15979
存货净额	5716	8439	11522	14425	营业税金及附加	32	50	69	86
其他流动资产	181	252	344	431	销售费用	104	151	189	215
流动资产合计	11924	15499	19555	23373	管理费用	856	1288	1696	2051
固定资产	770	749	871	737	财务费用	300	447	502	534
无形资产及其他	534	707	681	654	投资收益	112	100	100	100
投资性房地产	6742	6742	6742	6742	资产减值及公允价值变动	(32)	(50)	(69)	(86)
长期股权投资	326	1026	1826	2626	其他收入	27	0	0	0
资产总计	20296	24723	29675	34132	营业利润	880	1358	2011	2682
短期借款及交易性金融负债	4664	5306	6207	6386	营业外净收支	5	20	20	20
应付款项	3372	5115	6983	8742	利润总额	885	1378	2031	2702
其他流动负债	1771	2687	3651	4549	所得税费用	127	197	290	386
流动负债合计	9807	13108	16841	19677	少数股东损益	1	2	2	2
长期借款及应付债券	3495	3795	3795	3795	归属于母公司净利润	757	1179	1739	2314
其他长期负债	638	638	638	638					
长期负债合计	4133	4433	4433	4433	现金流量表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
负债合计	13940	17541	21274	24110	净利润	757	1179	1739	2314
少数股东权益	314	316	317	318	资产减值准备	(16)	86	10	(12)
股东权益	6042	6867	8084	9704	折旧摊销	68	111	126	137
负债和股东权益总计	20296	24723	29675	34132	公允价值变动损失	32	50	69	86
					财务费用	300	447	502	534
关键财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E	营运资本变动	(3274)	(861)	(1214)	(1174)
每股收益	0.50	0.78	1.14	1.52	其它	16	(84)	(9)	14
每股红利	0.24	0.23	0.34	0.46	经营活动现金流	(2416)	481	721	1365
每股净资产	3.98	4.52	5.32	6.39	资本开支	(116)	(400)	(300)	(50)
ROIC	9%	11%	14%	17%	其它投资现金流	515	0	0	0
ROE	13%	17%	22%	24%	投资活动现金流	401	(1100)	(1100)	(850)
毛利率	25%	26%	26%	26%	权益性融资	189	0	0	0
EBIT Margin	13%	14%	14%	15%	负债净变化	1424	300	0	0
EBITDA Margin	14%	15%	15%	16%	支付股利、利息	(365)	(354)	(522)	(694)
收入增长	79%	54%	36%	25%	其它融资现金流	2256	642	901	179
净利润增长率	45%	56%	48%	33%	融资活动现金流	4563	589	379	(515)
资产负债率	70%	72%	73%	72%	现金净变动	2547	(30)	0	0
息率	2.4%	2.3%	3.4%	4.5%	货币资金的期初余额	1283	3830	3800	3800
P/E	20.5	13.2	8.9	6.7	货币资金的期末余额	3830	3800	3800	3800
P/B	2.6	2.3	1.9	1.6	企业自由现金流	(2402)	354	739	1658
EV/EBITDA	25.8	17.7	14.1	11.9	权益自由现金流	1278	914	1210	1380

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

刘萍，西安交通大学本科、硕士，2017 年 9 月加入联讯证券，曾就职于联合证券研究所、国信证券经济研究所，从事房地产行业、建筑建材行业研究。2011 年新财富入围，2012 年水晶球第五、金牛第五。从事卖方研究工作 8 年。

研究院销售团队

北京	周之音	010-66235704	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

分析师声明

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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com