

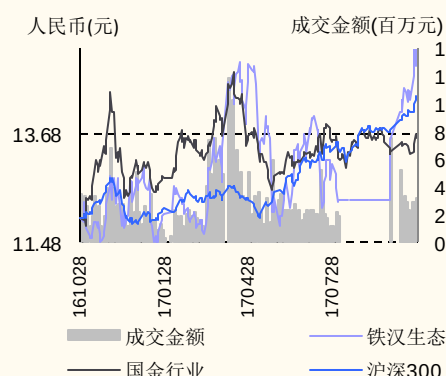
铁汉生态 (300197.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 10.21 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) 981.80
总市值(百万元) 15,515.66
年内股价最高最低(元) 15.40/9.59
沪深 300 指数 3808.86

**相关报告**

- 1.《PPP 库清理期间融资落地具积极象征意义-铁汉生态公司点评》，2018.3.26
- 2.《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
- 3.《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
- 4.《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
- 5.《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

订单持续翻倍增长，业绩高增确定性强**公司基本情况(人民币)**

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.344	0.498	0.789	1.183	1.545
每股净资产(元)	3.37	3.98	4.72	5.85	7.34
每股经营性现金流(元)	-0.42	-0.57	-0.22	-0.06	0.15
市盈率(倍)	36.91	24.39	12.94	8.63	6.61
行业优化市盈率(倍)	14.29	14.29	14.29	14.29	14.29
净利润增长率(%)	70.59%	45.02%	58.41%	49.85%	30.62%
净资产收益率(%)	10.20%	12.53%	16.74%	20.22%	21.04%
总股本(百万股)	1,519.65	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

- 4月16日，公司披露2017年年报，公司2017年实现营收/归母净利润达82/7.6亿元，同增79%/45%，公司拟每10股派发0.5元、转增5股。

经营分析

- 1) 公司2017年实现营收/归母净利润达82/7.6亿元，同增79%/45%，基本符合我们的预期。2) 分业务来看，2017年公司生态环保/市政园林/生态旅游营收达38/33/9亿元，同增254%/15%/79%，毛利率分别为26.4%/24.5%/25.2%，较去年同期减少2/2/4pct。2) 公司2017年三费率15.38%，略降0.2pct。其中管理费率10.5%，较去年同期下降1.2pct，管理费率财务费率3.66%维持不变，销售费率1.26%，较去年同期提升0.9pct。主要系公司为抢占市场设立多个区域中心，销售人员大幅增加，公司2017年销售人员达463人，同增188%。
- **订单高增+融资无忧，业绩高增确定性强。**1) 公司2017年中标项目达318亿元，同增161%，其中PPP项目达257亿元，占比达81%，公司2018年Q1重大项目达104亿（含联合中标），同增264%，订单延续高增，基于订单高增公司制定2018年经营计划（营收/归母净利润达127/11.4亿元，同增55%/50%）。2) 公司2015-2017年收现比分别为0.81/0.63/0.57，收现比持续降低主要系公司存货高增，2017年公司存货达57亿元，同增69%，公司2017年经营活动现金流净额达-8.6亿元，考虑园林公司现金流较差主要系验收、回款时间差所致，我们以项目回款金额/项目收入确认金额来衡量项目的回款率，公司2017年竣工验收项目中PPP/非PPP项目回款率分别为76%/69%，PPP项目回款率高主要系项目验收时差更短，我们认为，伴随公司PPP项目增加，公司存货增速有望降低，现金流有望好转。3) 市场主要疑虑PPP项目融资落地问题，现目前公司至少15个PPP项目融资落地或融资确定性强，且已向银行间市场交易协议注册34亿票据（目前剩余32亿额度）将在未来择机发行，公司资金面无忧。

投资建议

- 预计公司2018/2019年EPS为0.79/1.18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0.75/1.11元/股，目标价对应2018年PE为23倍。

风险提示：利率持续上升、PPP落地不及预期、项目出库、存货跌价损失。

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

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	2,613	4,573	8,188	13,460	19,961	25,950
增长率		75.0%	79.0%	64.4%	48.3%	30.0%
主营业务成本	-1,910	-3,348	-6,123	-10,095	-14,971	-19,462
%销售收入	73.1%	73.2%	74.8%	75.0%	75.0%	75.0%
毛利	703	1,225	2,065	3,365	4,990	6,487
%销售收入	26.9%	26.8%	25.2%	25.0%	25.0%	25.0%
营业税金及附加	-57	-33	-32	-47	-70	-91
%销售收入	2.2%	0.7%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	0	-16	-104	-202	-349	-454
%销售收入	0.0%	0.3%	1.3%	1.5%	1.8%	1.8%
管理费用	-296	-531	-856	-1,346	-1,996	-2,595
%销售收入	11.3%	11.6%	10.5%	10.0%	10.0%	10.0%
息税前利润 (EBIT)	350	646	1,073	1,770	2,575	3,347
%销售收入	13.4%	14.1%	13.1%	13.2%	12.9%	12.9%
财务费用	-144	-166	-300	-418	-519	-626
%销售收入	5.5%	3.6%	3.7%	3.1%	2.6%	2.4%
资产减值损失	-10	-48	-32	-59	-64	-86
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	132	135	112	100	100	100
%税前利润	39.3%	22.3%	12.7%	7.1%	4.8%	3.6%
营业利润	329	567	880	1,393	2,092	2,736
营业利润率	12.6%	12.4%	10.7%	10.3%	10.5%	10.5%
营业外收支	8	38	5	10	10	10
税前利润	336	605	885	1,403	2,102	2,746
利润率	12.9%	13.2%	10.8%	10.4%	10.5%	10.6%
所得税	-32	-76	-127	-203	-305	-398
所得税率	9.6%	12.5%	14.3%	14.5%	14.5%	14.5%
净利润	304	529	758	1,199	1,797	2,347
少数股东损益	-2	7	1	0	0	0
归属于母公司的净利润	306	522	757	1,199	1,797	2,347
净利率	11.7%	11.4%	9.2%	8.9%	9.0%	9.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	304	529	758	1,199	1,797	2,347
少数股东损益	-2	7	1	0	0	0
非现金支出	40	93	100	133	163	206
非经营收益	1	47	186	381	477	589
营运资金变动	-410	-1,311	-1,917	-2,042	-2,532	-2,914
经营活动现金净流	-65	-641	-873	-328	-95	229
资本开支	-241	-349	-210	-625	-474	-423
投资	-143	-366	-190	-350	-450	-550
其他	-488	-308	-1,309	100	100	100
投资活动现金净流	-872	-1,023	-1,709	-875	-824	-873
股权募资	966	882	189	0	0	0
债权募资	600	1,119	4,841	1,140	1,782	1,619
其他	-216	-240	50	-567	-663	-775
筹资活动现金净流	1,350	1,760	5,079	573	1,119	844
现金净流量	413	96	2,497	-630	200	200

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,173	1,283	3,830	3,200	3,400	3,600
应收款项	344	1,098	1,608	2,378	3,546	4,632
存货	1,745	3,385	5,716	8,297	12,305	16,529
其他流动资产	806	1,165	769	838	911	978
流动资产	4,069	6,932	11,924	14,713	20,162	25,740
%总资产	58.6%	60.6%	58.7%	61.3%	66.6%	70.1%
长期投资	2,141	2,511	6,040	6,390	6,840	7,390
固定资产	553	657	770	1,104	1,313	1,501
%总资产	8.0%	5.7%	3.8%	4.6%	4.3%	4.1%
无形资产	118	1,305	1,519	1,746	1,922	2,047
非流动资产	2,869	4,508	8,372	9,283	10,118	10,980
%总资产	41.4%	39.4%	41.3%	38.7%	33.4%	29.9%
资产总计	6,938	11,440	20,296	23,996	30,279	36,720
短期借款	1,289	2,036	4,664	5,804	7,585	9,204
应付款项	761	1,669	3,857	5,031	7,478	9,722
其他流动负债	260	581	1,286	1,547	1,880	2,187
流动负债	2,309	4,286	9,807	12,381	16,943	21,113
长期贷款	820	498	1,922	1,922	1,922	1,922
其他长期负债	548	1,401	2,211	2,213	2,213	2,213
负债	3,677	6,185	13,940	16,517	21,079	25,248
普通股股东权益	3,236	5,117	6,042	7,165	8,886	11,158
少数股东权益	25	137	314	314	314	314
负债股东权益合计	6,938	11,440	20,296	23,996	30,279	36,720

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.379	0.344	0.498	0.789	1.183	1.545
每股净资产	4.007	3.368	3.976	4.715	5.848	7.342
每股经营现金净流	-0.080	-0.422	-0.574	-0.216	-0.062	0.150
每股股利	0.050	0.050	0.050	0.050	0.050	0.050
回报率						
净资产收益率	9.46%	10.20%	12.53%	16.74%	20.22%	21.04%
总资产收益率	4.41%	4.56%	3.73%	5.00%	5.94%	6.39%
投入资本收益率	5.40%	6.22%	6.31%	8.99%	10.83%	11.81%
增长率						
主营业务收入增长率	30.46%	75.00%	79.04%	64.39%	48.30%	30.00%
EBIT增长率	13.83%	84.29%	66.27%	64.90%	45.48%	30.00%
净利润增长率	25.22%	70.59%	45.02%	58.41%	49.85%	30.62%
总资产增长率	37.01%	64.88%	77.42%	18.23%	26.18%	21.27%
资产管理能力						
应收账款周转天数	27.2	40.0	39.3	40.0	41.0	42.0
存货周转天数	299.0	279.6	271.3	300.0	300.0	310.0
应付账款周转天数	122.4	116.8	142.4	145.0	145.0	145.0
固定资产周转天数	44.3	48.7	33.4	29.4	23.6	20.8
偿债能力						
净负债/股东权益	43.88%	48.38%	68.09%	81.53%	83.47%	79.31%
EBIT利息保障倍数	2.4	3.9	3.6	4.2	5.0	5.3
资产负债率	53.00%	54.07%	68.68%	68.83%	69.61%	68.76%

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
	1	5	10	16	32
	0	1	4	8	23
	0	0	0	0	0
	0	0	0	0	0
	1.00	1.17	1.29	1.33	1.42

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	2017-07-07	买入	13.95	17.45~19.45
2	2017-07-14	买入	13.62	19.50~19.50
3	2017-08-22	买入	12.32	19.50~19.50
4	2017-09-07	买入	12.32	16.20~16.20
5	2017-10-16	买入	14.62	16.20~16.20
6	2017-10-30	买入	15.06	17.82~17.82
7	2018-01-23	买入	11.29	17.00~18.00
8	2018-03-26	买入	9.85	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