

铁汉生态 (300197)

公司研究/简评报告

业绩增速符合预期，18 年高增速目标可期

简评报告/环保

2018 年 4 月 17 日

一、事件概述

公司发布 2017 年年度报告: 全年营业收入 81.88 亿, YOY+79.04%, 归母净利润 7.57 亿, YOY+45.02%, 同时公布了 10 送 5 派 0.5 的利润分配预案。

二、分析与判断

➤ 营收结构向环保倾斜明显，18 年有望实现 50% 净利润增速目标

公司业绩快速增长, 基本符合我们此前报告的预期。Q1 至 Q4 盈利增速分别为 7.21%、50.36%、71.18% 和 27.45%, 四季度盈利增速有所下滑。生态环保的营收占比由 2016 年的 23% 提升至 46%, 市政园林由 62% 下滑至 40%, 生态旅游维持 11%, 前期向生态环保倾斜的订单结构开始逐步兑现为业绩。公司公布了 2018 年经营计划, 力争获取 500 亿订单、同时维持 50% 的归母净利润增长率。2017 年公司业务已覆盖 20 多个省份, 环境治理竞争力强、生态旅游业务快速发展、生态农业完成布局, 三轮驱动下有望实现年度经营目标。

➤ 盈利能力有望维持稳定，三项费用率控制良好

公司 2017 年综合毛利率 26.08%, 净利率 9.58%, 同比下滑 1.57%/2.30%, 生态环保、市政园林、生态旅游板块毛利率均有所下滑, 盈利能力有所下降主要系行业竞争激烈, 但随着 PPP 规范化进程的逐步推进, 行业竞争格局有望改善, 公司盈利能力有望维持稳定。BT 融资业务收益减少致净利率下滑幅度大于毛利率, 三项费用率整体维持稳定。销售/管理/财务费用率分别+0.92%/-1.15%/+0.04%, 销售费用率有所上升主要系公司 2017 年推行了区域化管理, 人员大幅增长致运营成本增加; 规模效应致管理费用率有所下滑; 利率上升致财务费用率有小幅提升。

➤ 业务扩张致投资现金流流出增多，多种债务工具保障项目资本金来源

经营活动现金净流出 8.54 亿, 较去年略有增加。投资活动现金净流出 17 亿元, 较上年增加 7 亿元, 主要系 2017 年支付的 PPP 项目前期费用达 16.58 亿元, 从资本金的角度推算预计有 80 亿以上的项目开工落地, 未来将为公司业绩增长提供支撑。融资活动净流入 51 亿元, 2017 年公司完成了 11 亿元可转债发行, 新增短期贷款 22 亿、长期贷款 14 亿, 长期贷款利率区间 4%-7%, 融资结构较为匹配 PPP 项目长久期、融资成本可控。目前公司在手 10 亿中票及 20 亿超短融尚未发行, 能够为项目资本金投入提供保障。

➤ 一季度 PPP 订单入库率高，在手订单饱满保障未来高速增长

公司 2018 年至今公告中标项目 12 个, 总计金额 92.07 亿元, 其中 EPC 项目 5 个, 总金额 17 亿, 成为 PPP 模式之外的良好补充。顺应 PPP 规范发展新阶段, 公司拿单质量进一步提升, 2018 年公告的林州市高速口景观提升改造等 6 个项目均已入库, 入库投资额占 PPP 订单的 96%。2017 年公司累计中标订单 318.2 亿元, 较 2016 年增长 161%, 是 17 年营收的近 4 倍。而根据一季度的表现来看公司 2018 年订单总量有望进一步提升, 充足的在手订单将为公司业绩的高速增长提供保障。

三、盈利预测与投资建议

看好公司拿单能力以及未来业绩兑现, 预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.80、1.06、1.37, 对应当前价格 PE 13、10、7 倍, 维持“强烈推荐”评级。

四、风险提示

1. 政策落地不及预期。2. 订单兑现不及预期。3. 合同执行进度不及预期。

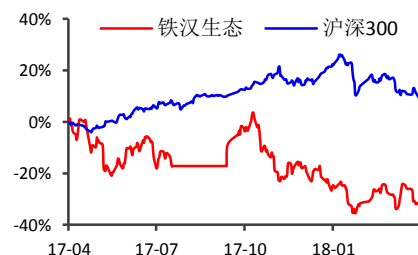
强烈推荐 维持评级

当前价格 10.21

交易数据 2018/4/16

近 12 个月最高/最低(元)	12.53/9.3
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)	155.16
流通市值(亿元)	101.20

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) 85127892

邮箱: taoyigong@mszq.com

相关研究

- 1、《业绩快报归母净利增 47%，静待行业东风起》20180227
- 2、《业绩预报中位数四季度增速有所放缓，一线 PPP 民企仍值得期待》20180123
- 3、《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》20171227

盈利预测与财务指标

项目/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	8188	12700	16500	21615
增长率 (%)	79.04%	55.11%	29.92%	31.00%
归属母公司股东净利润 (百万元)	757	1209	1607	2089
增长率 (%)	45.02%	59.66%	32.91%	30.01%
每股收益 (元)	0.50	0.80	1.06	1.37
PE (现价)	20.49	12.84	9.66	7.43
PB	2.57	2.18	1.82	1.49

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)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业总收入	8188	12700	16500	21615
营业成本	6123	9500	12342	16168
营业税金及附加	32	50	65	85
销售费用	104	161	209	273
管理费用	856	1270	1650	2162
EBIT	1175	1800	2344	3055
财务费用	300	411	492	641
资产减值损失	32	60	70	80
投资收益	112	149	188	217
营业利润	853	1398	1860	2424
营业外收支	32	0	0	0
利润总额	885	1398	1860	2424
所得税	127	187	251	331
净利润	758	1211	1609	2093
归属于母公司的利润	757	1209	1607	2089
EBITDA	1260	1843	2396	3087

资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	3260	3175	4125	5404
应收账款及票据	1036	1744	1867	2863
预付款项	83	95	136	166
存货	5716	8405	9879	13897
其他流动资产	678	678	678	678
流动资产合计	10772	14097	16685	23008
长期股权投资	326	475	663	880
固定资产	749	826	886	951
无形资产	534	649	779	922
非流动资产合计	8911	9450	11146	13192
资产合计	19683	23547	27831	36201
短期借款	3807	5191	6240	9493
应付账款及票据	3372	4204	5639	7256
其他流动负债	2153	2164	2283	2339
流动负债合计	9332	11559	14162	19088
长期借款	3495	4058	4313	5902
其他长期负债	500	500	500	500
非流动负债合计	3995	4558	4813	6402
负债合计	13327	16117	18975	25490
股本	1520	1520	1520	1520
少数股东权益	314	317	319	323
股东权益合计	6356	7430	8856	10711
负债和股东权益合计	19683	23547	27831	36201

主要财务指标 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入增长率	79.04%	55.11%	29.92%	31.00%
EBIT 增长率	54.19%	53.22%	30.20%	30.37%
净利润增长率	43.38%	59.66%	32.91%	30.01%
盈利能力				
毛利率	25.22%	25.20%	25.20%	25.20%
净利率	9.26%	9.54%	9.75%	9.68%
总资产收益率 ROA	5.97%	7.64%	8.42%	8.44%
净资产收益率 ROE	12.53%	16.99%	18.82%	20.11%
偿债能力				
流动比率	1.22	1.29	1.25	1.28
速动比率	0.53	0.51	0.50	0.52
现金比率	0.35	0.27	0.29	0.28
资产负债率	67.71%	68.45%	68.18%	70.41%
经营效率				
应收账款周转天数	7.91	7.28	8.84	7.55
存货周转天数	336.10	318.53	288.16	309.44
总资产周转率	0.42	0.54	0.59	0.60
每股指标 (元)				
每股收益	0.50	0.80	1.06	1.37
每股净资产	3.98	4.68	5.62	6.84
每股经营现金流	-0.56	-0.82	0.39	-1.56
每股股利	0.00	0.09	0.12	0.16
估值分析				
PE	20.49	12.84	9.66	7.43
PB	2.57	2.18	1.82	1.49
EV/EBITDA	18.58	13.88	11.22	10.19
股息收益率	0.00	0.01	0.01	0.02

现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	758	1211	1609	2093
折旧和摊销	86	43	53	32
营运资金变动	-1688	-2506	-1070	-4498
经营活动现金流	-844	-1253	593	-2374
资本开支	0	-240	-280	-320
投资	-1709	0	0	0
投资活动现金流	-1709	-240	-280	-320
股权募资	0	0	0	0
债务募资	5079	1408	637	3972
筹资活动现金流	5079	1408	637	3972
现金净流量	2526	-85	950	1279

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。