

铁汉生态 (300197)

公司研究/简评报告

盈利增长符合预期，融资转好情况下现金流有望改善

简评报告/环保行业

2018年8月7日

一、事件概述

公司发布 2018 年半年报，营收 49.38 亿元，同比增长 76.7%；归母净利润 3.85 亿元，同比增长 42.9%；扣非后归属净利 3.79 亿元，同比增长 46.58%。

二、分析与判断

➤ 业绩增长符合预期，高质量在手订单保障可持续发展

受宏观去杠杆及 PPP 监管趋严影响，公司上半年业绩依旧保持较快增速，符合我们此前报告的预期。报告期内计提了股权激励费用 7571 万，刨除此影响后归母净利同比增长 71%。公司 2018 年至今公告项目 16 个，总计金额 128 亿元，其中 PPP 项目 11 个，对应投资额 110 亿元，占全部项目的 86%，公司上半年 PPP 订单入库率达 75%，所签近一半集中于生态环保领域且项目入库率高。半年报中披露上半年新签工程合计金额 116.17 亿元，已中标尚未签约的工程合计金额 113.61 亿元，而去年同期分别为 26.76/54.7 亿元，上半年公司订单保持了高速增长，将为未来的业绩增长打下基础。

➤ 盈利能力维持稳定，销售及财务费用率有所提升

公司 2017 年综合毛利率 26.19%，净利率 7.75%，同比+0.70%/-1.75%，生态环保及市政园林业务盈利能力基本维持稳定。销售/管理/财务费用率分别+0.61%/-0.47%/+1.25%，销售费用率有所上升主要系公司推行了区域化管理，人员大幅增长致运营成本增加；翻倍增长的利息支出，使得财务费用快速增长。

➤ 融资趋紧致现金流存一定压力，融资有效传导背景下后期有望改善

报告期内，公司获得批复 PPP 项目借款 3 笔，总融资金额为 5.66 亿元，而报告期内公司支付的 PPP 项目前期费用为 19.57 亿，若按照社会资本方出资 30%，其余配套银行贷款情况来看，上半年项目融资受宏观去杠杆影响较大。公司在被下游以长期应收款、存货等占用资金的同时，通过应付账款占用上游资金，但相较下游被占，上游占款能力较弱，致经营活动现金净流入 1 亿，与去年同期基本持平。支付 PPP 项目前期费用 19.57 亿，至投资活动现金流出总计 22 亿。取得借款收到现金 23.6 亿，偿还一年内到期的长期借款 7.75 亿，一年内到期的应付债券 5 亿，致融资活动净流入 10 亿元，较去年同期减少 30%，且债务结构偏短期，现金流压力有所提升。资产负债率 70.54%，较年初增长 1.86%，如不能实现项目资金的高周转，公司负债率有进一步上升的可能。下半年财政政策将更加积极，同时政策指导下银行也会加大对于民企的支持力度。8 月以来 AA 级企业信用债利差已有所收窄，未来公司自身及地方城投平台的融资压力有望得到缓解，现金流有望改善。

三、盈利预测与投资建议

考虑到上半年融资趋紧以及公司资产重组对业务开展的影响，略微下调公司未来三年盈利预测，预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.45、0.56、0.68，对应当前价格 PE 12、10、8 倍。仍然看好公司后续业绩的稳步释放，维持“推荐”评级。

四、风险提示

1、财政政策落地不及预期；2、融资持续受阻；3、合同执行进度不及预期。

推荐

维持评级

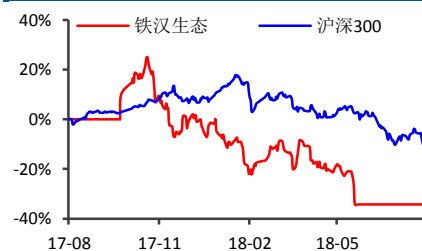
当前价格： 5.37 元

交易数据

2018-8-6

近 12 个月最高/最低(元)	8.31/5.37
总股本(百万股)	2,279
流通股本(百万股)	1,447
流通股比例(%)	63%
总市值(亿元)	122.41
流通市值(亿元)	78.89

该股与沪深 300 走势比较



分析师：陶贻功

执业证号：S0100513070009

电话：(010) 85127892

邮箱：taoyigong@mszq.com

研究助理：晏溶

执业证号：S0100117060016

电话：010-85127892

邮箱：yanrong@mszq.com

相关研究

- 1、《业绩增速符合预期，18 年高增速目标可期》20180426
- 2、《业绩快报归母净利增 47%，静待行业东风起》20180227
- 3、《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

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	11000	13750	16500
增长率 (%)	79.04%	34.35%	25.00%	20.00%
归属母公司股东净利润 (百万元)	757	1022	1277	1541
增长率 (%)	45.02%	35.04%	24.95%	20.63%
每股收益 (元)	0.33	0.45	0.56	0.68
PE (现价)	16.17	11.97	9.58	7.94
PB	2.03	1.77	1.53	1.31

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	11000	13750	16500
营业成本	6123	8228	10326	12425
营业税金及附加	32	43	54	65
销售费用	104	139	174	209
管理费用	856	1133	1416	1634
EBIT	1175	1537	1889	2297
财务费用	300	367	425	528
资产减值损失	32	60	70	80
投资收益	112	149	188	217
营业利润	853	1179	1472	1778
营业外收支	32	0	0	0
利润总额	885	1179	1472	1778
所得税	127	154	193	234
净利润	758	1024	1280	1544
归属于母公司净利润	757	1022	1277	1541
EBITDA	1260	1633	1995	2382

资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	3260	2750	3438	4125
应收账款及票据	1036	1372	1638	1973
预付款项	83	71	122	110
存货	5716	6515	8783	9488
其他流动资产	678	678	678	678
流动资产合计	10772	11386	14658	16375
长期股权投资	326	475	663	880
固定资产	749	794	824	858
无形资产	534	627	734	854
非流动资产合计	8911	9207	10922	12577
资产合计	19683	20592	25580	28952
短期借款	3807	4316	5697	7366
应付账款及票据	3372	3190	5046	4864
其他流动负债	2153	2105	2247	2200
流动负债合计	9332	9612	12990	14429
长期借款	3495	3251	3768	4384
其他长期负债	500	500	500	500
非流动负债合计	3995	3751	4268	4884
负债合计	13327	13362	17258	19314
股本	1520	1520	1520	1520
少数股东权益	314	316	319	321
股东权益合计	6356	7230	8321	9638
负债和股东权益合计	19683	20592	25580	28952

主要财务指标	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入增长率	79.04%	34.35%	25.00%	20.00%
EBIT 增长率	54.19%	30.82%	22.90%	21.60%
净利润增长率	43.38%	35.04%	24.95%	20.63%
盈利能力				
毛利率	25.22%	25.20%	24.90%	24.70%
净利润率	9.26%	9.31%	9.31%	9.36%
总资产收益率 ROA	5.97%	7.46%	7.38%	7.93%
净资产收益率 ROE	12.53%	14.79%	15.96%	16.54%
偿债能力				
流动比率	1.22	1.25	1.20	1.20
速动比率	0.53	0.50	0.47	0.50
现金比率	0.35	0.29	0.26	0.29
资产负债率	67.71%	64.89%	67.47%	66.71%
经营效率				
应收账款周转天数	7.91	8.02	8.40	8.36
存货周转天数	336.10	285.05	306.20	274.92
总资产周转率	0.42	0.53	0.54	0.57
每股指标 (元)				
每股收益	0.33	0.45	0.56	0.68
每股净资产	2.65	3.03	3.51	4.09
每股经营现金流	-0.37	-0.01	-0.14	-0.23
每股股利	0.03	0.07	0.08	0.10
估值分析				
PE	16.17	11.97	9.58	7.94
PB	2.03	1.77	1.53	1.31
EV/EBITDA	12.32	10.38	9.45	8.77
股息收益率	0.01	0.01	0.02	0.02

现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	758	1024	1280	1544
折旧和摊销	86	96	107	85
营运资金变动	-1688	-1146	-1713	-2161
经营活动现金流	-844	-26	-326	-532
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	-244	1294	1539
筹资活动现金流	5079	-244	1294	1539
现金净流量	2526	-510	688	688

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

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。

晏 溶：华南理工大学环境工程硕士毕业，中级工程师，曾就职于广东省环保厅直属事业单位，6年行业工作经验+1年买方工作经验，2017年加入民生证券，8年环保行业从业经验。

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。	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。