

## 铁汉生态(300197)/园林工程

## 资金订单充足, PPP 业务加速推进

**评级: 买入(维持)**

市场价格: 14.93 元

目标价格: 20.65 元

分析师: 夏天

执业证书编号: S0740517010001

电话: 021-20315190

Email: xiatian@r.qlzq.com.cn

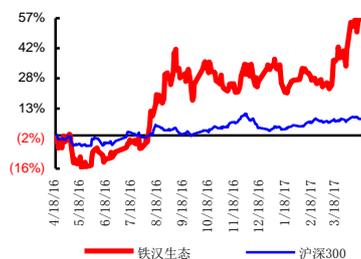
联系人: 焦俊

电话: 0755-23819310

Email: jiaojun@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	1,520
流通股本(百万股)	965
市价(元)	14.93
市值(百万元)	22,688
流通市值(百万元)	14,410

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 业绩符合预期, 四季度内生业绩快速增长
- 2 员工持股彰显信心, 订单饱满助力 17 年业绩高增长
- 3 铁汉生态季报点评--三季度业绩略超预期, 外延整合释放协同红利

**公司盈利预测及估值**

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,613.27	4,573.26	8,426.00	12,576.00	17,021.00
增长率 yoy%	30.46%	75.00%	84.24%	49.25%	35.35%
净利润	306.04	522.07	896.29	1,453.72	1,947.09
增长率 yoy%	25.22%	70.59%	71.68%	62.19%	33.94%
每股收益(元)	0.38	0.34	0.59	0.96	1.28
每股现金流量	-0.07	-0.41	0.21	0.01	0.30
净资产收益率	9.46%	10.20%	14.90%	19.47%	20.68%
P/E	45.15	36.91	25.31	15.61	11.65
P/B	4.27	3.77	3.77	3.04	2.41

备注:

**投资要点**

**事件:** 公司发布 2016 年年报, 公司 2016 年营业收入 45.73 亿元, 同比增长 75.00%; 归母净利润 5.22 亿元, 同比增长 70.59%。经营性现金流量净额-6.27 亿元, 同比下降 1002.72%; 稀释每股收益 0.35 元。四季度营收 21.38 亿元, 同比增长 18.19%; 四季度归母净利润 2.34 亿元, 同比增长 75.23%。拟 10 股派 0.50 元。

■ **公司营收与净利符合预期, PPP 四季度开工有加速趋势。制定 17 年经营计划, 目标营收 80 亿, 归母净利 8 亿以上。**公司 2016 年实现营业收入 45.73 亿元, 同比增长 75.00%; 归母净利润 5.22 亿元, 同比增长 70.59%。分季度看, 公司 16 年 Q1/Q2/Q3/Q4 单季度营收分别为 3.98/10.51/9.85/21.38 亿元, 同比增速为 28%/33%/86%/118%。单季度归母净利分别为-0.04/1.82/1.11/2.4 亿元, 同比增速为 NA/47%/111%/75%。四季度业绩增长的主要动力来自于内生 PPP 业务及其他工程业务的利润贡献(第三季度星河园林已完成对赌业绩 92%、环发环保已完成对赌业绩 98%)。16 年公司内生业绩为 3.9 亿, 外延贡献净利为 1.32 亿(星河园林贡献 1.01 亿、广州环发环保贡献 0.31 亿业绩)。公司制定 2017 年度经营计划, 目标实现 80 亿营收, 实现归母净利润 8.0 亿元。16 年全年完成当年经营计划的 115.51%, 17 年有望超额完成经营计划。

■ **16 年全年订单同比增长 260%, 17 年订单高增长趋势, 全年业绩有保障。**报告期内, 公司新签订各类工程施工合同 113 项, 累计合同金额 121.843 亿元(其中 PPP 项目合计金额 75.986 亿元, 占比 62.36%), 比去年同期增长 260%。截止 4 月 17 日, 17 年新接订单 30.94 亿(不含框架), 同比增长 188.62%。

■ **业务扩张导致现金流短期恶化, 可动用资金充裕持续扩张无忧。**经营性现金流增多主要由 EPC 业务加速拓展导致, 投资性现金流恶化主要由于存量 BT 项目以及 PPP 业务前期的投资支付款项增加所致。(1)经营性现金流净流出 6.27 亿, 相比去年同期净流出额增加 5.71 亿元。此次大幅流出主要由于 EPC 业务扩张导致投标保证金、履约保证金相比去年增加 3.75 亿, 属于业务拓展的正常表现。PPP 业务目前占比仍低, 现金流表现还值得观察。(2)投资性现金流净流出 10.23 亿, 相比去年同期净流出额增加 1.51 亿。其中净支付 BT 前期费用 1.67 亿(支出 5.94 亿, 收回 4.27 亿), 净支付 PPP 前期费用 1.90 亿(支出 1.9 亿, 收回 0 亿), 购置土地使用权及其他无形资产 4.74 亿(其中土地使用权 2.94 亿), 收购其他公司股权 1.92 亿。由于公司大量 PPP 订单都在四季度开工, 预计将于 17 年陆续开始回款, PPP 模式的回款优势预计会在 17 年中报显现。(3)可用资金充裕, 业务有望持续扩张: 公司年末在手现金 12.83 亿、11 亿可转债有望在下半年发行、BT 回款有望净增加约 3 亿(一年内到期 BT 融资建设工程额为 11.03 亿, 15 年此数值为 7.91 亿), 合计可动用资金超 20 亿元。

■ **第二期员工持股激励充分, 大股东兜底彰显信心。**“第二期员工持股计划”将认购“铁汉生态 2 号”资管产品劣后级资金总额不超过 3 亿元, “铁汉生态 2 号”产品总额不超过 9 亿元(杠杆比例 1:2), 大股东刘水先生将承担动态补仓义务。相比第一期员工持股计划(1.9 亿)第二次员工持股计划力度更大, 员工激励更加充分。

- **风险提示：PPP 订单落地不达预期的风险，宏观政策风险。**
- **盈利预测、估值与投资建议：买入评级。**我们预测 17/18/19 年公司归母净利 8.96 /14.54/19.47 亿元，EPS 分别为 0.59/0.96/1.28 元，目前股价对应 PE 为 25/16/12 倍，2016-2019 年 CAGR 为 55.08%。综合考虑积极变化，给予目标价 20.65 元（对应 17 年 35 倍 PE）。

**图表 1：公告订单梳理**

公告日期	项目名称	金额（亿）
2016/1/4	深汕特别合作区汕美生态文化谷开发、建设和运营 PPP 项目	5.96
2016/1/14	珠海市斗门区莲洲镇、乾务镇农村湿地生态园及其配套管网工程总承包政府和社会资本合作（PPP）项目合同	1.44
2016/2/23	香蜜公园建设工程—园区建筑安装和园区建设工程	1.77
2016/2/25	梅州市蕉岭县人民政府签署《战略合作协议》	55
2016/2/29	雅安市汉源县城乡规划建设和住房保障局汉源县环湖路边坡生态修复工程 PPP 项目	1.55
2016/4/8	鼎湖区河涌水环境综合整治项目勘测设计采购施工总承包（EPC）	3.63
2016/5/4	贵州省黔南州平塘县克度天文科普旅游特色小镇建设工程设计施工总承包	5
2016/5/11	滨州经济技术开发区狮子刘片区及黄河古村风情带乡村旅游 PPP 项目	5.8
2016/5/25	贵州省黔南州长顺县麻线河河道治理工程（一期）设计施工总承包项目	1.48
2016/5/30	海口市响水河、红城湖等 4 个水体水环境综合治理 PPP 项目	4.6
2016/5/30	海口市龙昆沟、东西湖等 11 个水体水环境综合治理 PPP 项目	6
2016/6/23	贵州省凤冈县龙潭河县城河段治理工程勘测设计采购施工总承包	2.52
2016/7/1	《济宁经济技术开发区鲁寨旅游开发及河道综合治理项目合作协议书》	30
2016/9/20	遵义市新蒲新城人民公园附属道路及中轴线市政景观工程一标段	4
2016/10/17	宁海县城市基础设施 PPP 项目	7.99
2016/10/28	梅州五华县生态技工教育创业园 PPP 建设项目	2.75
2016/11/11	海口市小游园、街边绿地等景观提升工程 PPP 项目	2.04
2016/11/11	姚安县河库连通工程岔河引水项目社会资本采购	3.35
2016/11/28	江西省抚州市抚河流域生态保护及综合治理（一期工程）PPP 项目	7.22
2016/12/7	遵义市新蒲新区新中湖湿地公园工程建设项目	9.4
2016/12/12	海口市滨江西带状公园二期（江滩部分）PPP 项目	8.35
2016/12/20	来宾市园博园项目设计施工工程总承包	4.16
2017/1/18	伊河嵩县城区水生态治理 PPP 项目	3.5
2017/1/10	临湘市长安文化创意园 PPP 项目	3
2017/2/24	乌当区松溪河环溪河水生态环境综合治理项目施工一标段	3
2017/3/22	中宁县生态连城黄河过境段一期 PPP 项目	8.68
2017/3/31	凤冈县龙潭河县城河段综合治理项目（二期）勘测设计施工总承包（EPC）项目	5.76
2017/4/12	凯里市清水江生态治理建设工程一标段（镰刀湾至湾溪）设计施工总承包（EPC）项目	7

来源：公司公告、中泰证券研究所

**图表 2：三表**

损益表 (人民币亿元)							资产负债表 (人民币亿元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	20	26	46	84	126	170	货币资金	7	12	13	7	15	12
增长率	34.44%	30.5%	75.0%	84.2%	49.3%	35.3%	应收款项	2	3	11	12	18	24
营业成本	-14	-19	-33	-62	-93	-126	存货	14	17	34	48	71	96
% 销售收入	69.0%	73.1%	73.2%	74.0%	73.8%	73.8%	其他流动资产	6	8	12	12	12	13
毛利	6	7	12	22	33	45	流动资产	29	41	69	79	116	145
% 销售收入	31.0%	26.9%	26.8%	26.0%	26.3%	26.3%	% 总资产	57.3%	58.6%	60.6%	61.0%	67.7%	70.7%
营业税金及附加	-1	-1	0	-1	-1	-1	长期投资	17	21	25	25	25	25
% 销售收入	2.8%	2.2%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	4	6	7	7	7	7
营业费用	0	0	0	0	0	-1	% 总资产	7.2%	8.0%	5.7%	5.4%	4.2%	3.4%
% 销售收入	0.0%	0.0%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	无形资产	0	1	13	18	23	27
管理费用	-3	-3	-5	-10	-15	-20	非流动资产	22	29	45	50	55	60
% 销售收入	12.8%	11.3%	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%	% 总资产	42.7%	41.4%	39.4%	39.0%	32.3%	29.3%
息税前利润 (EBIT)	3	4	6	11	17	23	<b>资产总计</b>	<b>51</b>	<b>69</b>	<b>114</b>	<b>129</b>	<b>171</b>	<b>205</b>
% 销售收入	15.4%	13.4%	14.1%	13.3%	13.6%	13.6%	短期借款	12	13	21	18	31	30
财务费用	-1	-1	-2	-1	-1	-1	应付款项	7	8	17	23	35	47
% 销售收入	5.5%	5.5%	3.6%	0.9%	0.9%	0.8%	其他流动负债	7	3	6	8	11	14
资产减值损失	0	0	0	-2	-1	-1	流动负债	27	23	43	50	77	91
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	4	8	5	5	5	5
投资收益	1	1	1	1	1	1	其他长期负债	0	5	13	13	13	13
% 税前利润	34.9%	39.3%	22.3%	13.0%	8.0%	6.0%	<b>负债</b>	<b>30</b>	<b>36</b>	<b>61</b>	<b>68</b>	<b>95</b>	<b>109</b>
营业利润	3	3	6	10	16	22	<b>普通股股东权益</b>	<b>20</b>	<b>32</b>	<b>51</b>	<b>60</b>	<b>75</b>	<b>94</b>
营业利润率	14.7%	12.6%	12.4%	11.9%	13.1%	13.0%	少数股东权益	0	0	1	2	2	2
营业外收支	0	0	0	0	0	0	<b>负债股东权益合计</b>	<b>51</b>	<b>69</b>	<b>114</b>	<b>129</b>	<b>171</b>	<b>205</b>
税前利润	3	3	6	10	17	23							
利润率	14.8%	12.9%	13.2%	12.3%	13.4%	13.3%	<b>比率分析</b>						
所得税	-1	0	-1	-1	-2	-3		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税率	17.6%	9.6%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	<b>每股指标</b>						
净利润	2	3	5	9	15	20	每股收益(元)	0.484	0.379	0.344	0.590	0.957	1.281
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股净资产(元)	4.007	4.007	3.368	3.957	4.914	6.195
归属于母公司的净利润	2	3	5	9	15	19	每股经营现金净流(元)	-0.478	-0.070	-0.413	0.212	0.007	0.302
净利润率	12.2%	11.7%	11.4%	10.6%	11.6%	11.4%	每股股利(元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
							<b>回报率</b>						
							净资产收益率	12.07%	9.46%	10.20%	14.90%	19.47%	20.68%
							总资产收益率	4.86%	4.44%	4.60%	7.00%	8.55%	9.57%
							投入资本收益率	23.75%	12.42%	10.67%	15.33%	17.73%	19.20%
							<b>增长率</b>						
							营业总收入增长率	34.44%	30.46%	75.00%	84.24%	49.25%	35.35%
							EBIT增长率	44.53%	13.83%	84.29%	73.97%	52.05%	35.35%
							净利润增长率	3.66%	25.22%	70.59%	71.68%	62.19%	33.94%
							总资产增长率	39.97%	36.97%	64.66%	12.74%	32.63%	19.58%
							<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	22.9	27.2	40.0	35.0	35.0	35.0
							存货周转天数	303.9	299.0	279.6	279.6	279.6	279.6
							应付账款周转天数	126.8	122.4	116.8	116.8	116.8	116.8
							固定资产周转天数	52.4	44.6	37.0	31.5	27.4	24.4
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	36.91%	43.88%	48.38%	44.59%	43.10%	35.58%
							EBIT利息保障倍数	2.8	2.4	3.9	14.1	15.9	17.5
							资产负债率	59.31%	52.64%	53.66%	51.83%	55.07%	52.75%

来源：中泰证券研究所

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。