

公司研究/年报点评

2019年04月29日

建筑/建筑装饰 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 4.28  
合理价格区间(元): 4.93~5.22

**黄骥** 执业证书编号: S0570516030001  
研究员 021-28972066  
huangji@htsc.com

**鲍荣富** 执业证书编号: S0570515120002  
研究员 021-28972085  
baorongfu@htsc.com

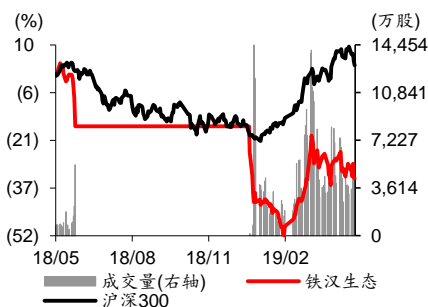
**方晏荷** 执业证书编号: S0570517080007  
研究员 0755-22660892  
fangyanhe@htsc.com

**王涛** 021-28972059  
联系人 wangtao@htsc.com

相关研究

- 1《铁汉生态(300197,买入): 大生态布局初步完成, 盈利有待提升》2018.04
- 2《铁汉生态(300197,买入): PPP项目持续落地, 激励充足助成长》2017.10
- 3《铁汉生态(300197,买入): 重组终止影响较小, 估值优势显著》2017.09

一年内股价走势图



资料来源: Wind

## 静待融资改善, 业绩有望反转

### 铁汉生态(300197)

#### 融资改善有望提振业绩, 维持“买入”评级

公司发布 18 年年报, 实现收入 77.49 亿元, YoY-5.36%, 归母净利润 3.04 亿元, YoY-59.81%, 业绩低于我们和市场预期, 主要系财务费用和资产减值损失大幅增加(存货跌价准备同比增加 1.02 亿元)。同时, 公司发布 19 年一季报, 收入 9.70 亿元, YoY-25.40%, 归母净利润-0.93 亿元, YoY-29.09%。公司于 18 年底引入战投深圳国资委, 目前正计划发行优先股融资 18.7 亿元, 在手项目有望正常推进, 我们预计 19-21 年 EPS 0.29/0.46/0.51 元, 维持“买入”评级。

#### 深化大生态产业布局, 盈利能力增强

18 年综合毛利率 25.79%, 同比增加 0.57pct, 主要系园林绿化业务毛利率同比增加 1.83pct。生态环保/景观/旅游业务分别实现收入 34.7/32.3/8.4 亿元, YoY-8.12%/-1.71%/-8.43%, 分别占收入的 44.8%/41.7%/10.8%。18 年公司新签订单 203.2 亿元, YoY-36.14%, 我们预计, 截止 18 年底, 公司在手未完工项目金额高达 445 亿元。大环保类项目占新签金额 54.2%, 公司继续向大生态环境产业升级布局, 业务结构不断优化。

#### 财务费用率上行明显, 经营性现金流大幅改善

18 年公司期间费用率为 21.30%, 同比增加 5.92pct。其中销售/管理(加回研发)/财务费用率分别为 1.55%/12.68%/7.07%, 同比分别增加 0.29/2.22/3.41pct。18 年财务费用 5.47 亿元, YoY+82.46%, 财务费用大幅增加主要系银行借款增加, 利息费用同比增加 56.4%。18 年经营性现金净流量 3.95 亿元, 同比多流入 12.50 亿元, 主要系 18 年工程回款力度, 销售商品、提供劳务收到的现金大幅增加所致。18 年公司收现比 81%, 较 17 年增加 24pct, 18 年公司付现比 75.7%, 较 17 年增加 14pct。

#### 融资环境有所改善, 业绩承诺提升盈利稳定性

公司于 18 年 12 月底引入战投深投控, 拟转让 2.28 亿股, 同时承诺 19-21 年净利润不低于 6.5/10.8/11.9 亿元, 如未完成承诺, 将对深投控进行现金补偿。2019 年 4 月公司公告拟发行 18.7 亿元的优先股, 其中 10 亿元用于偿还银行贷款及其他有息负债, 其余部分用于补充流动资金。预计随着多元化融资手段落地, 以及优先股有望在 19H2 发行成功, 我们判断公司 19 年融资状况或将得到改善, 在手订单有望正常推进, 业绩逐季改善。

#### 业绩有望提升, 维持“买入”评级

公司财务预算公告 19 年收入 90 亿元, 归母净利润 6.53 亿元, 我们预计 19-21 年 EPS 0.29/0.46/0.51 元(对应净利润 6.71/10.80/12.08 亿元, 19/20 年前值 15.95/20.17 亿元), 参考可比公司 19 年 13.10 倍 PE 估值, 考虑到公司盈利能力提升, 同时大生态环境产业升级增长可期, 认可给予公司 19 年 17-18 倍 PE, 目标价 4.93-5.22 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 融资改善低于预期, 在手项目执行低于预期。

### 公司基本资料

总股本(百万股)	2,345
流通 A 股(百万股)	1,666
52 周内股价区间(元)	3.09-10.09
总市值(百万元)	10,039
总资产(百万元)	24,967
每股净资产(元)	2.71

资料来源: 公司公告

### 经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	8,188	7,749	8,912	10,253	11,725
+/-%	79.04	(5.36)	15.01	15.04	14.36
归属母公司净利润(百万元)	757.11	304.29	670.91	1,080	1,208
+/-%	45.02	(59.81)	120.48	61.00	11.79
EPS(元, 最新摊薄)	0.32	0.13	0.29	0.46	0.51
PE(倍)	13.26	32.99	14.96	9.29	8.31

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

## 关键假设调整及可比公司估值表

公司19/20年业绩下调主要系：1) 收入调整，此前预计18年收入增速为35.23%，实际18年收入增速为-5.36%，特别是18Q4单季度，收入同比增速仅为-58.13%，由于融资紧张，收入确认放缓；2) 期间费用率调整：此前预计18年期间费用率为14.82%，实际值21.29%，主要系18年公司财务费用率增加3.41pct，主要系银行借款增加，利息费用同比增加56.4%，预计随着多元化融资手段落地，以及优先股有望在19H2发行成功，我们判断公司19年融资状况或将得到改善；3) 资产减值调整，原预计18年资产减值2978万元，实际18年计提资产减值1.40亿元，其中存货跌价准备同比增加1.02亿元。我们预计19/20年计提资产减值损失1.70/1.80亿元（预测前值为0.32/0.33亿元），较此前预测有所增加。

图表1：关键假设变化表

项目	原预测（调整前）		现预测（调整后）		变化幅度（pct）	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
收入增速（%）	35.23	27.24	15.01	15.04	-20.22	-12.20
毛利率（%）	25.78	25.95	27.74	28.13	1.96	2.18
期间费用率（%）	15.07	15.20	15.68	15.70	0.61	0.50
净利率（%）	9.22	9.17	7.53	10.54	-1.69	1.37
资产减值损失（亿元）	32.06	32.94	160	170	399.06%	416.09%
归母净利润（亿元）	15.95	20.17	6.71	10.80	-57.93%	-46.46%

资料来源：华泰证券研究所

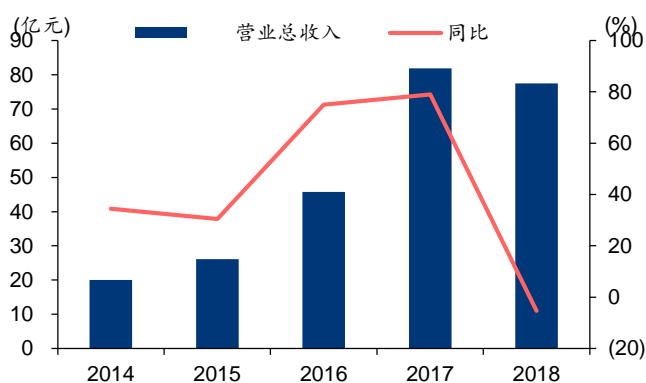
图表2：可比公司估值表

证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	当前价格 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2017	2018	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E
002717.SZ	岭南股份	88.72	8.66	1.17	0.76	1.05	1.37	7.40	11.39	8.25	6.32
300495.SZ	美尚生态	99.87	14.68	0.47	0.64	0.76	0.98	31.23	22.94	19.32	14.98
002775.SZ	文科园林	39.74	7.75	0.98	0.49	0.66	0.79	7.91	15.82	11.74	9.81
	平均	76.11	10.36					15.51	16.72	13.10	10.37
300197.SZ	铁汉生态	100.39	4.28	0.32	0.13	0.29	0.46	13.26	32.99	14.96	9.29

注：除铁汉生态19-20年EPS为华泰研究所预测，其余EPS均为wind一致预期，数据截止2019/4/26收盘；

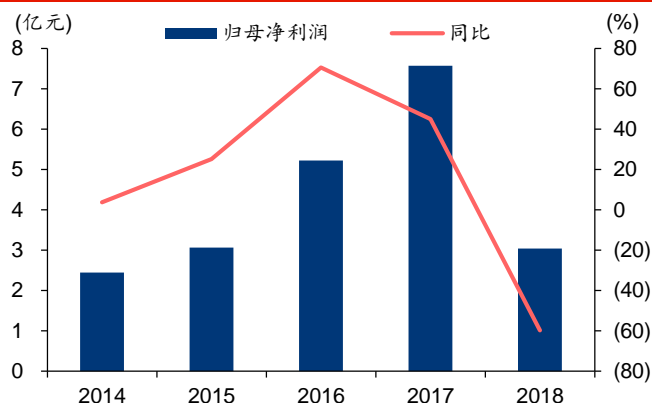
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3：2014-2018年营收及同比增速变动



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

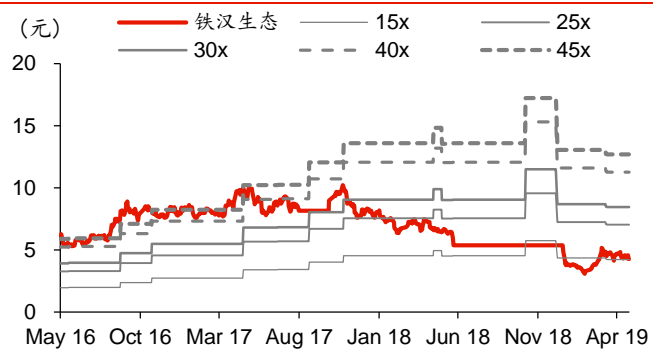
图表4：2014-2018年归母净利润同比增速变动



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

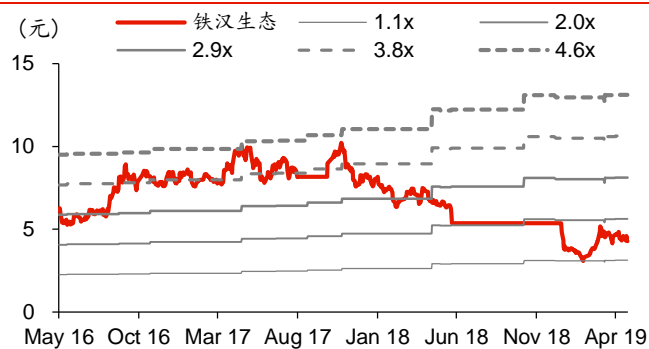
### PE/PB - Bands

图表5: 铁汉生态历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表6: 铁汉生态历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	11,924	12,667	13,015	13,685	14,662
现金	3,830	1,824	1,600	1,500	1,400
应收账款	1,009	906.02	1,121	1,256	1,446
其他应收账款	580.90	438.52	590.22	649.29	712.05
预付账款	82.54	66.85	79.71	88.90	100.55
存货	5,716	7,894	7,968	8,432	9,242
其他流动资产	704.66	1,537	1,656	1,758	1,761
非流动资产	8,372	12,023	14,242	15,291	15,352
长期投资	326.31	540.66	500.00	500.00	500.00
固定投资	749.12	724.49	765.13	777.28	773.12
无形资产	533.98	577.80	756.33	830.48	923.72
其他非流动资产	6,763	10,180	12,221	13,184	13,156
资产总计	20,296	24,690	27,257	28,976	30,014
流动负债	9,807	13,100	15,959	17,274	17,358
短期借款	3,799	3,756	4,874	5,590	4,716
应付账款	3,372	5,528	6,573	7,148	8,090
其他流动负债	2,635	3,816	4,512	4,537	4,552
非流动负债	4,133	4,774	3,804	3,249	3,198
长期借款	1,922	3,307	2,507	2,007	2,007
其他非流动负债	2,211	1,466	1,297	1,242	1,191
负债合计	13,940	17,874	19,763	20,523	20,556
少数股东权益	314.45	570.76	578.48	590.75	604.56
股本	1,520	2,279	2,345	2,345	2,345
资本公积	2,324	1,539	1,473	1,473	1,473
留存公积	2,199	2,427	3,098	4,044	5,035
归属母公司股东权益	6,042	6,245	6,916	7,862	8,853
负债和股东权益	20,296	24,690	27,257	28,976	30,014

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	(854.65)	394.57	(147.35)	558.26	1,725
净利润	758.46	299.67	678.63	1,092	1,221
折旧摊销	85.70	101.48	89.89	100.29	105.77
财务费用	300.06	547.49	328.00	337.88	415.65
投资损失	(112.13)	(109.87)	(109.87)	(109.87)	(109.87)
营运资金变动	(1,939)	(551.40)	(1,132)	(835.06)	87.42
其他经营现金	52.28	107.19	(1.87)	(27.42)	5.19
投资活动现金	(1,709)	(3,325)	(209.42)	(156.85)	(74.92)
资本支出	211.89	86.71	55.00	55.00	55.00
长期投资	114.38	296.11	(43.06)	0.00	0.00
其他投资现金	(1,383)	(2,942)	(197.48)	(101.85)	(19.92)
筹资活动现金	5,079	639.97	133.06	(501.41)	(1,751)
短期借款	2,219	(43.24)	1,118	715.65	(873.88)
长期借款	1,424	1,385	(800.00)	(500.00)	0.00
普通股增加	0.00	759.84	65.98	0.00	0.00
资本公积增加	243.23	(784.97)	(65.98)	0.00	0.00
其他筹资现金	1,193	(677.11)	(185.15)	(717.07)	(876.68)
现金净增加额	2,515	(2,290)	(223.71)	(100.00)	(100.00)

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

### 利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	8,188	7,749	8,912	10,253	11,725
营业成本	6,123	5,751	6,707	7,369	8,427
营业税金及附加	32.09	9.27	10.66	12.26	14.02
营业费用	103.55	120.01	133.68	143.54	152.42
管理费用	730.74	687.81	935.75	1,128	1,290
财务费用	300.06	547.49	328.00	337.88	415.65
资产减值损失	32.03	140.28	160.00	170.00	180.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	112.13	109.87	109.87	109.87	109.87
营业利润	879.96	334.49	746.76	1,202	1,356
营业外收入	9.03	2.82	30.00	30.00	30.00
营业外支出	3.95	4.71	4.71	4.71	4.71
利润总额	885.04	332.60	772.05	1,227	1,381
所得税	126.58	32.92	93.42	135.01	159.48
净利润	758.46	299.67	678.63	1,092	1,221
少数股东损益	1.35	(4.62)	7.72	12.27	13.81
归属母公司净利润	757.11	304.29	670.91	1,080	1,208
EBITDA	1,266	983.46	1,165	1,640	1,877
EPS (元, 基本)	0.50	0.13	0.29	0.46	0.51

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	79.04	(5.36)	15.01	15.04	14.36
营业利润	54.53	(61.99)	123.26	60.98	12.76
归属母公司净利润	45.02	(59.81)	120.48	61.00	11.79
获利能力 (%)					
毛利率	25.22	25.79	24.74	28.13	28.12
净利率	9.25	3.93	7.53	10.54	10.30
ROE	12.53	4.87	9.70	13.74	13.64
ROIC	9.74	6.03	6.54	8.93	10.23
偿债能力					
资产负债率 (%)	68.68	72.39	72.50	70.83	68.49
净负债比率 (%)	47.25	49.21	47.47	45.79	40.49
流动比率	1.22	0.97	0.82	0.79	0.84
速动比率	0.63	0.36	0.31	0.30	0.31
营运能力					
总资产周转率	0.52	0.34	0.34	0.36	0.40
应收账款周转率	8.63	7.39	7.92	7.81	7.88
应付账款周转率	2.52	1.29	1.11	1.07	1.11
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.32	0.13	0.29	0.46	0.51
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.36)	0.17	(0.06)	0.24	0.74
每股净资产(最新摊薄)	2.58	2.66	2.95	3.35	3.77
估值比率					
PE (倍)	13.26	32.99	14.96	9.29	8.31
PB (倍)	1.66	1.61	1.45	1.28	1.13
EV_EBITDA (倍)	14.00	18.02	15.21	10.80	9.44

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com