

2020年04月20日

实控人拟变更为中节能，业务协同性强助力公司二次起飞

铁汉生态(300197)

事件概述：

2020年4月19日晚，公司发布公告，拟通过股权转让协议及非公开发行增发的方式，拟变更实际控制人为中国节能集团。

分析判断：

► 创业板首家生态修复公司，拟变更实控人解决发展瓶颈问题。

公司成立于2001年，是一家集规划、设计、融资、建设、运营等产业链环节于一体的生态环境建设的综合民营企业。2011年在创业板上市，是A股首家以生态修复为主营业务的公司。公司上市后，正赶上地方政府融资平台非标举债做基建的疯狂时期，公司获得了第一轮快速增长。但很快由于地方平台公司隐性债务风险问题，公司审时度势于2013年结束了扩张战略，及时控制了相关风险。2015年财政部联合发改委开始推广PPP模式融资做基建，公司紧抓机会获得了第二轮快速发展，确立了生态环保、生态景观两大主营业务。但2017年年中起中央多次下发规范发展PPP项目的文件，2018-2019年融资环境收缩，公司遭遇资金瓶颈。2018年，公司引入重要战略股东深圳国资委旗下全资子公司深圳市投资控股有限公司，2020年4月19日，公司公告拟变更实控人为中国节能环保集团有限公司。中节能在2018年被中央指定为长江经济带污染治理主体平台，实控人及深圳国资的引入，为公司解决资金瓶颈的同时，也将带来更多业务上的协同发展。

► 公司发展史，就是一部中国基建周期史

公司2011年上市，正赶上地方政府融资平台非标举债做基建的疯狂时期，公司获得了第一轮快速增长。但很快由于地方平台公司隐性债务风险问题，2012年12月，财政部联合发改委、人民银行及银监会四部门联合下发了《关于制止地方政府违法违规融资行为的通知》，公司审时度势于2013年结束了扩张战略，及时控制了相关风险。2014-2015年，世界经济增长低迷，贸易增长缓慢，我国经济增长也面临较大压力，财政部联合发改委大力推广PPP模式建设基础设施和公益性项目。公司2015年-2017年相继中标多个PPP项目，业绩表现抢眼。其中2016和2017年两年营业收入分别为45.73/81.88亿元，同比增长75.00%和79.04%，增速均超过75%。同时归母净利表现同样突出，2016和2017年分别5.22/7.57亿元，分别同比增长70.59%和45.02%。到了2018年，由于民营企业融资收紧和PPP项目不再受政策加持，公司融资成本剧增，业绩出现下滑，归母净利则呈现断崖式下降。2018年和2019年前三季度公司营收分别为77.49/45.27

评级及分析师信息

评级：增持
上次评级：首次覆盖
目标价格：
最新收盘价：3.18

股票代码：300197
52周最高价/最低价：4.59/2.41
总市值(亿)：79.78
自由流通市值(亿)：60.29
自由流通股数(百万)：1,773.25



分析师：晏溶
邮箱：yanrong@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519100004
联系电话：0755-8302 6989

分析师：戚舒扬
邮箱：qisy@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519070002
联系电话：0755-2394 8865

华西环保&建材联合覆盖

相关研究

1. 行业点评 | 专项债将再新增下达一批，环保基建全年增速可期
2020.04.01
2. 行业点评 | 明确专项债禁投房地产，环保基建将持续受益
2020.03.22
3. 深度报告 | 专项债从此昂首阔步进，环保投资助力经济稳增长
2020.03.16

亿元，分别同比下降 5.36%/28.08%；归母净利润为 3.04/0.21 亿元，分别同比下滑 59.81%和 94.31%。与此同时，公司由于扩张管理费用增幅明显，同时由于民企近年遭遇融资贵融资难的问题，上市公司财务费用激增，影响公司净利润水平。

► 新一轮周期起点，专项债将扛起基建大旗

2014-2015 年，财政部联合发改委推出基建 PPP 模式，在稳增长、稳就业、补短板方面被寄予厚望，但从实施效果来看，截至 2020 年 2 月末，仍无任一项目进入移交阶段。2016-2017 年基础设施建设投资（不含电力）增速均值为 18.20%，平均每年基建投资增加额为 2 万亿元，据推算此间 PPP 项目平均每年开工投资为 1.07 万亿，可见 PPP 项目对于投资额增量边际贡献率为 50%左右，另一半还是来自于各种非标违规融资（如政府采购服务等模式），并没有达到中央严控地方政府违规举债加大债务风险的目的，市场上对地方政府隐性债务规模测算，多集中在 30-40 万亿的情况较多。2020 年全球遭遇新冠疫情，对全球经济影响程度不亚于 2008 年金融危机，在此背景下，专项债将成为重要的积极财政政策工具，助力基建补短板，发挥稳投资稳就业稳增长基石作用。截至 2020 年 4 月 17 日，生态环保专项债累计披露金额达 1808.61 亿元，占全部新增专项债的比例高达 16.10%。2020 年生态环保类专项债已完成招标金额是 2019 年完成量 531.24 亿元的三倍多，增长十分明显。

投资建议

公司 2011 年作为首家主营业务为生态修复的公司登陆创业板，经过两轮基建周期后，积攒了丰富的项目经验。拟变更的实控人中节能，在 2018 年被中央指定为长江经济带污染治理主体平台，与实控人未来业务上的协同，将带给公司更多优质的订单。公司截至 2019Q3 财务费用为 4.68 亿，预计全年为 6-7 亿，此前公司银行借款成本都很高，实控人变更后置换成低息贷款，预计年财务费用可节省 2-3 亿元。我们看好公司未来发展前景，根据公司与中节能对赌利润，预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 51.31/53.45/63.23 亿元，分别同比增长-33.8%/4.2%/18.3%；归母净利润分别为-8.88/0.88/3.40 亿元，分别同比增长-391.9%/109.9%/288.4%；EPS 为 -0.38/0.04/0.14 元每股，对应 PE 为-8/85/22 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

- 1) 非公开发行终止，流动资金未得到有效补充，财务费用进一步上升；
- 2) 中央不支持基础设施投资，专项债等积极的财政政策取消；
- 3) 环保政策发生重大改变，不再成为国家重点支持方向；
- 4) 公司应收账款不能及时收回，出现短期现金流短缺，项目推进受阻。

盈利预测与估值

财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	8,188	7,749	5,131	5,345	6,323
YoY (%)	79.0%	-5.4%	-33.8%	4.2%	18.3%
归母净利润(百万元)	757	304	-888	88	340
YoY (%)	45.0%	-59.8%	-391.9%	109.9%	288.4%
毛利率 (%)	25.2%	25.8%	23.3%	23.6%	22.4%
每股收益 (元)	0.32	0.13	-0.38	0.04	0.14
ROE	12.5%	4.9%	-16.2%	1.3%	4.8%
市盈率	9.85	24.52	-8.40	85.26	21.95

资料来源: Wind, 华西证券研究所

正文目录

1. 公司发展史就是中国基建史，国资更具抗风险能力	5
1.1. 老牌生态修复企业，拟变更实控人将再起飞	5
1.2. 公司所处业务周期性强，大幅扩张后费用率抬升	6
2. 基建几经周期，现在又站在了新的起点	8
2.1. 08 年四万亿刺激后，地方隐性债务激增	8
2.2. 为控隐性债务规模，PPP 模式被寄予厚望但效果并不好	9
2.3. 专项债扛起基建大旗，明显倾斜生态环保领域	10
3. 投资建议	11
4. 风险提示	12

图目录

图 1 公司发展历史	5
图 2 公司股权变更情况	6
图 3 公司营收和利润情况	7
图 4 公司年度订单及员工人数情况	7
图 5 公司各项费用率情况和毛利率情况	7
图 6 2010 年底全国地方政府性债务资金来源情况	8
图 7 2009 年两会四万亿投向调整后的对比	8
图 8 城市环境基础投资变动具有周期性	9
图 9 2013 年 6 月底全国地方政府性债务资金来源情况	9
图 6 财政部 PPP 项目库近况	10
图 7 2020 年 2 月末管理库项目中尚无移交阶段项目	10
图 12 已发行专项债资金投向	11
图 13 已发行专项债区域分布	11

表目录

表 1 铁汉生态收入预测表和三项费用表（百万元）	12
表 2 铁汉生态及可比公司的 EPS 和 PE 情况	12

1. 公司发展史就是中国基建史，国资更具抗风险能力

1.1. 老牌生态修复企业，拟变更实控人将再起飞

公司成立于 2001 年，是一家集规划、设计、融资、建设、运营等产业链环节于一体的生态环境建设的综合民营企业。2008 年公司取得园林绿化一级资质，2011 年在创业板上市。2015-2017 年公司进入高速扩张时期，通过并购参股等方式，开拓多项业务，确立了以生态环保、生态景观、生态旅游、生态农业为主的四大主营业务结构。2018 年，公司引入重要战略股东深圳国资委旗下全资子公司深圳市投资控股有限公司，加强了双方业务交流合作。2020 年 4 月 19 日，公司公告拟变更实控人为中国节能环保集团有限公司，正式由民营企业转型为国资控股。此次变更拓宽了公司业务资源，降低了公司的融资成本，有助于公司更稳定持久的发展。

图 1 公司发展历史



资料来源：公司公告，华西证券研究所

转让+定增引入国资，协同发展实现再起飞。2020 年 4 月 20 日，公司控股股东及一致行动人拟向中节能合计转让约 10.11%股份，转让价格 3.4 元/股，同时公司拟向中节能非公开发行股票 469,000,000 股，增发价格 3 元/股，完成后中节能将成为公司控股股东，持股 780,302,166 股，合计持股比例为 26.46%。此次股权变更前，前实际控制人刘水持股 720,715,146 股，占比 30.72%，转让老股及增发新股稀释后，刘水及一致行动人合计持股 540,426,171 股，稀释后持股比例为 18.33%，由实际控制人变为二股东。同时，本次非公开发行股票募集的资金将全部用于补充流动资金和偿还本息负债，公司财务状况将得到有效改善。公司承诺 2020-2023 年净利润分别不低于 0.25/3.00/4.30/6.00 亿元。在国资控股以后，公司融资成本将得到有效改善，获取订单能力也将大幅加强，公司未来业绩值得期待。

图2 公司股权变更情况

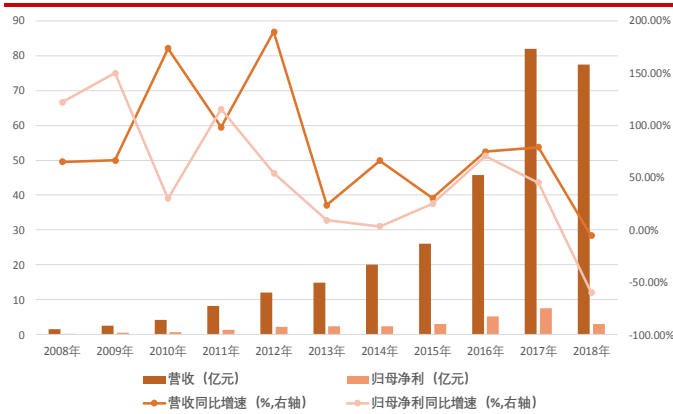


资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

1.2. 公司所处业务周期性强, 大幅扩张后费用率抬升

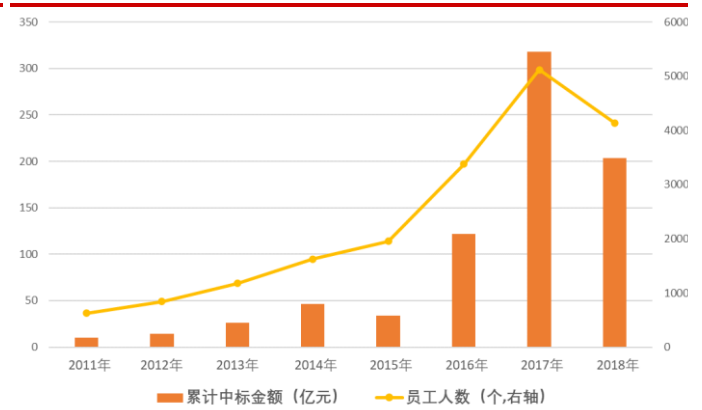
公司发展史, 就是一部中国基建周期史。公司 2011 年上市, 正赶上地方政府融资平台非标举债做基建的疯狂时期, 公司获得了第一轮快速增长。但很快由于地方平台公司隐性债务风险问题, 2012 年 12 月, 财政部联合发改委、人民银行及银监会四部门联合下发了《关于制止地方政府违法违规融资行为的通知》, 公司审时度势于 2013 年结束了扩张战略, 及时控制了相关风险。2014-2015 年, 世界经济增长低迷, 贸易增长缓慢, 我国经济增长也面临较大压力, 财政部联合发改委大力推广 PPP 模式建设基础设施和公益性项目。公司 2015 年-2017 年相继中标多个 PPP 项目, 业绩表现抢眼。其中 2016 和 2017 年两年营业收入分别为 45.73/81.88 亿元, 同比增长 75.00%和 79.04%, 增速均超过 75%。同时归母净利表现同样突出, 2016 和 2017 年分别 5.22/7.57 亿元, 分别同比增长 70.59%和 45.02%。到了 2018 年, 由于民营企业融资收紧和 PPP 项目不再受政策加持, 公司融资成本剧增, 业绩出现下滑, 归母净利则呈现断崖式下降。2018 年和 2019 年前三季度公司营收分别为 77.49/45.27 亿元, 分别同比下降 5.36%/28.08%; 归母净利润为 3.04/0.21 亿元, 分别同比下滑 59.81%和 94.31%。公司营业状况较差, 急需改善盈利水平, 使公司重新走向正轨。

图3 公司营收和利润情况



资料来源: Wind, 华西证券研究所

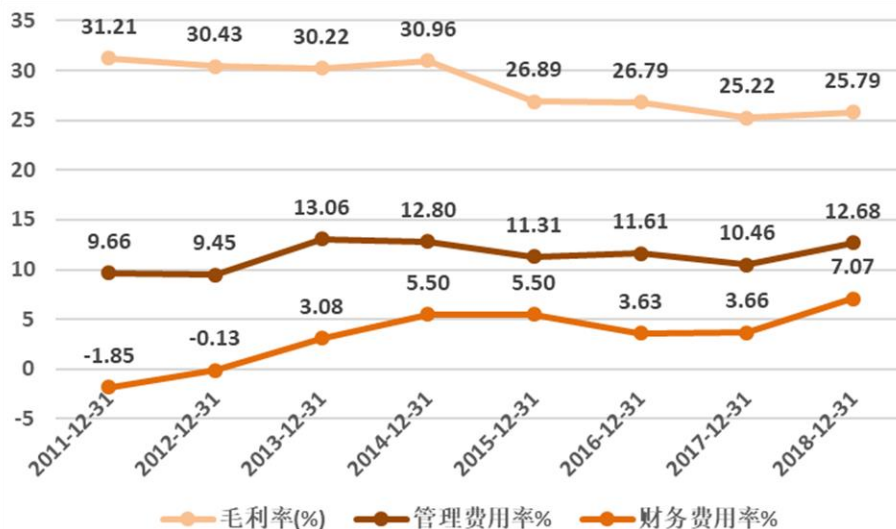
图4 公司年度订单及员工人数情况



资料来源: Wind, 华西证券研究所

PPP 背景下大幅扩张，公司费用率抬升明显。公司上市以来，整体费用率之和呈上升趋势。2011 年管理费用率和财务费用率之和为 7.81%，到了 2018 年上升至 19.75%。公司业务扩展迅速，各项费用支出增长明显。细分来看，财务费用率呈现先升后降的趋势，在 2014 和 2015 年达到峰值，随后小幅降低，到了 2018 年又急剧上升。原因是 2018 年 PPP 项目寒潮来袭，政府资金管控严格，PPP 项目投资大，资金回报期长，融资需求迫切。当年财务费用率为 7.07%，较 2017 年的 3.66 上升了 3.41 个 pct，增幅明显。公司 2011-2018 年毛利率呈下降趋势，从 2011 年的 31.21%，降至 2018 年的 25.79%。公司 2015 年后毛利率下滑明显，最主要的原因在于，PPP 项目竞争加剧收益率走低，回报率不及 BT 项目，这个才是关键因素。与此同时，公司由于扩张管理费用增幅明显，同时由于民企近年遭遇融资贵融资难的问题，上市公司财务费用激增，影响公司净利润水平。

图5 公司各项费用率情况和毛利率情况



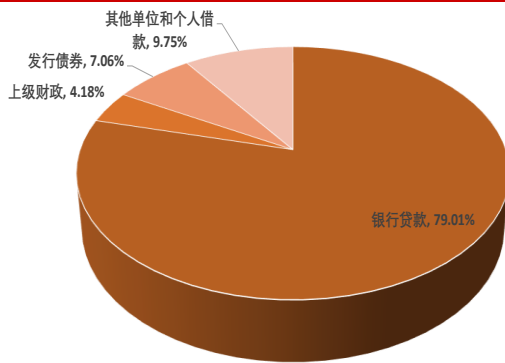
资料来源: Wind, 华西证券研究所

2. 基建几经周期，现在又站在了新的起点

2.1. 08 年四万亿刺激后，地方隐性债务激增

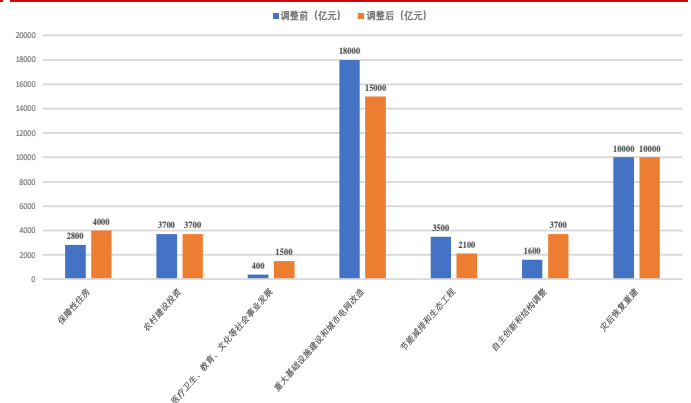
08 年四万亿计划出台，地方平台成举债主体。2008 年 11 月，我国为了有效应对国际金融危机的冲击，出台了进一步扩大内需促进经济增长的十项措施，提出了扩大投资的重点领域和方向。不同于 1998 年发行长期建设国债纯靠中央投资拉动基础设施投资，此轮 4 万亿元刺激计划中，中央政府只负责新增投资 1.18 万亿元，其余部分需要地方政府通过自身举债或者引入社会资本投资的形式提供相应的资金配套支持。于是地方政府热情空前高涨，各级地方政府通过划拨土地、股权、规费等资产，打造各种类型的投融资平台，并用政府信用给予隐性担保，地方融资平台如雨后春笋般涌出。在中央政府的默许下，各商业银行看好地方政府融资平台背后的政府信用，纷纷加大对地方政府融资平台的支持力度，这也是审计署在 2011 年中发布的第 35 号公告中，我们发现地方债务 79% 来源于银行贷款的主要原因。

图 6 2010 年底全国地方政府性债务资金来源情况



资料来源：审计署

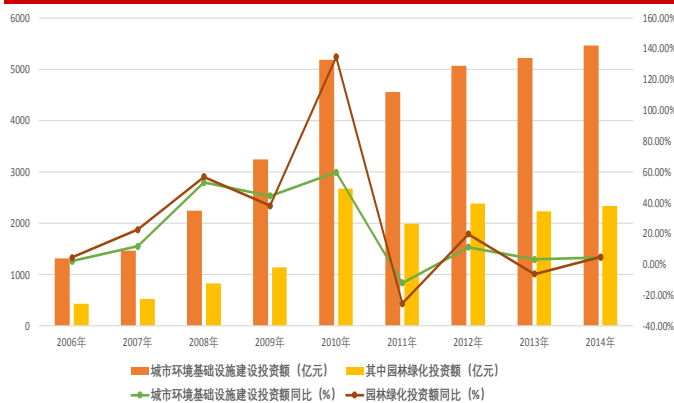
图 7 2009 年两会四万亿投向调整后的对比



资料来源：2009 年两会答记者问

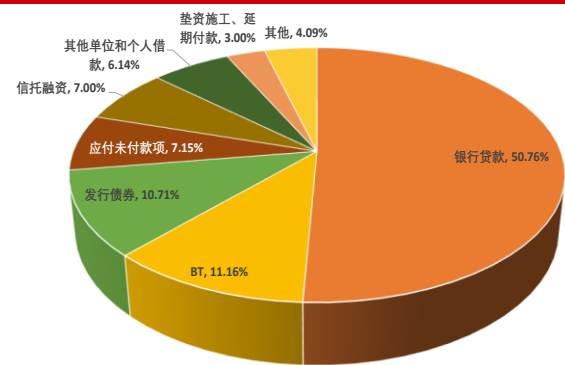
严控地方政府债务背景下，平台非标融资野蛮增长。继 2010-2012 年严控平台举债的一系列方案出台后，2012 年 12 月，财政部联合发改委、人民银行及银监会四部门联合下发了《关于制止地方政府违法违规融资行为的通知》，指出有些地方政府违法违规融资有抬头之势，如违规采用集资、回购 (BT) 等方式举债建设公益性项目，违规向融资平台公司注资或提供担保，通过财务公司、信托公司、金融租赁公司等违规举借政府性债务等。为有效防范财政金融风险，严令禁止地方政府违规举债，并限期对违法违规融资或担保承诺行为进行清理整改，对限期不改的，依法依规追究相关责任人的责任。审计署于 2013 年 8 月至 9 月组织全国审计机关 5.44 万名审计人员，对政府性债务情况进行了全面审计。在中央开始严禁地方政府融资平台举债的 2010 年起，两年的时间，到 2012 年底，地方政府债务规模由 107174.91 亿元增长至 158858.32 亿元，增长 51683.41 亿元，其中可能承担一定救助责任的债务规模增长 21009.5 亿元，贡献度为 40.65%。而在中央意识到地方政府借道集资、回购 (BT) 等方式举债建设公益性项目后，在 2012 年年底，由财政部联合发改委等四部分联合下发了《关于制止地方政府违法违规融资行为的通知》，但才半年时间，到 2013 年 6 月底，地方政府债务规模由 158858.32 亿元增长至 178908.66 亿元，增长 20050.34 亿元，其中被明令禁止的非标融资模式，依然增长了 5688.56 亿元。

图 8 城市环境基础投资变动具有周期性



资料来源：住建部统计年鉴

图 9 2013 年 6 月底全国地方政府性债务资金来源情况

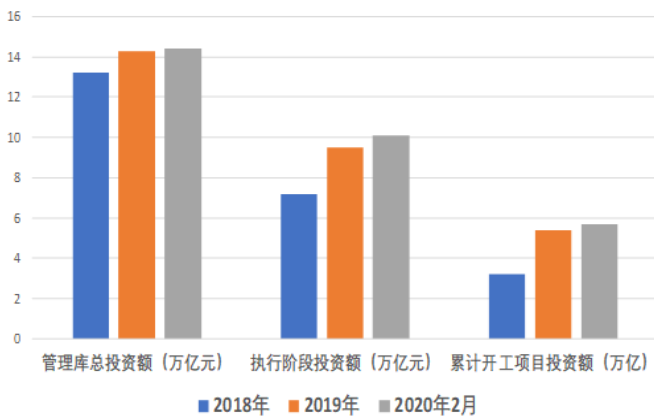


资料来源：审计署

2.2. 为控隐性债务规模，PPP 模式被寄予厚望但效果并不好

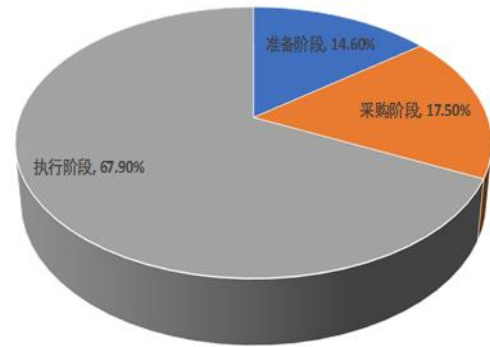
PPP 模式曾被寄予厚望，但实施效果并不好。2014-2015 年，财政部联合发改委联合推出基建 PPP 模式，在稳增长、稳就业、补短板方面被寄予厚望。截至 2020 年 2 月末，2014 年以来累计入库项目 9,459 个、投资额 14.4 万亿元；累计落地项目 6,420 个、投资额 10.1 万亿元，落地率 67.9%；累计开工项目 3,764 个、投资额 5.7 万亿元，开工率 58.6%，2015 年至今 PPP 项目平均每年开工 1.14 万亿元。而距离 2015 年正式推行至今已有超 5 年时间，仍无一项目进入移交阶段，PPP 模式实施时间长，耗时耗力，但实施效果并不好。2016-2017 年基础设施建设投资（不含电力）增速均值为 18.20%，平均每年基建投资增加额为 2 万亿元，据推算此间 PPP 项目平均每年开工投资为 1.07 万亿，可见 PPP 项目对于投资额增量边际贡献率为 50%左右，另一半还是来自于各种非标违规融资（如政府采购服务等模式），并没有达到中央严控地方政府违规举债加大债务风险的目的，市场上对地方政府隐性债务规模测算，多集中在 30-40 万亿的情况较多。PPP 模式对于企业而言，营业收入未转换成现金流回，形成了大量长期应收款，并且半拉子工程占大部分，也达不到合同要求进入回购期。项目增多资本开支加剧负债率飙升，现金回流少，在遭遇融资环境收缩时候，企业纷纷面临财务危机。对于地方政府而言，2018-2019 年民企融资受阻，项目停工停摆，影响地方民生项目进度，拖累了地方投资计划实施进度。且形成大量半拉子工程，后续怎么处置也是个大麻烦。利用民企融资做基建，虽说融资成本比平台违规融资成本要低，但相对于市场日益充裕的流动性而言，民企反而面临融资难、融资贵的问题，最后倒逼地方政府捡起违规工具继续举债，这又与中央初心变得矛盾，PPP 模式并未实现预期的效果。

图 10 财政部 PPP 项目库近况



资料来源：财政部

图 11 2020 年 2 月末管理库项目中尚无移交阶段项目



资料来源：财政部

2.3. 专项债扛起基建大旗，明显倾斜生态环保领域

2020 年提前批专项债发行已近结束，全年专项债都将禁投房地产。2020 年提前批新增专项债限额 1.29 万亿元已顶格实施，中央要求此次提前下达的专项债券额度不得用于土地储备和房地产相关领域，不得用于置换债务以及可完全商业化运作的产业项目，聚焦地方政府早投晚投都要投的项目和补短板、强弱项的基础设施项目，如交通、能源、农林水利、生态环保、民生服务、市政和产业园区等基础设施重大项目，这些项目相对土储、棚改等房地产项目，短板效应更为明显。截至 2020 年 4 月 17 日，全国 31 省市提前批累计发行专项债 11076.65 亿元，累计披露额度 11231.91 亿元，即将发行完毕。4 月 20 日，财政部表示近期拟再提前下达 1 万亿元地方政府专项债券额度。目前，财政部正指导各地尽快将专项债券额度对应到具体项目，组织做好债券发行准备工作，力争 5 月底发行完毕。平滑专项债全年带动的有效投资，避免造成某个季度投资额的下滑或者低增速。此前 3 月 20 日，据 21 世纪经济报道消息，近期监管部门已下发要求，明确 2020 年全年专项债不得用于土地储备、棚改等与房地产相关领域，同时新增了应急医疗救治设施、公共卫生设施、城镇老旧小区改造等领域项目。2018-19 年，专项债发行规模虽大，但平均 65% 的资金都投向了房地产，对基建投资的贡献作用不大。

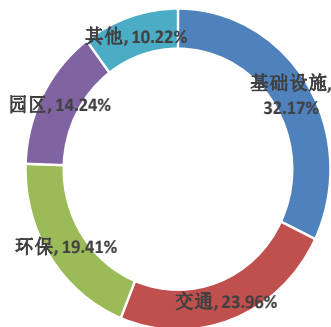
专项债资金用于项目资本金的规模占整体比例提升 5pcts 至 25%，全年基建增速可期。2019 年 6 月，中办、国办首次明确专项债可作为重大项目资本金，金融机构可提供配套融资，并提出充当资本金的额度占总额度的比例不能超过 20%。同时允许专项债做资本金的范围扩大至十领域，部分基础设施项目最低资本金比例允许再降低，并认可权益型融资充当项目资本金。2019 年 11 月 13 日召开的国务院常务会议进一步提出，降低部分基础设施项目最低资本金比例，其中对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过 5 个百分点，大部分项目的资本金比例集中在 15%-20% 范围内。近日 21 世纪经济报讯，以省为单位，2020 年专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例提升 5 个 pct 至 25%。假设 2020 年专项债新增额度扩容至 4 万亿，按照新规定，可用于做资本金的新增专项债额度将增加 2000 亿至 1 万亿，若按照项目资本金比例 20% 计算，合计带来的投资规模可增长 1 万亿至 5 万亿，杠杆效应明显，再加上剩下的未带杠杆效应的 3 万亿专项债，合计投资规模可达 8 万亿，当然这并非都集中在 2020 年施工形成实物工程量。自 2018 年基础设施投资额同比上年增速从上年 19% 的高位跌落至 3.8% 后，近两年都维持在该水平，现 2020 年基建投资额增加

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

1.2 万亿至 16.3 万亿即可实现翻倍增速至 8%，这相较前两年徘徊在 3.8% 的增速而言，边际改善已经很明显了。按照我们假设的推算，2020 年新增专项债可合计拉动的投资规模高达 8 万亿，这样子的增量贡献，相信实现 2020 年 8% 甚至更高的增速都比较容易实现。

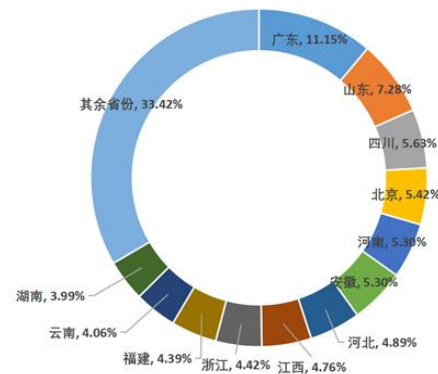
环保生态类专项债聚焦水务和水生态，杠杆效应十分明显。截至 2020 年 4 月 17 日，生态环保专项债累计披露金额达 1808.61 亿元，占全部新增专项债的比例高达 16.10%；累计已招标发行生态环保专项债共 1785.77 亿元，占全部已招标发行专项债的比例为 16.12%。2020 年生态环保类专项债已完成招标金额是 2019 年完成量 531.24 亿元的三倍多，增长十分明显。2020 年已披露的生态环保类新增专项债中，投向水务的新增专项债金额总计为 1152.25 亿元，占全部生态环保专项债的 63.71%。剩余约 36% 基本都投向了水生态类的项目，也将对水环境综合整治项目形成良好的投资拉动效应。水务类专项债中，60% 的额度投向污水项目，合计 686.03 亿元，其中 71.71% 的污水项目公告了项目总投资额及专项债申请额度，即 491.98 亿元的专项债额度撬动了总投资额为 1498.69 亿元的项目，相当于资本金比例为 32.83%。40% 的额度投向供水项目，合计 466.23 亿元，其中 769.89% 的项目披露了总投资额，即 325.83 亿元专项债撬动 1382.81 亿元总投资额，相当于资本金比例为 23.56%。综合起来，水务类项目债总额 817.81 亿元，其对应的总投资额为 2881.50 亿元，相当于 28.38% 的资本金投入率，杠杆效应非常明显。

图 12 已发行专项债资金投向



资料来源：中国债券信息网

图 13 已发行专项债区域分布



资料来源：中国债券信息网

3. 投资建议

近日，生态环境部组织召开重点流域水生态环境保护“十四五”规划编制试点工作启动视频会，在廊坊、四平、哈尔滨、湖州、东营、济宁、广州、璧山区、铜川、渭南等 10 个地市率先开展试点。不久前，生态环境部启动了《重点流域水生态环境保护“十四五”规划》编制工作，这是生态环境部成立以来编制的第一个流域规划。经过九五以来国家和人民的共同努力，我国水污染治理已经初见成效。但是我国水生态环境保护不平衡、不协调问题依然相当突出，水生态破坏以及河湖断流干涸现象较为普遍，环境风险隐患不容忽视，水生态治理依然任重道远，环保工作投资将继续加大。作为十四五重点工程的长江及黄河生态环境大保护，是实现长江及黄河流域经济再创佳绩的基础。

公司 2011 年作为首家主营业务为生态修复的公司登陆创业板，经过两轮基建周期后，积攒了丰富的项目经验。拟变更的实控人中节能，在 2018 年被中央指定为长江经济带污染治理主体平台，与实控人未来业务上的协同，将带给公司更多优质的订单。公司截至 2019Q3 财务费用为 4.68 亿，预计全年为 6-7 亿，此前公司银行借款成本都很高，实控人变更后置换出高息贷款，预计年财务费用可节省 2-3 亿元。我们看好公司未来发展前景，根据公司与中节能对赌利润，我们预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 51.31/53.45/63.23 亿元，分别同比增长-33.8%/4.2%/18.3%；归母净利润分别为-8.88/0.88/-3.40 亿元，分别同比增长-391.9%/109.9%/288.4%；EPS 为-0.38/0.04/0.14 元每股，对应 PE 为-8/85/22 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

表 1 铁汉生态收入预测表和三项费用表（百万元）

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
园林绿化工程					
营业收入	3,284.28	3,228.14	2107.56	2165.46	2531.68
营业成本	2478.42	2376.82	1641.38	1676.38	2017.38
生态环保					
营业收入	3,779.96	3,473.14	2289.79	2375.29	2799.91
营业成本	2783.64	2580.91	1791.04	1825.03	2075.03
生态旅游					
营业收入	915.40	838.21	570.03	608.81	735.20
营业成本	684.42	653.63	417.26	450.26	585.26
设计维护收入					
营业收入	158.71	184.22	146.98	178.11	235.70
其他成本	127.10	127.88	77.50	122.50	220.50
营业总收入	8,188	7,749	5,131	5,345	6,323
营业成本	6123	5,751	3,935	4,082	4,906
财务费用	300.06	547.49	648.76	549.91	429.50
管理费用	856.07	687.81	744.02	534.55	474.24
销售费用	103.55	120.01	153.94	80.18	94.85

资料来源：Wind，华西证券研究所

表 2 铁汉生态及可比公司的 EPS 和 PE 情况

序号	代码	证券简称	股价	EPS (元/股, 摊薄)			市盈率 PE		
				18A	19E	20E	TTM	19E	20E
	300197.SZ	铁汉生态	3.18	0.13	-0.38	0.04	19.48	-8.40	85.26
		平均值					74.15	69.63	14.97
1	603359.SH	东珠生态	20.83	1.02	1.24	1.59	20.0	16.82	12.78
2	002887.SZ	绿茵生态	17.35	0.95	-	1.30	17.2	15.27	13.33
3	002310.SZ	东方园林	5.22	0.59	-	0.39	229	220.44	13.55
4	300070.SZ	碧水源	9.98	0.40	0.44	0.57	30.4	26.00	20.20

资料来源：Wind，华西证券研究所

注：上表中，股价为 2020 年 4 月 20 日收盘价，东珠生态、绿茵生态和东方园林的盈利预测为 Wind 一致性预测，碧水源为华西证券研究所预测。

4. 风险提示

- 1) 非公开发行终止，流动资金未得到有效补充，财务费用进一步上升；
- 2) 中央不支持基础设施投资，专项债等积极的财政政策取消；
- 3) 环保政策发生重大改变，不再成为国家重点支持方向；
- 4) 公司应收账款不能及时收回，出现短期现金流短缺，项目推进受阻。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	7,749	5,131	5,345	6,323	净利润	300	-866	86	333
YoY (%)	-5.4%	-33.8%	4.2%	18.3%	折旧和摊销	101	75	67	68
营业成本	5,751	3,935	4,082	4,906	营运资金变动	-577	747	-31	-400
营业税金及附加	9	16	14	16	经营活动现金流	395	965	619	510
销售费用	120	154	80	95	资本开支	-79	-376	-264	-276
管理费用	688	744	535	474	投资	-274	-1,000	0	0
财务费用	547	649	550	430	投资活动现金流	-3,325	-1,375	-200	-223
资产减值损失	0	-321	0	0	股权募资	261	67	0	0
投资收益	110	1	64	53	债务募资	7,074	1,630	500	300
营业利润	334	-967	97	376	筹资活动现金流	640	821	941	-263
营业外收支	-2	-15	0	0	现金净流量	-2,290	411	1,360	23
利润总额	333	-982	97	376	主要财务指标				
所得税	33	-116	11	43	成长能力 (%)				
净利润	300	-866	86	333	营业收入增长率	-5.4%	-33.8%	4.2%	18.3%
归属于母公司净利润	304	-888	88	340	净利润增长率	-59.8%	-391.9%	109.9%	288.4%
YoY (%)	-59.8%	-391.9%	109.9%	288.4%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.13	-0.38	0.04	0.14	毛利率	25.8%	23.3%	23.6%	22.4%
资产负债表 (百万元)					净利率率	3.9%	-16.9%	1.6%	5.3%
货币资金	1,824	2,235	3,595	3,618	总资产收益率 ROA	1.2%	-4.0%	0.4%	1.3%
预付款项	67	47	49	59	净资产收益率 ROE	4.9%	-16.2%	1.3%	4.8%
存货	7,894	4,589	4,882	5,964	偿债能力 (%)				
其他流动资产	2,882	2,463	2,476	2,659	流动比率	0.97	0.92	1.06	1.09
流动资产合计	12,667	9,333	11,003	12,300	速动比率	0.36	0.46	0.58	0.56
长期股权投资	541	541	541	541	现金比率	0.14	0.22	0.35	0.32
固定资产	724	911	1,060	1,225	资产负债率	72.4%	72.9%	70.3%	70.5%
无形资产	578	694	773	858	经营效率 (%)				
非流动资产合计	12,023	13,041	13,305	13,598	总资产周转率	0.31	0.23	0.22	0.24
资产合计	24,690	22,374	24,308	25,898	每股指标 (元)				
短期借款	3,756	3,756	3,756	3,756	每股收益	0.13	-0.38	0.04	0.14
应付账款及票据	5,528	2,910	3,191	3,913	每股净资产	2.66	2.33	2.83	3.01
其他流动负债	3,816	3,437	3,433	3,585	每股经营现金流	0.17	0.41	0.26	0.22
流动负债合计	13,100	10,103	10,380	11,255	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	3,307	4,937	5,437	5,737	估值分析				
其他长期负债	1,466	1,266	1,266	1,266	PE	24.52	-8.40	85.26	21.95
非流动负债合计	4,774	6,204	6,704	7,004	PB	1.42	1.31	1.08	1.02
负债合计	17,874	16,307	17,084	18,259					
股本	2,279	2,346	2,346	2,346					
少数股东权益	571	593	591	585					
股东权益合计	6,816	6,068	7,224	7,640					
负债和股东权益合计	24,690	22,374	24,308	25,898					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

晏溶：2019年加入华西证券，现任环保公用行业首席分析师。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单位，6年行业工作经验+1年买方工作经验+3年卖方经验。

戚舒扬：FRM，建筑和建材行业首席分析师。香港中文大学金融学硕士/中山大学管理学学士。曾供职于国泰君安证券等机构任建材行业分析师。

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6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属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。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。