

铁汉生态 (300197)

增持 (维持)

Q3 收入放缓至业绩略低于预期

市场数据

报告日期	2014-10-27
收盘价(元)	13.90
总股本(百万股)	505.29
流通股本(百万股)	292.94
总市值(百万元)	7023.52
流通市值(百万元)	4071.82
净资产(百万元)	1909.64
总资产(百万元)	4417.37
每股净资产	3.78

相关报告

《期间费用占比大幅提升致公司增收不增利—铁汉生态(300197)2014年中报点评》
2014-08-12

《收入同比增长 23.72%，净利润同比增长 9.20%—铁汉生态(300197)年报点评》
2014-04-30

《Q3 收入增速低预期，期间费用大幅提升—铁汉生态(300197)3季报点评》
2013-10-28

分析师:

孟杰

mengjie@xyzq.com.cn

S0190513080002

主要财务指标

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	1490	2023	2630	3415
同比增长(%)	23.7%	35.8%	30.0%	29.8%
净利润(百万元)	236	260	343	446
同比增长(%)	9.2%	10.3%	32.1%	30.0%
毛利率(%)	30.2%	30.3%	30.5%	30.6%
净利润率(%)	15.8%	12.9%	13.1%	13.1%
净资产收益率(%)	13.2%	12.9%	15.1%	17.0%
每股收益(元)	0.47	0.51	0.68	0.88
每股经营现金流(元)	-0.60	-0.70	-0.83	-1.18

投资要点

事件:

铁汉生态公布 2014 年 3 季报, 2014 年 1-9 月公司实现营业收入 11.96 亿元, 比上去同期增长 34.91%, 实现营业利润 1.70 亿元, 比上年同期增长 9.89%, 实现归属于母公司净利润 1.39 亿元, 比上年同期增长 0.93%, 对应 EPS 为 0.27 元, 低于我们此前的预期。

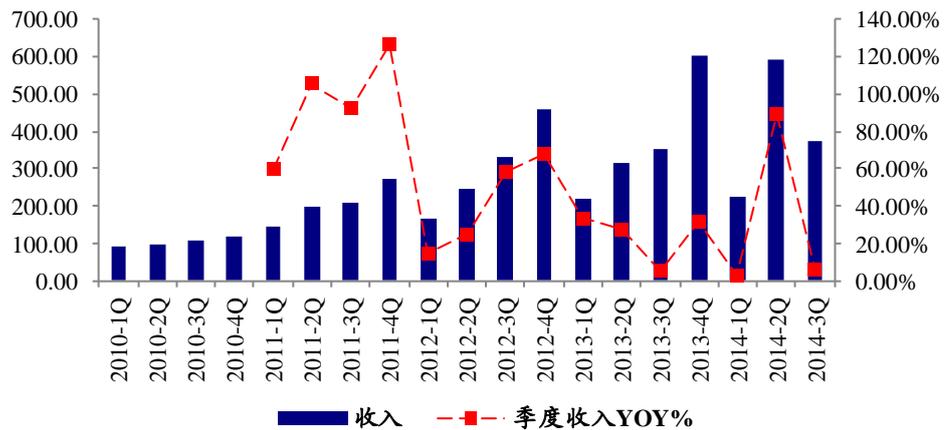
点评:

- 公司 2014 年业务拓展顺利, 新签订单快速落地。前三季度公司新签施工合同总额为 37.41 亿元, 较去年同期增长 101.56%, 新签设计合同 7245.83 万元, 较去年同期增长 193.07%。分季度来看, 公司 2014 年 Q1、Q2、Q3 新签的施工合同分别为 1.32 亿元、15.77 亿元、20.32 亿元, 较去年同期增长 300.00%、51.20%、1131.52%; 设计合同分别为 481.95 万元、1687.66 万元、5076.22 万元, 较去年同期增长 7.65%、63.10%、412.79%。公司 2014 年的新签订单持续落地, 较去年同期大幅增长。

请阅读最后一页信息披露和重要声明

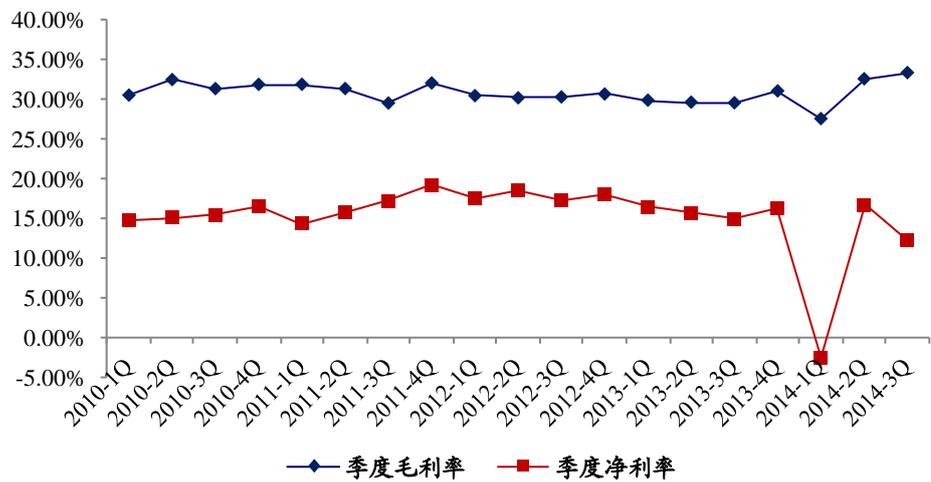
- **新签订单快速增长 ≠ 收入快速增长。**公司 2014 年前三季度实现收入 11.96 亿元，同比增长 34.91%，其中 Q3 单季度收入仅个位数增长，低于我们的预期（图 1）。分季度来看，公司 Q1、Q2、Q3 分别实现收入 2.28 亿元、5.94 亿元、3.74 亿，同比增长 2.97%、89.53%、6.36%，三季度收入增速大幅下滑，低于我们此前预期。从收入的构成来看，公司 Q3 单季度的收入主要来源于“珠海大道绿化景观建设工程设计施工总承包项目”，该项目单季度确认了 1.53 亿元的收入（表 1），这说明公司 Q3 其他项目的进度均有所滞后。
- **2014 年前 3 季度公司实现综合毛利率 31.87%，较去年同期提升 2.21%（图 2）。**分季度看，公司 Q1、Q2、Q3 分别实现毛利率 27.56%、32.59%、33.36%，较去年同期提升-2.31%、0.55%、0.74%，公司 Q3 单季度的毛利率创下历史新高。
- **2014 年前 3 季度公司实现净利率 11.49%，较去年同期下滑 3.97%，净利率大幅下降的主要原因在于期间费用占比的提升和投资收益的减少（图 2）。**分季度看，公司 Q1、Q2、Q3 分别实现净利率-2.56%、16.66%、12.23%，较去年同期提升-18.94%、1.05%、-2.68%。
- **公司 2014 年前 3 季度实现期间费用占比 20.99%，较去年同期提升 3.95%（图 3），主要源于财务费用占比的大幅提升。**公司 2014 年前 3 季度实现管理费用占比 14.36%，较去年同期提升 0.76%，管理费用占比的提升的主要原因在于股权激励费用的计提，从公司目前的业绩增速来看，公司 2014 年的股权激励行权条件大概率无法达成，计提的股权激励费用将在年底冲回；财务费用占比为 6.64%，较去年同期提升 3.20%，财务费用占比的提升主要源于随着公司 BT 项目的持续投入，利息费用上升而利息收入减少。
- **公司 2014 年前 3 季度实现投资收益 7276.39 万，同比增长 2.12%，公司的投资收益增速已经无法赶上财务费用增速。**
- **公司 2014 年前 3 季度实现每股经营性现金流净额-0.69 元，较去年同期有所改善。**公司 2014 年前 3 季度实现每股经营性现金流净额-0.69 元，分季度来看，Q1、Q2、Q3 分别为-0.50 元、-0.17 元、-0.02 元（图 4）。公司经营性现金流净额改善主要源于收现比的回升（表 2）。
- **盈利预测、估值和评级：**根据公司 2014 年前 3 季度订单、各业务收入和盈利情况，我们调整了公司盈利预测假设：（1）略微下调公司生态修复工程、园林绿化工程业务的收入增速；（2）上调公司的管理费用占比和财务费用占比；（3）下调公司的投资收益占比。据此，我们下调公司 2013、2014、2015 的 EPS 分别为 0.51 元、0.68 元和 0.88 元，对应 PE 分别为 28 倍、21 倍和 16 倍，维持公司“增持”评级。
- **风险提示：**新签订单不达预期，BT 项目施工进度不达预期、BT 项目回款风险

图 1、公司季度收入情况



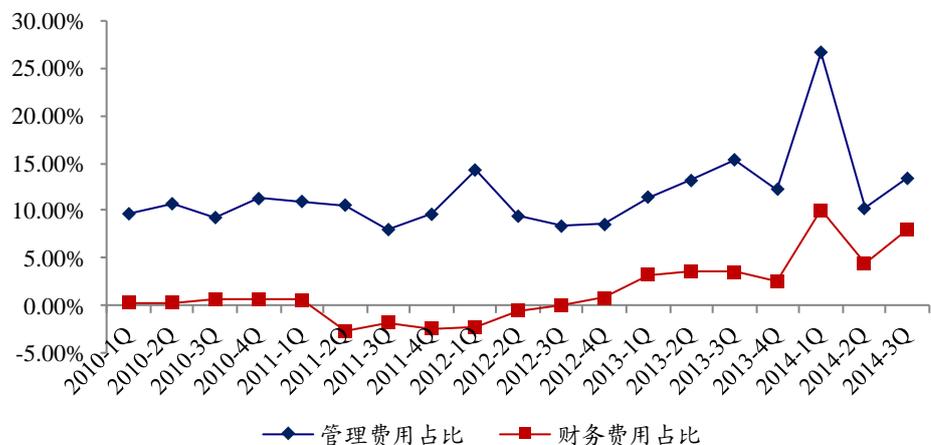
数据来源：兴业证券研究所

图 2、公司 2013 年前 3 季度盈利能力较去年同期略有下滑



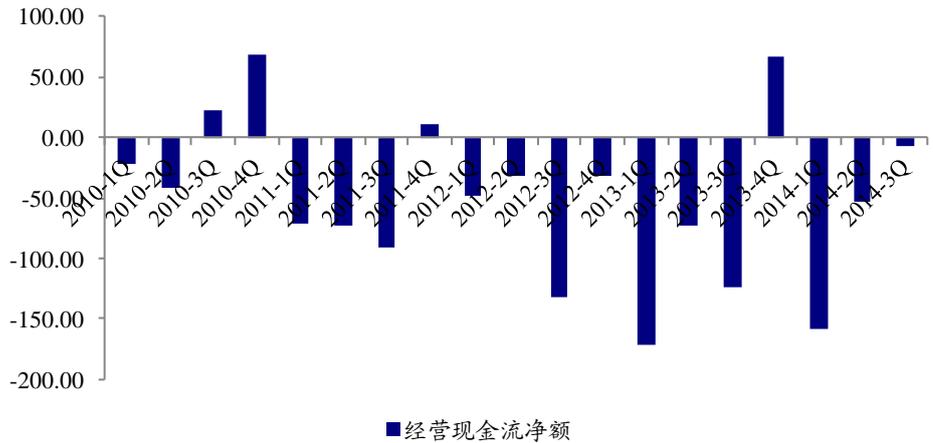
数据来源：兴业证券研究所

图 3、公司 2013 年前 3 季度期间费用占比较去年同期有所增加



数据来源：兴业证券研究所

图 4、公司 2012 年经营性现金流净额恶化



数据来源：兴业证券研发所

表 1、公司季度收现比和付现比情况

	2012-Q2	2012-Q3	2012-Q4	2013-Q1	2013-Q2	2013-Q3	2013-Q4	2014-Q1	2014-Q2	2014-Q3
收现比	36.33%	50.49%	48.50%	55.78%	40.54%	37.61%	62.76%	108.07%	42.31%	84.99%
付现比	49.93%	89.27%	47.78%	137.77%	49.60%	66.08%	35.88%	157.39%	41.28%	96.55%

数据来源：Wind，兴业证券研究所整理

表、铁汉生态分季度业绩对比 (单位: 百万元、元、%)

主要数据	13-3Q	13-4Q	14-1Q	14-2Q	14-3Q	QOQ	2013-09	2014-09	YOY
营业收入	352	603	228	594	374.4	6.4%	886	1196	34.9%
营业成本	248	416	165	400	249.5	0.6%	624	815	30.7%
毛利	104	187	63	193	124.9	20.1%	263	381	45.0%
销售费用	0	0	0	0	0.0	-	0	0	-
管理费用	54	74	61	61	50.2	-7.3%	121	172	42.4%
财务费用	12	15	23	26	30.1	144.8%	31	79	160.1%
资产减值	2	6	0	0	0.9	-46.3%	1	0	-82.0%
公允价值	0	0	0	0	0.0	-	0	0	-
投资收益	31	35	20	28	23.8	-22.1%	71	73	2.1%
营业利润	56	112	-7	120	57.7	3.1%	155	170	9.9%
利润总额	62	113	-7	120	57.7	-6.8%	161	170	5.9%
净利润	52	98	-6	99	45.8	-12.7%	138	139	0.9%
EPS	0.104	0.194	-0.012	0.196	0.1	-12.7%	0.272	0.275	0.9%
销售费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用率	15.4%	12.3%	26.7%	10.2%	13.4%	-2.0%	13.6%	14.4%	0.8%
财务费用率	3.5%	2.5%	10.1%	4.5%	8.0%	4.6%	3.4%	6.6%	3.2%
所得税率	14.6%	13.9%	-8.8%	17.7%	21.4%	6.7%	14.8%	19.3%	4.5%
毛利率	29.6%	31.1%	27.6%	32.6%	33.4%	3.8%	29.7%	31.9%	2.2%
净利润率	14.9%	16.3%	-2.6%	16.7%	12.2%	-2.7%	15.5%	11.6%	-3.9%

资料来源: 天软投资系统

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	2212	1786	2698	4037
货币资金	682	304	395	512
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	111	285	443	796
其他应收款	92	231	325	487
存货	918	916	1462	2134
非流动资产	1393	1574	1704	1858
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	66	1	1	1
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	253	347	371	396
在建工程	49	35	22	17
油气资产	0	0	0	0
无形资产	0	3	15	20
资产总计	3605	3360	4402	5895
流动负债	1506	875	1540	2568
短期借款	660	338	1003	1917
应付票据	0	0	0	0
应付账款	330	211	165	213
其他	516	326	372	438
非流动负债	296	283	283	283
长期借款	283	283	283	283
其他	13	0	0	0
负债合计	1802	1158	1823	2851
股本	316	505	505	505
资本公积	846	657	657	657
未分配利润	554	756	988	1286
少数股东权益	21	21	21	21
股东权益合计	1803	2031	2297	2640
负债及权益合计	3605	3190	4120	5491

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	236	260	343	446
折旧和摊销	17	31	39	45
资产减值准备	7	13	18	35
无形资产摊销	2	3	3	3
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	46	99	122	150
投资损失	-107	-100	-110	-120
少数股东损益	-2	0	0	0
营运资金的变动	-761	652	840	1146
经营活动产生现金流量	924	-352	-422	-595
投资活动产生现金流量	-294	451	48	51
融资活动产生现金流量	447	-478	465	662
现金净变动	1077	-378	91	118
现金的期初余额	569	682	304	395
现金的期末余额	1646	304	395	512

利润表

单位:百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1490	2023	2630	3415
营业成本	1040	1410	1828	2371
营业税金及附加	43	57	74	96
销售费用	0	0	0	0
管理费用	195	239	300	376
财务费用	46	99	122	150
资产减值损失	7	3	4	5
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	107	100	110	120
营业利润	267	316	413	537
营业外收入	10	0	4	4
营业外支出	3	3	3	3
利润总额	273	313	414	538
所得税	39	53	70	91
净利润	234	260	343	446
少数股东损益	-2	0	0	0
归属母公司净利润	236	260	343	446
EPS(元)	0.47	0.51	0.68	0.88

主要财务比率

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长性(%)				
营业收入增长率	23.7%	35.8%	30.0%	29.8%
营业利润增长率	6.9%	18.4%	30.6%	30.1%
净利润增长率	9.2%	10.3%	32.1%	30.0%
盈利能力(%)				
毛利率	30.2%	30.3%	30.5%	30.6%
净利率	15.8%	12.9%	13.1%	13.1%
ROE	13.2%	12.9%	15.1%	17.0%
偿债能力(%)				
资产负债率	50.0%	36.3%	44.3%	51.9%
流动比率	1.47	2.04	1.75	1.57
速动比率	0.86	0.99	0.80	0.74
营运能力(次)				
资产周转率	49.0%	58.0%	68.0%	66.0%
应收帐款周转率	1529.0%	953.0%	677.0%	515.0%
每股资料(元)				
每股收益	0.47	0.51	0.68	0.88
每股经营现金	-0.60	-0.70	-0.83	-1.18
每股净资产	3.53	3.98	4.50	5.18
估值比率(倍)				
PE	30.0	27.3	20.7	15.9
PB	4.0	3.5	3.1	2.7

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人		邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨 忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王 政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯 诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王 溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾 超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	李 丹	010-66290223	lidan@xyzq.com.cn
肖 霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴 磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层 609 (100033) 传真: 010-66290200					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李 昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨 剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐 皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
徐 瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-38565470	yangxueting@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					

【信息披露】

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、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。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。