

买入 维持
铁汉生态 (300197)
2012 年 1 月 4 日

3 大 BT 项目保证业绩, 2012 年高增长确定

2011 年 12 月 30 日收盘价: 41.60 元
6 个月目标价: 72.94 元

 建筑工程行业首席分析师: 江孔亮
 SAC 执业证书编号: S0850511030002
 kjiang@htsec.com

021-23219422

联系人: 赵 健

zhaoj@htsec.com

021-23219472

事件:

铁汉生态 2011 年 12 月 30 日公告南通 BT 项目可行性报告, 项目总金额 2.8 亿元。工程款总价约为人民币 2.8 亿元。其中, 南山湖公园约 1.8 亿元, 长江路、朝霞东路主干道绿化及两侧景观绿化约 1.0 亿元。项目回款采取 3 年 4:3:3 的模式。

点评:
保守估计, 3 大 BT 项目至少锁定 2012 年 1.35 元 EPS

公司今年下半年接连签订了 3 个 BT 项目, 同时公告了详细的可行性报告和合同情况, 3 个合同合计 9.78 亿元, 工期从半年到 18 个月不等, 在项目较高费用率的保守假设下, 预计将在 2012 年贡献约 1.57 亿元利润, 至少锁定 EPS1.35 元。

表 1 铁汉生态中标的 3 个 BT 项目对比

项目名称	衡阳市蒸水北堤风光带工程项目	郴州有色金属产业园林邑公园、西河带状公园及生态治理 BT 融资建设	南通市通州区南山湖等景观绿化工程建设—移交招商项目投资建设、移交及回购合同
业主	衡阳市城市建设投资有限公司	郴州高科投资控股有限公司	南通富通城市建设有限公司
建设地点	衡阳市石鼓区草桥-杨岭	郴州有色金属产业园辖内	江苏南通市通州区
项目性质	市政园林	市政园林、生态修复	市政园林
总投资	3.6 亿元	3.38 亿元	2.8 亿元
建安投资	2.4 亿元	2.38 亿元	2.8 亿元
前期费	1.2 亿元	1 亿元	0
工期	500 天	365 天	180 天
2012 年贡献净利润 (保守假设)	0.4 亿元	0.7 亿元	0.47 亿元

资料来源: 公司 2011 年 9 月 27 日、12 月 30 日公告, 海通证券研究所

表 2 保守假设下, 3 个 BT 项目的利润贡献情况 (亿元)

项目名称	2012	2013	2014	2015
郴州项目	0.70	0.17	0.09	0.00
衡阳项目	0.40	0.36	0.16	0.05
南通项目	0.47	0.12	0.18	0.09
合计	1.57	0.65	0.43	0.14

资料来源: 公司 2011 年 9 月 27 日、12 月 30 日公告, 海通证券研究所

估计公司非 BT 项目在手订单充沛

公司是生态修复领域的开拓者，在该领域拥有绝对的竞争优势，同时上市后资金实力雄厚，超募资金达到 8.2 亿元，除募投项目外，之前曾两次公告补充流动资金，合计 1.5 亿元，我们认为，这反映了公司目前的非 BT 项目在手订单充沛，执行状况良好。我们估计在 BT 项目业绩锁底的前提下，大量的非 BT 项目将进一步增厚公司利润，2012 年业绩高增长确定性高。

BT 项目如期执行，没有拖延现象

公司 3 季报披露衡阳项目和郴州项目目前已经进入实施阶段，由于 BT 项目对公司今年业绩影响较大，如期实施将有效保证公司业绩。我们预计南通项目也将很快实施，3 个 BT 项目施工收益的绝大部分将在今年确认，保证收入高增长。

BT 项目并不会给公司扩张带来显著资金压力

公司目前尚有未安排用途的超募资金 1.5 亿元，同时已经申请 1.5 亿元的贷款额度。3 项目均按照 4:3:3 的比例回款，在项目竣工后的两个月内开始第一个回购期，也就是说，所有资金在项目完工后的 2 年内收回，今年下半年项目就陆续进入回购期，首个回购期即可收回 40% 的资金，也即将近 4 亿元，同时，BT 项目的资金是逐步投入的，并非一次付出，因此并不会对公司明年的业务扩展形成显著的资金压力。

从签订的 BT 项目来看，目前公司选择项目十分注重回款情况

衡阳项目：衡阳市近几年财政收入持续向好，2005 年达到 30 亿元，2008 年达到 60 亿元，三年翻了一番。2010 年突破 100 亿元大关，达到 113.33 亿元，总量位居湖南省第四，增幅居全省第一。2011 年衡阳市财政总收入锁定 130 亿元。截止 2011 年 6 月，衡阳市上半年财政收入完成 68.13 亿元，实现了“时间过半，任务过半”的目标。同时衡阳市是“中国优秀旅游城市”。2010 年，衡阳市共接待国内外游客 1969.75 万人次，实现旅游综合收入 102.75 亿元。本地资金实力较强。衡阳市城市建设投资有限公司是湖南衡阳市蒸水北堤风光带工程项目 BT 投融资项目的最终业主，也是本合同 BT 模式项目发起人。

郴州项目：在公司签订的合同中有以下保证条款：“（2）甲方提供还款保障；郴州市有色金属工业园管委会及其财政分局出具承诺支付文件。（3）在甲方不能按期支付本合同款项的情况下，甲方确保郴州有色金属工业园（出口加工区）管委会以拍卖城市规划区范围内适当面积的经营性建设用地使用权的方式抵偿，乙方可以依法参加竞买，无论乙方是否依法竞得该宗地的使用权，郴州有色金属工业园（出口加工区）管委会均应用该宗地的拍卖所得款抵付乙方的应收款项。（4）若甲方未能按本合同约定期限向乙方支付款项（包括投资资金、利息、利润、工程管理费等），逾期支付资金按人民银行同期 3 至 5 年期贷款基准利率的 3.8 倍支付违约金。”

南通项目：2010 年南通市生产总值 3417.88 亿元，按可比价计算，比上年增长 13.0%。财政总收入占地区生产总值的比重达 20.9%，增长 46.8%，其中：地方一般预算收入完成 290.8 亿元，增长 46.1%，增幅列全省第 4 位，沿江八市第 1 位，资金实力雄厚。同时合同中规定“甲方超过回购价款支付期的宽限期支付回购价款的，每延期一天按同期银行贷款利率（3 年期）的四倍承担违约金。”

我们认为公司已经签订的 BT 合同反映了公司选择项目的思路，也即首先要保证能够如期付款，对于资金实力存疑的项目，一定要有抵押。

维持“买入”评级

综合考虑，我们维持之前的盈利预测，预计 2011-2013 年的每股收益分别为 1.12 元、2.08 元和 3.03 元；考虑到公司未来两年的净利润将保持超过 65% 的复合增长，同时考虑到公司 2013 年增长也较为确定，给予公司 2012 年 35 倍的动态市盈率，目标价为 72.94 元，重申“买入”。

主要风险

回款风险；项目执行进度风险；投资下滑风险。

相关报告：

1. 铁汉生态2011年3季报报点评：费用率持续下降，大项目如期实施（买入，维持）（20111025）
2. 铁汉生态（300197）三季度业绩快报点：三季度业绩符合预期，未来两年高增长确定（买入，维持）（20111017）
3. 铁汉生态公告点评：被确定为3.18亿元BT大单第一候选人，有望显著支撑明年业绩（买入、维持）（20110815）
4. 铁汉生态中报点评：盈利能力保持稳定，双主业持续高增长（买入，维持）（20110809）
5. 铁汉生态跟踪报告：今年受益于大运会投资，未来两年高增长确定（买入，首次）（20110704）
6. 铁汉生态(300197)新股深度询价报告：生态修复、园林绿化两翼齐飞的生态环境建设商（20110314）

报表分析和预测

利润表(百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	416.13	741.85	1376.80	2039.00
营业成本	284.73	507.94	940.90	1397.43
营业税金及附加	13.73	23.00	42.68	63.21
营业税率(%)	3.30	3.10	3.10	3.10
销售费用	0.00	0.00	0.00	0.00
销售费用率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	42.70	73.44	126.67	181.47
管理费用率(%)	10.26	9.90	9.20	8.90
财务费用	1.95	-18.32	-24.39	-24.23
财务费用率(%)	0.47	-2.47	-1.77	-1.19
期间费用率(%)	10.73	7.43	7.43	7.71
资产减值损失	0.74	3.02	4.47	4.66
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	72.28	152.77	286.48	416.46
营业外收入	3.19	1.48	0.00	0.00
营业外支出	0.72	0.74	0.00	0.00
利润总额	74.74	153.51	286.48	416.46
所得税	10.15	23.03	42.97	62.47
所得税率	13.58	15.00	15.00	15.00
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司股东的净利润	64.59	130.48	243.51	353.99
EPS(元)	0.55	1.12	2.08	3.03
盈利能力指标(%)	2010	2011E	2012E	2013E
毛利率	31.58	31.53	31.66	31.46
EBITDA Margin	18.93	19.05	19.67	19.70
EBIT Margin	18.02	18.53	19.36	19.46
营业利润率	17.37	20.59	20.81	20.42
净利率	15.52	17.59	17.69	17.36
ROA	23.25	14.61	15.10	17.86
ROE	32.84	16.57	16.66	20.33
盈利增长(%)	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入增长率	64.20	78.27	85.59	48.10
主营利润增长率	72.48	78.00	86.36	47.18
EBITDA 增长率	66.16	79.34	91.63	48.37
EBIT 增长率	63.99	83.37	93.91	48.89
净利润增长率	29.98	102.01	86.62	45.37
偿债能力指标	2010	2011E	2012E	2013E
资产负债率(%)	31.15	7.43	11.02	13.02
流动比率	2.83	13.10	8.85	7.54
速动比率	1.53	10.75	6.68	5.33
现金比率	1.04	9.95	5.85	4.49
经营效率指标	2010	2011E	2012E	2013E
应收帐款周转天数	16.32	14.40	14.05	15.29
存货周转天数	135.15	137.66	129.59	135.54
总资产周转率	1.50	0.83	0.85	1.03

资料来源：公司公告，海通证券研究所

资产负债表(百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	107.85	1075.07	1142.63	1280.82
存货	134.49	253.97	423.40	628.84
应收账款	21.75	37.62	69.82	103.40
其他流动资产	28.95	48.92	91.76	136.49
流动资产	293.03	1415.58	1727.61	2149.55
流动资产占比	0.88	0.97	0.98	0.98
固定资产	31.31	29.97	29.45	33.71
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	0.20	0.18	0.16	0.14
其他非流动资产	8.04	8.37	14.48	7.97
非流动资产	39.55	38.52	44.08	41.82
非流动资产占比	0.12	0.03	0.02	0.02
资产总计	332.58	1454.10	1771.69	2191.37
短期借款	41.50	0.00	0.00	0.00
应付账款	27.16	48.25	89.39	132.76
其他流动负债	34.94	59.81	105.81	152.48
流动负债	103.60	108.06	195.19	285.23
流动负债占比	1.00	1.00	1.00	1.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他长期负债	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动性负债	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债占比	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	103.60	108.06	195.19	285.23
股本	46.06	116.96	116.96	116.96
资本公积	88.96	1004.64	1004.64	1004.64
留存收益	93.96	224.44	454.90	784.54
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	228.98	1346.04	1576.50	1906.13
负债股东权益总计	332.58	1454.10	1771.69	2191.37
现金流量表(百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	64.59	130.48	243.51	353.99
折旧摊销	3.81	3.82	4.19	4.82
营运资金变动	-44.37	-112.38	-161.80	-198.38
其他	2.50	-15.30	-19.92	-19.57
经营活动现金流	26.53	6.63	65.97	140.86
资本支出	-22.35	-2.80	-9.76	-2.56
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-1.00	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	-23.35	-2.80	-9.76	-2.56
债务变化	23.73	-23.18	24.39	24.23
股票发行	0.00	986.58	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	-13.05	-24.35
筹资活动现金流	23.73	963.39	11.35	-0.12
现金净流量	26.91	967.22	67.57	138.18
每股经营性现金流(元)	0.58	0.06	0.56	1.20

信息披露

分析师声明

江孔亮：建筑工程行业首席分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：中材国际、龙元建设、上海建工、海油工程、中海油服、隧道股份、中国中铁、中国铁建、中国建筑、中铁二局、精工钢构、金螳螂、洪涛股份、亚厦股份、广田股份、瑞和股份、棕榈园林、铁汉生态。

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

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，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。