

建筑装饰

2017年02月20日

棕榈股份 (002431)

——特色小镇建设先锋，PPP厚积薄发开启成长新篇章

报告原因：强调原有的投资评级

增持 (维持)

市场数据：2017年02月17日

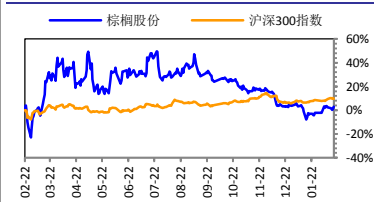
收盘价(元)	9.09
一年内最高/最低(元)	33.31/7.85
市净率	2.9
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	8214
上证指数/深证成指	3202.08/10197.92

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2016年09月30日

每股净资产(元)	3.09
资产负债率%	66.21
总股本/流通A股(百万)	1377/904
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《棕榈园林(002431)点评：借助产业基金力量，布局VR/AR产业》2016/02/15
 《棕榈园林(002431)点评：生态城镇方向坚定转型，PPP和海绵城市助力发展》2015/11/26

证券分析师

李杨 A0230516080004
liyong@swsresearch.com

研究支持

李峙屹 A0230115080003
lizhi@swsresearch.com

联系人

李峙屹
(8621)23297818x7373
lizhi@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **维持盈利预测，维持“增持”评级：**预计公司16年-18年净利润为1.40亿/5.02亿/7.05亿，增速分别为166%/259%/40%；对应PE分别为91X/25X/18X，维持增持评级。
- **核心假设：**在手PPP项目能够顺利执行且净利率达10%；特色小镇逐步落地；并购的贝尔高林、新中源业绩超预期。
- **有别于大众的认识：(1) PPP落地项目近百亿，成长开启新篇章。**公司14年从地产园林龙头转型市政园林，并践行生态城镇战略，经历阵痛期后，在16年四季度开始收获成果，大量PPP项目落地，目前已累计新签近100亿PPP项目，绝大多数已经实现入库，项目质量较好，利润率水平高于地产园林项目，将带动今年的利润大幅回升。公司16年底收购浙江新中源，拥有6个施工总承包一级资质，大幅提升公司PPP项目承接能力。(2) **特色小镇建设先锋，享受政策红利。**公司14年提出的“生态城镇”战略与国家特色小镇建设理念一脉相承，从14年开始建设，已先后完成了长沙“浔龙河”、贵阳“时光贵州”、贵安“云漫湖”等生态城镇项目并投入运营。目前还有多个生态城镇的项目在推进，预计17年还将有项目开工。中央提出到2020年建设1000个特色小镇，按单个小镇投资50亿计算，市场空间达5万亿，棕榈股份厚积薄发，享受政策红利。(3) **特色小镇建设运营优势明显，带动PPP发展：**a. 研发端，全资设立棕榈生态城镇科技发展(上海)有限公司；b. 规划设计端，公司通过收购贝尔高林国际(香港)有限公司80%股份，提升特色小镇规划设计能力；c. 建设端，公司通过收购浙江“新中源”，补齐市政、建筑等施工能力。d. 运营内容端，通过团队引进和内容布局，深度运营特色小镇。(4) **目前股价与定增价接近，安全边际高。**公司2016年12月8日定增过会，定增底价8.8元/股，与当前股价接近，有较高安全边际。
- **股价表现的催化剂：**业绩和订单超预期；特色小镇的落地超预期等。

财务数据及盈利预测

	2015	16Q1-Q3	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	4,401	2,659	3,919	7,103	8,216
同比增长率(%)	-12.11	-11.59	-10.94	81.25	15.67
净利润(百万元)	-211	85	140	502	705
同比增长率(%)	-	123.13	-166.21	258.57	40.44
每股收益(元/股)	-0.38	0.06	0.10	0.36	0.51
毛利率(%)	17.3	16.7	20.5	23.8	25.9
ROE(%)	-5.1	2.0	3.3	10.5	13.0
市盈率	-24		91	25	18

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

投资案件

投资评级与估值

维持盈利预测，维持“增持”评级：预计公司16年-18年净利润为1.40亿/5.02亿/7.05亿，增速分别为166%/259%/40%；对应PE分别为91X/25X/18X，维持增持评级。

棕榈股份目前25倍估值，略低于行业平均26倍，我们认为公司在特色小镇建设方面最有优势，未来通过运营和产业导入，长期成长性更优；此外公司收购新中源后，也成为园林公司里建筑工程资质最全的公司，有利于后续PPP项目的落地，发展前景好，应享受比行业平均更高的估值。

关键假设点

在手PPP项目能够顺利执行且净利率达10%；特色小镇逐步落地；并购的贝尔高林、新中源业绩达预期。

有别于大众的认识

有别于大众的认识：(1) PPP落地项目近百亿，成长开启新篇章。公司14年从地产园林龙头转型市政园林，并践行生态城镇战略，经历阵痛期后，在16年四季度开始收获成果，大量PPP项目落地，目前已累计新签近100亿PPP项目，绝大多数已经实现入库，项目质量较好，利润率水平高于地产园林项目，将带动今年的利润大幅回升。公司16年底收购浙江新中源，拥有6个施工总承包一级资质，大幅提升公司PPP项目承接能力。(2) 特色小镇建设先锋，享受政策红利。公司14年提出的“生态城镇”战略与国家特色小镇建设理念一脉相承，从14年开始建设，已先后完成了长沙“浔龙河”、贵阳“时光贵州”、贵安“云漫湖”等生态城镇项目并投入运营。目前还有多个生态城镇的项目在推进，预计17年还将有项目开工。中央提出到2020年建设1000个特色小镇，按单个小镇投资50亿计算，市场空间达5万亿，棕榈股份厚积薄发，享受政策红利。(3) 特色小镇建设运营优势明显，带动PPP发展：a. 研发端，全资设立棕榈生态城镇科技发展（上海）有限公司；b. 规划设计端，公司通过收购贝尔高林国际（香港）有限公司80%股份，提升特色小镇规划设计能力；c. 建设端，公司通过收购浙江“新中源”，补齐市政、建筑等施工能力。d. 运营内容端，通过团队引进和内容布局，深度运营特色小镇。(4) 目前股价与定增价接近，安全边际高。公司2016年12月8日定增过会，定增底价8.8元/股，与当前股价接近，有较高安全边际。

股价表现的催化剂

业绩和订单超预期；特色小镇的落地超预期等。

核心假设风险

业绩和订单低于预期。

目录

1. 厚积薄发，开启成长新篇章	6
1.1 棕榈股份——地产园林龙头，生态城镇建设先锋	6
1.2 渡过转型期阵痛，盈利能力将恢复	7
2. 特色小镇建设先锋，成长开启新篇章	7
2.1 中央着力打造 1000 个特色小镇，打开 5 万亿市场空间	7
2.2 特色小镇对于新型城镇化建设意义重大	9
2.3 棕榈股份特色小镇项目运营情况良好	10
2.4 棕榈股份特色小镇规划建设运营优势明显	12
3. PPP 近百亿订单落地，增长加速可期	14
3.1 PPP 项目加速落地，入库率高	14
3.2 收购浙江新中源，PPP 落地能力大幅增强	16
4. PPP 推进加速，盈利能力将企稳回升	17
5. 盈利预测与估值	18

图表目录

图 1: 棕榈股份参控股企业一览	6
图 2: 园林施工、苗木销售和园林景观设计是公司收入的主要来源	7
图 3: 公司毛利构成	7
图 4: 特色小镇投资情况	9
图 5: 长沙浔龙河生态艺术小镇风光	10
图 6: 浔龙河布局图鸟瞰	10
图 7: 贵州贵安新区·云漫湖国际休闲旅游度假区全景	11
图 8: 云漫湖瑞士小镇	11
图 9: 时光贵州商业小镇延续“老上海，新屯堡”的文化脉络	12
图 10: 时光贵州商业小镇夜景	12
图 11: 公司生态城镇的盈利模式	12
图 12: 长沙浔龙河建设模式，形成三方共赢	13
图 13: 棕榈股份在特色小镇的产业方面重点布局了体育、文旅、VR	13
图 14: 2016 年 8 月，通过基金参股收购英超西布罗姆维奇	13
图 15: 西布朗足球小镇发展规划	14
图 16: 新中源工程业绩：宁波东苑立交快速化改造一期工程 I 标段	16
图 17: 新中源工程业绩：宁波东部新城门户区北区（悦泊城）	16
图 18: 新中源拥有六项施工总承包一级资质	16
图 19: 以前毛利率处于行业下游水平（%）	17
图 20: 以前净利率处于行业下游水平（亿元）	17
图 21: 销售和管理费用控制处于行业中游（%）	17
图 22: 财务费用控制处于行业中游水平（%）	17
图 23: 公司经营性现金流量情况（单位：亿元）	18
图 24: 公司收现比行业领先（%）	18

表 1：政策积极推动特色小镇建设	8
表 2：几个有代表的特色小镇的投资情况.....	8
表 3：2016 年 PPP 订单进入爆发期.....	14
表 4：可比公司估值比较表	18

1. 厚积薄发，开启成长新篇章

1.1 棕榈股份——地产园林龙头，生态城镇建设先锋

棕榈生态城镇发展股份有限公司成立于1991年12月，2016年4月13日由棕榈园林股份有限公司更名而来。公司主营业务为风景园林景观设计和营建。棕榈股份集景观规划设计与咨询、园林工程施工与养护、园林苗木生产与销售、园林技术与材料的研发等业务于一体，囊括了风景园林项目建设的全过程。

作为中国第二家上市园林企业，公司在园林营建施工及苗木销售领域树立了良好的口碑，目前在全国拥有24家子公司。2014年来，公司积极响应国家新型城镇化建设的规划，凭借30多年的积累沉淀，通过战略并购与合作进一步加强业务优势，率先提出“生态城镇”概念，整合国内外资源，从景观形象、绿色生态和精神文化传承两方面规划设计，打造出了时光贵州商业小镇，浔龙河生态艺术小镇和云漫湖国际休闲旅游度假区等集绿色城镇建设，文化产业开发与解决当地人民就业于一体的生态城镇精品工程。

图 1：棕榈股份参控股企业一览



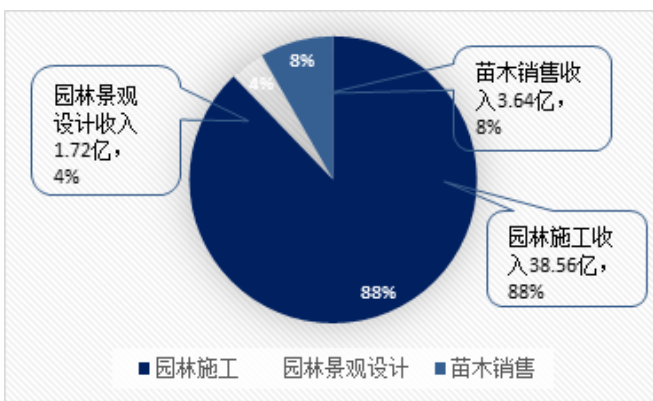
资料来源：申万宏源研究

公司是国内唯一具有全面生态城镇建设技术与经验的园林建设龙头企业。目前传统的园林业务依然是主营业务，是公司核心收入与利润的主要来源。自2015年以来，公司提出生态城镇转型战略，以传统园林业务为建设端与转型基础，打造以“建设-运营-内容”作为三驾马车的生态城镇产业链。坚持生态环境业务与新型城镇化业务双平台共同发展，相互促进，在领衔千亿级传统园林市场的同时向新型城镇建设的万亿级“蓝海”进发。

1.2 渡过转型期阵痛，盈利能力将恢复

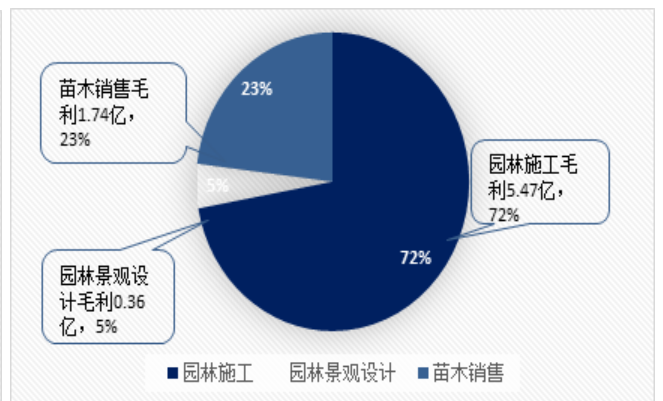
园林施工、苗木销售和园林景观设计构成了公司的主要收入利润来源。2014 年营收达到 50 亿元，跃居行业内上市企业第一。2015 年，公司总营收 44.02 亿元，同比下滑 12.08%，归属母公司净利润-2.11 亿元，同比下滑 149.33%，这一方面是由于公司分期收购贝尔高林导致的商誉减值，另一方面是自 2014 年 12 月公司提出发展生态城镇发展战略转型以来，公司主动调整传统业务人员和规模，导致毛利率下滑所致。但随着公司转型市政园林，打造生态城镇建设龙头的战略走向正轨，盈利能力也有望恢复到较高水平。

图 2：园林施工、苗木销售和园林景观设计是公司收入的主要来源



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 3：公司毛利构成



资料来源：公司公告，申万宏源研究

2. 特色小镇建设先锋，成长开启新篇章

2.1 中央着力打造 1000 个特色小镇，打开 5 万亿市场空间

2014 年 3 月 16 日，中共中央，国务院印发《国家新型城镇化规划（2014—2020 年）》，指出要明确未来城镇化的发展路径和目标战略，深入发展城镇化，走中国特色新型城镇化道路，强调与当地特色产业相结合，推动小城镇发展。2015 年 4 月，浙江省政府率先出台《关于加快特色小镇规划建设的指导意见》，统筹决定重点培育建设 100 个左右主题鲜明、形式多样、内涵丰富、产业完备、功能齐全、产业旅游文化“三位一体”、生态与生产和谐发展的特色小镇，为特色小镇的发展作出了有益探索。2016 年 7 月 20 日，住房城乡建设部、国家发展改革委、财政部等三部委联合发布《关于开展特色小镇培育工作的通知》，决定在全国范围开展特色小镇培育工作，计划到 2020 年，培育 1000 个左右各具特色、富有活力的休闲旅游、商贸物流、现代制造、教育科技、传统文化、美丽宜居等特色小镇，配合带动新型城镇化建设。该通知发布之后，国家部委和各省市相继出台政策文件，在具体目标，培育方向和政策支持等细节方面作出安排，加速推进特色小镇布局建设。

表 1：政策积极推动特色小镇建设

时间	发布部门	文件
2015/4/22	浙江省政府	《关于加快特色小镇规划建设的指导意见》
2016/7/20	住房城乡建设部、国家发展改革委、财政部	《关于开展特色小镇培育工作的通知》
2016/8/3	住房和城乡建设部村镇建设司	《关于做好 2016 年特色小镇推荐工作的通知》
2016/9/7	住房城乡建设部办公厅	《关于开展 2016 年美丽宜居小镇、美丽宜居村庄示范工作的通知》
2016/10/8	国家发展改革委	《关于加快美丽特色小（城）镇建设的指导意见》
2016/10/10	住房城乡建设部、中国农业发展银行	《关于推进政策性金融支持小城镇建设的通知》
2016/10/14	住房城乡建设部	《中国农业发展银行关于推进政策性金融支持小城镇建设的通知》
2016/10/31	国家发改委	《关于加快美丽特色小(城)镇建设的指导意见》
2016/12/12	国家发改委	《关于实施“千企千镇工程”推进美丽特色小(城)镇建设的通知》
2017 年 4 月 13-16 日	房地产业协会	北京展览馆举办特色小镇系列活动

资料来源：政府网站、申万宏源研究

继住建部公布特色小镇规划之后，湖南、天津重庆等省市自治区积极响应，分别推出地方政策，计划在 3-5 年之内建成 50-100 个省级特色小镇。

5 万亿市场空间开启。根据已经初步建成，企业已进驻运营的部分小镇统计来看，平均一个特色小镇投资额约为 50 亿，规模较小的约为 10 亿，而较大可达到百亿，按照住建部总规划 1000 个特色小镇将产生近 5 万亿投资额，占 2015 年国家总 GDP 的 7%，可为经济增长提供强大推力。根据浙江省发改委数据显示，2016 年 1 至 9 月 37 个特色小镇共完成投资 480 亿元，预计到年底可完成投资额超 600 亿元，约占规划中 100 个小镇 5000 亿的 12%。

特色小镇仅建设空间超万亿。从对国内已建成小镇的样本统计来看，总投资中基础设施建设投资占比 30%-50%，估算全国 1000 个小镇基建投资将有 1.5-2.5 万亿。

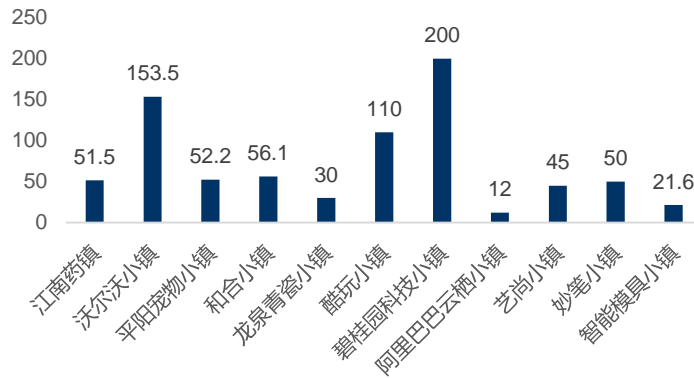
表 2：几个有代表的特色小镇的投资情况

特色小镇	总投资（亿）	基建投资（亿）	特色产业	周边城市	用地
江南药镇	51.5	11.5	中药材	磐安县	建设用地 393 公顷
沃尔沃小镇	153.5		汽车	台州市	3200 亩
平阳宠物小镇	52.2	22.7	宠物用品	南雁荡山	建设用地为 183.3 公顷
和合小镇	56.1	16.4	文化旅游	天台山	
龙泉青瓷小镇	30		青瓷	龙泉市	
酷玩小镇	110		体育旅游	绍兴市	规划总面积 3.8 平方公里
碧桂园科技小镇（5 个）	1000		高科技	深圳市	

阿里巴巴云栖小镇	12	云计算	杭州	
艺尚小镇	45	服装	临平新城	
妙笔小镇	50	笔生产	桐庐县	总规划面 2.78 平方公里
智能模具小镇	21.6	智能模具	台州市	规划面积 2000 多亩

资料来源：申万宏源研究

图 4：特色小镇投资情况



资料来源：申万宏源研究

2.2 特色小镇对于新型城镇化建设意义重大

特色小镇规划的提出主要是通过打造特色鲜明的产业生态，营建充满活力的全新机制促进有条件的城镇更好地发展，特色小镇作为新型城镇化建设的有机组成部分，是城乡发展的重要载体。建设特色小镇，既能吸引周边劳动力就业，辐射式带动周边经济发展；也能通过相互交流和人才转移促进产业集聚效应，降低企业沟通成本，促进技术创新。作为新型城镇化建设的重要内容，特色小镇建设全面切实地落实了“十三五”中对于中国特色城镇化建设和供给侧改革的规划，对促进经济转型升级，推动新农村建设与城乡协同发展做出了重要探索和贡献。

特色小镇在培育过程中，主要有以下作用和影响：

1. 吸引周边劳动力就业，辐射式带动周边经济发展。通过特色小镇与大城市相比更低的房价，和完善的配套设施、生活环境，解决劳动力就业问题，从而带动周边经济发展和居民收入。

2. 产生产业集聚效应，降低企业沟通成本，促进技术创新。由于大量同一产业内的企业高密度集聚，通过相互之间的交流和人才转移产生技术扩散和技术外溢效应，能够促发新技术突破和创新。同时，由于地理上的集中，与上下游企业进行沟通的合同成本都会相应降低，有助于企业利润提高。工业化需要借助规模经济和集聚效应，推动服务业、城市基础设施和公共服务供给部门的发展，以提高城镇化水平。与城镇化水平提高相伴而来的

产业集聚和人口、人才、创意的集中，以及更有效率的公共产品供给，又为促进创业和创新活动打造良好平台，改善居民生活质量，从而提高经济发展的可持续性和共享性。

3. 成为“十三五”时期城镇化建设的重要落实

特色小镇作为新型城镇化的重要内容，供给侧改革的重要抓手，在中国经济转型期发挥着重要作用。特色小镇建设系列活动将成为中国特色小镇建设发展的典型示范和展示宣传窗口，为探索特色小镇健康发展之路，促进经济转型升级，推动新型城镇化和新农村建设做出新的贡献。

2.3 棕榈股份特色小镇项目运营情况良好

2015年以来公司先后在长沙浔龙河，贵阳时光贵州和贵安新区云漫湖开展了生态城镇的试点和布局，取得了良好成效。公司专注整合国内外资源，依托自身数十年发展所积累的综合实力与业务经验，构建和发展生态城镇产业链，增加对生态城镇顶层设计、理论框架搭建以及产品研发的投入，生态城镇理论、评价体系研究与公司设计咨询项目紧密结合，相互扶持，实现城镇生态可持续发展。

(1) 长沙浔龙河生态艺术小镇

浔龙河生态艺术小镇以浔龙河万余亩原生态山水为基础，借鉴西欧小镇的发展模式，采东西方之长，建设上既保留了中国传统乡村人文风情，又融汇了国际先进的城镇规划；经济上既发展了休闲旅游产业，充分利用了当地的原生态优势，又解决了当地居民就业。通过“城镇化、乡村型、旅游核”的组织形式，形成了以“景观农业+旅游产业+生态居住”为产业核心，“颐养产业、第二居所、亲子产业、文创产业、农业产业”为辐射产业的整体布局规划。成为国家部委各级政府重点观摩与学习新型城镇化样本，先后被评选为国家智慧小城镇试点、湖南省重点建设项目、湖南省“两型”社会创建区示范项目、长沙城乡一体化试点项目，成为全国新农村建设与新型城镇化建设的样板示范工程，获得了各省市领导的高度肯定。

图 5：长沙浔龙河生态艺术小镇风光



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 6：浔龙河布局图鸟瞰



资料来源：公司公告，申万宏源研究

(2) 云漫湖国际休闲旅游度假区

贵州拥有“国家公园省”之称，与瑞士在地理和自然条件上十分相似，无处不是美景，令人流连忘返，贵安新区是贵州美丽生态和优质旅游资源的一个写照。坐落在贵安新区的云漫湖国际生态度假公园，是以“人与自然”作为主题，营建的国内首个家庭型自然探索生态公园。该项目作为公司在生态城镇与新型城镇化方面的另一个大胆尝试，将本地马场河流域和高山景区资源与瑞士小镇发展模式相结合，构建以田园休闲，国际商务居住，生态度假旅游为核心业务的四大——大健康，大农业，大旅游，大数据——国际化旅游产业体系，实现官、企、民三方共赢的绿色产业链。

该度假区目前开放的瑞士风情区在2016年国庆期间共接待52万余人次，大受好评，即将建成的温泉小镇、足球小镇等各类主题小镇也倍受青睐。2016年3月，云漫湖项目被贵州省委书记作为海绵城市样板示范区推介给云南省委书记李纪恒带领的党政代表团，是“多彩贵州、山水贵安”的一个标志性代表。

图 7：贵州贵安新区·云漫湖国际休闲旅游度假区全景



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 8：云漫湖瑞士小镇



资料来源：公司公告，申万宏源研究

(3) 时光贵州商业小镇

时光贵州商业小镇位居有数十万职教师生、近四十所高等职业院校、千亿投资、广达平方公里占地的全国最大的职业教育聚集区——贵州清镇职教城腹地。项目内容分为两部分：一期主要以明朝“调北征南”的屯堡文化插入，用民国时期的老贵阳为背景，延续“老上海，新屯堡”的文化脉络，以展现“海派生活”、“海纳百川”的黔式文化为主题，讲述贵州六百年来的文化繁华，进而往前上溯到史前的三叠纪时期。二期则结合贵州特色中式建筑与现代元素，引入影院、博物馆、客栈等特色人文景观，构建集传统现代于一体，汇国际与民族元素于一身的特色旅游商业小镇，是贵阳首个以文化传承为基础的休闲旅游主题商业街区。

图 9：时光贵州商业小镇延续“老上海，新屯堡”的文化脉络



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 10：时光贵州商业小镇夜景



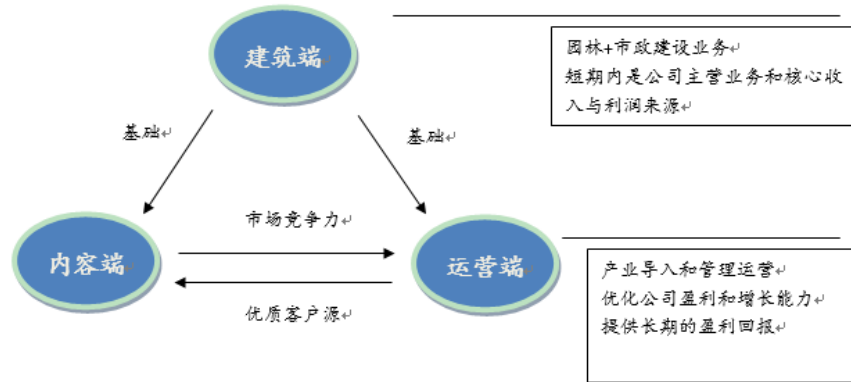
资料来源：公司公告，申万宏源研究

2.4 棕榈股份特色小镇规划建设运营优势明显

凭借产业链的一系列布局和先发优势，公司在特色小镇的规划建设运营方面已经积蓄了充足的优势：

(1) 公司很早进行“生态城镇”建设布局，与特色小镇理念一脉相承，已经有长沙“浔龙河”、贵阳“时光贵州”、贵阳“云漫湖”等项目在运营；

图 11：公司生态城镇的盈利模式



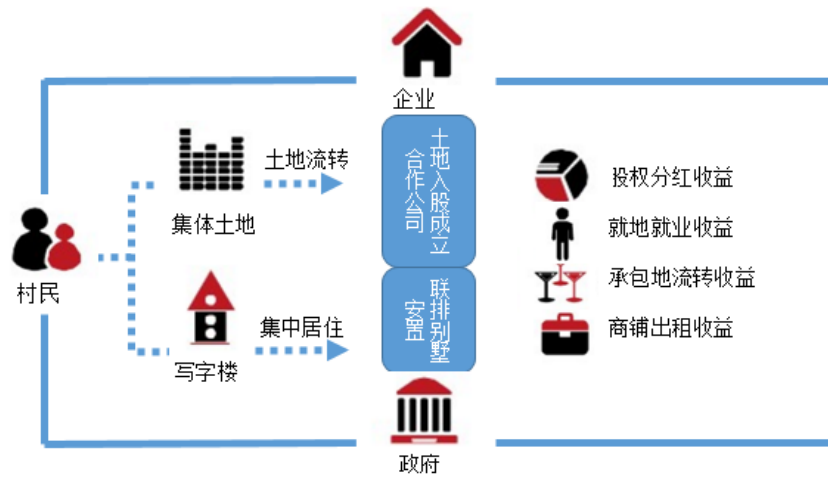
资料来源：申万宏源研究

(2) 研发端，全资设立棕榈生态城镇科技发展（上海）有限公司，主要负责生态城镇战略发展的研究与咨询、生态城镇发展技术服务研究与服务咨询、生态城镇规划设计与咨询、生态城镇发展相关投资产品研发与营销服务、产业投资研究与策划服务，广泛开展产学研合作，力争加速公司从传统园林企业向生态城镇和生态环境运营商的转型升级，在技术层面上确立公司研发优势。

(3) 规划设计端，公司通过收购贝尔高林国际（香港）有限公司 80% 股份提升特色小镇规划设计能力。贝尔高林国际（香港）有限公司成立于 1986 年，主营业务为环境景观设计与咨询，客户遍布东亚，北美和东南亚，三十余年丰富的业内经验打造了贝尔高林强大的设计师和园林工程团队，其将东方哲学与西方理论相结合进行设计的模式领先全球，具有较高声誉。

(4) 建设端，公司通过收购浙江“新中源”，补齐市政、建筑等施工能力。公司收购浙江新中源建设有限公司 45% 股权。新中源建设有限公司成立于 2000 年 10 月，拥有市政设施、建筑、地基基础等六项施工总承包一级资质。

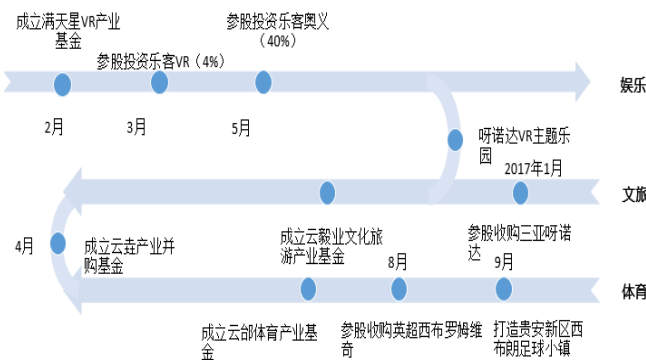
图 12：长沙浔龙河建设模式，形成三方共赢



资料来源：申万宏源研究

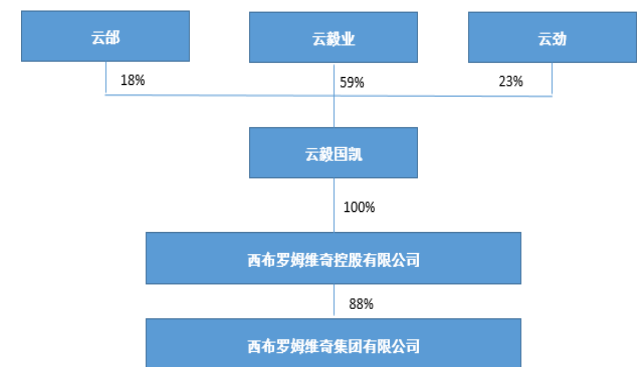
(5) 运营内容端，公司通过人才引进和内容布局，深度运营特色小镇。公司不断引进运营管理团队，对已建成的特色小镇进行运营，并探索和政府的利润分成模式；在产业布局方面，公司重点布局了体育、文旅、VR 等三个大的方面，通过基金以小投入撬动大产业布局，为将来特色小镇的产业导入做好准备。

图 13：棕榈股份在特色小镇的产业方面重点布局了体育、文旅、VR



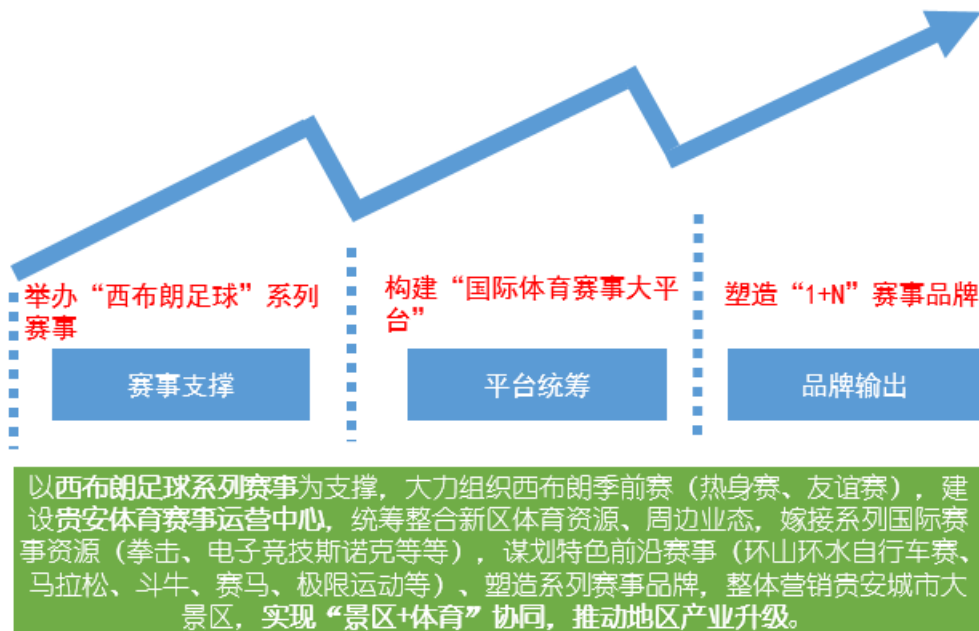
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 14：2016 年 8 月，通过基金参股收购英超西布罗姆维奇



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 15：西布朗足球小镇发展规划



资料来源：申万宏源研究

3. PPP 近百亿订单落地，增长加速可期

3.1 PPP 项目加速落地，入库率高

经历地产园林转型市政园林的阵痛期后，棕榈股份的 PPP 订单终于在 16 年四季度迎来落地的爆发期：目前累计新签 PPP 重大项目 85.14 亿元（不含框架协议），大多数项目都是在 2016 年 9 月之后落地，三个月内已与七市政府就 8 个项目达成合作。PPP 项目的大量落地也为公司 17 年的高速增长奠定了良好的基础。

公司 PPP 项目质量好，95% 项目已经实现入库。公司公告的重大项目中，目前除广东五华县犁滩片区基础设施建设工程 PPP 项目以外，其余项目都已经实现入库。

除 PPP 项目外，公司还有大量在手的市政园林和地产园林施工项目，17 年公司有望摆脱转型期阴霾，翻开新的成长篇章。

表 3：2016 年 PPP 订单进入爆发期

时间	项目	工期	金额(亿元)	模式	说明
2016/12/29	五华县犁滩片区基础设施建设工程 PPP 项目	子项目建设四个， 每个建设期 2 年， 运营维护期 10 年	3.7	PPP	中标
2016/12/14	莱阳市住房和城乡建设管理局五龙河流域综合治理 PPP 项目	建设期：3 年，运 营期 17 年	20	PPP	合同

2016/11/28	漯河市沙澧河二期综合整治 PPP 项目	建设期: 5 年, 运营 期 20 年	20.6	PPP 合同
2016/11/24	韶关始兴县城市绿地系统建设工程设计、施工总承包项目		4.22	中标
2016/11/22	广东中山翠亨湿地公园工程 EPC 总承包项目	365 天	3.35	中标
2016/10/14	海口国家高新区美安科技新城一期公园绿地工程和美安中心 公园 PPP 项目	建设期: 1 年; 维护 运营期: 9 年	2.35	PPP 中标
2016/9/26	海口市主城区重要道路景观提升工程 PPP 项目		11.1	PPP 合同
2016/8/17	海口市国兴大道等 5 条道路景观提升工程 PPP 项目	建设期: 1 年; 运营 期: 10 年	2.22	PPP 中标
2016/7/18	贵阳市白云区南湖公园建设项目总承包 (设计与施工)		5.62	中标
2016/7/12	吉首市创建国家级和省級园林城市园林绿化建设二期工程 PPP 项目	建设期: 2 年; 运营 期: 13 年	5.95	PPP 合同
2016/6/3	雨花区道路品质提升工程项目 (PPP 模式)		5	PPP 中标
2015/12/4	耒江园区服务配套项目及梅县区城市扩容提质工程 PPP 项目	建设期: 2 年; 维护 运营期: 8 年	14.22	PPP 合同
2015/10/21	梅州城区马鞍山公园工程项目设计和施工总承包合同	365 天	2.05	合同
2015/4/30	梅州城区马鞍山公园及半岛滨水公园设计施工总承包项目第 一标段、第二标段		3.51	中标
2015/2/9	郑东新区龙湖生态绿化建设 (一期) 等项目施工一标段	180 天	1.75	合同
2014/10/13	建国大道 (鞍海路与建国大道交叉点至大屯老道) 第一标段景 观工程, 建国大道 (鞍海路与建国大道交叉点至大屯老道) 第 四标段景观工程	287 天	1.78	合同
2013/6/9	兴业环城大道绿化设计施工项目一期	91 天	4.32	合同
2012/11/30	潍坊滨海经济开发区白浪河入海口生态示范带工程	3 年	6.5	合同
2012/11/26	潍坊滨海经济技术开发区中央商务区景观 BT 工程 (一期) 施 工	18 个月	3.88	中标
2012/9/21	建设工程施工专业分包合同	18 个月	1.89	合同

资料来源: 申万宏源研究

3.2 收购浙江新中源， PPP 落地能力大幅增强

2016 年 12 月 26 日， 棕榈生态城镇发展股份有限公司出资 3.12 亿元， 以公司自有资金成功收购浙江新中源建设有限公司 45% 股权。新中源建设有限公司成立于 2000 年 10 月， 涵盖了建筑施工、 房地产开发以及物业管理等多种经营业务， 是一家拥有 6 项一级资质， 2 项二级资质和 4 项三级资质， 资质极优的综合性企业。

图 16: 新中源工程业绩: 宁波东苑立交快速化改造一期工程 I 标段



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

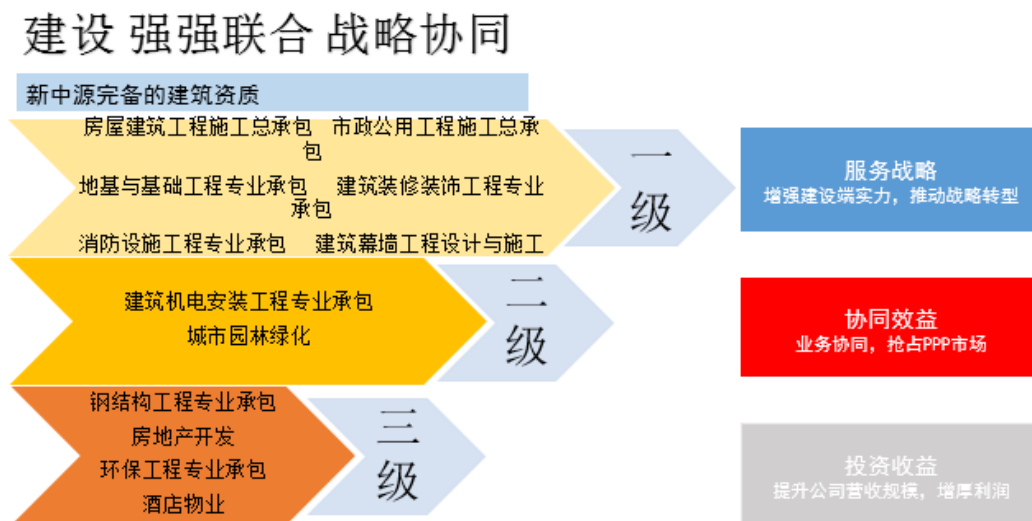
图 17: 新中源工程业绩: 宁波东部新城门户区北区(悦泊城)



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

新中源建设 2015 年全年营业收入达 30.72 亿， 其中净利润 0.75 亿。该项收购可有效发挥新中源十六年来积累的客户市场和良好口碑， 与棕榈股份原有的园林业务进行互补， 强化公司在 PPP 项目承接与管理方面的竞争力； 同时也能与公司 2016 年收购的贝尔高林国际有限公司形成业务协同效应， 更好地对新增 PPP 订单进行内部消化， 提升盈利水平。

图 18: 新中源拥有六项施工总承包一级资质

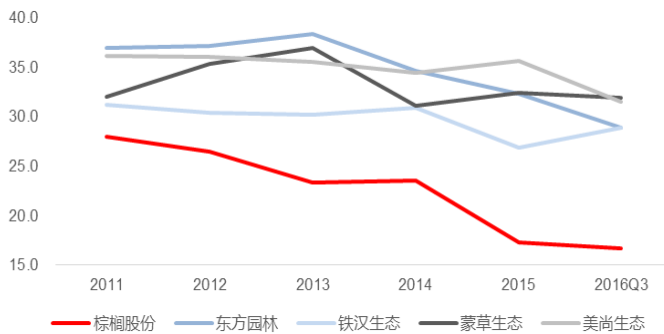


资料来源: 申万宏源研究

4. PPP 推进加速，盈利能力将企稳回升

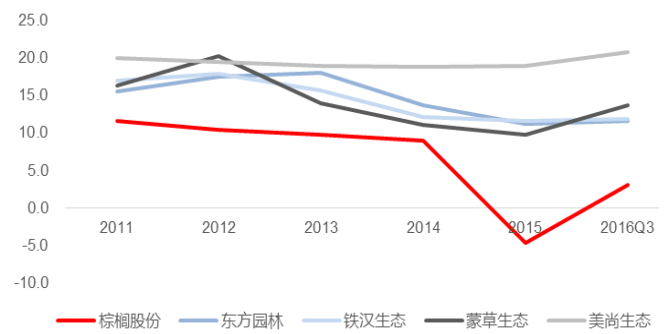
毛利率和净利率水平处在低位。一方面和公司 14-16 年的转型有关，一方面由于原来的地产园林业务毛利率低于市政园林。但随着公司市政园林占比的提升，利润率水平将逐渐回升。

图 19：以前毛利率处于行业下游水平（%）



资料来源：wind，申万宏源研究

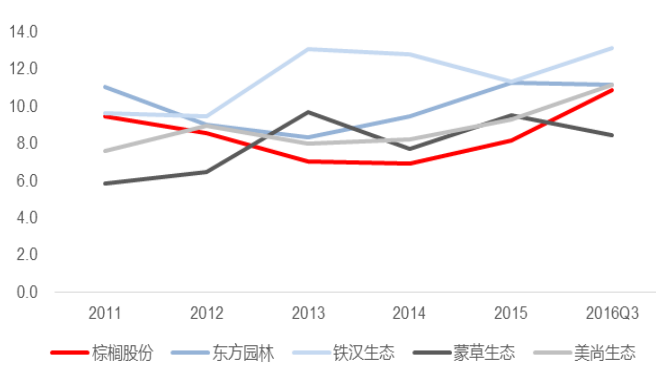
图 20：以前净利率处于行业下游水平（亿元）



资料来源：wind，申万宏源研究

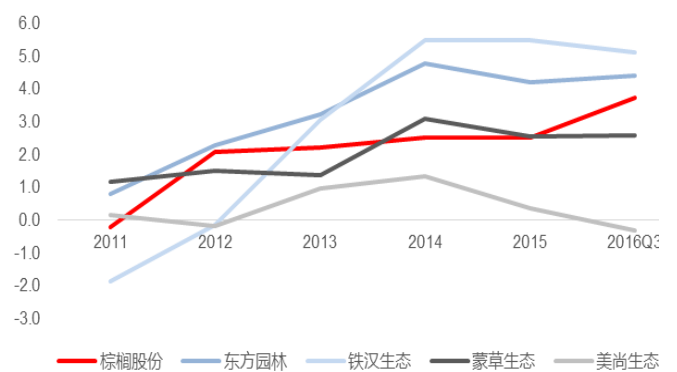
公司的期间费用率控制在行业中处于中游游水平。

图 21：销售和管理费用控制处于行业中游（%）



资料来源：wind，申万宏源研究

图 22：财务费用控制处于行业中游水平（%）

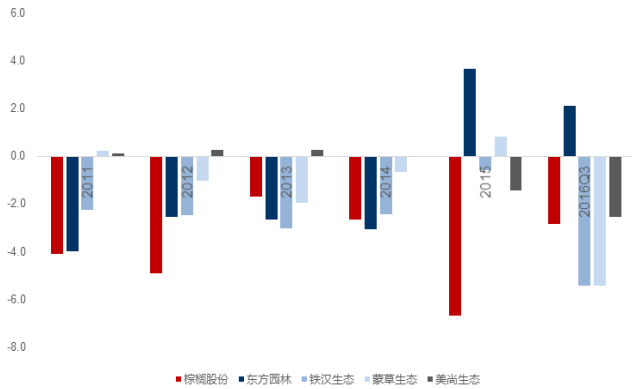


资料来源：wind，申万宏源研究

棕榈股份经营性现金流净额行业处于中下水平。但预计未来随着 PPP 的占比增加，现金流将有所改善。

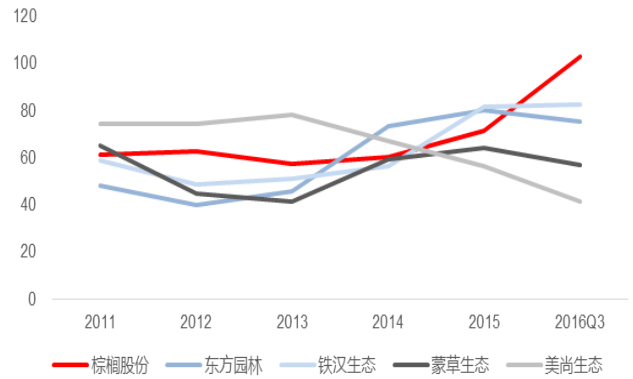
从收现比角度出发，2011 至 2016 年棕榈股份主营业务收现比为 61%，63%，57%，61%，72%，103%，收现比近年上升较快处于行业上游水平。

图 23：公司经营性现金流量情况（单位：亿元）



资料来源：wind，申万宏源研究

图 24：公司收现比行业领先（%）



资料来源：wind，申万宏源研究

5. 盈利预测与估值

维持盈利预测，维持“增持”评级：预计公司 16 年-18 年净利润为 1.40 亿/5.02 亿/7.05 亿，增速分别为 166%/259%/40%；对应 PE 分别为 91X/25X/18X，维持增持评级。

棕桐股份目前 25 倍估值，略低于行业平均 26 倍，我们认为公司在特色小镇建设方面最有优势，未来通过运营和产业导入，长期成长性更优；此外公司收购新中源后，也成为园林公司里建筑工程资质最全的公司，有利于后续 PPP 项目的落地，发展前景好，目前理应享受比行业平均更高的估值。

表 4：可比公司估值比较表

2017/2/17	总市值	15 年净利润	预计 16 年 PE	预计 17 年 PE	17 年增速
东方园林	392	6.02	31	21	50%
铁汉生态	183	3.06	35	23	55%
蒙草生态	120	1.59	39	26	50%
岭南园林	101	1.68	45	32	40%
平均	199	3	38	26	49%
棕桐股份	125	-2.11	91	25	259%

资料来源：申万宏源研究

附表 1：合并损益表

百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	5,007	4,401	3,919	7,103	8,216
营业总成本	4,524	4,341	3,741	6,329	7,164
营业成本	3,826	3,640	3,114	5,412	6,090
营业税金及附加	152	115	63	99	99
销售费用	50	34	39	78	82
管理费用	297	326	290	455	522
财务费用	126	111	147	169	226
资产减值损失	74	116	88	115	145
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	40	(254)	0	0	0
营业利润	523	(194)	178	774	1,052
营业外收支	12	8	15	10	16
利润总额	535	(186)	193	784	1,068
所得税	86	16	33	157	214
净利润	448	(203)	160	627	855
少数股东损益	20	9	20	125	150
归属于母公司所有者的 净利润	428	(211)	140	502	705

资料来源：申万宏源研究

附表 2：合并现金流量表

百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	448	(203)	160	627	855
加：折旧摊销减值	130	184	123	150	180
财务费用	141	139	147	169	226
非经营损失	(52)	240	0	0	0
营运资本变动	(943)	(1,025)	860	(6,427)	2,359
其它	0	0	0	0	0
经营活动现金流	(264)	(669)	1,290	(5,480)	3,620
资本开支	27	15	0	0	0
其它投资现金流	(130)	(45)	0	0	0
投资活动现金流	(268)	(1,138)	0	0	0
吸收投资	0	1,442	0	0	0
负债净变化	444	351	557	2,956	(1,542)
支付股利、利息	206	220	147	169	226
其它融资现金流	(3)	(2)	0	0	0
融资活动现金流	434	2,768	410	2,786	(1,768)
净现金流	(98)	963	1,700	(2,694)	1,852

资料来源：申万宏源研究

附表 3：合并资产负债表

百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	7,709	9,835	10,072	15,944	15,956
现金及等价物	663	1,598	3,299	605	2,457
应收款项	2,217	2,635	1,907	7,255	4,467
存货净额	4,829	5,095	4,359	7,576	8,525
其他流动资产	0	507	507	507	507
长期投资	723	285	285	285	285
固定资产	548	507	473	440	407
无形资产及其他资产	382	1,618	1,616	1,614	1,611
资产总计	9,362	12,245	12,447	18,283	18,260
流动负债	4,858	4,779	4,114	8,616	7,032
短期借款	896	840	690	2,939	690
应付款项	3,687	3,616	3,101	5,354	6,018
其它流动负债	200	200	200	200	200
非流动负债	1,459	3,153	3,860	4,566	5,273
负债合计	6,317	7,932	7,974	13,182	12,305
股本	461	551	551	551	551
资本公积	964	2,305	2,305	2,305	2,305
盈余公积	148	153	150	138	122
未分配利润	1,383	1,128	1,271	1,785	2,506
少数股东权益	106	160	180	305	455
股东权益	3,045	4,313	4,456	5,084	5,938
负债和股东权益合计	9,362	12,245	12,430	18,266	18,243

资料来源：申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。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，属于非公开资料。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。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。