

强烈推荐-A (维持)

棕榈股份 002431.SZ

目标估值: 15.2 元

当前股价: 10.13 元

2017 年 03 月 21 日

三年磨一剑，再起航“特色小镇”第一股

基础数据

上证综指	3262
总股本(万股)	137700
已上市流通股(万股)	90362
总市值(亿元)	139
流通市值(亿元)	92
每股净资产(MRQ)	3.1
ROE(TTM)	-3.9
资产负债率	66.2%
主要股东	吴桂昌
主要股东持股比例	13.54%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	8	-15	-11
相对表现	8	-21	-20



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《棕榈股份(002431)—Q3 营收和净利大幅好转, 全年有望扭亏为盈》2016-10-26
- 2、《棕榈股份(002431)—营收和净利增速均下滑, Q3 业绩有望大幅好转》2016-08-23
- 3、《棕榈股份(002431)—收购英超俱乐部, 完善生态城镇内容端布局》2016-08-07

卢平

021-68407841
luping@cmschina.com.cn
S1090511040008

研究助理

王彬鹏
021-68407543
wangbinpeng@cmschina.com.cn

研究助理

李富华
lifuhua@cmschina.com.cn

- 受宏观经济不景气, 叠加转型战略的实施, 以及贝尔高林业绩不达预期等影响, 公司 14-15 年业绩持续下滑; 经过了 2 年左右的战略调整, 公司 16 年业绩有望触底回升, 盈利能力预计改善, 经营性现金流也将好转, 此外充足的订单保证未来几年业绩迎来爆发式增长。
- 战略转型市政、PPP、特色小镇建设。由公告订单可以看出, 公司 16 年公告订单约 84 亿元, 全部为市政项目, 是 16 年营收的 2.15 倍; 其中 70.97 亿元为 PPP 订单。公司中标漯河沙澧河二期综合整治项目和五龙河流域综合治理项目是公司进一步拓展水处理环保业务的标志。公司积极转型特色小镇建设, 并展开试点, 在顶层设计、理论建设、产业运营等方面已经形成较为完善的标准体系, 成为特色小镇领域的领跑者与践行者, 目前已签署了广东梅州雁洋客家小镇、山东蓬莱刘家沟葡萄酒小镇、奉化市阳光海湾“特色小镇”等项目投资意向函, 其中梅州和蓬莱项目是国家首批 127 个特色小镇项目之一, 凭借公司多年积淀, 我们认为后续持续有特色小镇订单落地, 此外, 公司走“农村包围城市”战略, 布局上也开始由二三线城市向一线城市进军。
- 在手订单充足, 多元融资保障项目落地。2015 年至今, 公司公告签订 PPP 订单 85.19 亿元, EPC 项目 13.19 亿元, 合计是 2016 年营收的 2.52 倍。公司融资渠道多元, 在手资金较为充足, 多元化融资渠道将为项目的落地提供坚实的后盾。截至 2016 年三季度, 在手货币现金 15.85 亿元; 此后, 公司成功注册 20 亿元超短期融资券; 9.95 亿元非公开发行正等待批文。
- 特色小镇契合供给侧改革和新型城镇化建设战略, 将是未来发展方向。自 2014 年 10 月, 由时任浙江省省长李强提出以来, 特色小镇受到各方的关注, 中央、地方不断出台政策支持其建设。2016 年 10 月, 住建部公布了第一批 127 个特色小镇名单, 随后农发行、国开行等银行也相继发文支持, 特色小镇的建设将成为 PPP 模式的重要应用领域。
- 目前股价安全边际高, 诉求强。短期看定增发行, 中长期来看, 18 年 2 月, 3 年期定增解禁, 其中大部分为公司关联方, 考虑资金成本和通胀, 浮盈有限。
- 公司在手订单充足, 业绩有望迎来爆发增长, 特色小镇先发优势明显; 我们预计 17、18 年公司 EPS 分别为 0.55 元、0.90 元, 对应 PE 为 18.6 和 11.3 倍, 一期目标价 15.2 元/股, 维持“强烈推荐-A”评级。
- 风险提示: 经济增长不及预期; 市政投资不及预期; 回款风险。

财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	5007	4401	3906	8563	11810
同比增长	17%	-12%	-11%	119%	38%
营业利润(百万元)	523	(194)	134	935	1177
同比增长	10%	-137%	-169%	596%	26%
净利润(百万元)	428	(211)	120	751	1236
同比增长	7%	-149%	-157%	527%	65%
每股收益(元)	0.93	(0.38)	0.09	0.55	0.90
PE	10.9	-26.4	116.4	18.6	11.3
PB	1.6	1.3	2.7	2.4	2.0

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、地产园林龙头转型特色小镇领跑者.....	4
1、前期蛰伏、厚积薄发.....	4
2、战略转型市政、PPP、特色小镇.....	5
二、在手订单充足，多元融资渠道保障项目落地.....	8
三、特色小镇是未来发展方向.....	10
1、发展特色小镇，契合供给侧改革和新型城镇化.....	11
2、中央高度重视，政策频繁出台.....	11
3、到 2020 年，特色小镇总投资将达 6.5 万亿元.....	13
4、特色小镇，袜业之乡一大唐镇.....	16
四、股价安全边际高，向上有空间.....	17
五、盈利预测.....	18
（一）主要假设.....	18
（二）具体业务拆分.....	18
六、风险提示.....	19

图表目录

图 1：2016H1 绿化施工业务占比达 86%.....	4
图 2：近几年公司营收增速不断下降.....	4
图 3：近几年公司净利润增速也呈下降趋势.....	4
图 4：公司毛利率和净利率不断下降.....	5
图 5：期间费用率不断提升.....	5
图 6：14 年开始，公司经营性现金流逐渐恶化，16Q3 有所改善.....	5
图 7：棕榈股份生态城镇六要素.....	6
图 8：棕榈股份生态城镇商业模式.....	6
图 9：浙江云栖特色小镇.....	10
图 10：杭州玉皇山南基金特色小镇.....	10
图 11：特色小镇发展历程.....	11
图 12：第一批 127 个特色小镇在全国的分布.....	14
图 13：第一批特色小镇 PPP 项目地区分布情况.....	14
图 14：第一批特色小镇主要功能分类情况.....	14

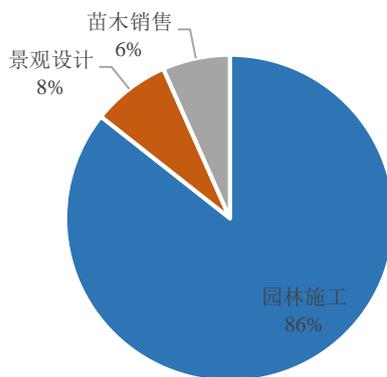
图 15: 特色小镇 PPP 模式.....	15
图 16: 第一批特色小镇 PPP 项目情况	15
图 17: 第一批特色小镇购买市场化项目情况	15
图 18: 大唐镇区位优势, 交通便捷.....	16
图 19: 广东辉瑞投资有限公司主要股东情况	18
图 20: 公司股目前股价处于历史较低位.....	19
图 21: 公司目前 PB 处于历史较低位.....	19
表 1: 公司为提升生态城镇建设能力积极运作.....	7
表 2: 公司积极外延收购, 完善生态城镇内容端	8
表 3: 公司公告订单情况.....	8
表 4: 目前公司融资渠道多元, 在手资金充足.....	9
表 5: 特色小镇和特色小城镇的对比	10
表 6: 中央对特色小镇建设的高度重视, 出台了多方面政策.....	12
表 7: 全国多个省市出台政策推进特色小镇建设	13
表 8: 部分特色小镇的投资情况.....	16
表 9: 此次定增情况.....	17
表 10: 2018-2-13 定增解禁对象明细	17
表 11: 不考虑外延并购并表的盈利预测简表.....	19
表 12: 不考虑外延并购并表的盈利预测简表	19
附: 财务预测表	20

一、地产园林龙头转型特色小镇领跑者

1、前期蛰伏、厚积薄发

公司是专业从事园林设计、苗木绿化工程施工及园林养护的综合性园林绿化企业，其中施工业务占据绝对比重，2016H1 占比达 86%。上市之初，公司主要为房地产项目提供配套的园林工程服务，大部分客户是全国性房地产领先企业或区域房地产龙头。虽然公司每年也会承接一些政府公共园林项目，但占营收比例较低。

图 1：2016H1 绿化施工业务占比达 86%



资料来源：wind、招商证券

2014 年由于房地产低迷、政府债务收紧，园林行业景气度下行，并叠加公司转型，业务增速有所下降，15 年营收也下降 12.11%，16Q3 公司营收同比下降 11.50%；业绩增速也呈下降趋势，2015 年净利润同比下降 149.39%，主要原因是：1) 15 年宏观经济不景气，地产园林业务竞争激烈，业务量和毛利率均明显下滑；2) 报告期内收购了贝尔高林 50% 股权，两次股权交易价格差异“视同处置股权”确认了 2.54 亿元投资损失，导致当年出现亏损，考虑到 16 年房地产销售回暖，地产园林业务景气度改善，市政业务开拓顺利，PPP 订单较多以及贝尔高林影响逐渐消除，公司 16 年业绩有望触底回升，未来几年业绩增长也有保障。

图 2：近几年公司营收增速不断下降



资料来源：wind、招商证券

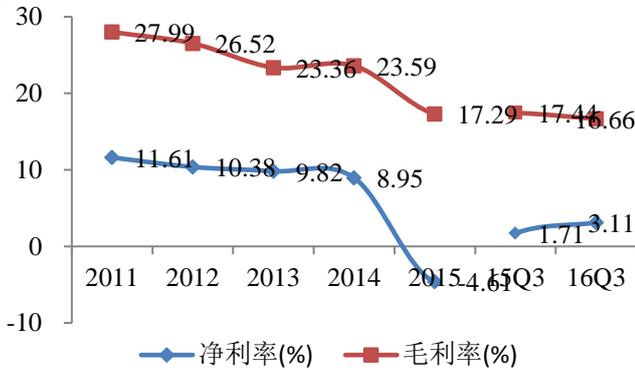
图 3：近几年公司净利润增速也呈下降趋势



资料来源：wind、招商证券

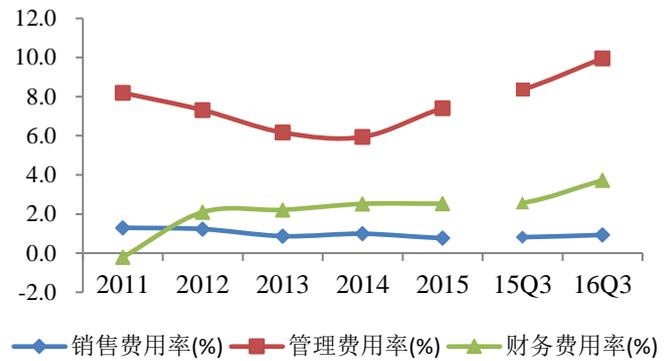
2011 年开始，公司毛利率和净利率不断下降，期间费用率呈不断提升趋势，一方面是由于公司转型调整业务人员，毛利率有所下降；另一方面，公司转型阵痛期，管理费用率以及投资增加导致财务费用率提升，期间费用率持续攀升。随着 2 年的业务调整完毕，我们预计公司 16 年盈利能力将得到提升。

图 4：公司毛利率和净利率不断下降



资料来源：wind、招商证券

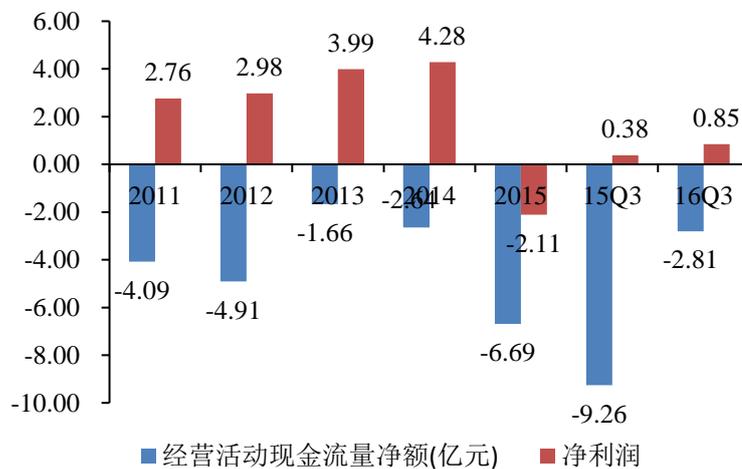
图 5：期间费用率不断提升



资料来源：wind、招商证券

公司 2014 年经营性现金流净额为-2.64 亿元，相比 2013 年减少 0.98 亿元，15 年经营性现金流净额更是下降到-6.69 亿元，主要原因是：1) 公司由地产园林转型市政园林，加大对市政 BT 项目的投入，前期投入较大导致现金流出较多；2) 转型期地产园林业务逐渐减少，原有的现金流支撑作用减弱。随着 PPP 模式的运用，我们相信公司经营性现金流将得到明显改善，16Q3 经营性现金流净额同比增加 6.44 亿元。

图 6：14 年开始，公司经营性现金流逐渐恶化，16Q3 有所改善



资料来源：wind、招商证券

2、战略转型市政、PPP、特色小镇

作为传统的地产园林领先企业，公司正在积极往市政、水处理、PPP、特色小镇等方向转型，主要原因：1) 考虑到房地产行业受政策调控影响较大，为了减少公司业绩波动风险；2) 随着国家生态文明、新型城镇化、特色小镇等进一步推进，市政业务将步入结构性调整阶段，大中城市核心区域景观园林需求放缓，农村、中小城镇等需求快速提升，另外，污水处理、生态修复、环保领域的需求不断增加；3) PPP 模式的应用将解

决原有市政项目回款慢的顽疾，对于公司现金流的改善非常明显。

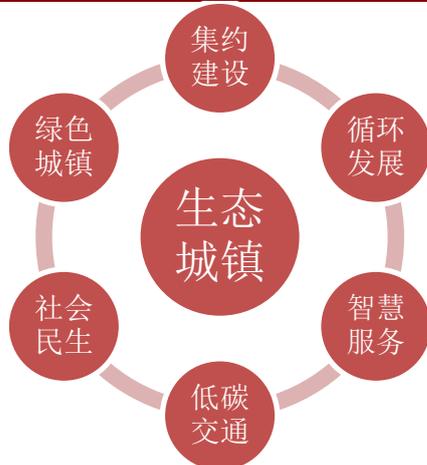
由公告订单可以看出，公司 16 年公告订单约 84 亿元，为 16 年营收的 2.15 倍；公告订单全部为市政项目，其中 70.97 亿元为 PPP 订单，13.19 亿元为传统 EPC 项目。公司中标的漯河市沙澧河二期综合整治 PPP 项目和五龙河流域综合治理 PPP 项目是公司进一步拓展水处理环保业务的标志。

作为市政业务的创新者，公司率先把握发展机遇，积极转型特色小镇建设，并展开试点，在顶层设计、理论建设、产业运营等方面已经形成较为完善与丰富的标准体系，已然成为了特色小镇领域的领跑者与践行者，目前已签署了广东梅州雁洋客家小镇、山东蓬莱刘家沟葡萄酒小镇、奉化市阳光海湾“特色小镇”等项目投资意向函，其中梅州和蓬莱项目是国家首批 127 个特色小镇项目之一，凭借公司多年积淀以及先发优势，我们认为后续持续有特色小镇订单落地，此外，公司走“农村包围城市”战略，布局上也开始由一二线城市向一线城市进军。公司的生态城镇和特色小镇理念一脉相承，相信公司在特色小镇建设的蓝海中定能发挥先发优势。

公司是首个打通特色城镇建设-运营-内容完整产业链的企业，它以生态城镇平台为依托，积极发展文化旅游、亲子教育、体育娱乐等大消费领域新兴产业，从而提升整个项目的内容深度和吸引力。在保护原始生态资源与文化的基础之上，融和前沿的生态规划与可持续发展理念，打造一个田园综合体。

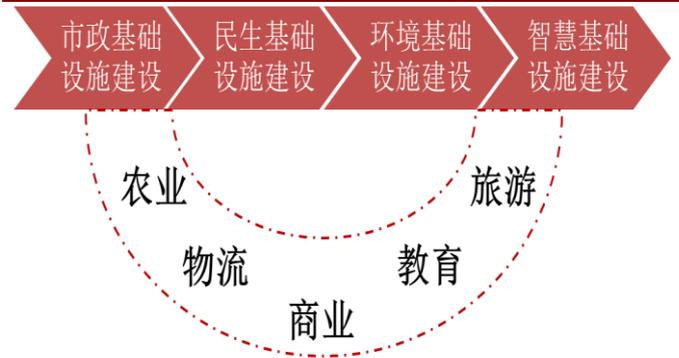
公司首次提出生态城镇的理念时，既考虑到景观形象、绿色生态、生活产业；又注重精神需求与文化传承等，努力探索新型城镇化的发展之路。公司的生态城镇包括集约建设、循环发展、智慧服务、低碳交通、社会民生、绿色城镇这六要素。

图 7：棕榈股份生态城镇六要素



资料来源：公开资料、招商证券

图 8：棕榈股份生态城镇商业模式



资料来源：公开资料、招商证券

公司转型生态城镇，主要着重于三个方面：一是生态城镇建设方面，公司以 PPP/EPC 政策为契机，大力开拓 PPP/EPC 业务，完善 PPP/EPC 模式，对内深化改革，对外战略合作并购打通从园林到基建及建筑产业链，与贝尔高林、中城智慧、园汇电商（苗易网）、浙江新中源建设等共同强化与夯实棕榈“3+1”技术体系，为生态城镇业务落地搭建系统技术集成平台；二是生态城镇运营方面，以现有日渐成熟的生态城镇运营模式为基础，大力推进市场化的生态城镇运营管理业务；三是生态城镇内容方面，结合互联网、O2O、VR、等新技术，加快以生态城镇为核心的孵化业务培育，不断丰富生态城镇的内容，将“青山绿水”变成“金山银山”。公司全面搭建和不断完善生态城镇建设、

运营与内容三驾马车驱动模式，推动公司从园林景观综合服务商向生态城镇运营商的战略转型。

- **生态城镇建设板块：**推动园林全产业链向生态城镇建设端的产业升级，不断强化公司在生态城镇建设领域的领先地位。设计方面，公司对内深化棕榈设计院的体制改革，外部控股贝尔高林，并通过中欧设计联盟全面对接欧洲尖端设计资源，不断强化自身设计的领先优势；施工方面，公司并购新中源增强施工能力，积极采取 PPP 模式，通过机构改革推动轻资产运营，加速推进生态城镇建设；另外，公司成立了由住建部生态城市和智慧城市专家牵头的棕榈生态城镇研究院，为生态城镇建设提供标准和理论支持。

表 1：公司为提升生态城镇建设能力积极运作

方向	主体	介绍	动作
内部革新	棕榈工程	全国最大的园林工程企业，产值超 40 亿	通过“生产管理外包+员工创业”率先完成全面生产改革
	棕榈设计院	全国最大的景观设计机构，产值超 2 亿	引入合伙人制，并设立海外事业部提高市场竞争力
外部收购	贝尔高林	全球顶尖的设计机构，具有 60 余年的悠久历史，在城市规划与建筑、景观设计等领域具有显著的优势；分支机构遍布西雅图、关岛、香港、深圳等全球多个地方，累计完成一万多个项目	2011 年，收购 30% 股权；2015 年，收购 50% 股权和全球商标权，从而实现对其全面控股
外部合作	中欧设计联盟	具有数量众多的历史悠久、经验丰富的专业领域设计师成员	全面对接欧洲尖端设计资源，为生态城镇提供城市规划、建筑设计、医院、教育、高尔夫、旅游等细分领域的专业服务
标准制定	棕榈生态城镇研究院	由住建部生态城市和智慧城市专家牵头	集生态城镇发展理论体系、方法体系、行动体系、评价体系于一体，搭建生态城镇发展的全产业链、全过程服务系统，为新型城镇化发展提供一站式方案解决平台服务；又与中城智慧成立国家智慧城市生态智慧联合实验室，共同为生态城镇提供理论支撑和技术标准输出
建设方式多样	PPP、EPC 等	合作模式	与地方政府签订框架协议 170 多亿元，多个项目也在积极推进当中，其中梅州项目还首次尝试非公开发行股票形式拓宽融资渠道，对接资本市场，促使项目加速推进

资料来源：公司公告、招商证券

- **生态城镇运营板块：**以现有日趋成熟的生态城镇运营模式为基础，大力推进市场化的生态城镇运营管理业务，牢牢把握客户资源。以浔龙河生态艺术小镇为例，运营模式是通过置换土地建设生态小镇，公司属下全资子公司广东盛城投资有限公司（占比 40%）与湖南浔龙河投资控股有限公司（占比 60%）共同出资设立“湖南浔龙河小城镇投资开发有限公司”，负责对浔龙河范围内的土地进行前期整理和综合开发经营。
- **生态城镇内容板块：**加快以生态城镇为核心的孵化业务培育，在文教体娱等领域，结合互联网、O2O、VR 新技术，形成具有自身知识产权的轻资产商业项目，同时利于为生态城镇运营端导入相关产业。目前，公司已联合和君正德成立了满天星

VR 产业基金，投资入股乐客 VR 和乐客奥义进军 VR 主题公园，收购三道园融旅业（呀诺达景区），投资英超英超西布罗姆维奇足球俱乐部，不断丰富生态城镇的内容，提升生态城镇建设端核心竞争力，推动业务结构从 B2B 向 B2C 市场端倾斜，将“青山绿水”变成“金山银山”。

表 2: 公司积极外延收购，完善生态城镇内容端

时间	事项	投资额(亿元)	意义
2016/3/14	收购乐客 VR 4%股权	0.10	有利于公司加快融合 VR 新技术应用和创新产业资源，为公司建设生态城镇配套建设与运营提供重要的技术要素和产业要素，增强技术实力和生态城镇产业活力，推动公司生态城镇战略落地
2016/5/6	收购三道园融旅业 10.4995%股权	1.55	深化公司“生态城镇+”战略内容，丰富生态城镇特色产品线，提升公司在产业运营端尤其是文旅产业的竞争力，全面夯实生态城镇建设-运营-内容三驾马车基础
2016/5/10	收购乐客奥义 40%股权	0.15	推动“生态城镇+”战略与 VR 主题公园的产业对接，丰富生态城镇产业端的内容
2016/8/6	投资英超西布罗姆维奇足球俱乐部		推动“生态城镇+”战略从文化、旅游、娱乐向体育延伸的产业布局，为未来以足球为主题特色体育小镇的模式输出与落地提供核心价值内容
2016/12/28	收购新中源 45%股权	3.12	实现业务有效协同，利于推动公司 PPP 业务开展以及现有 PPP 订单的有效落地，可进一步增强公司在生态城镇建设端的核心竞争力，推动公司全面转型生态城镇运营商

资料来源: wind、招商证券

公司在现有生态城镇试点项目的基础上，不断丰富和完善现有商业运营模式，积极开拓生态城镇增量业务，并从前端锁定优质项目资源，为各相关业务储备客户资源，发挥业务协同效应；在持续推进现有项目建设与运营的同时，推动生态城镇产业链向内容端延伸，依托现有成熟的生态城镇项目，加快落地自身孵化业务，打造生态城镇全产业链。

二、在手订单充足，多元融资渠道保障项目落地

2015 年至今，公司公告签订 PPP 订单 85.19 亿元，是 2016 年营收的 2.18 倍，2016 年公告签订 EPC 项目 13.19 亿元，是 2016 年营收的 33.76%。另外，公司于 2016 年 10 月签订了奉化市阳光海湾“特色小镇”项目（PPP）意向函，总投资 30 亿元，2017 年 1 月和 3 月分别签署了花都和蓬莱葡萄酒特色小镇项目，在特色小镇建设的大背景下，预计公司将有更多特色小镇项目落地。

表 3: 公司公告订单情况

项目类型	时间	项目名称	订单额(亿元)	工期	是否联合体	入财政部库情况
	2015/11/24	畲江园区服务配套项目及梅县区城市扩容提质工程 PPP 项目	14.22	建设期 2 年，运营期 8 年	广东国沅	入库-采购阶段
PPP	2016/06/03	长沙市雨花区道路品质提升工程项目（PPP 模式）	5	1 年	单独中标	
	2016/07/12	吉首市创建国家级和省级园林城市园林绿化建设二期工程 PPP 项目	5.96	建设期 2 年，运营期 13 年	单独中标	入库-执行阶段

	2016/08/17	海口市国兴大道等 5 条道路景观提升工程 PPP 项目	2.23	建设期 1 年,运营期 10 年	单独中标	入库-采购阶段
	2016/09/25	海口市主城区重要道路景观提升工程 PPP 项目	11.13		单独中标	入库-准备阶段
	2016/09/28	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	2.35	合作期限 10 年(含建设期 1 年)	单独中标	
	2016/11/18	漯河市沙澧河二期综合整治 PPP 项目	20.6	建设期 5 年,运营期 20 年	河南投资、安徽水利	入库-执行阶段
	2016/12/13	五龙河流域综合治理 PPP 项目	20	建设期 3 年、运营期	独立中标	入库-执行阶段
	2016/12/30	五华县犁滩片区基础设施建设工程 PPP 项目	3.7	建设期 2 年,运营期 10 年	广东珠荣、四川、梅州市政建设	
	2016/4/29	梅州市城市基础设施建设项目及生态城镇战略合作框架协议	100		单独中标	
特色小镇	2016/10/13	奉化市阳光海湾“特色小镇”项目 (PPP) (投资意向函)	30	建设期 2 年,试运营期 3 年,特许经营期 15 年	单独中标	
	2017/1/10	广州市花都区特色小镇建设合作框架协议			单独中标	
	2017/3/1	蓬莱葡萄酒特色小镇项目	20		单独中标	
EPC	2016/07/17	白云区南湖公园建设项目总承包 (设计与施工)	5.62	2 年	成都市青羊区建筑公司	
	2016/11/22	广东中山翠亨湿地公园工程 EPC 总承包项目	3.35	1 年	单独中标	
	2016/11/24	始兴县城市绿地系统建设工程设计施工总承包项目	4.22		单独中标	

资料来源: wind、招商证券

考虑到, PPP 项目金额较大, 资金需求相对更多, 公司需要充足的资金保障项目的落地。公司融资渠道多元, 上市以来先后采用过定增、发债、借款等直接或间接方式进行融资。截至 2016 年三季度, 公司在手货币现金 15.85 亿元; 2017 年 3 月 8 日, 公司超短期融资券成功注册, 金额为 20 亿元, 3 月 15 日已成功发行 7 亿元, 期限 270 天, 发行利率为 5.99%; 另外, 考虑到公司非公开增发 12 月份已获审核通过, 目前正处等待批文阶段, 预计将很快完成, 总金额达 9.95 亿元, 也将有效提升公司的资金实力。公司在手资金较为充足, 多元化融资渠道将为项目的落地提供坚实的后盾。

表 4: 目前公司融资渠道多元, 在手资金充足

资金来源	资金金额 (亿元)
在手现金	15.85
超短融	20 (7)

资金来源	资金金额 (亿元)
定增	9.95

资料来源: wind、招商证券。注: 在手资金截至 2016Q3

三、特色小镇是未来发展方向

按照 2016 年 7 月发布的《住建部、发改委、财政部关于开展特色小镇培育工作的通知》，特色小镇应具有特色鲜明、产业发展、绿色生态、美丽宜居的特征，并没有直接说明“特色小镇”的定义。2016 年 10 月，国家发改委又将“特色小镇”的概念扩展为“特色小(城)镇”，指出特色小(城)镇包括特色小镇、小城镇两种形态。特色小镇主要指聚焦特色产业和新兴产业，集聚发展要素，不同于行政建制镇和产业园区的创新创业平台，比如浙江的云栖特色小镇和杭州玉皇山南基金特色小镇；特色小城镇是指以传统行政区划为单元，特色产业鲜明、具有一定人口和经济规模的建制镇。

表 5: 特色小镇和特色小城镇的对比

	特色小镇	特色小城镇
概念	主要指聚焦特色产业和新兴产业，集聚发展要素，不同于行政建制镇和产业园区的创新创业平台；相对独立于市区，具有明确产业定位、文化内涵、旅游和一定社区功能的发展空间平台，区别于行政区划单元和产业园区。	指以传统行政区划为单元，特色产业鲜明、具有一定人口和经济规模的建制镇。一般指城乡地域中地理位置重要、资源优势独特、经济规模较大、产业相对集中、建筑特色明显、地域特征突出、历史文化保存相对完整的乡镇。
主管单位	国家发改委	住建部
提出背景	经济转型升级、城乡统筹发展、供给侧改革	新型城镇化、新农村建设
面积	规划面积控制在 3km ² (建设面积控制在 1km ²)	整个镇区 (一般为 20km ²)
产业类型	信息技术、节能环保、健康养生、时尚、金融、现代制造、历史经典、商贸物流、农林牧渔、创新创业、能源化工、旅游、生物医药、文体教	商贸流通型、工业发展型、农业服务型、旅游发展型、历史文化型、民族聚居型等
建设模式	政府引导、企业主体、市场化运作	政府资金支持、统筹城乡一体化、规划引领建设

资料来源: 特色小镇网、招商证券

图 9: 浙江云栖特色小镇



资料来源: 公开信息、招商证券

图 10: 杭州玉皇山南基金特色小镇



资料来源: 公开信息、招商证券

特色小镇首先由时任浙江省省长李强提出(其在 2004 年 10 月开始担任浙江省秘书长，2011 年开始兼任浙江省委副书记、政法委书记，2013 年至 2016 年 6 月兼任浙江省省长，目前为十八届中央候补委员、江苏省委书记、省人大常委会委员)，2014 年 10 月，

其到访杭州西湖区的云栖小镇，提出特色小镇的概念，随后被迅速推广。2015年初，“加快规划建设一批特色小镇”被列入浙江省政府2015年重点工作，浙江省特色小镇的规划被正式提上日程，此后，浙江省各地积极挖掘自身产业，开展特色小镇的建设。

图 11：特色小镇发展历程



资料来源：公开信息、招商证券

1、发展特色小镇，契合供给侧改革和新型城镇化

特色小镇作为加快建设新型城镇化的重要突破口和推进供给侧改革的重要平台。新型城镇化是以城乡统筹、城乡一体、产业互动、节约集约、生态宜居、和谐发展等基本特征的城镇化，是大中小城市、小城镇、新型农村社区协调发展、互促共进的城镇化，十八大提出把推进新型城镇化作为今后十年经济发展的重大战略举措。供给侧改革作为国家发展战略，涉及多个方面，改革对象涵盖企业、政府产品及服务等，要求用改革的方法推进经济结构调整、减少无效和低端供给，扩大有效及中高端供给，化解过剩产能，发展战略性新兴产业和现代服务业，加快培育新的发展动能，改造提升传统动能。支持特色小镇的发展，是推进经济转型升级，加快供给侧改革的一项重要举措。

- 1) 特色小镇内产业具有特色，并高度集聚，包括信息产业、旅游产业等新兴现代产业。镇内生产力布局优化，能有效破解空间资源瓶颈，此外，生态环境良好。瑞士的达沃斯小镇、美国的格林威治对冲基金小镇等，都是优秀特色的小镇代表。
- 2) 特色小镇减少无效供给，提升有效供给。以前，很多地方产业发展无序，盲目上很多项目，造成资源浪费以及产业重叠，且没有形成自身的特色产业。特色小镇的提出，能有效结合当地的资源、文化、人文等多方面情况，发展符合自身的特色产业，一方面减少了原有的无效供给，另一方面增加了有效供给，提升了发展效率。
- 3) 特色小镇符合新型城镇化发展的方向。目前，经济发展已达到一定的高度，多地城市化进程已取得一定的成就，“大城市病”已经出现，部分地区逆城市化现象开始显现，建立特色小镇，实现生产、生活、生态的融合，符合新型城镇化发展的方向。

2、中央高度重视，政策频繁出台

2015年，习主席考察浙江时，对特色小镇大加赞许，2016年中央经济工作会议上，习主席也对特色小镇重点提及，2017年政府工作报告中明确提出，“扎实推进新型城镇化，支持中小城市和特色小城镇发展”，这也是特色小镇首次写入政府工作报告。2016年7月20日，住房和城乡建设部、发改委、财政部联合下发《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，引领带动全国小城镇建设”；2016 年 10 月 14 日，住建部公布了第一批 127 个中国特色小镇名单；2016 年 10 月与 2017 年 1 月，住建部分别与农发行、国开行等政策性银行签署合作协议，将给特色小镇建设提供政策性金融支持，国家对特色小镇发展路径的规划已逐渐清晰。

表 6: 中央对特色小镇建设的高度重视，出台了多方面政策

发布时间	部门	政策文件或重要会议	主要内容
2015 年 11 月	国务院	《关于积极发挥新消费引领作用加快培育形成新供给新动力的指导意见》	发挥小城镇连接城乡、辐射农村的作用，提升产业、文化、旅游和社区服务功能，增强商品和要素集散能力。鼓励有条件的地区规划建设特色小镇。
2016 年 1 月	中共中央、国务院	《关于落实发展新理念加快农业现代化实现全面小康目标的若干意见》	引导和支持社会资本开发农民参与度高、受益面广休闲旅游项目。加强乡村生态环境和文化遗存保护，发展具有历史记忆、地域特点、民族风情的特色小镇，建设一村一品、一村一景、一村一韵的魅力村庄和宜游宜养的森林景区。
2016 年 3 月	全国两会	《国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》	提出加快发展中小城市和特色镇，因地制宜发展特色鲜明、产城融合、充满魅力的小城镇。
2016 年 7 月	住房城乡建设部、发展改革委、财政部	《关于开展特色小镇培育工作的通知》	提出到 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，约占全国建制镇的 5%。
2016 年 8 月	改革委、财政部	《关于做好 2016 年特色小镇推荐工作的通知》	要求全国 32 个省市区推荐上报特色小镇
2016 年 10 月	住建部	公布第一批中国特色小镇名单	北京市房山区长沟镇等 127 个镇为第一批中国特色小镇
2016 年 10 月	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》	对特色小镇进行定义，特色小镇和小城镇相得益彰、互为支撑。发展特色小镇旨在促进大中小城市和小城镇协调发展，充分发挥城镇化对新农村建设的辐射带动作用。
2016 年 10 月	住建部、农发行	《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》	进一步明确特色小（城）镇建设重要意义，提供金融政策支持
2016 年 10 月	国家发改委	《关于印发〈全国农村经济发展“十三五”规划〉的通知》	提出坚持走中国特色新型城镇化道路，加快发展中小城市，有重点、有特色地发展小城镇，积极培育一批特色鲜明、产业发展、绿色生态、美丽宜居的特色小镇
2017 年 1 月	住建部、国家开发银行	《住房城乡建设部 国家开发银行关于推进开发性金融支持小城镇建设的通知》	探索创新小城镇建设运营及投融资模式，对特色小镇建设提供金融等支持

资料来源：公开信息、招商证券

自 2015 年 4 月至今，各地方政府不断出台了政策对特色小镇建设进行了规划，并初步设定了建设目标，同时出台了配套政策支持建设的推进。目前，浙江、贵州、北京、上海、福建、陕西、广东、天津、重庆、甘肃、江苏、四川等地已出台相关政策，预计会有更多的地区出台政策推动特色小镇的建设。

表 7: 全国多个省市出台政策推进特色小镇建设

区域	发布时间	部门	政策文件或重要会议	主要内容
浙江	2015 年 4 月	浙江省人民政府	《关于加快特色小镇规划建设的指导意见》	正式确立以特色小镇作为近期工作抓手的施政新思路,对特色小镇的创建程序、政策措施等做出了规划,提出重点培育和规划建设 100 个左右的特色小镇
	2016 年 3 月	浙江省人民政府	《关于高质量加快推进特色小镇建设的通知》	对在全省具有示范性的特色小镇,省给予一定的用地指标奖励
北京	2016 年 6 月	北京市政府	《北京市“十三五”时期城乡一体化发展规划》	提出“十三五”期间,北京将在原有 42 个重点小城镇的基础上,结合各小镇不同区位条件,规划建设一批功能性特色小镇。
福建	2016 年 6 月	福建省政府	《福建省人民政府关于开展特色小镇规划建设的指导意见》	提出务实、分批推进特色小镇规划建设,力争通过 3~5 年的培育创建,建成一批产业特色鲜明、体制机制创新的特色小镇。
广东	2016 年 7 月	广东省政府	全省特色小镇建设工作现场会	提出到 2020 年将建成约 100 个省级特色小镇,特色小镇的产业发展水平、创新发展能力、吸纳就业能力和辐射带动能力显著提高,成为新的经济增长点。
	2016 年 7 月	广东省政府	《关于加快特色小镇规划建设的实施意见》	计划先期创建 30 个市级特色小镇,为其提供用地扶持、资金扶持、产业扶持和人才支持。
天津	2016 年 7 月	天津市政府	《天津市特色小镇规划建设推动方案》	提出到 2020 年,天津市将创建 10 个市级实力小镇、20 个市级特色小镇,在现代产业、民俗文化、生态旅游、商业贸易、自主创新等方面竞相展现特色,建设成一镇一韵、一镇一品、一镇一特色的实力小镇、特色小镇、花园小镇。
江苏	2016 年 9 月	江苏省委	江苏省委十二届十二次全会	提出 2020 年前,力争形成 100 个左右特色鲜明的“特色小镇”和 100 个左右富有活力的重点中心镇,小城镇的环境面貌普遍改善。
山东	2016 年 9 月	山东省政府	《山东省创建特色小镇实施方案》	提出到 2020 年,创建 100 个左右产业上“特而强”、机制上“新而活”、功能上“聚而合”、形态上“精而美”的特色小镇,成为创新创业高地、产业投资洼地、休闲养生福地、观光旅游胜地,打造区域经济新的增长极。
四川	2017 年 2 月	四川省政府	《“十三五”特色小镇发展规划》	提出在 2016-2020 年规划期内,要大力培育发展 200 个左右类型多样、充满活力、富有魅力的特色小镇。特色小镇分为旅游休闲型、现代农业型、商贸物流型、加工制造型、文化创意型和科技教育型六大类。

资料来源:公开信息、招商证券

3、到 2020 年,特色小镇总投资将达 6.5 万亿元

2016 年 10 月,住建部公布了第一批 127 个中国特色小镇名单,其中浙江省数量最多达 8 个,其次山东、江苏、四川有 7 个,广东 6 个,西藏自治区、青海省、宁夏回族自治区有 2 个,新疆生产建设兵团有 1 个。

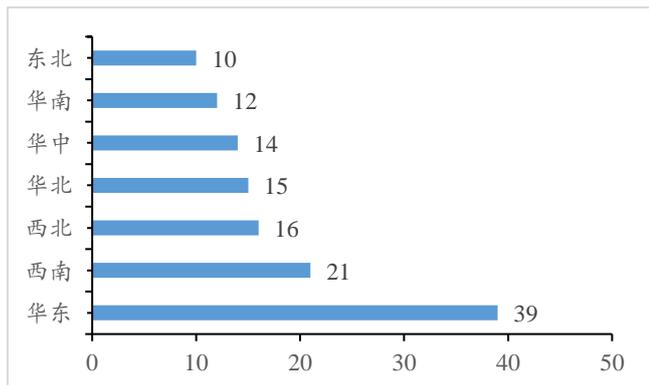
图 12: 第一批 127 个特色小镇在全国的分布



资料来源: 招商证券

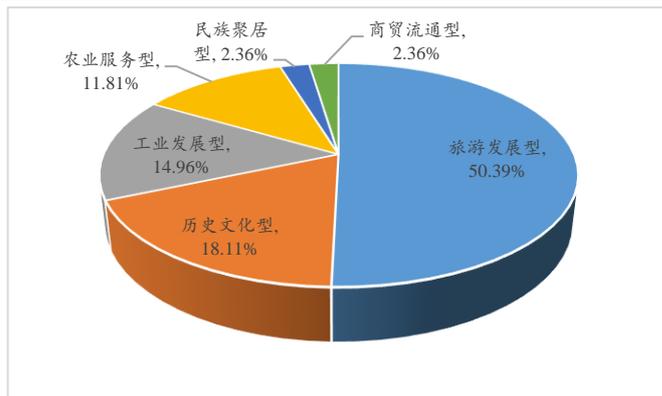
我们从地理、功能等方面对 127 个特色小镇进行分析, 其中 39 个特色小镇分布在华东地区, 西南占据 21 个, 西北占据 16 个, 华北占据 15 个, 东北地区最少仅有 10 个; 而从功能性来看, 一半左右的特色小镇是旅游发展型的, 历史文化型和工业发展型分别占据 18.11%和 14.96%, 可见旅游仍是目前特色小镇的重要发展方向。

图 13: 第一批特色小镇项目地区分布情况



资料来源: 住建部、招商证券

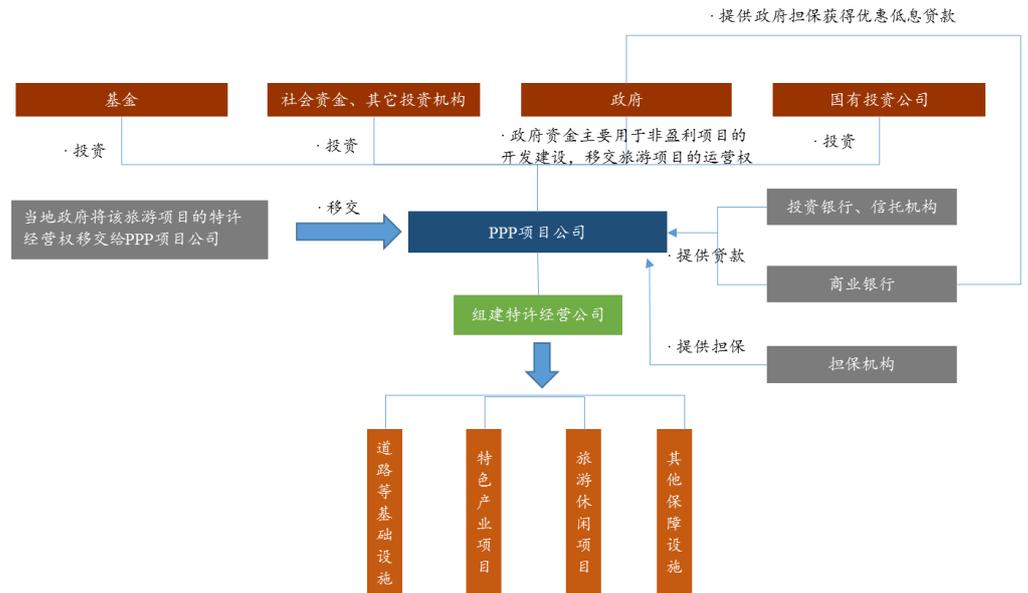
图 14: 第一批特色小镇主要功能分类情况



资料来源: 《大数据眼中的 127 个特色小镇》、招商证券

考虑到部分特色小镇当地财政收入有限, 支柱产业发展不清晰, 为了打造特色产业, 需要较大的投资, 因此, 引入社会资本将是一个必然的选择, PPP 模式将成为一个较为普遍的应用方式。

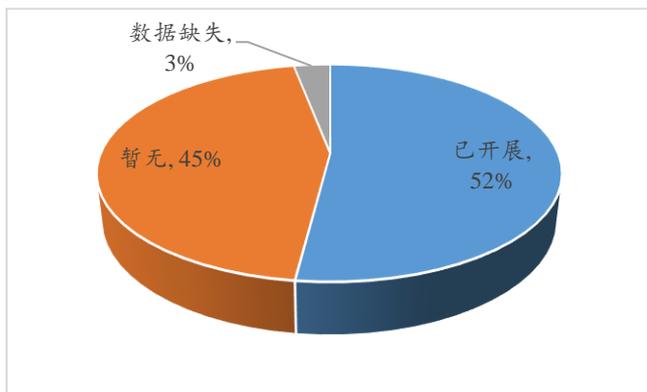
图 15: 特色小镇 PPP 模式



资料来源:《PPP 模式下的"特色小镇"》、招商证券

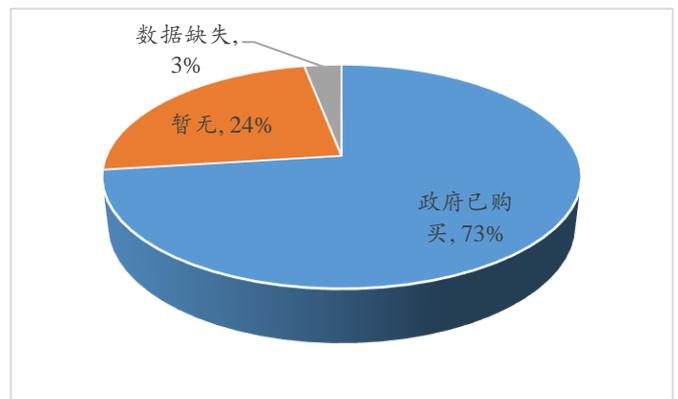
据统计,第一批 127 个特色小镇中,有 52%的小镇开展了 PPP 项目,有 73%的小镇政府已购买了市场化服务。可以看出,已经有较多的特色小镇开始采用 PPP 模式开展建设,相信未来将有更多的小镇采用该模式投资项目。

图 16: 第一批特色小镇 PPP 项目情况



资料来源:《大数据眼中的 127 个特色小镇》、招商证券

图 17: 第一批特色小镇购买市场化项目情况



资料来源:《大数据眼中的 127 个特色小镇》、招商证券

2016 年 10 月与 2017 年 1 月,住建部分别与农发行、国开行等政策性银行签署合作协议;2017 年 2 月 8 日,国家发改委联合国家开发银行发布了《关于开发性金融支持特色小(城)镇建设促进脱贫攻坚的意见》,将充分发挥开发性金融作用,给特色小镇建设提供政策性金融支持,对标口行对一带一路的支持,融资利率在 3 个百分点左右,我们认为农发行、国开行对特色小镇建设的融资利率也会较低,这样将加速特色小镇的建设和项目落地。

我们对第一批特色小镇中部分小镇投资情况进行统计,平均投资额达 65 亿元(浙江省规划每个特色小镇投资原则上不低于 50 亿元),按照住建部规划提出到 2020 年,培育 1000 个左右各具特色小镇,总投资将达 6.5 万亿元。根据统计小镇的基建投资占比来看,平均为 30%左右,到 2020 年特色小镇基建投资将近 2 万亿元。根据浙江省发改委

数据显示，2016 年前三季度 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%。

表 8: 部分特色小镇的投资情况

特色小镇	总投资 (亿元)	基建投资 (亿元)	小镇特色
江南药镇	51.50	11.50	中药材
杭州云栖小镇	12.00		互联网云计算
沃尔沃小镇	153.50		汽车
龙泉青瓷小镇	30.00		青瓷
酷玩小镇	110.00		体育旅游
艺尚小镇	45.00		服装
和合小镇	56.10	16.40	文化旅游

资料来源：公开信息、招商证券

4、特色小镇，袜业之乡一大唐镇

诸暨市大唐镇位于浙江省中部、杭州湾南翼，区位优势，交通便捷，杭金衢高速公路、浙赣铁路和沪昆高铁五线交汇于此，毗邻五泄国家 4A 级风景区，距杭州约 1 小时车程，距杭州萧山国际机场半小时车程。

图 18: 大唐镇区位优势，交通便捷



资料来源：百度地图、招商证券

大唐镇以袜业生产、设计和销售为特色，被誉为“中国袜业之乡”、“国际袜都”、“中国袜子名镇”。大唐镇 70% 的工业产值等来源于袜业，袜子产量占全球的 35% 和全国的 70%。截至 2016 年 6 月，已累计完成投资 25 亿元，入驻企业 495 家，全年接待游客近 24 万人次，预计到 2017 年，可实现产值 150 亿元，税收 3.6 亿元，年接待游客 30 万人次。

经过 30 年的发展，大唐镇袜子产业低、小、散的格局并未打破。小镇的企业多以小微企业为主，整个产业产能过剩严重，同质化、低价竞争相当激烈。当地提出了“重构袜业、重塑大唐”战略目标，以转型升级为主线，推进增长方式结构调整，从而达到“去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板”的目标，将大唐打造成为全球唯一的以袜子为图腾的一个特色小镇，力争成为全球最先进的袜业制造中心、最顶尖的袜业文化中心和全球唯一的袜业旅游目的地。

为了推进袜业转型升级，当地从多方面采取措施：

- **搭建创新平台：**投入 2 亿元，规划建设占地 1.2 万平方米的“袜业智库”，包括袜业研究院、袜业创意设计中心、新产品发布展示中心、O2O 电商平台、袜业博物馆等七大功能；
- **推进产业集聚：**大力推进海讯、圣凯两个两创企业集聚园建设以及 1 万平方米大学生创业园建设；
- **优化市场配套：**建成并启用了总投资 6.2 亿元的中国针织原料市场，进一步增强市场配套服务功能，一些世界知名袜子和原料企业，如美国杜邦、德国拜尔、日本伊藤忠等纷纷驻足大唐，有力推动了当地产业升级。

四、股价安全边际高，向上有空间

公司对于股价具有潜在的诉求。短期来看，公司正处于定增等待批文阶段，此次定增预计募集不超过 9.954 亿元，发行底价为 8.8 元/股，目前，股价仅比定增底价高 10% 左右，考虑到定增的顺利发行，我们预计股价向下空间不大，向上有潜在诉求。

表 9：此次定增情况

募集资金总额 (亿元)	发行底价 (元/股)	发行数量占发行前总股本比重	募集资金用途	目前股价	相对折价
9.954	8.8	8.21%	畲江园区服务配套项目及梅县区城市扩容提质工程 PPP 项目	9.43	93.32%

资料来源：wind、招商证券

长期来看，公司 2015 年 2 月 12 日非公开发行募集 14.10 亿元，锁定期 3 年，当时发行价格为 16.00 元/股，复权成本为 6.37 元/股，目前收益 50% 左右，考虑到 3 年的资金成本以及近几年的通胀因素，实际收益有限。此次定增中，董事长吴桂昌先生认购股份占总股本的 1.36%，前董事、总经理赖国传先生认购股份占总股本 2.27%；南京栖霞建设股份有限公司目前为公司第二大股东，认购股份占总股本的 1.82%；广东辉瑞投资有限公司认购股份占总股本的 4.54%，它的主要股东多为棕榈股份的高管；张辉认购股份占总股本的 2.27%，张辉为北京瑞华棕榈投资股份有限公司董事长兼总经理，持有其 50% 股份，其余股东赖国传先生和巫欲晓先生；而张春燕女士实际控制的上海敬润园林建设工程有限公司向公司提供过园林施工、设计、养护等服务；北京达德厚鑫投资管理有限公司法定代表人为万达集团董事王思聪；福建华兴润福投资合伙企业(有限合伙)和安徽安粮控股股份有限公司实际控制人分别为福建国资委和安徽国资委。对于整个定增情况来看，公司关联方或疑似关联方认购股份占整个定增数量的 76.60%。

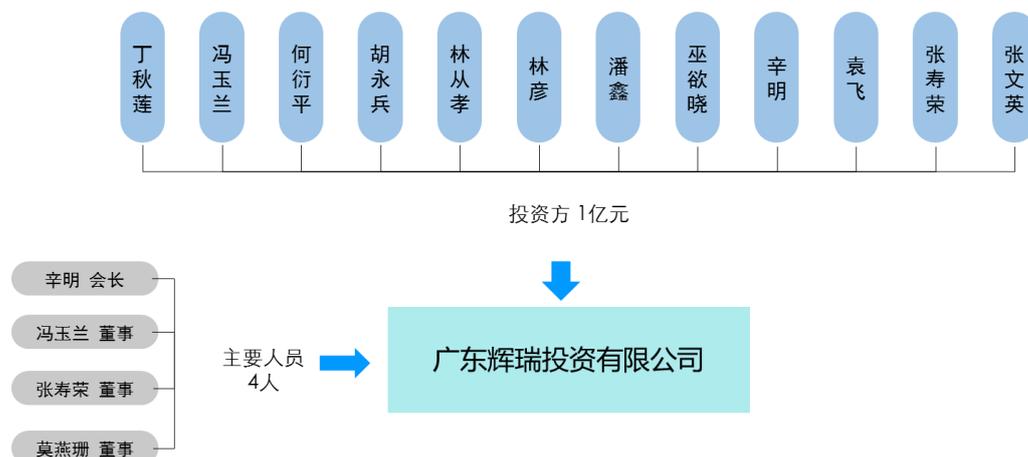
表 10：2018-2-13 定增解禁对象明细

股东名称	本次解禁股份数量(万股)	解禁市值(万元)	占总股本比重
广东辉瑞投资有限公司	6250.00	58937.50	4.54%
赖国传	3125.00	29468.75	2.27%
张辉	3125.00	29468.75	2.27%
南京栖霞建设股份有限公司	2500.00	23575.00	1.82%
吴桂昌	1875.00	17681.25	1.36%
福建华兴润福投资合伙企业(有限合伙)	1562.50	14734.38	1.13%
安徽安粮控股股份有限公司	1562.50	14734.38	1.13%
张春燕	1250.00	11787.50	0.91%

股东名称	本次解禁股份数量(万股)	解禁市值(万元)	占总股本比重
北京达德厚鑫投资管理有限公司	781.25	7367.19	0.57%

资料来源: wind、招商证券。注: 加粗对象为公司关联方或疑似关联方

图 19: 广东辉瑞投资有限公司主要股东情况



资料来源: 公开信息、招商证券

五、盈利预测

(一) 主要假设

- 施工进度符合预期, 我们根据项目施工周期对收入进行按项目进度确认, 比如 16 年上半年签订订单, 下半年开工, 2 年施工期, 当年预计能够确认 1/4 收入; 下半年签订订单, 2 年施工期, 17 年开工, 确认 50% 收入, 18 年确认 50% 收入;
- 公司业务调整完毕, 毛利净利恢复到正常水平, PPP 和 EPC 市政项目净利率约 10% 左右, 其他市政项目净利率 8% 左右, 地产园林业务净利率 5% 左右;
- 16 年 12 月底收购的新中源 45% 的股权, 15 年净利润 7475 万元, 假设每年 20% 左右的增长, 17 年预计实现 1.08 亿元净利润, 公司合并利润预计约 0.48 亿元;
- 未来公司会加大市政以及 PPP 的投入, 地产和 EPC 业务保持平稳增长。

(二) 具体业务拆分

不考虑新中源业绩贡献, 我们根据公司目前签订的订单施工进度来进行盈利预测, 其中市政业务包括 PPP、传统 EPC 及其他业务, 17 年预计实现净利润 5.76 亿元, 地产园林业务预计实现净利润 1.25 亿元, 合计实现 7.01 亿元净利润; 18 年预计实现净利润 10.26 亿元; 若考虑新中源, 则 17/18 年净利润达 7.5 亿、12.4 亿元, 对应 17/18 年 PE 为 18.6、11.3 倍。

表 11: 不考虑外延并购并表的盈利预测简表

类型	17 年预计确认收入 (亿元)	净利率	17 年预计确认利润 (亿元)	
市政业务	PPP	38.39	10%	3.84
	EPC	7.25	10%	0.73
	其他	15	8%	1.20
地产园林	25	5%	1.25	
合计	85.95		7.01	

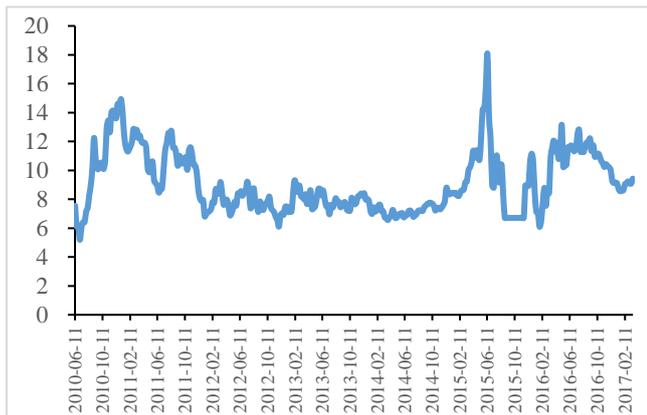
资料来源: 招商证券

表 12: 不考虑外延并购并表的盈利预测简表

类型	18 年预计确认收入 (亿元)	净利率	18 年预计确认利润 (亿元)	
市政业务	PPP	72.17	10%	7.22
	EPC	5.94	10%	0.59
	其他	15	8%	1.20
地产园林	25	5%	1.25	
合计	118.11		10.26	

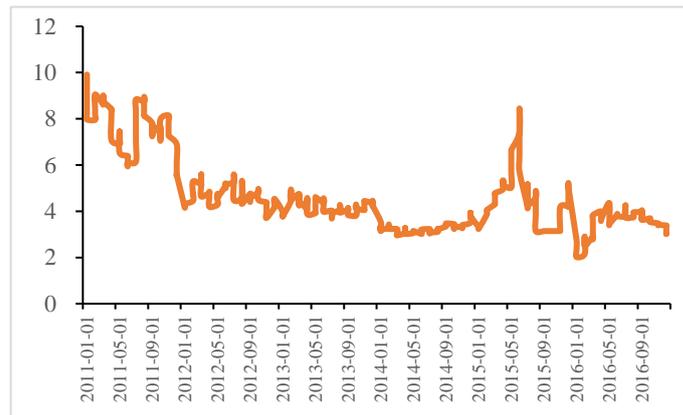
资料来源: 招商证券

图 20: 公司目前股价处于历史较低位



资料来源: wind、招商证券

图 21: 公司目前 PB 处于历史较低位



资料来源: wind、招商证券

六、风险提示

经济增长不及预期; 市政投资不及预期; 回款风险。

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	7709	9835	9623	15769	21758
现金	663	1598	2403	638	889
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	120	115	102	223	308
应收款项	1867	2268	1996	4375	6035
其它应收款	199	222	197	433	597
存货	4829	5095	4449	9060	12495
其他	30	537	476	1040	1435
非流动资产	1653	2410	2341	2280	2224
长期股权投资	723	255	255	255	255
固定资产	537	496	459	424	391
无形资产	48	211	190	171	154
其他	344	1446	1437	1430	1424
资产总计	9362	12245	11964	18049	23982
流动负债	4858	4779	3490	8890	13863
短期借款	716	690	0	2153	4707
应付账款	2831	2658	2325	4734	6530
预收账款	406	319	279	569	785
其他	904	1111	885	1433	1842
长期负债	1459	3153	3153	3153	3153
长期借款	660	1367	1367	1367	1367
其他	800	1786	1786	1786	1786
负债合计	6317	7932	6642	12043	17016
股本	461	551	1377	1377	1377
资本公积金	947	2322	2389	2389	2389
留存收益	1531	1281	1401	2116	3126
少数股东权益	106	160	155	124	74
归属于母公司所有者权益	2939	4153	5167	5882	6892
负债及权益合计	9362	12245	11964	18049	23982

现金流量表

单位: 百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	(264)	(669)	830	(3760)	(1808)
净利润	428	(211)	120	751	1236
折旧摊销	56	68	71	64	57
财务费用	141	139	108	151	299
投资收益	(40)	254	(30)	(30)	(30)
营运资金变动	(856)	(913)	571	(4692)	(3338)
其它	8	(5)	(10)	(4)	(32)
投资活动现金流	(268)	(1138)	(1)	(1)	(1)
资本支出	(41)	(23)	(1)	(1)	(1)
其他投资	(227)	(1116)	0	0	0
筹资活动现金流	434	2768	(25)	1996	2060
借款变动	778	913	(840)	2153	2553
普通股增加	0	90	826	0	0
资本公积增加	(28)	1375	68	0	0
股利分配	(230)	(230)	0	(36)	(225)
其他	(85)	620	(78)	(121)	(269)
现金净增加额	(98)	960	805	(1765)	250

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	5007	4401	3906	8563	11810
营业成本	3826	3640	3183	6482	8941
营业税金及附加	152	115	102	224	308
营业费用	50	34	35	77	106
管理费用	297	326	293	634	909
财务费用	126	111	108	151	299
资产减值损失	74	116	80	90	100
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	40	(254)	30	30	30
营业利润	523	(194)	134	935	1177
营业外收入	16	11	11	11	11
营业外支出	4	3	3	3	3
利润总额	535	(186)	142	943	1185
所得税	86	16	27	223	0
净利润	448	(203)	115	720	1185
少数股东损益	20	9	(5)	(31)	(50)
归属于母公司净利润	428	(211)	120	751	1236
EPS (元)	0.93	(0.38)	0.09	0.55	0.90

主要财务比率

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
年成长率					
营业收入	17%	-12%	-11%	119%	38%
营业利润	10%	-137%	-169%	596%	26%
净利润	7%	-149%	-157%	527%	65%
获利能力					
毛利率	23.6%	17.3%	18.5%	24.3%	24.3%
净利率	8.6%	-4.8%	3.1%	8.8%	10.5%
ROE	14.6%	-5.1%	2.3%	12.8%	17.9%
ROIC	11.6%	-1.0%	2.7%	8.6%	11.3%
偿债能力					
资产负债率	67.5%	64.8%	55.5%	66.7%	71.0%
净负债比率	16.6%	18.0%	11.4%	19.5%	25.3%
流动比率	1.6	2.1	2.8	1.8	1.6
速动比率	0.6	1.0	1.5	0.8	0.7
营运能力					
资产周转率	0.5	0.4	0.3	0.5	0.5
存货周转率	0.9	0.7	0.7	1.0	0.8
应收帐款周转率	3.1	2.1	1.8	2.7	2.3
应付帐款周转率	1.6	1.3	1.3	1.8	1.6
每股资料 (元)					
每股收益	0.93	-0.38	0.09	0.55	0.90
每股经营现金	-0.57	-1.21	0.60	-2.73	-1.31
每股净资产	6.38	7.54	3.75	4.27	5.01
每股股利	0.50	0.00	0.03	0.16	0.27
估值比率					
PE	10.9	-26.4	116.4	18.6	11.3
PB	1.6	1.3	2.7	2.4	2.0
EV/EBITDA	8.6	-143.4	18.9	5.2	3.9

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

卢平：毕业于中国人民大学，经济学博士。五年会计从业经验，十二年证券从业经验。

王彬鹏，上海财经大学数量经济学硕士，2015年7月加入招商证券，从事建筑工程行业研究。

李富华，上海交通大学产业经济学硕士，2016年4月加入招商证券，从事建筑工程行业研究。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。