

强烈推荐-A (维持)

棕榈股份 002431.SZ

目标估值: 15.2 元

当前股价: 10.1 元

2017 年 03 月 22 日

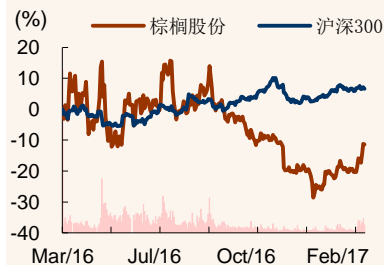
先发优势助力, 再获特色小镇项目

基础数据

上证综指	3245
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)	91
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	9	-12	-7
相对表现	10	-18	-14



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《棕榈股份 (002431) —三年磨一剑, 再起航特色小镇第一股》2017-03-21
- 2、《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
- 3、《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

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

事件:

公司公告, 近日收到与山东蓬莱市人民政府签署的《葡萄酒特色小镇项目合作协议书》, 拟在蓬莱市刘家沟镇范围内整体打造约 10 平方公里葡萄酒特色小镇, 整体投资估算为 20 亿元。

评论:

1、特色小镇项目再添生力军, 先发优势加速项目落地

公司此次签订的合作协议占 16 年营收的 51.20%, 建设内容包括酒庄、商业地产、乡村旅游、葡萄酒旅游、葡萄酒博物馆、体育、健康养老、文化影视传媒基地等相关产业, 采用 EPC、PPP 等模式建设。公司将承担本次合作范围内的规划设计、投融资、建设、运营管理和维护, 区域内及其他甲方授权区域内的土地开发, 环境整体优化提升和保护、旅游开发、项目运营、相关产业的延伸及业态导入业务等。

这是继广东梅州雁洋客家小镇、奉化市阳光海湾“特色小镇”等项目之后, 公司的又一特色小镇力作, 该项目与梅州项目同是国家首批 127 个特色小镇项目之一; 凭借公司多年积淀, 我们认为后续将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。

2、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。

3、特色小镇契合供给侧改革和新型城镇化战略, 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。

4、订单充足保障业绩增长, 特色小镇先发优势明显, 维持“强烈推荐-A”评级

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; 目前股价安全边际高, 潜在诉求强, 我们预计 17、18 年公司 EPS 分别为 0.55 元/股、0.90 元/股, 对应 PE 为 18.5 和 11.3 倍, 一期目标价 15.2 元, 维持“强烈推荐-A”评级。

5、风险提示: PPP 项目推进不及预期, 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
<b>流动资产</b>	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
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	<b>9362</b>	<b>12245</b>	<b>11964</b>	<b>18049</b>	<b>23982</b>
<b>流动负债</b>	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
<b>长期负债</b>	1459	3153	3153	3153	3153
长期借款	660	1367	1367	1367	1367
其他	800	1786	1786	1786	1786
<b>负债合计</b>	<b>6317</b>	<b>7932</b>	<b>6642</b>	<b>12043</b>	<b>17016</b>
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
<b>负债及权益合计</b>	<b>9362</b>	<b>12245</b>	<b>11964</b>	<b>18049</b>	<b>23982</b>

现金流量表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>经营活动现金流</b>	(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)
<b>投资活动现金流</b>	(268)	(1138)	(1)	(1)	(1)
资本支出	(41)	(23)	(1)	(1)	(1)
其他投资	(227)	(1116)	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	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)
<b>现金净增加额</b>	<b>(98)</b>	<b>960</b>	<b>805</b>	<b>(1765)</b>	<b>250</b>

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
<b>营业收入</b>	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
<b>营业利润</b>	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
<b>利润总额</b>	535	(186)	142	943	1185
所得税	86	16	27	223	0
<b>净利润</b>	448	(203)	115	720	1185
少数股东损益	20	9	(5)	(31)	(50)
<b>归属于母公司净利润</b>	428	(211)	120	751	1236
<b>EPS (元)</b>	0.93	(0.38)	0.09	0.55	0.90

主要财务比率

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>年成长率</b>					
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%
<b>获利能力</b>					
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%
<b>偿债能力</b>					
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
<b>营运能力</b>					
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
<b>每股资料 (元)</b>					
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
<b>估值比率</b>					
PE	10.9	-26.3	116.1	18.5	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。