

棕榈股份(002431)/园林工程

特色小镇龙头，盈利有望迎强势复苏

评级：买入(首次)

市场价格：10.34元

目标价格：13.65元

分析师：夏天

执业证书编号：S0740517010001

电话：021-20315190

Email: xiatian@r.qlzq.com.cn

联系人：焦俊

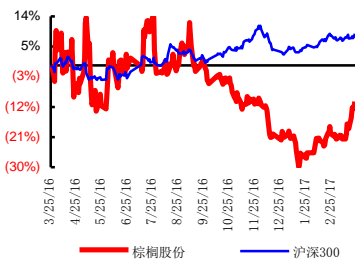
电话：0755-23819310

Email: jiaojun@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,377
流通股本(百万股)	904
市价(元)	10.34
市值(百万元)	14,238
流通市值(百万元)	9,343

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	5,006.94	4,400.51	3,906.00	5,521.00	7,525.00
增长率 yoy%	16.51%	-12.11%	-11.24%	41.35%	36.30%
净利润	428.13	-211.46	119.86	531.20	739.65
增长率 yoy%	7.37%	-149.39%	156.68%	343.19%	39.24%
每股收益(元)	0.93	-0.38	0.09	0.39	0.54
每股现金流量	-0.57	-1.21	0.94	-0.27	-0.40
净资产收益率	14.48%	-5.11%	2.82%	11.09%	13.38%
P/E	22.72	—	118.77	26.80	19.25
P/B	3.29	3.57	3.34	2.97	2.58

备注：

投资要点

事项：1、3月23日公司与蓬莱政府签署《葡萄酒特色小镇项目合作协议书》，预计投资总额约为20亿人民币。2、3月25日公司中标“梅县区雁洋镇特色小镇”项目，采购项目预算金额约为46亿人民币。

■ 特色小镇龙头地位凸显，公司连获特色小镇大额订单，订单逐步验证公司拿单优势。16年至今新签订单达130亿，订单饱满17年业绩有保障。订单结构向市政倾斜，切入市政领域初见成效。今年以来公司接连签订、中标两单“特色小镇”项目，投资金额总计65.9亿元，占17年新签订单总额的77%（包括框架协议）。“特色小镇”订单正在加速落地，趋势强劲。公司先发优势明显，“特色小镇”龙头地位凸显：公司早在14年开始介入“特色小镇”业务，目前已有多个标杆工程（例如：浔龙河、云漫湖项目），未来伴随“特色小镇”市场的逐步拓展，公司有望深度受益。16年至今公司合计新签订单130.06亿（不含框架），其中入库PPP订单70.97亿（占新签订单总额54.7%），16年至今新签订单与营收之比达1.89。此外，公司累计签订各类框架协议达251亿，后续有望持续转化为可执行订单。从订单的交易方分析，公告订单均为市政类项目，市政类订单占比大幅上升。

■ “特色小镇”市场空间预计可达三万亿，新兴蓝海亟待拓展。三部委联合发布的《关于开展特色小镇培育工作的若干意见》中，明确提出要在2020年培育出1000个左右特色小镇，引领带动全国小城镇建设。按照已经落地的特色小镇订单来看，国家级特色小镇单个投资规模在20-50亿之间，省级特色小镇规模在10-30亿之间。保守估计，1000个国家级特色小镇将会带动相关投资约2万亿，1000个省级特色小镇（按照与国家级特色小镇数目1:1推算）将会带动投资约1万亿，未来5年伴随特色小镇的推广将会带来近3万亿的投资额。

■ 经历了两年低谷后，17年公司业绩有望迎来强劲复苏。公司15年亏损主要因为：（1）地产园林景气程度下滑导致15年毛利率下滑6.33pct（14/15毛利率分别为23.59%/17.29%）。（2）贝尔高林收购导致投资亏损（2.64亿损失计入当期损益）。（3）15年应收账款计提较14年增加0.42亿。16年全年营收39.06亿，同比下滑11.24%；归母净利润1.20亿，同比增长15.653%。在地产园林毛利率仍然较低情况下，16年业绩扭亏为盈主要因为收购贝尔高林产生的负面影响已消除。公司PPP订单多集中在16年11-12月份中标，17年将会进行产值确认，向上弹性较大，业绩有望迎来强势复苏。此外，已参股的“新中源”及已收购的“贝尔高林”预计将贡献1亿左右的净利润。

■ 内生外延并举打通产业链，利用产业及先发优势积极拓展“特色小镇”模式，17年有望全面发力。公司通过内生与外延打通“设计+建造+运营”的各个环节：（1）设计：15年收购高端设计品牌“贝尔高林国际”，全方位提升公司整体设计能力，与国际接轨。（2）建造：公司有20年的高端地产园林建造经验，“特色小镇”园林施工方式与高端地产园林较为相似，可充分利用原有优势拓展新兴业务。此外公司参股“新中源”建设公司45%股权，补齐市政施工能力，使产业链更加完善。（3）运营：生态城镇项目实现效益需要一定周期，公司项目多为15年底至16年初完成建设，17年多数项目将会盈利或达到盈亏平衡。（4）产业内容：积极布局优质IP资源，为打造“特色小镇”储备内容标的。目前已成功参股英超球队“西布朗”。

■ 风险提示：PPP推进不达预期的风险，应收账款回款的风险。

- **盈利预测、估值与投资建议：**我们预测 16/17/18 年公司归母净利润分别为 1.20/5.31/7.40 亿元, EPS0.09/0.39/0.54 元（考虑增发摊薄），16-18 年 CAGR 为 148%，当前股价对应 PE 分别为 119/27/19 倍，考虑到棕榈股份未来高成长的潜力，我们给予目标价 13.65 元（对应 17 年 PE35 倍），买入评级。

图表 1：15 年至今公司订单及框架协议列表

公告日期	项目名称	金额（亿）
2015/5/5	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
2015/5/5	漯河市沙澧河开发二期工程 PPP 模式战略合作框架协议	40
2015/5/15	保定市生态景观及基础设施建设战略合作协议	20
2015/7/13	吉首市项目建设战略合作框架协议	20
2015/10/15	江油市人民政府签署战略合作框架协议	20
2015/11/10	时光太湖项目战略合作框架协议	40
2015/11/25	畚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
2016/3/12	芜湖县旅游生态景观及基础设施建设战略合作框架协议	15
2016/4/5	淮安市淮安区盐晶堡文旅开发 PPP 项目战略合作框架协议	16
2016/4/29	梅州市城市基础设施建设项目及生态城镇建设战略合作框架协议	100
2016/6/6	雨花区道路品质提升工程项目（PPP 模式）	5
2016/6/14	赣州市人民政府与棕榈股份、幸福时代关于打造时光赣州、乡愁赣州、三江口环境改造项目的战略合作框架协议	42.5
2016/7/15	烟台市福山区人民政府签署战略合作框架协议	50
2016/7/18	白云区南湖公园建设项目总承包（设计与施工）	5.62
2016/8/17	海口市国兴大道等 5 条道路景观提升工程 PPP 项目	2.23
2016/9/26	海口市主城区重要道路景观提升工程 PPP 项目	11.13
2016/10/10	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
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 项目社会资本采购	2.35
2016/11/15	生态城镇发展股份有限公司、山东科达集团有限公司战略合作框架协议	40
2016/11/23	广东中山翠亨湿地公园工程 EPC 总承包项目	3.35

2016/11/25	始兴县城市绿地系统建设工程设计、施工总承包项目	4.22
2016/11/29	漯河市沙澧河二期综合整治 PPP 项目	20.6
2016/12/30	五华县犁滩片区基础设施建设工程 PPP 项目	3.7
2017/2/6	五龙河流域综合治理 PPP 项目	20
2017/3/22	与蓬莱市人民政府签署葡萄酒特色小镇项目合作协议书	20
2017/3/24	梅县区雁洋镇特色小镇建设工程项目融资、勘察、设计、施工一体化服务项目	45.9

来源：中泰证券研究所

图表 2：公司三表
损益表 (人民币亿元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	43	50	44	39	55	75
增长率	34.59%	16.5%	-12.1%	-11.2%	41.3%	36.3%
营业成本	-33	-38	-36	-33	-43	-59
% 销售收入	76.6%	76.4%	82.7%	83.3%	78.0%	77.8%
毛利	10	12	8	7	12	17
% 销售收入	23.4%	23.6%	17.3%	16.7%	22.0%	22.2%
营业税金及附加	-1	-2	-1	-1	-1	-2
% 销售收入	3.4%	3.0%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%
营业费用	0	0	0	0	0	-1
% 销售收入	0.9%	1.0%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
管理费用	-3	-3	-3	0	-1	-1
% 销售收入	6.2%	5.9%	7.4%	1.2%	1.2%	1.2%
息税前利润 (EBIT)	6	7	3	5	10	13
% 销售收入	13.0%	13.6%	6.5%	12.1%	17.4%	17.7%
财务费用	-1	-1	-1	0	0	0
% 销售收入	2.2%	2.5%	2.5%	0.2%	0.0%	0.5%
资产减值损失	0	-1	-1	-1	-1	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	0	-3	-3	-3	-3
% 税前利润	10.7%	7.5%	—	—	—	—
营业利润	5	5	-2	1	6	8
营业利润率	11.1%	10.4%	-4.4%	3.2%	10.6%	10.9%
营业外收支	0	0	0	0	0	0
税前利润	5	5	-2	1	6	8
利润率	11.6%	10.7%	-4.2%	3.4%	10.8%	11.0%
所得税	-1	-1	0	0	-1	-1
所得税率	15.3%	16.2%	-8.8%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	4	4	-2	1	5	7
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	4	4	-2	1	5	7
净利率	9.3%	8.6%	-4.8%	3.1%	9.6%	9.8%

现金流量表 (人民币亿元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	4	4	-2	1	5	7
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	1	1	2	1	2	3
非经营收益	0	1	4	3	3	3
营运资金变动	-7	-9	-10	7	-13	-18
经营活动现金净流	-2	-3	-7	13	-4	-6
资本开支	1	0	0	1	1	1
投资	-1	-1	-4	0	0	0
其他	0	-1	-7	-3	-3	-3
投资活动现金净流	-2	-3	-11	-4	-4	-4
股权募资	0	0	14	0	0	0
债权募资	7	6	15	-7	0	10
其他	-1	-2	-2	-1	0	-1
筹资活动现金净流	5	4	28	-8	0	10
现金流量	2	-1	10	1	-8	0

资产负债表 (人民币亿元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	8	7	16	17	10	10
应收款项	17	22	26	21	30	41
存货	35	48	51	44	59	80
其他流动资产	0	0	5	5	5	6
流动资产	59	77	98	88	104	136
% 总资产	82.7%	82.3%	80.3%	78.0%	80.2%	83.8%
长期投资	6	9	8	8	8	8
固定资产	5	5	5	4	4	3
% 总资产	6.4%	5.9%	4.1%	3.8%	2.7%	1.7%
无形资产	1	1	8	10	12	13
非流动资产	12	17	24	25	26	26
% 总资产	17.3%	17.7%	19.7%	22.0%	19.8%	16.2%
资产总计	72	94	122	113	129	163
短期借款	9	9	8	1	1	12
应付款项	23	35	34	31	41	56
其他流动负债	2	5	6	5	6	7
流动负债	35	49	48	37	48	75
长期贷款	2	7	14	14	14	14
其他长期负债	8	8	18	18	18	18
负债	45	63	79	69	79	106
普通股股东权益	26	30	41	43	48	55
少数股东权益	1	1	2	2	1	1
负债股东权益合计	72	94	122	113	129	163

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益 (元)	0.865	0.929	-0.384	0.087	0.386	0.537
每股净资产 (元)	5.640	6.415	7.511	3.092	3.478	4.015
每股经营现金净流 (元)	-0.361	-0.573	-1.214	0.937	-0.267	-0.403
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	15.34%	14.48%	-5.11%	2.82%	11.09%	13.38%
总资产收益率	5.54%	4.56%	-1.73%	1.06%	4.11%	4.55%
投入资本收益率	14.76%	14.98%	5.39%	7.96%	12.87%	14.05%
增长率						
营业总收入增长率	34.59%	16.51%	-12.11%	-11.24%	41.35%	36.30%
EBIT增长率	21.37%	22.53%	-58.11%	65.89%	102.53%	38.27%
净利润增长率	33.97%	7.37%	-149.39%	156.68%	343.19%	39.24%
总资产增长率	44.26%	30.31%	30.33%	-7.66%	14.37%	25.77%
资产管理能力						
应收账款周转天数	104.4	118.6	171.5	171.5	171.5	171.5
存货周转天数	308.0	395.1	497.6	497.6	497.6	497.6
应付账款周转天数	176.6	229.7	275.3	275.3	275.3	275.3
固定资产周转天数	13.6	25.0	42.9	42.7	25.1	14.8
偿债能力						
净负债/股东权益	41.90%	54.95%	53.49%	33.55%	45.86%	57.69%
EBIT利息保障倍数	5.9	5.4	2.6	71.4	-2,417.3	37.3
资产负债率	62.39%	67.35%	64.85%	60.92%	61.92%	65.39%

来源：中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。