

公司研究/公告点评

2017年04月10日

建筑/建筑装饰 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 12.
合理价格区间(元): 14.0~16.0

鲍荣富 执业证书编号: S0570515120002
研究员 021-28972085
baorongfu@htsc.com

黄骥 执业证书编号: S0570516030001
研究员 021-28972066
huangji@htsc.com

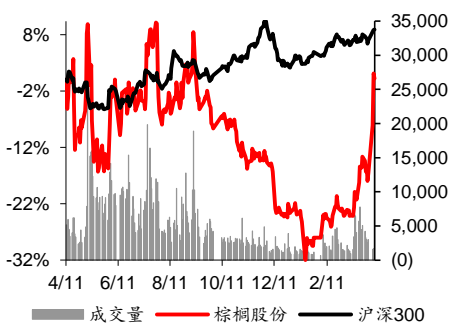
王德彬 执业证书编号: S0570516090001
研究员 010-56793964
wangdebing@htsc.com

方晏荷 021-28972059
联系人 fangyanhe@htsc.com

相关研究

- 1 《棕榈股份(002431,买入): 特色小镇龙头, 业务布局领先行业》2017.04
- 2 《棕榈园林(002431): 市政项目进展加快 业绩略超预期》2014.02
- 3 《棕榈园林(002431): 估值低谷已现 正是买入时机》2013.07

股价走势图



资料来源: Wind

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,377
流通 A 股 (百万股)	903.62
52 周内股价区间 (元)	8.14-32.40
总市值 (百万元)	16,524
总资产 (百万元)	13,372
每股净资产 (元)	3.09

资料来源: 公司公告

生态城镇龙头, PPP 加速业绩反转

棕榈股份(002431)

事件

公司近期公告 2017Q1 业绩预告, 预计亏损 4000-6000 万元, 去年同期亏损 7806 万元, 同比减亏 1806-3806 万元。同时公司公告以自有资金出资 220 万元, 与广晟金控、华信金控、一同资本等合资设立珠三角经济带产业基金管理公司, 持股 22%。

市政 PPP 业务加速推进, 在手订单饱满保障业绩反转

公司 2017Q1 业绩减亏的最重要因素来自于市政 PPP 业务推进加速, 自 2016 年 11 月以来, 由于地方政府人事变动基本结束, 公司新中标 PPP 项目呈现明显加速。公司 2016 年以来公告中标 PPP 项目 165.8 亿元, 我们预计传统地产景观项目 20 多亿元, 在手订单是公司 2016 年收入的 4.76 倍, 目前已签订的 13 个合作框架协议合计金额 453.5 亿元, 是 2016 年收入 11.6 倍。在政策持续加码和 PPP 模式的推动下, 我们认为公司框架协议落地和订单转化为收入的进度都将大幅度加快, 今年业绩反转确定性高。

“生态城镇+”全产业链布局, 品牌效应显著

2013 年末, 公司以浔龙河项目为契机, 逐步开始战略转型为生态城镇建设综合服务商, 通过收购贝尔高林 80% 股权, 成立生态城镇研究院完善前端设计实力; 通过收购浙江新中源建设公司 45% 股权, 夯实工程总承包施工能力; 成立并购基金和产业基金, 投资 VR、足球、教育等内容端产业, 目前已形成生态小镇领域前期规划+内容设计+工程施工+后期运营的三维立体式“生态城镇+”业务布局, 并已签约建设包括浔龙河、时光贵州、云漫湖等多个标杆性特色小镇项目, 树立了强大的生态小镇品牌。

公司已签白洋淀项目协议, 受益雄安规划发展空间广阔

雄安三县地处京津冀大气环境和水环境敏感地区, 未来新区建设要求“打造优美生态环境, 构建蓝绿交织、清新明亮、水城共融的生态城市”, 其规划将体现中央城市工作会议对城市发展建设的新要求。我们预计以 PPP 模式推进的生态治理和特色小镇模式也将在该地区广泛应用, 生态治理和产业运营市场空间广阔。2015 年 4 月公司已与保定市政府签订《保定市生态景观及基础设施建设战略合作协议》, 总投资预计 20 亿元, 有效期 5 年, 公司被列为白洋淀生态林建设及淀区绿化规划、城市景观生态系统规划建设顾问, 将全程参与城市景观生态规划和设计, 未来发展空间广阔。

看好行业高景气+业内龙头地位, 维持“买入”评级

未来几年生态小镇市场将维持高景气度, 而公司业务能力齐备, 过往相关业绩示范效应强, 生态小镇龙头地位显著, 认可给予一定估值溢价。当前公司定增已完成二次反馈, 发行底价 8.8 元/股, 而公司高管今年 1 月和 3 月的增持成本为 8.25 元和 9.3 元, 投资者和大股东增持成本较高, 彰显对未来公司成长的信心。综合上述原因及可比公司估值, 认可给予 17 年 35-40 倍 PE, 对应价格区间 14.0-16.0 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 特色小镇政策推动不及预期; 公司框架协议落地不及预期等。

经营预测指标与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	5,007	4,401	3,906	6,171	8,571
+/-%	16.51	(12.11)	(11.23)	57.97	38.90
净利润 (百万元)	428.13	(211.46)	118.64	547.34	789.62
+/-%	7.37	(149.39)	156.10	361.36	44.26
EPS (元, 最新摊薄)	0.31	(0.15)	0.09	0.40	0.57
PE (倍)	32.19	(65.18)	116.18	25.18	17.46

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

公司在手订单统计情况

目前公司已公告中标 PPP 订单（含 EPC）165.78 亿元，是公司 2016 年收入的 4.24 倍；已对外公告的 13 个框架协议金额合计达 453.5 亿元，是 16 年收入的 11.61 倍。其中 PPP 订单增速明显，尤其是 2016 年四季度以后，地方政府换届后相关项目推进进度加快。目前公司近 500 亿元框架协议中包括生态城镇项目和传统环境整治项目，预计在特色小镇建设热潮下，公司订单也将继续快速增长，相关框架项目加快落地，预计上述合同/订单将在未来几年内逐步落地。

图表1：公司已签订 PPP 框架协议

协议名称	签订时间	甲方	运作模式	预计投资额	有效期
保定市生态景观及基础设施建设战略合作协议	2015年4月	河北保定市人民政府	包括但不限于：传统项目建设方式、景观工程总承包、PPP 建设模式等	计划总投资额 20 亿元	5 年
吉首市项目建设战略合作框架协议	2015年7月	湖南吉首市人民政府	PPP 方式、EPC 等建设方式	合同总额 20 亿元	/
江油市人民政府棕榈园林股份有限公司战略合作框架协议	2015年8月	四川江油市人民政府	PPP 为主	总投资额 20 亿元	3 年
漯河市沙澧河开发二期工程 PPP 模式战略合作框架协议书	2015年4月	河南漯河市人民政府	PPP	总投资规模约 40 亿元	30 年
时光太湖项目战略合作框架协议书	2015年10月	江苏湖州太湖旅游度假区管理委员会	PPP	总投资规模约 40 亿元	10 年
芜湖县旅游生态景观及基础设施建设战略合作框架协议	2016年2月	安徽芜湖县人民政府	传统项目建设方式、设计施工总承包模式、PPP 模式等	总投资规模约 15 亿元	15 年
淮安市淮安盐晶堡文旅开发项目战略合作框架协议	2016年3月	江苏淮安市淮安区人民政府	PPP	总投资规模约 16 亿元	15 年
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书	2016年4月	广东梅州市人民政府	传统项目建设模式、设计施工一体化承包模式（EPC）、PPP 投融资建设模式等	总投资规模约 100 亿元	10 年
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、三江口景观改造项目的战略合作框架协议	2016年6月	江西赣州市人民政府	包括但不限于：传统项目建设方式、设计施工总承包模式、EPC 模式、PPP 模式、顾问合作、规划设计等	总投资预计为 42.5 亿元	/
烟台市福山区人民政府战略合作框架协议书	2016年7月	山东烟台市福山区人民政府	传统项目建设模式、设计-施工一体化承包模式（EPC）、PPP 投融资建设模式等	总投资额约 50 亿元	/
奉化市阳光海湾“特色小镇”项目投融资合作意向协议书	2016年7月	浙江奉化市阳光海湾开发建设指挥部	PPP 项目模式与市场化开发项目模式	项目预计投资总额 30 亿元	20 年
泰安市泰山区人民政府、棕榈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	2016年11月	山东泰安市泰山区人民政府	项目合作模式包括但不限于：传统项目建设模式、EPC、PPP 等	合作项目投资估算/约为 40 亿元	/
蓬莱市葡萄酒特色小镇项目合作协议书	2017年3月	山东蓬莱市人民政府	项目合作模式包括但不限于：传统项目建设模式、EPC、PPP 等	项目合作模式投资估算约 20 亿元	/

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

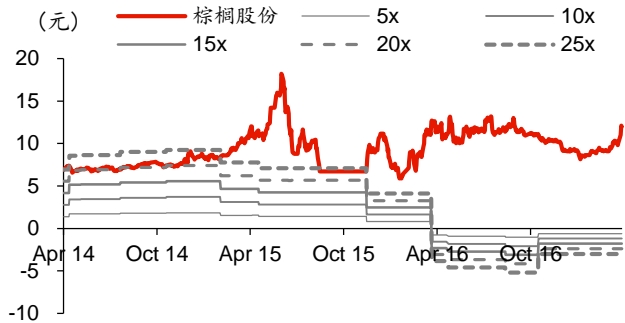
图表2： 已公告中标 PPP 及 EPC 订单

中标时间	项目名称	订单额 (亿元)	备注
2015/11/24	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	与广东国沅联合中标, 入库, 建设期 2 年
2016/6/3	长沙市雨花区道路品质提升工程 PP 项目	5	独立中标, 建设期 1 年
2016/7/12	吉首市创建园林城市园林绿化二期工程 PPP 项目	5.96	独立中标, 入库, 建设期 2 年
2016/7/17	广州白云区南湖公园建设项目 EPC 工程	5.62	与成都青羊区建筑公司联合中标, 建设期 2 年
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	独立中标, 入库, 建设期 1 年
2016/9/25	海口市主城区重要道路景观提升工程 PPP	11.13	独立中标, 入库
2016/9/28	海口市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	独立中标, 建设期 1 年
2016/11/18	漯河市沙澧河二期综合政治 PPP 项目	20.6	与河南投资、安徽水利联合中标, 入库, 建设期 5 年
2016/11/22	广东中山翠亨湿地公园工程 EPC 项目	3.35	独立中标, 建设期 1 年
2016/11/24	始兴县城市绿地系统建设工程 EPC 项目	4.22	独立中标
2016/12/13	莱阳五龙河流域综合治理 PPP 项目	20	独立中标, 入库, 建设期 3 年
2016/12/30	五华县犁滩片区基础设施建设工程 PPP	3.7	与广东珠荣、四川梅州市政建设联合中标, 建设期 2 年
2017/3/29	高邮市清水潭生态旅游度假区 PPP 项目	21.5	独立中标, 建设期 2 年
2017/3/29	梅县区雁洋镇特色小镇建设工程 FEPC 项目	45.90	与广东建科建筑设计院、广东基础工程、浙江新中源等联合中标

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

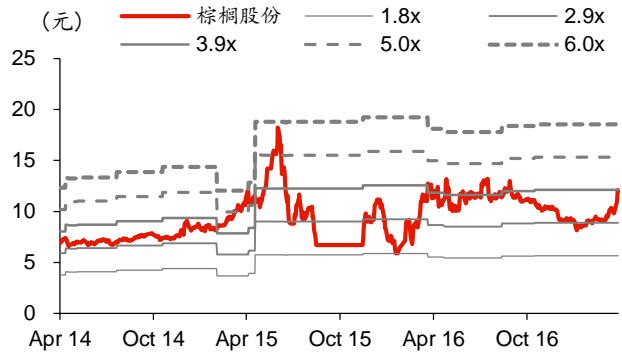
PE/PB - Bands

图表3： 棕榈股份历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表4： 棕榈股份历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	7,709	9,835	8,861	13,008	17,888
现金	663.45	1,598	1,619	2,241	3,113
应收账款	1,867	2,268	2,013	3,181	4,418
其他应收账款	199.13	222.33	197.36	311.77	433.04
预付账款	30.03	28.13	24.28	36.27	50.47
存货	4,829	5,095	4,398	6,570	9,142
其他流动资产	120.79	623.52	608.95	668.01	730.62
非流动资产	1,653	2,410	2,840	3,018	3,187
长期投资	723.37	255.20	500.00	500.00	500.00
固定投资	537.32	496.49	504.60	528.16	554.25
无形资产	48.00	211.39	370.20	529.01	687.82
其他非流动资产	344.36	1,446	1,465	1,461	1,445
资产总计	9,362	12,245	11,701	16,026	21,075
流动负债	4,858	4,779	4,300	7,522	11,170
短期借款	716.00	690.49	738.75	2,512	4,465
应付账款	2,831	2,658	2,295	3,428	4,770
其他流动负债	1,310	1,430	1,267	1,582	1,935
非流动负债	1,459	3,153	2,958	3,459	3,993
长期借款	659.80	1,367	1,867	2,267	2,667
其他非流动负债	799.55	1,786	1,091	1,193	1,326
负债合计	6,317	7,932	7,258	10,981	15,163
少数股东权益	106.17	159.78	171.43	225.22	302.82
股本	460.82	550.80	1,377	1,377	1,377
资本公积	964.48	2,305	1,479	1,479	1,479
留存公积	1,531	1,281	1,416	1,964	2,753
归属母公司股	2,939	4,153	4,272	4,819	5,609
负债和股东权益	9,362	12,245	11,701	16,026	21,075

现金流量表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金	(264.21)	(668.69)	857.67	(1,243)	(1,199)
净利润	448.20	(202.83)	130.30	601.13	867.21
折旧摊销	55.54	68.05	78.16	85.20	93.89
财务费用	126.07	111.26	123.21	121.82	125.01
投资损失	(40.05)	253.56	72.60	0.00	0.00
营运资金变动	(942.64)	(1,025)	496.10	(2,226)	(2,471)
其他经营现金	88.68	126.03	(42.70)	175.36	186.03
投资活动现金	(268.40)	(1,138)	(605.59)	(290.03)	(290.03)
资本支出	41.44	22.63	105.00	105.00	105.00
长期投资	149.90	75.50	244.80	0.00	0.00
其他投资现金	(77.05)	(1,040)	(255.80)	(185.03)	(185.03)
筹资活动现金	434.24	2,768	(231.63)	2,156	2,361
短期借款	(213.00)	(25.51)	48.26	1,773	1,953
长期借款	476.65	706.83	500.00	400.00	400.00
普通股增加	0.02	89.98	826.20	0.00	0.00
资本公积增加	(10.84)	1,341	(826.20)	0.00	0.00
其他筹资现金	181.41	655.68	(779.88)	(17.64)	8.48
现金净增加额	(98.32)	962.69	20.45	622.56	871.92

利润表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	5,007	4,401	3,906	6,171	8,571
营业成本	3,826	3,640	3,142	4,693	6,531
营业税金及附加	151.78	114.92	102.01	111.07	154.28
营业费用	49.53	34.08	30.25	46.28	66.00
管理费用	297.38	325.84	289.25	382.59	557.12
财务费用	126.07	111.26	123.21	121.82	125.01
资产减值损失	74.00	115.56	115.56	115.56	120.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	40.05	(253.56)	(72.60)	0.00	0.00
营业利润	522.54	(194.43)	31.45	700.17	1,018
营业外收入	15.86	10.82	127.00	20.00	20.00
营业外支出	3.71	2.81	3.00	3.00	3.00
利润总额	534.69	(186.43)	155.45	717.17	1,035
所得税	86.49	16.40	25.15	116.04	167.40
净利润	448.20	(202.83)	130.30	601.13	867.21
少数股东损益	20.06	8.63	11.66	53.79	77.60
归属母公司净利润	428.13	(211.46)	118.64	547.34	789.62
EBITDA	704.15	(15.13)	232.82	907.18	1,237
EPS (元)	0.31	(0.15)	0.09	0.40	0.57

主要财务比率

会计年度 (%)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入	16.51	(12.11)	(11.23)	57.97	38.90
营业利润	10.01	(137.21)	116.17	2,126	45.34
归属母公司净利润	7.37	(149.39)	156.10	361.36	44.26
获利能力 (%)					
毛利率	23.59	17.29	19.57	23.94	23.80
净利率	8.55	(4.81)	3.04	8.87	9.21
ROE	14.57	(5.09)	2.78	11.36	14.08
ROIC	13.42	(1.45)	2.18	8.42	9.00
偿债能力					
资产负债率 (%)	67.48	64.78	62.03	68.52	71.95
净负债比率 (%)	24.64	27.82	37.96	44.88	48.02
流动比率	1.59	2.06	2.06	1.73	1.60
速动比率	0.59	0.99	1.04	0.86	0.78
营运能力					
总资产周转率	0.61	0.41	0.33	0.45	0.46
应收账款周转率	2.80	1.89	1.60	2.08	1.98
应付账款周转率	1.59	1.33	1.27	1.64	1.59
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.31	(0.15)	0.09	0.40	0.57
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.19)	(0.49)	0.62	(0.90)	(0.87)
每股净资产(最新摊薄)	2.13	3.02	3.10	3.50	4.07
估值比率					
PE (倍)	32.19	(65.18)	116.18	25.18	17.46
PB (倍)	4.69	3.32	3.23	2.86	2.46
EV_EBITDA (倍)	22.37	(1,041)	67.65	17.36	12.74

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com