

公司研究/年报点评

2017年04月20日

建筑/建筑装饰 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 13.2
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

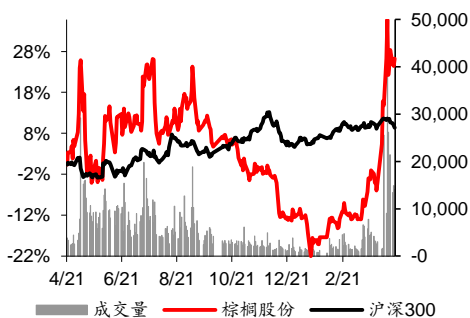
王德彬 执业证书编号: S0570516090001
研究员 010-56793964
wangdebing@htsc.com

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

相关研究

- 1 《棕榈股份(002431,买入): 生态城镇龙头, PPP 加速业绩反转》2017.04
- 2 《棕榈股份(002431,买入): 特色小镇龙头, 业务布局领先行业》2017.04
- 3 《棕榈园林(002431): 市政项目进展加快 业绩略超预期》2014.02

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)	902.74
52 周内股价区间 (元)	8.14-32.40
总市值 (百万元)	18,176
总资产 (百万元)	13,229
每股净资产 (元)	3.06

资料来源: 公司公告

业绩反转确定, 营运下降现金改善

棕榈股份(002431)

2016 年业绩符合预期, 在手订单饱满加速业绩释放

2016 年公司实现营收 39.06 亿元, 同比下降 11.24%; 实现归母净利润 1.21 亿元, 扭亏为盈同比增长 157.14% (扣非后下降 93.04%), 符合预增区间。扣非后负增长主要是公司于去年 11 月签订了贝尔高林股权转让修订协议, 不需支付剩余股权款导致增加营业外收入 0.91 亿元。公司 2016 年公告重大合同订单超过 60 亿元, 框架协议金额超过 290 亿元, 我们统计公司已公告重大 PPP 订单 (含 EPC) 165.24 亿, 其中确认收入仅 7.48 亿元, 剩余合同额 157.76 亿元, 是去年营收的 4 倍, 预计将在未来两年加速释放。

业绩压制因素基本消除, 17 年业绩反转高度确定

公司 2016 年计提坏账减值准备 0.68 亿元, 较上年 1.16 亿元大幅减少, 计提存货跌价准备 0.11 亿元, 两者合计计提减值损失 0.79 万元; 同时贝尔高林计提商誉减值 0.74 亿元, 我们预计贝尔高对业绩的影响已基本消除。公司 2016Q4 以来新签订单大幅增加, 我们预计随着订单落地业绩将体现, 2017Q1 实现营收 5.27 亿元, 同比增长 24.04%; 归母净利润-0.54 亿元, 同比减亏 31.34% (扣非后增长 30.60%)。同时公司预计 2017H1 实现归母净利润 0.79-1.05 亿元, 同比增长 50%-100%, 全年业绩反转高度确定。

盈利营运能力有所下滑, 经营现金流近六年首次净流入

公司 2016 年综合毛利率 16.69%, 同比下滑 0.6 个百分点, 主要是主业园林施工受营改增影响导致毛利率同比下滑 2.89 个百分点至 11.29%; 净利率 3.23%, 平均净资产回报率 2.87%, 随着公司 PPP 一体化服务的落实, 盈利能力预计将继续提升。公司 16 年期间费用率 12.65%, 同比上升 1.94 个百分点, 其中销售/管理/财务费用率分别上升 0.37/1.03/0.55 个百分点, 管理费用因营改增重分类调减 610 万元。资产负债率上升至 66.73%, 存货及应收账款率均有所下滑。2016 年公司加强应收款回收, 年末账面现金 16.23 亿元, 经营现金净流入 0.67 亿元, 为 2010 年以来首次为正。

全产业链布局生态城镇, 新型城镇化行业龙头地位初步确立

公司以浔龙河、时光贵州等生态城镇项目为试点, 积极打造“全球领先的生态城镇运营商”。去年已基本完成生态城镇“建设-运营-内容”三位一体全产业链布局: 设计端, 通过收购贝尔高林、成立棕榈设计完善前端设计实力; 收购浙江新中源 45% 股权, 夯实工程总包施工能力; 成立并购基金产业基金, 开展娱乐、体育与文旅三大产业战略并购, 目前已投资乐客 VR、英超西布罗姆维奇、三亚呀诺达等, 树立了强大的生态小镇建设运营品牌。

业绩及经营现金流改善有利于提升公司估值, 维持“买入”评级

未来几年生态小镇/PPP 市政市场将维持高景气度, 而公司生态小镇龙头地位确立, 全年业绩反转确定性高, 现金流改善, 可给予一定估值溢价。我们维持原盈利预测, 即 2017-19 年 EPS 为 0.40/0.57/0.79 元, 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	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	4,401	3,906	6,173	8,560	11,121
+/-%	(12.11)	(11.24)	58.05	38.66	29.92
净利润 (百万元)	(211.46)	120.83	544.74	788.00	1,083
+/-%	(149.39)	157.14	350.85	44.66	37.44
EPS (元, 最新摊薄)	(0.15)	0.09	0.40	0.57	0.79
PE (倍)	(85.96)	150.43	33.37	23.07	16.78

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

公司重大订单执行统计

根据公司已披露的重大合同履行情况表，截止 2017 年 3 月末，我们统计公司已公告中标 PPP 订单（含 EPC）165.24 亿元，是公司 2016 年收入的 4.23 倍，其中确认收入仅 7.48 亿元，剩余合同金额（含少数联合体中标）157.76 亿元，是去年收入的 4.04 倍。公司已对外公告的 13 个框架协议金额合计达 453.5 亿元，是 16 年收入的 11.61 倍，部分框架已签订具体合作合同。目前公司框架协议中包括生态城镇项目和传统环境整治项目，预计在生态小镇建设热潮和地方政府加大生态环保治理以及推进城镇化建设背景下，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，公司收入规模和业绩增速有望保持较快增长。

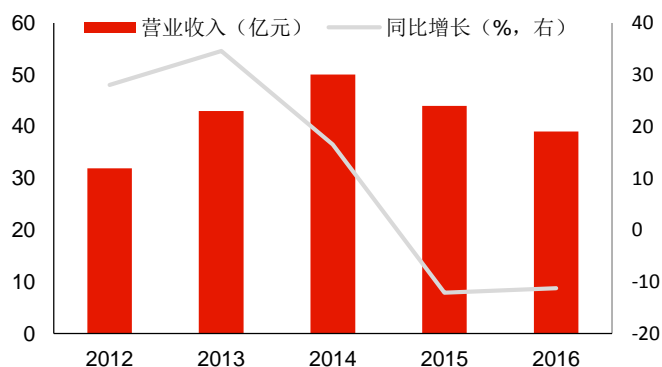
图表1：已公告中标 PPP 及 EPC 订单

中标时间	项目名称	订单额（亿元）	截止 2017Q1 执行情况
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	确认工程产值 0.84 亿元
2016/6/3	长沙市雨花区道路品质提升工程 PP 项目	4.2	确认营收 0.62 亿元
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	确认营收 1.36 亿元
2016/7/17	广州白云区南湖公园建设项目 EPC 工程	5.16	确认营收 3.15 亿元
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	已签署合同，但尚未确认收入
2016/9/25	海口市主城区重要道路景观提升工程 PPP	11.13	已签署合同，但尚未确认收入
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	1.92	确认营收 0.30 亿元
2016/11/18	漯河市沙澧河二期综合政治 PPP 项目	20.6	暂未确认收入
2016/11/22	广东中山翠亨湿地公园工程 EPC 项目	3.35	尚未签署合同
2016/11/24	始兴县城市绿地系统建设工程 EPC 项目	4.22	已签署合同，但尚未确认收入
2016/12/13	莱阳五龙河流域综合治理 PPP 项目	20	确认营收 0.03 亿元
2016/12/30	五华县犁滩片区基础设施建设工程 PPP	3.7	尚未签署合同
2017/3/29	高邮市清水潭生态旅游度假区 PPP 项目	21.5	尚未收到正式中标通知
2017/3/29	梅县区雁洋镇特色小镇建设工程 FEPC 项目	45.90	尚未签署合同

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

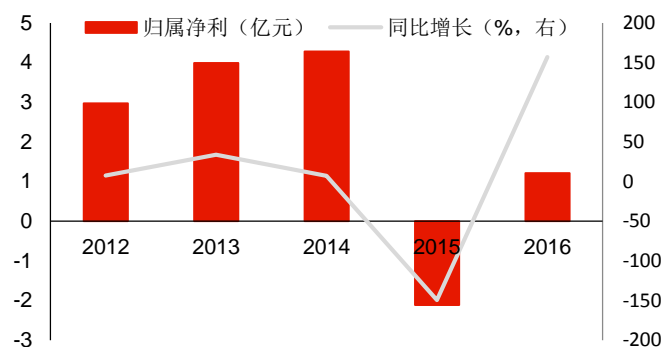
公司经营情况概览

图表2：近五年公司收入及增长



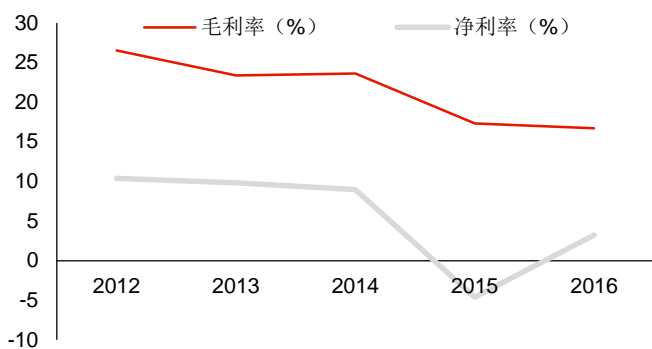
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表3：近五年公司归母净利润及增长



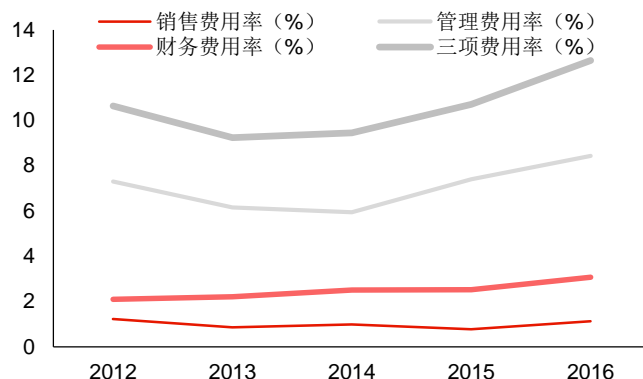
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表4: 2016年公司净利率显著提升



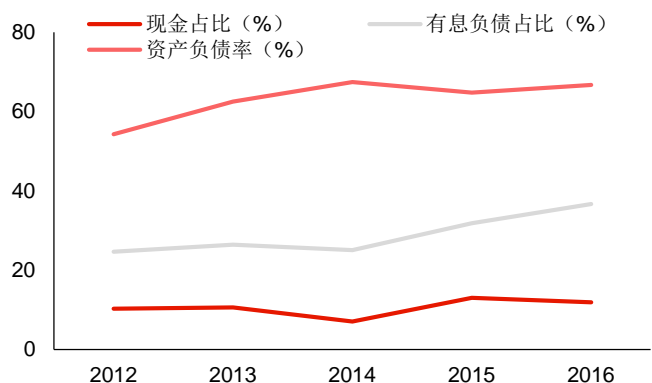
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表5: 近五年公司期间费用率趋于上升



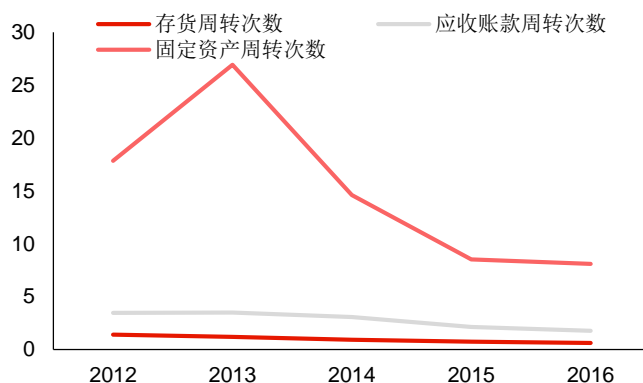
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表6: 近五年公司资产负债率整体稳定



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

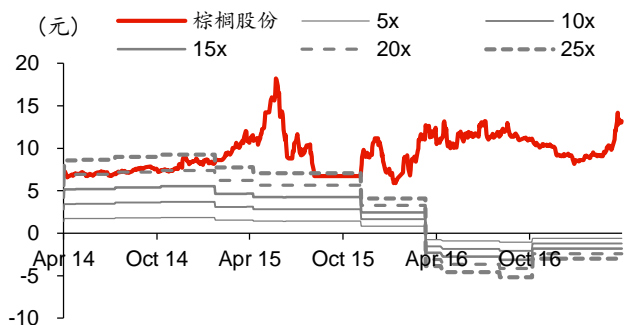
图表7: 近五年公司营运能力有所下滑



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

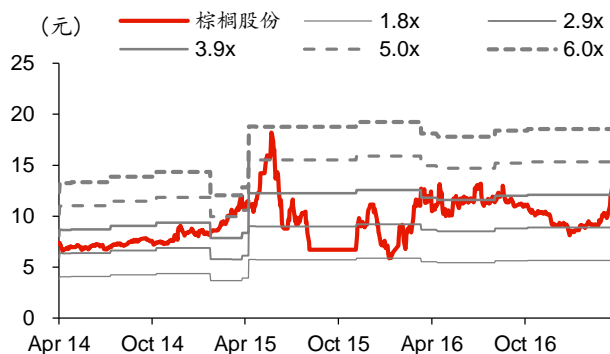
PE/PB - Bands

图表8: 棕榈股份历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表9: 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)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	9,835	10,538	15,595	20,980	26,936
现金	1,598	1,623	2,161	2,996	3,892
应收账款	2,268	2,141	3,384	4,692	6,096
其他应收账款	222.33	380.97	602.11	834.90	1,085
预付账款	28.13	78.75	119.72	159.98	205.62
存货	5,095	5,658	8,601	11,493	14,772
其他流动资产	623.52	656.58	727.66	804.10	886.11
非流动资产	2,410	3,118	4,107	5,020	5,841
长期投资	255.20	673.39	673.39	673.39	673.39
固定投资	496.49	469.41	1,078	1,816	2,565
无形资产	211.39	209.73	204.83	199.94	195.05
其他非流动资产	1,446	1,765	2,151	2,331	2,407
资产总计	12,245	13,656	19,702	26,000	32,778
流动负债	4,779	6,037	12,388	17,919	23,840
短期借款	690.49	753.39	5,560	9,270	13,153
应付账款	2,658	2,613	3,972	5,307	6,821
其他流动负债	1,430	2,671	2,856	3,341	3,866
非流动负债	3,153	3,075	2,202	2,147	1,873
长期借款	1,367	976.26	676.26	376.26	76.26
其他非流动负债	1,786	2,099	1,526	1,771	1,796
负债合计	7,932	9,112	14,589	20,066	25,713
少数股东权益	159.78	273.88	297.67	332.08	379.37
股本	550.80	1,377	1,377	1,377	1,377
资本公积	2,305	1,459	1,459	1,459	1,459
留存公积	1,281	1,402	1,978	2,766	3,849
归属母公司股	4,153	4,270	4,815	5,603	6,686
负债和股东权益	12,245	13,656	19,702	26,000	32,778

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	(668.69)	67.04	(2,118)	(1,435)	(1,244)
净利润	(202.83)	126.33	568.52	822.41	1,130
折旧摊销	68.05	63.83	102.27	178.94	270.62
财务费用	111.26	120.28	189.60	283.06	368.24
投资损失	253.56	(17.66)	(17.66)	(17.66)	(17.66)
营运资金变动	(1,026)	(343.14)	(2,940)	(2,705)	(2,998)
其他经营现金	127.56	117.39	(20.34)	3.19	2.86
投资活动现金	(1,138)	(758.68)	(1,097)	(1,101)	(1,101)
资本支出	22.63	216.07	1,100	1,100	1,100
长期投资	75.50	473.50	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(1,040)	(69.11)	2.60	(0.86)	(0.86)
筹资活动现金	2,768	674.04	3,752	3,372	3,241
短期借款	(25.51)	62.90	4,806	3,711	3,883
长期借款	706.83	(390.38)	(300.00)	(300.00)	(300.00)
普通股增加	89.98	826.20	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	1,341	(845.58)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	655.68	1,021	(753.95)	(39.01)	(341.67)
现金净增加额	962.69	(13.29)	537.51	835.36	896.29

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	4,401	3,906	6,173	8,560	11,121
营业成本	3,640	3,254	4,947	6,610	8,496
营业税金及附加	114.92	(29.19)	30.87	68.48	88.97
营业费用	34.08	44.57	61.34	86.13	113.93
管理费用	325.84	329.21	370.41	599.21	778.47
财务费用	111.26	120.28	189.60	283.06	368.24
资产减值损失	115.56	153.76	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(253.56)	17.66	17.66	17.66	17.66
营业利润	(194.43)	50.96	591.85	930.54	1,293
营业外收入	10.82	110.06	80.00	40.00	40.00
营业外支出	2.81	6.18	3.00	3.00	3.00
利润总额	(186.43)	154.84	668.85	967.54	1,330
所得税	16.40	28.51	100.33	145.13	199.47
净利润	(202.83)	126.33	568.52	822.41	1,130
少数股东损益	8.63	5.51	23.78	34.41	47.29
归属母公司净利润	(211.46)	120.83	544.74	788.00	1,083
EBITDA	(15.13)	235.06	883.72	1,393	1,932
EPS (元)	(0.15)	0.09	0.40	0.57	0.79

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	(12.11)	(11.24)	58.05	38.66	29.92
营业利润	(137.21)	126.21	1,062	57.23	38.93
归属母公司净利润	(149.39)	157.14	350.85	44.66	37.44
获利能力 (%)					
毛利率	17.29	16.69	19.87	22.78	23.60
净利率	(4.81)	3.09	8.82	9.21	9.74
ROE	(5.09)	2.83	11.31	14.06	16.20
ROIC	(1.45)	2.01	6.11	7.12	7.71
偿债能力					
资产负债率 (%)	64.78	66.73	74.05	77.17	78.45
净负债比率 (%)	27.82	32.28	51.05	54.11	56.16
流动比率	2.06	1.75	1.26	1.17	1.13
速动比率	0.99	0.81	0.56	0.53	0.51
营运能力					
总资产周转率	0.41	0.30	0.37	0.37	0.38
应收账款周转率	1.89	1.65	2.23	2.12	2.06
应付账款周转率	1.33	1.23	1.50	1.42	1.40
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	(0.15)	0.09	0.40	0.57	0.79
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.49)	0.05	(1.54)	(1.04)	(0.90)
每股净资产(最新摊薄)	3.02	3.10	3.50	4.07	4.86
估值比率					
PE (倍)	(85.96)	150.43	33.37	23.07	16.78
PB (倍)	4.38	4.26	3.78	3.24	2.72
EV_EBITDA (倍)	(1,371)	88.21	23.46	14.89	10.73

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