

建筑装饰

2017年04月20日

棕榈股份 (002431)

——特色小镇龙头，2017年业绩反转可期

报告原因：强调原有的投资评级

增持 (维持)

市场数据：2017年04月19日

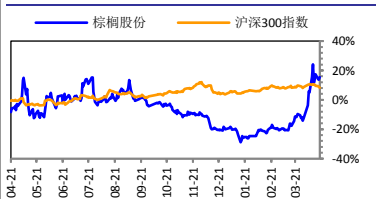
收盘价(元)	13.2
一年内最高/最低(元)	32.4/7.85
市净率	4.3
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	11916
上证指数/深证成指	3170.69 / 10348.41

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2017年03月31日

每股净资产(元)	3.06
资产负债率%	65.99
总股本/流通A股(百万)	1377/903
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《动态组合价值版 170410》2017/04/10

《动态组合价值版 170330》2017/03/30

证券分析师

李杨 A0230516080004
liyng@swsresearch.com

研究支持

李峙屹 A0230115080003
lizy@swsresearch.com

联系人

李峙屹
(8621)23297818×7373
lizy@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- 公司2016年净利润增速157%，2017Q1净利润减亏2447万，基本符合我们预期，公司预计2017年1-6月净利润增长区间【50%-100%】。2016年公司实现营收39.1亿元，同比下滑11.2%；实现归属于上市公司股东净利润1.21亿元，同比增长157%，其中四季度单季收入12.5亿，同比下滑10.5%，单季净利润3592万，同比增长114.4%；2017Q1实现营业收入5.3亿元，同比增长24.0%，实现净利润-5360万元（受季节因素影响企业一季度体现为亏损），较去年同期减亏2447万元。
- 业绩反转带来财务指标的优化，2017年公司毛利率、净利率提升。公司2016年综合毛利率分别为16.69%，较去年同期下滑0.60个百分点，受贵安棕榈筹建的“云漫湖项目”前期营销费用增加影响，2016年公司销售费用率同比提升了0.37个百分点1.14%，公司管理费用总额、财务费用总额与去年同期基本持平，但在销售收入减少的情况下期间费用的刚性支出致使公司管理费用率、财务费用率较去年同期分别增加了1.02/0.55个百分点至8.43%/3.08%，公司计提存货减值、贝尔高林商誉减值致使资产减值损失/营业收入比例同比增加1.31个百分点至3.94%；此外，2016年11月公司与转让方签订了贝尔高林股权转让修订协议，不需支付剩余股权款致使公司营业外收入增加9100万元，综合影响下，公司2016年净利率增加7.84个百分点；2017年公司业务转型取得积极进展，毛利率较去年同期增长4.17个百分点至9.89%，收入规模的扩大致使期间费用的规模效应显现，2017Q1公司管理费用率下降3.55个百分点至15.74%，财务费用率下降1.12个百分点至9.46%，资产减值冲回虽比去年同期减少近900万但仍体现为冲回，综合影响下带来公司净利率出现8.51个百分点的提升。
- 2016年公司经营性现金流净额较去年同期多流入7.35亿元，2017Q1经营活动现金流净额同比多流出0.66亿元，同时付现比增加，显示公司较多项目将进入执行阶段。2016年公司加强了应收账款、工程投标保证金回收，经营活动产生的现金流量净额0.67亿元，较上年同期多流入7.35亿元，收现比104.8%，较去年同期大幅提升33.2个百分点，付现比113.9%，较去年同期提升31.0个百分点，经营性回款增加幅度大于支出幅度；2017Q1公司经营活动现金流净额-2.16亿元，较上年同期多流出0.66亿元，收现比228.2%，同比下滑37.1个百分点，付现比303.9%，同比提升34.8个百分点。
- 2017年公司业绩反转可期：(1)以生态城镇为抓手开启成长新篇章。中央提出到2020年建设1000个特色小镇，市场空间超过5万亿元，棕榈股份自2014年起加大特色小镇建设布局，在特色小镇规划设计、投资建设、项目运营上拥有突出优势并已积累丰富经验，已先后完成了长沙“浔龙河”、贵阳“时光贵州”、贵安“云漫湖”等生态城镇项目并投入运营，2017年以来又先后中标“国家级”梅县区雁洋镇特色小镇、蓬莱市刘家沟葡萄酒特色小镇项目（框架），未来公司将依托生态城镇领域的建设-运营-内容完整产业链优势开启成长新篇章。(2)2016年四季度起PPP加速落地，在手订单充裕助力公司业绩高速增长。公司从地产园林龙头转型市政园林，经历阵痛期后，2016年四季度开始收获成果，大量PPP项目落地，其中中标合同绝大多数已经实现入库，项目质量较好，利润率水平高于地产园林项目，将带动17年利润率大幅回升。(3)高管增持彰显信心。2017年1月17日董秘冯玉兰女士增持公司122.4万股，增持均价8.25元，2017年3月13-16日，公司董事、总经理林从孝先生通过信托计划增持公司股份对应1.6亿元，增持均价9.30元，高管增持充分展示对公司未来发展信心。
- 上调17年-18年盈利预测，维持“增持”评级：公司在手订单执行顺利，上调17年-18年盈利预测，预计公司17年-19年净利润为5.50亿/7.70亿/10.01亿原值(5.02亿/7.05亿/9.17亿)，增速分别为355%/40%/30%；对应PE分别为33X/24X/18X，维持增持评级。

财务数据及盈利预测

	2016	2017Q1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3,906	527	7,090	8,407	9,815
同比增长率(%)	-11.24	24.04	81.51	18.58	16.75
净利润(百万元)	121	-54	550	770	1,001
同比增长率(%)	-	-	355.20	40.00	30.00
每股收益(元/股)	0.09	-0.04	0.40	0.56	0.73
毛利率(%)	16.7	9.9	22.5	25.7	26.4
ROE(%)	2.8	-1.3	11.4	13.4	14.5
市盈率	151		33	24	18

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属干母子公司所有者的ROE

财务摘要

百万元, 百万股	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	5,007	4,401	3,906	7,090	8,407	9,815
营业收入同比增长率 (yoy)	16.51%	-12.11%	-11.24%	-	-	-
减: 营业成本	3,826	3,640	3,254	5,497	6,248	7,222
毛利率 (%)	23.59%	17.29%	16.69%	22.50%	25.70%	26.40%
减: 营业税金及附加	152	115	-29	113	126	118
主营业务利润	1,029	646	681	-	-	-
主营业务利润率 (%)	20.56%	14.68%	17.44%	-	-	-
减: 销售费用	50	34	45	64	92	108
减: 管理费用	297	326	329	511	538	623
减: 财务费用	126	111	120	141	166	170
经营性利润	556	175	187	-	-	-
经营性利润同比增长率 (yoy)	20.46%	-68.61%	7.08%	-	-	-
经营性利润率 (%)	11.11%	3.97%	4.79%	-	-	-
减: 资产减值损失	74	116	154	90	125	155
加: 投资收益及其他	40	-254	18	8	0	15
营业利润	523	-194	51	682	1,111	1,434
加: 营业外净收入	12	8	104	12	8	7
利润总额	535	-186	155	694	1,119	1,441
减: 所得税	86	16	29	124	224	285
净利润	448	-203	126	571	895	1,156
少数股东损益	20	9	6	21	125	155
归属于母公司所有者的净利润	428	-211	121	550	770	1,001
净利润同比增长率 (yoy)	7.37%	-149.39%	-157.14%	-	-	-
全面摊薄总股本	461	551	1,377	2,203	2,203	2,203
每股收益 (元)	0.93	-0.40	0.09	0.40	0.56	0.73
归属母公司所有者净利润率 (%)	8.55%	-4.81%	3.09%	-	-	-
ROE	14.57%	-5.09%	2.83%	11.40%	13.40%	14.50%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益和公允价值变动收益

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润】= 主营业务利润 - (销售费用 + 管理费用 + 财务费用)

【ROE】(摊薄后) = 净利润 ÷ 所有者权益合计 (当年期末值)

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。