

强烈推荐-A (维持)

棕榈股份 002431.SZ

目标估值: 15.2 元

当前股价: 13.2 元

2017 年 04 月 20 日

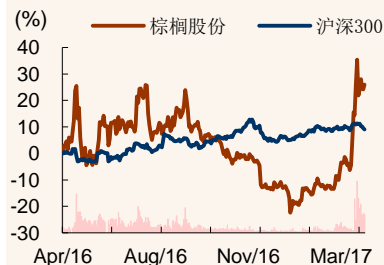
度过转型蛰伏期, 进入业绩上升通道

基础数据

上证综指	3171
总股本 (万股)	137700
已上市流通股 (万股)	90274
总市值 (亿元)	182
流通市值 (亿元)	119
每股净资产 (MRQ)	3.1
ROE (TTM)	3.4
资产负债率	66.0%
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	38	19	10
相对表现	38	15	4



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《棕榈股份 (002431) —再次斩获 PPP 大单, 一季度业绩预计好转》 2017-03-31
- 2、《棕榈股份 (002431) —特色小镇再下一城, 领先企业本色再现》 2017-03-26
- 3、《棕榈股份 (002431) —先发优势助力, 再获特色小镇项目》 2017-03-22

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 2016 年实现营收 39.06 亿元, 同比下降 11.24%; 归母净利润为 1.21 亿元, 较 15 年亏损 2.11 亿元明显改善, EPS 为 0.09 元/股。2017 年一季度, 公司实现营收 5.27 亿元, 同比增长 24.04%, 归母净利润-0.54 亿元, 较去年-0.78 亿元明显收窄。

评论:

1、营改增+非经常损益导致业绩大幅增长

2016 年公司营收出现下滑, 主要是因为公司处于转型过程中, 地产园林业务相对稳定, 生态城镇业务开拓理想, 但大部分 PPP 业务在第四季度中标或签署合同, 贡献收入较少; 分季度看, 16Q1~Q4 营收增速分别为-22.41%/-34.95%/37.01%/-10.47%, 季度增速有向好趋势。2016 年公司业绩大幅增长, 主要因为: 1) 公司与贝尔高林签订股权转让协议的修订协议, 不需支付 1.2 亿港元剩余股权款, 导致营业外收入增加近 1 亿元; 2) 营改增导致营业税金及附加增加 1.44 亿元; 3) 但公司计提坏账准备和存货跌价准备 0.79 亿元, 计提贝尔高林商誉减值 0.74 亿元, 两者共导致资产减值较 15 年增加 0.38 亿元。分季度看, 16Q1/Q2/Q3/Q4 净利分别为-0.82/1.27/0.37/0.44 亿元, 呈增加趋势。17Q1 公司营收增长 24.04%, 出于季节性原因, 亏损 0.54 亿元, 较 16Q1 亏损减少近 0.25 亿元, 主要因为对合营及联营企业收益增加近 0.24 亿元。

2、PPP 订单储备充足, 特色小镇先发优势明显, 未来业绩爆发增长有保障

2016 年公司公告框架协议金额超过 290 亿元, 16 年至今公告 PPP 订单 90 多亿元, EPC 订单 13 亿元左右, 是 16 年营收的 2.7 倍左右, 预收账款增长 77%左右。大部分 PPP 项目由于是 16Q4 中标或签订, 较大部分将于 2017 年施工并贡献较多业绩。此外, 公司积极完善生态城镇“建设-内容-运营”三位一体产业链布局, 建设端: 通过收购新中源, 整合贝尔高林、棕榈设计等资源, 并积极运用 PPP 模式, 完善建设端布局; 运营端: 不断提升运营能力, 依托现有运营项目, 增加运营经验; 内容端: 先后并购乐客 VR、西布罗姆维奇、呀诺达等, 进一步丰富生态城镇内容。凭借完善的产业链及丰富生态城镇产品线优势, 公司签署了近 50 亿元梅州雁洋镇特色小镇项目 (国家第一批 127 个特色小镇项目之一), 并签署多个特色小镇项目框架协议, 结合国家积极推行特色小镇建设背景 (规划到 2020 年建 1000 个特色小镇, 已公布第一批 127 个, 预计未来 4 年, 每年至少建设 218 个), 相信未来公司将有更多特色小镇落地, 业绩增长将更具保障。17 年预计实现营收 60.83 亿元, 净利润 5.07 亿元。

3、16 年毛利率下降 0.60 个 pp, 净利率提升 7.84 个 pp, 现金流明显改善

受营改增影响, 公司 16 年毛利率下降 0.60 个 pp。16 年公司加强账款回收, 经营性现金流量净额为 0.67 亿元, 增长 110.03%; 17Q1 经营性现金流净额为-2.16 亿元, 较 16Q1 有所恶化, 主要因为孙公司桂林棕榈生态城镇项目前期建设成本支出增加。

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, PPP 业务拓展顺利, 特色小镇先发优势明显; 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 24.2 和 14.7 倍, 一期目标价 15.2 元, 维持“强烈推荐-A”评级。

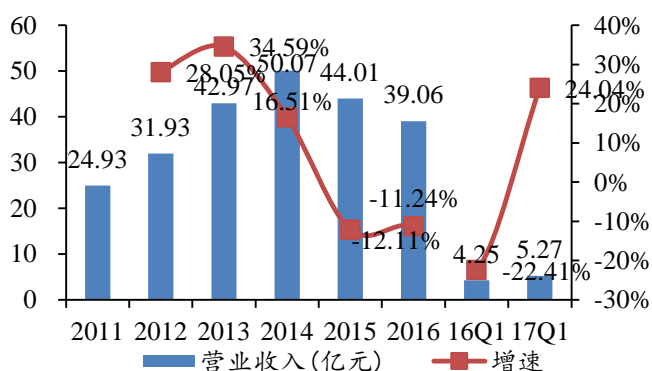
5、风险提示: 投资不及预期, 业务拓展不达预期, 回款风险

表 1: 公司盈利预测简表

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入(百万元)	3906	8562	11807	15672
同比增长	-11%	119%	38%	33%
营业利润(百万元)	51	921	1519	2047
同比增长	-126%	1707%	65%	35%
净利润(百万元)	121	752	1236	1661
同比增长	-157%	523%	64%	34%
每股收益(元)	0.09	0.55	0.90	1.21
P/E(倍)	150.4	24.2	14.7	10.9
P/B(倍)	4.3	3.6	3.0	2.4

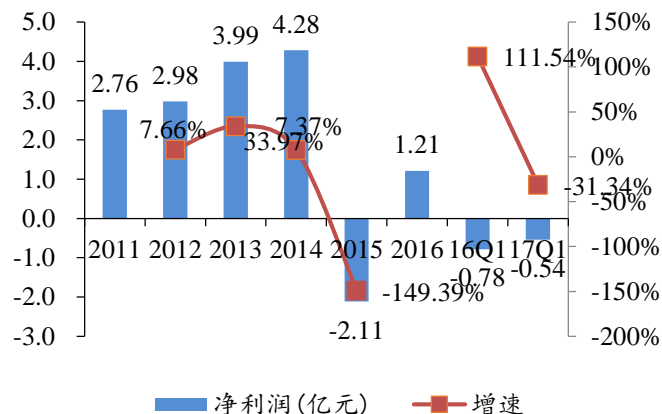
资料来源: Wind、招商证券

图 1: 2016 年营收下降 11.24%



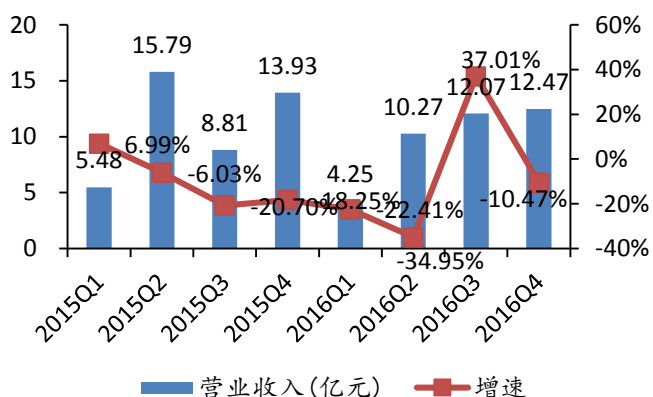
资料来源: Wind、招商证券

图 2: 2016 年净利润明显改善



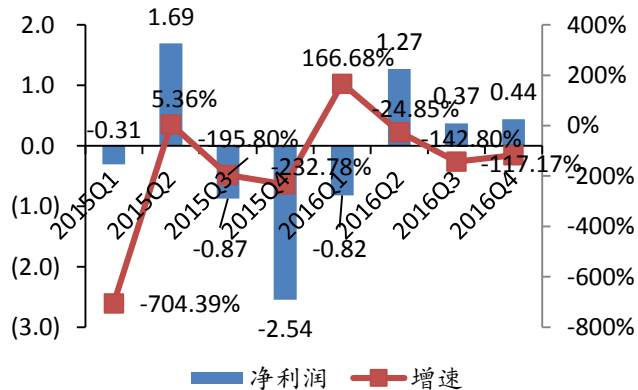
资料来源: Wind、招商证券。注: 2015 年亏损, 不便做同比增速

图 3: 公司分季度营业收入情况



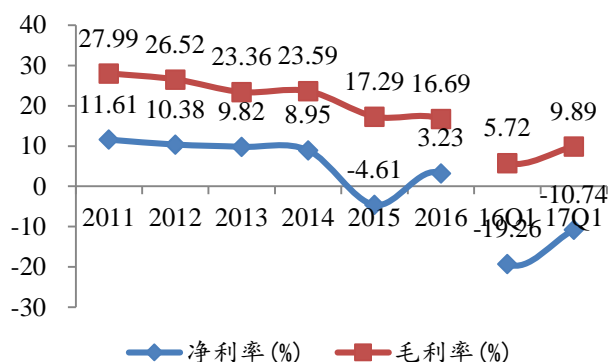
资料来源: Wind、招商证券

图 4: 公司分季度净利润情况



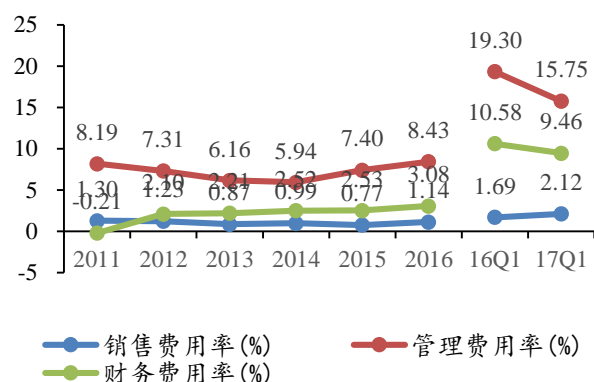
资料来源: Wind、招商证券

图 5：16 年毛利率降 0.6 个 pp，净利率升 7.84 个 pp



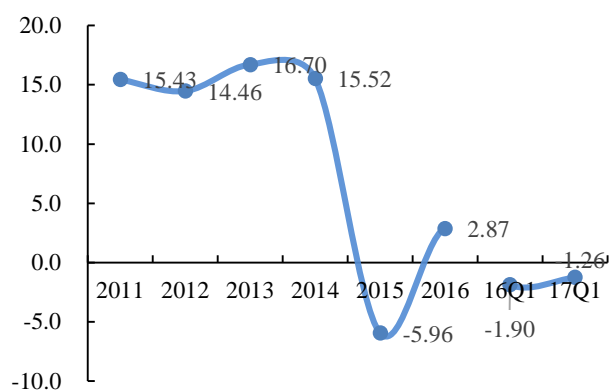
资料来源：Wind、招商证券

图 6：16 年期间费用率提升 1.94 个 pp



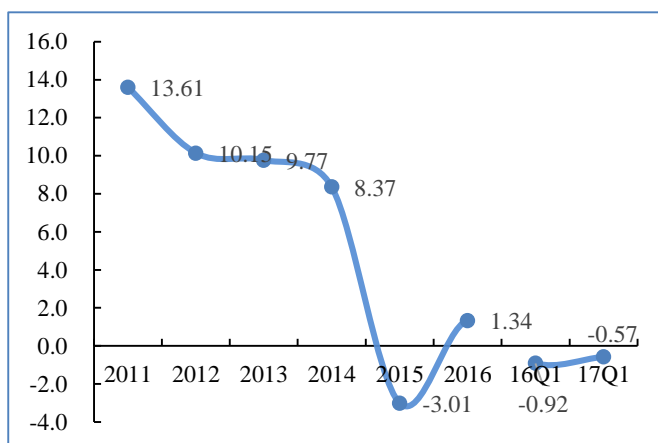
资料来源：Wind、招商证券

图 7：2016 年 ROE 较去年同期好转



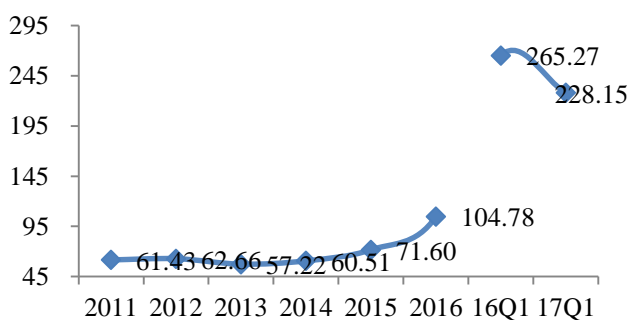
资料来源：Wind、招商证券

图 8：2016 年 ROIC 较去年同期好转



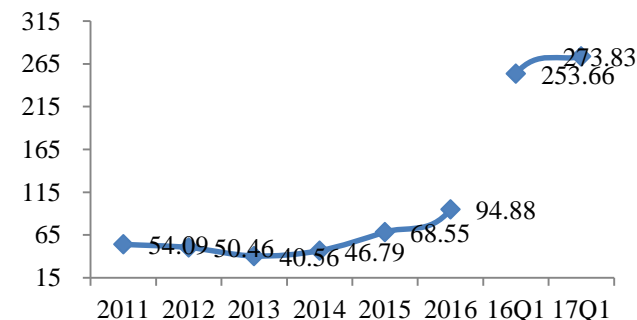
资料来源：Wind、招商证券

图 9：2016 年收现比较去年同期有所上升



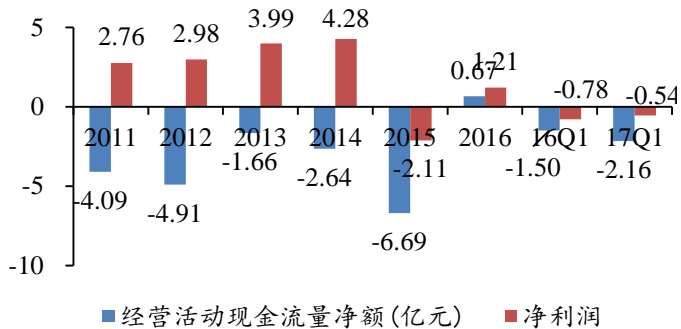
资料来源：Wind、招商证券

图 10：2016 年付现比较去年同期有所上升



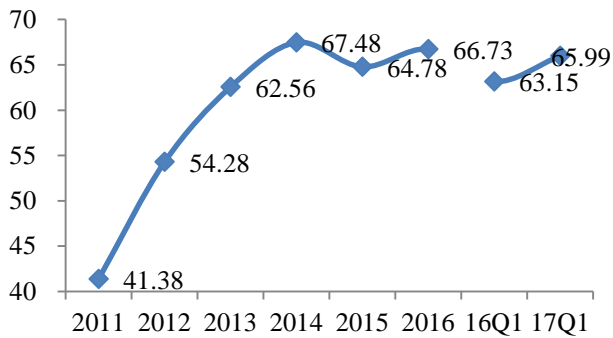
资料来源：Wind、招商证券

图 11: 2016 年经营活动现金流净额好转



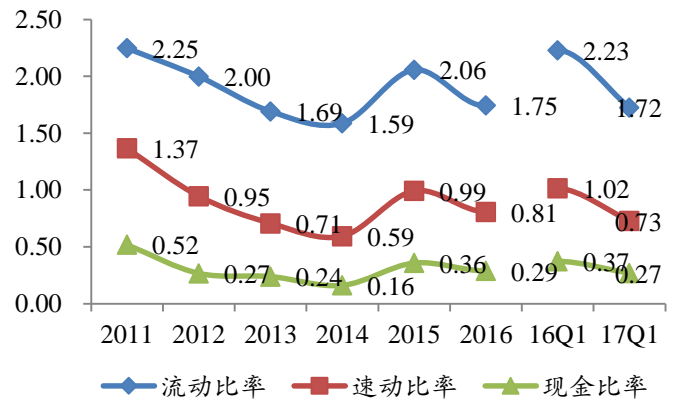
资料来源: Wind、招商证券

图 12: 公司资产负债率相比去年同期略有上升



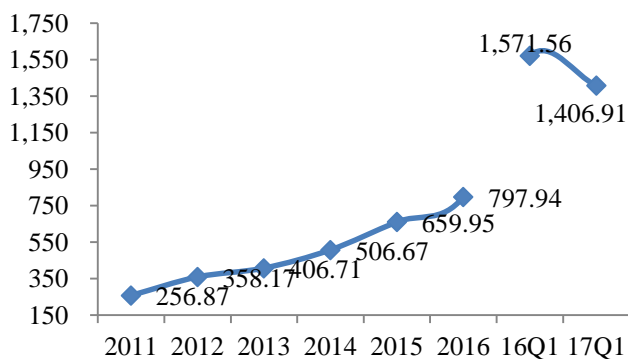
资料来源: Wind、招商证券

图 13: 短期偿债能力较去年同期上升



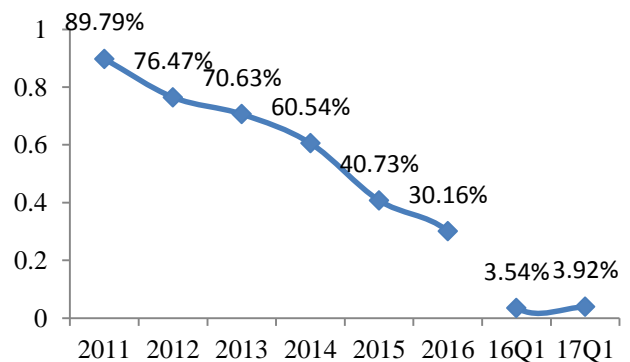
资料来源: Wind、招商证券

图 14: 2016 年营业周期较去年同期上升



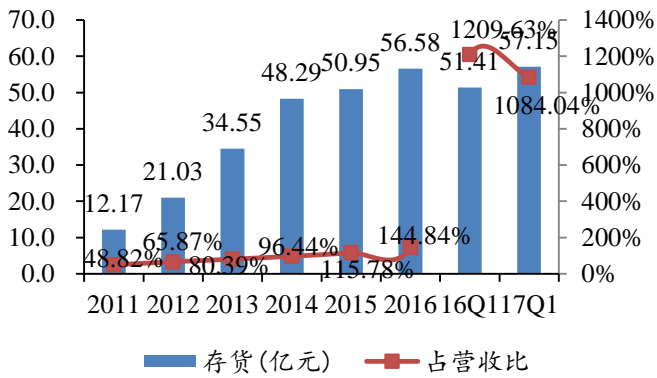
资料来源: Wind、招商证券

图 15: 2016 年总资产周转率较去年同期下降



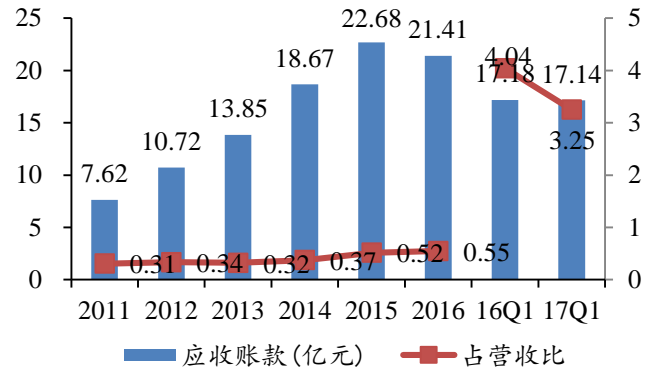
资料来源: Wind、招商证券

图 16: 2016 年存货占营收比重较去年同期略升



资料来源: Wind、招商证券

图 17: 2016 年应收账款占营收比重较去年同期略升



资料来源: Wind、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	9835	10538	15644	20745	27472
现金	1598	1623	638	861	1367
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	115	125	274	378	502
应收款项	2268	2141	4481	6062	7999
其它应收款	222	381	835	1152	1529
存货	5095	5658	8090	10467	13652
其他	537	610	1326	1825	2423
非流动资产	2410	3118	3064	3016	2973
长期股权投资	255	673	673	673	673
固定资产	496	469	444	421	400
无形资产	211	210	189	170	153
其他	1446	1765	1758	1752	1747
资产总计	12245	13656	18708	23761	30445
流动负债	4779	6037	10330	14263	19492
短期借款	690	753	1281	2106	3502
应付账款	2658	2613	5376	7318	9714
预收账款	319	567	2009	2735	3630
其他	1111	2104	1664	2104	2646
长期负债	3153	3075	3075	3075	3075
长期借款	1367	976	976	976	976
其他	1786	2099	2099	2099	2099
负债合计	7932	9112	13405	17338	22567
股本	551	1377	1377	1377	1377
资本公积金	2322	1491	1491	1491	1491
留存收益	1281	1402	2127	3191	4570
少数股东权益	160	274	308	364	440
归属于母公司所有者权益	4153	4270	4995	6059	7438
负债及权益合计	12245	13656	18708	23761	30445

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	(669)	67	(116)	(291)	(420)
净利润	(211)	121	752	1236	1661
折旧摊销	68	64	68	62	57
财务费用	139	185	163	166	225
投资收益	254	(18)	(18)	(40)	(50)
营运资金变动	(913)	(282)	(1139)	(1788)	(2410)
其它	(5)	(3)	59	74	97
投资活动现金流	(1138)	(759)	5	27	37
资本支出	(23)	(216)	(13)	(13)	(13)
其他投资	(1116)	(543)	18	40	50
筹资活动现金流	2768	674	(873)	486	890
借款变动	461	488	(683)	824	1396
普通股增加	90	826	0	0	0
资本公积增加	1375	(831)	0	0	0
股利分配	(32)	0	(28)	(171)	(282)
其他	874	190	(163)	(166)	(225)
现金净增加额	960	(18)	(985)	222	507

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	4401	3906	8562	11807	15672
营业成本	3640	3254	6696	9115	12099
营业税金及附加	115	(29)	(64)	(88)	(117)
营业费用	34	45	98	106	141
管理费用	326	329	653	901	1195
财务费用	111	120	163	166	225
资产减值损失	116	154	114	128	132
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(254)	18	18	40	50
营业利润	(194)	51	921	1519	2047
营业外收入	11	110	18	18	18
营业外支出	3	6	4	4	5
利润总额	(186)	155	934	1532	2060
所得税	16	29	147	240	324
净利润	(203)	126	787	1292	1736
少数股东损益	9	6	34	56	76
归属于母公司净利润	(211)	121	752	1236	1661
EPS (元)	(0.38)	0.09	0.55	0.90	1.21

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	-12%	-11%	119%	38%	33%
营业利润	-137%	-126%	1707%	65%	35%
净利润	-149%	-157%	523%	64%	34%
获利能力					
毛利率	17.3%	16.7%	21.8%	22.8%	22.8%
净利率	-4.8%	3.1%	8.8%	10.5%	10.6%
ROE	-5.1%	2.8%	15.1%	20.4%	22.3%
ROIC	-1.0%	1.8%	12.0%	14.9%	15.4%
偿债能力					
资产负债率	64.8%	66.7%	71.7%	73.0%	74.1%
净负债比率	18.0%	21.5%	12.1%	13.0%	14.7%
流动比率	2.1	1.7	1.5	1.5	1.4
速动比率	1.0	0.8	0.7	0.7	0.7
营运能力					
资产周转率	0.4	0.3	0.5	0.5	0.5
存货周转率	0.7	0.6	1.0	1.0	1.0
应收帐款周转率	2.1	1.8	2.6	2.2	2.2
应付帐款周转率	1.3	1.2	1.7	1.4	1.4
每股资料 (元)					
每股收益	-0.38	0.09	0.55	0.90	1.21
每股经营现金	-1.21	0.05	-0.08	-0.21	-0.31
每股净资产	7.54	3.10	3.63	4.40	5.40
每股股利	0.00	0.02	0.12	0.20	0.27
估值比率					
PE	-34.4	150.4	24.2	14.7	10.9
PB	1.8	4.3	3.6	3.0	2.4
EV/EBITDA	-684.6	133.7	24.6	16.2	12.2

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。