

棕榈股份 (002431)

推荐

行业：园林工程

长风破浪智转型，特色小镇夺先锋

投资要点：

✧ **紧抓特色小镇发展契机，奠定特色小镇龙头地位。**特色小镇作为我国城镇化建设的“特色担当”，受到政府力推。住建部提出“到2020年争取培育1000个左右的特色小镇”，预计将产生约6万亿的投资规模。公司凭借资源优势与品牌效应，切入特色小镇领域，先后获得山东蓬莱葡萄酒、广东梅州雁洋镇、肇庆市高要区回龙镇、奉化滨海养生小镇四大项目，金额合计165.69亿元。

✧ **“建设-运营-内容”全产业链优势助力特色小镇建设。**公司完成了由专业园林景观服务商向综合型生态城镇运营商的转型，构建了“建设-运营-内容”三位一体的全产业链模式。建设端通过整合棕榈设计、贝尔高林、新中源内外资源提升设计施工能力；运营端依托浔龙河、时光贵州、云漫湖等项目经营开放增强运营实力；内容端通过并购乐客VR、英超西布罗姆维奇、三亚呀诺达丰富产业内容。全产业链优势有利于公司特色小镇业务拓展以及盈利能力改善。

✧ **PPP在手订单储备丰富，确保公司业绩高速增长。**2016年至今，公司累计获得重大订单185.57亿元，是2016年营收的4.76倍，其中PPP订单为126.48亿元，占比达69%，PPP已经成为推动公司业务拓展的核心力量。由于公司所获订单多集中在2016Q4/2017Q1/2017Q2，预计2017年公司业绩将迎来巨大释放。同时，公司与地方政府达成了多项战略合作协议，2016年至今，累计签订战略合作协议393.5亿元，为公司未来业绩增长奠定了坚实基础。

✧ **战略转型阵痛已过，业绩筑底回升可期。**2014-2015年，受公司战略转型及地产园林景气度下降影响，公司业绩有所下滑。2016年，公司盈利能力有所回升，实现归属净利润1.21亿元，同比增长157.14%，整体业绩扭亏为盈。我们认为公司业绩下跌因素基本消除，考虑到公司战略转型基本完成、订单储备丰富以及业务由地产园林向市政园林切换，公司未来业绩有望显著回升。

✧ **2017/2018/2019年归母净利润为5.23/8.53/11.19亿元，对应EPS为0.38、0.62、0.81，对应PE分别为30、18、14倍。给予公司未来6-12个月35倍PE，对应目标价13.30元，给予“推荐”评级。**

✧ **风险提示：**市政业务开展不达预期，PPP项目落地不及预期

主要财务指标

单位：百万元	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3906	6766	9101	11372
收入同比(%)	-11%	73%	35%	25%
归属母公司净利润	121	523	853	1119
净利润同比(%)	-43%	333%	63%	31%
毛利率(%)	16.7%	20.8%	22.5%	23.3%
ROE(%)	2.8%	10.9%	15.1%	16.5%
每股收益(元)	0.09	0.38	0.62	0.81
P/E	131.06	30.26	18.56	14.15
P/B	3.71	3.30	2.80	2.34
EV/EBITDA	78	20	13	10

资料来源：中国中投证券财富研究部

作者

署名：李凡

S0960511030012

0755-82026745

lifan@china-invs.cn

参与人：伊真真

S0960117010022

0755-88320893

yizhenzhen@china-invs.cn

6-12个月目标价：13.30

当前股价：11.50

评级调整：首次

基本资料

总股本(百万股)	1,377
流通股本(百万股)	904
总市值(亿元)	158
流通市值(亿元)	104
成交量(百万股)	94.94
成交额(百万元)	1,060.13

股价表现



相关报告

目 录

一、 园林翘楚转型生态城镇，业绩有望筑底回升	4
1.园林翘楚高瞻远瞩，战略转型生态城镇.....	4
2.战略转型阵痛已过，业绩筑底回升可期.....	5
二、 生态城镇发展紧锣密鼓，特色小镇建设应运而生	7
1.政策助力生态城镇发展，特色小镇成为重要突破点.....	7
2.特色小镇获政府力推，突显社会经济意义.....	8
3.特色小镇建设发展迅速，市场空间超万亿.....	10
三、 力争特色小镇建设先锋，PPP 带来订单业绩双利好	12
1.全产业链优势助推战略转型，商业模式变革提升盈利能力.....	12
2.领跑生态城镇战略转型，奠定特色小镇龙头地位.....	15
3.PPP 发展前景广阔，订单充裕推动业绩高速增长.....	16
4.财务状况良好，确保生态城镇战略顺利实施.....	19
四、 盈利预测及投资建议	21
五、 风险提示	22

图目录

图 1 棕榈股份发展历程.....	4
图 2 2010-2016 年主营业务收入构成（亿元）.....	4
图 3 2016 年主营业务构成情况.....	4
图 4 公司股权结构图.....	5
图 5 2011-2016 年归母净利润与营收情况.....	6
图 6 2011-2016 年经营性活动现金流情况.....	6
图 7 2011-2016 年毛利率与净利率情况.....	6
图 8 2011-2016 年期间费用率情况.....	6
图 9 特色小镇十大类型.....	8
图 10 特色小镇建设内容示意图.....	11
图 11 第一批特色小镇项目地区分布情况.....	11
图 12 第一批特色小镇类型结构.....	11
图 13 公司建设端布局情况.....	13
图 14 公司建设端战略合作情况.....	13
图 15 公司商业模式示意图.....	15
图 16 我国 PPP 项目投资额变化.....	17
图 17 我国 PPP 项目落地率变化.....	17
图 18 2016 年 12 月末 PPP 入库投资额行业分布情况.....	17
图 19 2011-2016 年生态园林企业货币资金（亿元）.....	20
图 20 2011-2016 年生态园林企业资产负债率.....	20
图 21 2011-2016 年生态园林企业流动比率.....	20
图 22 2011-2016 年生态园林企业速动比率.....	20

表目录

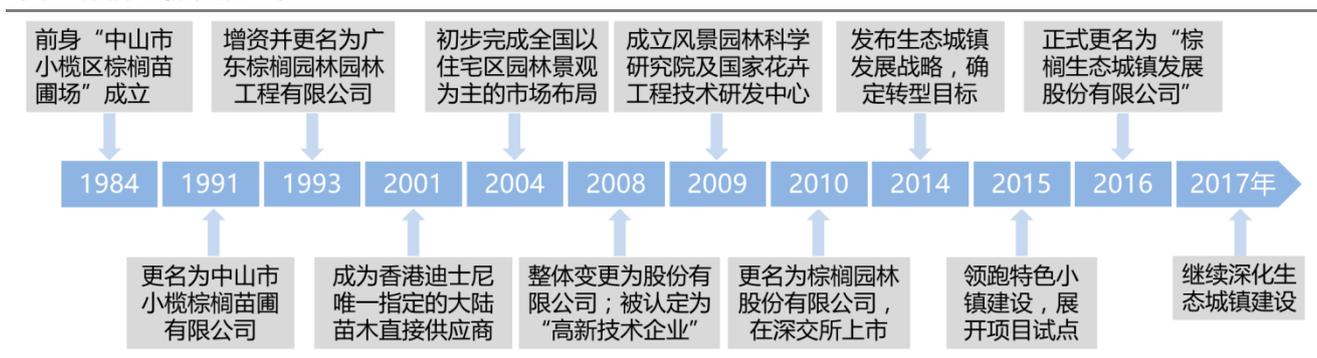
表 1 生态城镇建设相关支持政策.....	7
表 2 政策密集出台推动特色小镇建设.....	8
表 3 特色小镇地方政策持续推出.....	9
表 4 代表性特色小镇投资情况.....	12
表 5 “生态城镇+”建设相关事项.....	14
表 6 三大生态城镇试点项目运营情况.....	15
表 7 公司特色小镇项目签署情况.....	16
表 8 2016 年以来公司重大订单一览.....	18
表 9 2016 年以来公司签署战略合作协议一览.....	19
表 10 公司盈利预测（单位：亿元）.....	21

一、园林翘楚转型生态城镇，业绩有望筑底回升

1. 园林翘楚高瞻远瞩，战略转型生态城镇

棕榈生态城镇发展股份有限公司正式成立于1991年，2008年完成股改并于2010年6月10日在深交所成功上市，成为中国第二家上市园林企业。2016年4月，公司正式由原先的“棕榈园林股份有限公司”更名为“棕榈生态城镇发展股份有限公司”。经过三十多年的发展，公司已成长为拥有“建设-运营-内容”全产业链三位一体生态城镇业务龙头。

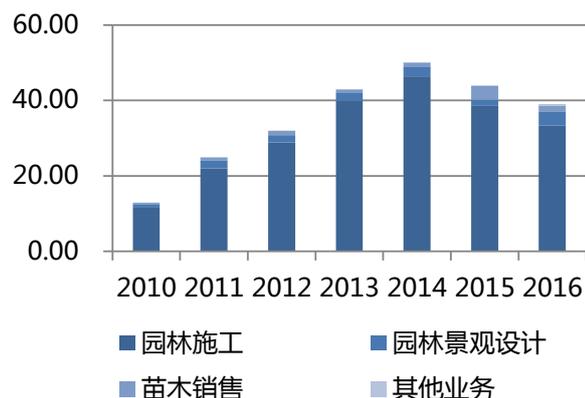
图1 棕榈股份发展历程



资料来源：公司官网、中国中投证券财富研究部

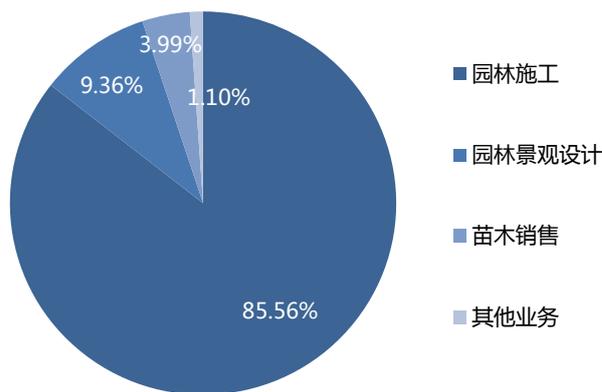
公司主要从事风景园林景观设计和营建，业务涵盖园林景观规划设计与咨询、园林工程施工与养护、园林苗木生产与销售、园林技术与材料研发。园林工程施工为公司收入主要来源，营业收入占比历年最高。2016年，园林施工收入占比为85.56%，园林景观设计占比为9.36%，苗木销售占比为3.99%，其他业务占比为1.10%。

图2 2010-2016年主营业务收入构成（亿元）



资料来源：WIND、中国中投证券财富研究部

图3 2016年主营业务构成情况



资料来源：WIND、中国中投证券财富研究部

2014年公司依托在生态环境领域的优势，积极响应国家生态文明建设和新型城镇化发展战略，提出了转型生态城镇建设的战略，并在在湖南长沙、贵州贵安等地开展项目试点，成功打造浔龙河、时光贵州、云漫湖等新型生态城镇。在此基础上，公司积极把握特色小镇这一发展契机，深入特色小镇建设领域，先后签订广东梅州雁洋客家小镇、

山东蓬莱刘家沟葡萄酒小镇、肇庆高要回龙镇以及奉化滨海养生小镇等 4 个特色小镇项目，其中前三个小镇被列入国家首批 127 个特色小镇名单。

2016 年，公司通过外延收购方式，积极完成从“生态城镇”到“生态城镇+”的战略升级，成功构建了生态城镇“建设-运营-内容”三位一体的“三驾马车”业务模式，奠定了公司在生态城镇建设领域的龙头地位。2017 年，公司将以大力拓展生态城镇业务为主要目标，联合建设、运营、内容三大板块力量，共同推动生态城镇建设战略的长期有效发展，以“特色小镇”为契机进行整合营销，扩大市场占有份额，稳步推进生态城镇业务逐步落地，催化公司业绩的进一步释放。

目前公司旗下拥有棕榈设计有限公司、棕榈盛城投资有限公司、棕榈生态城镇科技（上海）有限公司、山东胜伟园林科技有限公司等全资或控股子公司。2016 年 12 月，公司战略收购浙江新中源建设有限公司 45% 的股权，从而实现横向整合与业务的有效协同，进一步推动公司全面转型生态城镇建设。公司实际控制人为吴桂昌、吴建昌、吴汉昌三人，合计持有公司股份 17.59%。

图 4 公司股权结构图



资料来源：公司年报、中国中投证券财富研究部

2. 战略转型阵痛已过，业绩筑底回升可期

内外因素叠加，导致公司 2014-2015 年业绩下滑。主要因素为：1) 宏观因素：一是经济下行，房地产市场低迷，地产园林业务量减少，导致营业收入降低；二是园林行业竞争加剧，导致公司毛利率下降。2) 微观因素：一是公司于 2015 年收购贝尔高林 50% 股权及其商标，由于二期收购价格低于一期，导致账面价值大于应享有被投资单位净资产的公允价值，公司为此确认投资损失约 2.7 亿元，导致当年出现亏损；二是公司处于生态城镇转型期，前期各项投入较大，相应期间费用率持续上升，各类业务处于调整，原主营业务地产园林业务减少，市政园林业务尚在开展，转型效益并未体现。

2014 年后公司业绩和现金流状况显著恶化。2015 年公司营业收入为 44.01 亿元，

同比下降 12.11%；归母净利润为-2.11 亿元，同比下降 149.39%。2015 年公司经营活动现金净流量为-6.69 亿元，比 2014 年降低了 4.05 亿元，现金流状况显著恶化。

图 5 2011-2016 年归母净利润与营收情况

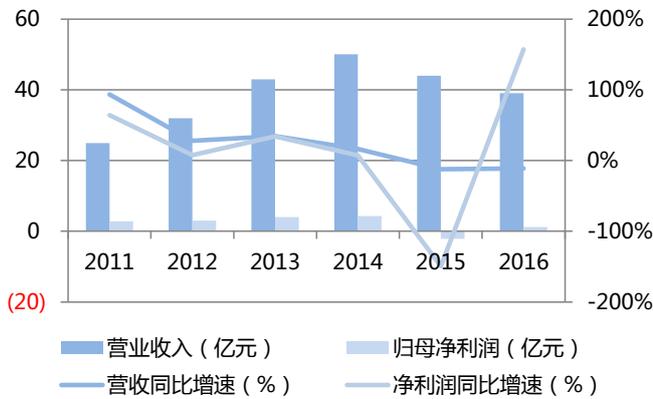
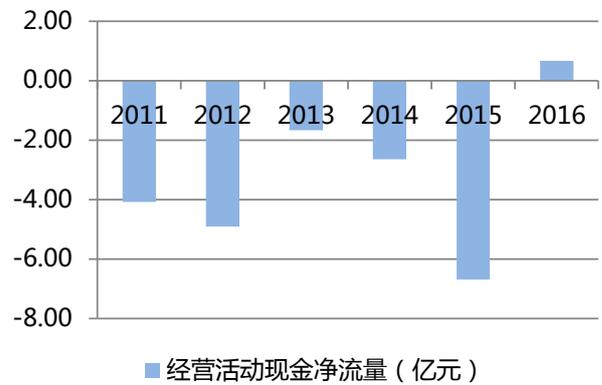


图 6 2011-2016 年经营性活动现金流情况



资料来源：WIND、中国中投证券财富研究部

资料来源：WIND、中国中投证券财富研究部

2014-2015 年，公司毛利率和净利率显著下降。2014-2015 年公司毛利率显著下降，2015 年公司毛利率为 17.29% 比 2014 年减少了 6.3 个百分点；净利率为-4.61%，比 2014 年减少了 13.56 个百分点。自 2014 年以来，公司期间费用率不断升高，其中管理费用率上升幅度最大，2015 年公司管理费用率达 7.40%。

图 7 2011-2016 年毛利率与净利率情况

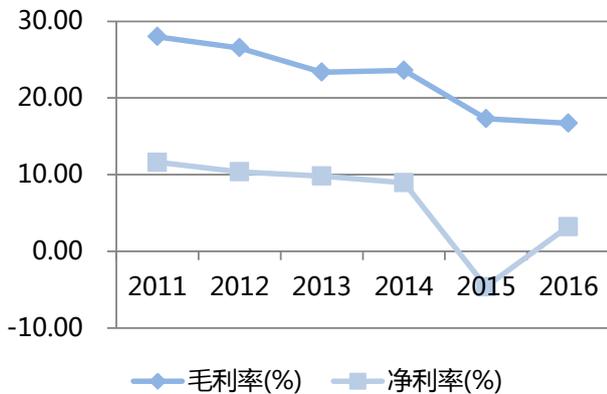
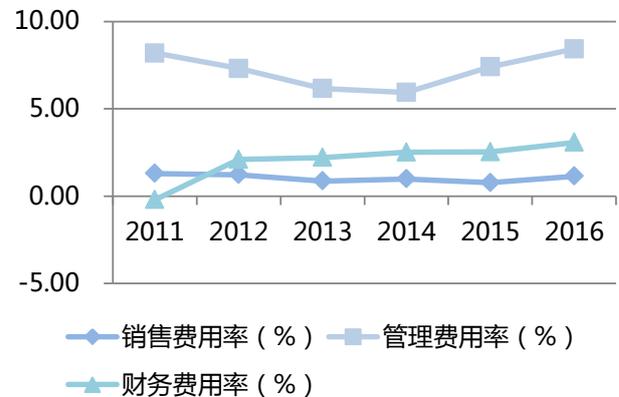


图 8 2011-2016 年期间费用率情况



资料来源：WIND、中国中投证券财富研究部

资料来源：WIND、中国中投证券财富研究部

2016 年公司扭亏为盈，业绩整体回温。2016 年，公司基本完成从专业园林景观服务商向复合型生态城镇运营商的战略转型，盈利能力有所回升，公司净利率由-4.61% 提升至 3.23% 实现归属净利润 1.21 亿元，较 2015 年的-2.11 亿元，增长了 157.14%，整体业绩扭亏为盈。同时公司的经营性活动现金流也在近几年首次转正，现金流状况显著改善。公司已经基本度过战略转型阵痛期，业绩筑底完成，有望实现回升。

业绩下跌因素基本消除，未来业绩显著回升可期。1) 宏观层面：园林行业景气度上行，PPP 相关政策持续发力，为园林公司订单承接与项目执行提供机遇。2) 微观层面：一是公司收购贝尔高林效益将显现，按照收购业绩承诺，贝尔高林 2016、2017 年的净利润将至少达到 1.0、1.2 亿港元，这将显著增厚公司业绩；二是公司目前已基

本完成生态城镇转型，转型效益将逐渐体现，预计公司未来业绩将持续增长；三是公司 2016 年新签的订单大多集中在第四季度，加上 2017 年新签的大额订单，预计 2017 年公司将迎来业绩大释放；四是公司主营业务由原先的地产园林向市政园林切换，市政园林相比地产园林拥有更高的毛利率水平，预计公司盈利水平将进一步提高。

二、生态城镇发展紧锣密鼓，特色小镇建设应运而生

1. 政策助力生态城镇发展，特色小镇成为重要突破点

生态城镇为中国城市化发展提供全新路径，获政府力推。生态城镇是在实现自然生态系统良性循环前提下，以生态经济体系为核心，促进社会可持续发展，实现城镇经济、社会、生态效益最大化的新型发展模式。2013 年 11 月，中共十八大提出“生态文明”与“新型城镇化”国家战略，为生态城镇打开了广阔的行业发展前景。2014 年 3 月，中共中央、国务院联合颁布《国家新型城镇化规划（2014-2020 年）》，明确提出要努力探索中国特色新型城镇化道路，将生态文明理念融入城镇发展建设中，加快发展具有特色资源、区位优势的小城镇。随后各项政策持续颁布，生态城镇战略得以持续推进。

表 1 生态城镇建设相关支持政策

时间	政策文件	主要内容	颁布机构
2013.11	中共十八届三中全会公报	全面推进生态文明建设，加快构建新型工农城乡关系，完善城镇化健康发展体制机制。	中共中央
2014.03	《国家新型城镇化规划(2014 - 2020 年)》	努力探索中国特色新型城镇化道路。	中共中央、国务院
2015.04	《关于加快推进生态文明建设的意见》	指出生态文明建设的基本原则、主要目标、重点任务等，提出要深入持久地推进生态文明建设，开创社会主义生态文明新时代。	中共中央、国务院
2015.09	《生态文明体制改革总体方案》	提出生态文明体制改革总体要求，并提出健全自然资源资产产权制度、健全资源有偿使用和生态补偿制度等要求。	国务院
2016.02	《关于深入推进新型城镇化建设的若干意见》	总结推广各地区行之有效的经验，继续深入推进新型城镇化建设。	国务院
2016.03	十三五规划纲要	加快新型城镇化建设步伐，加大生态环境保护力度，提高资源利用效率。	两会
2016.11	《“十三五”生态环境保护规划》	提出生态环境保护基本原则和主要目标，并部署专项治理、全程监控、生态修复、制度创新等具体工作方向。	国务院

资料来源：国务院、中国中投证券财富研究部

特色小镇成为引领生态城镇建设的“特色担当”和发展新空间。特色小镇，是一种基于创新、协调、绿色、开放、共享发展理念，结合自身资源与特质，明确产业定位与文化内涵，实现产业特色化、功能集成化、环境生态化的重要功能平台。相比而言，生态城镇侧重于基础设施建设、城镇配套建设、居民公共服务均等化等方面，更注重公共性和社会性；而特色小镇则强调生产、生活、生态融合，更注重经济性与产业性。特色小镇是生态城镇结合当下经济发展趋势产生的一种新型产业经济模式，为生态城镇建设

带来了新的契机与空间。

图 9 特色小镇十大类型

	<p>历史文化型 优势:历史脉络清晰;文化特色鲜明;规划建设尊重历史传统 典型案例:龙泉青瓷小镇/湖州丝绸小镇</p>		<p>城郊休闲型 优势:与城市距离近;根据城市人群需求针对性开发;基础设施建设与城市差距较小 典型案例:旧州美食小镇/丽水长寿小镇</p>
	<p>新兴产业型 优势:区域经济发展程度较高;以科技智能等新兴产业为主 典型案例:西湖云栖小镇/临安云制造小镇</p>		<p>城郊休闲型 优势:以新奇特等产业为主;规模不宜过大 典型案例:平阳宠物特色小镇/大唐袜艺小镇</p>
	<p>交通区位型 优势:交通便利;产业建设能联动周边城市资源,实现资源高效利用 典型案例:萧山空港小镇/建德航空小镇</p>		<p>资源禀赋型 优势:资源优势突出;市场前景广阔 典型案例:定海远洋渔业小镇/青田石雕小镇</p>
	<p>生态旅游型 优势:生态环境良好;产业以绿色低碳、生态观光、康体休闲为主 典型案例:丽江玫瑰小镇/宁海森林温泉小镇</p>		<p>时尚创意型 优势:以时尚产业为主导,与国际接轨;文化与时尚共同推动产业融合发展 典型案例:余杭艺尚小镇/滨江创意小镇</p>
	<p>金融创新型 优势:区域经济发展迅速;市场广阔 典型案例:上城玉皇山南基金小镇/梅山海洋金融小镇</p>		<p>高端制造型 优势:产业以高精尖为主;注重人才引进 典型案例:宁海智能汽车小镇/萧山机器人小镇</p>

资料来源:前瞻产业研究院、中国中投证券财富研究部

2. 特色小镇获政府力推, 突显社会经济意义

政府着力推进特色小镇建设, 各项政策密集出台。特色小镇概念最早源于浙江省, 2015年4月浙江省出台《关于加快特色小镇规划建设的指导意见》, 首次正式提出“特色小镇是相对独立于市区, 具有明确产业定位、文化内涵、旅游和一定社区功能的发展空间平台, 区别于行政区划单元和产业园区”。2016年7月住建部、发改委和财政部联合出台《关于开展特色小镇培育工作的通知》, 指出要在全中国范围内开展特色小城镇培育工作, 到2020年争取培育1000个各具特色, 富有活力的休闲旅游、商贸物流、现代制造、教育科技、传统文化、美丽宜居等特色小镇。该通知发布后, 国家各部委先后发布一系列法规政策, 支持和引导特色小镇建设。

表 2 政策密集出台推动特色小镇建设

时间	政策文件	主要内容	颁布机构
2015.04	《关于加快特色小镇规划建设的指导意见》	率先出台特色小镇相关政策, 落实特色小镇建设的具体规划与工作内容。	浙江省政府
2016.01	《关于落实发展新理念加快农业现代化实现全面小康目标的若干意见》	加强乡村生态环境和文化遗存保护, 发展具有历史记忆、地域特点、民族风情的特色小镇, 建设一村一品、一村一景、一村一韵的魅力村庄和宜游宜养的森林景区。	中共中央、国务院
2016.03	十三五规划纲要	提出要加快发展中小城市和特色镇, 因地制宜	两会

		发展特色鲜明、产城融合、充满魅力的小城镇。	
2016.07	《关于开展特色小镇培育工作的通知》	提出在全国范围内开展特色小镇培育工作，到 2020 年争取培育 1000 个左右各具特色、富有活力的特色小镇，约占全国建制镇 5%。	住建部、发改委、财政部
2016.08	《关于做好 2016 年特色小镇推荐工作的通知》	明确要求全国各省市推荐上报特色小镇，特色小镇推荐上报工作正式拉开帷幕。	住建部
2016.10	《关于加快美丽特色小（城）镇建设的指导意见》	提出要坚持用改革的思路、创新的举措发挥统筹协调作用，借鉴浙江等地采取创建制培育特色小镇的经验，加强分类指导，结合地方实际研究出台配套政策，努力打造一批成功的美丽特色小（城）镇。	发改委
2016.10	《关于推进政策性金融支持小城镇建设的通知》	提出要为特色小（城）镇提供金融政策扶持。	住建部、农发行
2016.12	《关于实施“千企千镇工程”推进美丽特色小（城）镇建设的通知》	对相关建设部门提出具体工作要求，借“千企千镇工程”进一步推进特色小（城）镇建设。	发改委、国开行
2017.01	《关于推进开发信金融支持小城镇建设的通知》	提出要为特色小（城）镇提供金融政策扶持。	住建部、国开行

资料来源：国务院、住建部、发改委、中国中投证券财富研究部

地方政府积极响应特色小镇建设。 地方政府积极响应国家政策，持续推出特色小镇相关支持政策，不断推进特色小镇建设。浙江省作为特色小镇建设先锋，于 2015 年 4 月颁布《关于加快特色小镇规划建设的指导意见》，提出要重点培育和规划建设 100 个左右的特色小镇。广东省也于 2016 年 7 月全省特色小镇建设工作现场会上，提出到 2020 年将建成约 100 个省级特色小镇。其他省市，如福建、天津、广东、江苏、河北、山东等省市也相继出台相关支持政策及规划，大力推动特色小镇发展。

表 3 特色小镇地方政策持续推出

地区	颁布时间	政策文件/会议	主要内容
	2015.04	《关于加快特色小镇规划建设的指导意见》	率先出台特色小镇相关政策，落实特色小镇建设的具体规划与工作内容。
浙江省	2015.10	《关于金融支持浙江省特色小镇建设的指导意见》	明确了六方面 16 条金融支持举措，全力支持升级特色小镇规划建设。
	2016.03	《关于高质量加快推进特色小镇建设的通知》	发挥典型示范作用，对具有示范性的特色小镇给予一定的用地指标奖励。
广州	2016.04	《广州市供给侧结构性改革总体方案》	对相关建设部门提出具体工作要求，借“千提出”要巩固中心镇建设成果，加快建设 30 个左右特色小镇，提升城镇人口、产业、公共服务承载力。
福建省	2016.06	《福建省人民政府关于开展特色小镇规划建设的指导意见》	提出通过 3-5 年的培育，建成一批产业特色鲜明、体制机制灵活、人文气息浓厚、创业创新活力迸发、生态环境优美、多功能融合的特色小镇。
天津	2016.07	《天津市特色小镇规划建设推动方案》	2020 年将创建 10 个实力小镇、20 个特色小镇，在现代产业、民俗文化、生态旅游、商业贸易等方面亮相展现特色，建设成一镇一韵、一镇一品、一镇一特色的实力小镇、特色小镇、花园小镇。

广东省	2016.07	全省特色小镇建设工作现场会	提出到 2020 年 将建成约 100 个省级特色小镇。
	2016.07	《关于加快特色小镇规划建设的实施意见》	计划先期创建 30 个市级特色小镇，为其提供用地扶持、资金扶持、产业扶持和人才支持。
江苏省	2016.09	江苏省委十二届十二次会议	提出 2020 年前，力争形成 100 个左右特色鲜明的“特色小镇”和 100 个左右富有活力的重点中心镇，小城镇的环境面貌普遍改善
	2017.01	《关于培育创建江苏特色小镇的指导意见》	提出力争通过 3 年至 5 年分批培育创建 100 个左右产业特色鲜明、体制机制灵活、人文气息浓厚、生态环境优美、多种功能叠加、宜业宜居宜游的特色小镇。
河北省	2016.08	《关于建设特色小镇的指导意见》	提出力争通过 3 至 5 年的努力，培育建设 100 个产业特色鲜明、人文气息浓厚、生态环境优美、多功能叠加融合、体制机制灵活的特色小镇。
山东省	2016.09	《山东省创建特色小镇实施方案》	提出到 2020 年，创建 100 个左右产业上“特而强”、机制上“新而活”、功能上“聚而合”、形态上“精而美”的特色小镇。

资料来源：中国中投证券财富研究部

特色小镇对我国生态城镇建设和社会经济发展具有重要推动作用。特色小镇不仅仅是点式的产业发展平台，其以全国重点镇为基础，在积极促进产业发展的同时，有力地推动了城镇发展创新、多元产业发展、基础设施建设发展、公共服务升级、品质服务提升、环境生态改善、城乡资源合理配置和政府服务深化。特色小镇作为生态城镇建设的重要契机，对我国生态城镇建设和社会经济发展有着不可替代的作用。

(1) 特色小镇是促进城乡资源合理配置、协调发展的重要载体。农民生活现代化、城乡公共服务均等化的实现均离不开特色小镇建设的推动作用。利用好全国重点镇的试点效应和引导作用，以其作为促进城乡协调发展的连接点，将会大力推动城乡高效合作与快速发展。

(2) 特色小镇是优化地区供给、实现规模经济与集聚效应的有力手段。特色小镇的提出，有助于各个地区因地制宜，努力探索适合自身发展的特色产业，提高资源供给的效率。同时，特色小镇的产业集聚化发展，有利于产业实现规模效应和集聚效应，从而降低生产成本，提高经济发展的有效性和可持续性。

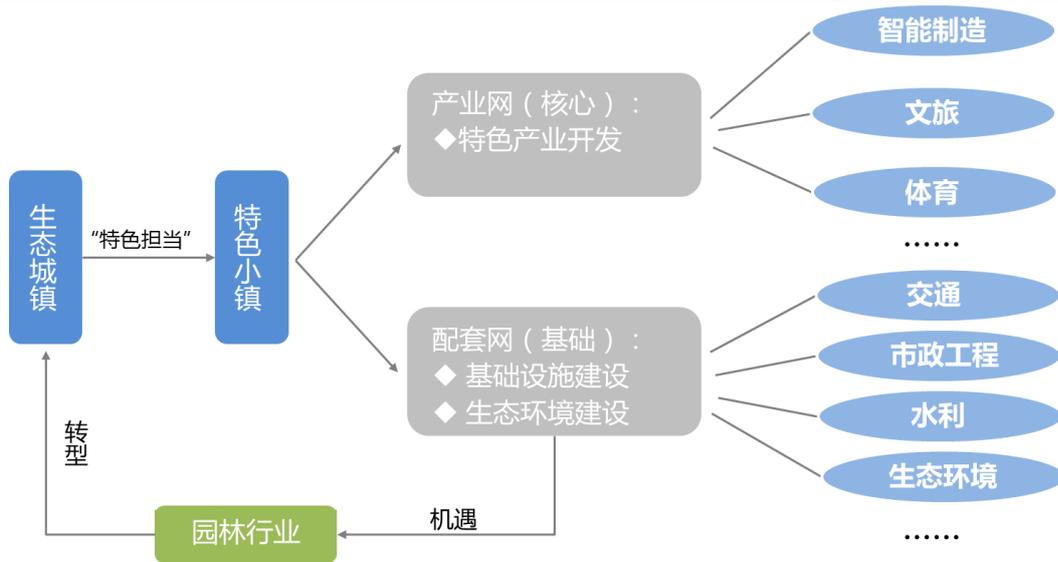
(3) 特色小镇是创业创新的新型平台。小城镇市场需求大，生产要素成本较低，能够有力吸引厂商与创业者在此展开市场开拓与产品创新开发。小城镇也积极担当着消费品下乡和农产品进城的重要枢纽，积极促进市场交易的活跃开展。率先展开特色小镇建设的浙江省，其首批 37 个特色小镇，已吸引几千家企业加盟发展，引进各类人才上万人，有力带动了社会创业创新的热潮。

3. 特色小镇建设发展迅速，市场空间超万亿

特色小镇兼顾产业经济开发与基础设施及生态环境建设需求。特色小镇聚

焦产业经济，基于当地资源与特质进行产业定位，产业覆盖范围较广，主要为最具发展基础、发展优势和发展特色的产业，例如智能制造、文化旅游、体育等特色产业。与此同时，特色小镇也带来了相关配套设施的建设需求，包括市政交通、水利、生态园林、环境保护等一系列系统性工程。特色小镇带动了区域特色产业和各类配套设施的发展，其内容与园林行业业务具有高度的关联性与协同性。园林行业承接特色小镇建设具有先天优势与强烈动机，一些园林企业纷纷布局特色小镇建设，这必将催生出巨大的市场机遇。

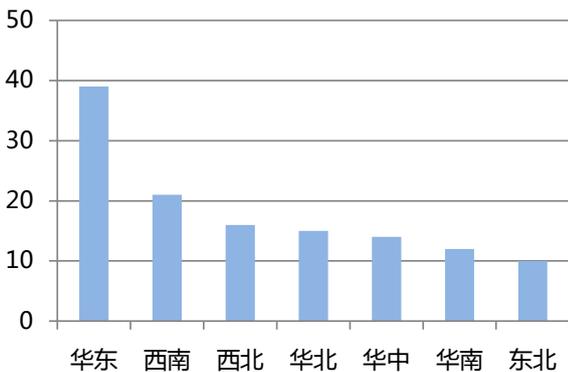
图 10 特色小镇建设内容示意图



资料来源：中国中投证券财富研究部

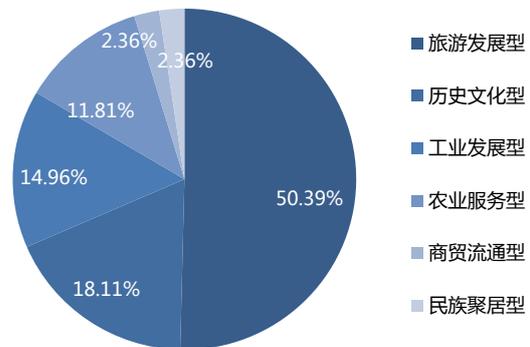
特色小镇建设进展良好。2016年10月，住建部公布了全国第一批127个特色小镇名单。其中，浙江省的特色小镇最多，有8个；山东省、江苏省、四川省次之，有7个；广东省6个；安徽省、福建省、湖北省、湖南省、贵州省、陕西省分别有5个。从地区分布来看，华东地区第一批特色小镇最多，一共有39个；其次是西南和西北，分别有21个和16个。从特色小镇类型来看，旅游开发型占比最高，为50.39%，其次是历史文化型和工业发展型，分别占比18.11%和14.96%。

图 11 第一批特色小镇项目地区分布情况



资料来源：住建部、中国中投证券财富研究部

图 12 第一批特色小镇类型结构



资料来源：住建部、中国中投证券财富研究部

“十三五”期间特色小镇市场空间近 6 万亿。根据部分代表性特色小镇投资情况，估计平均一个特色小镇投资额约为 60 亿元。按 2016 年 7 月住建部颁布的《关于开展特色小镇培育工作的通知》中“到 2020 年争取培育 1000 个左右的特色小镇”的规划，预计将产生近 6 万亿投资总额，约占 2016 年 GDP 的 8.06%。除去 2016 年公布的首批 127 个特色小镇，预计特色小镇将在 2017-2020 年带来约 5.24 万亿投资额。特色小镇巨大的建设空间将为相关企业带来巨大的市场空间。

表 4 代表性特色小镇投资情况

特色小镇	总投资额（亿）	小镇类型	特色产业
龙泉青瓷小镇	30	历史文化型	青瓷
黄岩智能模具小镇	21.6	城郊休闲型	智能模具
西湖云栖小镇	12	新兴产业型	互联网云计算
平阳宠物小镇	52.2	特色产业型	宠物用品
路桥沃尔沃小镇	153.5	高端制造型	汽车
余杭艺尚小镇	45	时尚创意型	服装
酷玩小镇	110	城郊休闲型	体育旅游
天台山和合小镇	56.10	历史文化型	文化旅游

资料来源：中国中投证券财富研究部

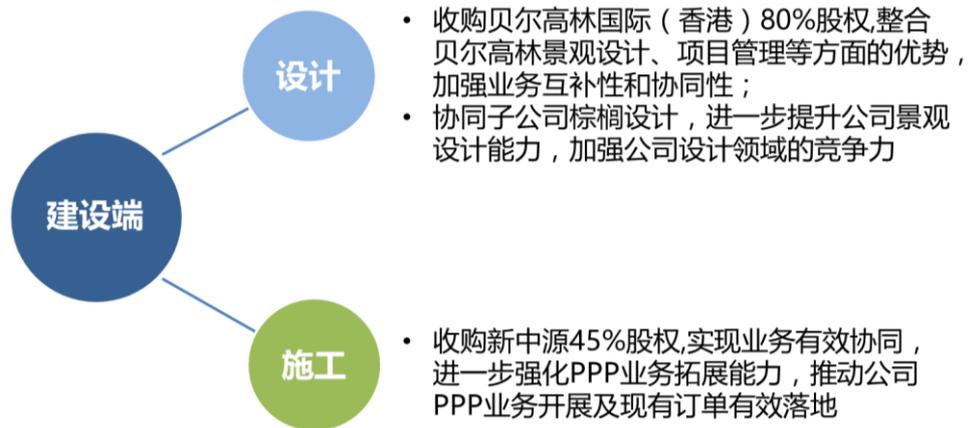
三、力争特色小镇建设先锋，PPP 带来订单业绩双利好

1. 全产业链优势助推战略转型，商业模式变革提升盈利能力

全产业链优势明显，助力生态城镇战略转型。公司于 2014 年提出生态城镇转型战略，积极进行项目试点，努力搭建“建设-运营-内容”的全产业链布局，为生态城镇建设提供完整的项目运行支持。目前，公司产业链的建设、运营、内容三端全面开花，发展势头迅猛，市场竞争力突出，生态城镇建设龙头地位得以奠定。

（1）建设端——公司先后收购贝尔高林、新中源等，通过外延收购及整合内部棕榈设计资源，形成了从融资、规划设计到基建、园林、建筑一体化的生态城镇建设平台。公司完成贝尔高林 80% 股权收购，显著提升了公司规划设计水平；收购新中源 45% 股权，提高了公司 PPP 项目承接与管理能力，有助于公司 PPP 项目的拓展与落地执行。

图 13 公司建设端布局情况



资料来源：公司公告、中国中投证券财富研究部

公司积极展开战略合作,提升建设端实力。公司先后与奥地利 HKE 建筑设计公司、英国 Vx3 建筑公司、中国建筑一局（集团）有限公司签订战略合作协议，整合双方业务与技术优势，不断提高公司工程建设能力，巩固公司生态城镇建设领域龙头地位。

图 14 公司建设端战略合作情况



资料来源：公司公告、中国中投证券财富研究部

（2）运营端——公司积极开展生态城镇项目建设，目前多个优质项目已进入有序运营阶段。以长沙浔龙河为代表的“棕榈模式”和以时光贵州、云漫湖为代表的“贵安模式”均成为全国生态城镇建设的样板。其中，浔龙河麦咭启蒙岛儿童乐园、创客街等经营项目顺利开放，吸引大批游客前往度假；时光贵州二期、云漫湖森哒星生态度假公园也开始运营。生态城镇试点项目的有序推行与顺利运营为公司积累了丰富的项目经验，有利于完善公司生态城镇标准体系，为项目的复制与输出提供标杆与样板。

（3）内容端——2016 年以来，公司积极实施资本并购，通过对乐客、乐客奥义等的战略收购以及 VR 产业基金的投资设立，提升了公司在 VR 技术与产业的市场竞争

力；通过收购三亚呀诺达、英超西布罗姆维奇以及进行战略合作、设立产业基金，加大对体育和文旅领域的投资，推动公司的产业升级与转型。公司围绕生态城镇战略，积极拓展生态城镇内涵与外延，在娱乐、文化、旅游、体育四大领域展开产业布局，将产业覆盖领域从基本的“吃、穿、住、行、娱”延伸到“科、教、文、卫”，丰富了生态城镇建设的内容，实现了从“生态城镇”到“生态城镇+”的战略升级。

表 5 “生态城镇+”建设相关事项

	时间	事项	影响
资本并购	2016.03	收购乐客 VR4%股权	推进 VR/AR 技术与公司生态城镇业务层面的全面应用对接，提升公司在 VR 主题公园领域的市场竞争力
	2016.05	收购圆融旅业 51%股权	可借助圆融旅业旗下呀诺达景区管理模式，推动公司在文化与旅游领域的发展
	2016.05	收购乐客奥义 40%股权	推动“生态城镇+”战略与 VR 主题公园的产业对接、丰富生态城镇产业端内容，实现 VR 主题公园的快速落地
战略合作	2016.08	投资英超西布罗姆维奇足球俱乐部	打造知名足球小镇，为国内的生态城镇导入特色 IP 和产业，形成公司在贵安新区的“体育小镇”模式
	2016.06	与嘉达早教签署战略合作协议	助于公司快速切入亲子行业，利于“生态城镇+”内容战略的顺利推进
设立产业基金/子公司	2016.02	对外投资 VR 产业基金	助于公司 VR/AR 技术及应用平台的搭建，增强在 VR/AR 技术与产业的投资能力
	2016.04	设立产业并购基金	拓展公司在大文旅、大体育、大教育及大健康等产业的投资机会
	2016.07	与相关方投资设立上海云郅资产管理有限公	主要投向为大体育方向，通过此产业基金布局大体育产业，推动公司产业升级转型
	2016.08	与相关方投资设立云毅国凯（上海）体育发展有限公司	进行体育产业投资，拓宽生态城镇战略延伸内容
	2017.04	参股设立广东珠三角经济带产业基金管理有限公司	充分发挥合作各方在投融资方面的经验与渠道，拓宽公司在文化旅游、环保、电子信息、能源产业的发展渠道

资料来源：公司公告、中国中投证券财富研究部

商业模式变革有望改善公司盈利能力。通过成功构建生态城镇“建设-运营-内容”三位一体的全产业链模式，公司基本完成了从专业园林景观服务商向综合型生态城镇运营商的转型。商业模式的变革有望显著改善公司盈利能力：1) 公司收入来源由单纯依靠园林景观设计施工转变为“设计施工、运营、内容”三端收入并驾齐驱，未来 1-3 年以建设端为主，未来 3-5 年加快项目运营端收入，未来 5-10 年公司通过搭建的平台，发展各类产业收入。2) 公司收费对象由政府、房地产商等 B 端客户向政府、房地产商、商店等 B 端客户以及项目最终消费者等 C 端客户拓展。3) 项目收益期限由设计施工等中短期收入向运营、内容等中长期收入延伸。

图 15 公司商业模式示意图

	建设	运营	内容
业务模式	设计施工商	招商运营商	产业经营商
收入来源	市政/地产园林设计、施工收入	商店租金、管理费、物业费	门票费等自有产业直接收入
收费对象	房地产商、政府等B端客户	餐厅、创客商店等B端客户	终端消费者等C端客户
时间规划	未来1-3年为主	未来3-5年为主	未来5-10年为主
收益期限	中短期	中长期	中长期
资源能力	棕榈设计、贝尔高林、新中源资源整合	浔龙河、时光贵州等经营项目开放	股权并购乐客VR、三亚呀诺达、英超西布罗姆维奇

资料来源：公司公告、中国中投证券财富研究部

2. 领跑生态城镇战略转型，奠定特色小镇龙头地位

公司在生态城镇建设方面拥有丰富的项目经验与市场竞争力。2014年，公司启动生态城镇转型战略，率先在长沙、贵州等地展开生态城镇建设项目试点，因地制宜，打造出与当地资源、文化等相匹配的生态城镇项目。时光贵州、云漫湖、浔龙河等项目为代表性试点项目，其引领的“贵安模式”和“棕榈模式”也成为全国生态城镇建设的样板。公司作为行业内转型最早、布局最深、产业链最全的上市公司，在生态城镇领域已建立起较好的先发优势，形成了良好的品牌效应，拥有极强的市场竞争力。

表 6 三大生态城镇试点项目运营情况

项目	区位	运营概况
时光贵州 	小镇位于贵州贵阳城西清镇市红枫湖和百花湖之间，项目处于全国最大的职业教育聚集区贵州职教城腹地，交通便利	<ul style="list-style-type: none"> 一期占地 87 亩，以讲述“贵州故事”，展现“海派生活”为主题；二期占地 150 多亩，引入特色文化业态，打造文化创意旅游小镇概念； 于 2014 年 8 月正式开街，招商率 100%，节假日日均客流量达 5 万人以上。
云漫湖 	地处贵安新区核心区，旅游资源丰富	<ul style="list-style-type: none"> 总规划用地 5.7 平方公里，总投资额约 80 亿元； 项目基于区域良好的资源特色，结合瑞士发展模式，打造贵安 E 时代“国际休闲旅游度假区”核心区。项目主要划分为云漫湖国际社区、云漫湖国际度假区、瑞士风情区三大板块； 项目也是海绵城市生态文明示范区，着力落实生态环境保护与生态修复问题。

浔龙河



地处湖南长沙县果园镇浔龙河村

- 依托良好的历史文化、交通枢纽、生态资源等优势,打造以“景观农业+旅游产业+生态居住”为核心,“民生、生态、产业”协同发展的世界级田园综合体。

资料来源：公司官网、中国中投证券财富研究部

依托生态城镇建设方面的基础与优势,紧握手特色小镇这一发展契机,2017年以来,公司深入推进特色小镇建设,先后签订山东蓬莱葡萄酒特色小镇、广东梅州梅县区雁洋镇特色小镇、肇庆市高要区回龙镇、奉化滨海养生小镇等4个特色小镇项目,金额合计达165.69亿元。其中山东蓬莱葡萄酒特色小镇、广东梅州梅县区雁洋镇特色小镇、肇庆市高要区回龙镇被列入国家首批127个特色小镇名单,这彰显出公司在特色小镇建设领域的市场竞争力,奠定了公司特色小镇建设的龙头地位。

表 7 公司特色小镇项目签署情况

发布时间	项目名称	金额(亿元)	项目合作模式	进度
2017.03.23	山东蓬莱葡萄酒特色小镇项目	20.00	未定	合作协议
2017.03.30	广东梅州梅县区雁洋镇特色小镇项目	45.90	PPP、EPC	项目中标
2017.04.25	肇庆市高要区回龙镇项目	80.00	PPP	框架协议
2017.05.04	奉化滨海养生小镇 PPP 项目	19.79	PPP	项目中标
合计		165.69		

资料来源：公司公告、中国中投证券财富研究部

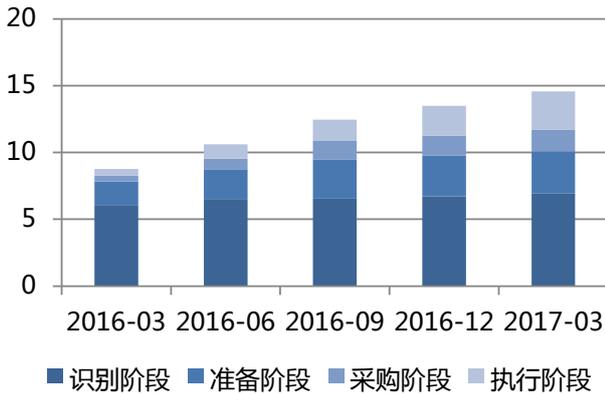
3.PPP 发展前景广阔，订单充裕推动业绩高速增长

➤ PPP 模式受政府青睐，生态环保成投资亮点

政府积极推广 PPP，为我国基础设施建设提供了良好的投融资与实施模式。2013年11月，中共十八届三中全会明确提出，允许社会资本通过特许经营等方式参与城市基础设施投资和运营，让市场在资源配置中发挥决定性作用，PPP模式获得政策基础。2014年9月，财政部发布《关于推广运用政府和社会资本合作模式有关问题的通知》，正式提出PPP概念，为PPP模式推广给出了框架性指导意见。随后，国务院、发改委和财政部等部门密集出台了一系列法规政策，力推PPP模式，引导社会资本和政府资本在公共产品领域的合作投资。

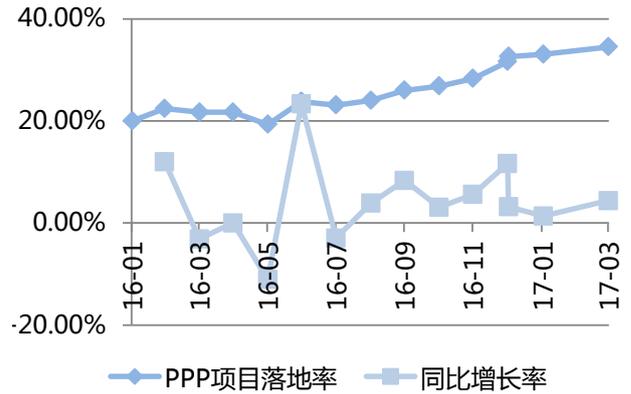
PPP 项目入库总量与投资额持续增长，项目落地率稳步提升。截止2017年3月31日，财政部PPP入库项目已达12287个，总投资额达14.57万亿，其中识别阶段7279个，总投资6.91万亿元；准备阶段2150个，总投资3.18万亿元；采购阶段1129个，总投资1.60万亿元；执行阶段1729个，总投资2.87万亿元。截止2017年3月末，全国PPP落地率达34.50%，与2016年1月末、3月末、6月末、9月末、12月末落地率19.6%、21.7%、23.8%、26.0%、31.60%相比，项目落地率稳步上升。

图 16 我国 PPP 项目投资额变化



资料来源：住建部、中国中投证券财富研究部

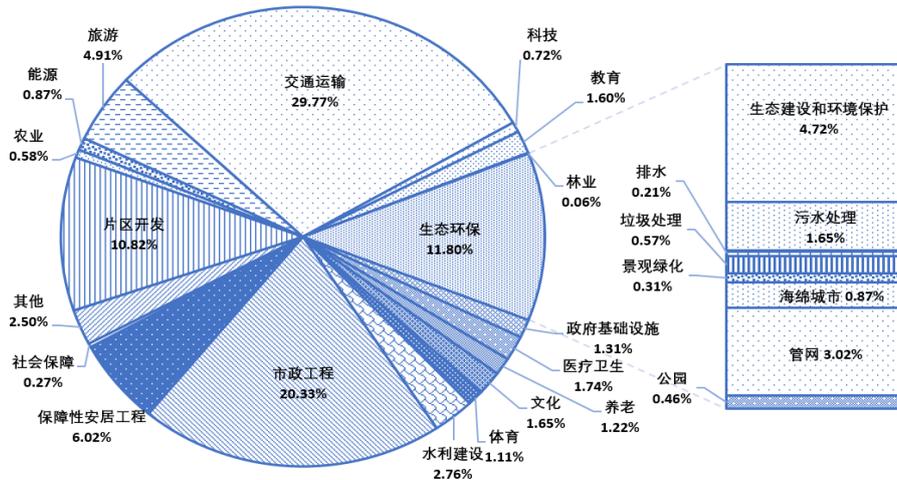
图 17 我国 PPP 项目落地率变化



资料来源：住建部、中国中投证券财富研究部

生态环保成为 PPP 项目投资亮点。从行业来看，交通运输、市政工程、生态环保（包含 PPP 项目库中原有划分至市政工程行业的污水处理、海绵城市等项目）在 PPP 项目入库投资额中占比最大，分别为 29.77%、20.33%、11.80%，而增速最快的无疑是从十二五起民生工程的重头戏——生态环保。在已入库的 PPP 项目中，这一领域的投资占比达到 11.8%，而此类项目在之前的基础设施项目投入中的投入占比不足 5%。

图 18 2016 年 12 月末 PPP 入库投资额行业分布情况



资料来源：WIND、中国中投证券财富研究部

前二批 PPP 资产证券化项目相继出炉，为相关企业带来发展新机遇。2017 年 3 月，发改委向证监会提供首批 9 单 PPP 资产证券化项目推荐函，仅隔两天，上交所就通过四单 PPP 资产证券化项目，发行总额达 27.14 亿元。时隔两个月，发改委向证监会推荐了第二批 8 单资产证券化 PPP 项目，其中交通设施领域 5 单，热力 2 单，污水处理 1 单。PPP 资产证券化的高效推行体现了政府支持 PPP 资产证券化的决心。伴随 PPP 证券化项目的推行，PPP 投融资体系逐步完善，相关企业将充分受益商业模式的改善：1) 显著改善企业现金流问题，使资金周转更快，资产更轻；2) 有利于完善社会资本退出机制，降低 PPP 项目融资成本和压力，保障 PPP 项目的落地执行。

➤ **公司积极拥抱 PPP 模式，订单实现高速增长**

PPP 在手订单储备丰富，确保公司业绩高速增长。 依托自身资源优势以及在生态城镇建设领域的品牌标杆效应，公司积极运用 PPP 模式，实现了市政业务的重大突破。2016 年以来，公司获得重大订单 185.57 亿元，是 2016 年营业收入的 4.76 倍，其中 PPP 订单为 126.48 亿元，占比达 69%，PPP 模式已经成为推动公司业务拓展的核心力量。由于公司 2016 年所获订单大多集中在第四季度，2017 年第一、二季度获得的 4 项订单投资额达 107.19 亿元，预计 2017 年公司业绩将迎来巨大释放。

表 8 2016 年以来公司重大订单一览

发布时间	项目名称	金额（亿元）	建设期/供货期	项目模式	进度
2016/07/18	白云区南湖公园建设项目总承包(设计与施工)	5.62		EPC	合同
2016/11/23	广东中山翠亨湿地公园工程 EPC 总承包项目	3.35	365 天	EPC	项目中标
2016/11/24	始兴县城市绿地系统建设工程设计、施工总承包项目	4.22		EPC	合同
2017/03/29	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	45.90			项目中标
合计		59.09			
2015/12/07	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	建设期 2 年， 运维期 8 年	PPP	合同
2016/06/03	雨花区道路品质提升工程项目（PPP 模式）	5.00		PPP	合同
2016/07/12	吉首市创建国家级和升级园林城市园林绿化建设二期工程 PPP 项目	5.96		PPP	合同
2016/08/17	海口市国兴大道等 5 条道路景观提升工程 PPP 项目	2.23	建设期 1 年， 运营期 10 年	PPP	合同
2016/09/26	海口市主城区重要道路景观提升工程 PPP 项目	11.13		PPP	合同
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	2.35	建设期 1 年， 运营期 9 年	PPP	合同
2016/11/28	漯河市沙澧河二期综合整治 PPP 项目	20.60	建设期 5 年， 运营期 20 年	PPP	合同
2016/12/29	五华区犁滩片区基础设施建设工程 PPP 项目	3.70	建设期 2 年， 运营期 10 年	PPP	项目中标
2017/02/06	五龙河流域综合治理 PPP 项目	20.00	建设期 3 年， 运营期 17 年	PPP	合同
2017/05/03	奉化滨海养生小镇 PPP 项目	19.79		PPP	项目中标
2017/05/24	高邮市清水潭生态旅游度假区 PPP 项目	21.50	建设期 2 年， 特许经营期 10 年	PPP	项目中标
合计		126.48			

资料来源：公司公告、中国中投证券财富研究部

战略合作协议众多，打开业务长期成长空间。公司以 PPP 为业务抓手，与地方政府达成了多项战略合作协议。2016 年至今，公司签订的战略合作协议总投资额达 393.5 亿元，覆盖园林景观、市政工程、基础设施、文化旅游、主题公园、特色小镇等众多领域。依托公司在娱乐、文化、旅游、体育等领域的布局与实力，预计公司与各地政府的战略合作协议将不断取得实质性进展，为公司未来业绩增长奠定基础。

表 9 2016 年以来公司签署战略合作协议一览

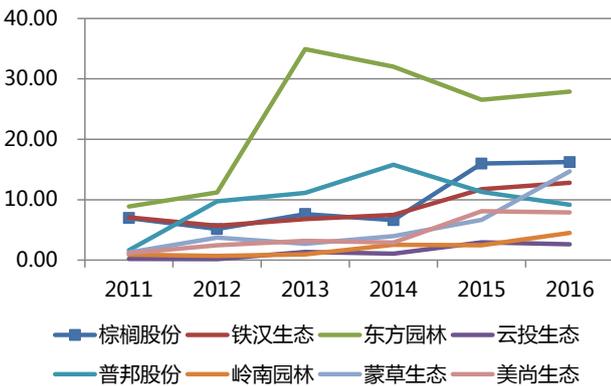
发布时间	项目名称	金额（亿元）	合作期限	合作内容
2016/03/12	芜湖县旅游生态景观及基础设施建设战略合作框架协议	15	一年	景观生态建设、旅游基础设施建设
2016/04/05	淮安市淮安区盐晶堡文旅开发 PPP 项目战略合作框架协议	16	15 年	淮安区盐晶堡文旅 PPP 项目
2016/04/30	梅州市城市基础设施建设项目及生态城镇建设战略合作框架协议书	100	10 年	城市基础设施建设、景观绿化
2016/06/14	赣州市人民政府与棕榈股份、幸福时代关于打造时光赣州、乡愁赣州、三江口环境改造项目的战略合作框架协议	42.5		文化旅游
2016/07/15	（与烟台市福山区人民政府）战略合作框架协议书	50		生态景观建设、度假综合体项目、VR 主题公园、亲子教育项目
2016/11/15	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书	40		生态景观建设、特色小镇建设、VR 主题公园、足球文化产业基地、文旅类产业企业加速器、亲子教育项目
2017/03/23	葡萄酒特色小镇项目合作协议书	20		商业地产、乡村旅游、葡萄酒旅游、体育相关产业、健康养老相关产业、文化影视传媒基地
2017/04/25	（与肇庆市高要区人民政府）战略合作框架协议	80	5	绿化建设、生态旅游产业发展
合计		393.5		

资料来源：公司公告、中国中投证券财富研究部

4. 财务状况良好，确保生态城镇战略顺利实施

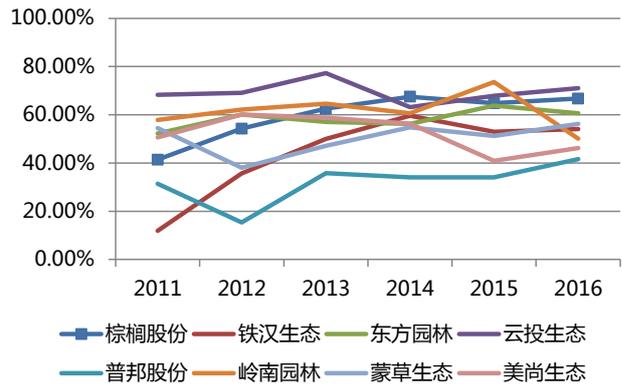
货币资金充足，偿债能力较高。截止 2016 年末，公司拥有货币资金 16.23 亿元，在行业内处于较高水平，货币资金充沛。公司资产负债率为 66.73%，在行业中处于较高水平，但随着近两年前期负债的到期偿还，公司资产负债率有望降低。同时，2016 年年末公司流动比率和速动比率分别为 1.75、0.81，流动性资产和负债结构合理，公司短期偿债能力较高。公司充足的货币资金与良好的流动性有助于保障公司订单的有效实施，推动公司业绩持续增长。

图 19 2011-2016 年生态园林企业货币资金 (亿元)



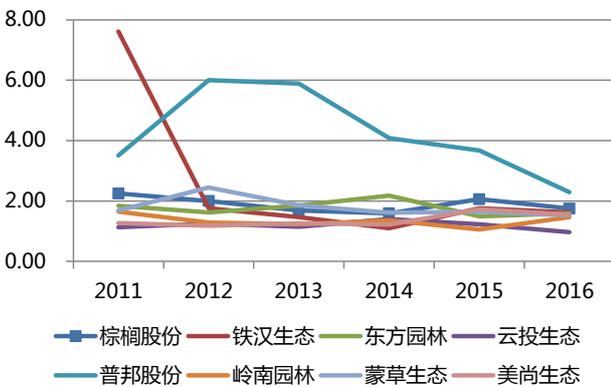
资料来源：WIND、中国中投证券财富研究部

图 20 2011-2016 年生态园林企业资产负债率



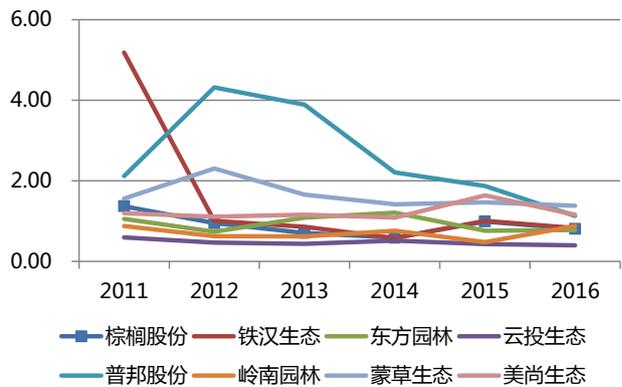
资料来源：WIND、中国中投证券财富研究部

图 21 2011-2016 年生态园林企业流动比率



资料来源：WIND、中国中投证券财富研究部

图 22 2011-2016 年生态园林企业速动比率



资料来源：WIND、中国中投证券财富研究部

高效实施债券融资，合计募资 17.8 亿元。2016 年，公司先后完成两次公司债发行，合计融资 10.8 亿元，为生态城镇战略转型提供流动资金支持，推动了公司市政工程、生态城镇相关业务的拓展。2017 年 3 月 14 日，公司发行了 7 亿元超短期融资券，进一步改善了公司的债务结构，提高了公司短期偿债能力，同时为公司新签的 PPP 订单提供了充足的资金保障。

设立产业基金，积极推动生态城镇内容端发展。2016 年 2 月，公司与相关方签署战略合作协议，投资 VR 产业基金，增强公司在 VR/AR 技术与产业的投资能力。2016 年 4 月，公司设立产业并购基金，总规模不超过 30 亿元，公司认缴金额不超过 8 亿元，开拓大文旅、大体育、大教育及大健康等产业的投资机会。2017 年 4 月，公司参股设立广东珠三角经济带产业基金管理有限公司，注册资本 1000 万元，公司出资 220 万元。公司频繁设立及参与产业基金，有利于公司进一步拓宽资金来源，控制现金流风险，降低融资成本，保障公司生态城镇战略稳步推进。

四、盈利预测及投资建议

盈利预测：

(1) 公司园林绿化业务顺利由房地产园林向市政园林切换，二者占园林绿化业务比例分别为 50%；

(2) 公司转型阵痛期基本度过，未来三年盈利能力显著提高，园林绿化业务毛利率回升至 18%，其他业务毛利率基本保持稳定；

(3) 公司特色小镇与公司 PPP 项目进展顺利，订单增速维持在 35%左右，并且订单能够顺利转化为营业收入，为业绩增长提供支撑；

(4) 公司管理费用率、营业费用率、相关税费税率基本保持稳定。

表 10 公司盈利预测 (单位：亿元)

		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
园林施工	收入	46.41	38.57	33.42	59.82	80.76	100.95
	YOY	16.20%	-16.90%	-13.34%	79.00%	35.00%	25.00%
	毛利率	22.19%	14.18%	11.29%	18.00%	20.00%	21.00%
园林景观设计	收入	2.43	1.72	3.66	5.48	7.40	9.25
	YOY	20.41%	-29.19%	112.37%	50.00%	35.00%	25.00%
	毛利率	42.35%	21.18%	43.54%	40.00%	40.00%	40.00%
苗木销售	收入	1.20	3.64	1.56	1.71	1.88	2.07
	YOY	22.32%	203.60%	-57.19%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	39.39%	48.09%	51.50%	50.00%	50.00%	50.00%
其他业务	收入	0.03	0.08	0.43	0.64	0.97	1.45
	YOY	-8.67%	138.30%	431.13%	50.00%	50.00%	50.00%
	毛利率	39.15%	31.99%	82.18%	40.00%	40.00%	40.00%
营业收入	总计	50.07	44.01	39.06	67.66	91.01	113.72
	YOY	16.51%	-12.11%	-11.24%	73.22%	34.51%	24.95%
	毛利率	23.59%	17.29%	16.69%	20.80%	22.46%	23.32%
归母净利润	总计	4.28	-2.11	1.21	5.23	8.53	11.19
	YOY	7.37%	-149.39%	-42.86%	333.14%	63.01%	31.21%
	净利率	8.55%	-4.81%	3.09%	7.73%	9.37%	9.84%

资料来源：WIND、中国中投证券财富研究部

投资建议：

给予推荐评级。预测公司 2017-2019 年的营业收入分别为 67.65、91、113.72 亿元，归属母公司净利润分别为 5.23、8.53、11.19 亿元，对应 EPS 分别为 0.38、0.62、0.81，对应 PE 分别为 30、18、14 倍。考虑到公司在生态城镇及特色小镇建设领域的龙头地位，以及公司由房地产园林向市政园林业务转型成功的预期，给予公司未来 6-12 个月 35 倍 PE，对应目标价 13.30 元，给予“推荐”评级。

五、风险提示

1. 市政业务开展不达预期

公司积极开拓市政园林业务，以期进一步提升公司业绩水平。但市政工程的开展将导致人员安排与业务调整费用的增加，同时，业务转型存在不确定性以及发展不及预期的风险。

2. 生态城镇运营、内容端投资收益不及预期

公司通过战略收购及投资产业基金，加大对娱乐、文化、旅游、体育领域的投资，积极开拓生态城镇内涵与外延。但运营、内容端运作效果有待观望，公司存在投资回报不及预期的风险。

3. PPP 项目落地不及预期

公司拥有大量在手 PPP 订单，大部分已顺利转化为正式合同。但 PPP 项目的落地与执行对公司资金实力、跨区域施工能力有着较高要求，若 PPP 项目施工进度不达预期将会对公司业绩产生不良影响。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	10538	12059	15624	19043
现金	1623	1455	1535	1523
应收账款	2141	3086	4268	5455
其它应收款	381	409	536	698
预付账款	79	81	106	135
存货	5658	6424	8459	10452
其他	657	604	720	780
非流动资产	3118	3073	3105	3105
长期投资	673	673	673	673
固定资产	469	586	609	624
无形资产	210	215	220	226
其他	1765	1598	1602	1582
资产总计	13656	15132	18729	22148
流动负债	6037	8234	10938	13184
短期借款	753	1079	2931	3777
应付账款	2613	4173	5552	6838
其他	2671	2982	2455	2570
非流动负债	3075	1807	1810	1813
长期借款	976	718	718	718
其他	2099	1089	1092	1095
负债合计	9112	10041	12748	14997
少数股东权益	274	297	335	385
股本	1377	1377	1377	1377
资本公积	1459	1459	1459	1459
留存收益	1402	1957	2810	3929
归属母公司股东权益	4270	4793	5646	6766
负债和股东权益	13656	15132	18729	22148

现金流量表

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	67	1068	-439	-102
净利润	126	547	891	1169
折旧摊销	64	77	90	99
财务费用	120	252	298	397
投资损失	-18	-30	-50	-70
营运资金变动	-343	83	-1870	-1914
其它	117	138	202	216
投资活动现金流	-759	-91	-80	-61
资本支出	216	100	100	100
长期投资	-474	-21	5	1
其他	-1016	-11	26	39
筹资活动现金流	674	-1145	599	152
短期借款	63	326	1852	846
长期借款	-390	-258	0	0
普通股增加	826	0	0	0
资本公积增加	-846	0	0	0
其他	1021	-1213	-1252	-694
现金净增加额	-13	-168	80	-12

资料来源：中国中投证券财富研究部，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2016	2017E	2018E	2019
营业收入	3906	6766	9101	11372
营业成本	3254	5359	7057	8720
营业税金及附加	-29	34	46	57
营业费用	45	68	91	114
管理费用	329	474	637	796
财务费用	120	252	298	397
资产减值损失	154	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	18	30	50	70
营业利润	51	610	1022	1358
营业外收入	110	61	69	73
营业外支出	6	5	5	5
利润总额	155	667	1087	1426
所得税	29	120	196	257
净利润	126	547	891	1169
少数股东损益	6	23	38	50
归属母公司净利润	121	523	853	1119
EBITDA	235	940	1411	1854
EPS (元)	0.09	0.38	0.62	0.81

主要财务比率

会计年度	2016	2017E	2018E	2019
成长能力				
营业收入	-11.2%	73.2%	34.5%	25.0%
营业利润	-73.8%	1097.2%	67.6%	32.8%
归属于母公司净利润	-42.9%	333.1%	63.0%	31.2%
获利能力				
毛利率	16.7%	20.8%	22.5%	23.3%
净利率	3.1%	7.7%	9.4%	9.8%
ROE	2.8%	10.9%	15.1%	16.5%
ROIC	2.0%	10.4%	12.8%	14.1%
偿债能力				
资产负债率	66.7%	66.4%	68.1%	67.7%
净负债比率	32.28%	30.38%	30.96	29.97
流动比率	1.75	1.46	1.43	1.44
速动比率	0.81	0.68	0.65	0.65
营运能力				
总资产周转率	0.30	0.47	0.54	0.56
应收账款周转率	2	2	2	2
应付账款周转率	1.23	1.58	1.45	1.41
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.09	0.38	0.62	0.81
每股经营现金流(最新摊薄)	0.05	0.78	-0.32	-0.07
每股净资产(最新摊薄)	3.10	3.48	4.10	4.91
估值比率				
P/E	131.06	30.26	18.56	14.15
P/B	3.71	3.30	2.80	2.34
EV/EBITDA	78	20	13	10

相关报告

报告日期	报告标题
------	------

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

李凡,中国中投证券财富研究部建材行业首席分析师, 管理学硕士, 4 年行业从业经验, 10 年证券行业从业经验。

伊真真,中国中投证券财富研究部建筑行业研究员, 毕业于武汉大学经济管理学院, 管理学硕士。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供, 旨为派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 由公司授权机构承担相关刊载或转发责任, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司财富研究部

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编: 200082 传真: (021) 62171434