

强烈推荐-A (维持)

棕榈股份 002431.SZ

目标估值: NA
 当前股价: 10.68 元
 2017年08月24日

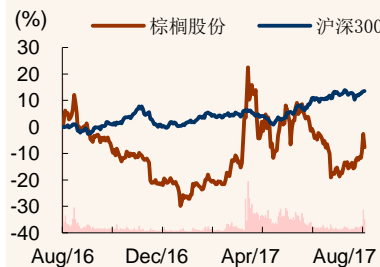
业绩符合预期, PPP+生态城镇业务助力增长

基础数据

上证综指	3288
总股本(万股)	148699
已上市流通股(万股)	93960
总市值(亿元)	159
流通市值(亿元)	100
每股净资产(MRQ)	3.6
ROE(TTM)	2.9
资产负债率	61.8%
主要股东	吴桂昌
主要股东持股比例	12.54%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	12	13	-6
相对表现	11	4	-18



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《棕榈股份(002431)——业务进入收获期, 业绩实现高增长》2017-07-31
- 2、《棕榈股份(002431)——又一特色小镇协议签订, 业务拓展进入高速通道》2017-06-07
- 3、《棕榈股份(002431)——特色小镇项目再下一城, 公司实力彰显无疑》2017-05-04

王彬鹏

021-68407543
 wangbinpeng@cmschina.com.cn
 S1090517070004

研究助理

李富华

lifuhua@cmschina.com.cn

事件:

公司2017年上半年实现营收21.26亿元, 同比增长46.43%; 归母净利润为0.84亿元, 同比增长60.91%, EPS为0.06元/股, 1-9月业绩预计增长110%-160%。

评论:

1、营收和净利润快速增长, 增速逐季提升

公司上半年实现营收21.26亿元, 增长46.43%, 一方面PPP业务贡献增加, 我们发现长期应收款项中PPP工程项目应收回款增加4.3亿元, 我们预计PPP收入至少多于该数; 另一方面, 生态城镇业务确认收入3.52亿元; 实现净利润0.84亿元, 增长60.91%, 主要因为: 1) 市政业务占比增加, 毛利率提升2.09个pp; 2) 期间费用率下降2.54个pp; 3) 但营业税金及附加增加0.52亿元(去年同期较低, 主要受营改增影响), 资产减值损失增加0.16亿元。分季度来看, 17Q1/Q2营收增速分别为24.04%、55.69%, 增速逐季上升; 17Q1/Q2净利润增速分别为-30.81%、16.83%, 增速也逐季上升。分主体看, 子公司新中源实现营收15.22亿元, 实现净利润0.52亿元, 贡献投资收益0.234亿元; 公司生态城镇业进展顺利, 其中云漫湖项目实现营收3.52亿, 净利润0.47亿元, 并表贡献净利润0.376亿元, 浔龙河项目实现营收185万元, 亏损约580万元, 贡献投资收益约-290万元, 时光贵州项目实现营收1.51亿元, 净利润0.1亿元, 贡献投资收益约400万元。公司上半年公告中标重大项目为114亿元, 其中PPP订单占比57%, 约65亿元, 作为特色小镇先行者, 我们预计未来将有更多订单落地, 订单增长有望延续。

2、毛利率提升2.09个pp, 净利率提升1.21个pp, 现金流改善不明显

公司毛利率提升2.09个pp至18.94%, 主要得益于PPP等市政业务的提升, 净利率提升1.21个pp, 期间费用率下降2.54个pp, 其中管理费用率下降3.30个pp, 销售费用率和财务费用率分别提升0.16、0.60个pp。

公司经营性现金流净额与去年同期相比, 仅增加0.16亿元, 改善不明显, 预计受PPP项目贷款到位放缓叠加生态城镇业务支出增加影响。我们看到收现比下降41.84个pp至90.34%, 回款有所放缓。

3、凭借先发优势, 公司订单不断, 资金充足, 项目落地有保障

凭借先发优势和丰富经验, 公司不断获取特色小镇订单。公司已中标梅县区雁洋镇特色小镇、奉化滨海养生小镇, 高邮市清水潭生态旅游度假区项目, 签署蓬莱葡萄酒特色小镇框架协议, 其中梅州雁洋、蓬莱刘家沟和肇庆回龙镇项目被列入首批127个特色小镇名单, 贵安新区高峰镇列入第二批特色小镇名单, 我们认为后续将持续有特色小镇订单落地。此外, 公司走“农村包围城市”战略, 布局上开始由二三线城市向一线城市进军。截至6月底, 公司在手现金21.26亿元, 资金充足, 项目落地有保障。

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, 业绩有望迎来爆发增长, 特色小镇先发优势明显, 后续项目有望持续落地; 我们预计17、18年公司EPS分别为0.36元/股、0.52元/股, 对应PE为30.0和20.5倍, 维持“强烈推荐-A”评级。

5、风险提示: 投资不及预期, 项目推进不及预期, 回款风险

表 1：公司盈利预测简表

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	3906	6445	8572	11829
同比增长	-11%	65%	33%	38%
营业利润(百万元)	51	634	937	1244
同比增长	-126%	1144%	48%	33%
净利润(百万元)	121	529	773	1021
同比增长	-157%	338%	46%	32%
每股收益(元)	0.09	0.36	0.52	0.69
P/E(倍)	121.7	30.0	20.5	15.6
P/B(倍)	3.4	2.8	2.5	2.2

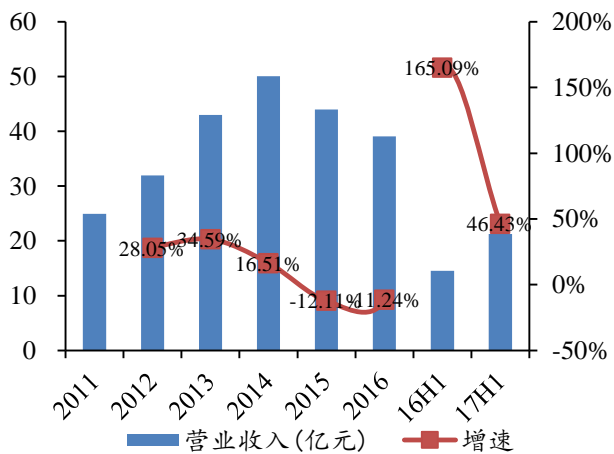
资料来源：Wind、招商证券

表 2：部分重要子公司财务数据统计

公司名称	营收(万元)	净利润(万元)	持股比例	会计处理
云漫湖项目 贵安新区棕榈文化置业有限公司	35274.36	4700.05	80%	并表
时光贵州项目 贵州棕榈仟坤置业有限公司	15188.87	1042.07	40%	权益法
浔龙河项目 湖南浔龙河小城镇投资开发有限公司	0	-41.83	50%	权益法
湖南棕榈浔龙河生态城镇发展有限公司	185.02	-541	50%	权益法
新中源	152243.7	5200.35	45%	权益法

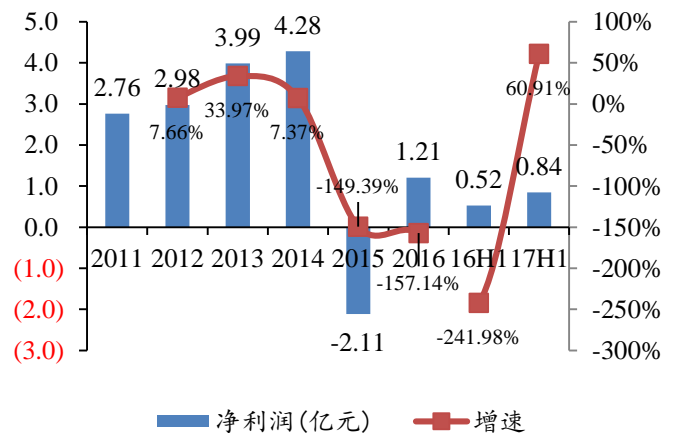
资料来源：公司中报、招商证券

图 1：17H1 公司营收增长 46.43%



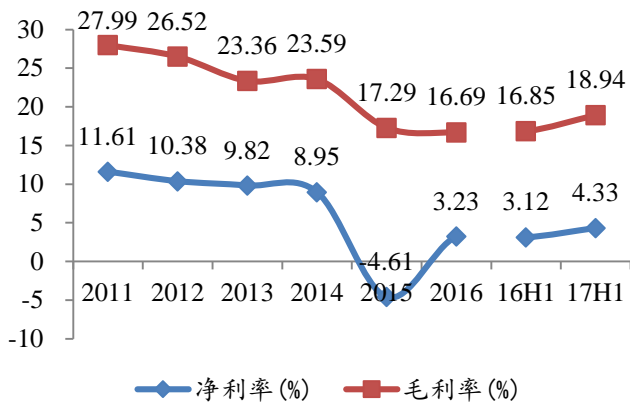
资料来源：Wind、招商证券

图 2：17H1 公司净利润增长 60.91%



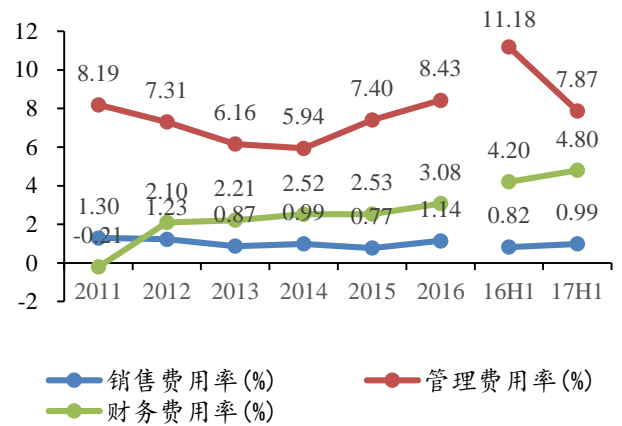
资料来源：Wind、招商证券

图 3: 17H1 毛利率升 2.09 个 pp, 净利率升 1.2 个 pp



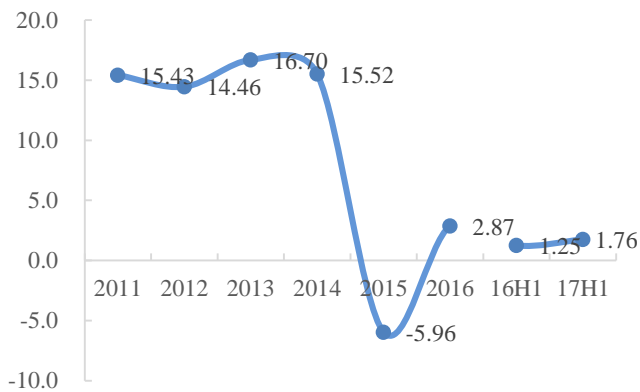
资料来源: Wind、招商证券

图 4: 17H1 期间费用率降低 2.54 个 pp



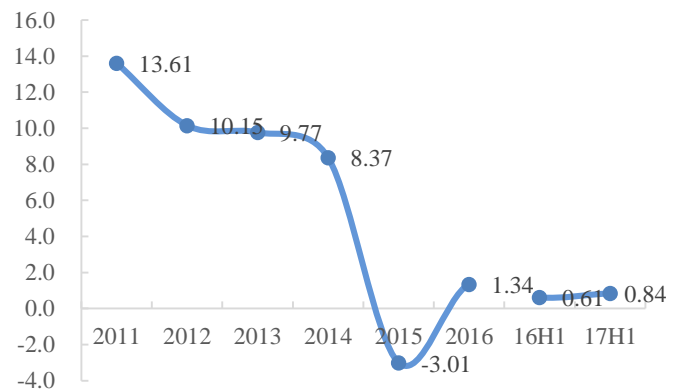
资料来源: Wind、招商证券

图 5: 公司 ROE 较上年同期略有上升



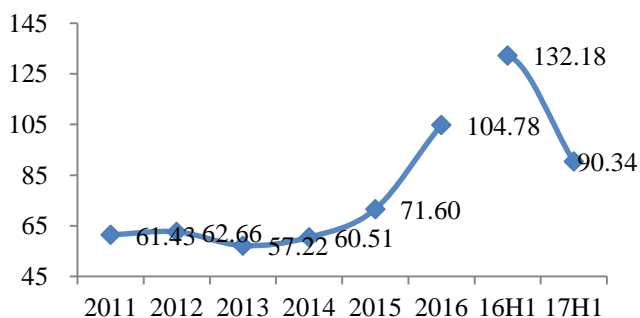
资料来源: Wind、招商证券

图 6: 公司 ROIC 较上年同期略有上升



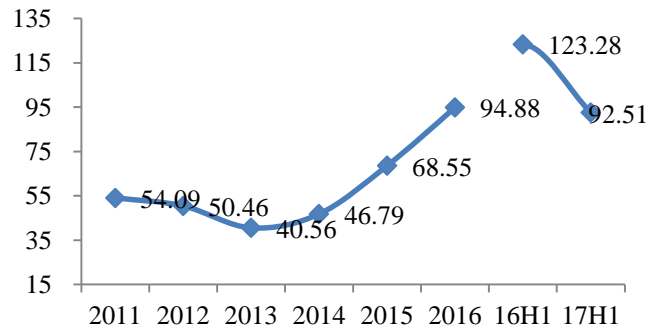
资料来源: Wind、招商证券

图 7: 公司收现比较上年同期有所下降



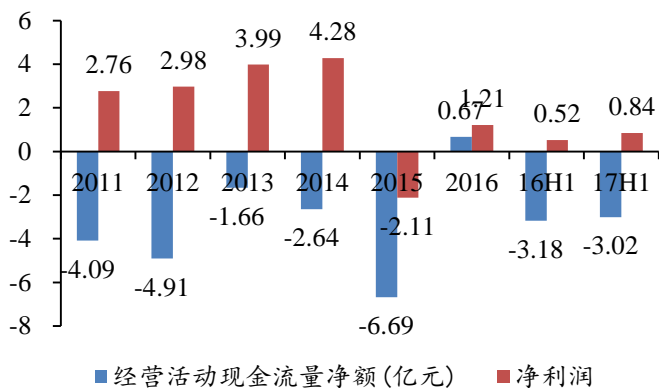
资料来源: Wind、招商证券

图 8: 公司付现比较上年同期有所下降



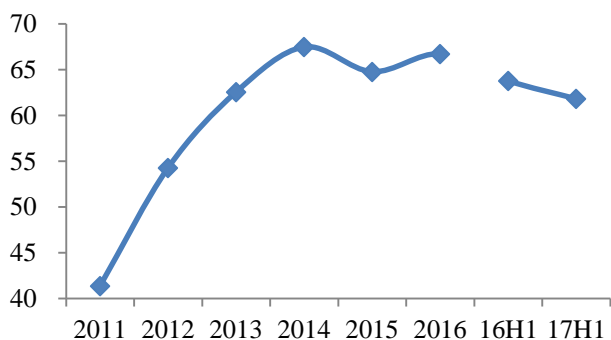
资料来源: Wind、招商证券

图 9：公司经营活动现金流净额改善不明显



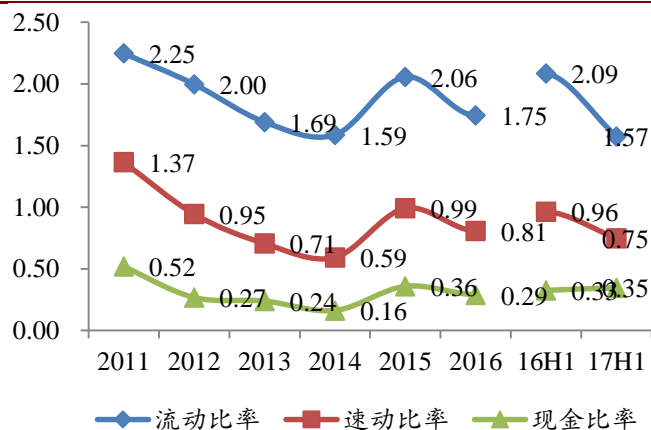
资料来源：Wind、招商证券

图 10：公司资产负债率较上年同期略有下滑



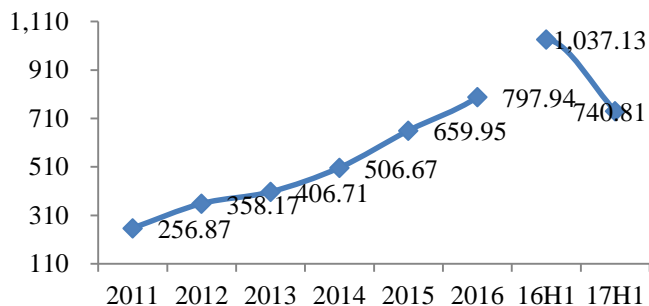
资料来源：Wind、招商证券

图 11：短期偿债能力较上年同期略有降低



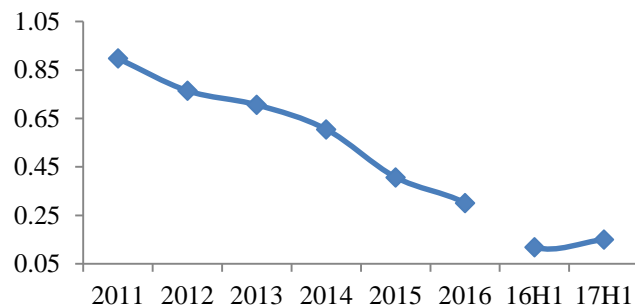
资料来源：Wind、招商证券

图 12：营业周期较上年同期大幅减少



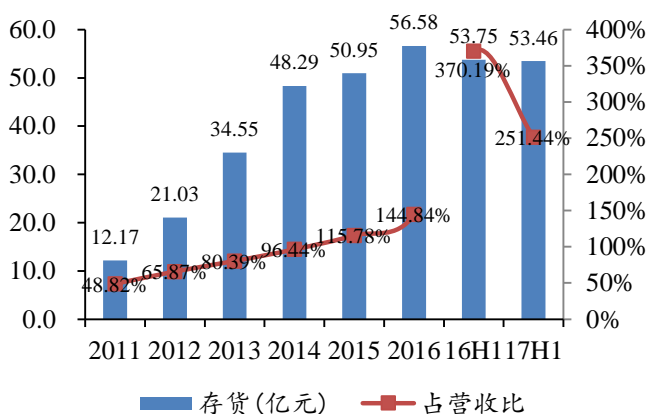
资料来源：Wind、招商证券

图 13：总资产周转率较上年同期有所提高



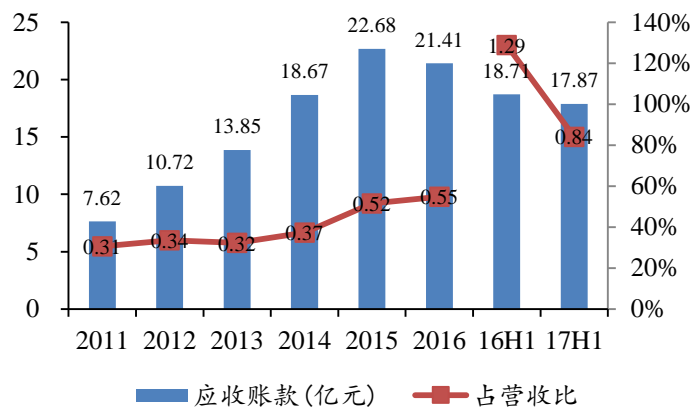
资料来源：Wind、招商证券

图 14: 存货占营收比重较上年同期大幅降低



资料来源: Wind、招商证券

图 15: 应收账款占营收比重较上年同期有所下降



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	14571	19225	26635
现金	1598	1623	489	642	1067
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	115	125	206	275	379
应收款项	2268	2141	3373	4401	6038
其它应收款	222	381	629	836	1154
存货	5095	5658	8874	11743	16165
其他	537	610	1000	1329	1833
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	17635	22242	29608
流动负债	4779	6037	8547	12465	18941
短期借款	690	753	1533	3329	6532
应付账款	2658	2613	4104	5431	7475
预收账款	319	567	1533	2029	2793
其他	1111	2104	1376	1677	2140
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	11622	15540	22016
股本	551	1377	1487	1487	1487
资本公积金	2322	1491	2325	2325	2325
留存收益	1281	1402	1903	2556	3400
少数股东权益	160	274	298	333	380
归属于母公司所有者权益	4153	4270	5715	6368	7213
负债及权益合计	12245	13656	17635	22242	29608

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	(669)	67	(1495)	(1371)	(2326)
净利润	(211)	121	529	773	1021
折旧摊销	68	64	68	62	57
财务费用	139	185	170	208	344
投资收益	254	(18)	(60)	(70)	(80)
营运资金变动	(913)	(282)	(2241)	(2392)	(3735)
其它	(5)	(3)	39	48	67
投资活动现金流	(1138)	(759)	47	57	67
资本支出	(23)	(216)	(13)	(13)	(13)
其他投资	(1116)	(543)	60	70	80
筹资活动现金流	2768	674	315	1467	2684
借款变动	461	488	(432)	1796	3204
普通股增加	90	826	110	0	0
资本公积增加	1375	(831)	834	0	0
股利分配	(32)	0	(28)	(121)	(176)
其他	874	190	(170)	(208)	(344)
现金净增加额	960	(18)	(1134)	153	424

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	6445	8572	11829
营业成本	3640	3254	5112	6764	9311
营业税金及附加	115	(29)	64	86	118
营业费用	34	45	80	98	135
管理费用	326	329	395	482	666
财务费用	111	120	170	208	344
资产减值损失	116	154	50	67	92
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(254)	18	60	70	80
营业利润	(194)	51	634	937	1244
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	647	950	1257
所得税	16	29	95	142	189
净利润	(203)	126	553	808	1067
少数股东损益	9	6	24	35	47
归属于母公司净利润	(211)	121	529	773	1021
EPS (元)	(0.38)	0.09	0.36	0.52	0.69

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	-12%	-11%	65%	33%	38%
营业利润	-137%	-126%	1144%	48%	33%
净利润	-149%	-157%	338%	46%	32%
获利能力					
毛利率	17.3%	16.7%	20.7%	21.1%	21.3%
净利率	-4.8%	3.1%	8.2%	9.0%	8.6%
ROE	-5.1%	2.8%	9.3%	12.1%	14.2%
ROIC	-1.0%	1.8%	7.9%	8.7%	8.8%
偿债能力					
资产负债率	64.8%	66.7%	65.9%	69.9%	74.4%
净负债比率	18.0%	21.5%	14.2%	19.4%	25.4%
流动比率	2.1	1.7	1.7	1.5	1.4
速动比率	1.0	0.8	0.7	0.6	0.6
营运能力					
资产周转率	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4
存货周转率	0.7	0.6	0.7	0.7	0.7
应收帐款周转率	2.1	1.8	2.3	2.2	2.3
应付帐款周转率	1.3	1.2	1.5	1.4	1.4
每股资料 (元)					
每股收益	-0.38	0.09	0.36	0.52	0.69
每股经营现金	-1.21	0.05	-1.01	-0.92	-1.56
每股净资产	7.54	3.10	3.84	4.28	4.85
每股股利	0.00	0.02	0.08	0.12	0.16
估值比率					
PE	-27.8	121.7	30.0	20.5	15.6
PB	1.4	3.4	2.8	2.5	2.2
EV/EBITDA	-204.6	40.0	9.7	7.0	5.1

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。

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。