

公司研究/中报点评

2017年08月25日

建筑/建筑装饰 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 10.68
合理价格区间(元): 12.00~14.00

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

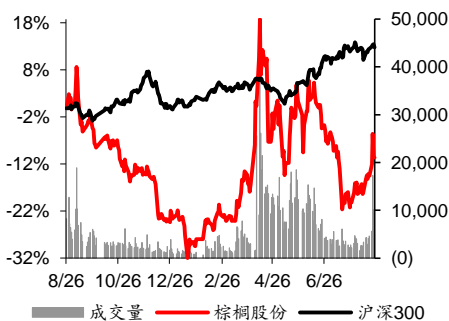
王德彬 执业证书编号: S0570516090001
研究员 010-56793964
wangdebing@htsc.com

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

相关研究

- 1《棕榈股份(002431,买入): 拟发债融资, 生态小镇/PPP爆发》2017.06
- 2《棕榈股份(002431,买入): 业绩反转确定, 营运下降现金改善》2017.04
- 3《棕榈股份(002431,买入): 生态城镇龙头, PPP加速业绩反转》2017.04

股价走势图



资料来源: Wind

新签订单高增, 生态城镇效益初显

棕榈股份(002431)

上半年业绩符合预期, 预计下半年集中释放

2017年上半年公司实现营业收入 21.26 亿元, yoy+46.43%; 实现归母净利润 0.84 亿元, yoy+60.91% (扣非后 0.8 亿元, yoy+64.26%), 符合预期增长区间。EPS 为 0.06 元, yoy+50%; 经营活动产生的现金净流出 3.02 亿元, 同比改善; 加权 ROE1.96%。公司预计 2017 年 1-9 月实现归母净利润 1.78~2.21 亿元, yoy+110%~160%, 下半年业绩有望集中释放。

新签订单加速, 助推业绩快速增长

公司自 2016 年以来公告新签订单 189.15 亿元, 其中 PPP 项目达 125.25 亿元, 占总额的 66.22%; 今年至今公司已公告新签合同额 92.46 亿元, 已超过 2016 年全年水平。考虑到下半年是公司签订订单的高峰期, 我们判断公司新签合同呈加速态势。公司订单获取能力已有明显进步, 2017 年单项目体量接近或超过 20 亿元的有 3 个, 其中 1 个高达 45.9 亿元。公司除了通过 PPP/EPC 模式保持在特色小镇一体化建设的优势地位外, 还积极发展规划设计等领域, 预计业绩将会进一步提升。

业务转型成功, “PPP+生态城镇” 带动盈利提升

公司 2017 年上半年综合毛利率 18.94%, 同比上升 2.09 个百分点, 主要在于生态城镇业务实现了从无到有的转变, 占营业总收入比重达 16.59%, 毛利率 20.58%, 高于传统的园林施工业务 5.31 个百分点; 净利率 4.33%, 较去年同期增加 1.21 个百分点。随着公司通过 PPP 推动生态城镇一体化服务的落实, 盈利能力预计将继续提升。期间费用率 13.66%, 同比上升 1.01 个百分点, 其中销售/管理费用小幅下降, 财务费用上升 1.72 个百分点, 主要是公司融资规模扩张导致利息及费用增长所致。资产负债率下降至 61.81%, 资本结构改善。存货及应收账款占资产比重均同比下降。

全产业链布局生态城镇, 协同效应明显

依托浔龙河、时光贵州、云漫湖等标杆性特色小镇项目, 公司打造的“贵安模式”和“棕榈模式”已成为特色小镇样板工程。2017 年上半年, 公司投资设立多个 PPP 项目公司, 便于获取优质 PPP/EPC 项目资源。同时, 公司一方面通过收购浙江新中源 45% 股权, 提升项目施工能力; 另一方面在运营和内容端完善布局, 在体育、娱乐与文旅三大产业的稳步发展, 实现了建设-运营-内容全产业链的协同效应, 竞争优势强。

看好公司业绩增长及盈利提升潜力, 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, 全年业绩预计维持高增长, 可给予一定估值溢价。我们维持盈利预测, 即 2017-19 年 EPS 为 0.40/0.57/0.79 元, 认可给予 17 年 30-35 倍 PE, 对应价格区间 12.00~14.00 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 特色小镇政策推进不及预期; PPP 模式推进项目的风险等。

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,487
流通 A 股 (百万股)	939.51
52 周内股价区间 (元)	8.14-14.20
总市值 (百万元)	15,881
总资产 (百万元)	14,648
每股净资产 (元)	3.56

资料来源: 公司公告

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
归属母公司净利润 (百万元)	(211.46)	120.83	544.20	786.49	1,081
+/-%	(149.39)	157.14	350.40	44.52	37.45
EPS (元, 最新摊薄)	(0.15)	0.09	0.40	0.57	0.79
PE (倍)	(79.64)	139.38	30.95	21.41	15.58

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

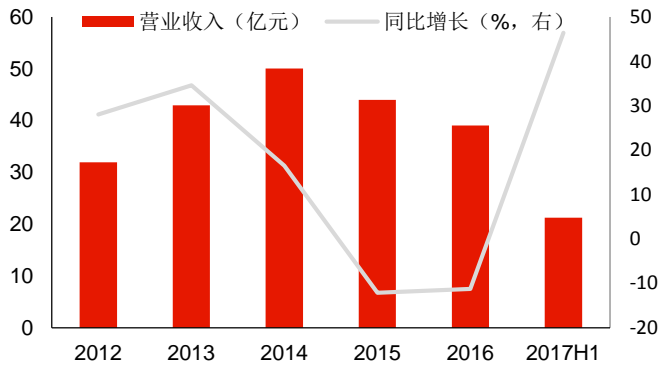
公司近期经营状况

图表1: 公司近期中标项目一览

中标时间	项目名称	订单额 (亿元)
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
2016/6/3	长沙市雨花区道路品质提升工程 PPP 项目	4.2
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
2016/7/17	广州白云区南湖公园建设项目 EPC 工程	5.16
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
2016/9/25	海口市主城区重要道路景观提升工程 PPP 项目	11.13
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
2016/11/18	漯河市沙澧河二期综合政治 PPP 项目	20.6
2016/11/22	广东中山翠亨湿地公园工程 EPC 项目	3.35
2016/11/24	始兴县城市绿地系统建设工程 EPC 项目	4.22
2016/12/13	莱阳五龙河流域综合治理 PPP 项目	20
2016/12/30	五华县犁滩片区基础设施建设工程 PPP 项目	3.7
2017/3/29	梅县区雁洋镇特色小镇建设工程 FEPC 项目	45.9
2017/5/3	奉化滨海养生小镇 PPP 项目	19.79
2017/5/24	高邮市清水潭生态旅游度假区 PPP 项目	21.5
2017/7/8	梅江区城乡人居环境综合整治建设项目 EPC 总承包工程	3.07
2017/8/7	南宁园博园项目园林景观工程 (一标段)	2.2
总计		189.15

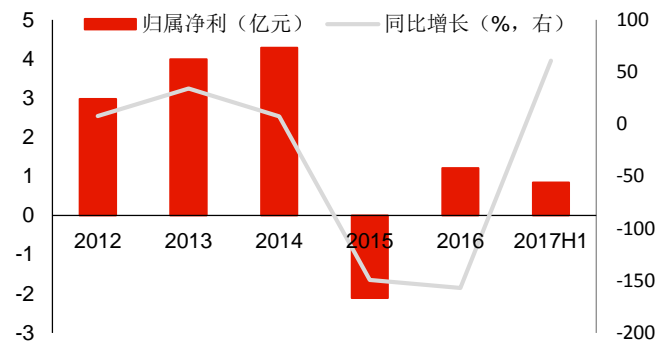
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表2: 公司收入及增长



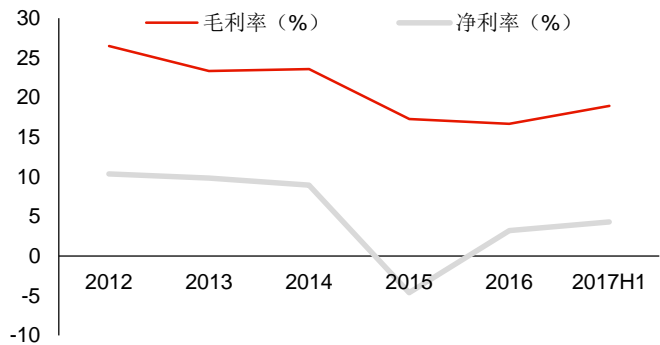
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表3: 公司归母净利润及增长



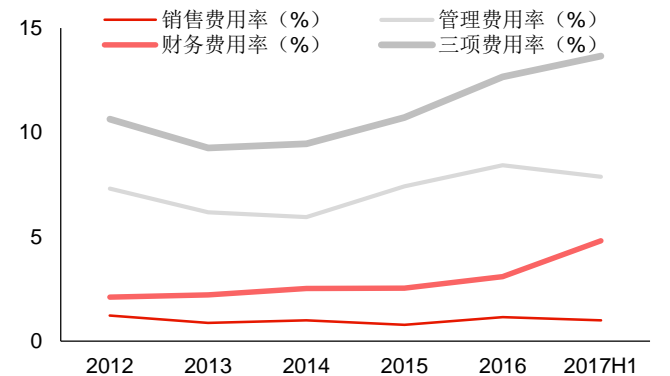
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表4: 公司毛利率及净利率水平



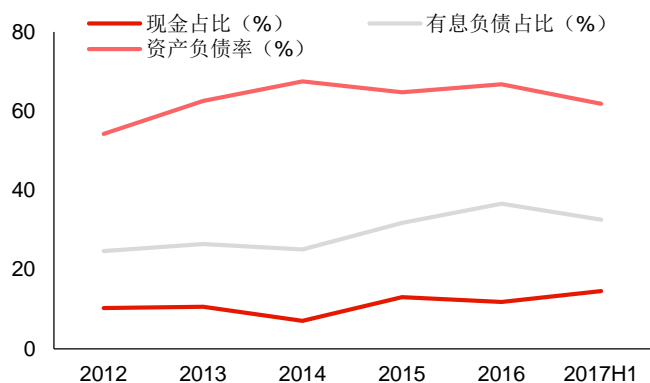
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表5: 公司三项费用率趋于上升



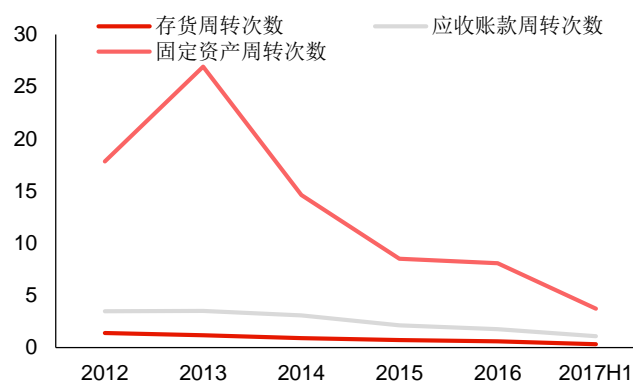
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表6: 公司资产负债率保持稳定



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

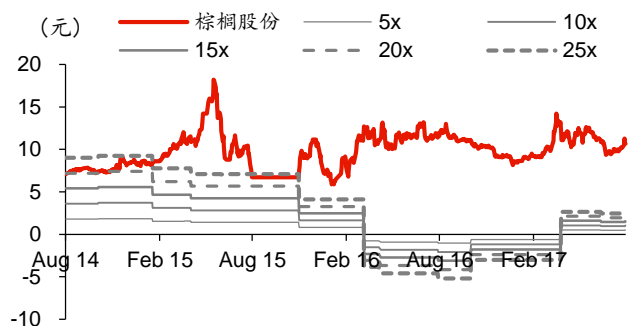
图表7: 公司营运能力有所下滑



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

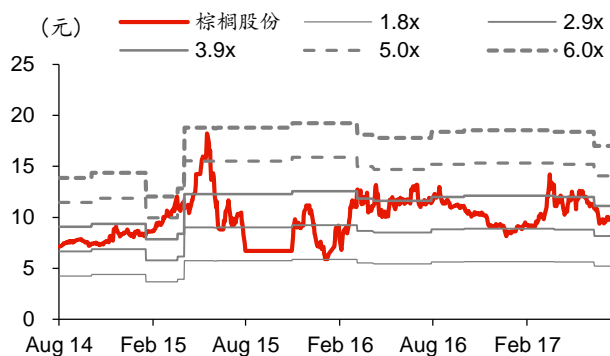
PE/PB-Bands

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	15,612	21,002	26,965
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	8,617	11,515	14,800
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	19,718	26,022	32,806
流动负债	4,779	6,037	12,432	17,998	23,928
短期借款	690.49	753.39	5,604	9,350	13,241
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	14,634	20,145	25,800
少数股东权益	159.78	273.88	297.65	331.99	379.19
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	1,950	2,709	3,790
归属母公司股	4,153	4,270	4,787	5,546	6,627
负债和股东权益	12,245	13,656	19,718	26,022	32,806

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	(2,134)	(1,441)	(1,250)
净利润	(202.83)	126.33	567.96	820.83	1,128
折旧摊销	68.05	63.83	102.27	178.94	270.62
财务费用	111.26	120.28	190.26	284.91	370.75
投资损失	253.56	(17.66)	(17.66)	(17.66)	(17.66)
营运资金变动	(1,026)	(343.14)	(3,180)	(2,958)	(3,269)
其他经营现金	127.56	117.39	203.38	250.06	267.74
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	3,769	3,377	3,247
短期借款	(25.51)	62.90	4,851	3,745	3,891
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	(782.16)	(68.40)	(344.18)
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	190.26	284.91	370.75
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	591.18	928.69	1,290
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	668.18	965.69	1,327
所得税	16.40	28.51	100.23	144.85	199.10
净利润	(202.83)	126.33	567.96	820.83	1,128
少数股东损益	8.63	5.51	23.76	34.34	47.20
归属母公司净利润	(211.46)	120.83	544.20	786.49	1,081
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	1,060	57.09	38.94
归属母公司净利润	(149.39)	157.14	350.40	44.52	37.45
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	9.19	9.72
ROE	(5.09)	2.83	11.37	14.18	16.31
ROIC	(1.45)	2.01	6.10	7.11	7.70
偿债能力					
资产负债率 (%)	64.78	66.73	74.22	77.41	78.64
净负债比率 (%)	27.82	32.28	51.20	54.29	56.31
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	1.53	1.90	1.80	1.75
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	(1.55)	(1.05)	(0.91)
每股净资产(最新摊薄)	3.02	3.10	3.48	4.03	4.81
估值比率					
PE (倍)	(79.64)	139.38	30.95	21.41	15.58
PB (倍)	4.05	3.94	3.52	3.04	2.54
EV_EBITDA (倍)	(1,282)	82.53	21.95	13.93	10.04

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