

## 建筑装饰

2017年11月01日

# 棕榈股份 (002431)

## ——转型升级卓有成效，员工持股激发活力

报告原因：有业绩公布需要点评

### 增持 (维持)

投资要点：

- 公司2017年前三季度归母净利润增速同比增长112%，低于我们的预期（135%）。2017年前三季度公司实现营业收入35.4亿元，同比增长33.3%；实现净利润1.80亿元，同比增长112%。其中3Q17单季公司实现营收14.2亿元，同比增长17.5%，实现净利润0.96亿，同比增长195%。
- 生态城镇业务占比提升使得毛利率改善3.60个百分点，期间费用率控制良好，但受去年同期“营改增”冲减及营业外收入较多影响，净利率提升2.15个百分点。17年前三季度公司综合毛利率提升3.60个百分点至20.27%；由于去年“营改增”施行时，对已按完工百分比确认但未开具发票的收入调整成不含税收入同时冲减已计提营业税使得公司16年前三季度税金及附加为-2850万元，因此17年前三季度（税金及附加/营业收入）同比提升2.02个百分点；公司期间费用率控制较好，同比下降1.68个百分点，其中管理费用率大幅下降2.44个百分点至7.52%，销售费用率和财务费用率分别小幅提升0.37/0.39个百分点至1.3%/4.11%；公司资产减值损失占营业收入比重较去年同期相比略增0.18个百分点至1.61%，综合影响下公司净利率小幅提升2.15个百分点至5.26%。
- 公司经营性现金流净额有所好转，投资活动产生现金流净额随PPP项目推进流出增加。17年前三季度经营活动现金流量净额为-0.78亿元，同比多流入2.03亿元；投资活动产生的现金流量净额为-11.12亿元，同比多流出4.9亿元，较上半年多流出6.41亿元。公司收现比96.5%，较去年同期下降6.27个百分点；付现比106.54%，同比减少12.29个百分点。
- 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5万亿，公司自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，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年以来陆续中标“国家级”梅县区雁洋、蓬莱市刘家沟、肇庆市回龙镇等特色小镇项目，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快速成长之路。2) 新签订单快速增长，在手合同储备充足。公司2017年三季度新签订单65.72亿元，相比二季度新签25.07亿元环比增长162%。截止三季度末，公司累计已签约未完工订单合计232亿元，订单收入比5.94倍，保障未来业绩高速增长。3) 拟开展员工持股计划，充分调动积极性。9月4日公司发布2017年员工持股计划（草案），设立信托计划总规模不超过3亿元，将按照2:1的比例设立优先级和次级份额，本次员工持股计划拟筹集资金不超过1亿元认购信托计划次级份额，参与认购员工中董监高合计10人出资45%，其他核心及骨干员工不超过100人认购55%。
- 维持盈利预测，维持“增持”评级：预计公司17-19年净利润为5.50亿/7.70亿/10.01亿，增速分别为355%/40%/30%；对应PE分别为27X/19X/15X，维持增持评级。

市场数据：2017年10月31日

收盘价(元)	9.81
一年内最高/最低(元)	14.52/7.85
市净率	2.7
息率(分红/股价)	0.20
流通A股市值(百万元)	9217
上证指数/深证成指	3393.34 / 11367.62

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2017年09月30日

每股净资产(元)	3.62
资产负债率%	61.71
总股本/流通A股(百万)	1487/940
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



### 相关研究

《棕榈股份(002431)点评：特色小镇龙头，2017年业绩反转可期》 2017/04/20  
《棕榈股份(002431)点评：国家级特色小镇示范项目持续落地，开启成长新篇章》 2017/03/27

### 证券分析师

李杨 A0230516080004  
liyong@swsresearch.com  
李峙屹 A0230517070004  
lizy@swsresearch.com

### 研究支持

黄颖 A0230117070010  
huangying@swsresearch.com

### 联系人

黄颖  
(8621)23297818x021-23297204  
huangying@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

### 财务数据及盈利预测

	2016	17Q1-Q3	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3,906	3,545	7,090	8,407	9,815
同比增长率(%)	-11.24	33.31	81.50	18.60	16.70
净利润(百万元)	121	180	550	770	1,001
同比增长率(%)	-157.14	112.14	355.20	40.10	30.00
每股收益(元/股)	0.08	0.12	0.37	0.52	0.67
毛利率(%)	16.7	20.3	22.5	25.7	26.4
ROE(%)	2.8	3.3	9.5	11.5	12.6
市盈率	112		27	19	15

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的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%	81.50%	18.60%	16.70%
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	1,480	2,033	2,475
主营业务利润率 (%)	20.56%	14.68%	17.44%	20.87%	24.18%	25.22%
减: 销售费用	50	34	45	64	92	108
减: 管理费用	297	326	329	518	538	623
减: 财务费用	126	111	120	141	166	170
经营性利润	556	175	187	757	1,237	1,574
经营性利润同比增长率 (yoy)	20.46%	-68.61%	7.08%	304.68%	63.41%	27.24%
经营性利润率 (%)	11.11%	3.97%	4.79%	10.68%	14.71%	16.04%
减: 资产减值损失	74	116	154	83	126	157
加: 投资收益及其他	40	-254	18	8	0	15
营业利润	523	-194	51	683	1,110	1,433
加: 营业外净收入	12	8	104	12	9	9
利润总额	535	-186	155	695	1,119	1,442
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%	355.20%	40.10%	30.00%
全面摊薄总股本	461	551	1,377	1,487	1,487	1,487
每股收益 (元)	0.29	-0.14	0.08	0.37	0.52	0.67
归属母公司所有者净利润率 (%)	8.55%	-4.81%	3.09%	7.76%	9.16%	10.20%
ROE	14.57%	-5.09%	2.83%	9.50%	11.50%	12.60%

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](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://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	<a href="mailto:chentao@swsresearch.com">chentao@swsresearch.com</a>
北京	李丹	010-66500610	18930809610	<a href="mailto:lidan@swsresearch.com">lidan@swsresearch.com</a>
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	<a href="mailto:hujy@swsresearch.com">hujy@swsresearch.com</a>

### 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。