新时代证券 New Times Securities

园林 PPP 促主业和业绩双回归

半年报点评

◆ **公司发布 2017 年中报，业绩同比大幅上升：**

2017 年上半年，公司实现营收 21.46 亿元，同比增长 46.43%；归母净利润 0.84 亿元，同比增长 60.91%。公司业绩企稳回升，盈利能力持续改善，主要原因是公司继续夯实并保持生态城镇领域的先发优势，部分项目取得较好收益。

◆ **新签订单不断，支撑未来业绩高增长：**

公司紧抓 PPP 模式和特色小镇的政策机遇，17 年至今累计新签合同 133.06 亿元，约为 16 年全年订单的 3 倍，其中 PPP 项目投资额 81.89 亿元，占新签合同的 61.54%；截至上半年已签约未完工订单额为 174.13 亿元，相对 16 年营收 39.06 亿元，订单收入保障比约为 4.5，为公司未来业绩成长奠定了业务基础。此外，公司年内还与地方政府签订了规模高达 180 亿元的框架协议，为后续订单落地提供保障。

◆ **PPP 促主业回归，同时受益特色小镇新蓝海：**

公司以 PPP 为抓手，搭建了以上市公司为核心的“棕榈+贝尔高林+新中源”一体化建设平台，采用 PPP 创新合作模式，进一步强化棕榈具有市场竞争力的 PPP 一体化服务优势。报告期内公司中标重大项目合同额高达 114 亿元，PPP 业务占 57%，受益于此，上半年营收及归母净利分别实现同增 46.43%，60.91%，业绩持续回升。同时公司抓住“特色小镇”这一政策机遇，稳步推动生态城镇产业链纵深发展，预计到 2020 年中央及各省市将规划建设的特色小镇将达 2000 个以上，由此将带动相关建设项目加速落地。在国家公布的首批 127 个特色小镇名单中，公司先后与地方政府签订广东梅州雁洋客家小镇、山东蓬莱刘家沟葡萄酒小镇和广东肇庆回龙镇三个国家级特色小镇相关框架协议，预计后续将结合 PPP 模式，带动项目落地。

◆ **三大板块齐发力，聚焦生态城镇全产业链：**

公司定位全球领先的生态城镇运营商，近年逐步建立了建设-运营-内容的完整产业链，同时通过体育、娱乐和文旅三大产业战略并购，完成从“生态城镇”到“生态城镇+”的战略升级。体育方面，公司参股收购英超西布罗姆维奇俱乐部已连续七个赛季实现正盈利，以参股形式设立体育公司能与体育小镇实现战略协同。娱乐方面，参股子公司满天星 VR 产业基金持续领跑 VR 创投业；乐客奥义 VR 主题公园月游客数量接近 2 万，为未来生态城镇运营储备技术和内容。文旅方面，海南呀诺达 5A 景区上半年业绩增长较快，并实现景区管理模式对外输出，加快推动“生态城镇+文旅”战略落地。公司未来将继续构建三位一体的业务模式，进一步强化在生态城镇领域的竞争优势。

◆ **财务预测与估值：**

预计公司 2017~2018 年 EPS 为 0.32 元、0.48 元。当前股价对应 2017 年的 PE 为 34 倍，维持“**推荐**”评级。

◆ **风险提示：**PPP 项目拓展及落地不及预期，回款风险等。

业绩预测和估值指标

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4401	3,906	5,963	8,024	10,431
增长率(%)	-12.1	-11.2	52.7	34.6	30.0
净利润(百万元)	-211.5	121	437	657	870
增长率(%)	-149.4	-157.1	261.8	50.3	32.5
毛利率(%)	17.3	16.7	23.9	24.8	24.8
净利率(%)	-4.8	3.1	7.3	8.2	8.3
ROE(%)	-4.7	2.8	9.4	12.6	14.7
EPS(摊薄/元)	-0.38	0.09	0.32	0.48	0.63
P/E(倍)	-27.82	121.7	33.6	22.4	16.9
P/B(倍)	1.31	3.4	3.2	2.8	2.5

资料来源：新时代证券研究所

推荐（维持评级）

分析师

王小勇 (执业证书编号：S0280517070001)
0755-82312484
wangxiaoyong1@xsdzq.cn

市场数据	时间 2017.08.23
收盘价(元)：	10.68
总股本(亿股)：	14.87
总市值(亿元)：	158.81
一年最低/最高(元)：	7.85/14.52
近 3 月换手率：	429.04%

股价表现(一年)

收益表现

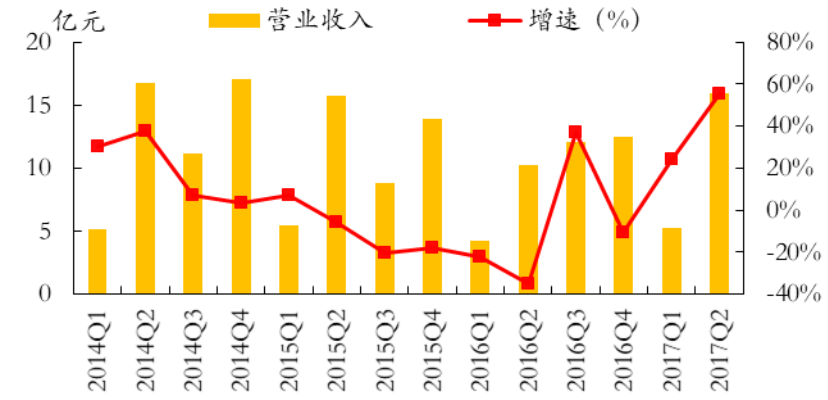
%	一个月	三个月	十二个月
相对	17.75	-15.05	-16.21
绝对	18.38	-5.05	-3.76

相关研报

棕榈股份：PPP 及特色小镇共促业绩反转高增
2017-08-10

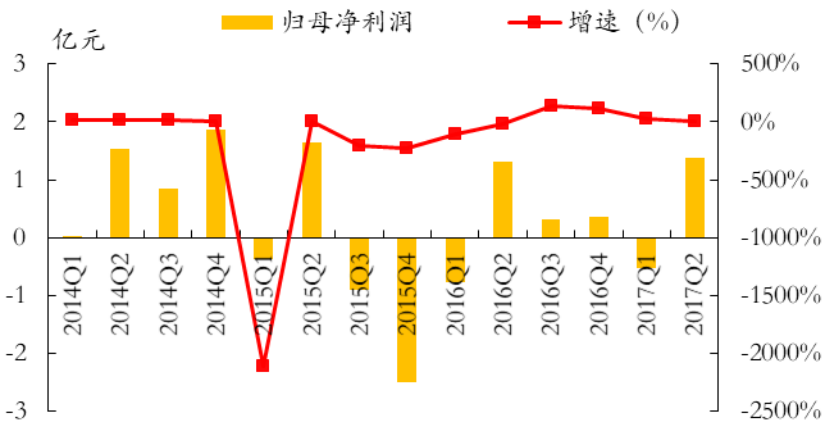
棕榈股份：中报业绩同比大增，特色小镇东风再起
2017-08-02

图表1： 公司单季度营业收入变化（亿元）



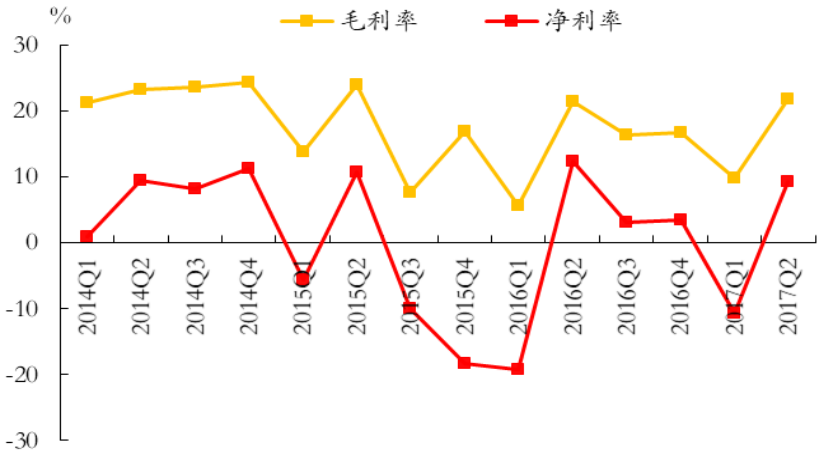
资料来源：新时代证券研究所

图表2： 公司单季度归母净利变化（亿元）



资料来源：新时代证券研究所

图表3： 公司单季度毛利率、净利率变化



资料来源：新时代证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	9835	10538	13910	18087	23055
现金	1598	1623	1500	1500	1500
应收账款	2268	2141	2844	3826	4974
其他应收款	222	381	582	783	1017
预付账款	28	79	91	122	158
存货	**5095**	**5658**	**7891**	**10497**	**13642**
其他流动资产	624	657	1002	1359	1763
非流动资产	2410	3118	3252	3392	3518
长期投资	255	673	673	673	673
固定资产	496	469	794	948	1087
无形资产	211	210	189	170	153
其他非流动资产	**1446**	**1765**	**1596**	**1600**	**1605**
资产总计	**12245**	**13656**	**17162**	**21478**	**26573**
流动负债	4779	6037	9458	13184	17497
短期借款	690	753	4089	6143	8441
应付账款	2658	2613	3644	4848	6300
其他流动负债	**1430**	**2671**	**1725**	**2192**	**2756**
非流动负债	3153	3075	2769	2771	2773
长期借款	1367	976	976	976	976
其他非流动负债	**1786**	**2099**	**1793**	**1795**	**1797**
负债合计	**7932**	**9112**	**12227**	**15955**	**20270**
少数股东权益	-175	274	294	324	363
股本	551	1377	1377	1377	1377
资本公积	2305	1459	1459	1459	1459
留存收益	1633	1433	1805	2363	3103
归属母公司股东权益	4489	4270	4641	5200	5940
负债和股东权益	**12245**	**13656**	**17162**	**21478**	**26573**

现金流量表(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	-669	67	-1513	-1503	-1665
净利润	-211	121	437	657	870
折旧摊销	42	40	98	121	134
财务费用	111	120	176	238	307
投资损失	254	-18	-35	-45	-55
营运资金变动	-1276	-666	-2303	-2643	-3124
其他经营现金流	413	470	114	169	203
投资活动现金流	-1138	-759	-220	-260	-250
资本支出	**-0**	**-178**	**-220**	**-250**	**-250**
长期投资	432	-448	0	0	0
其他投资现金流	-707	-1384	-440	-510	-500
筹资活动现金流	2768	674	1609	1763	1915
短期借款	**0**	**0**	**3335**	**2055**	**2297**
长期借款	676	671	-1211	0	0
普通股增加	90	826	0	0	0
资本公积增加	1341	-846	0	0	0
其他筹资现金流	**661**	**22**	**-515**	**-292**	**-383**
现金净增加额	**960**	**-18**	**-123**	**0**	**0**

利润表（百万元）	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	**4401**	**3906**	**5963**	**8024**	**10431**
营业成本	3640	3254	4538	6038	7847
营业税金及附加	115	-29	143	193	250
营业费用	34	45	68	92	119
管理费用	326	329	447	602	782
财务费用	111	120	176	238	307
资产减值损失	116	154	95	95	95
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-254	18	35	45	55
营业利润	-194	51	530	812	1086
营业外收入	**11**	**110**	**35**	**35**	**35**
营业外支出	3	6	5	5	5
利润总额	-186	155	560	842	1116
所得税	**16**	**29**	**103**	**155**	**205**
净利润	-203	126	457	687	910
少数股东损益	**9**	**6**	**20**	**30**	**40**
归属母公司净利润	-211	121	437	657	870
EBITDA	**-41**	**212**	**804**	**1171**	**1526**
EPS（元）	-0.38	0.09	0.32	0.48	0.63

主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入(%)	(12.1)	-11.2	52.7	34.6	30.0
营业利润(%)	(137.2)	-126.2	940.6	53.1	33.7
归属于母公司净利润(%)	(149.4)	-157.1	261.8	50.3	32.5
获利能力					
毛利率(%)	17.3	16.7	23.9	24.8	24.8
净利率(%)	(4.8)	3.1	7.3	8.2	8.3
ROE(%)	(4.7)	2.8	9.4	12.6	14.7
ROIC(%)	(1.4)	1.9	5.8	6.8	7.2
偿债能力					
资产负债率(%)	64.8	66.7	71.2	74.3	76.3
净负债比率(%)	18.0	21.5	29.5	33.1	35.4
流动比率	2.1	1.7	1.5	1.4	1.3
速动比率	1.0	0.8	0.6	0.6	0.5
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.3	0.3	0.4	0.4
应收账款周转率	2.1	1.8	2.4	2.4	2.4
应付账款周转率	1.3	1.2	1.5	1.4	1.4
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	-0.38	0.09	0.32	0.48	0.63
每股经营现金流(最新摊薄)	-1.21	0.05	-1.10	-1.09	-1.21
每股净资产(最新摊薄)	8.15	3.10	3.37	3.78	4.31
估值比率					
P/E	-27.82	121.73	33.65	22.39	16.90
P/B	1.31	3.44	3.17	2.83	2.48
EV/EBITDA	-139.11	27.2	7.2	4.9	3.8

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

王小勇，新财富、水晶球、金牛奖分析师，证券从业时间 10 年，地产行业从业 4 年，重庆建筑大学毕业。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖　销售总监** 固话：010-69004649 手机：13811830164 邮箱：Haoying1@xsdzq.cn
上海	**李佳璐　销售经理** 手机：18801966799 邮箱：lijialu@xsdzq.cn
深圳	**史月琳　销售经理** 固话：0755-82291898 手机：13266864425 邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司　研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层　邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1506室　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/