

棕榈股份 (002431)
推荐
行业：园林工程

业绩增长符合预期，战略转型成效凸显

事件：公司公布2017年半年度报告，上半年实现营业收入21.26亿元，同比增长46.43%；实现归母净利润8430.60万元，同比增长60.91%。公司预告1-9月归母净利润为1.78-2.21亿元，同比增长110-160%。

投资要点：

- ◆ **公司业绩企稳回升，实现高速增长。**2017年上半年公司实现营业收入21.26亿元，同比增长46.43%；实现归母净利润0.84亿元，同比增长60.91%。公司业绩企稳回升，实现高速增长，主要源于PPP业务、设计业务以及生态城镇业务增长所致。分业务来看，公司上半年园林工程、园林设计、苗木绿化分别实现收入15.46、1.98、0.23亿元，同比增长27.27%、82.09%、-75.53%。公司去年同期没有生态城镇业务收入，上半年生态城镇战略转型效益初步显现，生态城镇业务实现收入3.53亿元，业务占比达16.60%。
- ◆ **得益于毛利率提高和期间费用率下降，公司净利率有所提升。**受主营业务毛利率上升和期间费用率下降影响，2017年上半年公司净利率提升至4.33%，较去年同期增长1.21pct。上半年公司综合毛利率为18.94%，较去年同期上升2.09pct，主要源于业务占比最大的园林工程毛利率上升至15.27%，以及新增具有20.58%高毛利率水平的生态城镇业务收入。上半年公司期间费用率为13.66%，较去年同期下降2.54pct，主要系公司管理费用增长速度慢于营业收入增长速度，公司管理费用率下降至7.87%，较去年同期下降3.31pct所致。
- ◆ **在手订单储备丰富，业绩高速增长可期。**2016年以来，公司获得重大订单176.62亿元，是2016年营业收入的4.32倍。2017年公司业务拓展态势良好，年初至今获得重大订单112.46亿元，其中PPP订单为61.29亿元，占比达55%，PPP模式已经成为推动公司业务拓展的核心力量。随着未来1-2年公司订单的集中落地，公司业绩有望迎来快速释放。
- ◆ **维持“推荐”评级。**预计公司17~19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28、17、13倍。给予公司未来6-12个月35倍PE，对应目标价13.30元，维持“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	121.71	28.10	17.24	13.14
P/B	3.44	3.07	2.60	2.17
EV/EBITDA	73	18	12	9

资料来源：中国中投证券财富研究部

作者

署名人：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： 10.68

评级调整： 维持

基本资料

总股本(百万股)	1,487
流通股本(百万股)	940
总市值(亿元)	159
流通市值(亿元)	100
成交量(百万股)	39.17
成交额(百万元)	417.34

股价表现



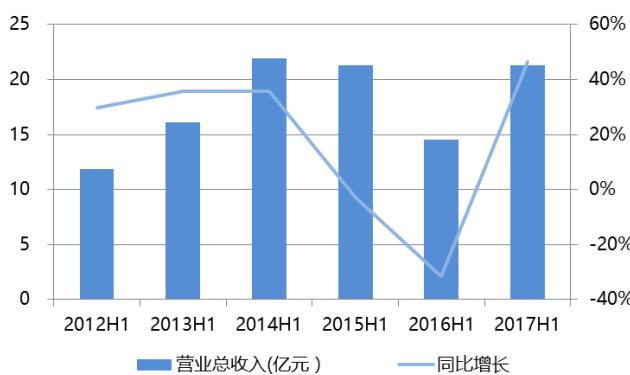
相关报告

《棕榈股份-长风破浪智转型，特色小镇夺先锋》2017-06-05

1.公司业绩企稳回升，实现高速增长

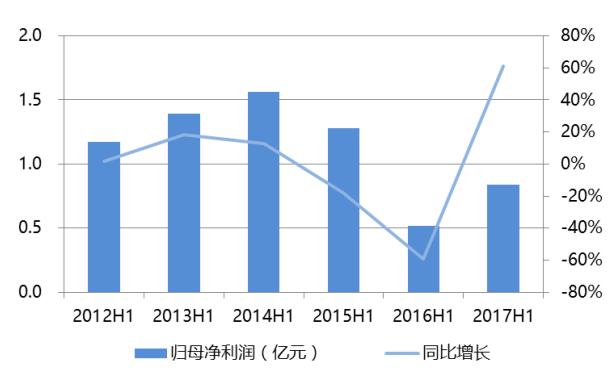
2017年上半年公司实现营业收入21.26亿元，同比增长46.43%；实现归母净利润0.84亿元，同比增长60.91%。在经历了2014年的业绩持续下滑后，公司业绩企稳回升，实现高速增长，这主要源于PPP业务、设计业务以及生态城镇业务增长所致。分业务来看，公司上半年园林工程业务收入为15.46亿元，同比增长27.27%，业务占比为72.72%；园林设计业务收入1.98亿元，同比增长82.09%，业务占比9.31%；苗木绿化业务收入0.23亿元，同比下降75.53%，业务占比1.08%；公司去年同期没有生态城镇业务，上半年生态城镇战略转型效益初步显现，生态城镇业务实现收入3.53亿元，业务占比达16.60%。分季度来看，2017年Q1、Q2公司分别实现营业收入5.27、15.99亿元，分别较去年同期增长24.04%、55.69%；归母净利润分别为-0.54、1.38亿元，分别较去年同期增长31.34%、5.71%。

图1 2012H1-2017H1 公司营业收入情况



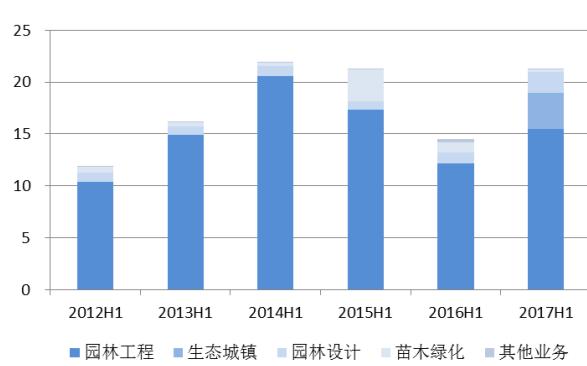
资料来源：WIND、中国中投证券财富研究部

图2 2012H1-2017H1 公司归母净利润情况



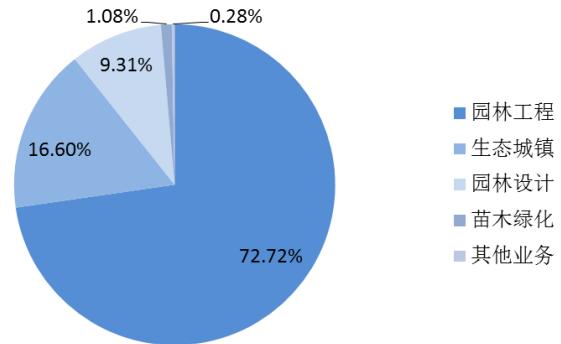
资料来源：WIND、中国中投证券财富研究部

图3 2012H1-2017H1 公司营业收入分布(亿元)



资料来源：WIND、中国中投证券财富研究部

图4 2017H1 公司营业收入行业构成



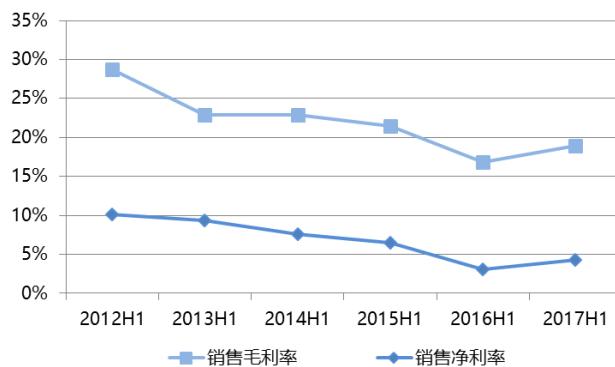
资料来源：WIND、中国中投证券财富研究部

2.受益于毛利率提高和期间费用率下降，公司净利率有所提升

受主营业务毛利率上升和期间费用率下降影响，2017年上半年公司净利率提升至4.33%，较去年同期增长1.21pct。2017年上半年公司综合毛利率为18.94%，较去年同期增长2.09pct。分业务来看，园林工程业务毛利率为15.27%，较去年同期增长4.41pct，新增生态城镇业务毛利率为20.58%。主营业务毛利率上升可能源于：1) 业

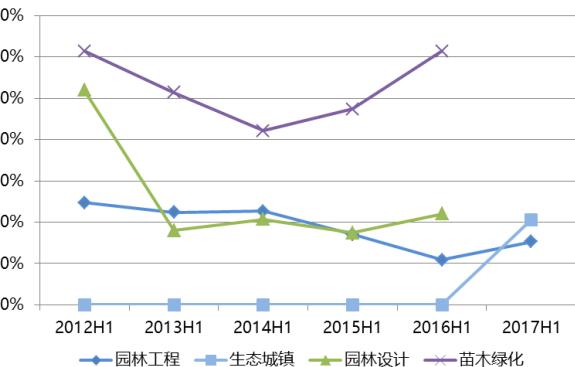
务占比最大的园林工程毛利率有所上升,2)新增生态城镇业务具有较高的毛利率水平。

图 5 2012H1-2017H1 公司毛利率与净利率情况



资料来源:WIND、中国中投证券财富研究部

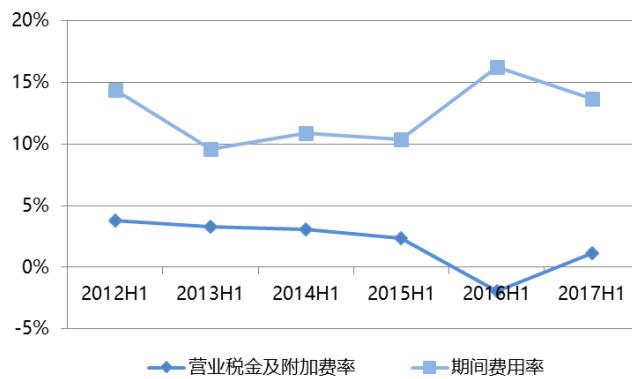
图 6 2012H1-2017H1 公司公司各业务毛利率



资料来源:WIND、中国中投证券财富研究部

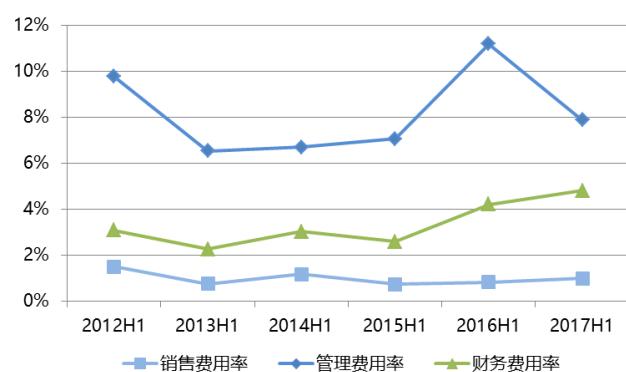
2017年上半年公司期间费用率为13.66%,较去年同期下降2.54pct。分项来看,上半年公司管理费用率为7.87%,较去年同期下降3.31pct,主要源于管理费用增长速度慢于营业收入增长;销售费用率为0.99%,较去年同期增长0.17pct,主要系报告期内广告宣传费用及工程后期维护费增长所致;公司财务费用率为4.80%,较去年同期增长0.60pct,主要系报告期内公司融资规模扩张导致融资利息及费用增长所致。此外,上半年公司营业税金及附加费率为1.11%,较去年同期增长3.07pct,主要系受“营改增”影响,公司去年同期将未能抵扣的营业税一次性抵扣完成导致去年同期营业税金及附加大幅降低,今年恢复正常所致。

图 7 期间费用率与营业税金及附加费率有所增加



资料来源:WIND、中国中投证券财富研究部

图 8 销售费用、管理费用和财务费用变化情况

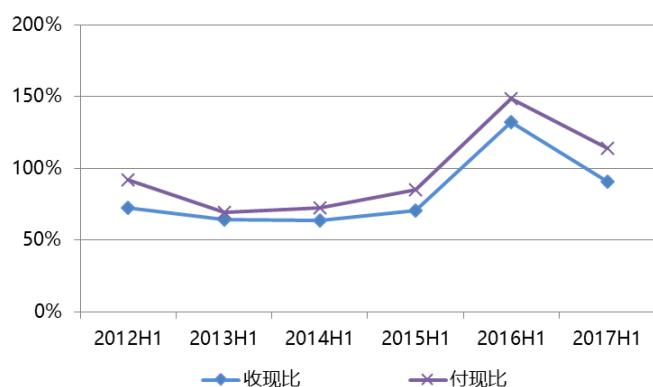


资料来源:WIND、中国中投证券财富研究部

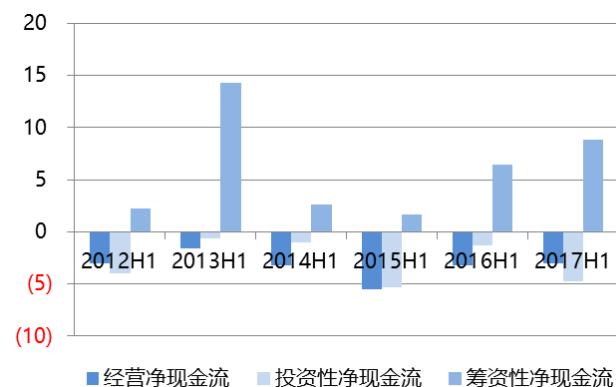
3.经营性现金流较为稳定,未来有望持续改善

2017年上半年公司经营净现金流为-0.32亿元,同比增长5.03%,表现较为稳定。从收现比和付现比来看,公司上半年收现比为90.36%,较去年同期下降41.80pct;付现比为114.10%,较去年同期下降34.20pct。分季度来看,Q1、Q2经营现金流净额分别为-2.16、-0.86亿元,分别同比增长-44.11%、48.87%,可见公司经营性现金流呈现逐步改善趋势。预计随着公司PPP项目逐渐落地施工,公司加大对应收账款管理力度,公司经营性现金流有望持续改善。

2017年上半年公司投资净现金流为-4.71亿元，同比下降270.87%，主要系报告期内公司支付收购浙江新中源建设有限公司投资款以及投资成立多个PPP项目公司所致，公司投资性现金流流出增加是公司PPP项目落地开工初期的正常现象。上半年公司筹资性现金流量净额为12.97亿元，同比增长482.68%，主要系报告期内完成2015年非公开发行股票，募集资金到账所致。

图9 2014Q3-2017Q2 收现比和付现比变化情况


资料来源：WIND、中国中投证券财富研究部

图10 公司经营、投资、筹资现金流净额情况(亿)


资料来源：WIND、中国中投证券财富研究部

4. “建设-运营-内容”全产业链优势明显，助推特色小镇业务开拓

公司生态城镇战略转型成效显著，已经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。全产业链优势为公司特色小镇业务拓展奠定了坚实基础，2016年至今，公司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特色小镇项目，金额合计165.69亿元。未来公司有望在浔龙河、时光贵州项目成功运营的基础上，凭借公司对娱乐、体育、文旅产业的布局，在特色小镇方面获得更多突破和进展。

5. 在手订单储备丰富，业绩高速增长可期

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176.62亿元，是2016年营业收入的4.32倍，其中PPP订单为112.26亿元，占比为63.56%。2017年公司业务拓展态势良好，年初至今获得重大订单112.46亿元，其中PPP订单为61.29亿元，占比为55%，PPP模式已经成为推动公司业务拓展的核心力量。随着未来1-2年公司订单的集中落地，公司业绩有望迎来快速释放。

表1 公司特色小镇项目签署情况

发布时间	项目名称	金额(亿)	建设期	运营期	项目模式
2017/08/08	南宁园博园项目园林景观工程	2.20			传统施工

2017/07/08	梅江区城乡人居环境综合整治 建设项目 EPC 总承包项目	3.07			传统施工
2017/06/09	奉化滨海养生小镇 PPP 项目	19.79	3 年	20 年	PPP
2017/05/24	高邮市清水潭生态旅游度假区 PPP 项目	21.50	2 年	10 年	PPP
2017/03/29	梅县区雁洋镇特色小镇建设工 程项目	45.90			传统施工
2017/02/06	五龙河流域综合治理 PPP 项目	20.00	3 年	17 年	PPP
2017 年合计		112.46			
2016/12/29	五华县犁滩片区基础设施建设 工程 PPP 项目	3.70	2 年	10 年	PPP
2016/11/28	漯河市沙澧河二期综合整治 PPP 项目	20.60	5 年	20 年	PPP
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			传统施工
2016/11/23	广东中山翠亨湿地公园工程 EPC 总承包项目	3.35		合作期一年	传统施工
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	1 年	9 年	PPP
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
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	1 年	10 年	PPP
2016/07/18	白云区南湖公园建设项目总承 包 (设计与施工)	5.62			传统施工
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
2016/06/03	雨花区道路品质提升工程项目 (PPP 模式)	5.00			PPP
2016 年合计		59.16			
总合计		176.62			

附：财务预测表
资产负债表

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

现金流量表

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流				
净利润	67	126	1068	-439
折旧摊销	126	64	547	90
财务费用	547	90	891	99
投资损失	64	59	397	-70
营运资金变动	120	-18	-1870	-70
其它	83	-30	-1870	-1914
投资活动现金流				
资本支出	-343	117	-80	202
长期投资	83	138	-61	216
其他	-759	216	100	100
筹资活动现金流				
短期借款	216	-474	100	5
长期借款	-474	-1016	100	1
普通股增加	216	-11	100	26
资本公积增加	-474	0	100	39
其他	-1016	0	0	0
现金净增加额				
1021	-13	-1213	-1252	-694

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	121.71	28.10	17.24	13.14
P/B	3.44	3.07	2.60	2.17
EV/EBITDA	73	18	12	9

相关报告

报告日期	报告标题
2017-06-05	《棕榈股份-长风破浪智转型，特色小镇夺先锋》

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,但我们将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

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

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

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