

# 业绩弱于市场预期，期待生态城镇业务发力

公司点评

王小勇(分析师)

0755-82312484

wangxiaoyong1@xsdzq.cn

证书编号: S0280517070001

王斌(联系人)

wangbin1@xsdzq.cn

证书编号: S0280117080044

王萌(联系人)

wangmeng@xsdzq.cn

证书编号: S0280117090007

## ● 事件:

公司发布 2018 年半年度业绩快报，经初步核算，2018 年上半年公司实现营业收入 23.52 亿元，较上年同期上升 10.63%；归属于上市公司股东的净利润 1.06 亿元，较上年同期上升 25.87%。

## ● 半年度业绩不及预期:

公司 2018 年半年度业绩不及市场预期，主要是受上半年 PPP 监管趋严和融资环境恶化的影响，以及行业竞争压力之下毛利率下降和财务费用上升导致的。

## ● 生态城镇业务发力，公司未来业绩可期:

公司自 2014 年起紧随国家生态文明建设的发展路线，战略转型生态城镇业务，深耕生态城镇试点项目，开启全新业务局面。目前基于财务指标的商业模式已经走出来，生态城镇业务开始从培育期过渡到成长期，基本确立生态城镇龙头地位。2017 年度生态城镇业务实现营收 6.74 亿元，占比 12.84%。目前在全国各地布局的生态城镇项目达 11 个，已进入运营期的 5 个，战略转型初见成效，未来将带动公司步入新一轮的高速增长周期。

## ● 棕榈模式已成业界标杆，实现异地复制:

公司已形成生态城镇品牌优势，其参与的肇庆回龙镇、梅州雁洋和蓬莱刘家沟项目被列入全国首批 127 个特色小镇名单；建设的湖南长沙的浔龙河生态艺术小镇被评为全国第四批美丽宜居村庄。公司提出的“浔龙河模式”成为乡村振兴的示范项目，“贵安模式”成为文旅小镇的样板，在这两个模式的基础上，初步形成标准化的生态城镇“棕榈模式”，并形成艺术小镇、时光小镇、森屿星等一系列标准化产品，目前已通过广东梅州、广西阳朔和浙江湖州等地开展模式异地输出，预计公司未来生态城镇业务将实现高速增长。

## ● 订单同比上涨，为业绩提供保障:

公司二季度新签合同 200 项，累计金额 33.62 亿元，比去年同期上涨 34.1%；其中工程合同金额 32.36 亿元，占比 96.24%；设计合同新签金额 1.26 亿元，占比 3.76%。截至 6 月底已签约未完工订单 2478 项，累计金额 189.16 亿元，占去年全年订单额 245.82 亿元的 76.95%，订单呈现加速落地态势。此外，公司二季度已中标尚未签约订单 3 项，累计金额 3.72 亿元，为未来业务提供市场保障。

● **财务预测与估值:** 预计公司 2018-2020 年实现归母净利由 5.5/7.53/10.18 亿元下调至 4.23/6.02/8.53 亿元，同比增长 39.2%/42.1%/41.8%，对应 EPS 为 0.28/0.40/0.57 元。当前股价对应 2018-2020 年 PE 为 23.6/16.6/11.7 倍，维持“强烈推荐”评级。

● **风险提示:** PPP 项目拓展及落地不及预期，回款风险等。

## 财务摘要和估值指标

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3906	5,253	6,681	8,574	11,077
增长率(%)	-11.2	34.5	27.2	28.3	29.2
净利润(百万元)	120.8	304	423	602	853
增长率(%)	-157.1	151.9	39.2	42.1	41.8
毛利率(%)	16.7	20.7	20.1	20.5	21.1
净利率(%)	3.1	5.8	6.3	7.0	7.7
ROE(%)	2.6	5.5	7.2	9.4	12.0
EPS(摊薄/元)	0.09	0.20	0.28	0.40	0.57
P/E(倍)	76.48	32.8	23.6	16.6	11.7
P/B(倍)	2.01	1.8	1.7	1.6	1.4

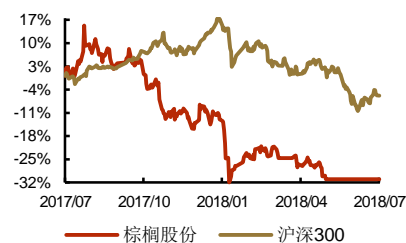
## 强烈推荐(维持评级)

市场数据

时间 2018.05.29

收盘价(元):	6.74
一年最低/最高(元):	6.51/11.55
总股本(亿股):	14.87
总市值(亿元):	100.22
流通股本(亿股):	12.82
流通市值(亿元):	86.38
近 3 月换手率:	16.4%

## 股价一年走势



## 收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对		1.5	-24.16
绝对		-4.94	-29.72

## 相关报告

《业绩进入增长快车道》2018-04-19

《转型成效显著，业绩稳步上升》2018-02-26

《成功转型生态城镇运营商，2018 谱写新篇章》2018-01-28

《季报业绩稳增，预计全年继续向好》2017-10-30

《业绩预期逐步兑现，PPP 助力再上层楼》2017-09-14

## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	10538	10347	12678	15869	20030
现金	1623	1124	1448	1500	1550
应收账款	2141	2297	2413	3097	4001
其他应收款	381	314	399	512	662
预付账款	79	64	65	83	107
存货	5658	5769	7362	9395	12057
其他流动资产	657	780	991	1282	1654
<b>非流动资产</b>	3118	5330	5292	5271	5254
长期投资	673	2297	2297	2297	2297
固定资产	469	727	817	822	826
无形资产	210	204	183	165	149
其他非流动资产	1765	2102	1994	1987	1982
<b>资产总计</b>	<b>13656</b>	<b>15677</b>	<b>17970</b>	<b>21141</b>	<b>25284</b>
<b>流动负债</b>	6037	8710	10623	13252	16629
短期借款	753	1754	4300	5284	6507
应付账款	2613	2922	3747	4781	6136
其他流动负债	2671	4034	2576	3187	3985
<b>非流动负债</b>	3075	1194	1195	1195	1195
长期借款	976	108	108	108	108
其他非流动负债	2099	1086	1087	1087	1087
<b>负债合计</b>	<b>9112</b>	<b>9904</b>	<b>11818</b>	<b>14447</b>	<b>17824</b>
少数股东权益	-61	273	292	319	358
股本	1377	1487	1487	1487	1487
资本公积	1459	2325	2325	2325	2325
留存收益	1769	1687	2048	2562	3290
归属母公司股东权益	4605	5499	5861	6374	7103
<b>负债和股东权益</b>	<b>13656</b>	<b>15677</b>	<b>17970</b>	<b>21141</b>	<b>25284</b>
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
<b>经营活动现金流</b>	67	226	-92	-664	-841
净利润	0	304	423	602	853
折旧摊销	0	44	92	92	89
财务费用	0	189	131	160	197
投资损失	0	-60	-60	-60	-60
营运资金变动	0	525	-746	-1637	-2161
其他经营现金流	67	-777	68	180	240
<b>投资活动现金流</b>	-759	-1618	-70	-80	-70
资本支出	0	-209	-70	-70	-70
长期投资	-448	-1619	0	0	0
其他投资现金流	-1206	-3446	-140	-150	-140
<b>筹资活动现金流</b>	674	869	486	796	961
短期借款	0	0	2545	984	1223
长期借款	671	-153	-1927	0	0
普通股增加	0	110	0	0	0
资本公积增加	0	866	0	0	0
其他筹资现金流	3	46	-133	-188	-262
<b>现金净增加额</b>	<b>-18</b>	<b>-523</b>	<b>324</b>	<b>52</b>	<b>50</b>

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

利润表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>3906</b>	<b>5253</b>	<b>6681</b>	<b>8574</b>	<b>11077</b>
营业成本	3254	4163	5339	6813	8743
营业税金及附加	-29	29	36	47	60
营业费用	45	67	85	109	141
管理费用	329	371	472	606	783
财务费用	120	189	131	160	197
资产减值损失	154	143	150	150	150
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	18	60	60	60	60
<b>营业利润</b>	<b>51</b>	<b>384</b>	<b>527</b>	<b>749</b>	<b>1063</b>
营业外收入	110	1	5	5	5
营业外支出	6	6	5	5	5
<b>利润总额</b>	<b>155</b>	<b>379</b>	<b>527</b>	<b>749</b>	<b>1063</b>
所得税	29	61	85	121	171
<b>净利润</b>	<b>126</b>	<b>318</b>	<b>443</b>	<b>629</b>	<b>892</b>
少数股东损益	6	14	19	27	38
<b>归属母公司净利润</b>	<b>121</b>	<b>304</b>	<b>423</b>	<b>602</b>	<b>853</b>
<b>EBITDA</b>	<b>212</b>	<b>617</b>	<b>751</b>	<b>1001</b>	<b>1348</b>
<b>EPS(元)</b>	<b>0.09</b>	<b>0.20</b>	<b>0.28</b>	<b>0.40</b>	<b>0.57</b>
<b>主要财务比率</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	(11.2)	34.5	27.2	28.3	29.2
营业利润(%)	(126.2)	653.0	37.5	42.1	41.8
归属于母公司净利润(%)	(157.1)	151.9	39.2	42.1	41.8
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	16.7	20.7	20.1	20.5	21.1
净利率(%)	3.1	5.8	6.3	7.0	7.7
ROE(%)	2.6	5.5	7.2	9.4	12.0
ROIC(%)	1.9	5.0	5.2	6.3	7.5
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	66.7	63.2	65.8	68.3	70.5
净负债比率(%)	21.5	24.2	24.5	25.5	26.2
流动比率	1.7	1.2	1.2	1.2	1.2
速动比率	0.8	0.5	0.5	0.5	0.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	1.8	2.4	2.8	3.1	3.1
应付账款周转率	1.2	1.5	1.6	1.6	1.6
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.09	0.20	0.28	0.40	0.57
每股经营现金流(最新摊薄)	0.05	0.15	-0.06	-0.45	-0.57
每股净资产(最新摊薄)	3.34	3.70	3.94	4.29	4.78
<b>估值比率</b>					
P/E	76.48	32.79	23.56	16.59	11.69
P/B	2.01	1.81	1.70	1.57	1.40
EV/EBITDA	-148.06	-50.8	-41.7	-31.3	-23.2

## 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的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 11 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管理委员会批复，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	<b>郝颖 销售总监</b>
	固话：010-69004649
	手机：13811830164
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	<b>吕筱琪 销售总监</b>
	固话：021-68865595 转 258
	手机：18221821684
	邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
深圳	<b>史月琳 销售经理</b>
	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1501室

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>