

湘财证券研究所 房地产/金融行业

杨森:

Tel: 021-68634518-8007

 E-Mail: ys2875@xcsc.com

于青青:

Tel: 021-68634518-8306

 E-Mail: yq2836@xcsc.com

朱毅:

Tel: 021-688-8638

 E-Mail: zy2831@xcsc.com

发行上市情况

股本结构

发行股本 (万股): 3000

发行后总股本 (万股): 12000

发行日期: 2010 年 05 月 31 日

主承销商: 国金证券

股票价格

合理价值区间 (元):

29.66-34.61 元

投资亮点

□ 资质优良的地产园林景观龙头:

棕榈园林的主营业务是园林景观设计和园林工程施工。业务领域涉及房地产景观以及政府公共园林项目的设计和营建, 具体包括房地产景观、政府公共园林、高端休闲度假区地产园林、星级酒店园林及滨水景观等。公司拥有原建设部颁发的城市园林绿化一级资质和住建部颁发的风景园林工程设计专项甲级资质的综合性园林企业。截止 2009 年 12 月, 全国同时具有上述两项资质的企业共有 15 家。

□ 园林景观行业前景广阔:

至少有三大因素能够支持园林景观行业在中国的高速发展: 1、中国的城市化进程和城市建设; 2、基建工程配套绿化; 3、房地产项目配套的园林景观。公司目前有大约 87% 的营业收入来自房地产园林景观建设, 而房地产环境的好坏已经成为房地产项目好坏的关键性指标之一。住宅区园林景观和居民区的绿化水平得到了开发商和购房者的双重重视, 拓展了观赏苗木的销售空间, 房地产项目的绿化业务随着房地产市场的快速发展而迅速扩张。

□ 公司四大竞争优势明显:

和同行业公司相比, 棕榈园林至少具有 4 方面的优势: 1、长达 26 年经营累计的品牌优势; 2、全国布局的跨区域经营优势; 3、完整工程链优势; 4、优质的客户资源优势。

□ 募投项目:

本次拟向社会公开发行人人民币普通股 3000 万股, 扣除发行费用后的募集资金用于补充运营资金、苗木生产技术改造及建设和风景园林科学研究院建设项目。

□ 盈利预测及估值:

我们分别就苗木业务、园林施工业务和园林设计业务进行分析预测, 预计棕榈园林 2010 年、2011 年和 2012 年的主营业务收入分别为 9.79、14.30 和 21.27 亿元; 净利润为 1.19 亿元、1.74 亿元和 2.67 亿元, 按发行后总股本 1.2 亿股计算, 2010 年、2011 年和 2012 年 EPS 分别为 0.99 元、1.44 元 1 和 2.22 元。

参考同类上市公司和近期新股市盈率情况, 我们认为给予公司 30-35 倍市盈率较为适合, 公司合理估值区间为 29.66-34.61 元。

□ 风险提示: 因房地产政策调控幅度过大形成的压力、重大自然灾害等。

主要财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	486	659	979	1430	2127
YoY (%)	24%	36%	49%	46%	49%
净利润	56	78	119	173	266
YoY (%)	58%	39%	53%	46%	53%
毛利率	26.1%	26.6%	26.4%	26.9%	27.3%
ROE	29.1%	29.3%	32.2%	36.0%	40.2%
EPS	0.46	0.65	0.99	1.44	2.22

目录

一、公司基本情况	4
1.1 公司在绿化工程中名列前茅	4
1.2 公司主要营业收入来自于园林工程	4
1.3 公司毛利率稳中有升	5
1.4 公司财务状况优于行业平均水平	6
二、三驾马车共促绿化行业腾飞	7
2.1 城市建设成为推动绿化工程的首要力量	7
2.2 基建工程绿化提供绿化工程广阔市场	10
2.3 房地产园林景观是绿化工程重要部分	10
三、竞争优势明显	11
3.1 品牌优势	11
3.2 跨区域经营优势	11
3.3 完整工程链的优势	11
3.4 客户资源优势	12
四、募投项目分析	13
4.1 补充公司园林工程施工业务运营资金	14
4.2 苗木生产基地技术改造及建设项目	14
五、盈利预测与估值	15
六、风险提示	18

图目录

图 1: 公司 3 年营收情况 (百万元)	5
图 2: 公司 3 年净利润情况 (百万元)	5
图 3 公司来各项业务毛利率稳中有升	6
图 4 园林绿化行业产业链	8
图 5 全国城市绿化固定资产投资额	9
图 6 我国绿化覆盖面积和园林绿地总面积情况	9
图 7 我国人口数量及增长率	9
图 8 我国城市化率增长情况	9
图 9 我国人均公共绿地面积	10
图 10 我国公共绿地面积	10
图 11 我国房地产施工面积和竣工面积	11
图 12 我国居住小区理论绿化面积	11
图 13 公司拥有完整的工程链	12
图 14 06-08 年公司外购苗木和自繁苗木情况	15
图 15 募集项目实施大幅提高公司自繁苗木比例	15

表目录

表 1 公司各项业务营业收入占比情况(单位: 万元)	4
表 2 公司近三年分业务毛利率情况	5
表 3 行业内各公司资产周转率情况比较	6
表 4 公司偿债能力好于行业平均水平	7
表 5 公司主要客户及相关项目	12
表 6: 募集资金使用计划	14
表 7 施工项目占用公司流动资金情况	14
表 8 自繁苗木和外购苗木的优缺点	15
表 9: 苗木业务预测 (单位: 百万元)	16
表 10: 工程施工业务预测 (单位: 百万元)	16
表 11: 设计业务预测 (单位: 百万元)	17
表 12 公司主营业务预测 (单位: 百万元)	17
表 13: FCFF 估值的敏感性分析	17
表 14: 棕榈园林业绩预测	19

一、公司基本情况

1.1 公司在绿化工程中名列前茅

公司前身为成立于 1984 年的合伙企业——中山市小榄区棕榈苗圃场，1991 年 12 月 19 日棕榈苗圃场变更为中山市小榄棕榈苗圃有限公司，1993 年 9 月 21 日更名为广东棕榈园林工程有限公司，2008 年 6 月 2 日，棕榈有限整体变更为股份公司。目前发行人注册资本为 9000 万元。

发行人的主营业务是园林景观设计和园林工程施工，业务领域涉及房地产景观以及政府公共园林项目的设计和营建，具体包括房地产景观、政府公共园林、高端休闲度假区地产园林、星级酒店园林及滨水景观等。公司拥有原建设部颁发的城市园林绿化一级资质和住建部颁发的风景园林工程设计专项甲级资质的综合性园林企业。截止 2009 年 12 月，全国同时具有上述两项资质的企业共有 15 家。

公司具有较强的盈利能力。根据中国建筑报、中国城市出版社。全国城市园林绿化企业联谊会组委会、中国风景园林网、中国风景园林学会信息委员会和风景园林杂志社等六家在 2008 年 1 月出具的《2006 年六家联合行业调查报告》，2006 年我国城市园林绿化一级企业共 111 家，其中参与调查的 82 家城市园林绿化一级企业中营业收入超过 2 亿元的共有 5 家，公司位列第三名。在 2009 年 5 月 15 日，上述六家调查单位又出具了《2007 年六家联合行业调查报告》显示，截止到 2007 年 11 月 30 日我国城市园林绿化一级企业共 144 家，其中参与调查的 102 家城市园林绿化一级企业中营业收入超过 3 亿的共有 5 家，公司位列第三名。2009 年 4 月 30 日《中国花卉报》公布了“全国 2008 年度城市园林绿化企业 50 强”名单，公司营业收入位列第五名，营业利润位居第一。

1.2 公司主要营业收入来自于园林工程

公司业务中园林景观规划设计业务和园林工程施工业务在发行人主营业务中站主导地位，园林工程施工业务是公司营业收入和利润的主要来源。2008 年公司营业收入 4.84 亿元，其中工程施工业务收入 4.24 亿元，占比 87.64%。2009 年公司营业收入为 6.58 亿元，其中工程施工收入为 5.86 亿元，占比为 88.95%。目前，公司主要为房地产项目提供配套的园林工程服务，政府公共园林业务占营业收入比例较低，为了分散国家宏观调控政策对房地产冲击的风险，我们认为公司未来会适度扩大政府公共园林业务。

表 1 公司各项业务营业收入占比情况(单位: 万元)

项目	2007 年		2008 年		2009 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
工程施工	35901.86	91.66%	4244.51	87.37%	58565.69	88.80%
园林设计	3046.38	7.78%	4661.94	9.60%	5891.90	8.93%
苗木销售	219.46	0.56%	1324.95	2.73%	1381.34	2.10%
其他业务收	—	—	148.30	0.30%	110.40	0.17%
合计	39167.70	100%	48579.70	100%	65949.33	100%

数据来源：招股说明书，湘财证券研究所

图 1：公司 3 年营收情况（百万元）

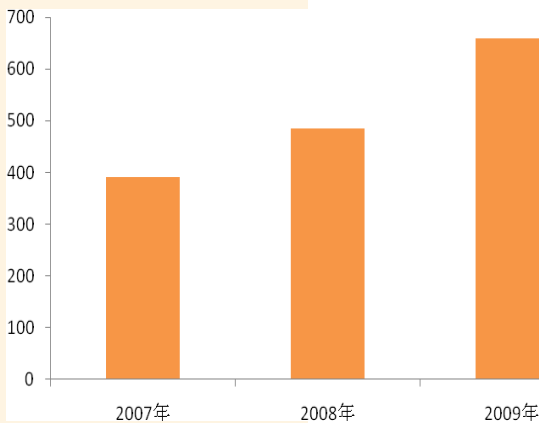


图 2：公司 3 年净利润情况（百万元）



数据来源：招股说明书，湘财证券研究所

1.3 公司毛利率稳中有升

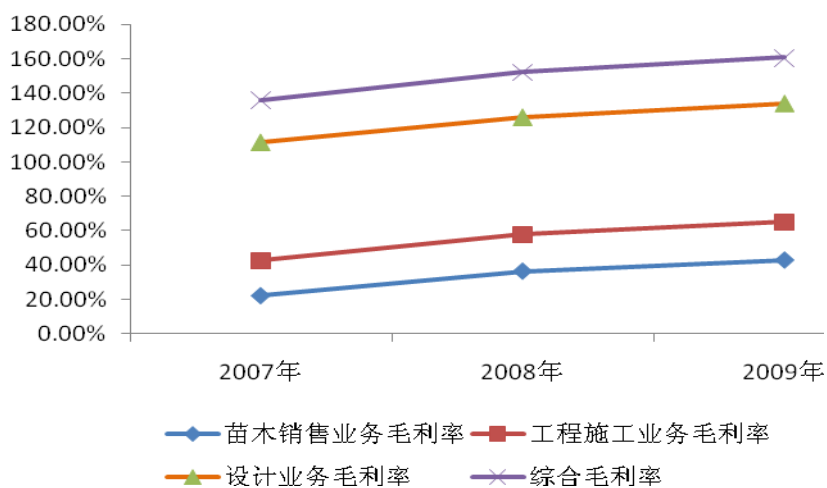
公司各项业务的毛利率均保持稳步上升的格局。由于公司的工程业务和设计业务收入约占公司总收入的 97%，工程业务毛利率和设计业务毛利率的变动直接影响主营业务毛利率的变动，而由于苗木销售业务毛利占比较小，所以苗木销售业务毛利变动对主营业务毛利率的影响不大。

我们认为公司的毛利率稳步上升主要来自于三个方面：（1）随着公司业务的逐年扩大，所承接的工程项目毛利率逐年增长；（2）资产苗木用于工程项目的总量逐年增加，有效降低工程成本；（3）工程项目管理制度的完善和执行，有效地控制了工程成本。

表 2 公司近三年分业务毛利率情况

	2007 年	2008 年	2009 年
苗木销售业务毛利率	22.30%	36.54%	43.02%
工程施工业务毛利率	20.36%	21.12%	21.97%
设计业务毛利率	68.96%	68.46%	69.05%
综合毛利率	24.15%	26.13%	26.61%

数据来源：招股说明书，湘财证券研究所

图 3 公司来各项业务毛利率稳中有升


数据来源：招股说明书，湘财证券研究所

1.4 公司财务状况优于行业平均水平

公司报告期内资产周转能力保持相对稳定，且与相近的公司相比，公司的应收账款周转率、存货周转率和总资产周转率均优于行业的平均水平。

表 3 行业内各公司资产周转率情况比较

上市公司简称	股票代码	应收账款周转率	存货周转率(次)	总资产周转率
东方园林	002310	4.18	2.23	1.23
科达股份	600986	0.94	3.37	0.27
龙元建设	600491	2.53	2.24	0.87
深天地 A	000023	3.13	1.67	0.60
长江精工	600496	4.64	4.20	1.21
杭萧钢构	600477	7.31	3.59	1.15
汇通集团	000415	2.02	1.34	0.21
龙建股份	600853	3.59	1.33	0.55
腾达建设	600502	4.09	5.13	0.80
安徽水利	600502	3.21	2.42	0.69
金螳螂	002081	3.05	—	1.85

平均值		3.52	2.75	0.86
广东棕榈		3.91	3.09	1.41

数据来源：招股说明书，湘财证券研究所

由于公司的主营业务是园林工程，所以与建筑工程类公司相似，负债水平普遍较高，公司 08 年资产负债率为 50.12%，流动比率为 1.72，速动比率为 1.04，均好于行业的平均水平。

表 4 公司偿债能力好于行业平均水平

上市公司简称	股票代码	流动比率	速动比率	资产负债率
东方园林	002310	1.67	0.99	56.70%
科达股份	600986	1.31	1.20	62.91%
龙元建设	600491	1.12	0.69	80.20%
深天地 A	000023	1.18	0.53	55.43%
长江精工	600496	0.94	0.56	45.76%
杭萧钢构	600477	0.81	0.41	74.83%
汇通集团	000415	0.91	0.62	43.22%
龙建股份	600853	1.03	0.42	49.89%
腾达建设	600502	1.35	0.94	51.96%
安徽水利	600502	0.90	0.56	74.53%
金螳螂	002081	1.32	1.30	61.14%
平均值		1.14	0.75	59.69%
广东棕榈		1.72	1.04	50.21%

数据来源：招股说明书，湘财证券研究所

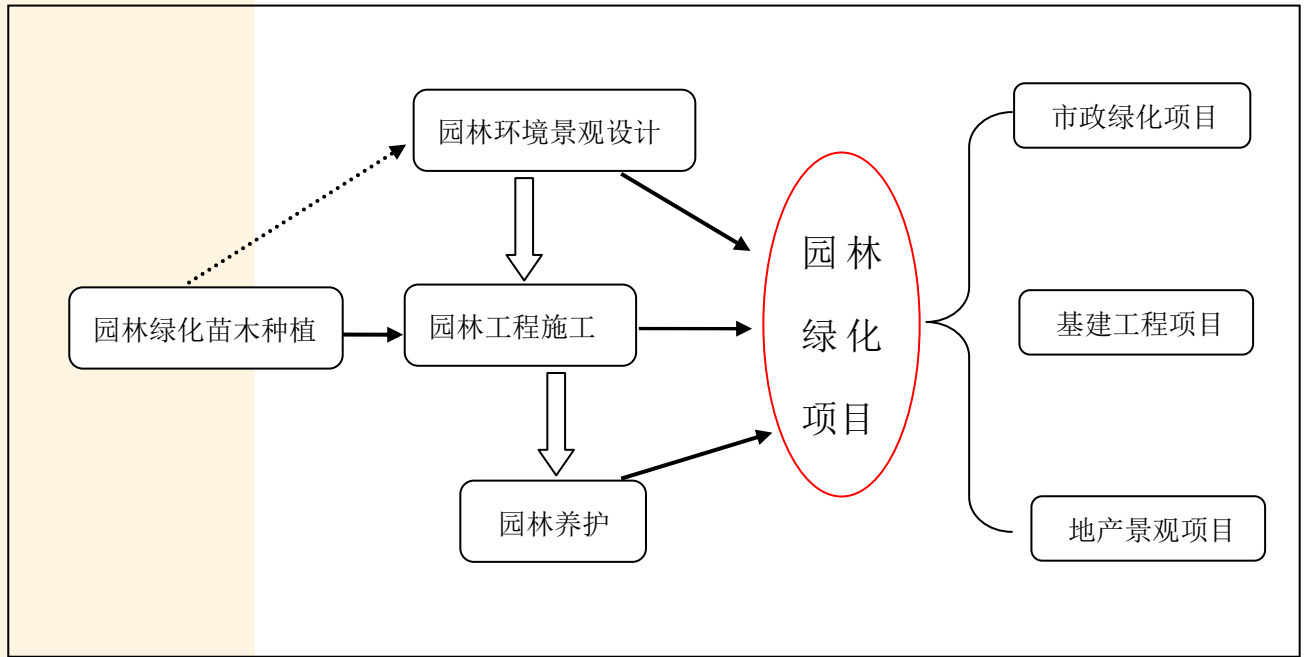
二、三驾马车共促绿化行业腾飞

2.1 城市建设成为推动绿化工程的首要力量

园林绿化包括园林绿化苗木种植、园林环境景观设计、园林工程施工和园林养护等四个方面。园林绿化项目一般先由设计师进行方案设计，再由施工方进行工程施工，工程完工后进入养护期。园林绿化苗木种植主要为园林工程施工服务，同时绿化苗木的品种和资源对设计师的设计方案会有一定的影响。

根据《国民经济行业分类与代码》，园林绿化行业中的园林树木、花卉和其他绿化植物的培育属于种植业，具有第一产业特点；园林绿化工程施工属于建筑业，具有第二产业特点；园林环境景观设计属于综合类技术服务业中的工程设计业，园林绿化管理和养护活动则属于社会服务业中的园林绿化业，均具有第三产业的特点。

图 4 园林绿化行业产业链



数据来源：湘财证券研究所

生态环境已经成为了人类生存和发展的基本条件和基础。党的“十七大”报告提出了要建设生态文明，基本形成节约能源资源和保护生态环境的产业结构、增长方式、消费模式，生态环境质量明显改善，生态文明观念在全社会牢固树立。在我国经济快速发展过程中，高能耗、高污染产业所产生的资源浪费、环境污染成为了经济发展过程中面临的突出矛盾。而园林绿化生态系统对美化、优化人类生活环境、减轻环境污染压力具有重要作用。目前，生态环境保护已经逐步成为我国经济社会发展和生态文明建设的一项重要国策。

园林绿化行业的发展与国民经济发展程度有很强的相关性，随着经济的快速发展和经济结构的优化，综合国力的不断提高，人们生活水平的不断改善，园林绿化行业相应呈现出超常规的发展态势，发展速度远超过国民经济总体增长速度。

图 5 全国城市绿化固定资产投资额

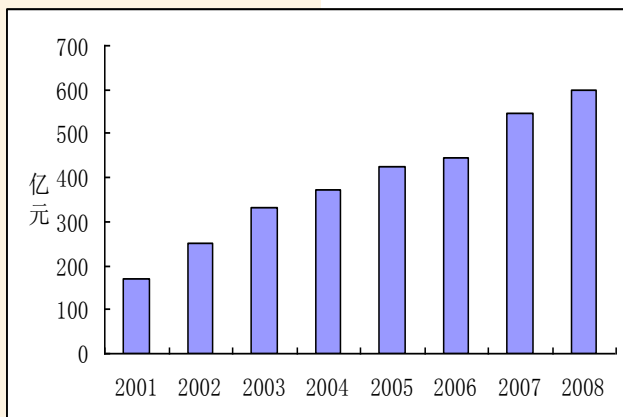
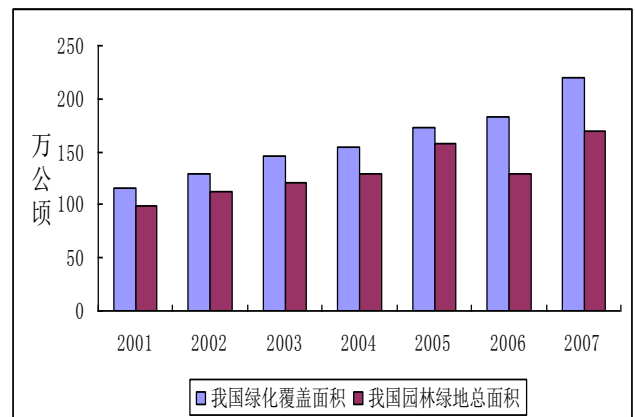


图 6 我国绿化覆盖面积和园林绿地总面积情况



数据来源：国家统计局，中国城市建设统计年报，湘财证券研究所

城市化的提高成为了行业最大的需求动力。根据《国务院关于加强城市绿化建设的通知》，“到 2010 年，全国城市规划建成区绿地率达到 35%，绿化覆盖率达到 40%以上，人均公共绿地面积 10 平方米。”截止 2008 年，我国城市建成区的平均绿化覆盖率已经提高到了 36%，人均公共绿地面积达到 8.98 平方米。但是我国还存在着西部绿化总体落后于其他地区，很多城市还存在着城市内部区域之间的绿地不平衡问题。据统计，目前我国还有 76 个城市人均公共绿地面积不足 3 平方米，其中 36 个城市绿地覆盖率不足 10%。

根据研究资料表明，城市化进程分为缓慢、加速、再缓慢的三个阶段，其中当人口城市化水平达到 30%左右时，进入快速发展阶段，而当人口城市化水平达到 70%左右时，则进入稳定阶段。截止到 2008 年底，我国城市化水平为 45.68%，说明我国目前处于城市化进程加速发展阶段。从公式上显示：城市公共绿化面积=城市化率×总人口数×城市人均公共绿地面积。根据我们的测算，当城市化率每增长 1%，而总人口数和城市人均公共绿地面积不变的情况下，城市公共绿化面积会增长 2.2%；当人均绿地面积增加 1 平方米，在城市化率不变和总人口数不变的情况下，城市公共绿化面积会增加 11.93%；当总人口数每增加 1000 万，在城市化率和人均绿地面积不变的情况下，城市公共绿化面积会增加 1%。

图 7 我国人口数量及增长率

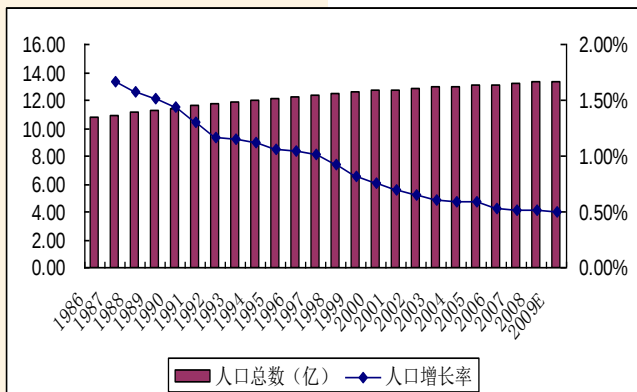
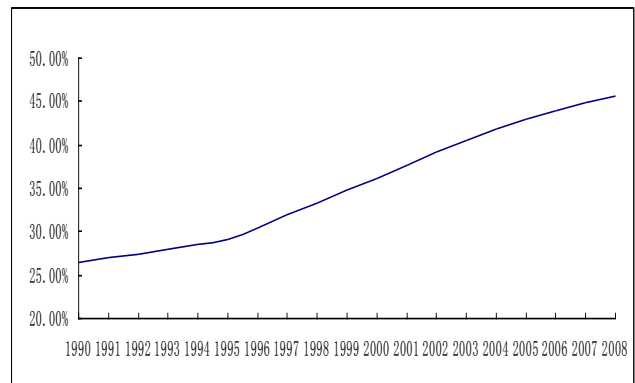


图 8 我国城市化率增长情况



数据来源：国家统计局，湘财证券研究所

图 9 我国人均公共绿地面积

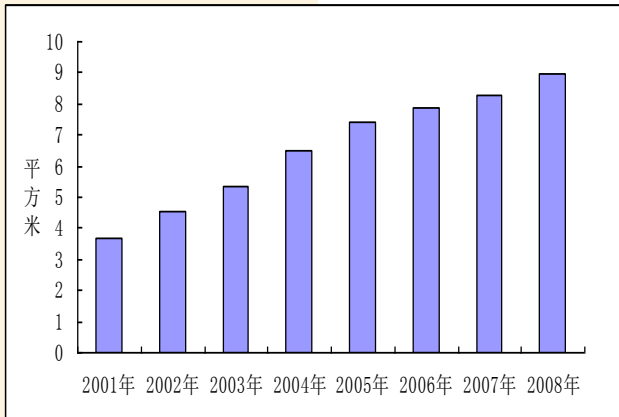
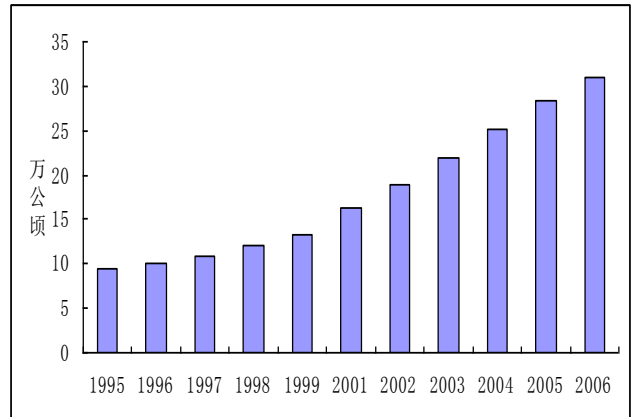


图 10 我国公共绿地面积



数据来源：国家统计局，中国城市建设统计年报，湘财证券研究所

2.2 基建工程绿化提供绿化工程广阔市场

截止到 2008 年，我国公路交通部门共投入公路绿化资金 29.3 亿元，新增公路绿化里程 19 万公里，绿化宜林铁路长度 1.4 万公里，共投入资金 11.41 亿元；水利系统全年投入资金 5500 多万元，完成湖泊（含水库）绿化面积 3640 公顷、江河沿岸绿化 5000 公里、渠道两侧绿化 1200 多公顷。两部门全年累计绿化资金达到 41.26 亿元。截止 2008 年底，我国未绿化的公路和铁路长度分别为 119 万公里和 2.69 万公里。我国已将绿色通道建设纳入了全国生态环境建设规划，并且提出了绿色通道建设的目标和重点。根据绿色通道建设要求，到 2010 年，力争全国所有可绿化的公路、铁路、渠道、堤防全面绿化，行程带、网、片、点相结合，层次多样、结构合理、功能完备的绿色长廊，使绿色通道与生态环境、城乡绿化美化融为一体。

我们初步估计，如果按照 08 年的绿化投入资金计算，要达到 2010 年完成全部的公里和铁路绿化标准，两年内至少要投入资金分别为 183.5 亿元和 21.9 亿元。

2.3 房地产园林景观是绿化工程重要部分

我国房地产市场近年来保持了稳定的增长，2008 年我国城镇竣工房屋面积和房屋新开工面积分别为 58,502.01 万平方米和 216,671.36 平方米，较 09 年底分别增长了 2.96 倍和 4.51 倍。

目前房地产环境的好坏已经成为房地产项目好坏的关键性指标之一。住宅区园林景观和居民区的绿化水平得到了开发商和购房者的双重重视，拓展了观赏苗木的销售空间，房地产项目的绿化业务随着房地产市场的快速发展而迅速扩张。

根据《城市居住区规划设计规范》中规定，居住小区的绿地率不低于 30%。截止到 2009 年 12 月底，我国房地产投资总额为 36231.7 亿元。保守估计，假设房地产企业的销售收入近似于房地产开发投资总额，以房地产开发投资总额的 2% 用于配套园林支出测算，我国地产园林设计和工程的市场容量约为 724.63 亿元。

图 11 我国房地产施工面积和竣工面积

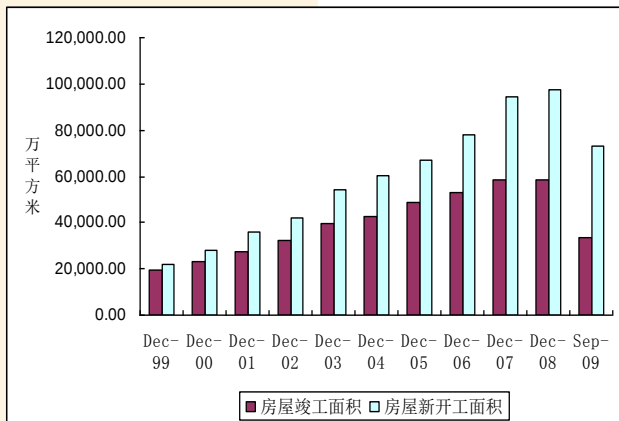
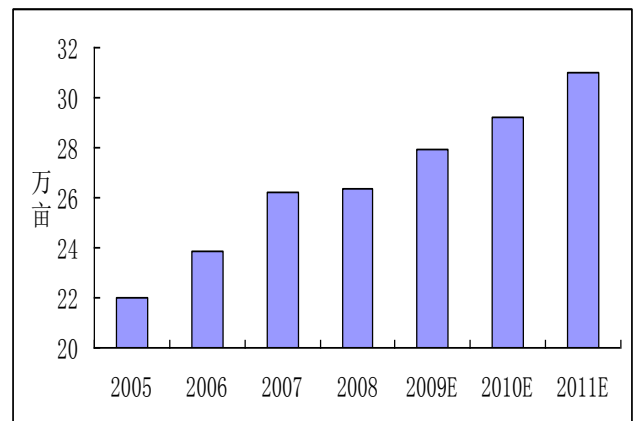


图 12 我国居住小区理论绿化面积



数据来源：湘财证券研究所

三、竞争优势明显

3.1 品牌优势

公司所承做的项目多次获得相关部门和业主的好评，累计获得各项荣誉和奖项达 100 多项，其中包括建设部、中国人居委员会、中国风景园林学会、中国土木工程学会、中国花博会组委会、中国园博会组委会、广东省封建园林学会等单位颁发的奖项。公司使用的商标为广东省著名商标、公司的苗木基地被中国花卉报报社评为“全国十佳苗圃”，被国家林业局评为“全国质量信得过苗圃”。

3.2 跨区域经营优势

由于我国土地辽阔，气候差异较大，所以一般具有跨区域经营能力的公司相对较少。我国园林绿化企业在全国范围内分布较广，大部分仅面向区域市场。而公司具备较强的跨区域经营能力，公司承做的工程施工项目分布于华南、华东、华中、西南和华北等多个区域。公司 2008 年承做的分布于华南、华东、华中、西南和西北的工程施工项目收入占比按项目所在地计算分别为 28.07%、10.27%、49.30%、5.81%和 6.56%；2009 年项目收入占比按项目所在地计算分别为 29.77%、7.41%、49.39%、8.95%和 4.49%。

跨区域经营可以一定程度上消除季节因素对公司工程业务的影响；通过跨区域信息网络收集、整理，建立全国性的包括园林原材料供求状况、设计风格的地域特点及变动趋势、各地园林市场需求情况等方面的信息资源库。信息库的建立完善，可丰富公司设计项目的设计元素，增强作品艺术表现力，同时提高工程施工项目的成本控制能力；跨区域经营还可以有效提高公司内部资源配置效率，均衡市场业务，分散业务区域过于集中可能带来的经营风险。

3.3 完整工程链的优势

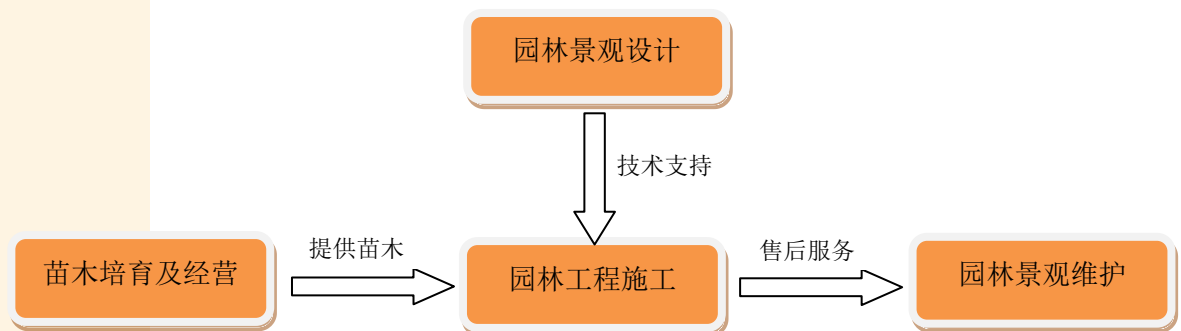
公司目前拥有风景园林工程设计专项甲级资质和城市园林绿化一级资质，能够为园林项目提供设计—施工一体化服务。由于现在很多大型项目在招标过程中，要求施工单位同时具有工程设计甲级资质，所以增强了公司在业务承揽时的竞争力。

设计—施工一体化项目能使公司更好的将设计理念和工程施工相结合，创造出精品工程，有效提升客户满意度，从而不仅增加了客户的忠诚度而且也通过实体展现了公司的作品。

公司的设计—施工一体化项目可以充分发挥自身资源优势，如在设计方案中可适当考虑更多使用自有的绿化苗木储备、利用公司已有原材料供应渠道资源等，降低工程成本，提高工程效率，保证项目品质。

公司拥有 20 多年的苗木生产经营经验，掌握了较为全面的苗木生产技术并积累了专有技术，拥有一批苗木生产、经营和采购专业人才。目前公司根据工程施工项目建成绿色苗木基地 4337.85 亩，分别在广东的广州、中山、英德、上海、北京、长沙和成都等地。目前栽植苗木品种达 1000 余种，在抗逆性棕榈科植物的种植技术、驯化技术和储量等方面处于行业领先地位。

图 13 公司拥有完整的工程链



数据来源：招股说明书，湘财证券研究所

3.4 客户资源优势

公司的客户主要集中于房地产领域，大部分客户是全国知名的房地产企业或者区域房地产龙头企业。优质的客户资源保证了公司业务的稳定和持续增长，有利于公司有效控制财务风险。

表 5 公司主要客户及相关项目

客户名称	区域竞争能力	公司承接的主要项目
------	--------	-----------

保利地产	全国性	北京保利西山林雨、广州保利国际广场、保利花园、保利百合花园、保利海棠、保利香槟、保利大厦、佛山保利花园、保利千灯湖一号公馆、保利香雪山花园、佛山保利西街、武汉保利野芷湖花园、武汉保利心语、成都五胜河、顺德保利百合园
合生创展	全国性	华景新城、帝景苑、骏景花园、珠光南景苑、珠江帝景花园、珠江御景湾、华南新城
栖霞建设	华东区域	南京天泓山庄、南京汇林绿洲、无锡愉景湾、南京仙林 2005G28 地块。苏州偶埃拉国际、苏州枫情水岸、栖霞党校
滨江集团	华东区域	杭州金色家园、金色海岸、杭州南萧阜御景苑、杭州滨江万家花城、滨江阳光海岸、滨江千岛湖、新城时代广场、金色蓝庭
绿城地产	全国性	北京绿城百合公寓、绿城舟山大酒店、绿城宁波绿园
富力地产	全国性	广州富力广场、广州顺意花园
福星惠誉	华中区域	武汉水岸新城、福星花园（设计）、汉口春天（设计）、咸宁福星城
星河湾地产	全国性	广州星河湾、北京新河湾、上海陆家嘴新河湾
华润集团	全国性	北京凤凰城、橡树湾
万科	全国性	东莞万科城市高尔夫花园、南京万科红郡、天津万科新里程、上海万科地杰国际、广州万科万景德
宁波银亿	华东区域	宁波世纪城、宁波清泉花园、宁波外滩花园、银亿上上城（设计）
宁波市交通房产	华东区域	常春藤小城、BOBO 城、BOBO 国际
中南集团	华东区域	南通军山半岛、镇江世纪城

数据来源：招股说明书

四、募投项目分析

公司本次拟向社会公开发行人民币普通股 3000 万股，扣除发行费用后的募集资金

用于补充运营资金、苗木生产技术改造及建设和风景园林科学研究院建设项目。

表 6：募集资金使用计划

项目名称	拟使用募集资金（万元）	募集资金使用计划		
		第一年（万元）	第二年（万元）	第三年（万元）
补充公司园林工程施工业务运营资金	8000	根据工程施工业务所需使用该笔资金		
高要苗木生产基地技术改造及建设项目	2742	1164.15	1046.85	531.00
英德苗木生产基地技术改造及建设项目	4280	1765.08	1630.32	884.60
风景园林科学研究院建设项目	1860	1360.00	500.00	—

数据来源：招股说明书

4.1 补充公司园林工程施工业务运营资金

公司主要从事的园林工程业务具有工程总承包的特性，资金实力是工程总承包的核心竞争力之一。

表 7 施工项目占用公司流动资金情况

	所需资金名称	占总资金比例
施工前期	投标保证金	2%
	履约保证金	5%-10%（房地产项目） 10%-20%（政府公共园林项目）
	工程质保金	5%-10%
施工中期	绿化材料备料款	20%-25%
	其他原料采购款	13%-15%

数据来源：招股说明书，湘财证券研究所

4.2 苗木生产基地技术改造及建设项目

目前公司项目所需苗木主要由外购取得，外购苗木主要的弊端包括：外购苗木的质量和规格难以合乎项目要求，采购时间较长，可能影响供求；采购环节多，增加成本，无法反季节栽植可能增加成本。

图 14 06-08 年公司外购苗木和自繁苗木情况

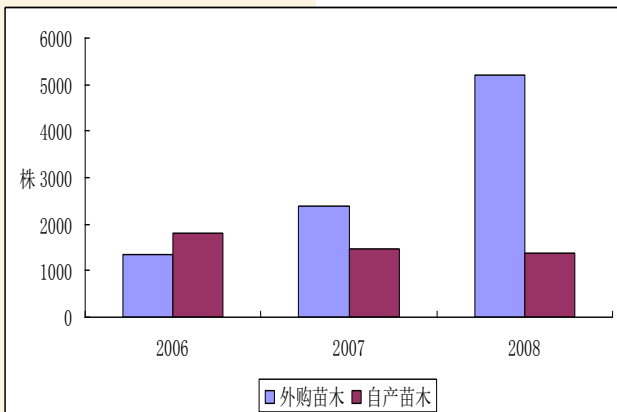
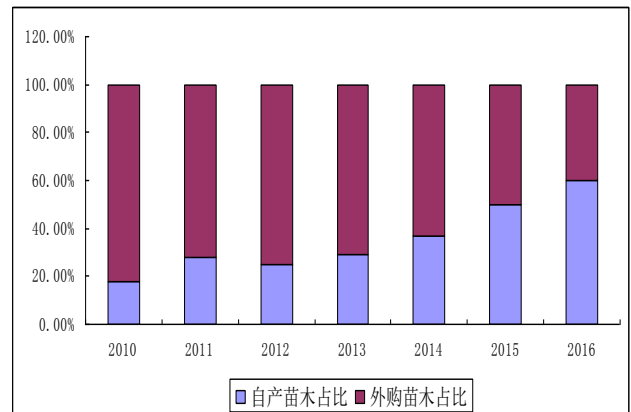


图 15 募集项目实施大幅提高公司自繁苗木比例



数据来源：公司公告、湘财证券研究所

表 8 自繁苗木和外购苗木的优缺点

	优点	缺点
自产苗木	质量和规格可以控制，成活率较高，成本较低，利于研发新品种	种植周期长
外购苗木	种植周期短	质量和规格难以满足要求；采购环节多，采购时间长；成活率较低；成本较高

数据来源：湘财证券研究所

公司拟在河北、山东、浙江、海南等地建设总面积达 8,495 亩的苗圃，预计总投资为 14,187.60 万元。其中设备购置投资 230.60 万元，平整土地、修建灌溉设施投资 1,059.06 万元，种苗投资 9,427.10 万元，管护成本 3,470.84 万元。本项目建设期为 1 年，内部收益率为 26.55%，投资回收期为 5.79 年（含一年建设期）。

由于河北和海南苗木基地 2011 年才开出圃，而山东和浙江从 2013 年开始出圃，所以 2010 年前此项目并不能给公司带来营业收入。

五、盈利预测与估值

1、苗木业务

募集资金将投资于高要和英德两个苗木基地的改造和建设。苗木基地改造后，将加快苗木的生长速度，缩短苗木的生产周期，一定程度上提高了苗木的年产量。苗木供应的增加，一方面将更好地满足公司工程项目对苗木的需求，避免外购苗

木可能出现的质量和规格难以合乎要求、采购时间长、采购环节多、长途运输可能降低成活率等问题，提高了工程项目的盈利水平，另一方面公司对外出售的苗木也将增加，从而增加公司的盈利。

表 9：苗木业务预测（单位：百万元）

苗木业务	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入合计	2.19	13.25	13.81	18.62	55.78	118.04
销售成本	1.71	8.48	7.87	10.24	31.23	65.51
毛利	0.49	4.77	5.94	8.38	24.55	52.53
毛利率	22.29%	35.99%	43.02%	45.00%	44.01%	44.50%

数据来源：招股说明书，湘财证券研究所

2、工程施工业务

本次发行后，公司研发实力和资金实力得以大幅加强，将使公司对现有已承揽和即将承揽的园林工程项目的运营能力得到大幅增强。募集资金的投入将使公司同一期间具备开展更多工程项目的的能力，并有利于公司按时、按质的完成各项工程建设任务，为确保公司主营业务收入和净利润的持续增长打下坚实的基础。

公司工程业务收入最近3年的年均复合增长率高于30%，工程业务毛利率水平也稳定在20%左右。我们认为公司未来施工业务毛利率将稳定并略有提高，施工业务增速也有望在未来3年超过40%的复合增长率。

表 10：工程施工业务预测（单位：百万元）

工程施工	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
工程收入	359.02	424.44	585.66	878.48	1,264.94	1,859.40
商业地产园林	344.49	386.55	573.78	825.77	1,138.44	1,580.49
市政园林	14.53	37.89	11.88	52.71	126.49	278.91
工程成本	285.92	334.78	466.45	686.19	980.51	1,434.98
工程毛利	73.10	89.66	119.20	192.30	284.43	424.42
工程毛利率	20.36%	21.12%	20.35%	21.89%	22.49%	22.83%
占总销售收入比重	91.66%	87.37%	88.80%	89.69%	88.44%	87.43%

数据来源：招股说明书，湘财证券研究所

3、研发实力的提高有利于增强公司的持续发展能力

随着研究院的建设及相关科研成果逐步产业化，这将有利于加快公司技术创新体系和能力的建设，使公司逐步拥有一批具有自主知识产权的专有和专利技术，可提高公司的持续发展能力和核心竞争力，从而增加公司的后续盈利能力。

我们预测公司未来设计业务发展将继续提速，不过由于该业务未来将更多地为园林施工业务提供支持，其占比也将逐渐下降。

表 11：设计业务预测（单位：百万元）

设计业务	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
设计收入	30.46	46.62	58.92	82.31	109.51	149.35
设计成本	9.46	14.70	18.24	24.69	33.76	45.69
毛利	21.01	31.92	40.68	57.62	75.75	103.66
毛利率	68.96%	68.47%	69.05%	70.00%	69.17%	69.41%

数据来源：招股说明书，湘财证券研究所

综合以上，我们预计棕榈园林 2010 年、2011 年和 2012 年主营业务收入分别为 9.79 亿元、14.30 亿元和 21.27 亿元；净利润为 1.19 亿元、1.74 亿元和 2.67 亿元，按发行后总股本 1.2 亿股计算，2010 年、2011 年和 2012 年 EPS 分别为 0.99 元、1.44 元 1 和 2.22 元。

表 12 公司主营业务预测（单位：百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	391.68	485.80	659.49	979.42	1,430.23	2,126.79
营业成本	297.08	358.84	483.99	721.12	1,045.50	1,546.18
毛利	94.59	126.96	175.50	258.30	384.73	580.61
毛利率	24.15%	26.13%	26.61%	26.37%	26.90%	27.30%

数据来源：招股说明书，湘财证券研究所

绝对估值法：

我们利用 FCFF 绝对估值计算，假设公司永续增长阶段增长率为 3%，WACC 为 9.12% 的前提下，算出公司每股内在价值为 31.26 元。以下是 FCFF 估值的敏感性分析：

表 13：FCFF 估值的敏感性分析

WACC (%)	永续增长率 Gn (%)					
	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
4.12%	50.34	66.13	96.82	182.28	1684.58	-229.90
5.12%	39.96	49.41	64.90	95.01	178.85	1652.70
6.12%	32.99	39.23	48.50	63.70	93.24	175.51
7.12%	28.00	32.40	38.52	47.62	62.54	91.53
8.12%	24.24	27.50	31.82	37.83	46.76	61.40
9.12%	21.32	23.82	27.02	31.26	37.16	45.92
10.12%	18.99	20.95	23.41	26.55	30.71	36.50
11.12%	17.08	18.67	20.60	23.00	26.09	30.18
12.12%	15.50	16.80	18.35	20.25	22.61	25.64
13.12%	14.16	15.24	16.52	18.05	19.91	22.23
14.12%	13.02	13.93	14.99	16.25	17.75	19.58
15.12%	12.03	12.81	13.70	14.75	15.98	17.46

数据来源：招股说明书，湘财证券研究所

相对估值法:

参考同类上市公司和近期新股市盈率情况,我们认为给予公司 30-35 倍市盈率较为适合,公司合理估值区间为 29.66-34.61 元。

六、风险提示

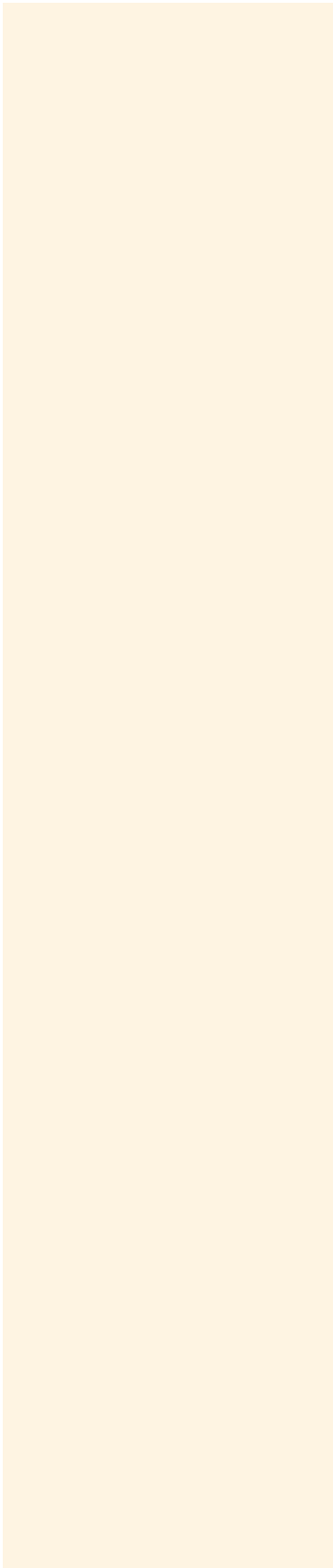
自然灾害风险:因苗木种植易受旱、涝、冰雹、霜冻、火灾、病虫害、地震等自然灾害的影响,如果再公司苗木种植基地所处地出现严重自然灾害,则将对公司苗木生产产生较大影响。

宏观经济风险:公司主要为重点市政公共园林工程、高端休闲度假园林工程、大型生态湿地工程及地产景观等项目提供园林环境景观设计和园林工程施工服务。因房地产行业受宏观调控影响比较大,地产景观项目的投资建设会出现因政策调控导致的波动。

表 14：棕榈园林业绩预测

资产负债表			2008	2009	2010E	2011E	2012E	利润表			2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产			355	449	734	929	1,432	营业收入			485.80	659.49	979.43	1,430.24	2,126.80
现金			68	88	191	83	253	营业成本			358.84	483.99	721.13	1,045.50	1,546.19
应收账款			134	170	218	428	496	营业税金及附加			19.09	26.01	38.43	56.24	83.65
其他应收款			7	10	21	24	38	营业费用			9.24	6.92	12.14	19.98	26.13
预付账款			3	13	10	17	29	管理费用			34.71	49.99	67.10	102.87	153.30
存货			140	168	294	375	614	财务费用			1.06	1.06	1.37	2.00	2.98
其他流动资产			1	0	0	1	1	资产减值损失			-0.27	4.21	2.31	2.08	2.87
非流动资产			43	48	43	37	31	公允价值变动收益			0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资			0	0	0	0	0	投资净收益			0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产			33	40	36	32	27	营业利润			63.13	87.31	136.94	201.56	311.69
无形资产			1	1	1	1	1	营业外收入			6.11	6.30	6.24	6.26	6.25
其他非流动资产			9	7	6	4	2	营业外支出			1.96	1.96	1.96	1.96	1.96
资产总计			398	497	777	966	1,463	利润总额			67.29	91.65	141.22	205.86	315.98
流动负债			206	232	408	479	799	所得税			11.58	14.03	22.51	32.38	49.93
短期借款			20	22	22	26	22	净利润			55.71	77.62	118.71	173.48	266.06
应付账款			163	177	349	404	714	少数股东损益			-0.02	0.04	0.05	0.08	0.12
其他流动负债			23	33	37	49	63	归属母公司净利润			55.73	77.58	118.65	173.40	265.93
非流动负债			0	0	0	4	1	EBITDA			68.98	95.74	144.67	210.14	321.32
长期借款			0	0	0	0	0	EPS			0.62	0.86	0.99	1.44	2.22
其他非流动负债			0	0	0	4	1	主要财务比率			2008	2009	2010E	2011E	2012E
负债合计			206	232	408	483	801	成长能力							
少数股东权益			1	1	1	1	1	营业收入			24.03%	35.75%	48.51%	46.03%	48.70%
股本			90	90	120	120	120	营业利润			28.72%	38.30%	56.84%	47.19%	54.64%
资本公积			48	48	48	48	48	归属于母公司净利润			58.02%	39.21%	52.93%	46.14%	53.37%
留存收益			54	127	201	315	494	获利能力							
归属母公司股东权益			191	265	368	482	661	毛利率(%)			26.13%	26.61%	26.37%	26.90%	27.30%
负债和股东权益			398	497	777	966	1,463	净利率(%)			11.47%	11.76%	12.11%	12.12%	12.50%
现金流量表			2008	2009	2010E	2011E	2012E	ROE(%)			29.11%	29.33%	32.23%	35.96%	40.20%
经营活动现金流			11	35	122	-49	266	ROIC(%)			35.85%	37.24%	57.85%	39.92%	61.51%
净利润			56	78	119	173	266	偿债能力							
折旧摊销			5	7	6	7	7	资产负债率(%)			51.79%	46.69%	52.53%	50.02%	54.73%
财务费用			1	1	1	2	3	净负债比率(%)			9.70%	9.48%	5.39%	5.47%	2.75%
投资损失			0	0	0	0	0	流动比率			172.08%	193.44%	179.77%	193.81%	179.15%
营运资金变动			-50	-55	-5	-235	-7	速动比率			103.96%	120.91%	107.82%	115.49%	102.28%
其他经营现金流			-1	3	0	4	-3	营运能力							
投资活动现金流			-16	-12	-2	-2	-2	总资产周转率			140.93%	147.30%	153.74%	164.10%	175.11%
资本支出			13	14	0	0	0	应收账款周转率			3.92	4.33	5.05	4.43	4.60
长期投资			-4	0	0	0	0	应付账款周转率			2.54	2.84	2.74	2.78	2.77
其他投资现金流			-8	2	-2	-2	-2	每股指标(元)							
筹资活动现金流			33	-4	-16	-57	-94	EPS(摊薄)			0.46	0.65	0.99	1.44	2.22
短期借款			8	2	0	4	-4	每股经营现金流			0.09	0.29	1.02	-0.41	2.21
长期借款			0	0	0	0	0	每股净资产(摊薄)			1.60	2.20	3.07	4.02	5.51
普通股增加			66	0	30	0	0	估值比率							
资本公积增加			43	0	0	0	0	P/E			66.56	47.81	31.26	21.39	13.95
其他筹资现金流			-84	-6	-46	-61	-90	P/B			19.38	14.02	10.07	7.69	5.61
现金净增加额			28	20	103	-108	169	EV/EBITDA			52.83	38.06	25.19	17.34	11.34

数据来源：招股说明书，湘财证券研究所



湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。