

建筑行业

罗泽兵 S0960209110320

021-62178410

luozebing@cjis.cn

王义国 S0960200010020

0755-82026749

wangyiguo@cjis.cn

公司基本资料

发行前总股本(百万股)	90
发行股本(百万股)	30
A 股发行后总股本(百万股)	120
发行前每股净资产(元)	2.95
发行前资产负债率	47.12%

棕榈园林

002431

建议询价区间 39.0-46.0 元

个体竞争力突出的地产园林工程企业

投资要点:

- 园林景观对商业地产的价值提升效应推动行业市场容量快速增长。公司是目前国内从事地产园林设计和施工的主要企业之一，在国内同类企业中销售收入稳居前 3 名。公司从事的地产配套园林业务相对于房地产开发项目总成本的比重小，但对购房者的心理感受和购房决策能起到较大实质性影响，因此房地产开发企业对园林建设的重视和投入程度呈逐步上升趋势。2001 年至 2008 年全国城市绿化固定资产投资年均 22% 的增长速度基本与房地产开发投资的同期增速一致。随着地产景观在房地产业竞争中的作用日益突出，预计地产园林未来 5 年的年投入复合增速还将保持在 20% 以上。
- 公司个体竞争力突出，将在分散竞争的行业格局下快速成长。公司是国内 15 家同时具备设计、施工双甲级资质的少数单位之一，一体化经营模式一方面使公司在业务承揽时具备强大的竞争力，同时也能有效降低合同执行中的工程成本，并提高工程效率和客户满意度。在设计驱动的业务模式下，公司 09 年总包类型的业务收入占到全部收入的 3 成，预计今后几年将进一步上升至 40-50%。
- 苗木技术和苗木种植的规模优势有利于公司竞争优势向上游延伸，同时市政园林领域的拓展也可能成为公司未来横向发展的重要方向。公司目前从事的地产园林其精细化程度高于普通市政园林，随着公司资金实力的充足和管理能力的增强，市政园林领域有望成为公司未来一个新的重要业务分部。
- 建议申购价为 39.0-46.0 元。预计 10-12 年公司对应发行后的每股收益为 1.32、1.85 和 2.41 元。我们参照同类公司的市盈率及近期市场新股发行的定价水平，给予公司对应 11 年 EPS 的市盈率为 21-25 倍，得到公司每股的合理定价为 39.0-46.0 元，建议投资者在此区间进行申购。

发行基本信息

5 月 24-26 日	初步询价
5 月 27 日	确定发行价格
5 月 31 日	网下申购缴款及网上申购
6 月 2 日	网下申购多余款项退还
6 月 3 日	网上申购多余款项退还
预计 6 月中	挂牌上市

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	659	1016	1426	1862
同比(%)	36%	54%	40%	31%
归属母公司净利润(百万元)	78	159	222	289
同比(%)	39%	105%	40%	30%
毛利率(%)	26.6%	27.3%	27.9%	28.0%
ROE(%)	29.3%	9.1%	11.3%	12.8%
每股收益(元)	0.86	1.32	1.85	2.41

资料来源: 中投证券研究所。10-12 年每股收益按发行后 1.20 亿股的股本摊薄计算。

1、园林景观对商业地产的价值提升效应支撑市场容量快速增长

公司是目前国内从事地产园林设计和施工的主要企业之一，在国内同类企业中销售收入稳居前3名。07-09年公司营收规模快速增长，由07年的3.9亿元提升至09年的6.6亿元，年均复合增速为29.8%。公司营收规模快速增长最根本的驱动因素是过去5年来园林景观对商业地产的价值提升效应日益明显，地产园林行业的建设需求快步上升。

图1 公司收入构成（09年，单位：百万元）

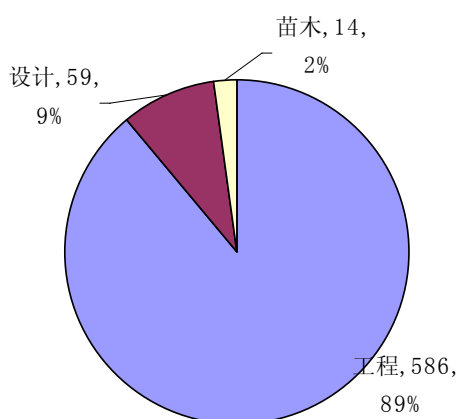
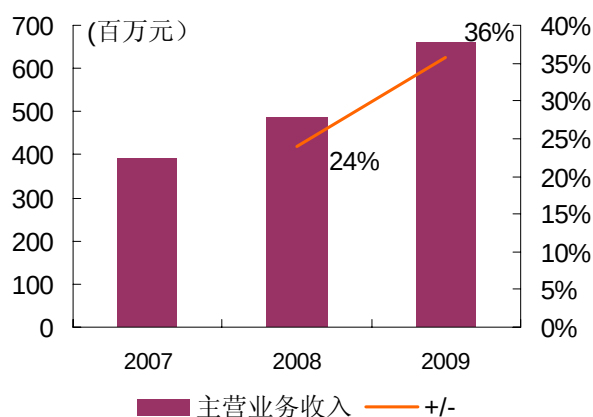


图2 公司 07-09 年收入及增速



资料来源：公司招股说明书

资料来源：公司招股说明书

地产配套园林相对于房地产开发项目总成本的投入占比小，但对购房者的心理感受和购房决策能起到较大实质性影响，因此房地产开发企业对园林建设的重视和投入程度呈逐步上升趋势。

2001年至2008年全国城市绿化固定资产投资额从163.2亿元增加至649.9亿元，年均22%的增长速度基本与房地产开发投资的同期增速一致。预计随着地产景观在房地产业竞争中的作用日益突出，地产园林未来5年的年投入复合增速还将保持在20%以上。

表1 全国城市绿化固定资产投资（单位：亿元）

年份	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年
投资额	163.20	239.47	321.94	359.46	411.32	428.99	526.60	649.90
比上年增幅	—	46.73%	34.44%	11.65%	14.43%	4.30%	22.75%	23.41%

资料来源：《中国城市建设统计年报》

2、公司个体竞争力突出，将在分散竞争的行业格局下快速成长

2.1 公司是行业内少数具备设计施工一体化能力的优势企业

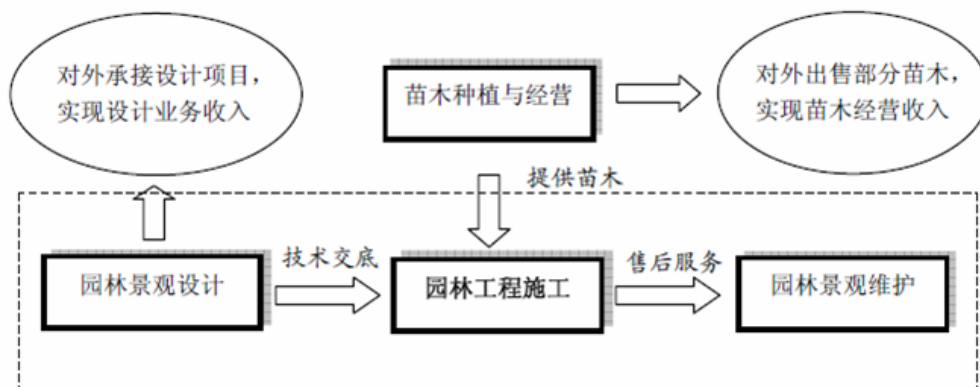
公司是国内15家同时具备设计、施工双甲级资质的少数单位之一，一体

化经营模式一方面使公司在业务承揽时具备强大的竞争力，同时也有效降低合同执行中的工程成本，并提高工程效率和客户满意度。

设计驱动的业务模式下公司 09 年总包类型的业务收入占到全部收入的 3 成，预计今年将进一步上升至 40% 左右。

此外，公司在苗木培育方面的技术优势和苗木种植规模也在以工程施工为主营业务的园林企业中处于领先地位。这也将成为公司在地产园林领域发展的有力支撑和可靠保障。

表 2 公司园林设计施工一体化示意图



资料来源：公司招股说明书

2.2 人才、资金优势是公司快速发展的主要支撑

园林行业具有轻资产的经营特点，项目经理团队的规模、管理能力是支持公司快速扩张的主要因素。

公司目前设计业务方面在广州、上海、杭州已有设计院，预计到年底还将进一步扩展至北京和成都。

施工项目经理方面，公司 09 年项目经理人数为 69 人，公司正努力通过内部培训和外部招聘的形式积极扩充，预计明年将扩充至 100 人以上。

此外，由于园林行业经营中苗木资源储备要占用一定的资金、以及行业结算特点带来的应收账款回款滞后，运营资金的充足度和使用效率也成为行业竞争的重要方面。公司此次上市完成，其现金拥有量将在业内居于前列，有望承接更大规模的工程量。

3、募投项目分析

公司此次募集资金除用于高要和英德两个苗木基地的建设外，其余资金将用于补充营运资金以提升业务承接能力。

高要和英德两个苗木基地预计自 2011 年起将能实现苗木产量的逐步稳定，届时公司园林工程的苗木自给率有望由目前的 20% 提升至 50% 以上。这对公司扩大营业规模及缩减工期都将有实质性帮助。

表 3 公司募投项目情况（单位：万元）

序号	项目名称	拟使用募集资金金额（万元）
1	补充公司园林工程施工业务运营资金	8,000
2	高要苗木生产基地技术改造及建设项目	2,742
3	英德苗木生产基地技术改造及建设项目	4,280
4	风景园林科学研究院建设项目	1,860
	合 计	16,882

资料来源：公司招股说明书

4、盈利预测

我们预计 2010-2012 年公司项目经理团队同比增长 50%、30%、30%，同时考虑到承接的单位合同金额的逐渐增长，预计 2010-2012 年公司园林工程的收入分别增长 55%、40%和 30%。设计、苗木销售的收入预测见下表。整体而言，预计公司到 2012 年的收入有望达到 18 亿元以上，2010-2012 年的收入复合增速在 35%左右。

表 4 公司收入预测（单位：百万元）

主营业务项目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
园林工程	359	424	586	908	1,271	1,652
+/-		18.2%	38.0%	55.0%	40.0%	30.0%
设计	30	47	59	88	124	161
+/-		53.1%	26.4%	50.0%	40.0%	30.0%
苗木	2	13	14	18	29	46
+/-		505.0%	4.2%	30.0%	60.0%	60.0%
合计	392	484	658	1,014	1,423	1,859
+/-		23.7%	35.9%	54.0%	40.4%	30.6%

资料来源：公司招股说明书，中投证券研究所

表 5 公司毛利率预测（单位：%）

主营业务项目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
工程	20.4	21.1	22.0	23.0	23.5	23.5
设计	69.0	68.5	69.1	69.0	69.0	69.0
苗木	22.3	36.5	43.0	42.0	45.0	45.0
综合	24.2	26.1	26.6	27.3	27.9	28.0

资料来源：公司招股说明书，中投证券研究所

主营业务成本方面，预计总包业务比例的增大、苗木自给率的提升都将有力提升公司的毛利率水平，预计公司 2010-2012 年的综合毛利率分别为 27.3%、27.9%和 28.0%。

预计公司 2010-2012 年的净利润分别为 1.59、2.22 和 2.89 亿元，对应发行后 EPS 分别为 1.32、1.85 和 2.41 元。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	449	1948	2190	2567	营业收入	659	1016	1426	1862
现金	88	1391	1411	1551	营业成本	484	738	1028	1341
应收账款	170	264	371	484	营业税金及附加	26	40	56	73
其它应收款	10	15	21	28	营业费用	7	10	14	19
预付账款	13	19	27	35	管理费用	50	71	97	121
存货	168	258	360	469	财务费用	1	-27	-28	-30
其他	0	0	0	0	资产减值损失	4	0	0	0
非流动资产	48	153	223	265	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	40	130	210	251	营业利润	87	184	258	337
无形资产	1	1	1	1	营业外收入	6	6	6	6
其他	7	21	12	13	营业外支出	2	2	2	2
资产总计	497	2101	2413	2832	利润总额	92	188	262	341
流动负债	232	354	444	574	所得税	14	29	40	52
短期借款	22	0	0	0	净利润	78	159	222	289
应付账款	177	273	380	496	少数股东损益	0	0	0	0
其他	33	81	63	77	归属母公司净利润	78	159	222	289
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	96	166	251	337
长期借款	0	0	0	0	EPS（元）	0.86	1.32	1.85	2.41
其他	0	0	0	0					
负债合计	232	354	444	574	主要财务比率				
少数股东权益	1	1	1	1	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	90	120	120	120	成长能力				
资本公积	48	1341	1341	1341	营业收入	35.8%	54.0%	40.4%	30.6%
留存收益	127	286	508	797	营业利润	38.3%	110.3%	40.6%	30.6%
归属母公司股东权益	265	1746	1968	2257	归属于母公司净利润	39.2%	104.8%	39.8%	30.2%
负债和股东权益	497	2101	2413	2832	获利能力				
					毛利率	26.6%	27.3%	27.9%	28.0%
					净利率	11.8%	15.6%	15.6%	15.5%
					ROE	29.3%	9.1%	11.3%	12.8%
					ROIC	37.2%	38.6%	35.2%	37.1%
					偿债能力				
					资产负债率	46.7%	16.8%	18.4%	20.3%
					净负债比率	9.48%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.93	5.51	4.93	4.47
					速动比率	1.21	4.78	4.12	3.66
					营运能力				
					总资产周转率	1.47	0.78	0.63	0.71
					应收账款周转率	4	5	4	4
					应付账款周转率	2.84	3.28	3.15	3.06
					每股指标（元）				
					每股收益(最新摊薄)	0.65	1.32	1.85	2.41
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.29	0.63	0.77	1.50
					每股净资产(最新摊薄)	2.20	14.55	16.40	18.81

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 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市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

罗泽兵, 中投证券研究所建筑行业分析师, 管理学硕士。

王义国, 中投证券研究所农业行业分析师, 经济学硕士。

主要研究覆盖的建筑公司包括: 中国中铁、中国铁建、中铁二局、中国建筑、中国中冶、中材国际、海油工程、金螳螂、洪涛股份、亚厦股份、东方园林、棕榈园林。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。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, 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。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。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和信息, 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。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
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	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434