

综合能力突出 快速扩张的房地产园林企业

棕榈园林 (002431)

定价区间: 30.9-36.05 元

新股分析报告

2010年5月26日 星期三

农林牧渔小组

张先萍

021-50586660-8633

证书编号: S0630207110042

zxp@longone.com.cn

李臣燕

010-59707122

lcy@longone.com.cn

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

发行数据

发行前总股本(万股)	9000
本次发行股数(万股)	3000
发行后总股本(万股)	12000

财务指标

每股收益(元/股)	0.86
每股净资产(元/股)	2.95
净资产收益率(%)	39.21%
资产负债率(%, 母公司)	47.12%

申购要点**企业概况:**

公司主要业务涵盖了风景园林项目建设的全过程, 包括景观规划设计与咨询、园林工程施工与养护、园林苗木生产与销售、园林技术与材料的研发等。业务领域涉及房地产景观、政府公共园林及高端休闲度假区园林等。具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。公司建成苗木基地 4,337.85 亩, 分布在北京、上海、成都、长沙和广东省内的多个城市, 共培育生产各种规格的苗木品种达 1,000 余种。

行业前景:

在中国经济发展转型过程中, 对人与自然和谐相处的不断追求, 成为行业持续发展不断增强的推动力, 成长期的力量使得园林行业发展速度将远超过国民经济总体增长速度。

在持续快速发展的宏观环境下, 房地产业的发展 and 城市化进程的不断推进、国家重点建设工程项目的陆续实施, 风景园林旅游经济蓬勃兴起, 都为园林行业发展提供了良好的发展空间。

核心竞争优势:

公司为综合性的大型园林企业, 拥有从园林苗木生产、园林景观设计到园林工程施工的较为完整的产业链条, 并在人才、技术、市场等方面获得丰厚的积淀。通过这一完整产业链, 公司实施有效的上下游滚动发展战略, 使得公司具备了稳定、灵活的发展优势: 上游绿化苗木自产带来规模、质量、成本优势; 设计、施工一体化带来“产业链核心区”的协同效应优势。

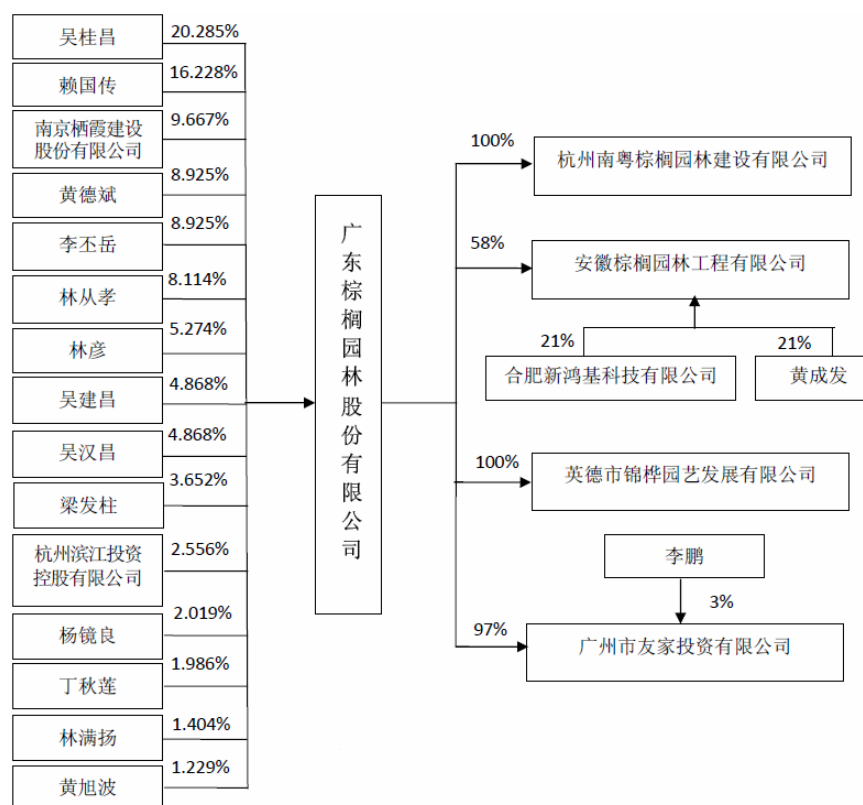
定价区间与申购建议: 我们预测公司 2010-2012 年净利润分别为 12,337.78 万、16,113.26 万和 20,336.72 万, 其 CARG 为 18.13%, 摊薄后 2010-2012 年 EPS 分别为 1.03、1.34 和 1.69。综合市场可比公司的整体市盈率水平, 我们给与公司 2010 年 EPS 市盈率区间为 30-35 倍, 对应的询价区间为 30.9-36.05 元之间。

1、公司基本情况

1.1 公司股权结构

本次发行前，公司共有十五名股东，其中十三名自然人股东，两名战略投资者栖霞建设和滨江控股。具体情况见图 1。

图 1: IPO 前棕榈园林股权结构图



资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

公司的控股股东、实际控制人为吴桂昌、吴建昌和吴汉昌三人，三人为同胞兄弟。本次发行前，吴桂昌、吴建昌和吴汉昌三人合计持有公司 2,701.879 万股，占公司总股本的 30.021%。

1.2 公司主营业务

公司的主营业务是园林景观设计和园林工程施工，业务涵盖了风景园林项目建设的全过程，包括景观规划设计与咨询、园林工程施工与养护、园林苗木生产与销售、园林技术与材料的研发等。其中，景观设计和园林工程施工业务占公司主营业务收入的比例超过 90%。业务领域涉及房地产景观、政府公共园林及高端休闲度假区园林等。其中，房地产景观工程收入为公司的主要收入来源，2009 年该项收入占营业收入总额的比例约为 87%。

公司在北京、上海、成都、长沙和广东省内的多个城市建有绿化苗木产销基地，目前建成苗木基地 4,337.85 亩，培育生产各种规格的苗木品种达 1,000 余种。公司在抗逆性棕榈科植物的培植、驯化技术，品种规格和储量等方面处于国内领先水平。

公司具有原建设部颁发的城市园林绿化一级资质（2000 年获得）和住建部颁发的风景园林工程设计专项甲级资质（2008 年获得）的综合性园林企业。截至 2009 年 12 月，全国同时具有上述两项资质的企业共有 15 家。

公司业务拓展能力居全国较高水平，在“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，营业利润位列第一。企业获利能力位列全国前四名内，跨区域经营能力位列全国前两名内，在行业内的品牌知名度和社会认同度较高，综合竞争力排名在行业内居第二位。

公司保持了良好的发展势头，现已成为国内风景园林行业的领先企业，并于 2009 年 12 月被选为中国风景园林学会园林工程分会常务理事单位。多年以来，公司及其所承揽的项目屡次获得社会和业主的好评，累计获得各种荣誉和奖项达 100 多项。

2、行业背景

2.1 行业空间巨大

在中国经济发展转型过程中，对人与自然和谐相处的不断追求，成为行业持续发展不断增强的推动力，成长期的力量使得园林行业发展速度将远超过国民经济总体增长速度。

在持续快速发展的宏观环境下，政府对园林环境建设的投入逐年增长：2001-2008 年全国城市绿化固定资产投资保持了快速增长的态势，投资额从 163.20 亿元增加至 649.90 亿元，8 年时间增长 2.98 倍；

社会投资占园林投入的比重也将逐步提高：房地产市场的增长趋势在很长的时期内不会改变，从“有居”向“优居”的追求为园林行业提供了巨大的发展空间；国家重点建设工程项目的实施，风景园林旅游经济的蓬勃兴起等都将扩展园林行业的发展空间。

2.2 行业集中度提高的过程为大型园林企业带来快速发展的机遇

目前我国园林行业市场集中度不高，中小型园林企业占园林企业总量的 95%以上，是园林市场的竞争主体。但是由于中小型园林企业既不具备资金实力，又不具备技术和管理优势，在行业市场对企业综合实力要求越来越高的情况下，业务拓展比较困难，将面临较大的生存压力。

随着市场化程度加深和行业体制、机制的逐步完善，园林行业将出现新一轮的整合，优胜劣汰会更加突出，一些中、小园林企业会逐步被淘汰，部分综合实力较强的大型园林企业将在这一过程中一方面通过收购兼并壮大自己，另一方面乘势扩大空出的市场份额，行业集中度提高。这将成为部分综合实力较强的大型园林企业难得的快速发展机遇。

3、公司竞争优势分析

3.1 品牌优势

经过多年的发展和积累，通过优质项目和优秀作品开拓市场的竞争策略使公司在业内树立了良好的品牌形象，同时对竞争方形成壁垒。

品牌对业务开拓作用突出：新客户通过参观、了解公司优秀项目作品或通过业内同行介绍选择这一品牌；老客户因为认可这一品牌而再次选择。品牌成为公司业务开拓和维持客户资源稳定的重要基础与保障。

3.2 产业链条完整，具备一体化运作优势

公司为综合性的大型园林企业，拥有从园林苗木生产、园林景观设计到园林工程施工的较为完整的产业链条，并在人才、技术、市场等方面获得丰厚的积淀。通过这一完整产业链，公司实施有效的上下游滚动发展战略，使得公司具备了稳定、灵活的发展优势：上游绿化苗木自产带来规模、质量、成本优势；设计、施工一体化带来“产业链核心区”的协同效应优势。

3.3 跨区域经营能力优势

公司建立了全国性多层次的分支机构，建立了跨省市、跨区域的市场战略布局，现已成为全国性的具有较强竞争力的大型园林企业。公司承做的工程施工项目分布于华南、华中、华东、西南、华北，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%、4.49%。

跨区域经营优势具体表现在以下几个方面：

- ① 一定程度上可以消除季节因素对公司工程业务的影响；
- ② 有助于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；
- ③ 均衡市场业务，分散业务区域集中可能带来的经营风险。

4、公司财务分析

4.1 收入、利润结构分析

近三年公司主营业务收入全部来自与公司主营业务产业链三个重要环节：苗木收入、设计收入和工程收入，其中工程收入占比在 88%左右。主营业务非常突出。

从毛利来看，近三年 70%以上的毛利来自于工程收入，工程与设计占到了 96%以上，利润来源非常集中。

表 1：公司毛利结构图

项目	2009		2008		2007	
	毛利	占比	毛利	占比	毛利	占比
苗木	5,942,107.39	3.39%	4,841,489.80	3.83%	489,454.96	0.52%
工程	128,661,396.78	73.40%	89,661,247.25	70.92%	73,096,205.40	77.27%
设计	40,683,035.67	23.21%	31,917,777.35	25.25%	21,008,139.00	22.21%
合计	175,286,539.84	100.00%	126,420,514.40	100.00%	94,593,799.36	100.00%

资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

4.2 盈利能力分析

最近三年，公司的盈利能力呈现了良好的增长态势。2007 年至 2009 年公司主营业务收入和主营业务毛利率均呈现逐年上升的态势。公司 2008 年度主营业务收入较 2007 年度增长 23.65%，2009 年较 2008 年增长 35.94%；综合毛利率每年保持平稳并略有上升。从明细来看，工程和设计毛利率较为平稳，苗木销售毛利率增长明显。

表 2：公司毛利率分业务明细表

项目	2009 年度	2008 年度	2007 年度
苗木销售业务毛利率	43.02%	36.54%	22.30%
工程施工业务毛利率	21.97%	21.12%	20.36%
设计业务毛利率	69.05%	68.46%	68.96%
主营业务毛利率	26.62%	26.10%	24.15%
其他业务毛利率	19.27%	36.29%	0.00%
综合毛利率	26.61%	26.13%	24.15%

资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

公司 2007-2009 年末的资产负债率分别为 60.46%、50.21%和 47.12%，资产负债率逐步降低。债务结构不尽合理，负债均为流动负债，且大量集中于应付账款，加大了公司的短期偿债压力。

表 3: 公司其他财务指标

其他财务指标	2009 年 12 月 31 日	2008 年 12 月 31 日	2007 年 12 月 31 日
流动比率	1.93	1.72	1.45
速动比率	1.21	1.04	0.93
应收账款周转率	4.32	3.91	3.97
存货周转率	3.13	3.09	4.15
资产负债率（母公司）	47.12	50.21	60.46
	2009 年度	2008 年度	2007 年度
息税折旧摊销前利润	10,013.14	7,334.24	5,364.92
利息保障倍数	83.01	54.32	64.26
每股经营活动的净现金流量（元）	0.39	0.12	0.48
基本每股收益（元/股）	0.862	0.668	0.483
加权平均净资产收益率（%）	33.92	37.55	41.22

资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

5、公司主要风险

5.1 房地产行业受宏观形势影响可能引起的经营风险

房地产景观工程收入为公司的主要收入来源，2009 年该项收入占营业收入总额的比例约为 87%。房地产行业的景气度对公司的经营状况有一定影响。

2007 年至 2009 年，房地产行业表现出大幅震荡的发展状态。宏观经济形势转变以及国家政策调控都可能给房地产业的发展带来较大的变数，这些不确定因素将在一定程度上影响到公司今后的业务发展和经营业绩。

5.2 管理及专业技术人才不足的风险

高级管理人员的行业经验、专业知识对公司的发展十分关键。如果公司无法吸引或留任上述人员，而又未能及时聘得具备同等资历的人员替代，公司的业务管理与增长将受到不利影响。

公司园林业务亦需要大量专业技术人才，包括设计、施工、项目管理等专业人员。当公司现有业务量大幅增长或开拓新业务、新市场时，公司对具备相关行业经验及专业的员工需求将增加，而国内相关专业经验丰富的技术人才短缺，公司可能面临人员短缺的情况。

5.3 不良天气状况及自然灾害的风险

公司承揽的工程项目大多在户外作业，不良天气状况及自然灾害可能妨碍公司的经营活动，导致不能按时完成建设项目，并可能使成本费用增加。若异常严峻的气候状况持续时间较长，则可能对公司的业务经营、财务状况和经营成果造成重大不利影响。

另外，公司已建成苗木基地超过 4,300 亩，种植苗木品种 1,000 余种，数量达到几十万株。可能会因不可抗力、自然灾害、管理不到位生产措施不落实、生产人员操作不规范等情形，导致公司苗木大规模毁损情况出现，造成公司财产损失，影响公司的经营业绩。

6、募集资金投向

项目概览

本次 IPO 计划发行 3,000 万股，募集资金拟投资于表 2 所列的四个项目，项目投资总额 22,469.74 万元，拟使用募集资金 16,882 万元。

表 4：募集资金投向

单位：万元

项目名称	项目投资总额	拟使用募集资金	静态投资回收期(年)	达产后预计年新增收入	内部收益率(%)
补充公司园林工程施工业务运营资金	8,000	8,000	-	-	-
高要苗木生产基地技术改造及建设项目	5,106.10	2,742	2.74	5,457.14	44.91
英德苗木生产基地技术改造及建设项目	7,503.64	4,280	3.89	6,695.10	29.61
风景园林科学研究院建设项目	1,860	1,860	-	-	-
合计	22,469.74	16,882	-	12,152.24	-

资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

2011 年苗木基地产出基本稳定后可产生收入情况见表 3。

表 5：高要与英德基地建成后可产生收入情况

单位：万元

年份	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
高要基地收入	4,250.31	5,335.59	6,137.47	5,218.85	4,204.82
英德基地收入	1,328.48	6,469.51	9,530.03	8,279.29	6,584.44
合计	5,578.79	11,805.10	15,667.50	13,498.14	10,789.26

项目实施意义

资金实力和融资渠道日益成为工程公司参与竞争的重要因素。补充园林工程业务运营资金，将增强公司的资金实力和融资能力，提高公司工程业务的承揽能力和运营能力，为长期保持行业领先地位奠定坚实基础。

增加自供苗木占工程用苗的比例将有效降低采购成本，提高盈利能力。高要和英德苗木基地为生产场，对其进行技术改造和建设后，公司工程用苗的来源将得到充分保障，同时，可外销一部分，增加公司的盈利。

研究院的科研项目与市场需求结合紧密，同时又有一定的前瞻性，建设研究院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，为公司持续发展提供强劲的技术动力。

7、估值与市场定价

7.1 公司估值

我们的估值主要基于以下假设：

1、公司工程项目 2010 年实现销售收入 55%的增长，2011 年 30%的增长，2012 年 25%的增长；

2、假设高要和英德基地 2010-2012 年可产生销售收入分别为 1,861 万元、5,578.79 万元和 11,805.1 万元。其中 70%的自产苗木供应公司项目，其余的 30%的苗木对外销售。

3、假设设计收入占总收入的比例一直保持在 8.5%。

表 6：棕榈园林盈利预测

单位：元

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业收入	391,677,005.21	485,796,953.90	659,493,299.31	990,986,095.93	1,298,566,064.66	1,638,934,479.52
其中：营业收入	391,677,005.21	485,796,953.90	659,493,299.31	990,986,095.93	1,298,566,064.66	1,638,934,479.52
二、营业总成本	341,754,033.37	422,662,940.90	572,180,832.07	847,338,181.54	1,109,430,438.00	1,398,913,774.83
其中：营业成本	297,083,205.85	358,838,239.50	483,994,070.68	723,419,850.03	947,953,227.21	1,196,422,170.05
营业税金及附加	15,270,963.20	19,089,982.72	26,005,953.75	38,648,457.74	50,644,076.52	63,918,444.70
销售费用	3,003,480.23	9,244,494.82	6,918,998.27	9,909,860.96	12,985,660.65	16,389,344.80
管理费用	22,831,857.54	34,709,300.42	49,991,460.26	69,369,026.72	90,899,624.53	114,725,413.57
财务费用	578,893.83	1,055,338.46	1,061,190.43	990,986.10	1,947,849.10	2,458,401.72
资产减值损失	2,985,632.72	-274,415.02	4,209,158.68	5,000,000.00	5,000,000.00	5,000,000.00
三、其他经营收益	-876,956.00					
四、营业利润	49,046,015.84	63,134,013.00	87,312,467.24	143,647,914.39	189,135,626.67	240,020,704.69
加：营业外收入	787,707.81	6,114,732.43	6,295,922.38	7,000,000.00	7,000,000.00	7,000,000.00
减：营业外支出	226,015.05	1,957,626.91	1,959,278.54	2,000,000.00	2,000,000.00	2,000,000.00
五、利润总额	49,607,708.60	67,291,118.52	91,649,111.08	148,647,914.39	194,135,626.67	245,020,704.69
减：所得税费用	14,440,836.32	11,579,664.80	14,028,957.04	25,270,145.45	33,003,056.53	41,653,519.80
六、净利润	35,166,872.28	55,711,453.72	77,620,154.04	123,377,768.94	161,132,570.13	203,367,184.89
总股本	79,000,000.00	90,000,000.00	90,000,000.00	120,000,000.00	120,000,000.00	120,000,000.00
稀释每股收益	0.483	0.668	0.862	1.03	1.34	1.69

资料来源：招股说明书、东海证券研究所

7.2 上市定价

公司盈利能力稳定，但市场拓展能力较强。同时募投项目有助于公司扩大市场份额，低成本扩张，同时加强自己的行业地位，我们认为公司的销售收入从 2010 年开始将有较明显的提高。

基于上述考虑，再综合可比公司的整体市盈率水平，我们给与公司 2010 年 EPS 市盈率区间为 30-35 倍，对应的询价区间为 30.9-36.05 元之间。

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

李臣燕，农林牧渔行业分析师，中国人民大学经济学硕士，9 年证券从业经验，2010 年 2 月加盟东海证券。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，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，公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券研究所

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址：<http://www.longone.com.cn>

电话：(86-21) 50586660 转 8638

传真：(86-21) 50819897

邮编：200122