

棕榈园林 002431.SZ



爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

地产园林景观工程的优秀企业——棕榈园林新股

分析报告

投资要点:

公司业务涵盖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，景观设计与园林工程施工业务占公司主营业务收入的比例超过 90%。

风景园林行业的下游企业为园林景观的需求者，包括政府部门及相关基础投资建设主体、房地产开发商以及企事业单位等。由于政府公共园林以地方政府为投资主体，行政区域划分决定了政府公共园林项目的集中度不高。另一方面，目前我国园林企业总量已超过 16000 家，但是具备较强综合实力的企业占比很小。

园林工程建设项目可分为政府投入和社会投资两大类型。政府投入的项目包括政府公共园林工程和事业单位附属的园林工程等；社会投资项目则囊括了房地产园林景观、休闲旅游度假区园林和星级酒店园林环境等项目。我们认为随着市场化程度的加深，借助于“政府投入”和“社会投资”，风景园林工程行业发展前景广阔：1、政府对公共园林的投入保持增长趋势；2、社会投资在园林建设工程项目占比越来越高；3、国家实施资源节约型、环境友好型社会建设的政策，将极大地促进风景园林行业的发展。

公司相对于行业同类企业的竞争优势体现：产业链条完整，具备一体化运作优势；跨区域经营优势；客户资源优势。

公司此次拟向社会公开发行人 3000 万股，募集资金将主要用于四大项目：1、补充公司园林工程施工业务运营资金；2、高要苗木生产基地技术改造及建设项目；3、英德苗木生产基地技术改造及建设项目；4、风景园林科学研究院建设项目。

公司 2010 年、2011 年每股收益约为 0.98 元、1.42 元。根据比较，我们认为给予公司 10 年 35-40 倍左右的市盈率相对合理，大体上可以得出公司二级市场上的合理价格大概为 34.30 元 - 39.20 元。

财务摘要	2008A	2009A	2010E	2011E
主营收入(百万元)	485.80	659.49	1044.04	1484.42
收入同比	24.02%	35.75%	58.31%	42.18%
净利润(百万元)	55.73	77.58	114.52	167.49
净利同比	58.01%	39.21%	47.62%	46.25%
EPS(元)	0.46	0.65	0.98	1.42
EPS 同比	58.62%	41.30%	50.77%	44.89%
PE(倍)	-	-	-	-

注：每股收益发行后总股本摊薄后计算

数据来源：公司公告

建筑建材

评级:	无评级
合理价格区间:	34.30-39.20
上市首日价格预测:	47.50-55.50

发行价格:	--
	2010.5.26

基础数据

总市值(百万元)	
发行后总股本/发行规模(百万股)	120/30
资产负债率(%)	47.12
净资产收益率(%)	33.92
每股净资产(元)	2.95

解文杰	行业研究员
执业证书编号	S0820208110015
电话	021-32229888*3506
邮箱	xiewenjie@ajzq.com

相关报告

请务必阅读正文之后的重要声明

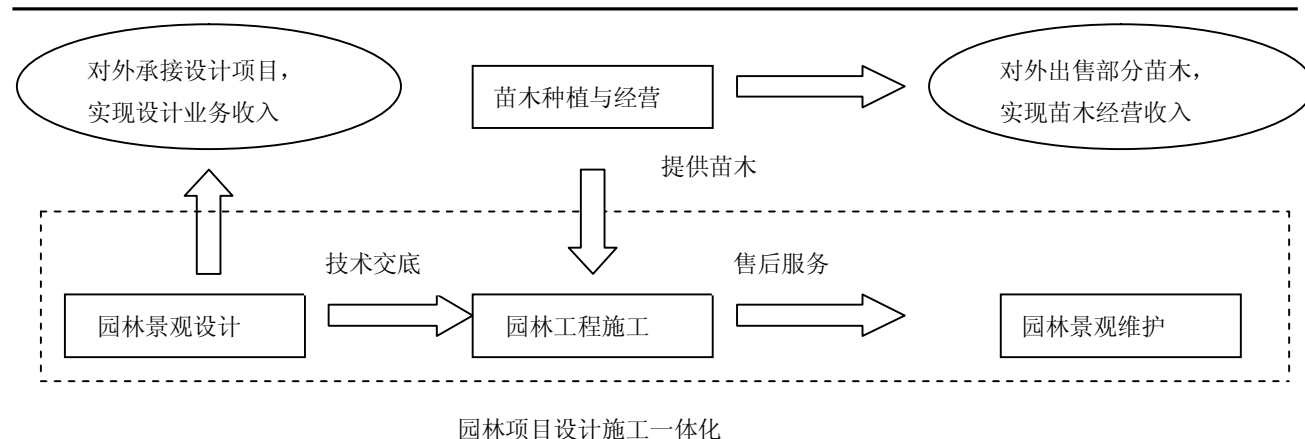
一、公司概况

1.1、 公司基本情况

公司是一家以风景园林景观设计和营建为主业，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。

公司业务涵盖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，景观设计与园林工程施工业务占公司主营业务收入的比例超过 90%。

图 1：发行人各业务之间的关系



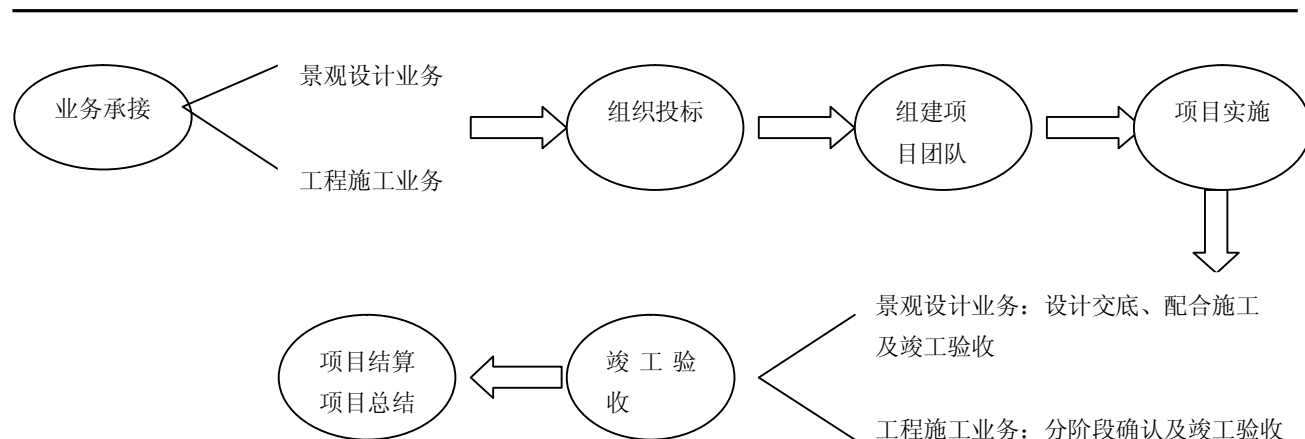
资料来源：公司招股意向书

1.2、 业务经营模式

公司主要从事园林景观设计和园林工程施工，业务的经营模式基本上可以分为业务承接、组织投标、组建项目团队、项目实施、竣工验收和项目结算等几方面内容。

公司目前的经营模式为自主承揽业务，并组织实施，主要环节如下图所示：

图 2：公司经营模式各主要环节



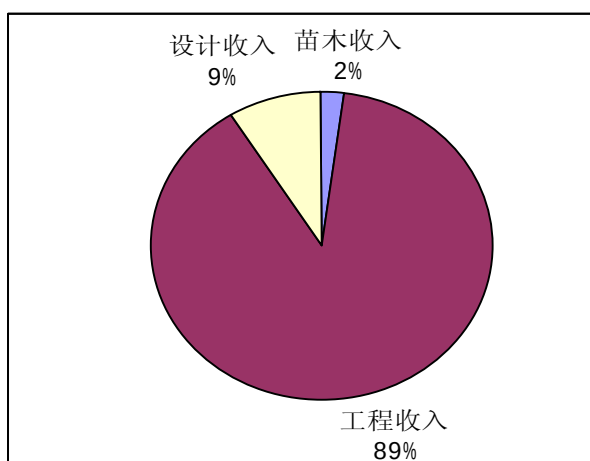
资料来源：公司招股意向书

请务必阅读正文之后的重要声明

1.3、公司收入及区域分布

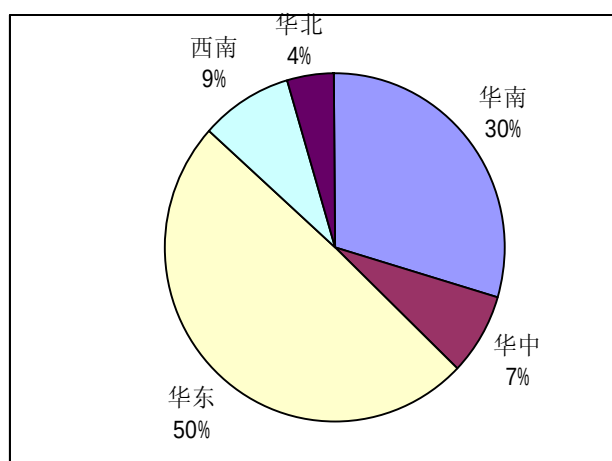
公司目前主营业务收入主要由园林景观工程收入、设计收入和苗木收入三大部分组成，其中工程收入和设计收入占主要部分，分别为 88.95%和 8.95%，由公司为房地产园林项目及各类政府公共园林项目提供园林景观设计和园林施工服务取得，而苗木销售收入只占 2.10%。同时，公司虽然从华南地区起家，但经过长期开拓和发展，目前业务遍及全国各个区域，整体来看，华南和华东是重要的项目区域分布地区，但在西南地区的业务收入也稳步上升。

图 3：公司主营业务收入构成



资料来源：公司招股意向书，爱建证券研究总部

图 4：公司主营业务区域分布



资料来源：公司招股意向书，爱建证券研究总部

二、行业及公司分析

2.1、风景园林行业概况

风景园林是指在一定的地域范围内，运用艺术设计和工程技术手段，通过利用和改造原有地形和地貌、种植树木花草、营造建筑和布置园路等途径，从而构成一个令人赏心悦目、抒情畅怀的游憩、居住环境。风景园林行业涵盖了苗木培育、景观规划设计、园林工程施工及园林经营管理等方面。

目前我国园林企业数量在 16000 家左右，截止 2007 年 11 月 30 日，我国园林设计类企业共计 1200 余家。具有城市园林绿化二级以上资质的企业 2000 余家；依据住建部公示信息，截止 2009 年 12 月，具备城市园林绿化一级资质企业共有 250 家，同时拥有风景园林设计专项甲级资质和城市园林绿化一级资质的企业（包括下属企业具有的资质）共 15 家。一般来讲，将具有城市绿化一级资质的企业界定为大型园林企业，具有城市绿化二级及以下资质的企业界定为中小型园林企业。

2.2、行业分化明显，集中度有待提升

风景园林行业的下游企业为园林景观的需求者，包括政府部门及相关基础投资建设主体、房地产开发商以及企事业单位等。由于政府公共园林以地方政府为投资主体，行政区域划分决定了政府公共园林项目的集中度不高。另一方面，目前我国园林企业总量已超过 16000 家，但是具备较强综合实力的企业占比很

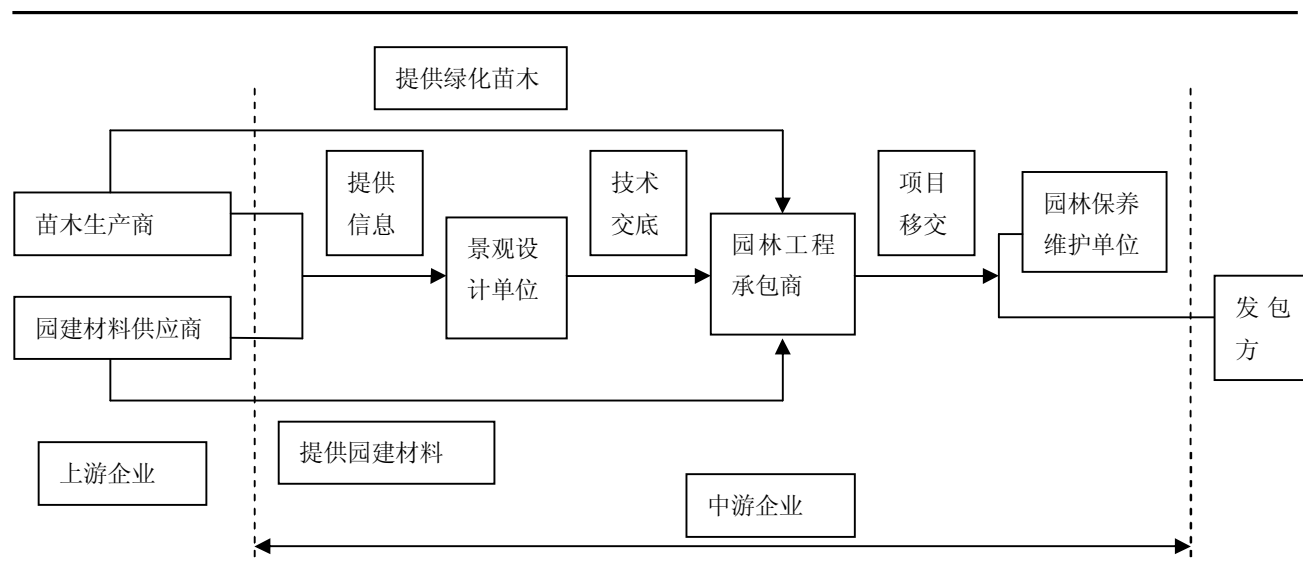
小，根据《2007 年六家联合园林行业调查报告》调查显示，144 家城市园林绿化一级资质企业中的 102 家参与了调查，这 102 家公司资产规模总计达到 92.17 亿元，平均每家企业资产规模 9036 万元，其中资产总额超过 2 亿元的企业仅有 6 家，其资产合计占 102 家企业资产总和的比例为 15.74%；102 家企业营业收入合计 109.38 亿元，平均每家营业收入 1.07 亿元，其中营业收入超过 3 亿元的共有 5 家，5 家企业营业收入总和 19.7 亿元，占 102 家企业营业收入总和的比例为 18.01%。由此也反映出园林行业市场较为分散。

2.3、风景园林行业产业链情况

风景园林行业是对人类居住环境进行建设和优化的行业，它融合了设计、规划、建设和管理的艺术，通过合理地安排自然和人工因素，借助科学知识和文化素养，本着对自然环境保护和管理的原则，创造对人有益，使人身心愉快的美好环境。风景园林行业从园林项目建设的全过程来看，可以从四个阶段来归纳各种类型的园林企业。

为园林项目提供绿化苗木的苗圃（苗木生产商）从事苗木的生产和销售；各园林景观规划设计机构为园林项目提供设计和咨询业务；各园林公司依托园林建筑材料供应商及其他单位承接园林项目施工任务；各园林管养企事业单位为完工后的园林项目提供园林保养和维护服务。公司属于综合性园林企业，经营业务涵盖了苗木产销、园林景观规划设计、园林施工承接与养护等园林项目实施全过程。

图 5：风景园林行业产业链示意图



资料来源：公司招股意向书

2.4、风景园林工程行业前景广阔、发展空间巨大

园林工程建设项目可分为政府投入和社会投资两大类型。政府投入的项目包括政府公共园林工程和事业单位附属的园林工程等；社会投资项目则囊括了房地产园林景观、休闲旅游度假区园林和星级酒店园林环境等项目。

我们认为随着市场化程度的加深，借助于“政府投入”和“社会投资”，风景园林工程行业发展前景广阔，空间巨大。

1、政府对公共园林的投入保持增长趋势

请务必阅读正文之后的重要声明

统计数据表明，政府对园林环境建设的投入保持了逐年增长的趋势，政府直接用于大型公共绿地建设的资金由 2001 年的 163.20 亿元增加到 2008 年的 649.9 亿元，增长 298.2%；从政策驱动面来看，随着城市化的不断，城市建成区面积、城市建设固定资产投资、城市建成区绿化面积、公共绿地面积和人均拥有公共绿地面积，仍将在往年的基础上继续保持增长态势。2000 年 - 2007 年我国主要城市绿化相关数据统计如下：

表 1：2000 年-2007 年我国主要城市绿化相关数据统计表

年度	建成区面积 (万 KM2)	主要城市固定资产		主要城市建成区绿化			公共绿地面积	人均拥有公共绿地面积
		投资(亿元)	比上年增长	覆盖面积	比上年增长	覆盖率		
2000	2.24	1894	18.97%	63.18	6.40%	28.10%	14.31	3.69
2001	2.40	2352	24.18%	68.19	8.00%	28.40%	16.32	4.56
2002	2.60	3123	32.78%	77.27	13.30%	29.75%	18.88	5.36
2003	2.80	4462	42.88%	88.20	14.10%	31.15%	21.95	6.49
2004	3.30	4754	6.54%	95.98	8.90%	31.64%	25.23	7.39
2005	3.25	5602	17.83%	106.00	10.16%	32.64%	28.38	7.89
2006	3.43	5765	2.9%	118.1	11.4%	34.38%	30.7	7.94
2007	3.54	6422	11.3%	125	5.8%	35.3%	33.3	8.98
平均	-	4296.75	19.67%	-	9.76%	-	-	-

注：其中覆盖面积单位是：万（KM2）；公共绿地面积单位是：万公顷；人均公共绿地面积单位是：m2。

数据来源：《中国城市建设统计年报》

表 2：2001-2008 年全国城市绿化固定资产投资

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%

数据来源：《中国城市建设统计年报》及国家统计局

2、社会投资在园林建设工程项目占比越来越高

2001 年后，公共绿地面积虽然逐年保持增长，但它在园林绿地总面积中的占比增速开始趋缓，说明从此阶段开始，包括房地产景观、星级酒店园林、旅游度假区环境等方面在内的社会投资在逐步加大。其中，房地产行业在园林的投资在该市场领域占据了绝对的市场份额。

城镇化进程及房地产。根据《城市绿化条例》和《城市绿化规划建设指标》的规定：新建居住区绿地占居住区总用地比率须达 30%以上，这一规定在房地产用地报建审批环节就保证了园林绿化的投入，为这一领域的园林环境建设提供了法制保证。而房地产是国家经济发展的支柱产业，其规模巨大，增长趋势在很

长的时期内不会改变。中国现有城镇居民 6.07 亿人，到实现“全面小康”的 2020 年，中国城市化水平将达到 55%~60%，城镇居民将增长到 8 亿至 8.5 亿人。到此期间约有近 2.5 亿左右的新增城镇人口需要解决住房问题。同时原有城市人口同样存在改善住房条件的需求。2005 年末中国城镇居民人均住房面积不到 27 平方米。根据建设部要求，2020 年城镇居民的人均住房面积要达到 35 平方米，以 2020 年中国 8 亿城镇居民的保守数字计算，将增加住房面积 80 亿平方米。同时随着竞争的日益激烈，房地产业正由卖方市场向买方市场过渡；加强地产景观投入、突出环保主题已成为房地产业重要的竞争手段之一。园林景观在房地产业竞争中的作用日益突出使房地产业不断加大在园林景观方面的投资力度。

国家重点工程建设项目的实施，将促进风景园林行业的发展。2010 年上海世博会、2010 年第十六届广州亚运会等大型建设工程项目、天津滨海新区建设，以及国家投资的机场、铁路、港口等，将大力促进风景园林行业的进步和发展。风景园林企业在参与项目建设的同时，将在经营管理、质量管理、工程监理、新技术和新品种运用等方面实现长足的进步。

风景园林旅游经济的蓬勃兴起将继续扩大园林行业的发展空间。风景园林旅游经济已成为我国旅游业发展的亮点之一。旅游在追求精神需求上是共通的，是人们在旅行和游览中对于自然美和人文美的追求和享受。而对自然美和人文美的追求和享受，也是人们旅游的主要动机之一。目前国内旅游人数呈逐年快速上升趋势，旅游收入占国内生产总值比重不断加大，这对风景旅游区的基础设施和服务设施提出了更大的需求，重点景区景点的园林绿化工程呈加速发展态势。

3、社会发展和政策推动

国家实施资源节约型、环境友好型社会建设的政策，将极大地促进风景园林行业的发展。随着我国市场经济发展的不断深入，社会综合实力不断增强，加快城市化建设在带来诸多益处的同时也产生了一系列严重的生态环境问题。

党的“十七大”报告就首次将“生态文明”这个概念写入党代会的政治报告，提出“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”。而要实现生态化，绿化是基础，但绿地的生态环境效益不仅取决绿化的覆盖面积和占地面积，更取决于空间结构的绿地类型，以及构成绿地的生态群落类型，它是一套以生态学的基本原理为指导、规划、建设、经营、管理的系统工程。因此建设良好生态环境、实现“生态文明”为园林产业的发展提供了前所未有的历史机遇及更为广阔的市场，但同时也对园林行业的设计、建设、管理与科研实力提出更高的要求。

三、公司相对于行业同类企业的竞争优势体现

3.2.1、产业链条完整，具备一体化运作优势

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。公司具备的设计—施工一体化能力增强了公司在业务承揽时的竞争力；有利于公司在设计业务与施工业务市场领域的相互延伸；设计—施工一体化项目使公司能够将设计理念和工程施工相结合，创造精品工程，有效提升客户满意度。此外，公司通过设计—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。公司根据工程施工项目市场分布建成绿色苗木基地 4337.85 亩，分布在广东的广州、中山、肇庆、英德，以及上海、北京、长沙、成都等地，苗木种植规模在以工程施工为主营业务的园林企业中处于领先地位。

3.2.2、跨区域经营优势

公司建立了全国性的分支机构，形成了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。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。

3.2.3、客户资质优势

目前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房地产企业或区域房地产龙头企业。优质的客户资源保证了公司的业务稳定和持续增长，有利于公司有效控制财务风险。

四、募集资金投向项目

本次募集资金投资项目及核准情况如下：

表 3：公司发行募集资金投入项目及投入时间进度表

单位：万元

序号	项目名称	本次拟使用募集资金（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）
1	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		
2	高要苗木生产基地技术改造及建设项目	2742	1164.15	1046.85	531.00
3	英德苗木生产基地技术改造及建设项目	4280	1765.08	1630.32	884.60
4	风景园林科学研究院建设项目	1860	1360.00	500.00	—

资料来源：公司招股意向书

此次募投项目将对公司产生以下方面影响：公司本次募集资金投资项目包括补充公司园林工程施工业务运营资金、高要和英德苗木生产基地技术改造及建设项目和风景园林科学研究院建设项目。园林工程业务运营资金的补充能够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。而高要和英德苗木基地的技术改造和建设将使得公司工程用苗的来源将得到充分保障，同时，公司可为市场提供一定数量的常用苗木和特殊品种、规格的苗木，满足市场需求，增加公司的盈利。同时建设风景园林科学研究院项目则可提高公司的研发实力，增强公司持续发展能力和核心竞争力，促进行业整体研发水平的提升。

五、盈利预测及估值

5.1、盈利预测

表 4：建研集团盈利预测

请务必阅读正文之后的重要声明

利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	391.68	485.80	659.49	1044.04	1484.42
减: 营业成本	297.08	358.84	483.99	777.40	1102.18
营业税金及附加	15.27	19.09	26.01	41.17	58.54
营业费用	3.00	9.24	6.92	10.95	15.57
管理费用	22.83	34.71	49.99	79.14	112.52
财务费用	0.58	1.06	1.06	-2.40	-4.53
资产减值损失	2.99	-0.27	4.21	3.00	3.00
加: 投资收益	-0.88	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	49.05	63.13	87.31	134.79	197.14
加: 其他非经营损益	0.56	4.16	4.34	0.00	0.00
利润总额	49.61	67.29	91.65	134.79	197.14
减: 所得税	14.44	11.58	14.03	20.22	29.57
净利润	35.17	55.71	77.62	114.57	167.57
减: 少数股东损益	-0.10	-0.02	0.04	0.05	0.08
归属母公司股东净利润	35.27	55.73	77.58	114.52	167.49

资料来源: 爱建证券研究总部

5.2、估值

根据上面盈利预测给出的业绩预测, 公司 2009 年、2010 年、2011 年每股收益 (按此次发行后总股本摊薄计算) 约为 0.65 元、0.98 元、1.42 元。按照公司 09 年、10 年的业绩以及中小板上市公司的市盈率水平情况, 我们给予公司 10 年 35-40 倍左右的市盈率相对合理, 大体上可以得出公司级市场上的合理价格大概为 34.30 元 - 39.20 元。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

I 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅15%以上;

推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅5%~15%;

中性: 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内;

卖出: 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅5%以上。

I 行业评级

强于大市: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅5%以上;

中性: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅-5%~+5%之间波动;

弱于大市: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。