

棕榈园林投资收益丰厚

研究结论

- **棕榈园林投资初步收益高达 4.2 亿**：2008 年，公司作为战略投资者身份现金出资 2100 万认购广东棕榈园林股份有限公司 870 万股份，每股价格仅有 2.4 元，按 6 月 10 日棕榈园林 67.14 元/股收盘价测算，公司税后投资收益高达 4.2 亿，折算 0.4 元/股。
- **部分项目提价较为明显，去化速度明显放慢**：3 月底以来，公司南京栖霞、上城风景、苏州枫情水岸和无锡愉憬湾等项目出现了较为明显的提价，但在 4 月中旬新政出台后，项目去化速度明显放慢，仅有新政出台前的 30% 左右。此外，公司在南京奥体的栖庭项目已于 5 月 29 日开盘，精装售价 22000 元/平方米，与我们之前的预期相符，截至 6 月 10 日，已售 35 套。南京市房管局数据显示，3 月 21 日-6 月 10 日，公司在南京项目共销售套数 160 套，其中含车位 34 个，共销售面积 1.5 万平米，测算回笼资金在 2.5 亿左右。
- **经适房预计 7 月开工**：公司 09 年与南京市政府签署了 107 万平米的保障房建设项目，公司已做好充足准备，关键看政府供地时间，按计划将在 7 月开工。
- **市场调整有利于公司扩充土地储备**：犹如我们在 2010 年 4 月 8 日首次覆盖报告《盘踞苏南重镇的二线地产蓝筹》中所提及的，由于公司所在区域土地市场较为透明且全国性地产公司进入较多，如何可以获取相对低廉的土地资源是公司未来所必须要解决的问题。当前公司资金充足，缺的是土地，所以楼市调整对于公司是机遇大于挑战，便于逆势扩张。
- **上调公司 NAV 水平**：棕榈园林的高价发行，加上项目价格的提升，我们上调公司 NAV 水平，假设房价未来涨跌幅为 0%，贴现率为 10%，测算得出公司 2010 年末 NAV 为 6.11 元/股，P/NAV=0.83，现在股价隐含的房价跌幅为 15%。维持公司 10-12 年 EPS 预测 0.36 元，0.51 元和 0.71 元不变，对应 PE 分别为 14X、10X 和 7X。维持公司增持评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

胡栋亮

房地产行业高级分析师

8621-63325888 × 5099

hudongliang@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860210030006

杨国华

房地产行业高级分析师

8621-63325888 × 6078

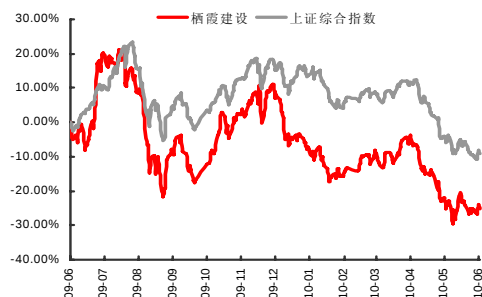
yangguohua@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860210030001

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价 (2010 年 6 月 10 日)	5.08 元
目标价格	7.70 元
总股本/A 股 (万股)	105000/105000
A 股市值 (百万元)	5334
国家/地区	中国
行业	房地产
报告日期	2010 年 6 月 11 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	-4	-18	-25
相对表现 (%)	1	-2	-16

资料来源：WIND，东方证券研究所

财务预测

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入 (百万)	2202	3119	2965	4180
主营业务利润 (百万)	395	609	857	1203
净利润 (百万)	223	378	532	747
EBITDA (百万)	464	679	929	1277
每股收益 (元)	0.21	0.36	0.51	0.71
净资产收益率 (%)	8.2%	12.5%	15.3%	18.2%
每股经营现金流 (元)	1.34	0.23	1.15	-0.20
市盈率(X)	23.90	14.12	10.03	7.15
EV/EBITDA(X)	16	11	8	6

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

表 1：公司南京项目销售统计

项目	2010 年 3 月 21 日——2010 年 6 月 10 日		
	销售套数	其中车库销售套数	销售面积
天泓山庄	4	3	268
栖园	10	6	1,819
上城风景	5	3	212
上城风景二期	69	0	6,447
东方天郡	37	22	1,981
栖庭	35	0	4,199
合计	160	34	14,926

数据来源：南京市网上房地产，东方证券研究所

表 2：公司项目价格更新情况（用于估值模型）

项目	原始售价	更新售价
南京栖园	18000	21000
上城风景	8800	12000
南京仙林项目	12000	15000
苏州枫情水岸	14000	16000
苏州 IALa 国际	11000	10000
无锡瑜憬湾	9000	11000

数据来源：搜房网，东方证券研究所

表 3：公司 NAV 敏感性分析

房价涨跌幅 贴现率	-30%	-20%	-10%	-5%	0%	5%	10%	20%	30%
6%	3.95	4.79	5.65	6.02	6.40	6.80	7.08	7.58	8.19
7%	3.94	4.76	5.59	5.95	6.33	6.71	6.98	7.47	8.06
8%	3.94	4.73	5.54	5.89	6.25	6.63	6.89	7.36	7.94
9%	3.93	4.70	5.49	5.83	6.18	6.55	6.80	7.26	7.82
10%	3.92	4.67	5.44	5.77	6.11	6.47	6.72	7.17	7.71
11%	3.92	4.65	5.39	5.71	6.05	6.39	6.63	7.07	7.61
12%	3.91	4.62	5.34	5.66	5.98	6.32	6.55	6.98	7.50
13%	3.90	4.60	5.30	5.60	5.92	6.25	6.48	6.90	7.40
14%	3.90	4.57	5.26	5.55	5.86	6.18	6.41	6.81	7.31

数据来源：公司公告，东方证券研究所

表 4：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	8779	10154	12065	14179	营业收入	2202	3119	2965	4180
现金	1542	1683	2730	2629	营业成本	1393	2004	1433	2021
应收账款	31	44	42	59	营业税金及附加	237	305	480	718
其他应收款	187	187	187	187	营业费用	41	53	50	67
预付账款	859	1202	860	1213	管理费用	72	81	78	102
存货	6159	7037	8246	10090	财务费用	63	67	68	70
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	2	2	0	0
非流动资产	223	219	215	211	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	44	44	44	44	投资净收益	1	1	1	1
固定资产	32	28	24	20	营业利润	395	609	857	1203
无形资产	1	1	1	1	营业外收入	3	4	4	4
其他非流动资产	146	146	146	146	营业外支出	2	3	2	3
资产总计	9002	10373	12279	14389	利润总额	397	609	858	1204
流动负债	3839	4805	6157	7189	所得税	100	152	215	301
短期借款	380	400	400	400	净利润	297	457	644	903
应付账款	390	501	358	505	少数股东损益	74	79	112	157
其他流动负债	3069	3904	5399	6284	归属母公司净利润	223	378	532	747
非流动负债	1989	1989	1989	2289	EBITDA	464	679	929	1277
长期借款	1983	1983	1983	2283	EPS (元)	0.21	0.36	0.51	0.71
其他非流动负债	6	6	6	6					
负债合计	5828	6795	8146	9478	主要财务比率				
少数股东权益	465	544	655	812		2009	2010E	2011E	2012E
股本	1050	1050	1050	1050	成长能力				
资本公积	1026	1026	1026	1026	营业收入	38.4%	41.6%	-4.9%	41.0%
留存收益	633	958	1401	2022	营业利润	23.9%	54.0%	40.8%	40.4%
归属母公司股东权益	2709	3034	3478	4099	归属母公司净利润	18.8%	69.3%	40.8%	40.3%
负债和股东权益	9002	10373	12279	14389	获利能力				
					毛利率(N)	36.7%	35.7%	51.7%	51.7%
					净利率(N)	13.5%	14.7%	21.7%	21.6%
					ROE(%)	8.2%	12.5%	15.3%	18.2%
					ROIC(%)	7.4%	10.4%	15.8%	17.1%
					偿债能力				
					资产负债率(N)	64.7%	65.5%	66.3%	65.9%
					净负债比率(N)	51.08%	41.91%	10.96%	17.38%
					流动比率	2.29	2.11	1.96	1.97
					速动比率	0.68	0.65	0.62	0.57
					营运能力				
					总资产周转率	0.27	0.32	0.26	0.31
					应收账款周转率	127	78	65	78
					应付账款周转率	4.97	4.50	3.34	4.68
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.21	0.36	0.51	0.71
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.34	0.23	1.15	-0.20
					每股净资产(最新摊薄)	2.58	2.89	3.31	3.90
					估值比率				
					P/E	23.90	14.12	10.03	7.15
					P/B	1.97	1.76	1.53	1.30
					EWEBITDA	16	11	8	6
现金流量表									
	2009	2010E	2011E	2012E					
经营活动现金流	1408	239	1203	-207					
净利润	297	457	644	903					
折旧摊销	6	4	4	4					
财务费用	63	67	68	70					
投资损失	-1	-1	-1	-1					
营运资金变动	1099	-288	488	-1184					
其他经营现金流	-55	1	-0	1					
投资活动现金流	-134	1	1	1					
资本支出	112	0	0	0					
长期投资	-23	0	0	0					
其他投资现金流	-45	1	1	1					
筹资活动现金流	-860	-99	-157	105					
短期借款	-508	20	0	0					
长期借款	665	0	0	300					
普通股增加	0	0	0	0					
资本公积增加	0	0	0	0					
其他筹资现金流	-1017	-119	-157	-195					
现金净增加额	414	141	1047	-101					

数据来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn