

建筑装饰

# 棕榈园林(002431.SZ)/53.49 元

## 中期业绩大幅预增，超预期能力符合预期

### 事项

棕榈园林发布2010年上半年业绩预增公告：归属于母公司所有者的净利润比上年同期相比增长80%-110%。并称业绩变动的主要原因是：

- 公司2010年上半年业务开拓较好，营业收入较快增长；
- 成本费用控制较好，毛利率较去年同期有提升；
- 当前公司经营良好，受南方雨涝影响极微，未发生苗木基地浸水事件。

### 主要观点

- **预期之中又在预期之外。**我们在行业报告《园林行业受益于房地产和市政建设快速增长，首推棕榈园林》中提出，看好棕榈园林最重要的原因是公司在竞争最激烈的市场中锻炼的优良体质，和长期竞争优势，“存在超预期能力”。我们此前预期公司全年归属母公司净利润增长 71%，公司中期业绩预增 80%-110%超出了此前我们对于公司中期业绩的估计的区间，但是公司强大的超预期能力又在我们的预期之中。
- **超预期因素仍然很多。**其他有可能超预期的因素包括：
  - 1、设计力量大幅增强、设计的品牌优势提升；
  - 2、在房地产调控的情况下（园林施工相对滞后，10年房地产调控主要影响11年），11年业绩仍然大幅增长；
  - 3、公司综合毛利率提升；
  - 4、北方区域市场开拓；
  - 5、市政园林业务快速发展等。
- **上调全年业绩预测。**我们此前对于公司业绩的估计偏保守，公司的超预期能力兑现，因此我们上调10年、11年全年主营收入增幅10个百分点。
- **维持推荐。**我们预期公司未来三年业绩保持带有周期性的快速增长，业绩确定性较高，业务风险较低。10、11、12年主营收入分别为11.2亿、17.5亿、25.7亿，归属母公司净利润分别为1.46亿、2.31亿、3.17亿，EPS分别为1.21元、1.92元、2.64元，对应PE分别为44X、28X、20X，维持推荐评级。

研究员：高利

联系人：张弛

Tel: 010-59370823

Email: zhangchi@hczq.com

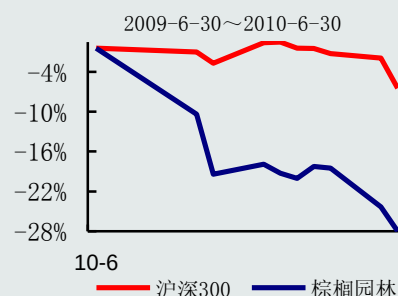
### 投资评级

投资评级：推荐  
评级变动：首次评级

### 公司基本数据

|             |            |
|-------------|------------|
| 总股本(万股)     | 12000      |
| 流通A股/B股(万股) | 2400/0     |
| 资产负债率(%)    | 46.69      |
| 每股净资产(元)    | 2.94       |
| 市盈率(倍)      | 82.73      |
| 市净率(倍)      | 18.19      |
| 12个月内最高/最低价 | 75.0/53.01 |

### 市场表现对比图(近12个月)



资料来源：港澳资讯

### 相关研究报告

附录：财务预测表

资产负债表

| 单位：百万元         | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 449  | 1825  | 2151  | 2614  |
| 现金             | 88   | 1211  | 1200  | 1196  |
| 应收账款           | 170  | 291   | 455   | 694   |
| 其它应收款          | 10   | 9     | 9     | 9     |
| 预付账款           | 13   | 17    | 21    | 44    |
| 存货             | 168  | 297   | 465   | 671   |
| 其他             | 0    | 1     | 0     | 0     |
| <b>非流动资产</b>   | 48   | 251   | 358   | 491   |
| 长期投资           | 0    | 50    | 55    | 60    |
| 固定资产           | 40   | 112   | 184   | 266   |
| 无形资产           | 1    | 1     | 1     | 2     |
| 其他             | 7    | 88    | 117   | 163   |
| <b>资产总计</b>    | 497  | 2076  | 2508  | 3105  |
| <b>流动负债</b>    | 232  | 383   | 585   | 864   |
| 短期借款           | 22   | 10    | 10    | 10    |
| 应付账款           | 177  | 321   | 503   | 767   |
| 其他             | 33   | 51    | 71    | 87    |
| <b>非流动负债</b>   | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 长期借款           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>负债合计</b>    | 232  | 383   | 585   | 864   |
| 少数股东权益         | 1    | 1     | 1     | 1     |
| 股本             | 90   | 120   | 120   | 120   |
| 资本公积金          | 48   | 1300  | 1300  | 1300  |
| 留存收益           | 127  | 273   | 503   | 820   |
| 归属母公司股东权益      | 265  | 1693  | 1923  | 2240  |
| <b>负债和股东权益</b> | 497  | 2076  | 2508  | 3105  |

现金流量表

| 单位：百万元         | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 35   | 46    | 77    | 109   |
| 净利润            | 78   | 146   | 231   | 317   |
| 折旧摊销           | 7    | 12    | 21    | 32    |
| 财务费用           | 1    | -10   | -20   | -20   |
| 投资损失           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 营运资金变动         | -55  | -91   | -135  | -189  |
| 其它             | 3    | -10   | -19   | -31   |
| <b>投资活动现金流</b> | -12  | -204  | -107  | -134  |
| 资本支出           | 14   | 81    | 92    | 112   |
| 长期投资           | 0    | 120   | 12    | 18    |
| 其他             | 2    | -3    | -4    | -4    |
| <b>筹资活动现金流</b> | -4   | 1281  | 20    | 20    |
| 短期借款           | 2    | -12   | 0     | 0     |
| 长期借款           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 普通股增加          | 0    | 30    | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | 0    | 1253  | 0     | 0     |
| 其他             | -6   | 10    | 20    | 20    |
| <b>现金净增加额</b>  | 20   | 1123  | -10   | -5    |

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

| 单位：百万元          | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 659  | 1121  | 1749  | 2571  |
| 营业成本            | 484  | 824   | 1291  | 1918  |
| 营业税金及附加         | 26   | 44    | 69    | 102   |
| 营业费用            | 7    | 17    | 26    | 39    |
| 管理费用            | 50   | 85    | 131   | 190   |
| 财务费用            | 1    | -10   | -20   | -20   |
| 资产减值损失          | 4    | 2     | 3     | 3     |
| 公允价值变动收益        | 0    | 10    | 20    | 30    |
| 投资净收益           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>营业利润</b>     | 87   | 170   | 269   | 370   |
| 营业外收入           | 6    | 6     | 7     | 9     |
| 营业外支出           | 2    | 2     | 2     | 2     |
| <b>利润总额</b>     | 92   | 174   | 274   | 377   |
| 所得税             | 14   | 28    | 43    | 60    |
| <b>净利润</b>      | 78   | 146   | 231   | 317   |
| 少数股东损益          | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>归属母公司净利润</b> | 78   | 146   | 231   | 317   |
| <b>EBITDA</b>   | 96   | 171   | 270   | 383   |
| <b>EPS（元）</b>   | 0.86 | 1.21  | 1.92  | 2.64  |

主要财务比率

|                | 2009  | 2010E | 2011E | 2012E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>    |       |       |       |       |
| 营业收入           | 35.8% | 70.0% | 56.0% | 47.0% |
| 营业利润           | 38.3% | 94.3% | 58.4% | 37.7% |
| 归属母公司净利润       | 39.2% | 87.7% | 58.3% | 37.4% |
| <b>获利能力</b>    |       |       |       |       |
| 毛利率            | 26.6% | 26.5% | 26.2% | 25.4% |
| 净利率            | 11.8% | 13.0% | 13.2% | 12.3% |
| ROE            | 29.3% | 8.6%  | 12.0% | 14.1% |
| ROIC           | 37.2% | 36.7% | 36.4% | 34.7% |
| <b>偿债能力</b>    |       |       |       |       |
| 资产负债率          | 46.7% | 18.4% | 23.3% | 27.8% |
| 净负债比率          | 9.48% | 2.61% | 1.71% | 1.16% |
| 流动比率           | 1.93  | 4.77  | 3.68  | 3.02  |
| 速动比率           | 1.21  | 3.99  | 2.88  | 2.25  |
| <b>营运能力</b>    |       |       |       |       |
| 总资产周转率         | 1.47  | 0.87  | 0.76  | 0.92  |
| 应收账款周转率        | 4     | 5     | 5     | 4     |
| 应付账款周转率        | 2.84  | 3.31  | 3.13  | 3.02  |
| <b>每股指标(元)</b> |       |       |       |       |
| 每股收益           | 0.65  | 1.21  | 1.92  | 2.64  |
| 每股经营现金         | 0.29  | 0.39  | 0.64  | 0.91  |
| 每股净资产          | 2.20  | 14.11 | 16.03 | 18.67 |
| <b>估值比率</b>    |       |       |       |       |
| P/E            | 62.05 | 44.08 | 27.84 | 20.27 |
| P/B            | 18.20 | 3.79  | 3.34  | 2.87  |
| EV/EBITDA      | 66    | 37    | 24    | 17    |

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明：

- 强推：预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上；
- 推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%；
- 中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间；
- 回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

### 行业投资评级说明：

- 推荐：预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上；
- 中性：预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%；
- 回避：预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“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客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未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。本文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。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 华创证券研究所

地址：北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编：100036

传真：010-59370801