

棕榈园林(002431)调研报告

品质优良, 调整充分, 左侧投资者建议关注

建筑建材

推荐

首次评级

发布时间: 2011 年 6 月 15 日

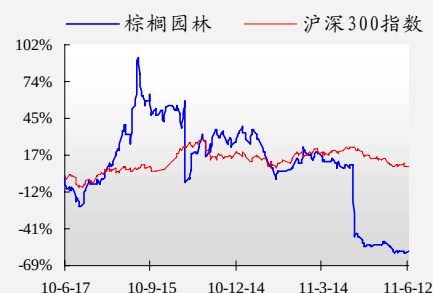
投资要点:

- 公司主要从事风景园林景观设计和园林工程施工, 涉及房地产景观以及政府公共园林项目的设计和营建, 具有城市园林绿化一级资质和风景园林工程设计专项甲级资质。
- 目前我国市政园林和地产景观园林细分市场规模都在 1000 亿元以上, 合计超过 2000 亿元, 过去 7 年复合增速达到 22%。我们综合判断未来行业增速可以在 10% 左右。未来随着行业集中度提升, 公司的市场占有率有望提升至 3%-5%。
- 成长能力依然是我们最看好公司的原因。1、上市催生先发优势, 目前订单相当充裕; 2、地产业务增速依然喜人, 无需过分担心调控的影响; 3、创立“园林建设商+地产开发商”合作开发模式, 为进军市政园林业务奠定基础。
- 公司景观工程产业链完备, 我们尤其认为苗木资源是公司竞争力的重要支撑, 对其自身的价值和在产业链中的地位的认识还有待加强。
- 公司在 2010 年四季度对公司经营框架进行了调整, 在原先多区域管理的基础上, 将五大区域调整为以省为中心的十二大营运中心, 进一步优化了管理流程, 提升了管理效率。
- 我们预计公司 2011 年、2012 年每股收益为 0.83 元、1.39 元, 目前股价对应 PE 为 33.9 倍、20.2 倍, 我们认为公司园林装饰行业的翘楚, 目前估值已渐趋合理, 左侧投资者建议关注, 给予 6-12 个月目标价 34.7 元, 2012 年 25 倍 PE, 首次给予“推荐”评级。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率 (%)
2010	129,011	95.6	16,839	117.0	0.44	10	64.1	-
2011E	232,219	80.0	31,819	89.0	0.83	15	33.9	-
2012E	372,104	60.2	53,402	67.8	1.39	19	20.2	-
2013E								

走势图



市场数据 2010-6-14

收盘价:	28.19 元
52 周最高价:	47.45 元
52 周最低价:	26.00 元
平均持仓成本:	35.15 元

基本数据 2011Q1

总股本 (万股):	38,400
流通 A 股 (万股):	29,753
每股收益 (元):	0.07
每股净资产 (元):	4.40
每股经营现金流 (元):	-1.04
市净率:	6.40

分析师: 解文杰

执业证书编号: S0550511020012

TEL: (8621)6336 7000 - 266

FAX: (8621)6337 3209

Email: xiewj@nescn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

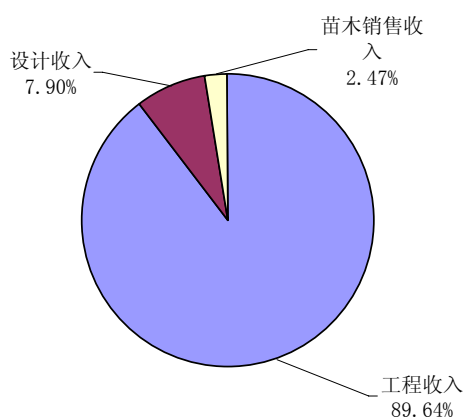
邮 编: 200002

前期我们对棕榈园林进行了调研，与公司管理层就关心的问题进行了交流，并结合近来的经营情况，形成此研究报告。

一、公司概况

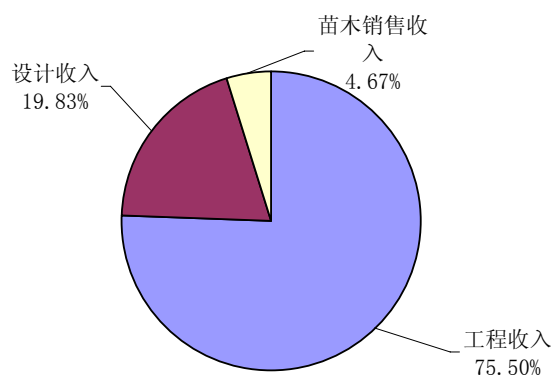
公司主要从事风景园林景观设计和园林工程施工，涉及房地产景观以及政府公共园林项目的设计和营建，具有城市园林绿化一级资质和风景园林工程设计专项甲级资质。目前同时拥有两项资质的企业共有 15 家。

图 1：公司营业收入-分业务



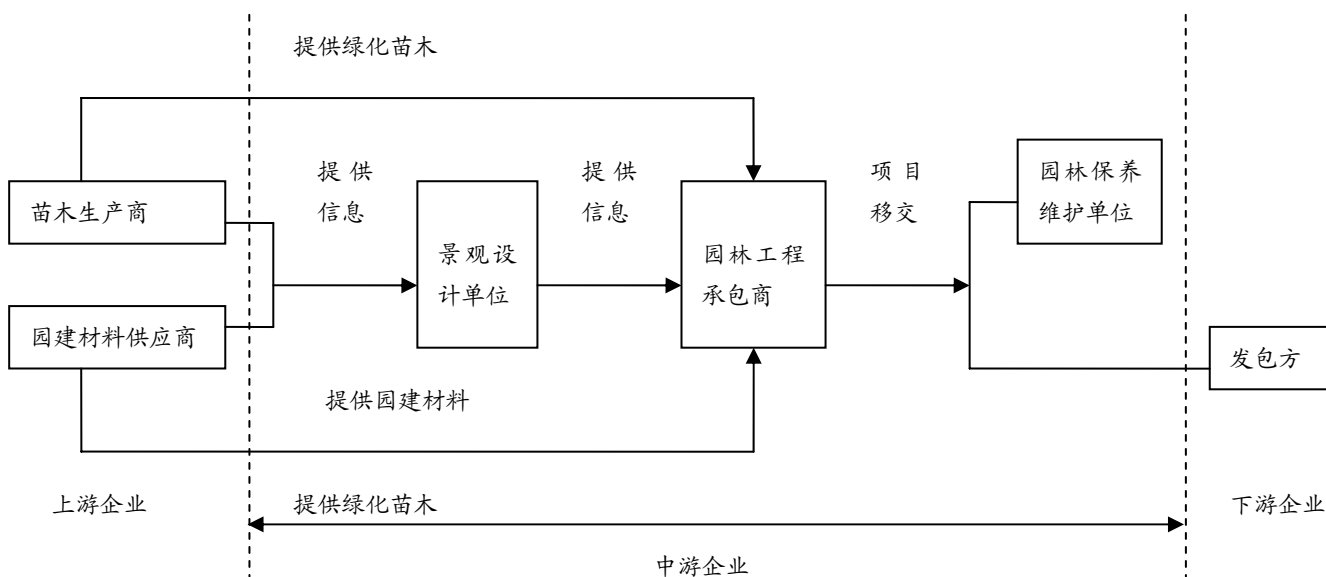
资料来源：东北证券整理

图 2：公司毛利-分业务



资料来源：东北证券整理

图 3：风景园林行业产业链条图



资料来源：东北证券整理

二、 预计园林景观工程行业“十二五”期间年均复合增速在 10%左右

2.1、朝阳行业，行业规模将实现稳步增长

园林绿化工程行业包括整理山水、改造地形、辟筑道路、铺装场地、营造建筑、构造工程设施、绿化栽植等多项内容。它从设计到施工阶段，都着眼于完工后的景观效果。

我们认为园林景观行业在国内属于朝阳行业，前途无限。因为随着社会发展，我们对城市管理的理念逐步从城市建设到城市经营、城市运营方面进行转变，从仅仅注重经济总量的增长、营造“现代”的建筑外观形象向关心、改善和优化人居环境方面转变。而风景园林行业具有的美化城市市容、改善生态环境、提升城市品位、促进城市可持续发展等功能将在未来的城市发展中提供越来越重要的作用，并成为极具发展潜力的朝阳产业。另外，随着现在房屋建筑设计理念的不断提升和国内房地产市场的逐步成熟，消费者对于购房这种大的支出行为渐趋理性，房屋质量、整体环境、物业管理等房地产的内在品质建成选择的重要参考因素。而无疑园林景观在提升房地产品质方面作用日益增强，从而推动房地产开发商特别是中高端开发商不断加大对园林景观工程方面的投入。另外，园林景观具有绿色环保和优化生态环境的良好功能，在低碳节能的全球背景下也受到追捧。因此，我们长期看好园林景观工程行业的发展趋势。

目前我国市政园林和地产景观园林细分市场规模都在 1000 亿元以上，合计超过 2000 亿元，过去 7 年复合增速达到 22%。关于未来的行业增长速度，根据我们和行业内相关部门和人士交流下来后，综合判断未来的增速应该可以达到 10%左右（这个是相对中性偏保守的判断，不排除未来会有超预期的可能），我们预计到 2015 年左右，市政园林和地产景观园林两者市场规模合计将超过 3000 亿元，整体规模进一步壮大。

2.2、集中度日益提升，龙头公司受益明显

行业集中度比较分散，未来趋向集中。目前我国园林企业数量众多，大概有 16000 家左右，而且主要以中小型园林企业（具备城市绿化二级及以下资质的企业）为主，占到园林企业总量的 95%以上，具备城市园林绿化二级以上资质的企业大约 2000 余家。2009 年全国城市园林绿化企业前 50 强占行业整体规模比重仅为 12%左右。前十大企业市场份额均不超过 1%。

我们认为在行业趋向集中的过程中，龙头公司由于先发优势以及在资源和资金基础上的强大优势，将会受益明显，根据行业规模和公司的发展速度，我们预计公司到 2015 年左右可以达到 3%-5%的市占率。

三、 成长能力依然是我们对公司看好的最主要原因

2.1、上市催生先发优势，目前订单比较充裕

公司 2010 年 6 月上市，随着募集资金的到位，公司营业资金规模迅速增加，并有效提升公司获得和接受订单能力。2010 年 7-12 月营业收入同比增长 110%左右。而全年来看，根据 2010 年年报，我们可以看到，2010 年新签工程合同 175 个，新签设计合同 172

个，2010 年新签工程合同 127665 万元，2010 年新签设计合同 23334 万元；截止到 2010 年 12 月 31 日已签合同剩余产值约 6.7 亿元，待签合同 4 亿元。而 2011 年以来仅披露的新签的市政园林订单就达到 19 个亿，承接订单的能力和规模进一步增强，我们认为公司目前在手订单比较充足，并为未来业绩高增长奠定基础。

2.2、无惧地产调控，天空足够广阔——地产园林增速喜人

地产园林是公司的传统强项和优势业务，公司的地产园林业务位居国内第一。

市场普遍对目前的房地产调控会否对公司的订单和工程业务产生疑虑，我们认为这种担心必要性不大。理由如下：

- 1、从房地产行业来看，前景依然看好。我们认为国家采取调控措施，主要针对的是目前的房价偏高情况，并不是对房地产行业本身进行严格控制，基于经济快速发展、城镇化率偏低、人口基数大、未来住房需求庞大等情况，未来国家将进一步加大房地产开发投资和房屋建筑供给数量，从而将带动房地产行业的中长期发展；
- 2、公司目前和国内大型地产开发商都签订了战略合作协议。目前国内排名前 50 大的地产公司基本都和合作协议，如万科、中粮地产、华润地产、朗诗、中南建设、安徽高速地产等。根据我们了解，目前业务订单基本没有受到影响，在订单量方面也很充足，可选机会比较多。
- 3、保障房建设规模庞大。根据国家规划，2011 年保障房开发建设 1000 万套左右，建设金额达到 1.4 万亿元，园林建设的投入大概能占到整体投入的 1-1.5%左右，因此，保障房对地产园林的市场影响大概是 200 亿元左右，市场空间比较大。

2.3、目前创立“园林建设商+地产开发商”的合作开发模式，为加快进军市政园林业务打下良好基础

公司目前在积极巩固地产园林优势的基础上，积极拓展市政园林业务，并初见成效，2011 年 3 月，公司全资子公司与山东棕榈园林与聊城经济开发区管理委员会签署了《聊城九州生态公园投资建设总承包合同》，主要是聊城九州生态公园建设工程项目，项目总金额为 20400 万元。2011 年 5 月，公司又与聊城市政府签订徒骇河景观工程投资建设合同，总价款达到 17 亿元，项目规模达到 2010 年营业收入的 131.74%。

市场之前对公司能否在市政园林业务方面取得突破有所疑虑，我们认为未来在这块业务上取得长足进展的概率很大，主要理由如下：第一，公司通过长期的地产园林业务和各地房地产开发商之间建立了良好的联系，而房地产开发一般和当地的关系非常紧密，通过和房地产开发商进行合作，能够在最短时间内建立起和当地的关系，从而在以后的业务发展中寻求机会；第二，当地政府同样存在相应诉求，现在地方政府在管理城市方面比起以前在管理理念和管理方式上进步很多，从过去的“建设城市”到现在的“经营城市”，理念的提升使得地方政府对于城市环境的综合建设日益重视，而公司作为园林工程建设商能够提供这方面的服务，为城市增光天色，同时在城市环境改善以后，土地经济效益、生态环境效益、人文居住环境等城市综合效益都会得到相应地提高。

因此我们认为公司的市政园林业务前景广阔，根据目前的订单情况及结算估计，我们判断今年公司市政园林业务收入大概能占到公司整体业务收入的 15%-20%左右（2010 年该比例大约为 7%左右），而随着一系列市政工程订单的推进，明年预计该比例能上升

会进一步上升，大概能占到 30%左右，市政园林业务日益成为公司收益的重要来源。

另外对于市场较为关心的回款机制的问题，公司在聊城徒骇河景观工程项目的合同操作是这样的，“项目工程采取分区域深化设计和施工、分区域验收、分区域移交、分区域支付工程款的方式”，“按照合同约定划分施工区域并支付该施工区域的工程款，乙方每完成一个施工区域，甲方应根据约定计价并支付该施工区域的工程款，支付比例按 6:2:2 分三次完成”，“余款除了工程款之外，还要根据贷款利率支付的银行利息”。我们认为公司这样的设计在合同过程中进行严格的风险控制，有利于工程款的有效回升，更为关键的是公司的客户结构中以大型地产开发企业和地方政府为主，相对来讲，资金实力较为雄厚，偿付能力比较强。

四、 公司产业链全打通，我们认为苗木资源是竞争力重要支撑因素

公司从 80 年代就开始从事苗木种植和培育业务。目前公司的绿化苗木产销基地分布在北京、上海、成都、长沙和广东省内的广州、中山、肇庆、英德等城市。经过多年的努力，目前公司苗木基地达到 13000 亩，其中 4500 亩在建（根据投资者互动平台数据）。培育生产各种规格的苗木品种达 1000 余种，在抗逆性棕榈科植物的种植技术、驯化技术和储量等方面处于行业领先地位。很多工程项目的发包方在考虑园林施工企业的时候会优先考察公司是否有配套的苗木基地并能否根据工程进度进行及时供给，如果苗木资源不充分，那么在标的获取方面会存在一定的负面影响。而从我们在业内的走访和调研来看，业内众多竞争对手对公司的苗木资产极力称赞，认为是公司的核心竞争力的重要支撑因素。

从国内市场供需关系看，符合使用规格的苗木供应量远低于市场需求，特别是适销的大规格苗木和特色苗木储备量严重不足，2010 年受到世博及亚运等大型活动影响，园林等常用苗木资源在需求突增后造成短期的供不应求，价格平均上涨幅度在 10%-15%左右。而 2011 年苗木价格上涨幅度我们预计依然可以达到 10%以上。

表 1：相关苗木品种 2009、2010 年价格对比情况

苗木品种	规格（cm）	单位	2009 年材料 单价（元）	2010 年材 料单价 （元）	上升幅度
灰利球	130*130	株	82	98	16%
马尼拉草（苗高 2cm，密度≥85%）	30*30	平米	4	5	20%
尖叶杜英	D10-12	株	1100	1300	15%
加拿列海枣	D45-50	株	1200	1500	20%

资料来源：公司资料

据大致估算，目前的苗木资源自给率大约在 25%左右。在目前通胀情况下，公司的苗木资源价值尤显珍贵，可以说苗木资源是公司竞争力的重要支撑因素，而我们认为对其自身的价值和在产业链中的地位的认识还有待加强。

五、 管理架构进一步调整，积极性得到有效提升

公司在 2010 年四季度对公司经营框架进行了调整，在原先多区域管理的基础上，将五大区域调整为以省为中心的十二大营运中心，进一步优化了管理流程。

关于此次调整意图，我们和公司方面进行了充分的交流。公司方面认为从管理的角度来看，此举在某种意义上来说是再次促进生产和经营效率的提升。按照之前的管理架构，一般有多个负责人共同管理国内 5 大区域，公司的政策和各方面资源等通过这些负责人来分配，这样在具体的执行和落实过程中就可能会出现权责和效率不清的局面，为了解决多头管理、资源配置方面的问题，现在则集中通过 1 个负责人来集中管理。

目前公司已设置 12 个运营中心，每个营运中心下面都设立 2-3 个总监部，通过公司提供资源、搭建成本平台，来解决公司规模快速扩张和经营效率不断提升的问题。

六、 估值及投资建议

我们预计公司 2011 年、2012 年每股收益为 0.83 元、1.39 元，目前股价对应市盈率为 33.9 倍、20.2 倍，我们认为公司园林装饰行业的翘楚，目前估值已渐趋合理，左侧投资者建议关注，给予 6-12 个月目标价 34.70 元，相当于 2012 年 25 倍 PE，目前股价还有 23% 涨幅，首次给予“推荐”评级。

表 2: 公司盈利预测表

利润表(万元)	2008	2009	2010	2011E	2012E
营业收入	48580	65949	129011	232219	372104
营业成本	35884	48399	93387	166977	265849
营业税金及附加	1909	2601	5031	9057	14512
销售费用	924	692	1432	2322	3721
管理费用	3471	4999	10282	16720	24187
财务费用	106	106	(1068)	(299)	994
投资收益	0	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(27)	421	(1200)	(1000)	(1000)
其他收入	55	(842)	0	0	0
营业利润	6313	8731	18745	36443	61841
营业外净收支	416	434	1000	1000	1000
利润总额	6729	9165	19745	37443	62841
所得税费用	1158	1403	2903	5617	9426
少数股东损益	(2)	4	4	8	13
归属于母公司净利润	5573	7758	16839	31819	53402

资料来源：东北证券

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。