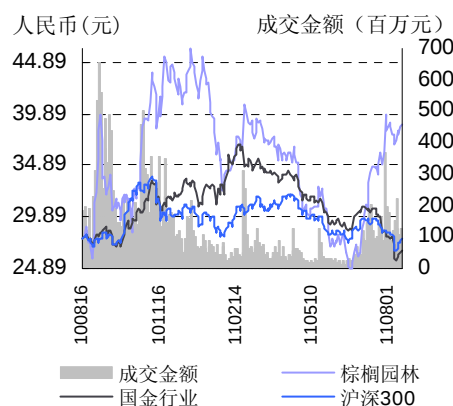


棕榈园林 (002431.SZ) 建筑施工行业
评级: 买入 维持评级
业绩点评

市价(人民币): 38.78 元

棕榈园林 2011 半年报业绩点评
长期竞争力评级: 高于行业均值
市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	175.44
总市值(百万元)	14,891.52
年内股价最高最低(元)	46.24/24.89
沪深 300 指数	2917.88
中小板指数	6688.47


公司基本情况(人民币)

项 目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.862	0.877	0.901	1.515	2.438
每股净资产(元)	2.94	8.66	5.10	6.49	8.79
每股经营性现金流(元)	0.34	-0.46	0.41	0.20	0.63
市盈率(倍)	N/A	103.73	31.25	18.58	11.54
行业优化市盈率(倍)	46.45	40.83	36.13	36.13	36.13
净利润增长率(%)	39.21%	117.10%	105.34%	68.17%	60.99%
净资产收益率(%)	29.33%	10.13%	17.65%	23.35%	27.73%
总股本(百万股)	90.00	192.00	384.00	384.00	384.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2011 年 8 月 16 日, 棕榈园林公布半年度业绩报告, 公司营业收入 9.12 亿元, 同比增长 70.05%, 归属于上市公司股东净利润 1.15 亿元, 同比增长 64.19%, 公司基本每股收益 0.30 元, 同比增长 25%。

经营分析

- **公司占款可控:** 报告期内公司(应收+预付-应付-预收)占营业收入比例仍为负, 说明公司不仅不被占款反而占用材料商的款, 并且销售商品、提供劳务收到的现金占营业收入比重在回升, 这说明公司面对地产调整, 积极应对, 消化了调整带来的影响。
- **公司经营性活动现金流净额大幅下降:** 报告期内, 公司经营性活动现金流净额为-3.2 亿, 比去年同期的-653 万大幅下降。这主要是由于苗木基地和公司人员扩张所导致购买商品、接受劳务支付的现金大幅增加所致。
- **公司二季度收入、利润大幅增长:** 公司报告期内营业收入、归属上市公司净利润同比增长 70.05%, 64.19%, 增幅高于一季度水平; 单季度来看, 公司二季度营业收入、归属上市公司净利润增长更为迅速, 增幅达到 88.74%, 69.71%。
- **设计、苗木销售收入大幅增长, 提高公司盈利水平:** 报告期内, 由于广州设计总院与上海、杭州、北京、成都分院的快速成长, 公司设计收入同比增长 138.76%; 公司目前在建苗木基地面积 17,619 亩, 建成面积扩大到 12,220 亩, 苗木收入同比增长 648%; 设计、苗木销售收入大幅增长, 提高了公司整体盈利水平, 报告期内公司销售毛利率达到 30.79%, 销售净利率达到 13.60%, 同比、环比都保持了上升趋势。
- **公司期间费用率同比上升, 环比下降:** 报告期内, 公司期间费用率为 10.61%, 比去年同期提高了 3 个百分点, 升高主要原因来自于管理费用的大幅提升。公司费用率水平比一季度下降了近 5 个百分点, 但仍高于历史平均水平。

投资建议

- 公司具备了收入、利润大幅增长的充要条件, 管理优势必将带来超预期的增长, 预计 2011-2013 年公司 EPS 分别为 0.90、1.52、2.44 元, 维持公司“买入”评级。给予公司未来 6 个月 50.00 元目标价位, 相当于 2012 年 33 倍 PE 的估值水平。

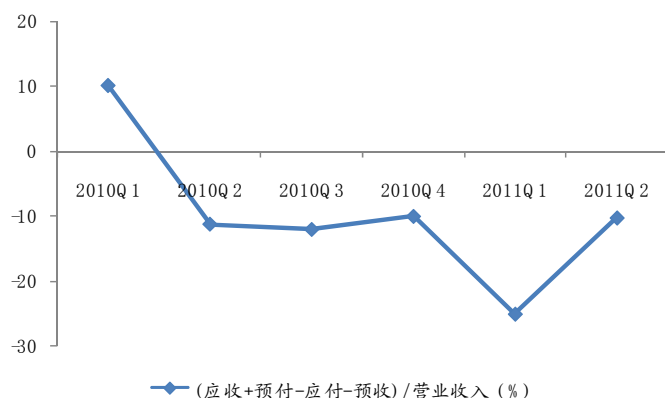
唐笑

 分析师 SAC 执业编号: S1130511030003
(8621)61038229
tangx@gjzq.com.cn

公司占款可控

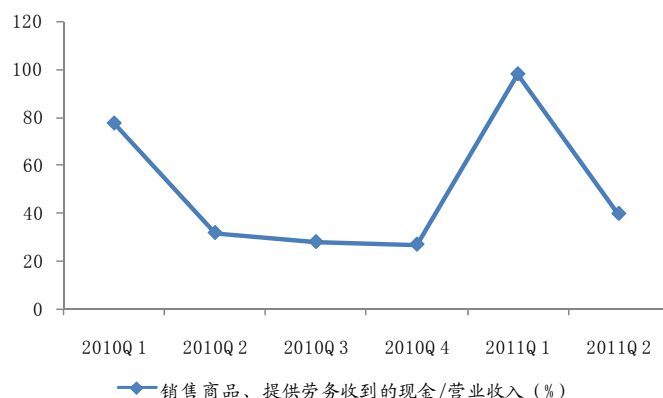
- 我们曾在多份报告中强调园林公司在与地产商合作方面更为强势，即使在地产调控期，公司也能较好的控制占款风险；数据验证逻辑，报告期内公司（应收+预付-应付-预收）占营业收入比例仍为负，说明公司不仅不被占款反而占用材料商的款，并且销售商品、提供劳务收到的现金占营业收入比重在回升，这说明公司面对地产调整，积极应对，消化了调整带来的影响。

图表1：棕榈园林流动资金占用基本为负数



来源：公司公告 国金证券研究所

图表2：公司收现比同比提高



公司经营性活动现金流净额大幅下降

- 报告期内，公司经营性活动现金流净额为-3.2 亿，比去年同期的-653 万大幅下降，根据我们分析，造成这种情况最主要原因在于经营性活动现金流出项中购买商品、接受劳务支付的现金和支付给职工以及为职工支付的现金大幅增长，前者主要是因为公司苗木基地扩建，存货大幅增加所致，而后者主要是由于公司人员大幅扩张费用升高所致，目前公司在职工 1822 人，比 2010 年底人数增长了 36%。

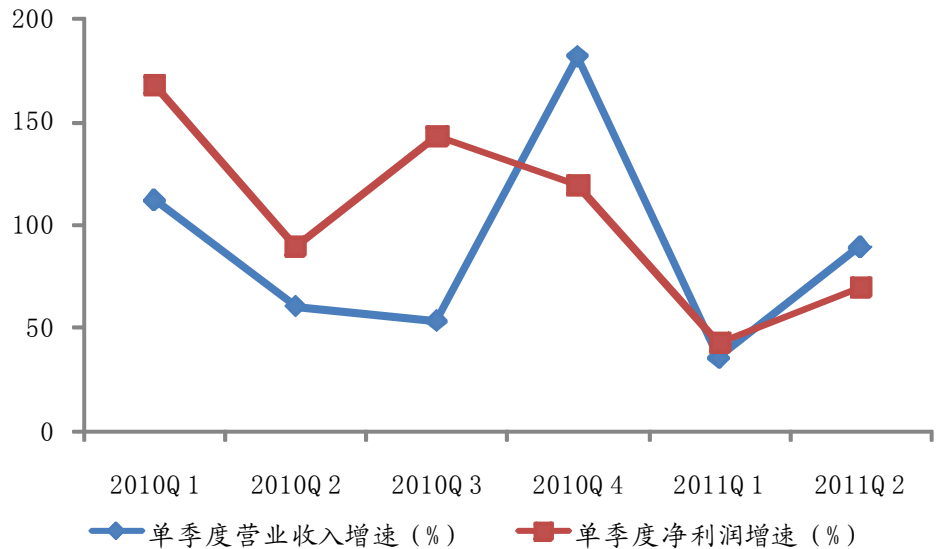
公司充分管控项目风险——以聊城项目为例

- 公司于 2011 年 5 月 13 日与山东省聊城政府签署《聊城徒骇河景观工程投资建设合同》，合同总价暂定 17 亿元。公司在拓展市政园林同时，也注重对风险的控制：
 - 整个工程细分为 6 个施工区域，每完成一个施工区域则验收一个施工区域，验收合格则进入质保期并依约办理移交手续，甲方支付相应的工程款和投资利息。分区域滚动开发可在两个方面控制风险：一是限制了园林企业流动资金占用总额；二是便于对已经施工完毕区域的后续回款进行过程控制，并对随后的施工区域有执行与否的选择权。
 - 各施工区域支付比例按 6:2:2 分三次完成。某施工区域工程完工并验收合格后 14 天内按初审金额立即支付该施工区域的 60%工程款，有别于市政园林传统的 5-3-2 模式，加强当期回款，减少资金占用。
 - 聊城市政府、市人大、财政部门分别就合同款支付方面做出决议或承诺。
 - 甲方负责提供包括第三方担保在内的担保作为履约保证。
 - 在棕榈与聊城的上述合同中，实现了对回款风险的事前（分区域开发）、事中（过程控制）、事后（第三方担保）控制，也形成了进可攻、退可守的有利局面。

公司二季度收入、利润大幅增长

- 公司报告期内营业收入、归属上市公司净利润同比增长 70.05%，64.19%，增幅高于一季度水平；单季度来看，公司二季度营业收入、归属上市公司净利润增长更为迅速，增幅达到 88.74%，69.71%。

图表3：公司二季度收入、归属上市公司净利润大幅增长

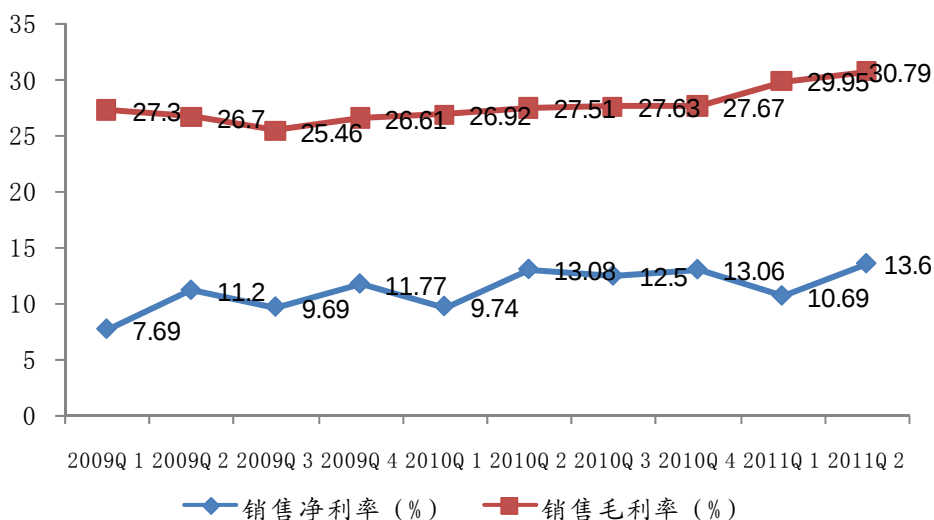


来源：公司公告 国金证券研究所

设计、苗木销售收入大幅增长，提高公司盈利水平

- 报告期内，由于广州设计总院与上海、杭州、北京、成都分院的快速成长，公司设计收入同比增长 138.76%，达到 9876 万元，如果以设计取费占总项目费用 3%来计算，公司在报告期内的设计收入可以撬动近 30 亿的工程量，这大大保障了公司后续施工业务的开展；公司重视苗木基地建设，目前在建苗木基地面积 17,619 亩，建成面积扩大到 12,220 亩，全国化苗木布局不仅保障了区域内工程业务开展，也带给公司丰厚的收益，报告期内公司苗木销售收入 2755 万元，同比增长 648%；设计、苗木销售收入大幅增长，提高了公司整体盈利水平，报告期内公司销售毛利率达到 30.79%，销售净利率达到 13.60%，同比、环比都保持了上升趋势。

图表4：公司毛利率、净利率呈上升趋势

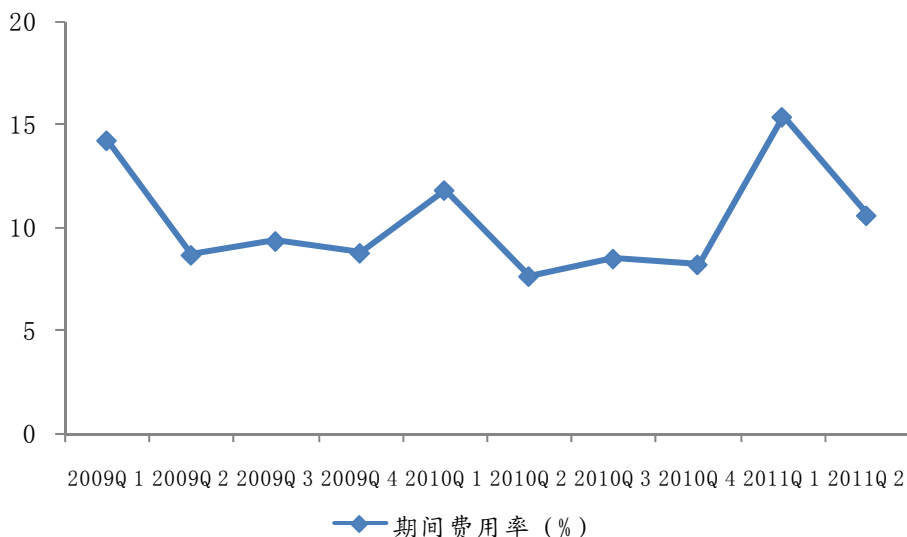


来源：公司公告 国金证券研究所

公司期间费用率同比上升，环比下降

- 报告期内，公司期间费用率为 10.61%，比去年同期提高了 3 个百分点，升高主要原因来自于管理费用的大幅提升。而促使管理费用升高的主要原因是管护费用的升高，管护费用系消耗性生物资产后续养护费等相关费用，在报告期内随着公司苗木基地扩建，费用大幅提高。报告期内，公司费用率水平比一季度下降了近 5 个百分点，但仍高于历史平均水平，相信随着公司外延式布局逐步成型，苗木基地逐渐投入使用，公司期间费用率水平仍有下降的空间。

图表5：公司期间费用率同比升高、环比降低



来源：公司公告 国金证券研究所

投资建议

- 我们维持原来观点：公司具备了收入、利润大幅增长的充要条件，管理优势必将带来超预期的增长，预计 2011-2013 年公司 EPS 分别为 0.90、1.52、2.44 元，维持公司“买入”评级。给予公司未来 6 个月 50.00 元目标价位，相当于 2012 年 33 倍 PE 的估值水平。

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	1	1	4	12
买入	0	1	1	2	12
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.50	1.50	1.40	1.47

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2011-07-27	买入	36.20	50.00 ~ 50.00

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦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任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供机构客户使用。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层

深圳

电话: 0755-33089915

传真: 0755-27527129

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 921 室