



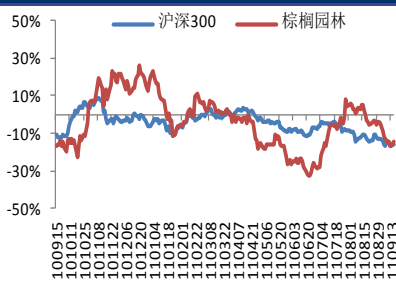
棕榈园林 (002431):

园林施工与景观设计比翼齐飞

建筑工程

首次评级: 增持

相对沪深 300 表现



表现	1m	3m	12m
棕榈园林	-19.2	18.3	-7.8
沪深 300	-6.5	-6.5	-8.0

市场数据 2011.09.15

当前价格 (元)	31.33
52 周价格区间 (元)	24.31-54.27
总市值 (百万)	12030.72
流通市值 (百万)	5496.52
总股本 (万股)	38400.00
流通股 (万股)	17543.94
日均成交额 (百万)	98.91
近一月换手 (%)	18.00

分析师

杨娟荣

电话: 0755-83707462

邮件: yangjr@ghzq.com.cn

证书编号: S0350510120011

合规申明:

公司持有该股票是否超过该公司已发行股份的 1%?

☒ 是

☐ 否

- **园林施工、园林景观设计、苗木销售是公司三大主营业务。**其中,园林施工是公司最主要的收入来源。在我国城市化进程快速推进的背景下,凭借领先的综合竞争力,近几年公司业务规模迅速扩大,营业收入、净利润出现快速上升。
- **园林绿化市场空间巨大,预计 2012 年行业增速下滑。**园林绿化每年市场规模约 2000 亿元,市场空间巨大。2010-2011 年,园林绿化行业增速保持在 25%左右。受地产调控政策影响,预计 2012 年园林绿化行业增速会下滑至 10%左右。
- **2011-2012 年地产景观建设收入快速增长无忧。**凭借良好的业务模式、充足的运营资金、丰富的施工经验,公司地产景观建设业务快速发展。目前,公司在手订单充足,2011-2012 年地产景观建设收入快速增长无忧。在 2012 年行业增速预计出现下滑的背景下,凭借强大的综合竞争力,公司订单承接受影响程度预计不大。
- **市政园林绿化业务将进入快速发展期。**公司依托 13 个营运中心,采取落地发展、步步推进的方式进行市政园林绿化业务拓展。2011 年 5 月与聊城市政府签订金额高达 17 亿元的项目,充分显示了公司在市政园林绿化方面的实力。公司计划 2012 年之前,将市政园林绿化收入占比提高至 30%左右,目前此项业务发展势头良好,预计近 2-3 年业务收入将出现快速增长。
- **园林景观设计业务规模将再上一个新台阶。**公司具有风景园林工程设计专项甲级资质,拥有广州、上海、杭州、北京、成都共 5 个景观规划设计院,且计划 2012 年新设立棕榈建筑规划设计院。丰富的设计经验、领先的设计资质、充足的设计人员,为公司园林景观设计业务的快速发展提供了有力保障。
- **首次给予“增持”评级。**经测算,预计公司 2011/2012/2013 年每股收益分别为 0.90/1.58/2.61 元,目前股价对应市盈率分别为 35/20/12 倍,首次给予“增持”的投资评级。

预测指标	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入 (百万元)	1290.43	2258.25	3613.20	5419.80
营业利润 (百万元)	187.60	394.21	702.38	1165.17
净利润 (百万元)	168.48	345.28	608.07	1002.30
摊薄每股收益 (元)	0.44	0.90	1.58	2.61
摊薄每股净资产 (元)	8.66	10.46	13.63	18.85
全面摊薄 ROE (%)	10.13	17.19	23.24	27.70

目录

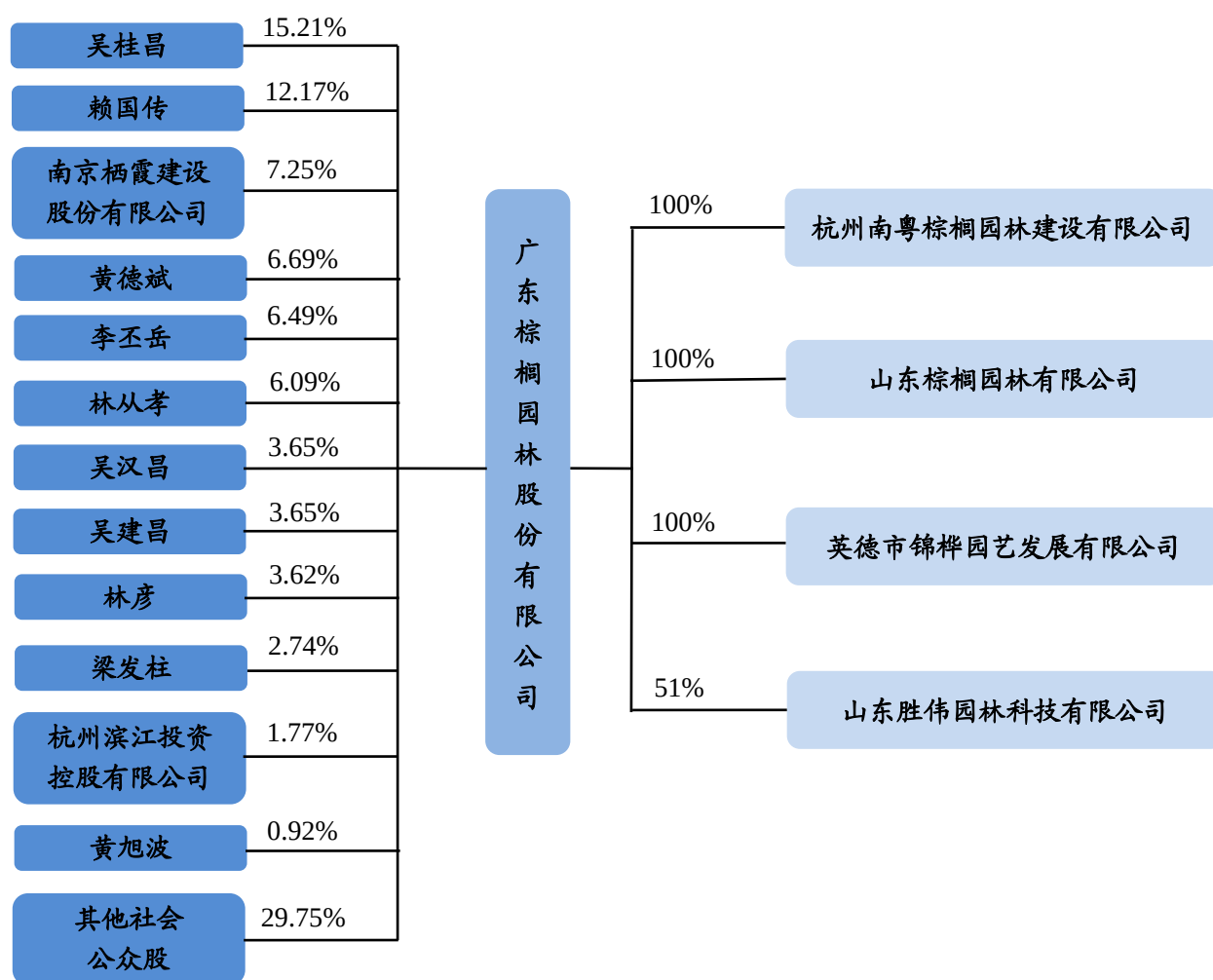
一、公司概况	2
1. 公司股权结构	2
2. 公司主营园林施工、园林景观设计	2
3. 近年公司业务规模迅速扩大	3
二、园林绿化市场空间巨大	4
1. 景观设计、工程建设是园林绿化产业链的核心环节	4
2. 园林绿化每年市场规模约 2000 亿元，预计 2012 年行业增速下滑	4
3. 行业集中度低，地区性行业龙头逐渐形成	7
三、园林施工与景观设计比翼齐飞	7
1. 地产景观建设与市政园林绿化双轮驱动园林施工收入快速增长	7
2. 园林景观设计业务规模将再上一个新台阶	11
3. 苗木自给率达 30%，具备较强抗价格波动风险能力	12
四、公司综合竞争力在业内处于领先地位	13
五、盈利预测与投资建议	14
六、风险提示	15

一、公司概况

1. 公司股权结构

棕榈园林股份有限公司（以下简称“公司”或“棕榈园林”）总股本 3.84 亿股，其中流通股约 1.75 亿股，占比 45.69%。董事长吴桂昌与吴建昌、吴汉昌是同胞兄弟，三人为一致行动人，持股比例合计 22.51%，为公司实际控制人。

图 1 公司股权结构图（2011 年 6 月 30 日数据）

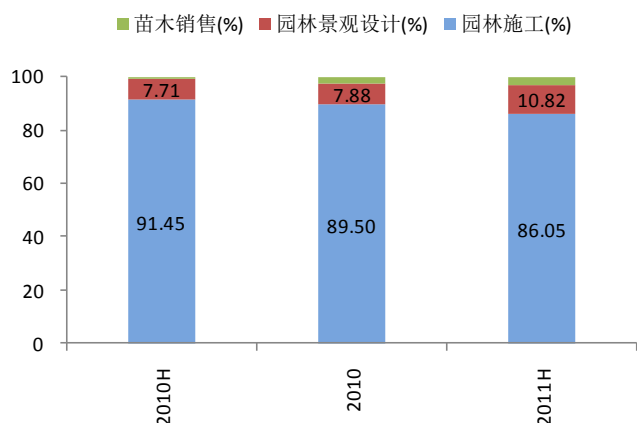


资料来源：公司公告、国海证券研究所

2. 公司主营园林施工、园林景观设计

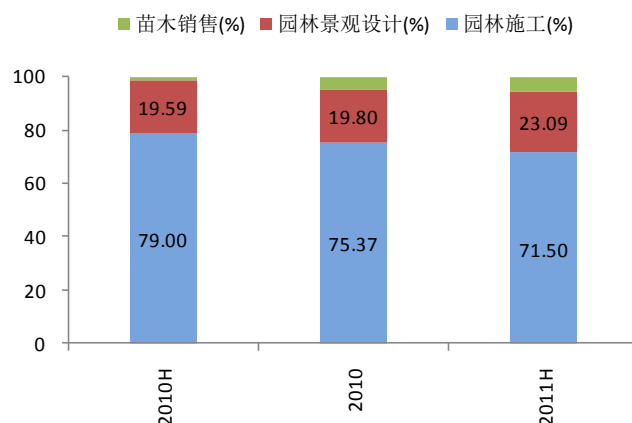
公司有三类主营业务：园林施工、园林景观设计、苗木销售，其中，园林施工是最主要的业务，收入占比为 89.50%，园林景观设计其次，收入占比为 7.88%。从毛利构成来看，园林施工占比为 75.4%，园林景观设计占比接近 20%。

图 2 园林施工业务为公司主要收入来源



资料来源: Wind、国海证券研究所

图 3 园林景观设计业务贡献利润逐年上升



资料来源: Wind、国海证券研究所

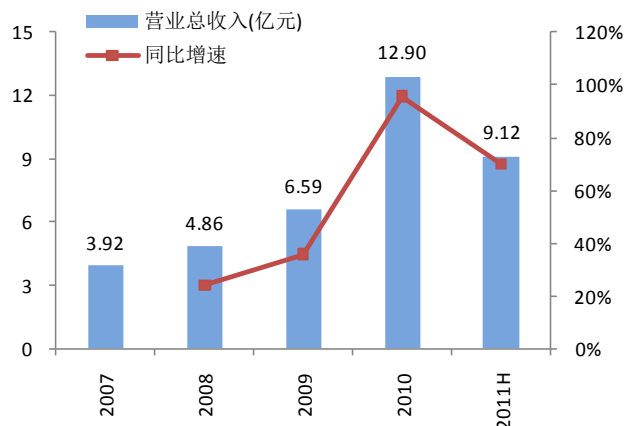
3. 近年公司业务规模迅速扩大

在我国城市化进程快速推进的背景下，公司凭借领先的综合竞争力，近几年业务规模迅速扩大。近三年，公司营业收入年均复合增长率为 48.8%，至 2010 年，公司营业收入规模已达 12.9 亿元；同期，归属于母公司所有者的净利润平均每年增长 68.4%，2010 年达到 1.68 亿元。

近几年，公司销售毛利率、净利率稳步上升。这主要有两方面的原因：一、公司业务规模逐年扩大，规模效应显现；二、市政园林绿化项目收入占比上升，市政园林绿化毛利率比地产景观建设高出约 10 个百分点。目前，市政园林绿化业务收入占比为 18%，公司计划 2012 年之前，将此比例提高至 30% 左右，这将促进公司综合毛利率的提升。

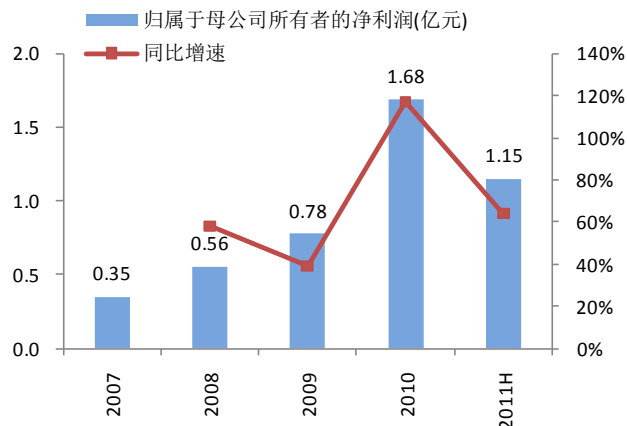
在三类主营业务中，园林景观设计的毛利率为 65% 左右、苗木销售的毛利率在 55% 左右，均高于园林施工约 25% 的毛利率，这使得公司综合毛利率得以保持在 30% 左右。

图 4 公司营业收入快速增长



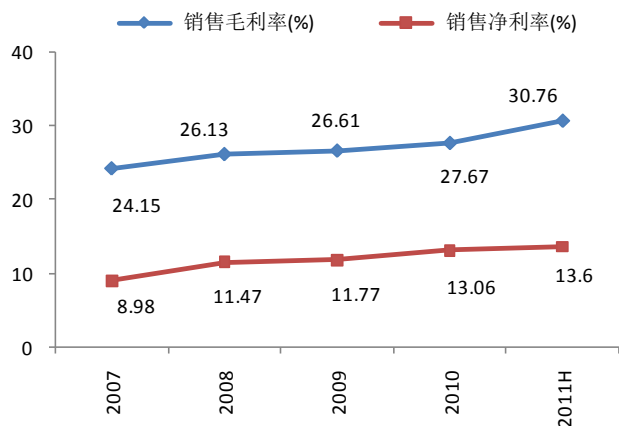
资料来源: Wind、国海证券研究所

图 5 公司净利润稳步上升



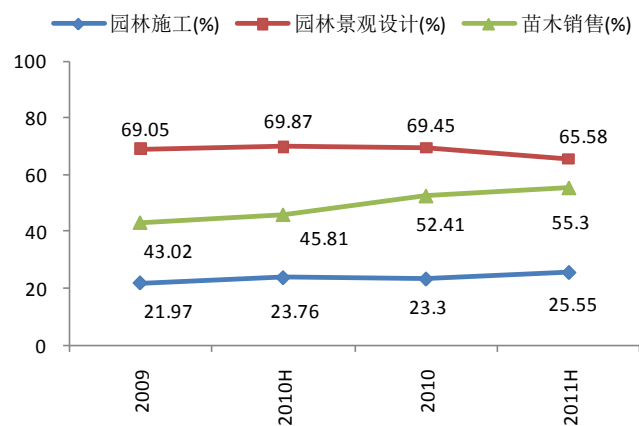
资料来源: Wind、国海证券研究所

图6 公司销售毛利率、净利率稳步上升



资料来源：Wind、国海证券研究所

图7 在三类业务中国林景观设计毛利率最高



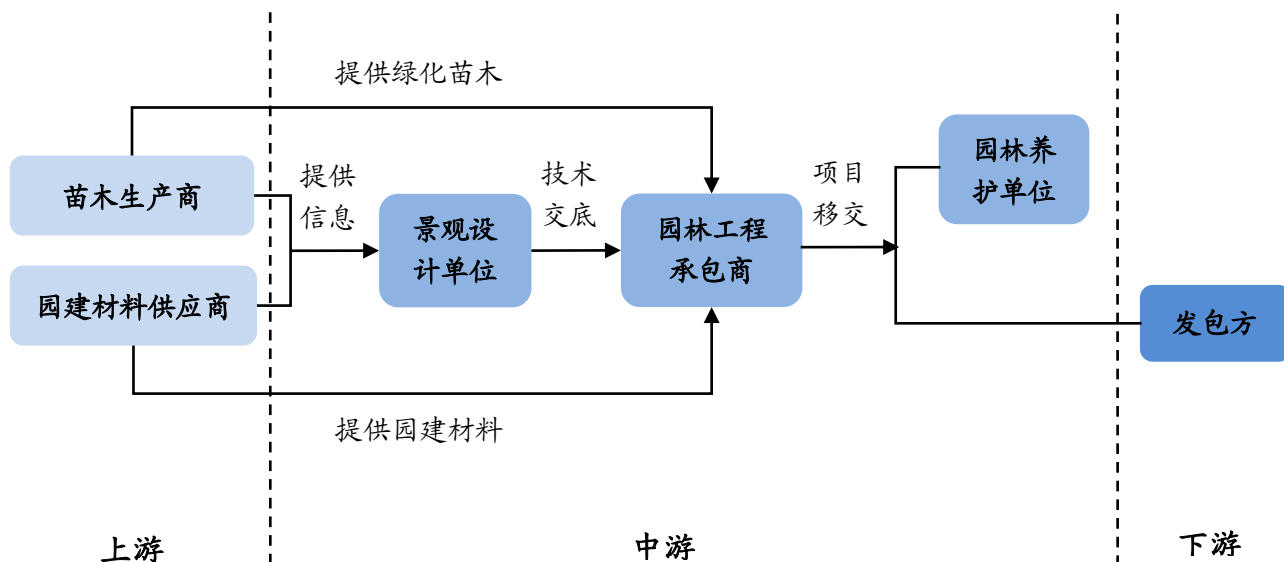
资料来源：Wind、国海证券研究所

二、园林绿化市场空间巨大

1. 景观设计、工程建设是园林绿化产业链的核心环节

在园林绿化行业产业链中，上游为苗木、园建材料提供商，中游为景观设计单位、工程建设单位、园林养护单位，下游是发包企业，即需求方。其中，中游的景观设计、工程建设在绝大部分程度上决定了园林化项目的效果和质量，是整个产业链的核心环节。

图8 园林绿化行业产业链



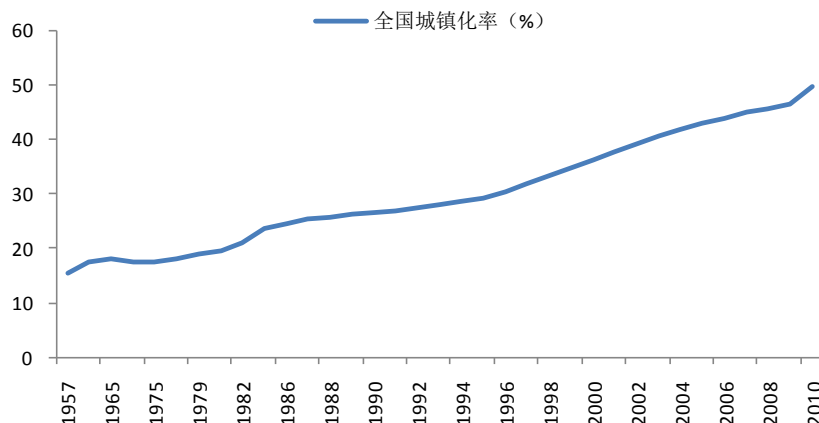
资料来源：《棕榈园林招股说明书》、国海证券研究所

2. 园林绿化每年市场规模约 2000 亿元，预计 2012 年行业增速下滑

园林绿化包括市政园林绿化、地产景观建设、其他园林绿化工程。城市化进程是园林绿化行业的主要推动因素。2010 年，我国城镇化率为 49.68%，相比发达国家 70-80% 的城镇化水平仍有一定的差距，特别是中

西部地区的城镇化率仍处于较低水平，具有很大的提升空间。目前我国城镇化率接近 50%，处于世界公认的 30-70% 的加速发展阶段，因此，从长期来看，我国园林绿化行业具有非常广阔的发展前景。

图 9 2010 年我国城镇化率为 49.68%



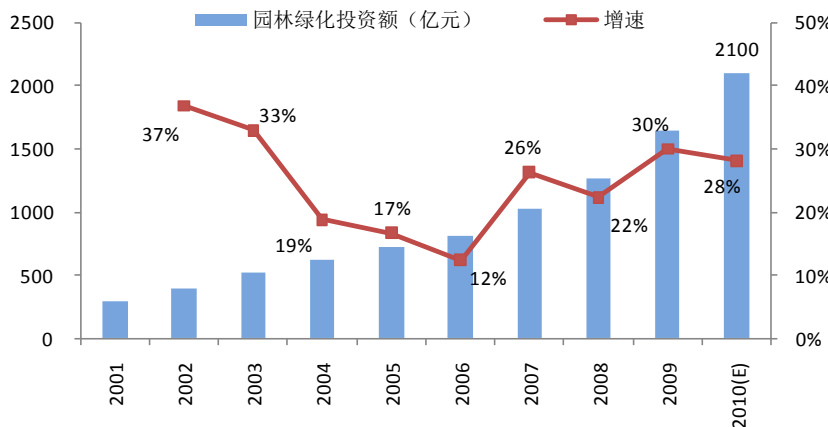
资料来源：Wind、国海证券研究所

2001-2010 年，我国房地产市场快速发展，房地产开发投资年均复合增长率高达 25.5%。房地产市场的发展带动国内地产景观建设市场规模迅速扩大，以绿化投资占房地产开发投资的 2% 计算，2010 年，地产景观建设投资额为 965 亿元。

随着城市化进程的推进，我国市政园林绿化行业经历了快速发展时期。2001-2010 年，市政园林绿化投资额年均复合增长率为 24%，至 2010 年时达 1135 亿元左右。

以地产景观建设投资额与市政园林绿化投资额计算园林绿化行业规模，近十年，园林绿化行业平均每年保持 24.7% 的增长，至 2010 年，园林绿化市场规模达到 2100 亿元，市场规模巨大。

图 10 园林绿化每年市场规模约 2000 亿元

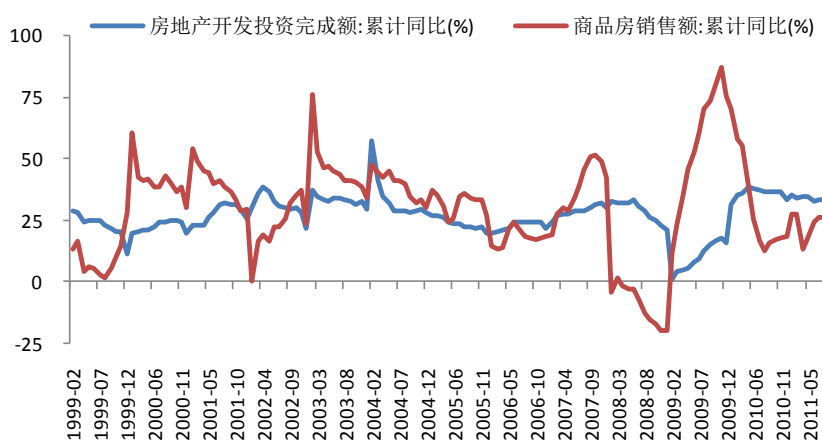


资料来源：Wind、国海证券研究所

经图形观察和数据分析，我们发现，房地产开发投资完成额累计同比增速滞后于商品房销售额累计同比增速，滞后时间约 8 个月。即，商品房销售增速变化领先于房地产开发投资完成额增速。

2010 年至今，政府接连出台了多项房地产调控政策。在此背景下，商品房销售额累计同比增速出现快速下滑，2009 年 11 月时此数据为 86.8%，2011 年 8 月时已下滑至 25.9%。基于以上分析，房地产投资增速面临较大的下行压力。由于房地产新开工一般集中在每年的三、四季度，因此预计 2011 年底开始房地产投资增速即会出现快速下滑，房地产投资增速预计会下行至 10% 左右。

图 11 房地产开发投资完成额累计同比滞后于商品房销售额累计同比



资料来源：Wind、国海证券研究所

表 1 房地产开发投资完成额累计同比增速滞后商品房销售额累计同比增速约 8 个月

	商品房销售额累计同比										
	同 期	推后 1 期	推后 2 期	推后 3 期	推后 4 期	推后 5 期	推后 6 期	推后 7 期	推后 8 期	推后 9 期	推后 10 期
房地产开发投资完成额 累计同比与商品房销售 额累计同比相关系数	-0.07	0.04	0.17	0.30	0.42	0.52	0.58	0.62	0.63	0.62	0.60

资料来源：国海证券研究所

一方面，房地产投资增速放缓，将导致地产景观建设行业增速放缓。另一方面，在房地产市场处于低迷时期，各地方政府通过出让土地获得的收入减少，可投入市政园林绿化项目的资金亦会减少。综合以上分析，预计 2012 年园林绿化行业增速将下滑至 10% 左右。

3. 行业集中度低，地区性行业龙头逐渐形成

园林绿化行业从业企业众多，企业数量约有 16000 家，截止 2011 年具备城市园林绿化一级资质的企业就有 462 家；多数企业规模偏小，中小型企业数量占园林企业总量的 95%以上，年度营业收入过亿的企业很少；市场集中度较低，行业内公司呈现出地区化特征，具有全国性影响力的公司寥寥无几。但在各区域市场，已出现地区性的行业龙头，如上海园林、东方园林、棕榈园林、苏州园林等。

在园林绿化行业中，中小型企业数量众多、竞争力较弱，面临巨大的市场压力。随着市场化程度的加深，园林绿化行业将迎来整合并购潮，在此过程中，大型园林企业的市场份额有望获得提升。

表 2 园林绿化行业集中度较低

排名	公司名称	市场占有率 (%)
1	上海园林有限公司	0.97
2	北京东方园林股份有限公司	0.70
3	棕榈园林股份有限公司	0.62
4	浙江森禾种业股份有限公司	0.59
5	上海市园林工程有限公司	0.51
6	中外园林建设有限公司	0.44
7	宁波海逸园林工程有限公司	0.42
8	广州普邦园林股份有限公司	0.41
9	苏州园林发展股份有限公司	0.35
10	北京朝园弘园林绿化有限责任公司	0.30

资料来源：中国花卉网、国海证券研究所

三、园林施工与景观设计比翼齐飞

公司为综合性园林企业，经营业务包括园林绿化产业链上游的苗木销售，中游的园林景观设计、园林工程建设与养护，业务范围涵盖园林项目实施全过程。

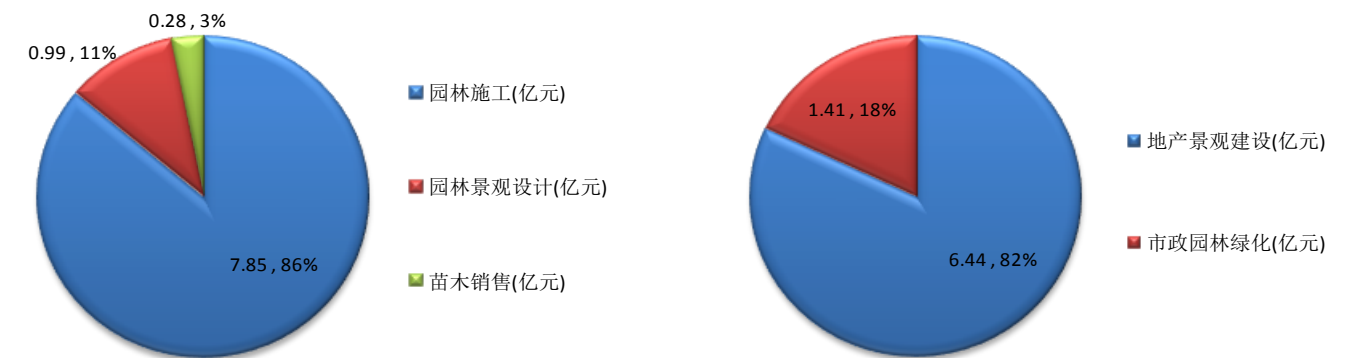
1. 地产景观建设与市政园林绿化双轮驱动园林施工收入快速增长

园林施工是公司的主要业务种类，2011 上半年园林施工业务收入为 7.85 亿元，占营业收入的 86.05%。

公司园林施工业务包括地产景观建设、市政园林绿化、高端休闲度

假区园林建设等。其中，地产景观建设 2011 上半年收入 6.4 亿元，占园林施工收入的比例为 82%，是园林施工业务的主要构成部分；市政园林绿化其次。2011 上半年收入 1.4 亿元，占比 18%。

图 12 园林施工业务是公司主要收入来源（2011 中报） 图 13 园林施工业务收入构成（2011 中报）



资料来源：Wind、国海证券研究所 资料来源：国海证券研究所

2011-2012 年地产景观建设收入快速增长无忧

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，这一规定对房地产项目中国林绿化投入提出了强制性要求。一般来讲，房地产项目配套园林绿投入占房地产销售收入的比例为 1-4%，在房地产行业竞争日趋激烈的情况下，园林绿化投入比例仍有上升趋势。在房地产投资中，园林绿化属于刚性投入。因此，地产景观建设行业与房地产行业一脉相连。

在地产景观建设领域，公司与全国性房地产领先企业、区域房地产龙头企业进行长期合作，建立起了稳定、密切的合作关系，优质的客户群为公司地产景观建设收入的快速、稳定增长提供了有利保证。公司合作的全国性房地产企业包括保利地产、华润集团、合生创展等，地区性房地产企业有栖霞建设、滨江集团等。

表 3 公司与多家全国性、地区性房地产领先企业建立了合作关系

客户名称	区域竞争力
保利地产	全国性
华润集团	全国性
绿城地产	全国性
合生创展	全国性
富力地产	全国性
星河湾地产	全国性
万科	全国性
栖霞建设	华东地区

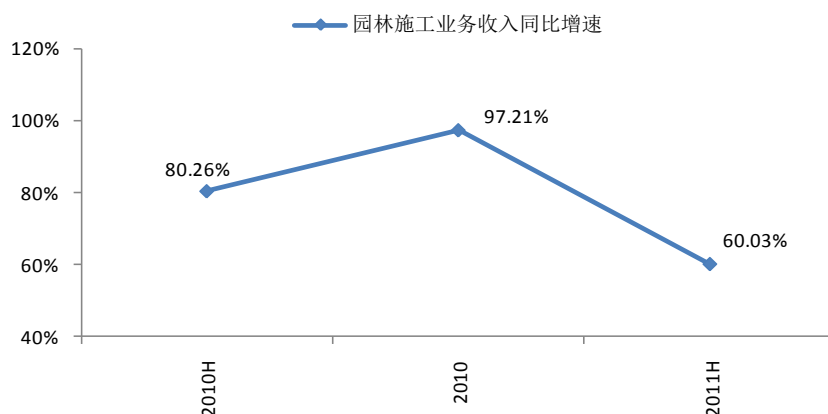
滨江集团	华东地区
福星惠誉	华中地区
宁波银亿	华东地区
宁波市交通房产	华东地区
中南集团	华东地区

资料来源：《棕榈园林招股说明书》

公司于 2010 年 6 月上市时超募资金约 11 亿元，截止 2011 年 6 月 30 日，超募资金中有 6.6 亿元被安排了使用用途，其中有 4 亿元用以补充公司园林工程施工业务运营资金。截止目前，仍有 4.4 亿元未安排使用用途。充足的资金大大提高了公司工程业务的承接能力和运营能力，为公司园林施工业务收入的快速增长奠定了坚实的基础。

良好的业务模式铺就了顺畅的业务渠道，充足的运营资金提高了公司的业务承接能力，在此背景下，公司园林施工业务实现了快速发展，2010 年，园林施工业务收入同比增速高达 97.21%。

图 14 公司园林施工业务收入快速增长



资料来源：Wind、公司公告、国海证券研究所

地产景观建设项目从签订合同到结算平均需要 9 个月，因此公司 2011、2012 年的地产景观建设收入取决于 2010、2011 年的订单承接情况。目前，公司园林施工项目在手订单充足，其中地产景观建设项目占比达到 80%。且由于季节原因，预计 2011 年下半年园林施工项目新订单会超过 2011 上半年。充足的在手订单保证公司 2011、2012 年地产景观建设收入增长无忧。

基于 2011 年底开始房地产投资增速会出现下滑的判断，受其影响，届时地产景观建设行业增速预计亦会出现下滑。在此背景下，公司 2012 年地产景观建设项目承接预计会受到一定影响，由此公司 2013 年地产景观建设收入增速会有所放缓。在国家收紧流动性、业内企业多面临资金压力的情况下，公司拥有充足的资金，且具有领先的综合竞争力，因

此，当地产景观建设行业增速放缓时，公司完全有能力和实力进一步提高市场份额、获取较多项目订单。综合以上分析，受地产调控政策负面影响，预计公司 2013 年地产景观建设收入增速会有所放缓，但影响程度不会太大。

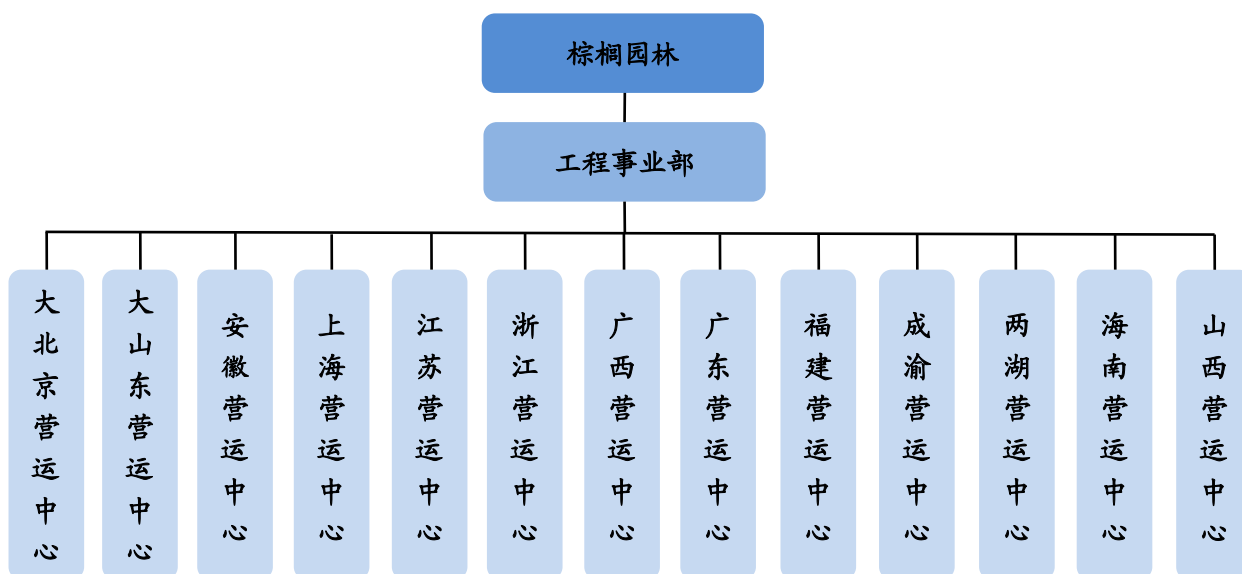
市政园林绿化业务将进入快速发展期

为丰富业务种类，分散业务风险，公司近年积极拓展市政园林绿化业务。2011 上半年，公司市政园林绿化业务收入占园林施工收入的比例为 18%，而之前此比例不足 10%。

在市政园林绿化领域，公司依托 13 个营运中心（大北京、大山东、安徽、上海、江苏、浙江、广西、广东、福建、成渝、两湖、海南、山西）进行业务拓展。在业务拓展过程中，公司采取落地发展、步步推进的方式。通过增资控股山东胜伟园林科技有限公司、创办棕榈学院等步骤，公司逐渐在山东站稳脚跟，2011 年 5 月与山东省聊城市政府签订合同金额高达 17 亿元的市政园林绿化项目。除聊城之外，青岛、济南、潍坊等山东省其他城市亦在公司重点拓展之列。聊城项目的签订，充分显示了公司在市政园林绿化业务方面的实力。

公司 13 个营运中心中的山西营运中心成立于 2011 上半年，此中心的设立增强了公司在华北地区的业务承接能力。目前，公司在山西省的业务已起步，随着业务拓展的进一步深入，山西省将成长为新的收入贡献地区。

图 15 公司在全国各地拥有 13 个营运中心



资料来源：公司公告、国海证券研究所

公司计划 2012 年之前，将市政园林绿化收入占比提高至 30% 左右。并且，在各地地方政府资金面较为紧张的情况下，为了降低回款风险，公司市政园林绿化业务拓展目标定位为支付能力良好的地方政府主导的项目。我们看好公司市政园林绿化业务的发展，预计近 2-3 年内公司市政园林绿化业务收入将出现快速增长。

2. 园林景观设计业务规模将再上一个新台阶

园林景观设计是公司主要收入来源之一，公司设计业务收入占比为 7.88%，毛利占比为 19.8%。2010 年，公司园林景观设计收入 1.02 亿元，收入规模在业内处于领先地位。

截止 2011 年，具有风景园林工程设计专项甲级资质的企业共 146 家，公司即位列其中。目前，公司拥有广州总院、上海、杭州、北京、成都分院共 5 个景观规划设计院，设计人员合计约 300 人，占公司总人数的比例高达 20%。丰富的设计经验、领先的设计资质、充足的设计人员，为公司园林景观设计业务的快速发展提供了有力保障。

图 16 公司目前拥有 5 个园林景观设计院



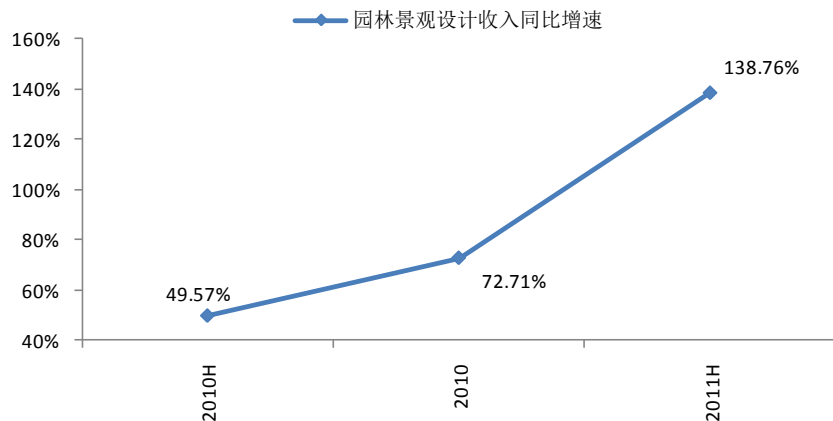
资料来源：公司公告、国海证券研究所

另一方面，公司拥有城市园林绿化一级资质。目前，同时拥有风景园林工程设计专项甲级资质与城市园林绿化一级资质的企业仅有 20 家左右。公司同时拥有以上两项资质，可为客户提供设计-施工一体化服务，这无疑增强了公司的业务承揽竞争力。不仅有利于公司园林景观设计业务的发展，亦带动了园林施工项目的承揽。

近两年，公司园林景观设计业务拓展成效显著，收入增速大幅上升，2011 上半年，园林景观设计收入同比增速高达 138.79%。公司计划 2012 年新设立棕榈建筑规划设计院，从事城市规划设计。此业务处于城市建

设产业链的前端，相比园林景观设计具有更高的毛利率。随着新设计院的成立，原有 5 个设计院业务拓展的深入，预计公司设计业务将保持快速发展，设计业务规模将再上一个新的台阶。

图 17 公司园林景观设计收入同比增速大幅上升



资料来源：wind、公司公告、国海证券研究所

3. 苗木自给率达 30%，具备较强抗价格波动风险能力

公司苗圃分为“生产场”和“流转场”两类。生产场的苗木大多从小培育，在苗木未批量达到出圃规格标准时不对外经营。流转场则是对园林苗木各品种的成品半成品进行收集、加工、储备、维护后使用到园林项目中去或对外销售。

2010 年之前，公司在广州、中山、肇庆、英德、上海、北京、长沙、成都等地建有苗木基地。2010 年 8 月，公司公告拟新建 7 个苗木基地，包括武汉基地、河北高碑店基地、江苏句容基地、浙江长兴基地、山东聊城基地、海南基地、成都基地。截止目前，公司拥有苗圃合计约 1.2 万亩。针对现有 13 个营运中心，公司均配有苗木流转场，以保证项目所需苗木的及时供应，为公司跨区域工程施工的顺利进行提供了保障。

目前，公司苗木自给率约 30%，较高的苗木自给率给予了公司抵御原材料价格波动风险的能力。公司目前已基本形成苗木、设计、施工一体化产业链服务体系，这非常有助于项目的承揽及综合毛利率的提升。公司苗木产能集中释放期在 2013 年，届时苗木原材料会对公司施工业务形成更强支撑，苗木外销收入亦会大幅上升。

四、公司综合竞争力在业内处于领先地位

(1) 一体化服务优势

公司业务涉及园林绿化产业链上游的苗木销售，中游的景观设计、园林施工、园林养护。目前，公司已形成苗木、设计、施工一体化产业链服务模式，这大大提高了公司的业务承接竞争力。

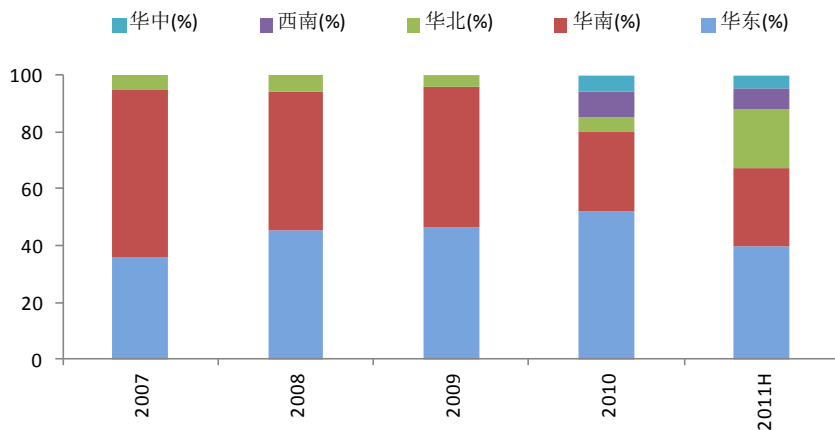
(2) 资金优势

园林绿化行业是资金密集型行业，资金实力不仅是潜在进入者的主要障碍之一，亦是业内企业发展壮大不可或缺的因素。公司在 2010 年 6 月上市时超募约 11 亿元，在已安排使用用途的 6.6 亿元中有 4 亿元用以补充运营资金，且目前仍有 4.4 亿元未安排使用用途。因此，公司拥有充足的运营资金，这为公司业务规模的加速增长提供了有利保障。

(3) 跨区域施工经验优势

公司成立于 1991 年，至今已有 20 年运营历史。截止目前，公司完成园林景观设计、园林施工项目累计超过 1000 个，业务范围覆盖华东、华南、华北、西南、华中等区域，积累了丰富的跨区域施工经验，这对于公司提高业务规模、降低区域风险颇有帮助。

图 18 公司业务遍布全国各地



资料来源：wind、国海证券研究所

五、盈利预测与投资建议

盈利预测主要假设：

(1) 2011-2013 年，公司营业收入增长率分别为 75%、60%、50%。

(2) 考虑到公司市政园林绿化收入占比将逐年提高，棕榈建筑规划设计院成立后将获得城市规划设计收入，且随着公司业务规模的扩大原材料采购成本会有所下降，预计公司综合毛利率将逐年上升。假设 2011-2013 年，公司综合毛利率分别为 31%、33%、35%。

(3) 公司保持高新技术企业称号的概率非常大，预计 2011-2013 年企业所得税将继续维持在 15% 的水平。

经测算，预计公司 2011/2012/2013 年每股收益分别为 0.90/1.58/2.61 元，31.33 元的股价对应市盈率分别为 35/20/12 倍，首次给予“增持”的投资评级。

表 4 利润表预测

单位：百万元

项目	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,290	2,258	3,613	5,420
减：				
营业成本	933	1,558	2,421	3,523
营业税金及附加	50	88	141	212
销售费用	14	25	40	60
管理费用	103	180	288	432
财务费用	-11	-3	-4	-5
资产减值损失	13	16	24	32
加：				
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	188	394	702	1,165
营业外收支	10	12	13	14
利润总额	198	406	715	1,179
所得税费用	30	61	107	177
净利润	168	345	608	1,002
归属于母公司所有者的净利润	168	345	608	1,002
少数股东损益	0	0	0	0
EPS (元/股)	0.44	0.90	1.58	2.61

资料来源：国海证券研究所

六、风险提示

- (1) 下游地产商或地方政府支付能力出现问题, 导致工程回款放慢或坏账增加;
- (2) 自然灾害损毁苗圃, 造成苗木资产减值损失。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

风险提示

本报告中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。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。本报告版权归国海证券所有。