

参股国际知名设计企业，设计与施工的协同效应将加速释放

棕榈园林 (002431.SZ)

推荐 维持评级

事件:

公司发布公告，将支付对价 6 亿港币，通过香港全资子公司收购贝尔高林国际（香港）有限公司 30% 股权。

投资要点:

- **收购完成后公司将在地产园林的设计环节占据从中端到高端的全面市场领导地位。** 贝尔高林国际（香港）有限公司是国内高端园林设计市场的主导者，在高档酒店及住宅市场的占有率达到 2 成左右。2010 年，贝尔高林实现设计收入 3.67 亿港币，相当于公司同期设计收入的 3 倍；凭借高端市场的良好口碑及定价能力，贝尔高林设计业务的销售净利率也稳定在 30% 以上，居于行业前列水平。此次收购完成后，公司在国内园林设计领域的业务能力将大大加强，形成从中端到高端设计的全面竞争优势。
- **公司与贝尔高林之前已有一定合作基础，协同效应容易发挥，将主要体现于两方面：拉动公司工程量、增强公司对工程原料的指定能力。** 公司在过去几年中凭借良好的施工能力，已有 5-10% 的施工项目系从贝尔高林的设计项目转化而来，双方在工作衔接、互信程度方面已有相当合作基础。高端园林项目设计开支一般仅占全部工程造价的 3-5%，保守计算贝尔高林设计项目每年对应的施工价值量在 65 亿元，我们按 2012-2014 年每年 15-20% 的潜在转化率计算，公司平均每年新增的工程收入将在 10-13 亿元之间。同时，随着公司设计-施工一体化项目的占比提高，公司将大大增强项目执行中对特定工程材料（如公司自有苗木品种）的指定使用能力，公司毛利率有望稳定在 25% 以上的高位水平。
- **收购对价支付合理，业绩增厚效应明显。** 此次股权转让对价为对应贝尔高林国际（香港）2010 年净利润（PE 值）16.5 倍，远低于装饰园林行业目前 25-30 倍的 PE 估值水平。收购完成后，公司每年新增的设计利润将在 0.3-0.4 亿元；同时，按新增设计项目的潜在工程转化率计算，公司每年新增施工利润也将在 1.25-1.60 亿元。剔除此次现金收购支付完成后公司为弥补运营资金的其他资金占用成本，预计 2012-2013 年公司净利润将分别增加 1.10、1.50 亿元，较各年原先盈利预测值的增厚都将在 20% 左右。
- **公司行业龙头地位更为巩固，维持推荐评级。** 我们上调公司 2011-2013 年 EPS 为 0.85、1.49 和 2.09 元。按明年 30 倍 PE 估值，公司合理价值为 45.0 元，维持推荐评级。

主要财务指标见后页

分析师

罗泽兵

☎: (8621) 2025 2670

✉: luozebing@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511090003

市场数据

日期 2011.09.29

上证综合指数	2,365
公司收盘价	31.3
总股本(百万)	384
流通股本(百万)	175
流通市值(亿)	54.9
EPS (TTM)	0.56
每股净资产 (元)	4.58
资产负债率	30%

相关研究

《棕榈园林——2 季度起公司工程进展迅速进入正轨》

2011.7.26

主要财务指标 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1290	2430	4351	6258
收入同比(%)	96%	88%	79%	44%
归属母公司净利润	168	328	572	804
净利润同比(%)	117%	95%	75%	41%
毛利率(%)	27.7%	26.9%	24.8%	24.7%
ROE(%)	10.1%	16.5%	22.3%	23.9%
每股收益(元)	0.44	0.85	1.49	2.09
P/E	71.36	36.65	21.00	14.94
P/B	7.23	6.04	4.69	3.57

资料来源：中国银河证券研究部

附：贝尔高林国际（香港）有限公司简介

贝尔高林国际（香港）有限公司主要从事高端园林景观设计业务，近三年营业收入98%以上来自中国大陆市场。

贝尔高林国际（香港）在中国大陆高端园林景观设计市场拥有较大的市场份额及较高的品牌美誉度，在景观设计理念、设计原创性、设计项目管理等方面均具备很强的优势。其提供的工作范畴涵盖全面，打破常规园林设计公司的服务，专业服务由总体规划及评估开始，到整个项目的形象环境塑造、成本控制、市场推广配合、软硬景观、特色水景细部设计、材料采购建议、艺术内容提议和绿化技术支持等。

此次公司收购前贝尔高林国际（香港）的股东为 Barca Enterprises Limited、许大绚和 Belt Collins Arts International Company Limited。上述股东分别持有贝尔高林国际（香港）有限公司 80.09%、19.9%以及 0.01%的股份。此次收购 30%股权的出让方为 Barca Enterprises Limited。

表 1 贝尔高林国际（香港）近期主要财务数据

	2011 年 6 月 30 日 (合并口径)	2010 年 12 月 31 日 (合并口径)
总资产	354,310,958	277,593,050
总负债	208,722,724	100,603,564
所有者权益	145,588,234	176,989,486
	2011 年上半年 (合并口径)	2010 年 (合并口径)
主营业务收入	229,115,547	366,315,644
净利润	68,136,062	120,770,928

资料来源：公司公告

表 2 公司财务报表预测 (单位: 百万元)

资产负债表					利润表				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2036	2700	3559	4951	营业收入	1290	2430	4351	6258
现金	1092	1014	653	939	营业成本	933	1776	3271	4713
应收账款	322	607	1088	1565	营业税金及附加	50	95	170	245
其它应收款	23	44	78	113	营业费用	14	27	48	69
预付账款	24	46	85	123	管理费用	103	150	215	270
存货	564	975	1636	2188	财务费用	-11	-15	0	14
其他	11	14	19	25	资产减值损失	13	21	30	25
非流动资产	156	208	833	864	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	600	600	投资净收益	0	0	45	45
固定资产	130	170	205	235	营业利润	188	376	662	968
无形资产	2	2	2	2	营业外收入	11	12	14	16
其他	24	36	26	27	营业外支出	1	2	4	6
资产总计	2192	2908	4392	5815	利润总额	198	386	672	978
流动负债	518	906	1817	2434	所得税	30	58	101	176
短期借款	0	0	407	422	净利润	168	328	572	804
应付账款	462	799	1308	1885	少数股东损益	0	0	0	0
其他	56	107	102	127	归属母公司净利润	168	328	572	804
非流动负债	10	10	10	10	EBITDA	184	373	679	1002
长期借款	10	10	10	10	EPS (元)	0.44	0.85	1.49	2.09
其他	0	0	-0	-0					
负债合计	528	916	1827	2444					
少数股东权益	1	1	1	1					
股本	192	384	384	384					
资本公积	1224	1032	1032	1032					
留存收益	247	575	1148	1952					
归属母公司股东权益	1663	1991	2564	3371					
负债和股东权益	2192	2908	4392	5815					

现金流量表					主要财务比率				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	-88	-43	-162	289	成长能力				
净利润	168	328	572	804	营业收入	95.7%	88.3%	79.1%	43.8%
折旧摊销	8	12	16	20	营业利润	114.9%	100.3%	76.2%	46.3%
财务费用	-11	-15	0	14	归属于母公司净利润	116.8%	94.7%	74.5%	40.5%
投资损失	0	0	-45	-45	获利能力				
营运资金变动	-272	-354	-717	-504	毛利率	27.7%	26.9%	24.8%	24.7%
其它	19	-14	11	0	净利率	13.1%	13.5%	13.2%	12.9%
投资活动现金流	-124	-50	-606	-6	ROE	10.1%	16.5%	22.3%	23.9%
资本支出	124	50	50	50	ROIC	25.6%	31.3%	32.6%	35.6%
长期投资	0	0	600	0	偿债能力				
其他	0	0	44	44	资产负债率	24.1%	31.5%	41.6%	42.0%
筹资活动现金流	1216	15	407	3	净负债比率	-65.0%	-50.4%	-9.2%	-15.0%
短期借款	-22	0	407	15	流动比率	3.93	2.98	1.96	2.03
长期借款	10	0	0	0	速动比率	2.84	1.90	1.06	1.14
普通股增加	102	192	0	0	营运能力				
资本公积增加	1176	-192	0	0	总资产周转率	0.96	0.95	1.19	1.23
其他	-51	15	1	-13	应收账款周转率	5	5	5	5
现金净增加额	1004	-78	-361	286	应付账款周转率	2.92	2.82	3.10	2.95

每股指标 (元)					估值比率				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
每股收益(最新摊薄)	0.44	0.85	1.49	2.09	P/E	71.4	36.7	21.0	14.9
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.23	-0.11	-0.42	0.75	P/B	7.2	6.0	4.7	3.6
每股净资产(最新摊薄)	4.33	5.19	6.68	8.78	EV/EBITDA	27	13	7	5

资料来源: 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

罗泽兵，建筑行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

机构请致电：

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
公司网址：www.chinastock.com.cn

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区：于淼 021-20257811 yumiao_jg@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn