

棕榈园林 (002431.SZ) 建筑施工行业
评级：买入 维持评级
公司点评
唐笑

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

棕榈园林发行公司债获证监会审核通过点评

事件

2011 年 10 月 18 日，棕榈园林发布公告称：中国证券监督管理委员会发行审核委员会审核通过了棕榈园林股份有限公司债券发行的申请，书面核准文件将在收到后另行公告。本次棕榈园林计划发行债券本金总额不超过人民币 7 亿元（含 7 亿元），期限为不超过 5 年（含 5 年），发行债券的募集资金拟用于补充流动资金，偿还公司债务，调整负债结构。

评论

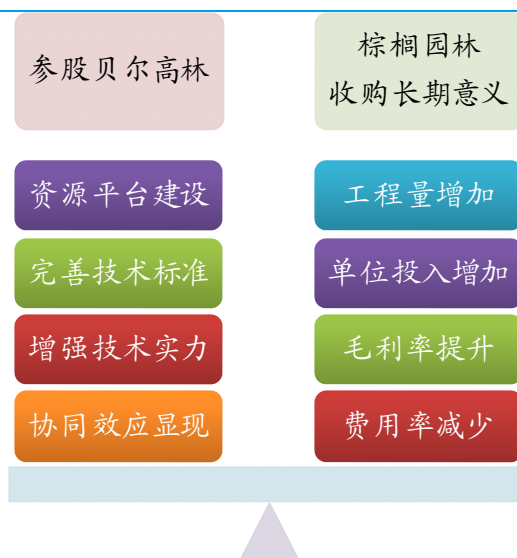
我们认为此次债券发行进一步对公司基本面构成利好：1、9 月 30 日，公司公告将收购贝尔高林（香港）30% 股权，收购价格为 6 亿港元，多于公司尚未安排的超募资金余额，给公司现金流带来一定压力，此次债券如能适时发行将补充公司营运资金，缓解资金压力；2、市场一直担心公司回款以及现金流情况，本次债券如能成功发行，有助于公司更好的应对目前的紧缩环境，缓解市场的担心；3、债券发行有助于增强公司的资金实力，保障了拿单、施工、苗木等环节的顺利施行，使公司可以按照既有的规划前行，维持较快的增长速度。

重点关注本次参股贝尔高林（香港）

合作进一步深化带来业务的互补

- 贝尔高林（香港）优势在于高端项目的前端设计能力，棕榈园林优势在于将高端设计的后端设计图深化为施工图及配套施工能力。此次参股贝尔高林（香港），将增强双方业务协同性和互补性。
- 市政园林和地产园林设计取费一般占项目总成本的 2%-4%，贝尔高林（香港）由于其出众的技艺及品牌实力，取费标准略高，按行业水平在 4%-6%，那么通过设计可以撬动工程大约是设计费用的 17-25 倍，以贝尔高林（香港）2010 年营业收入 3.66 亿港元（约合 3.11 亿人民币）来计算的话，大约可以撬动 53-78 亿高端优质园林工程。棕榈园林基于双方合作的了解，可以获取一定的项目主动权。
- 此外，棕榈园林参股贝尔高林（香港），双方战略合作关系将为公司未来的技术标准体系以及上游核心园林材料资源管理平台建设提供有力的支持。

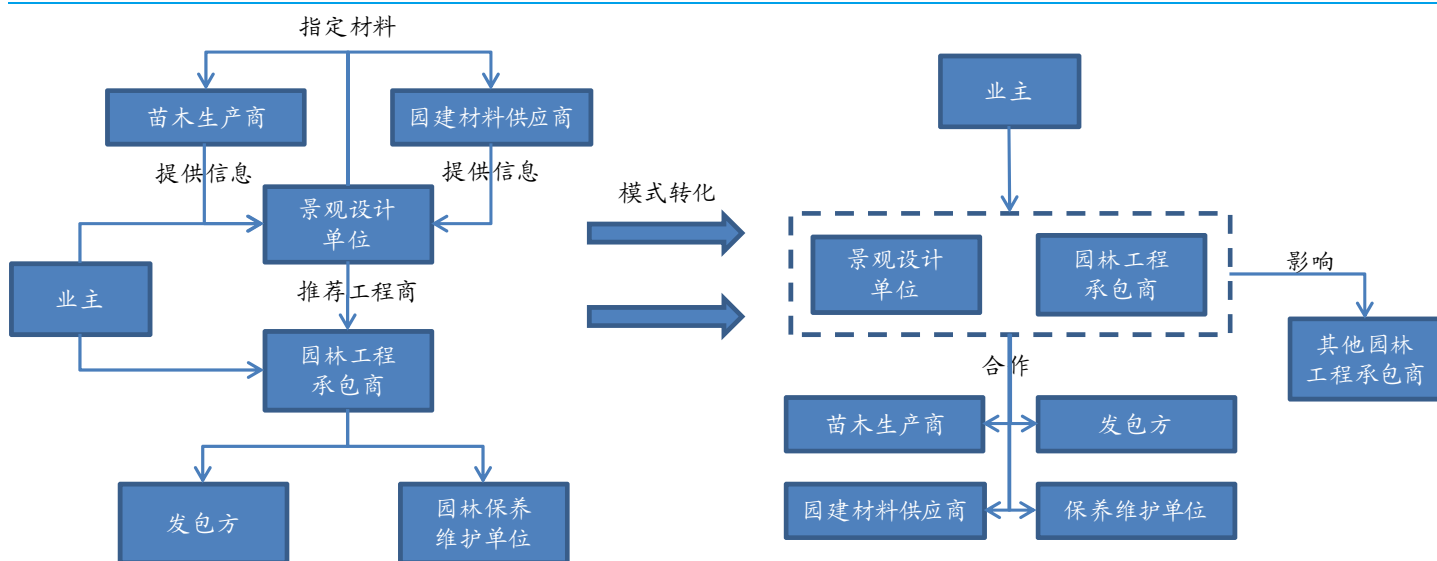
图表1：高端设计撬动工程量价齐飞



此次收购是公司长期发展战略重要一环

- 设计在园林行业产业链中起到引领作用，直接影响上游及下游的渠道。不仅引领新的园林风尚、影响苗木及园建材料商；也将影响后续工程类企业订单情况。可以说，拥有了出色设计能力，就掌握了园林产业链中的主动权。
- 此次棕榈园林参股贝尔高林（香港），增强自身设计能力同时，对园林产业链掌控力也有所增强。此次参股后，棕榈园林在做好自身管理同时，通过在产业链中影响力便于与苗木商、园建材料商建立长期合作关系，利用自身设计和工程优势，为其提供稳定的销售渠道。公司管理水平提升，合作规模扩大，也将影响其他的竞争对手，这种影响也有可能转化为一种合作关系，良性竞争，共同成长。未来，棕榈园林将狠抓设计、管理，向管理型企业迈进，通过设计争取订单，通过管理取得效益，通过同苗木商、园建材料商及部分园林工程类企业合作，共同做大做强。

图表2：此次收购将影响公司长期发展战略



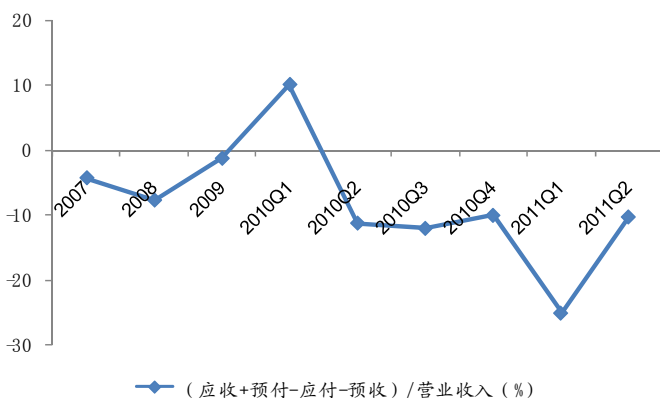
来源：国金证券研究所

坚定看好公司，重申公司回款及订单问题

公司受地产调控影响可控

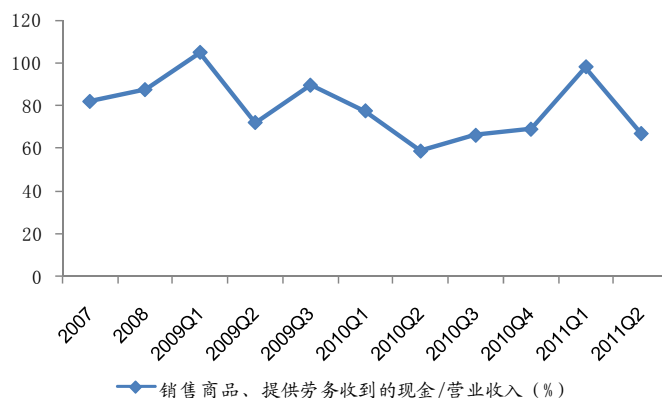
- 我们曾在多份报告中强调园林公司在与地产商合作方面更为强势，即使在地产调控期，公司也能较好的控制占款风险；数据验证逻辑，报告期内公司（应收+预付-应付-预收）占营业收入比例仍为负，说明公司不仅不被占款反而占用材料商的款，并且销售商品、提供劳务收到的现金占营业收入比重在回升，这说明公司面对地产调整，积极应对，消化了调整带来的影响。

图表3：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4：公司收现比可控



投资建议

- 预计 2011-2013 年公司 EPS 分别为 0.901、1.704、2.735 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 29 倍 PE 的估值水平。

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
2	2011-08-16	买入	37.63	N/A
3	2011-10-09	买入	31.90	50.00 ~ 50.00

来源：国金证券研究所


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，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唯一因素。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邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区中心区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B