


农林牧渔
**Farming & forestry & animal
husbandry & fishery**
2010 年 5 月 28 日
发行数据

发行价格(元)	待定
发行规模(百万股)	30
发行后总股本(百万股)	120
发行方式	网下询价+网上申购
发行日期	待定
主承销商	国金证券
行业	农林牧渔

魏芳 郭伟明(协助)
 +86 755 21517994
 guowm@jy.zq.cn

执业证书编号

魏芳: S0370207120041
棕榈园林(002431)新股定价报告
**— 受制于资金瓶颈的地产景观行业贵族 合理
价值区间为 30.36-37.26 元**

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入(百万元)	391.67	484.32	658.39	1,000.26	1,417.80
增长率(%)		24	36	52	42
归属上市公司净利润 (百万元)	35.27	55.73	77.58	118.34	165.77
增长率(%)		58	39	53	40
每股收益(元)	0.48	0.67	0.86	0.99	1.38

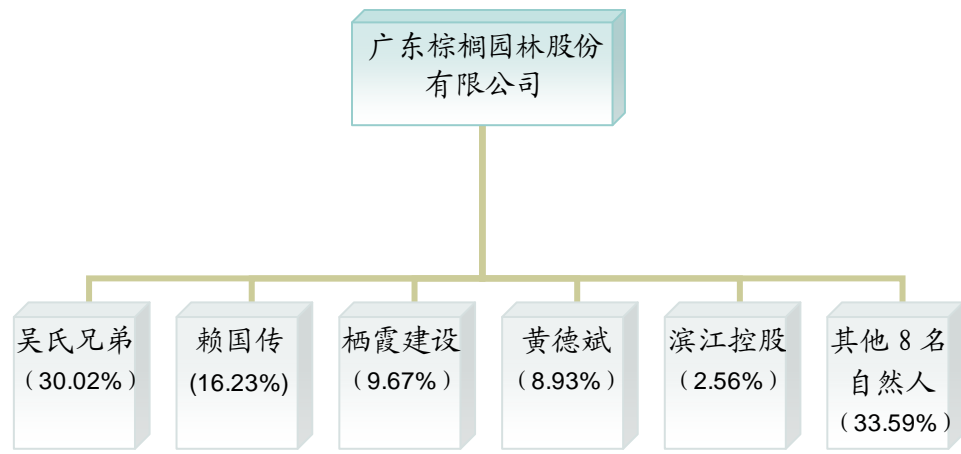
- 广东棕榈园林股份有限公司是一家以风景园林景观设计和营建为主业，具有城市园林绿化一级资质和风景园林工程设计专项甲级资质的综合性园林企业（截至 2009 年底，全国同时具备两项资质的企业仅有 15 家）。
- **借助设计研发优势，公司业务发展强劲。** 公司具有稳定的景观设计人才队伍，并长期与多个科研机构保持合作关系。公司致力于高端地产景观园林设计施工，取得极高的口碑和信任度，合作客户基本上是全国性房地产或区域房地产龙头企业。公司从 07 年到 09 年，营收从 3.92 亿元增长到 6.59 亿元，年化增长率将近 30%，净利润从 3500 余万增长到 7700 余万，年化增长率为 49%。
- **募集资金主要解决公司资金瓶颈。** 公司主要从事于园林景观设计和园林工程施工，普遍需要大量铺底流动资金（一般以项目流动资金 30% 计量），且公司固定资产占比较低，通过抵押贷款方式进行融资规模有限。随着经营规模的逐步扩大，流动资金的不足将日益突出，据测算 2010-2012 公司需运营资金 2.54/3.68/5.15 亿元，流动资金的明显不足。公司本次募集资金大部分用于运营资金，募集投向还包括高要和英德苗木生产基地技术改造及建设项目和风景园林科学研究院建设项目。
- **盈利预测和估值。** 公司以地产景观为主，并积极开拓政府公共园林业务，在解决资金瓶颈后，未来成长空间巨大。我们预测公司 10-12 年 EPS 分别为 0.99/1.38/1.93 元，给予 11 年 22-27 倍的 PE，对应的合理价值区间为 30.36-37.26 元。
- **风险提示：** 房地产行业引起的经营风险和自然灾害。

公司简况

广东棕榈园林股份有限公司（以下简称“公司”或“棕榈园林”）是一家以风景园林景观设计和营建为主业，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的综合性园林企业（截至 2009 年底，全国同时具备两项资质的企业仅有 15 家）。

棕榈园林的控股股东、实际控制人为吴桂昌、吴建昌和吴汉昌三兄弟，主要股东有栖霞建设、滨江控股、赖国传、黄德斌、李丕岳和林从孝等其他 6 名自然人。

图表 1 公司股东持股状况



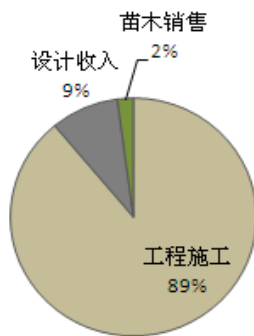
资料来源：公司招股意向书

借助设计研发优势 公司业务发展强劲

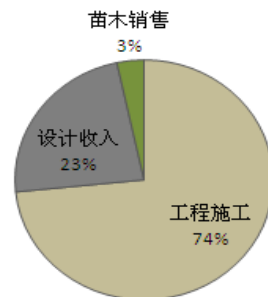
公司主营业务是园林景观设计和工程施工，业务领域涉及房地产景观以及政府公共园林项目的设计和营建，具体包括房地产景观、政府公共园林、高端休闲度假区地产园林、星级酒店园林及滨水景观等。

在公司的各项业务中，园林项目施工收入占比 90%左右，贡献了 70%以上的毛利。

图表 2 09 年各项业务占比



图表 3 09 年各项业务毛利占比

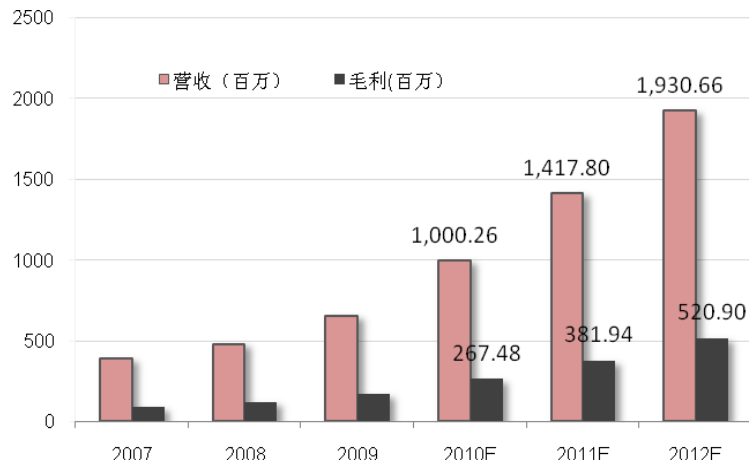


资料来源：公司招股意向书

公司从 07 年到 09 年，营收从 3.92 亿元增长到 6.59 亿元，年化增长率将近 30%，净利润从 3500 余万增长到 7700 余万，年化增长率为 49%。

公司具有稳定的景观设计人才队伍，并长期与多个科研机构保持合作关系。致力于高端地产景观园林设计施工，取得极高的口碑和信任度，合作客户基本上是全国性房地产或区域房地产龙头企业。优质的客户资源保障了公司的财务和业务稳定。

图表 4 营收和毛利状况预测



资料来源：公司招股意向书

公司发展受制于资金瓶颈

公司主要从事于园林景观设计和园林工程施工，其业务流程和结算方式与其他建筑工程类似，普遍需要大量铺底流动资金（一般以项目流动资金 30% 计量），对资金的需求较大。而公司由于项目施工不确定性而且分散，主要大型设备均通过租赁方式解决，因此固定资产占比较低，通过抵押贷款方式进行融资规模有限。

近几年公司由于运营资金不足，放弃了部分收入可观、盈利丰厚的项目。预计公司 2010-2012 年工程施工业务收入分别为 9.12/13.11/18.00 亿元，据测算需运营资金 2.54/3.68/5.15 亿元，流动资金的明显不足。

图表 5 运营资金预测

	2010E	2011E	2012E
工程施工业务收入	912.11	1,310.52	1,799.60
其中：政府公共园林	91.21	157.26	359.92
房地产园林	820.90	1,153.25	1,439.68
投标保证金			
政府公共园林中标率	25.00%	25.00%	25.00%
房地产项目中标率	75.00%	75.00%	75.00%
保证金/合同标的额度	2.00%	2.00%	2.00%

小计	7.30	10.83	16.80
履约保证金			
政府园林保证金比例	10.00%	10.00%	10.00%
资金占用时间(年)	1.50	1.50	1.50
房地产保证金比例	5.00%	5.00%	5.00%
资金占用时间(年)	0.67	0.67	0.67
小计	36.62	54.19	84.01
工程质保金			
质保金比例	8.00%	8.00%	8.00%
小计	53.96	80.44	109.76
绿化材料备料款			
绿化材料/工程业务收入	25.00%	25.00%	25.00%
提前备料/绿化材料	20.00%	20.00%	20.00%
资金占用时间(年)	0.67	0.67	0.67
小计	30.40	43.68	59.99
其他原材料采购款			
在建工程部分	60.53	89.84	128.37
完建工程部分	64.79	88.55	115.69
小计	125.33	178.39	244.06
营运资金总计	253.61	367.54	514.61

资料来源: 金元证券研究所

募集资金投向

公司本次将向社会公众公开发行人民币普通股 3,000 万股, 募集资金投资项目包括补充公司园林工程施工业务运营资金, 高要和英德苗木生产基地技术改造及建设项目和风景园林科学研究院建设项目。

图表 6 募集资金投向

序 号	项目名称	项目投资总额 (万元)	拟使用募集资金 (万元)
1	补充园林施工业务运营资金	8,000.00	8,000.00
2	高要苗木生产基地技术改造及建设项目	5,106.10	2,742.00
3	英德苗木生产基地技术改造及建设项目	7,503.64	4,280.00
4	风景园林科学研究院建设项目	1,860.00	1,860.00
	合计	22,469.74	16,882.00

资料来源: 公司招股意向书

公司受流动资金紧张的制约, 近几年被迫放弃了部分业务收入较高及利润可观的项目, 随着公司规模逐步扩大, 流动资金的不足将日益

突出，公司本次募集资金大部分用于运营资金，提高公司工程业务的承揽能力和运营能力。

目前公司建成苗木基地 4,000 余亩，分别拟投资 2,742、4,280 万元用于高要和英德苗木基地的技术改造和建设。该项目达产后，将公司的苗木自给率提高到 70%-80%。此外，公司拟投入 1,860 万元建设园林研究院，主要工作包括：棕榈科植物的耐寒、耐盐和耐碱选育，杜鹃红山茶新品种开发等。

盈利预测与估值

公司以地产景观为主，积极开拓政府公共园林业务，在解决资金瓶颈后，未来成长空间巨大。我们预测公司 10-12 年 EPS 分别为 0.99/1.38/1.93 元，给予 11 年 22-27 倍的 PE，对应的合理价值区间为 30.36-37.26 元。

风险提示

房地产行业引起的经营风险

公司的主要客户是房地产企业，从房地产发展的历史经验来看，宏观经济形势转变和国家政策调控都可能给房地产业的发展带来较大的变数，这些不确定因素将在一定程度上影响到公司今后的业务发展和经营业绩。

自然灾害

园林工程涉及植物配置，在寒冷的气候不适宜植物种植，从而使施工进度和效率受到影响。此外，不可抗力的极端天气仍然可能使公司苗木储备遭受损失。

图表 7 主营业务状况预测

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
工程施工						
收入(百万)	359.02	424.45	585.66	912.11	1,310.52	1,799.60
增长率(%)		18.22	37.98	55.74	43.68	37.32
成本(百万)	285.92	334.78	457.00	704.15	1,001.23	1,367.70
毛利(百万)	73.10	89.67	128.66	207.96	309.28	431.90
毛利率(%)	20.36	21.13	21.97	22.80	23.60	24.00
设计收入						
收入(百万)	30.46	46.62	58.92	73.65	92.06	115.08
增长率(%)		53.05	26.38	25.00	25.00	25.00
成本(百万)	9.46	14.70	18.24	22.83	28.54	35.67
毛利(百万)	21.00	31.92	40.68	50.82	63.52	79.40
毛利率(%)	68.94	68.47	69.04	69.00	69.00	69.00
苗木销售						
收入(百万)	2.19	13.25	13.81	14.50	15.23	15.99
增长率(%)		505.02	4.23	5.00	5.00	5.00

成本(百万)	1.71	8.41	7.87	5.80	6.09	6.39
毛利(百万)	0.48	4.84	5.94	8.70	9.14	9.59
毛利率(%)	21.92	36.53	43.01	40.00	40.00	40.00
主营合计						
收入(百万)	391.67	484.32	658.39	1,000.26	1,417.80	1,930.66
成本(百万)	297.09	357.89	483.11	732.78	1,035.86	1,409.76
毛利(百万)	94.58	126.43	175.28	267.48	381.94	520.90
毛利率(%)	24.15	26.10	26.62	26.74	26.94	26.98

资料来源: 金元证券研究所

图表 8 盈利预测

项目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	391.68	485.80	659.49	1,000.26	1,417.80	1,930.66
其中: 营业收入	391.68	485.80	659.49	1,000.26	1,417.80	1,930.66
二、营业总成本	341.75	422.66	572.18	858.14	1,219.00	1,654.39
其中: 营业成本	297.08	358.84	483.99	732.78	1,035.86	1,409.76
营业税金及附加	15.27	19.09	26.01	39.25	55.75	75.94
销售费用	3.00	9.24	6.92	12.40	19.81	23.72
管理费用	22.83	34.71	49.99	68.53	101.97	139.16
财务费用	0.58	1.06	1.06	0.76	0.96	0.93
资产减值损失	2.99	-0.27	4.21	4.42	4.64	4.87
加: 公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	-0.88	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
汇兑收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
三、营业利润	49.05	63.13	87.31	142.11	198.81	276.28
加: 营业外收入	0.79	6.11	6.30	4.40	5.60	5.43
减: 营业外支出	0.23	1.96	1.96	1.38	1.77	1.70
四、利润总额	49.61	67.29	91.65	139.10	194.97	272.55
减: 所得税费用	14.44	11.58	14.03	20.86	29.25	40.88
五、净利润	35.17	55.71	77.62	118.23	165.72	231.67
归属于母公司所有者的净利润	35.27	55.73	77.58	118.34	165.77	231.72
少数股东损益	-0.10	-0.02	0.04	-0.11	-0.04	-0.06
六、每股收益:						
(一) 基本每股收益	0.48	0.67	0.86	0.99	1.38	1.93
(二) 稀释每股收益	0.48	0.67	0.86	0.99	1.38	1.93

资料来源: 金元证券研究所

金元证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来6个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来6个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来6个月内明显弱于大盘。

金元证券股票 投资评级标准:

买入: 股票价格在未来6个月内超越大盘15%以上;

增持: 股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为5%~15%;

中性: 股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-5%~+5%;

减持: 股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-5%~-15%。

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2010. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSCO.