

棕榈园林 (002431)

控股“贝尔高林”提升公司转型成功预期

——棕榈园林更新报告

	李品科 (分析师)	黄俊伟 (研究助理)
	010-59312815	021-38677905
	lipinke@gtjas.com	huangjunwei@gtjas.com
证书编号	S0880511010037	S0880115100010

本报告导读:

公司低估值收购“贝尔高林”50%股权,泛规划设计能力进一步增强,提升公司生态城镇综合服务商转型预期,目标价下调至29.8元,增持评级。

投资要点:

维持增持。转型阵痛不可避免,传统业务业绩下滑较明显,下调公司2015/16年EPS至0.19/0.65元(原0.87/1.01元)。公司控股“贝尔高林”(全球五大规划设计品牌之一)继续强化了公司在设计领域的领先优势,考虑到公司进一步整合泛规划设计资产的预期,且公司停牌期间市场风险偏好有所提升,参考可比公司PS估值水平,给予公司2015年4.3倍PS估值,下调目标价至29.8元,增持评级。

控股“贝尔高林”一举三得,提升公司未来转型预期。公司此次5.7亿港币收购“贝尔高林”50%股权,按照“贝尔高林”2016年承诺1亿港币净利润计算,收购市盈率仅11.4倍。此次控股“贝尔高林”将提升三方面预期:1)加快推进形成完整泛规划设计产业链所需要的进一步设计资产并购预期;2)强化了公司通过设计进入生态城镇项目前端从而获得更多订单价值的预期;3)提升公司在“一带一路”沿线国家进行布局的预期。

生态城镇综合服务商版图正在形成。公司转型步步为营,着力打造“3+1”技术体系。此次收购贝尔高林将形成二者之间进一步的资源合作与优势互补,泛规划设计平台实力得以增强。贝尔高林作为全球顶级规划设计公司,在土地规划、地质研究、环境评估、资源节约、污染处理等领域具丰富经验与资源优势,符合公司生态城镇综合服务商转型战略,可提高公司生态规划设计水平、增强在生态城镇领域PPP项目承接能力。

催化剂:收购其他泛规划设计资产、新的生态城镇PPP订单、海外布局事项

风险提示:转型进展低于预期,设计资源整合不及预期,PPP订单不及预期

财务摘要 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	4,297	5,007	3,814	4,568	5,535
(+/-)%	35%	17%	-24%	20%	21%
经营利润 (EBIT)	557	683	305	624	924
(+/-)%	21%	23%	-55%	104%	48%
净利润	399	428	103	361	562
(+/-)%	34%	7%	-76%	250%	56%
每股净收益 (元)	0.72	0.78	0.19	0.65	1.02
每股股利 (元)	0.14	0.10	0.01	0.10	0.17

利润率和估值指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营利润率 (%)	13.0%	13.6%	8.0%	13.6%	16.7%
净资产收益率 (%)	15.5%	14.5%	3.3%	10.4%	14.2%
投入资本回报率 (%)	14.9%	15.0%	5.4%	13.2%	14.8%
EV/EBITDA	16.1	13.8	32.5	16.7	12.6
市盈率	25.5	23.7	98.5	28.2	18.1
股息率 (%)	0.8%	1.1%	0.1%	0.3%	0.8%

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 29.80

上次预测: 40.00

当前价格: 18.45

2015.11.27

交易数据

52周内股价区间 (元)	16.77-48.20
总市值 (百万元)	10,162
总股本/流通A股 (百万股)	551/303
流通B股/H股 (百万股)	0/0
流通股比例	55%
日均成交量 (百万股)	0.58
日均成交值 (百万元)	0.11

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	4,411
每股净资产	8.01
市净率	2.3
净负债率	46.00%

EPS (元)	2014A	2015E
Q1	0.23	-0.08
Q2	0.17	0.33
Q3	0.28	-0.18
Q4	0.09	0.12
全年	0.78	0.19

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	10%	10%	-3%
相对指数	-1%	-16%	-50%

相关报告

《成立智慧城市研究院,转型生态小镇添新丁》2015.07.21

《纳入互联网苗木平台,“3+1”体系再下一城》2015.06.27

《以整合设计为前奏,复制生态小镇模式》2015.06.04

《加大设计端整合,进军生态治理领域》2015.04.15

《市政提供业绩弹性,前端设计驱动发展》

模型更新时间: 2015.11.27

股票研究

工业
建筑工程业

棕榈园林 (002431)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 29.80

上次预测: 40.00

当前价格: 18.45

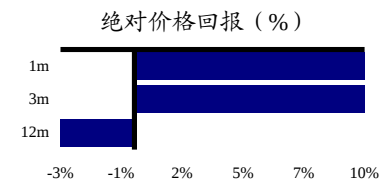
公司网址

www.palm-la.com

公司简介

公司一家以风景园林景观设计和营建为主业,具有原建设部颁发的城市园林绿化一级资质和住建部颁发的风景园林工程设计专项甲级资质的综合性园林企业。

业务涵盖了风景园林项目建设的全过程,包括景观规划设计咨询、园林工程施工与养护、园林苗木生产与销售、园林技术与材料的研发等。



52 周价格范围 16.77-48.20

市值 (百万) 10,162

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业总收入	4,297	5,007	3,814	4,568	5,535
营业成本	3,293	3,826	3,071	3,483	4,065
税金及附加	145	152	116	138	168
销售费用	37	50	38	46	51
管理费用	265	297	284	277	327
EBIT	557	683	305	624	924
公允价值变动收益	0	0	-1	0	0
投资收益	53	40	15	20	25
财务费用	95	126	158	169	185
营业利润	475	523	120	443	697
所得税	77	86	24	77	121
少数股东损益	23	20	5	17	27
净利润	399	428	103	361	562

资产负债表

货币资金、交易性金融资产	763	663	663	1,511	1,511
其他流动资产	1	0	509	0	0
长期投资	647	926	1,206	1,355	1,454
固定资产合计	459	548	469	392	320
无形及其他资产	109	138	139	140	140
资产合计	7,179	9,362	9,865	10,617	12,454
流动负债	3,509	4,858	3,923	4,105	5,716
非流动负债	982	1,459	2,794	3,014	2,734
股东权益	2,580	2,956	3,144	3,477	3,956
投入资本(IC)	3,175	3,820	4,659	3,932	5,172

现金流量表

NOPLAT	472	572	250	518	767
折旧与摊销	43	56	87	85	82
流动资金增量	-1,754	265	-327	123	-1,424
资本支出	-108	-27	3	3	2
自由现金流	-1,347	866	14	729	-572
经营现金流	-166	-264	-483	1,252	-517
投资现金流	-155	-268	-263	-126	-72
融资现金流	546	434	746	-278	589
现金流净增加额	225	-98	0	847	0

财务指标

成长性

收入增长率	34.6%	16.5%	-23.8%	19.8%	21.2%
EBIT 增长率	21.4%	22.5%	-55.3%	104.2%	48.3%
净利润增长率	34.0%	7.4%	-75.9%	249.7%	55.8%
毛利率	23.4%	23.6%	19.5%	23.7%	26.6%
EBIT 率	13.0%	13.6%	8.0%	13.6%	16.7%
净利率	9.3%	8.6%	2.7%	7.9%	10.2%

收益率

净资产收益率(ROE)	15.5%	14.5%	3.3%	10.4%	14.2%
总资产收益率(ROA)	5.6%	4.6%	1.0%	3.4%	4.5%
投入资本回报率(ROIC)	14.9%	15.0%	5.4%	13.2%	14.8%

运营能力

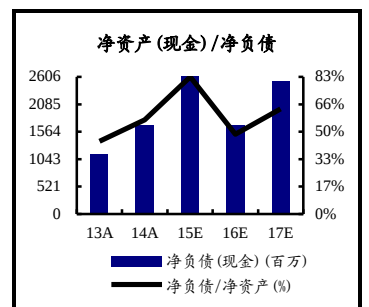
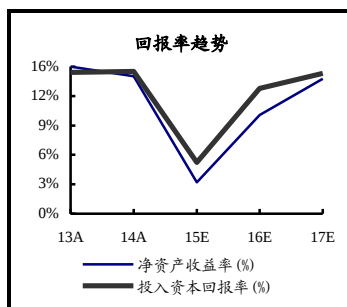
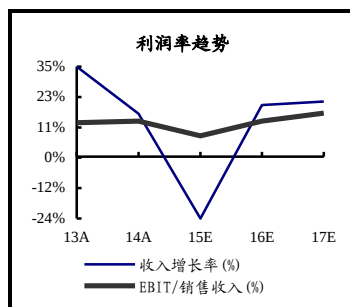
存货周转天数	308	395	550	470	466
应收账款周转天数	104	119	185	170	160
总资产周转天数	517	603	920	818	761
净利润现金含量	-0.42	-0.62	-4.69	3.47	-0.92
资本支出/收入	3%	1%	0%	0%	0%

偿债能力

资产负债率	62.6%	67.5%	68.1%	67.1%	67.8%
净负债率	44.0%	56.9%	82.9%	48.3%	63.5%

估值比率

PE	25.5	23.7	98.5	28.2	18.1
PB	3.3	2.9	3.2	2.9	2.6
EV/EBITDA	16.1	13.8	32.5	16.7	12.6
P/S	2.0	1.7	2.7	2.2	1.8
股息率	0.8%	1.1%	0.1%	0.3%	0.8%



本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		