

业绩短期小幅下滑

——2012年1季报点评

报告关键点:

- 施工淡季，业绩基本符合预期。
- 利润率下滑应是短期波动。
- 客户资源丰富，产业链均衡发展。
- 给予增持-A的投资评级。

报告摘要:

- 施工淡季，业绩基本符合预期。** 报告期内，公司实现营业收入3.21亿元，同比增长7.41%，实现归属于上市公司股东的净利润3,107万元，同比下降10.5%，经营活动产生的现金流量净额为-1.41亿元，同比增长172.5%。1季度是园林行业的传统施工淡季，2011年冬季国内气温又普遍偏低，公司业绩小幅下滑基本在预期之内。
- 利润率下滑应是短期波动。** 报告期内，公司毛利率为26.1%，与去年同期相比微幅上升，净利润率下滑的主要原因是管理费用、财务费用以及资产减值准备增加。公司应收款项按账龄计提坏账准备大幅增加，资产减值损失本期比上年同期增加505万元；管理费用增加475万元，同比增长18.5%；财务费用由上年同期-1.37万元增加到29.55万元，短期借款本期较上年同期增加较多，相应利息支出增加。随着公司成功上市后，资金实力大增，收入有望大幅增加，管理费用率和财务费用率将快速下降。
- 客户资源丰富，产业链均衡发展。** 公司在开展地产园林业务的过程中与国内具有行业领导力的房地产开发商建立了长期、广泛、紧密的合作关系，为公司的后续发展提供了有力保障。公司经过十多年的发展、探索和积累，已经建立起一支规模较大、园林专业技术工种齐全的团队。在大型园林建设项目的技术服务和运营管理上，公司积累了设计—施工—苗木采购—园林养护等多环节的一体化运作的丰富经验，能够承接并顺利完成各种规模大、工期短、技术要求高的园林景观建设项目，具备了非常强的综合服务能力。
- 给予增持-A的投资评级，6个月目标价50元。** 我们预计2012-2014年公司EPS分别为1.64、2.50和3.52元，未来三年复合增速超过50%。园林绿化行业景气度高，公司上市后资金实力、品牌知名度大幅上升，公司业绩进入加速上升阶段，给予增持-A的投资评级，6个月目标价50元。
- 风险提示:** 房地产持续调控风险，应收账款坏账风险。

评级:

增持-A

上次评级:

目标价格:

50.00元

期限:

6个月 上次预测:

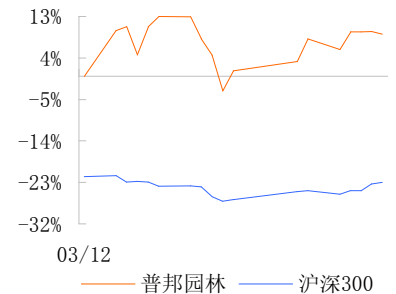
现价(2012年04月13日): 42.58元

报告日期:

2012-04-16

总市值(百万元)	7,437.87
流通市值(百万元)	1,489.87
总股本(百万股)	174.68
流通股本(百万股)	34.99
12个月最低/最高十大流通股东(%)	37.03/47.94
股东户数	

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	9.38	1.41	32.36
绝对收益	9.18	9.18	9.18

李孔逸

0755-82558015
执业证书编号

傅真卿

021-68767632
执业证书编号

行业分析师

liky@essence.com.cn
S1450511020034

行业分析师

fuzq@essence.com.cn
S1450511110002

财务和估值数据摘要

(百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	860.9	1,308.6	2,095.9	3,192.2	4,470.7
Growth(%)	66.8%	52.0%	60.2%	52.3%	40.1%
净利润	48.7	168.1	286.6	437.0	614.4
Growth(%)	-8.6%	245.5%	70.5%	52.5%	40.6%
毛利率(%)	26.8%	26.8%	26.9%	27.1%	27.3%
净利润率(%)	5.7%	12.8%	13.7%	13.7%	13.7%
每股收益(元)	0.28	0.96	1.64	2.50	3.52
每股净资产(元)	1.62	2.58	11.56	13.81	16.98
市盈率	152.8	44.2	26.0	17.0	12.1
市净率	26.3	16.5	3.7	3.1	2.5
净资产收益率(%)	17.2%	37.3%	14.2%	18.1%	20.7%
ROIC(%)	38.5%	98.0%	89.7%	56.3%	51.6%
EV/EBITDA	70.9	26.5	18.3	12.1	8.5
股息收益率	0.0%	0.0%	0.4%	0.6%	0.8%

前期研究成果

普邦园林: 地产园林双雄之一

2012-02-28

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间			2012-04-15
						财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
利润表						2010	2011	2012E	2013E	2014E	成长性
营业收入	860.9	1,308.6	2,095.9	3,192.2	4,470.7	营业收入增长率	66.8%	52.0%	60.2%	52.3%	40.1%
减: 营业成本	630.2	957.5	1,532.0	2,327.7	3,251.9	营业利润增长率	-1.3%	184.1%	69.9%	52.5%	40.6%
营业税	30.4	46.1	73.8	112.4	157.4	净利润增长率	-8.6%	245.5%	70.5%	52.5%	40.6%
销售费用	-	-	-	-	-	EBITDA 增长率	3.7%	165.9%	64.7%	52.1%	41.8%
管理费用	129.5	101.7	157.2	239.4	335.3	EBIT 增长率	1.7%	172.7%	66.0%	51.9%	41.8%
财务费用	2.8	-0.5	-8.7	-15.2	-15.4	NOPLAT 增长率	-4.4%	226.0%	66.6%	51.9%	41.8%
资产减值损失	-2.2	3.3	0.8	8.1	10.5	投资资本增长率	28.0%	81.9%	142.2%	54.6%	48.0%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	79.3%	59.4%	347.6%	19.5%	22.9%
投资和汇兑收益	0.2	-	-	-	-						
营业利润	70.6	200.6	340.8	519.8	731.0	利润率					
加: 营业外净收支	0.1	0.5	0.4	0.4	0.4	毛利率	26.8%	26.8%	26.9%	27.1%	27.3%
利润总额	70.7	201.1	341.2	520.2	731.4	营业利润率	8.2%	15.3%	16.3%	16.3%	16.4%
减: 所得税	22.1	33.0	54.6	83.2	117.0	净利润率	5.7%	12.8%	13.7%	13.7%	13.7%
净利润	48.7	168.1	286.6	437.0	614.4	EBITDA/营业收入	9.0%	15.7%	16.1%	16.1%	16.3%
资产负债表	2010	2011	2012E	2013E	2014E	EBIT/营业收入	8.5%	15.3%	15.8%	15.8%	16.0%
货币资金	134.3	163.8	1,369.8	1,404.6	1,463.5	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	5	5	5	6	7
应收帐款	155.7	211.5	347.3	572.1	885.6	流动营业资本周转天数	57	61	83	98	106
应收票据	-	0.2	-	-	-	流动资产周转天数	154	146	239	269	236
预付帐款	6.9	7.0	7.0	7.0	7.0	应收帐款周转天数	62	49	46	49	56
存货	134.3	250.7	419.7	637.7	890.9	存货周转天数	43	53	58	60	62
其他流动资产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	162	153	247	280	247
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	64	66	91	108	116
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	17.2%	37.3%	14.2%	18.1%	20.7%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	10.8%	25.6%	12.9%	15.9%	18.1%
固定资产	15.5	18.5	42.5	71.2	98.7	ROIC	38.5%	98.0%	89.7%	56.3%	51.6%
在建工程	-	-	16.0	28.8	39.0	费用率					
无形资产	0.4	1.5	6.1	5.7	5.3	销售费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他非流动资产	5.2	4.2	13.0	13.0	13.0	管理费用率	15.0%	7.8%	7.5%	7.5%	7.5%
资产总额	452.3	657.4	2,221.4	2,740.2	3,403.1	财务费用率	0.3%	0.0%	-0.4%	-0.5%	-0.3%
短期债务	-	-	4.4	2.5	3.6	三费/营业收入	15.4%	7.7%	7.1%	7.0%	7.2%
应付帐款	76.4	106.8	146.9	274.2	383.1	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	37.4%	31.4%	9.1%	11.9%	12.8%
其他流动负债	66.3	72.6	65.9	65.9	65.9	负债权益比	59.8%	45.7%	10.0%	13.6%	14.7%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	3.01	3.51	10.62	8.01	7.43
其他非流动负债	26.0	26.0	-	-	-	速动比率	2.07	2.12	8.54	6.06	5.39
负债总额	169.2	206.2	201.9	327.3	437.3	利息保障倍数	26.68	407.15	38.20	33.12	46.60
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	131.0	131.0	174.7	174.7	174.7	DPS(元)	-	-	0.16	0.25	0.35
留存收益	152.1	320.2	1,844.9	2,238.2	2,791.1	分红比率	0.0%	0.0%	10.0%	10.0%	10.0%
股东权益	283.1	451.2	2,019.6	2,412.8	2,965.8	股息收益率	0.0%	0.0%	0.4%	0.6%	0.8%
现金流量表	2010	2011	2012E	2013E	2014E	业绩和估值指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	48.7	168.1	286.6	437.0	614.4	EPS(元)	0.28	0.96	1.64	2.50	3.52
加: 折旧和摊销	3.9	5.4	5.4	8.9	12.7	BVPS(元)	1.62	2.58	11.56	13.81	16.98
资产减值准备	-2.2	3.3	0.8	8.1	10.5	PE(X)	152.8	44.2	26.0	17.0	12.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	26.3	16.5	3.7	3.1	2.5
财务费用	0.8	3.4	1.1	-8.7	-15.2	P/FCF	662.4	265.8	-41.9	313.9	131.8
投资收益	-0.2	-	-	-	-	P/S	8.6	5.7	3.5	2.3	1.7
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	70.9	26.5	18.3	12.1	8.5
营运资金的变动	-23.5	-139.4	-276.0	-323.6	-468.3	CAGR(%)	107.8%	54.0%	44.3%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	88.4	38.3	8.2	115.1	153.9	PEG	1.4	0.8	0.6	-0.2	-0.1
投资活动产生现金流量	-18.1	-7.9	-55.0	-50.0	-50.0	ROIC/WACC	3.8	9.8	9.0	5.6	5.2
融资活动产生现金流量	14.7	-8.7	1,268.8	-30.3	-45.0	REP	8.3	1.8	0.9	0.9	0.7

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

李孔逸，武汉大学电子信息工程学士，武汉大学金融学硕士。2007年7月加盟安信证券研究中心，从事房地产行业研究。2010年1月起从事建筑工程与建筑材料行业研究。

傅真卿，建材行业分析师，中国人民大学经济学学士，中国注册会计师。2011年10月加入安信证券研究中心。

分析师声明

李孔逸、傅真卿分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

朱贤	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
马正南	北京联系人	潘冬亮	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034