

普邦园林 (002663.SZ)

建筑施工行业

评级: 增持 维持评级

业绩点评

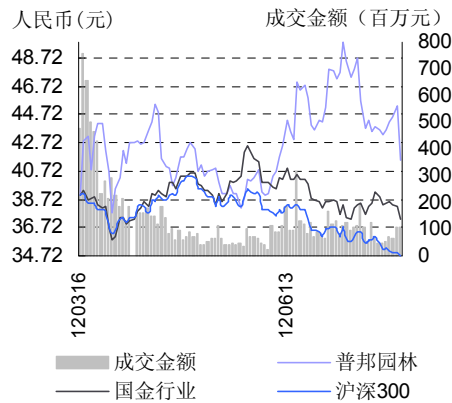
市价(人民币): 41.51元

大客户战略 + 资金实力推动公司快速发展

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	43.68
总市值(百万元)	72.51
年内股价最高最低(元)	49.85/30.00
沪深 300 指数	2335.79
中小板指数	4827.85



公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.372	1.283	1.584	2.333	3.208
每股净资产(元)	2.16	3.44	11.26	13.46	16.54
每股经营性现金流(元)	0.67	0.29	1.33	2.13	3.23
市盈率(倍)	N/A	N/A	26.20	17.79	12.94
行业优化市盈率(倍)	40.83	34.11	34.11	34.11	34.11
净利润增长率(%)	-8.57%	245.47%	64.60%	47.25%	37.53%
净资产收益率(%)	17.19%	37.26%	14.07%	17.33%	19.40%
总股本(百万股)	131.00	131.00	174.68	174.68	174.68

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 7月31日, 普邦园林发布 2012 半年度业绩报告: 公司营业收入 8.73 亿元, 相比上年同期增长 40.09%, 归属于上市公司股东净利润 1.23 亿元, 同比增长 48.90%, 按照期末股本摊薄 EPS 为 0.7 元。
- 公司拟以 2012 年 6 月 30 日公司总股本 17,468 万股为基数, 以资本公积金每 10 股转增股本 6 股, 并按每 10 股派发现金红利 0.5 元(含税)。

经营分析

- 业绩符合预期, 保持快速增长:** 1、报告期内, 公司营业收入 8.73 亿元, 相比去年同期增长 40.09%, 归属于上市公司股东净利润 1.23 亿元, 同比增长 48.90%, 保持了较快增速; 2、单独考察公司二季度情况, 公司营业收入增长 70.22%, 归属于上市公司股东净利润增长 91.90%。业绩实现大幅增长; 3、分产品来看, 公司设计收入增速有所放缓; 4、公司大客户战略保证了订单的数量和质量, 随着大客户的拓展以及合作的加深, 在保证订单的同时促进公司业务快速发展。
- 期间费用率大幅下滑:** 1、报告期内, 公司毛利率 26.35%, 同比下降 0.84%, 保持了较为稳定的水平, 公司净利率为 14.11%, 同比上涨 0.84%, 主要原因在于期间费用率大幅降低; 2、公司期间费用率同比下降 3.19 个百分点, 其中管理费用率下降 2.25 个百分点, 财务费用率下降 0.94 个百分点(成功上市货币资金增加, 归还银行贷款所致); 3、目前在园林行业组织架构、精细化施工以及信息化方面仍有较大挖潜空间, 重要的是优秀行业龙头已经意识到这个问题, 在多方面改善自身的管理水平, 中长期来看, 公司管理费用率仍有继续下降的空间。
- 资金充足, 支撑业务发展:** 1、报告期内, 公司应收账款增长较快, 应收账款占营业收入比重从去年同期的 22.36% 增长到今年的 52.95%, 受此影响, 公司收现比从去年同期 83.53% 下降到今年的 64.63%。2、我们认为在目前时点, 资金情况不会制约公司快速发展, 原因主要有三点: A、公司上市前经营稳健, 虽然应收款增多, 收现比下滑, 但与业内公司相比, 不处劣势; B、公司近一半业务来自前五位的大客户, 因此订单质量较有保障, 从公司历史情况来看, 从未出现过应收账款坏账损失; C、公司目前已经利用 3 亿元超募资金永久性补充园林工程业务所需的流动资金, 充足的资金实力可以支撑公司未来快速发展。

孙鹏

联系人
(8621)60753921
sunp@gjzq.com.cn

贺国文

分析师 SAC 执业编号: S1130512040001
(8621)61038234
hegw@gjzq.com.cn

投资建议

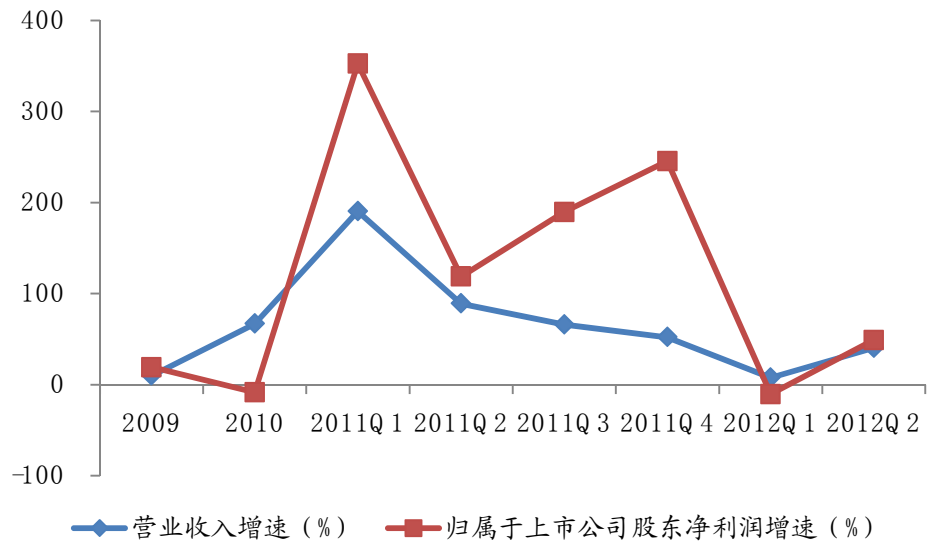
- 对于未来园林公司的展望，我们在关注订单仍保持较快增长的同时，更关注回款、下游现金流等各种周转指标，我们认为只要影响周转指标的各种要素在朝积极方向演变，园林类公司与装饰类公司一样逻辑上类似，只是业绩确认有一定滞后。
- 预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 1.58、2.33、3.21 元，对应 26、18、13 倍 PE，维持“增持”评级。

报告期内公司主要情况

业绩符合预期，保持较快增长

- 报告期内，公司营业收入 8.73 亿元，相比去年同期增长 40.09%，归属于上市公司股东净利润 1.23 亿元，同比增长 48.90%，保持了较快增速。
- 单独考察公司二季度情况，公司营业收入增长 70.22%，归属于上市公司股东净利润增长 91.90%。业绩实现大幅增长。
- 分产品来考察公司收入增长，我们注意到公司设计收入相比去年同期增长 19.54%，增速低于工程收入及保养收入增速。

图表1：公司收入、利润保持较快增速

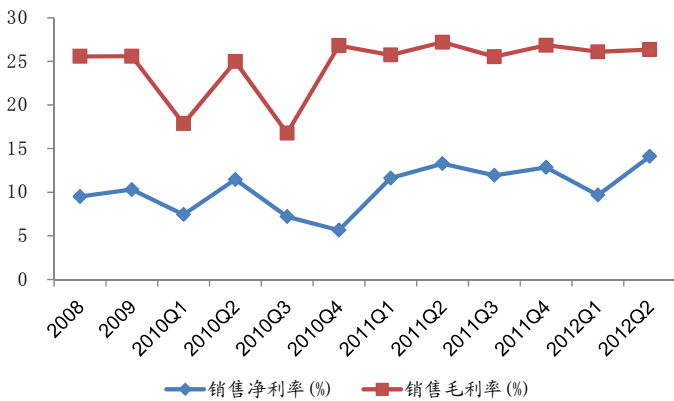


来源：公司公告 国金证券研究所

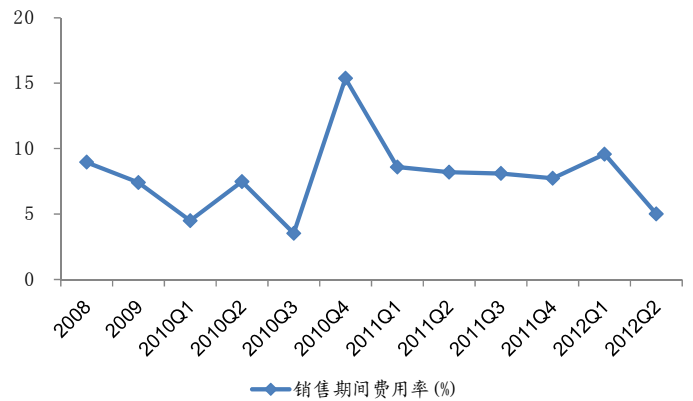
毛利率略有下滑，净利率保持增长

- 报告期内，公司毛利率 26.35%，同比下降 0.84%，保持了较为稳定的水平，公司净利率为 14.11%，同比上涨 0.84%，主要原因在于期间费用率大幅降低。
- 报告期内，公司期间费用率同比下降 3.19 个百分点，其中管理费用率下降 2.25 个百分点，财务费用率下降 0.94 个百分点（成功上市货币资金增加，归还银行贷款所致）。公司资产减值损失在报告期内有了较大幅度增加（1.72%），在一定程度上影响了公司净利率的提升。

图表2: 公司毛利率略有下降, 净利率保持增长



图表3: 公司期间费用率大幅下降

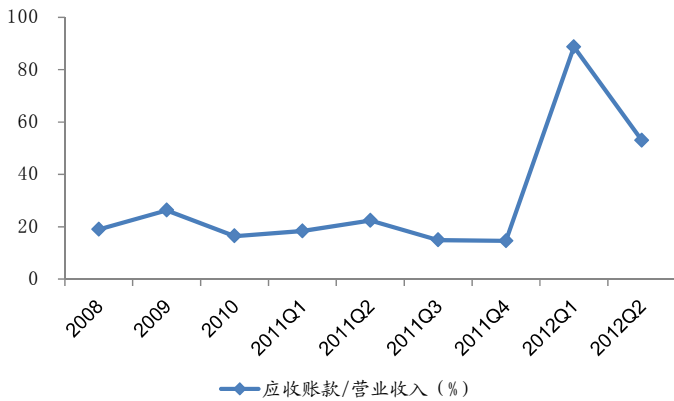


来源: 公司公告 国金证券研究所

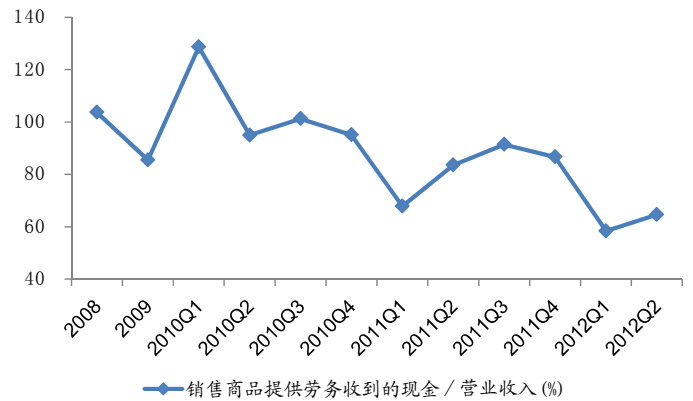
应收账款增长较快, 收现比有所降低

- 报告期内, 公司应收账款增长较快, 应收账款占营业收入比重从去年同期的 22.36% 增长到今年的 52.95%, 受此影响, 公司收现比从去年同期 83.53% 下降到今年的 64.63%。

图表4: 应收账款增速较快



图表5: 收现比有所降低

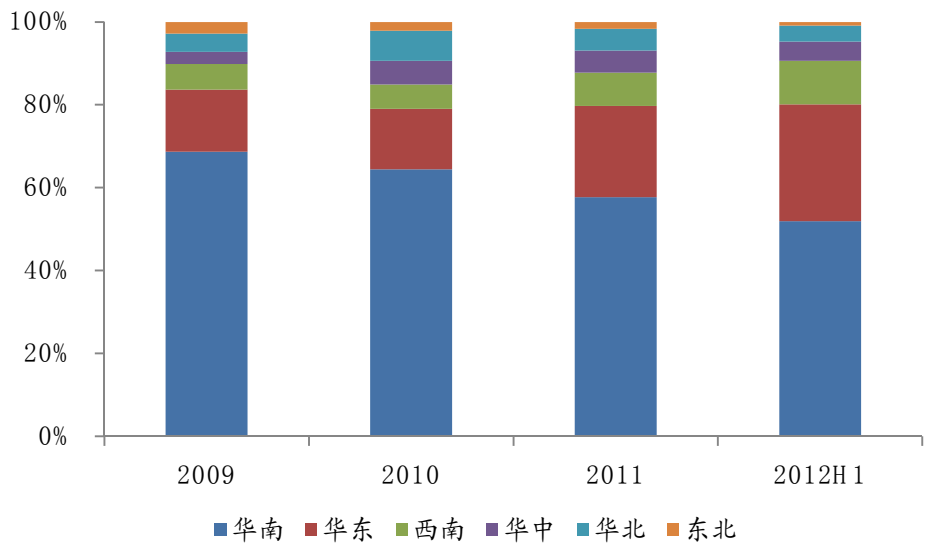


来源: 国金证券研究所

业务布局更加合理

- 报告期内, 公司业务布局更加合理, 华南区业务占比逐渐降低, 华东区及西南区业务增速接近 110%。公司广泛的区域布局可以一定程度上抵御地产市场调控的风险, 保证业务增长。

图表6: 公司业务布局更加合理



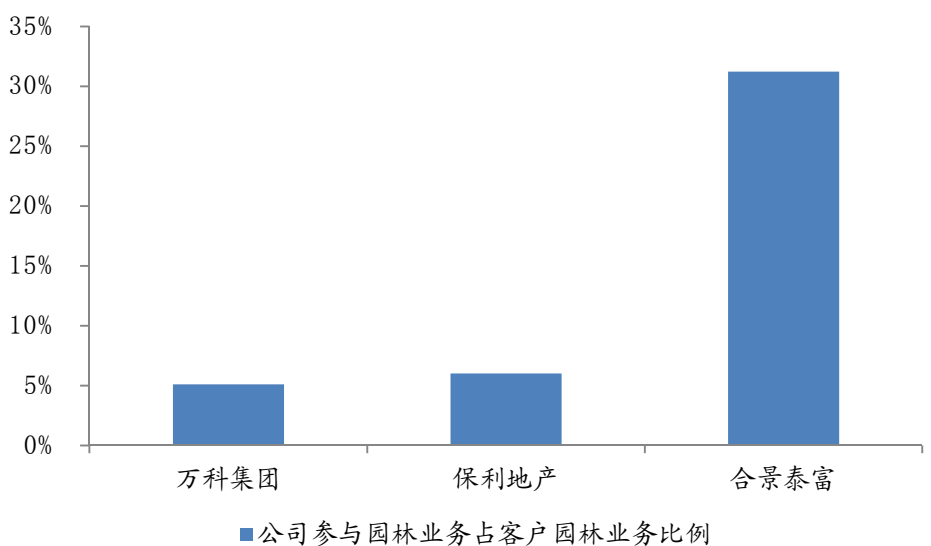
来源: 公司公告 国金证券研究所

看好公司未来发展

大客户战略保证订单数量及质量

- 公司积极实行大客户战略, 大客户不仅可以保障公司订单的稳定增长, 由于具有较好的信誉, 也可以保障公司订单质量, 在目前经济下行, 地产政策未见放松背景下, 该战略可以在一定程度上帮助公司减弱地产调控风险。同时, 公司目前业务占大客户业务总量比例不高, 未来仍有较大提升空间。
- 公司在第二季度已经表现出良好的增长势头, 目前行业仍处在“大行业、小公司”阶段, 优秀的行业龙头凭借自身的设计、施工能力可以继续提升自身市场份额, 在订单保证的情况下, 相信公司收入及利润增长仍可以保持较快增速。

图表7: 公司与大客户合作还有广阔的空间——以2010年测算



来源: 公司公告 国金证券研究所

内部挖潜空间大

- 管理费用率大幅降低再一次验证了我们此前所提出的“内部挖潜”逻辑，目前在园林行业组织架构、精细化施工以及信息化方面仍有较大挖潜空间，重要的是优秀行业龙头已经意识到这个问题，在多方面改善自身的管理水平，中长期来看，公司管理费用率仍有继续下降的空间。

公司资金充足，支撑业务发展

- 报告期内，公司应收款增长较快，收现比有所降低，但我们认为在目前时点，资金情况不会制约公司快速发展，原因主要有三点：
 - 公司上市前经营稳健，对于应收款及收现比的控制一直好于业内公司，报告期内虽然应收款增多，收现比下滑，但与业内公司相比，不处劣势。
 - 公司近一半业务来自前五位的大客户，因此订单质量较有保障，应收款变成坏账可能性较小，而且从公司历史情况来看，从未出现过应收账款坏账损失。
 - 公司成功上市募集大量资金，此前已经利用 3 亿元永久性补充园林工程业务所需的流动资金，公司有着足够的资金实力支撑公司未来快速发展。

投资建议

- 对于未来园林公司的展望，我们在关注订单仍保持较快增长的同时，更关注回款、下游现金流等各种周转指标，我们认为只要影响周转指标的各种要素在朝积极方向演变，园林类公司与装饰类公司一样逻辑上类似，只是业绩确认有一定滞后。
- 预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 1.58、2.33、3.21 元，对应 26、18、13 倍 PE，维持“增持”评级。

图表8: 三张报表

损益表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	516	861	1,309	2,043	3,017	4,184
增长率		66.8%	52.0%	56.1%	47.7%	38.7%
主营业务成本	-384	-630	-957	-1,509	-2,245	-3,126
% 销售收入	74.4%	73.2%	73.2%	73.8%	74.4%	74.7%
毛利	132	231	351	534	772	1,058
% 销售收入	25.6%	26.8%	26.8%	26.2%	25.6%	25.3%
营业税金及附加	-19	-30	-46	-72	-106	-146
% 销售收入	3.6%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
营业费用	0	0	0	0	0	0
% 销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用	-38	-129	-102	-133	-196	-272
% 销售收入	7.3%	15.0%	7.8%	6.5%	6.5%	6.5%
息税前利润 (EBIT)	76	71	203	330	471	639
% 销售收入	14.7%	8.2%	15.5%	16.2%	15.6%	15.3%
财务费用	-1	-3	0	18	36	45
% 销售收入	0.1%	0.3%	0.0%	-0.9%	-1.2%	-1.1%
资产减值损失	-4	2	-3	-22	-27	-25
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	72	71	201	326	479	659
营业利润率	13.9%	8.2%	15.3%	15.9%	15.9%	15.8%
营业外收支	0	0	1	0	0	0
税前利润	72	71	201	326	479	659
利润率	13.9%	8.2%	15.4%	15.9%	15.9%	15.8%
所得税	-18	-22	-33	-49	-72	-99
所得税率	25.6%	31.2%	16.4%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	53	49	168	277	408	560
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净:	53	49	168	277	408	560
净利率	10.3%	5.7%	12.8%	13.5%	13.5%	13.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	53	49	168	277	408	560
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	6	2	9	34	51	53
非经营收益	0	5	1	2	0	0
营运资金变动	-91	33	-139	-80	-86	-49
经营活动现金净流	-32	88	38	233	372	564
资本开支	-4	-18	-8	-89	-10	-2
投资	-2	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-6	-18	-8	-89	-10	-2
股权募资	1	18	0	1,261	0	0
债权募资	26	0	0	0	0	1
其他	6	-3	-9	0	-23	-23
筹资活动现金净流	33	15	-9	1,261	-23	-22
现金净流量	-5	85	22	1,404	339	541

来源: 国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	49	134	164	1,568	1,908	2,448
应收款项	176	156	212	291	413	567
存货	73	134	251	310	461	642
其他流动资产	10	7	7	11	16	22
流动资产	307	431	633	2,180	2,798	3,680
% 总资产	95.3%	95.3%	96.3%	95.6%	97.0%	98.4%
长期投资	1	0	0	0	0	0
固定资产	11	15	19	89	66	31
% 总资产	3.4%	3.4%	2.8%	3.9%	2.3%	0.8%
无形资产	1	4	4	11	21	30
非流动资产	15	21	24	100	87	61
% 总资产	4.7%	4.7%	3.7%	4.4%	3.0%	1.6%
资产总计	322	452	657	2,280	2,885	3,741
短期借款	26	0	0	0	0	0
应付款项	124	128	157	229	431	727
其他流动负债	14	15	23	59	77	98
流动负债	164	143	180	288	508	825
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	26	26	26	26	26
负债	164	169	206	314	534	852
普通股股东权益	157	283	451	1,966	2,351	2,889
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	322	452	657	2,280	2,885	3,741

比率分析

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	2.662	0.372	1.283	1.584	2.333	3.208
每股净资产	7.872	2.161	3.445	11.256	13.459	16.538
每股经营现金净流	-1.587	0.675	0.293	1.334	2.131	3.231
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	33.81%	17.19%	37.26%	14.07%	17.33%	19.40%
总资产收益率	16.54%	10.76%	25.57%	12.14%	14.13%	14.98%
投入资本收益率	30.64%	15.78%	35.64%	14.08%	16.83%	18.63%
增长率						
主营业务收入增长率	9.76%	66.75%	52.01%	56.14%	47.66%	38.67%
EBIT增长率	25.08%	-6.48%	186.92%	62.27%	42.60%	35.81%
净利润增长率	19.12%	-8.57%	245.47%	64.60%	47.25%	37.53%
总资产增长率	28.20%	40.52%	45.36%	246.84%	26.52%	29.66%
资产管理能力						
应收账款周转天数	79.5	58.7	46.3	50.0	50.0	50.0
存货周转天数	56.1	60.0	73.4	75.0	75.0	75.0
应付账款周转天数	88.0	43.1	31.0	30.0	40.0	50.0
固定资产周转天数	7.6	6.6	5.2	8.6	8.0	2.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-15.34%	-38.25%	-30.54%	-78.44%	-80.04%	-83.82%
EBIT利息保障倍数	130.4	25.8	-413.9	-18.4	-13.1	-14.2
资产负债率	50.93%	37.41%	31.36%	13.77%	18.51%	22.77%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	1	2	2	4
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	2.00	2.00	2.00	2.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；
 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以下。

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

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B