

谨慎增持

——首次

日期: 2013年8月22日

行业: 环保行业



王昊

021-53519888-1957

wanghao@shzq.com

执业证书编号: S0870513070002

**基本数据 (2013H1)**

报告日股价 (元)	14.31
12mth A 股价格区间 (元)	9.95/19.68
总股本 (百万股)	558.98
无限售 A 股/总股本	37.37%
流通市值 (亿元)	29.98
每股净资产 (元)	3.61
PBR (X)	3.96
DPS (Y2012, 元)	10 转 10 派 1.5

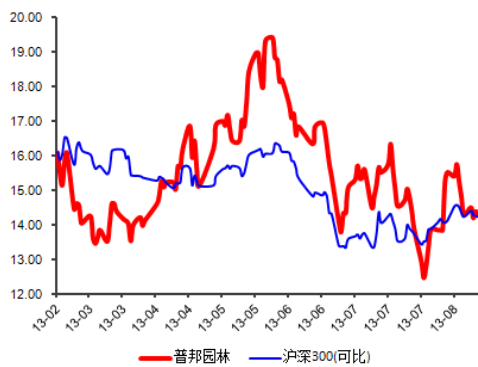
**主要股东 (2013H1)**

涂善终	34.35%
黄庆和	22.43%
广发信德投资管理有限公司	3.43%

**收入结构 (2013H1)**

工程收入	92.47%
设计收入	6.73%
保养收入	0.79%

**最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较**



报告编号: WH13-CT06

首次报告日期: 2013年8月22日

相关报告:

证券研究报告/公司研究/公司动态

# 产业链“纵向延伸+横向扩展” 或将打开新的增长空间

## ■ 公司动态事项

普邦园林发布2013年半年报, 报告期公司共实现营业收入109995.41万元, 实现归属于上市公司股东的净利润15522.14万元, 同比增幅分别为26.06%和26.11%, 实现稀释后每股收益0.28元, 同比增长12.00%。公司同时对三季报业绩作出预告, 预计将实现净利润18263.18万元-22828.98万元, 增长20%-50%。

## ■ 主要观点

### 上半年经营稳健 地产业务及旅游度假业务均保持了快速增长

2013年中报业绩基本符合市场预期, 主营的地产景观业务和旅游度假景观业务分别实现了10.00亿元和1.00亿元, 同比分别增长21%和116%, 保持了较快的增长。毛利率方面, 25.94%和23.38%, 相比去年同期分别回落了0.31个百分点和4.80个百分点, 我们认为去年行业竞争激烈, 部分旅游度假业务可能毛利率较低拖累了整体业绩。三费方面, 财务费用率相比去年增长1.25个百分点, 主要是受报告期内公司发行债券产生的承销及保荐费用所致; 但资产减值损失/营业收入同比回落1.58个百分点, 总体来看, 净利润率基本和去年同期持平。

回款方面, 公司收现比从去年同期的64.63%下降到今年的56.84%, 不过同期付现比也从78.25%下降到65.32%, 说明虽然下游客户资金可能紧张, 但公司仍尽力向上游转移压力。同时经营性现金流虽然仍为负, 但已经-1.61亿元上升至-1.34亿元, 总体来看, 公司回款压力未见明显放大。

### 收购园林景观设计公司延伸产业链 签署市政园林业务框架协议打开新的业务增长点

公司收购城建达90%股权, 有利于丰富普邦园林的设计业务类型, 延伸产业链, 开拓和细化公司设计业务市场, 凭借全产业链优势不断提升普邦园林的综合实力和行业地位。

公司于今年5月涉足市政园林业务, 与广州南沙开发区管理委员会、鼎晖投资、建华置地签署《明珠湾区(珠江区域)开发基金投资服务协议》, 共同发起与募集基金, 一期规划总金额约160亿元人民币, 全部用于明珠湾区珠江区域启动区建设开发, 项目采用国内外先进成熟的基金引导开发模式, 市政园林大单为公司打开了新的发展空间, 但我们认为地产景观和市政园林业务模式及相应团队建设仍存在较大区别, 需密切关注后期项目落地进展及回款情况。

对于园林类公司来说, 资金不足是制约规模持续扩张的主要因素。普邦园林上半年公开发行人总额为7亿元的公司债券后, 截止报告期末,

在手资金13.77亿元，同时公司地产景观业务对资金的需求相对较少，公司现有资金足够支持其开拓市政领域业务。

### 股权激励草案出台 行权条件相对较低但仍凸显管理层信心

普邦园林近日公告了《股票期权激励计划（草案）》。《计划》显示公司拟向激励对象授予1400万份股票期权，约占公司总股本的2.50%。首次授予的激励对象总人数为196人，占公司截至2013年6月30日在册员工总人数1573人的12.46%。行权条件为，以2012年业绩为基准，2013年、2014年、2015年、2016年各年度实现的净利润较2012年增长分别不低于27%、65%、120%、200%，且各年度实现的加权平均净资产收益率分别不低于14.50%、14.50%、15.00%、15.00%。

此次股权激励计划的出台有助于充分调动公司中高层管理人员及核心骨干人员的积极性，保证公司业绩稳步提升，实现公司的发展战略和经营目标。我们认为虽然其行权条件和东方园林、棕榈园林、铁汉生态三家同类企业的股权激励行权条件相比较低，但仍然向市场传递了管理层对公司未来发展的信心。

### ■ 投资建议

预计13年、14年公司的EPS为0.56元、0.76元，以8月22日收盘价14.31元计算，动态PE分别为25.37倍和18.80倍。五家绿化上市公司13年、14年市盈率中值分别为24.42倍和18.80倍。公司目前的估值水平基本处于行业中游。

公司作为国内地产景观业务的龙头企业，多年来主要业务集中在地产领域，今年来，地产行业景气度明显高于去年，有助于公司地产景观业务持续快速增长。同时公司收购城建达90%股权，进一步完善产业链；与广州南沙开发区管理委员会签订框架协议，正式迈入市政园林领域，将逐步走向“地产+市政”双轮驱动的模式，有望打造公司业绩的新引擎。

综合考虑，我们认为公司拿单能力较强，受经济周期的影响有限，全年业绩增长确定性比较明确，市政业务有望给其未来发展带来积极影响，给予“谨慎增持”评级。

### ■ 数据预测与估值

至12月31日(¥.百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	1850.81	2368.03	3115.76	4189.94
年增长率	41.43%	27.95%	31.58%	34.48%
归属于母公司的净利润	240.19	315.33	425.38	606.35
年增长率	42.85%	31.28%	34.90%	42.54%
每股收益(元)	0.43	0.56	0.76	1.08
PER(X)	33.30	25.37	18.80	13.19

数据来源: Wind 上海证券研究所

### ■ 风险提示

公司2013年3月和9月分别有8640万股和5440万股首发原股东限售股解禁，占到总股本的40.64%，如果减持，短期将对公司股价形成负面影响。

## 附表

表 1 公司分业务增速与毛利预测（单位：百万元人民币）

分业务收入测算	2012A	2013E	2014E	2015E
地产景观收入	1,751.68	2,189.60	2,758.90	3,476.21
旅游度假景观收入	99.13	178.43	356.87	713.74
合计	1,850.81	2,368.03	3,115.76	4,189.94
分业务成本测算	2012A	2013E	2014E	2015E
地产景观收入	1296.05	1631.25	2041.58	2537.63
旅游度假景观收入	70.47	128.47	256.94	499.62
合计	1,366.52	1,759.72	2,298.53	3,037.25
分业务增速	2012A	2013E	2014E	2015E
地产景观收入	-	25.00%	26.00%	26.00%
旅游度假景观收入	-	80.00%	100.00%	100.00%
分业务毛利率	2012A	2013E	2014E	2015E
地产景观收入	26.01%	25.50%	26.00%	27.00%
旅游度假景观收入	28.92%	28.00%	28.00%	30.00%

数据来源：Wind 上海证券研究所

表 2 利润表预测（单位：百万元人民币）

	2012A	2013E	2013E	2013E
一、营业总收入	1,850.81	2,368.03	3,115.76	4,189.94
二、营业总成本	1,567.51	2,019.02	2,641.26	3,506.52
营业成本	1,366.52	1,759.72	2,298.53	3,037.25
营业税金及附加	59.84	71.04	87.24	113.13
销售费用	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	142.42	177.60	227.45	301.68
财务费用	-21.23	9.47	24.93	41.90
资产减值损失	19.96	1.18	3.12	12.57
三、其他经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00

汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>四、营业利润</b>	<b>283.30</b>	<b>349.01</b>	<b>474.50</b>	<b>683.42</b>
加：营业外收入	5.14	25.00	30.00	35.00
减：营业外支出	0.42	3.00	4.00	5.00
<b>五、利润总额</b>	<b>288.03</b>	<b>371.01</b>	<b>500.50</b>	<b>713.42</b>
减：所得税	47.84	55.65	75.08	107.01
加：未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>六、净利润</b>	<b>240.19</b>	<b>315.36</b>	<b>425.43</b>	<b>606.41</b>
减：少数股东损益	0.00	0.03	0.04	0.06
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>240.19</b>	<b>315.33</b>	<b>425.38</b>	<b>606.35</b>
<b>七、每股收益</b>	<b>0.43</b>	<b>0.56</b>	<b>0.76</b>	<b>1.08</b>

数据来源：Wind 上海证券研究所

## 分析师承诺

分析师 王昊

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。