

# 普邦园林 (002663.SZ) 建筑施工行业

评级: 增持 维持评级

公司点评

孙鹏

分析师 SAC 执业编号: S1130513090001  
(8621)60230248  
sunp@gjzq.com.cn

贺国文

分析师 SAC 执业编号: S1130512040001  
(8621)60230235  
hegw@gjzq.com.cn

## 普邦园林投资泛亚国际 34%股权协议点评

### 事件

12月9日,普邦园林签署《关于泛亚国际控股有限公司(Earthasia International Holdings Limited)股份之买卖协议》及《认购协议》。使用自有资金港币 106,850,000 元对普邦香港增资,用于投资泛亚国际的 100%间接控股股东泛亚控股,其中,港币 91,850,000 元用于收购 CYH HOLDINGS LIMITED 及 LSBJ HOLDINGS LIMITED 持有的泛亚控股的 31%股权,另外港币 15,000,000 元对泛亚控股进行增资。

### 评论

**投资标的具备较强设计实力,收购价格不高:** 1、收购标的泛亚国际具备较强设计实力,从设计领域上看,包含了城市综合开发、公共开放空间及主题公园景观设计、住宅及商业地产景观设计等业务,范围辐射上海、北京、广州、深圳、香港、澳门等国内主要城市及菲律宾,代表作品有香港海洋公园二期、北京奥运会水上公园、北京奥运选手村等; 2、从体量上看,2010-2012年,公司平均收入 1.78 亿港币,平均净利润 3143 万港币,净利率为 17.7%; 3、本次收购最终确定泛亚国际 100%股权价格 31426.8 万港币,相当于 10 倍 PE,对应 34%的交易股比,本次交易价确定为 10,685 万港元,对比目前 A 股市场园林股估值,收购价格不高。

**业绩承诺凸显公司重视回款,团队承诺有助于业务稳定:** 1、业绩承诺: 2013 年-2015 年,泛亚国际的合并经营性现金流净额较过去三年平均值逐年的增长率不低于 12%; 2016 年-2018 年,年均经营性现金净额下滑幅度较 2015 年不得超过 20%。如实情未能达至上述目标,出让方须向受让方支付有关差额的 34%。2、管理团队承诺: 刘兴达先生、陈奕仁先生及该公司主要骨干成员将签署一份确认函确认其将继续为泛亚国际服务至 2018 年 12 月 31 日止,并在任职期间与离任后一年内不直接或间接从事与泛亚国际有竞争性的业务。3、此次业绩承诺条件凸显出公司重视回款质量,是公司一贯稳健风格的体现,在资金面收紧大背景下,保证了回款,也就保证了业务的延续性; 4、轻资产,设计类公司的核心在于人,泛亚国际管理团队承诺在未来 5 年保持稳定,这对于公司长期稳定发展打下了良好基础。

**期待后续业务协同,帮助公司进一步拓展市政领域:** 1、公司是地产园林领域龙头公司,在原有业务保持稳健增长基础上,也开始逐步涉足市政园林,5 月份公告与广州南沙开发区管理委员会、鼎晖投资及广东建华置地合作,共同投资开发明珠湾区珠江区域,将为公司后续提供广阔市场空间; 2、此次投资泛亚国际 34%股权,一方面有助于公司整合上下游资源,衔接产业链,为客户提供“总规划—建筑设计—园林设计—园林施工”一体化服务,一方面后续双方协同效应的产生,将给双方带来更多订单。

**对于园林行业观点:** 1、受益于生态文明建设,长期看好园林行业发展,从日本历史发展规律看,污染较重时期也正是园林绿化发展最快的时期; 2、三季度以后,龙头园林公司基本面相比前三季度逐步好转,东方园林增发落实,铁汉生态三四季度接单量快速上升,旺季到来,各家公司施工进度也在加快; 3、标的选择上,更倾向于业绩稳定,在手资金较为充裕的园林公司。

### 投资建议

预计 2013-2015 年 EPS 分别为 0.57、0.80、1.03 元,分别对应 30、21、17 倍估值水平,维持“增持”评级。

图表1: 三张报表

损益表 (人民币百万元)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	861	1,309	1,851	2,490	3,369	4,367
增长率		52.0%	41.4%	34.5%	35.3%	29.6%
主营业务成本	-630	-957	-1,367	-1,856	-2,492	-3,225
% 销售收入	73.2%	73.2%	73.8%	74.5%	74.0%	73.8%
毛利	231	351	484	634	877	1,142
% 销售收入	26.8%	26.8%	26.2%	25.5%	26.0%	26.2%
营业税金及附加	-30	-46	-60	-78	-106	-138
% 销售收入	3.5%	3.5%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%
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	-129	-102	-142	-174	-236	-306
% 销售收入	15.0%	7.8%	7.7%	7.0%	7.0%	7.0%
息税前利润 (EBIT)	71	203	282	381	535	699
% 销售收入	8.2%	15.5%	15.2%	15.3%	15.9%	16.0%
财务费用	-3	0	21	-5	-15	-22
% 销售收入	0.3%	0.0%	-1.1%	0.2%	0.5%	0.5%
资产减值损失	2	-3	-20	-6	-10	-15
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	11	12
% 税前利润	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	2.0%	1.7%
营业利润	71	201	283	371	520	674
营业利润率	8.2%	15.3%	15.3%	14.9%	15.4%	15.4%
营业外收支	0	1	5	5	5	5
税前利润	71	201	288	376	525	679
利润率	8.2%	15.4%	15.6%	15.1%	15.6%	15.5%
所得税	-22	-33	-48	-56	-79	-102
所得税率	31.2%	16.4%	16.6%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	49	168	240	320	447	577
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净:	49	168	240	320	447	577
净利率	5.7%	12.8%	13.0%	12.8%	13.3%	13.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	49	168	240	320	447	577
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	2	9	28	16	27	38
非经营收益	5	1	-1	21	23	22
营运资金变动	33	-139	-525	-642	-494	-566
经营活动现金净流	88	38	-258	-286	2	71
资本开支	-18	-8	-147	-158	-255	-255
投资	0	0	0	96	0	0
其他	0	0	0	0	11	12
投资活动现金净流	-18	-8	-147	-62	-244	-243
股权募资	18	0	1,269	0	0	0
债权募资	0	0	0	700	0	1
其他	-3	-9	-54	-26	-111	-111
筹资活动现金净流	15	-9	1,215	674	-111	-110
现金净流量	85	22	811	327	-353	-283

来源: 国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	134	164	974	1,301	948	665
应收款项	156	212	501	640	858	1,102
存货	134	251	583	1,144	1,536	1,988
其他流动资产	7	7	20	20	26	33
流动资产	431	633	2,078	3,105	3,368	3,787
% 总资产	95.3%	96.3%	92.3%	93.1%	87.7%	84.2%
长期投资	0	0	96	0	0	0
固定资产	15	19	66	207	443	674
% 总资产	3.4%	2.8%	2.9%	6.2%	11.5%	15.0%
无形资产	4	4	6	18	25	32
非流动资产	21	24	173	230	473	710
% 总资产	4.7%	3.7%	7.7%	6.9%	12.3%	15.8%
资产总计	452	657	2,252	3,334	3,841	4,498
短期借款	0	0	26	26	26	26
应付款项	128	157	282	337	454	587
其他流动负债	15	23	38	119	135	153
流动负债	143	180	346	482	615	766
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	26	26	0	700	700	700
负债	169	206	346	1,182	1,315	1,467
普通股股东权益	283	451	1,905	2,152	2,526	3,030
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	452	657	2,252	3,334	3,841	4,498

比率分析

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
每股指标						
每股收益	0.372	1.283	0.859	0.572	0.799	1.032
每股净资产	2.161	3.445	6.817	3.850	4.519	5.421
每股经营现金净流	0.675	0.293	-0.922	-0.511	0.004	0.127
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	17.19%	37.26%	12.61%	14.85%	17.68%	19.04%
总资产收益率	10.76%	25.57%	10.67%	9.58%	11.63%	12.83%
投入资本收益率	15.78%	35.64%	12.18%	11.26%	13.98%	15.81%
增长率						
主营业务收入增长率	66.75%	52.01%	41.43%	34.54%	35.30%	29.61%
EBIT增长率	-6.48%	186.92%	38.66%	35.21%	40.31%	30.62%
净利润增长率	-8.57%	245.47%	42.85%	33.03%	39.77%	29.18%
总资产增长率	40.52%	45.36%	242.47%	48.09%	15.19%	17.11%
资产管理能力						
应收账款周转天数	58.7	46.3	65.4	85.0	85.0	85.0
存货周转天数	60.0	73.4	111.3	225.0	225.0	225.0
应付账款周转天数	43.1	31.0	37.8	32.0	32.0	32.0
固定资产周转天数	6.6	5.2	13.0	15.7	15.5	14.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-38.25%	-30.54%	-49.75%	-26.72%	-8.77%	2.06%
EBIT利息保障倍数	25.8	-413.9	-13.3	82.5	35.1	32.0
资产负债率	37.41%	31.36%	15.38%	35.46%	34.23%	32.62%

**历史推荐和目标定价(人民币)**

	日期	评级	市价	目标价
1	2012-07-31	增持	27.21	N/A
2	2013-02-25	增持	32.32	N/A
3	2013-08-23	增持	13.96	N/A

来源：国金证券研究所



**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作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	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-83831378
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 6793	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD