

2013年12月25日

证券研究报告·公司研究·建筑建材

增持(维持)

当前价: 15.72元



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

普邦园林(002663)动态跟踪报告

多轮驱动, 快速成长

投资要点

- **加强地产园林传统优势领域, 市政园林业务弹性大。**(1) 构建地产平台, 大客户战略成效显著: 2013年上半年, 公司前5大客户营业收入占比为45.8%; 通过大客户战略合作, 一方面规避应收账款风险, 另一方面与大客户共同成长。业务主要来自于万科、保利等大型地产企业, 地产行业集中度提升, 将推动公司地产园林业务市场占有率的提升。(2) 积极布局市政园林项目: 作为市政园林的初进入者, 公司目前以收款保障能力强的中小项目为主。短平快的项目, 有助于公司锻炼团队, 同时加快资金周转、规避风险, 预计年内市政园林订单在5-6亿元左右。2014年市政园林业务的增长, 取决于广州南沙项目的落地情况。
- **设计能力加强, 产业链持续完善。**公司通过并购加强设计能力, 5月收购广东城建达设计院90%股权、12月拟收购泛亚环境34%股权, 在巩固公司地产园林设计优势的同时, 加强规划、市政园林设计能力, 带动市政园林、生态修复工程业务; 通过产业链拓展, 提高订单承接能力。考虑到园林产业的核心竞争力在于两端, 即设计带动施工、苗木资源属性凸显; 因此我们预计未来公司有拓展苗木基地的需要。
- **创新模式推动跨越式成长, 股权激励效应持续释放。**(1) 5月公司签订广东南沙新区开发基金投资服务协议, 一期规划总金额160亿元, 用于启动区建设开发。该项目以投资方式推动市政业务发展, 公司是项目唯一的园林工程企业, 将负责园林建设, 预计2014年项目落地将为公司带来丰厚订单。(2) 公司合资设立小额贷款公司, 为优势小企业和供应商提供小额贷款支持, 有助于培育供应链。(3) 在手货币资金11亿元, 为公司成长提供丰厚的资金支持。(4) 9月股权激励授予完成, 解锁条件为2013-2016年净利润相对于2012年分别增长27%、60%、120%、200%, 4年复合增速32%。
- **估值与评级:** 预计2013-2015年公司EPS分别为0.56元、0.76元、1.01元, 对应2014年动态PE20.7倍; 同时考虑到公司在手资金丰厚、股权激励效应释放、广州南沙项目落地预期等因素, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 房地产调控力度超预期; 项目落地、执行、应收款回收低于预期; 异地扩张进度低于预期。

指标年度	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	1850.81	2414.23	3218.91	4253.80
增长率	41.43	30.44	33.33	32.15
归属母公司净利润(百万元)	240.19	314.38	423.86	564.06
增长率	42.85	30.89	34.82	33.08
每股收益EPS(元)	0.43	0.56	0.76	1.01
PE	36.58	27.95	20.73	15.58
PB	4.61	3.86	3.17	2.56

数据来源: 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 徐永超

执业证号: S1250512110002

电话: 010-57631186

邮箱: xychao@swsc.com.cn

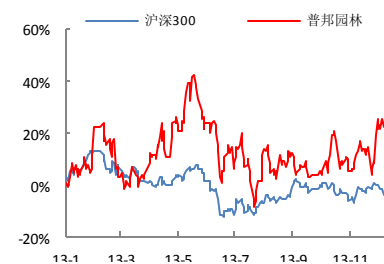
分析师: 贺众营

执业证号: S1250512110001

电话: 010-57631225

邮箱: hzy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

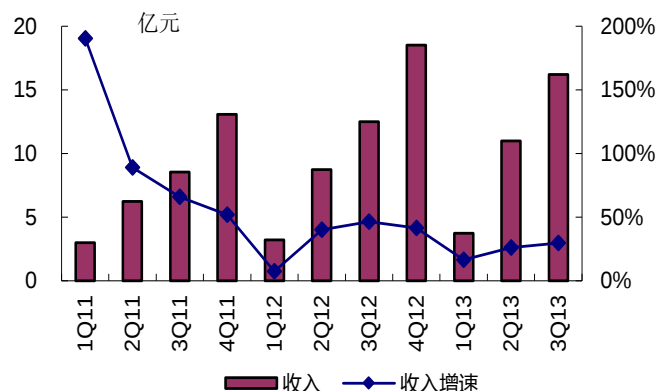
基础数据

总股本(亿股)	5.59
流通A股(亿股)	2.48
52周内股价区间(元)	12.33-19.67
总市值(亿元)	87.87
总资产(亿元)	30.86
每股净资产(元)	3.68

相关研究

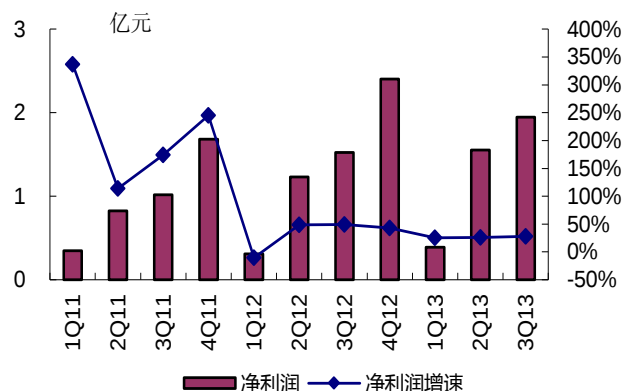
1. 普邦园林(002663): 业绩保持稳定增长 (2013-08-26)

图 1: 2011-2013 年营业收入



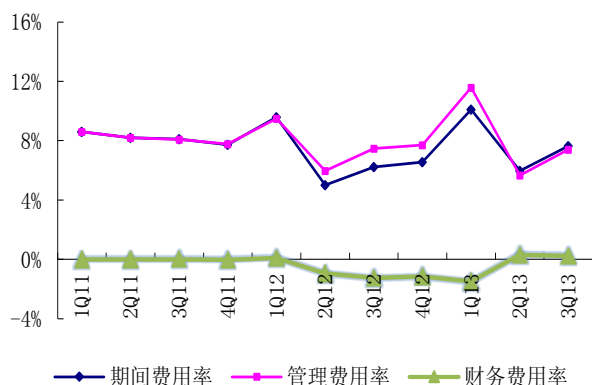
数据来源: 公司公告, 西南证券

图 2: 2011-2013 年净利润



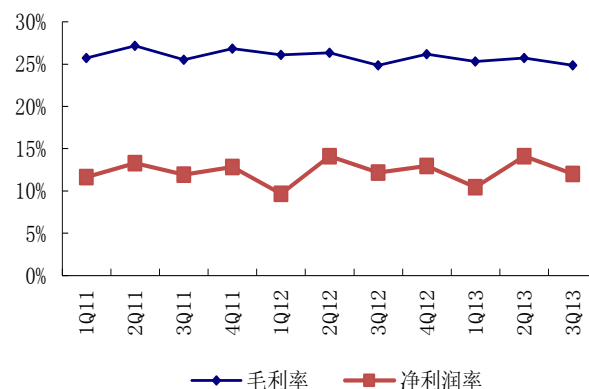
数据来源: 公司公告, 西南证券

图 3: 财务费用率有所上升



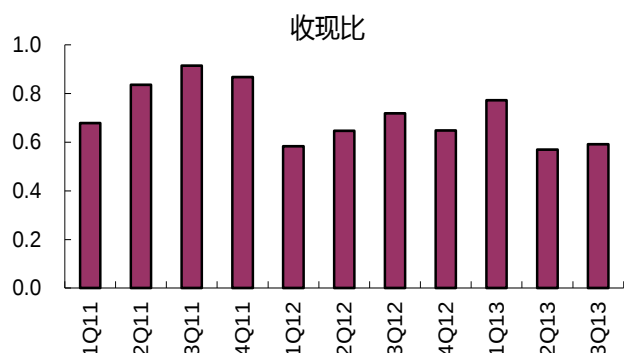
数据来源: 公司公告, 西南证券

图 4: 毛利率、净利润率基本保持稳定



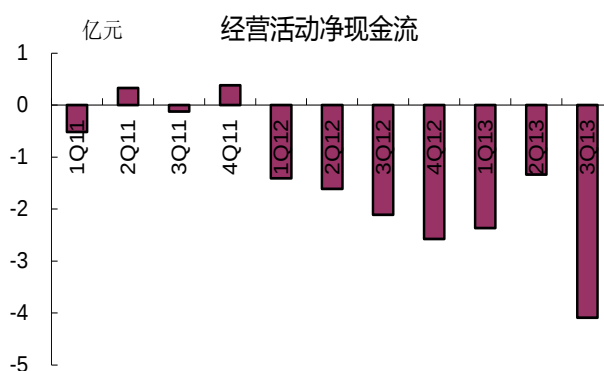
数据来源: 公司公告, 西南证券

图 5: 收现比同比下降



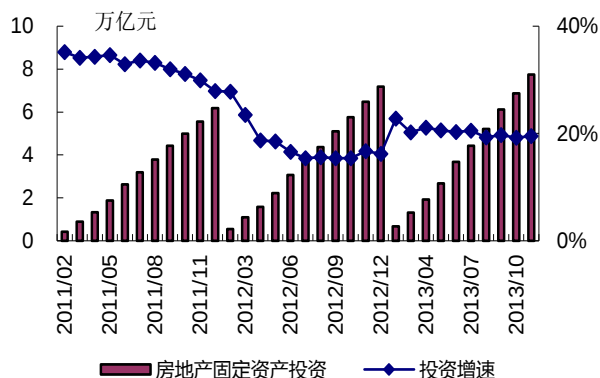
数据来源: 公司公告, 西南证券

图 6: 经营活动现金流出加快



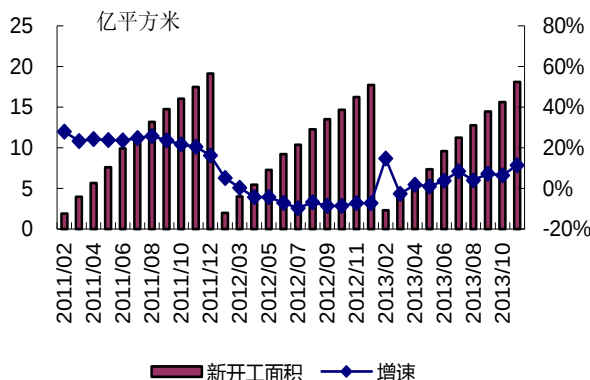
数据来源: 公司公告, 西南证券

图 7: 房地产行业固定资产投资



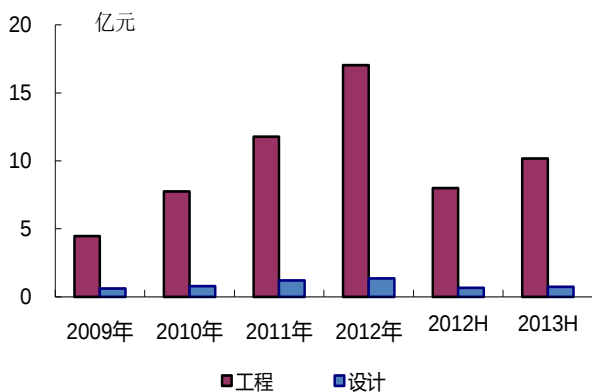
数据来源: 公司公告, 西南证券

图 8: 房屋新开工面积



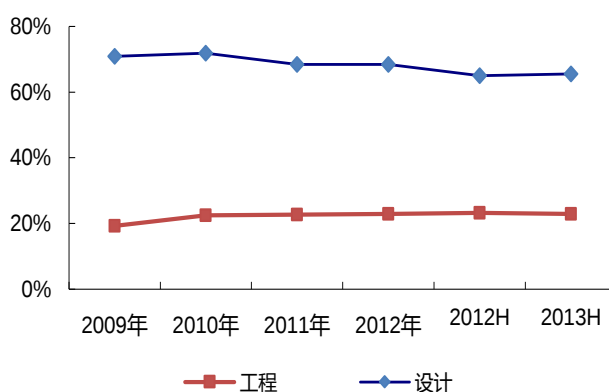
数据来源: 公司公告, 西南证券

图 9: 营业收入-以工程施工为主



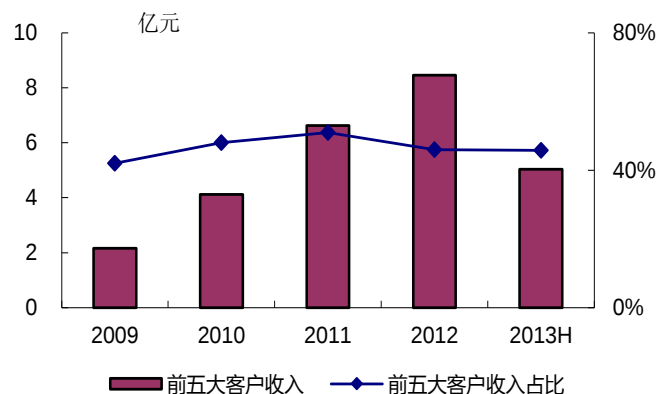
数据来源: 公司公告, 西南证券

图 10: 工程施工毛利率稳步提升



数据来源: 公司公告, 西南证券

图 11: 公司前 5 大客户收入占比



数据来源: 公司公告, 西南证券

附录：财务预测表 (单位：百万元)

资产负债表					利润表				
单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E	单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	2,066	3,110	3,795	4,681	营业收入	1,851	2,414	3,219	4,254
现金及等价物	974	1,740	2,060	2,498	营业成本	1,367	1,798	2,397	3,170
应收帐款	482	604	765	960	营业税金及附加	60	74	97	125
存货	583	729	923	1,160	营业费用	-	-	-	-
其它流动资产	27	37	48	63	管理费用	142	163	214	277
非流动资产	173	185	196	204	财务费用	-21	0	1	1
长期股权投资	-	-	-	-	资产减值损失	20	5	6	9
固定资产及其他	168	180	189	196	公允价值变动收益	-	-	-	-
非营业投资	-	-	-	-	投资净收益	-	-	-	-
递延所得税资产	5	6	7	8	营业利润	283	374	505	673
资产总计	2,252	3,295	3,991	4,885	营业外收入	5	4	4	4
流动负债	346	322	410	517	营业外支出	0	1	1	1
短期借款	-	-	-	-	利润总额	288	377	508	676
应付帐款	191	185	235	295	所得税	48	62	84	111
预收账款	55	53	68	85	净利润	240	314	424	564
其它流动负债	101	84	108	138	少数股东损益	-	-	-	-
非流动负债	-	711	823	952	归属母公司净利润	240	314	424	564
长期借款	-	705	815	941	EBITDA	274	453	608	807
其它非流动负	-	6	8	11	摊薄 EPS (元)	0.43	0.56	0.76	1.01
负债合计	346	1,033	1,233	1,469	主要财务比率				
少数股东权益	-	-	-	-		2012	2013E	2014E	2015E
归属于母公司所有者	1,905	2,274	2,770	3,428	成长能力				
负债和股东权益	2,252	3,295	3,991	4,885	营业收入	41.43%	30.44%	33.33%	32.15%
					营业利润	41.24%	31.84%	35.10%	33.27%
					归属母公司净利润	42.85%	30.89%	34.82%	33.08%
					获利能力				
					毛利率	26.17%	25.53%	25.54%	25.48%
					净利率	12.98%	13.02%	13.17%	13.26%
					ROE	20.38%	15.04%	16.81%	18.20%
					偿债能力				
					资产负债率	15.38%	31.34%	30.90%	30.08%
					流动比率	5.97	9.65	9.26	9.05
					速动比率	4.26	7.35	6.97	6.76
					营运能力				
					总资产周转率	1.27	0.87	0.88	0.96
					应收帐款周转率	5.50	4.44	4.70	4.93
					应付帐款周转率	10.02	9.56	11.41	11.97
					每股指标 (元) (按发行后)				
					每股收益	0.43	0.56	0.76	1.01
					每股经营现金	-0.49	0.19	0.41	0.59
					每股净资产	3.41	4.07	4.96	6.13
					估值比率				
					P/E	36.58	27.95	20.73	15.58
					P/B	4.61	3.86	3.17	2.56
现金流量表									
单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E					
经营活动现金流	-272	106	229	332					
净利润	228	369	496	658					
折旧和摊销	7	9	11	13					
财物费用	-21	0	1	1					
投资收益	-	-	-	-					
营运资本变动	-503	-282	-285	-349					
资产减值准备	20	5	6	9					
公允价值变动	-	-	-	-					
投资活动现金流	-153	-20	-20	-20					
资本支出	-153	-20	-20	-20					
其它	-	-	-	-					
筹资活动现金流	1,247	680	111	126					
权益性融资	1,226	-0	0	0					
负债净变化	-	680	111	127					
财务费用	21	-0	-1	-1					
现金净增加额	822	766	320	438					

数据来源：西南证券

独立性与免责声明

本报告主要作者具有证券分析师资格，报告所采用的数据均来自合法、合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，研究过程及结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对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。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，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。本报告版权归西南证券所有，仅限内部使用，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

西南证券研究发展中心

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼
邮编：400023
电话：（023）63725713
网站：www.swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：（010）57631234
邮箱：research@swsc.com.cn