

一体化雏形初显，布局完备再出发

买入 维持

目标价格：21.9元

- **13 年报业绩基本符合预期，销售净利率略有回落。**公司 2013 实现营业收入 23.93 亿元，同比增长 29.32%，归属于上市公司股东净利润 3.05 亿元，同比增速 26.92%，实现 EPS 0.55 元，同比增长 19.57%，基本符合我们预期。报告期公司综合毛利率和销售净利率分别回落 0.3pct、0.23pct 至 25.87%、12.75%，公司综合毛利率回落主要是设计业务毛利率环比下降 5.51pct 引致；同时，去年 5 月发行公司债利息费用计提使财务费用率提升 1.57pct，是净利率回落的主要原因。同期管理费用率和资产减值损失率分别降低 0.48pct、0.7pct 对冲了部分财务费用率上升影响。分季度看，公司 4 季度营收与净利分别同增 28.38%、25.54%，环比分别增长 47.97%、179.41%。
- **应收帐款净额同比增加 38.01%，收现比提高 12.67pct。**公司 4 季度新增应收账款 0.96 亿元至 6.52 亿元，占营业收入比 29.4%，占比同比提升 3.34pct，环比提升 4.91pct，应收款净额同比增长 38.01%，高于同期收入增速。报告期实现经营现金流净额-3.31 亿元，同比降低 28.38%，但收现比与 12 年期末相比提高 12.67pct 至 63.94%，付现比则提升 11.63pct 至 76.66%，我们认为经营现金流的恶化更多来源于公司对上游资金占用比例的降低。
- **股权激励完善，管理整固与创新模式奠定新一轮成长期。**13 年公司地产园林新签订单稳健增长，市政园林拓展取得重大突破，13 年实现营收 0.86 亿元。设计实力大幅增强，先后收购城建达 90% 股权与泛亚国际 34% 股权，设计产业链初具雏形。区域扩张持续推进，报告期新设北京、上海、成都等 13 个分公司，全国布局基本完成。公司管理标准化、精细化，工序专业化、模块化将为规模扩张和效率提升奠定基础。公司大客户战略有助于订单平稳并平滑业绩波动，同时在市政领域创新出“政府+产业基金+地产企业+园林企业”新模式。报告期内股权激励方案顺利获批并实施：隐含未来 4 年净利复合增长需求达 31.6%。公司在手资金充足、加杠杆的能力与动力皆备，期末资产负债率 35.85%、货币资金 14.12 亿元，有望在新一轮扩张中占得先机。
- **盈利预测及投资评级：**基于公司战略规划和近期的在手订单情况，我们微调了公司盈利预测，预计 2014/15/16 年 EPS 分别为 0.73/1.00/1.41 元，未来 3 年 CAGR37.14%，根据行业可比估值及公司成长性，给予 14 年 30 倍 PE，目标价 21.9 元，维持“买入”评级。

建筑工程研究小组

分析师：

鲍荣富(S1180513070004)

电话：021-51782230

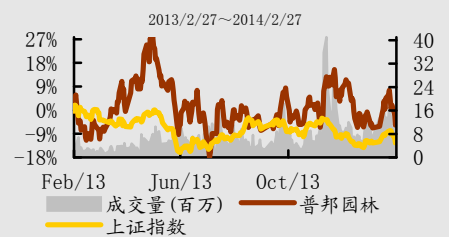
Email: baorongfu@hysec.com

傅盈(S1180513100001)

电话：021-51782238

Email: fuying@hysec.com

市场表现



相关研究

《2014.2.23 周报_重点推荐苏文科、围海股份、普邦园林、中国海诚、延华智能及装饰板块》

2014/1/9

《公司深度报告 * 普邦园林：路遥知马力，扶摇上青云 * 002663 * 建筑工程行业》

2014/1/9

《公司季报点评 * 普邦园林：业绩增长平稳，管理奠定发展基础 * 002663 * 建筑工程行业》

2013/12/09

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	1850.81	2393.43	3107.70	4123.31	5548.36
增长率(%)	41.43	29.32	29.84	32.68	34.56
归母净利润(百万)	240.19	304.85	409.85	558.86	786.26
增长率(%)	42.85	26.92	34.44	36.36	40.69
每股收益	0.43	0.55	0.73	1.00	1.41
市盈率	33.2	26.2	19.5	14.3	10.2

资产负债表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	3047	3928	5201	6994
现金	1111	1554	2062	2774
应收账款	652	876	1163	1565
其它应收款	187	152	202	272
预付账款	9	14	18	25
存货	1034	1273	1679	2256
其他	54	59	77	103
非流动资产	351	640	736	779
长期投资	60	60	60	60
固定资产	89	324	457	518
无形资产	5	8	11	16
其他	196	248	207	185
资产总计	3398	4568	5937	7774
流动负债	518	1279	2089	3139
短期借款	0	657	1330	2147
应付账款	304	370	458	615
其他	214	251	301	376
非流动负债	700	700	700	700
长期借款	0	0	0	0
其他	700	700	700	700
负债合计	1218	1979	2789	3839
少数股东权益	4	4	4	4
股本	559	559	559	559
资本公积	982	982	982	982
留存收益	635	1045	1604	2390
归属母公司股东权益	2176	2586	3144	3931
负债和股东权益	3398	4568	5937	7774

现金流量表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	-331	93	-5	41
净利润	305	410	559	786
折旧摊销	14	20	34	43
财务费用	-1	3	39	78
投资损失	-0	-0	-0	-0
营运资金变动	-691	-351	-638	-875
其它	43	12	2	9
投资活动现金流	-155	-305	-111	-67
资本支出	49	300	105	60
长期投资	-108	0	0	0
其他	-213	-5	-6	-7
筹资活动现金流	611	655	623	739
短期借款	0	657	673	817
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	279	0	0	0
资本公积增加	-272	0	0	0
其他	604	-2	-49	-78
现金净增加额	126	443	508	713

资料来源：宏源证券研究所，单位：百万元

利润表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	2393	3108	4123	5548
营业成本	1774	2314	3053	4102
营业税金及附加	75	90	111	128
营业费用	0	0	0	0
管理费用	173	202	247	305
财务费用	-1	3	39	78
资产减值损失	9	11	13	17
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	364	488	659	919
营业外收入	4	5	5	5
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	367	492	664	923
所得税	62	82	105	137
净利润	305	410	559	786
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	305	410	559	786
EBITDA	376	511	733	1040
EPS (元)	0.55	0.73	1.00	1.41

主要财务比率

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	29.3%	29.8%	32.7%	34.6%
营业利润	28.4%	34.0%	35.2%	39.3%
归属于母公司净利润	26.9%	34.4%	36.4%	40.7%
获利能力				
毛利率	25.9%	25.5%	26.0%	26.1%
净利率	12.7%	13.2%	13.6%	14.2%
ROE	14.0%	15.9%	17.8%	20.0%
ROIC	18.0%	17.8%	19.6%	21.9%
偿债能力				
资产负债率	35.8%	43.3%	47.0%	49.4%
净负债比率	0.7%	33.5%	47.9%	56.1%
流动比率	5.89	3.07	2.49	2.23
速动比率	3.89	2.08	1.69	1.51
营运能力				
总资产周转率	0.85	0.78	0.78	0.81
应收账款周转率	4	4	4	4
应付账款周转率	7.17	6.86	7.37	7.64
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.55	0.73	1.00	1.41
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.59	0.17	-0.01	0.07
每股净资产(最新摊薄)	3.89	4.63	5.63	7.03
估值比率				
P/E	26.18	19.48	14.28	10.15
P/B	3.67	3.09	2.54	2.03
EV/EBITDA	20	15	10	7

作者简介:

鲍荣富: 宏源证券研究所建筑工程行业研究员，复旦大学经济学硕士。

五年房地产开发企业从业经历。2012年《新财富》最佳分析师建筑工程行业第一名（团队成员），2013年水晶球第二名，新财富建筑工程行业第六名。

傅盈: 宏源证券研究所建筑工程行业研究员，工科硕士，四年建筑工程行业从业经历；2013年水晶球第二名，新财富建筑工程行业第六名。

机构销售团队

		姓名	手机号	手机号	邮箱
公募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		陈紫超	010-88085798	13811637082	chenzichao@hysec.com
	上海片区	李冠英		13918666009	liguanying@hysec.com
		奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴蓓		18621102931	wubei@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
孙婉莹		0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com	
周迪		0755-33352262	15013826580	zhouidi@hysec.com	
机构	上海保险/私募	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。