

普邦园林 (002663): 政策利好, 业绩成长确定, 安全边际明显

推荐 (维持)

建筑装饰

报告日期: 2014 年 5 月 30 日

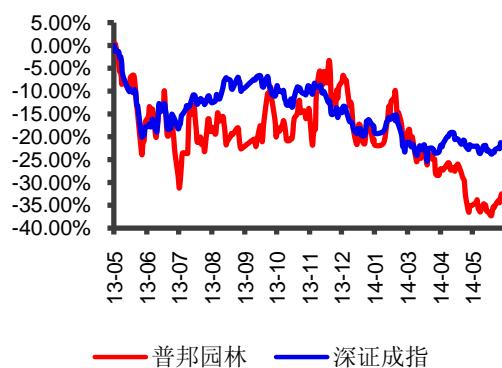
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	2393	3111	4107	5257
(+/-)	29.32%	30.00%	32.00%	28.00%
营业利润	364	478	636	805
(+/-)	28.40%	31.38%	33.09%	26.56%
归属母公司净利润	305	397	530	670
(+/-)	26.92%	30.29%	33.41%	26.42%
EPS (元)	0.55	0.71	0.95	1.20
PE (倍)	21	17	12	10

公司基本情况 (最新)

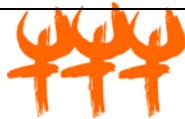
总股本/流通股(万股)	55,898 / 24,686
流通 A 股市值(亿元)	29.13
每股净资产(元)	3.89
资产负债率(%)	35.85

股价表现 (最近一年)



研究员 赵雷
执业证书编号 S1050511070003
021-51793721
zhaolei@cfsc.com.cn
华鑫证券有限责任公司
上海市徐汇区肇嘉浜路750号

- 公司总部位于华南, 华南也是营业收入最大来源区域。但公司也在不断扩张经营区域, 目前公司除在华南区域以外, 在华北、华东、华中和西南区域都设有分公司。随着公司向其他区域的扩张, 华南以外地区的营业收入占比逐年增加。
- 2011 年全国城市园林绿化企业前 50 位的总收入约为 335 亿元, 其中收入超过 10 亿元的仅有 5 家企业, 市场集中度较低。我们认为随着龙头企业布局全国策略的展开, 将助推原本绿化程度相对较低区域的发展, 为龙头企业带来新的增长机遇。
- 2007 年, 国家首次提出了“建设生态文明, 基本形成节约能源资源和保护生态环境的产业结构、增长方式、消费模式”的园林建设理念。2012 年 11 月, 中国共产党第十八次全国代表大会报告提出“要把生态文明建设放在突出地位。我们认为随着国家对环境治理方面重视程度的逐步提升以及政策利好的逐步落实, 园林绿化将充分受益, 其中具有较强竞争力和跨区域布局的企业将实现加速成长。
- 随着受房地产调控、自身周期以及人口年龄分布等问题的影响, 房地产行业发展可能有所放缓, 但我们认为园林企业通过加大对地产业务的深耕, 以及拓展市政园林和旅游园林业务, 将能有效化解房地产业务放缓带来的风险。
- 公司的收购将提升公司全产业链覆盖能力, 同时增强拿单能力, 非公开发行行为公司提供了充足的资金支持, 有助于公司不断扩大业务规模。而股权激励将使得内部人员同心一致, 实现协同效应。公司总体盈利能力将得到进一步增强。
- 我们认为目前公司股价较低, 29 日收盘价仅为 12.14 元, 低于增发价格以及股权激励价格, 我们认为公司全年业绩有望实现股权激励要求, 目前估值对比自身历史也处于低位。给予公司三年 EPS 分别为 0.71、0.95 和 1.2 元, 维持“推荐”投资评级, 维持 5 月 26 日给出的 6 个月目标价 13.45 元 (26 日给出 13.57 元, 13.45 为考虑权益分配调整后价格)。



目 录

1. 区域不断扩张的园林龙头企业.....	3
2. 行业集中度低, 分布不均, 龙头有望保持长期增长.....	4
3. 政策利好助推行业发展	7
4. 城镇化推进提升园林需求.....	8
5. 收购、激励以及增发提升盈利能力.....	8
6. 投资策略.....	9

图表目录

图表 1 园林行业产业链.....	3
图表 2 公司业务收入结构.....	4
图表 3 公司地产业务前 5 客户收入 (亿元)	4
图表 4 2000 年-2011 年我国城市绿地情况	6
图表 5 我国城市绿地区域分布(公顷)	6
图表 6 园林绿化一级资质企业数量分布	6
图表 7 县城建成区绿地率 (%)	7
图表 8 园林绿化资金维持支出 (万元)	7
图表 9 城市园林绿化固定资产投资完成额 (亿元)	7
图表 10 污染治理园林绿化投资额 (亿元)	7
图表 11 我国商品房销售面积同比 (%)	8
图表 12 公司今年一季度业绩.....	9

表格 1 公司业务收入区域分布	3
表格 2 城市园林绿化企业资质等级标准	5
表格 3 风景园林工程设计专项资质	5
表格 4 公司股权激励	8
表格 5 非公开发行项目	9
表格 6 行业一季度盈利及涨跌幅	10
表格 7 园林企业上半年业绩预告	10
表格 8 公司盈利预测 (万元)	11



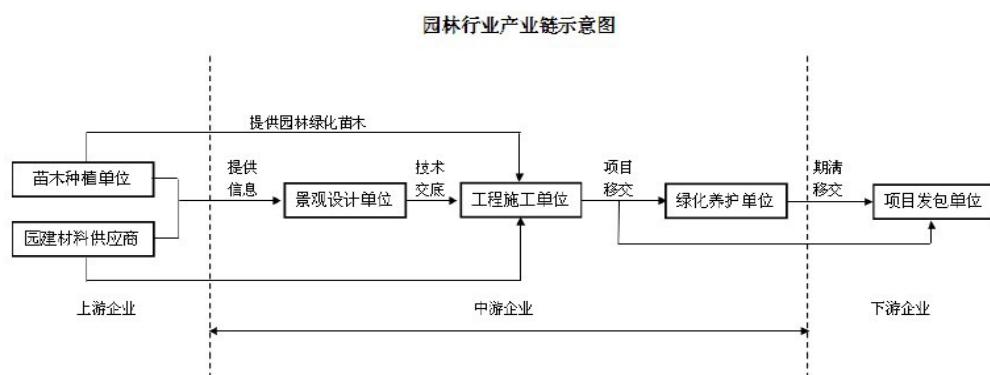
1. 区域不断扩张的园林龙头企业

公司是一家专门从事园林工程施工、园林景观设计、苗木种植以及园林养护的大型民营企业。主要从事园林工程施工、园林景观设计、苗木种植以及园林养护等业务，为住宅、旅游度假区和公共绿地等提供园林综合服务，具有国家城市园林绿化企业一级资质。公司项目多次获得荣誉奖项，获得中国风景园林学会“优秀园林绿化工程大奖”大金奖、“詹天佑土木工程大奖”等。公司是广东省风景园林协会和广州市城市绿化协会副会长单位，先后获得“2010年度全国城市园林绿化企业50强”、“广东省二十强优秀园林企业”等荣誉。

公司主要拥有的经营资质证书包括城市园林绿化一级资质、风景园林工程设计专项甲级资质和建筑设计甲级资质，排名全国园林绿化企业第4位，地产园林第二位。

公司所处行业产业链主要包含三块：上游企业。包括苗木种植和与园建材料供应；中游企业，包括景观设计、工程施工和绿化养护；下游企业，主要包括项目发包单位。公司主要业务集中于中游部分。

图表 1 园林行业产业链



数据来源：公司公告，华鑫证券研发部

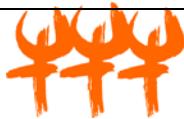
公司总部位于华南，华南也是营业收入最大来源区域。但公司也在不断扩张经营区域，目前公司除在华南区域以外，在华北、华东、华中和西南区域都设有分公司。随着公司向其他区域的扩张，华南以外地区的营业收入占比逐年增加。

表格 1 公司业务收入区域分布

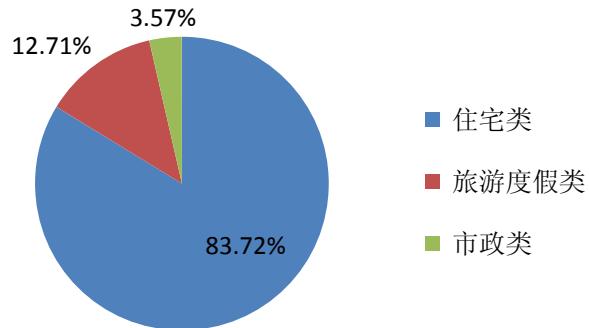
报告期	2013	2012	2011	2010	2009	2008
华南	52%	57%	58%	64%	69%	73%
华东	27%	27%	22%	15%	15%	16%
西南	9%	9%	8%	6%	6%	3%
华北	6%	2%	5%	7%	4%	2%
华中	5%	4%	5%	6%	3%	4%
东北	1%	1%	2%	2%	3%	2%

数据来源：公司公告，华鑫证券研发部

公司收入来源主要为地产园林业务，占比达到83%，旅游园林和市政园林占比相对较小，但未来随着公司加大对后两者的开拓力度以及重心的偏移，预期旅游园林和市政园林将成为公司业绩新的增长极。



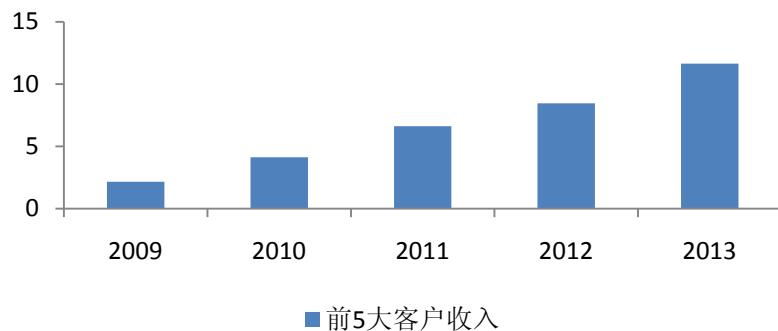
图表 2 公司业务收入结构



数据来源：公司公告，华鑫证券研发部

地产业务方面，公司应收较为集中，主要客户包括万科、保利、中信华南等知名房地产开发商。公司聚焦大客户的策略借势房地产龙头企业在行业里的优势地位，实现营业收入的快速增长，大客户收入占比不断提升。由于大客户一般资金实力较强，订单较为稳定，回款风险低，公司地产业务收入保持稳定增长。

图表 3 公司地产业务前 5 客户收入（亿元）

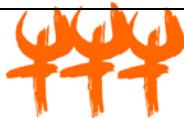


数据来源：公司公告，华鑫证券研发部

2. 行业集中度低，分布不均，龙头有望保持长期增长

根据《中国城市园林绿化企业经营状况调查报告（2010-2011 年度）》显示，经过近 20 年的发展，目前我国园林绿化行业的企业数量大致在 16,000 家左右，具有城市园林绿化壹级资质的企业共有 800 余家。我国园林绿化行业内，主要包括三个梯队的竞争主体，其中，第一梯队是具有城市园林绿化壹级资质和甲级设计资质，有实力开展大型项目且能跨区域经营的行业内龙头企业，约 10 余家左右；第二梯队是一些园林产业发达地区内综合实力相对较强的企业，一般也具有城市园林绿化壹级资质或贰级资质；第三梯队是众多区域性小型企业。

2011 年全国城市园林绿化企业前 50 位的总收入约为 335 亿元，其中收入超过 10 亿元的仅有 5 家企业，龙头东方园林市场份额不到 1.5%，市场集中度较低。此外园林企业也主要分布在东部和南部沿海省市。区域性的企业具有局部优势，但往往竞争较为激烈。而大型的规模化企业则能够布局全国，不断拓展市场，形成新的增长点，实现规模的持续增长。



表格 2 城市园林绿化企业资质等级标准

登记	主管部门	内容
一级	省、市、自治区建设行政主管部门初审，报国家住房和城乡建设部审批、发证	1、可承揽各种规模以及类型的园林绿化工程， 2、可承揽园林绿化工程中的整地、栽植及园林绿化项目配套的 500 平方米以下的单层建筑（工具间、茶室、卫生设施等）、小品、花坛、园路、水系、喷泉、假山、雕塑、广场铺装、驳岸、单跨 15 米以下的园林景观人行桥梁、码头以及园林设施、设备安装项目等。 3、可承揽各种规模以及类型的园林绿化养护管理工程。 4、可从事园林绿化苗木、花卉、盆景、草坪的培育、生产和经营。 5、可从事园林绿化技术咨询、培训和信息服务。
二级	省、市、自治区建设行政主管部门审批、发证、报国家住房和城乡建设部备案	1、同一级资质对应项，规模限制为不超过 1200 万元 2、同一级资质对应项，其中规模由 500 平方米和单跨 15 米下降为 200 平方米和单跨 10 米 3、同一级资质对应项 4、可从事园林绿化苗木、花卉、盆景、草坪的培育、生产和经营，园林绿化技术咨询和信息服务。
三级	所在地城市园林绿化行政主管部门审批、发证，报省、市、自治区建设行政主管部门备案	1、同一级资质对应项，规模限制为不超过 500 万元 2、可承揽园林绿化工程中的整地、栽植及小品、花坛、园路、水系、喷泉、假山、雕塑、广场铺装、驳岸、单跨 10 米以下的园林景观人行桥梁、码头以及园林设施、设备安装项目等。 3、同一级资质对应项 4、可从事园林绿化苗木、花卉、草坪的培育、生产和经营。

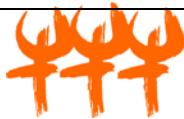
数据来源：华鑫证券研发部

表格 3 风景园林工程设计专项资质

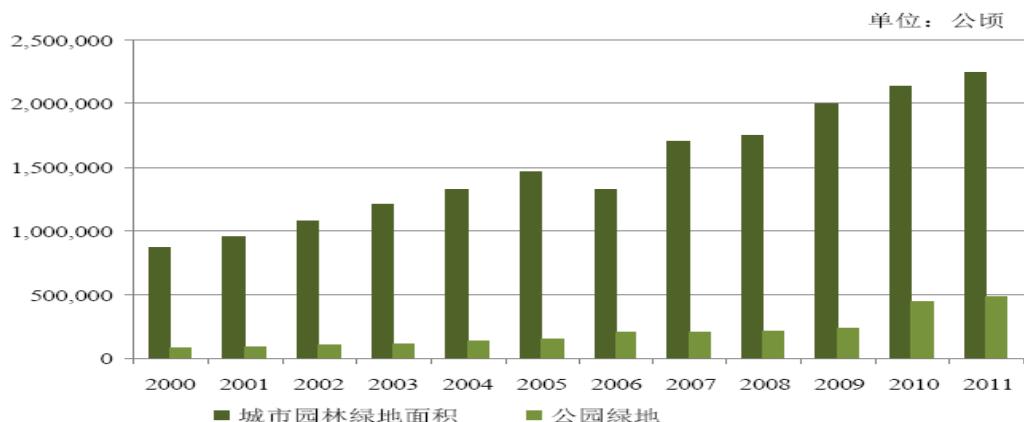
项目	甲级资质	乙级资质
审批、发证 主管部门	省市自治区建设行政主管部门预审，报国务院建设行政主管部门审批、发证	省市自治区建设行政主管部门审批、发证，报国务院建设行政主管部门备案
注册资本 经营范围	不少于 300 万元 可承接各类风景园林工程项目设计	不少于 100 万元 可承接投资额在 2,000 万元以下的风景园林工程项目设计

数据来源：华鑫证券研发部

近十几年以来，我国园林绿化面积持续增长。据国家统计局统计，截至 2011 年底，我国城市绿地面积达到 2,134,339 公顷，城市公园绿地 441,276 公顷，建成绿化覆盖率 38.6%。其中，公园绿地包括综合公园、社区公园、专类公园、带状公园和街旁绿地。



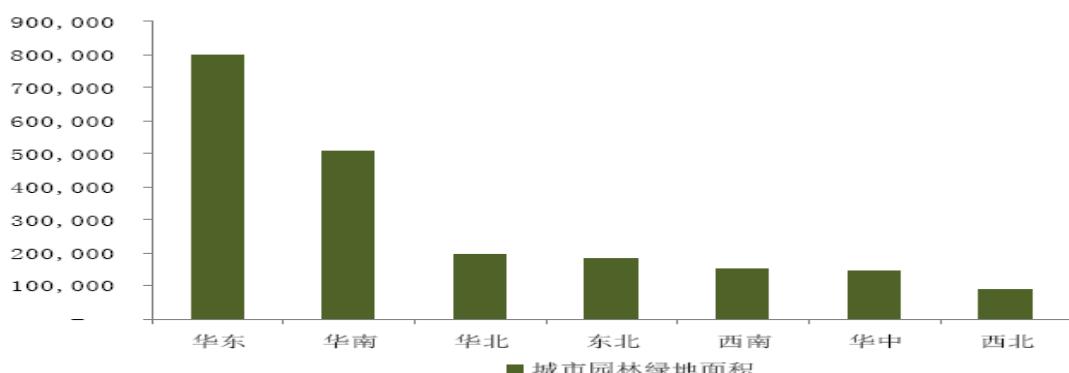
图表 4 2000 年-2011 年我国城市绿地情况



数据来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

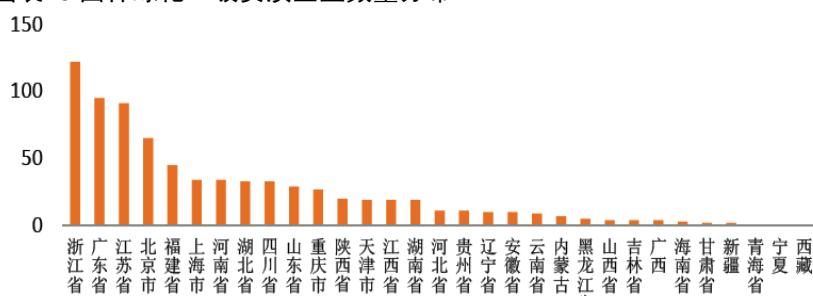
但由于我国国土面积较大，经济发展不均衡以及气候因素等方面影响，我国城市绿化程度以及绿化企业分布较为不均。我国华南和华东地区城市园林绿地面积较高，说明华南和华东城市园林绿化情况发展良好。在华南和华东，云集了大量的园林绿化企业，同时也拥有一批大规模的园林绿化企业，根据《中国城市园林绿化经营调查报告（2010-2011 年度）》统计，综合实力居全国前十名的园林绿化企业中，华南和华东地区共计有八家。我们认为随着龙头企业布局全国策略的展开，将助推原本绿化程度相对较低区域的发展，为龙头企业带来新的增长机遇。

图表 5 我国城市绿地区域分布 (公顷)

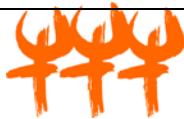


数据来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

图表 6 园林绿化一级资质企业数量分布



数据来源：华鑫证券研发部



3. 政策利好助推行业发展

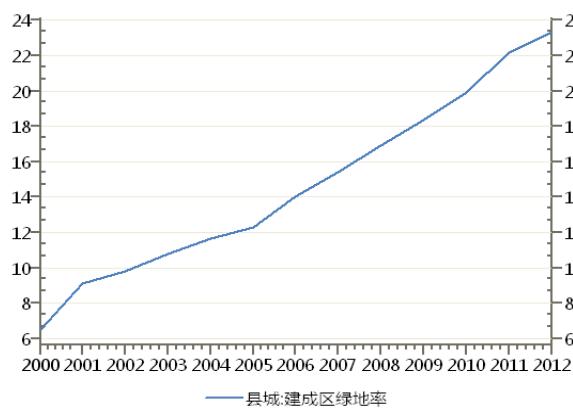
2007 年，国家首次提出了“建设生态文明，基本形成节约能源资源和保护生态环境的产业结构、增长方式、消费模式”的园林建设理念。2010 年 10 月，《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十二个五年规划的建议》中明确提出，要坚持把建设资源节约型、环境友好型社会作为加快转变经济发展方式的重要着力点；深入贯彻节约资源和保护环境基本国策，节约能源，降低温室气体排放强度，发展循环经济，推广低碳技术，积极应对气候变化，促进经济社会发展与人口资源环境相协调，走可持续发展之路。

2012 年 11 月，中国共产党第十八次全国代表大会报告提出“要把生态文明建设放在突出地位，融入经济建设、政治建设、文化建设、社会建设各方面和全过程，努力建设美丽中国，实现中华民族永续发展。”报告指出，“十二五”期间中国生态环保投入将达到 3.4 万亿元。

2013 年 12 月 13 日，国家发展改革委联合财政部、国土资源部、水利部、农业部、国家林业局制定了《国家生态文明先行示范区建设方案（试行）》，进一步明确了示范区建设的意义、要求、目标、任务和实施方案。《国家生态文明先行示范区建设方案（试行）》是十八届三中全会精神的延续。

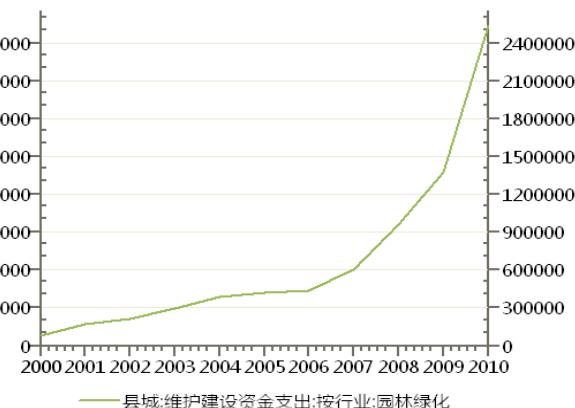
我们认为随着国家对环境治理方面重视程度的逐步提升以及政策利好的逐步落实，园林绿化将充分受益，其中具有较强竞争力和跨区域布局的企业将实现加速成长。

图表 7 县城建成区绿地率（%）



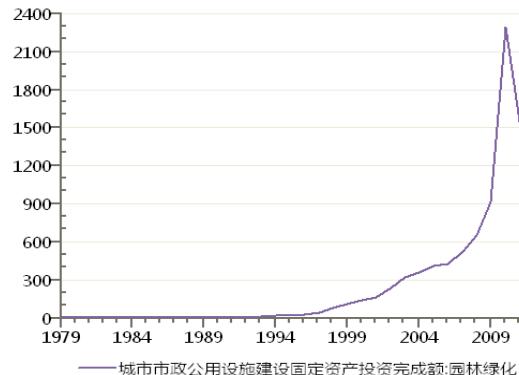
数据来源：wind 资讯，华鑫证券研发部

图表 8 园林绿化资金维持支出（万元）



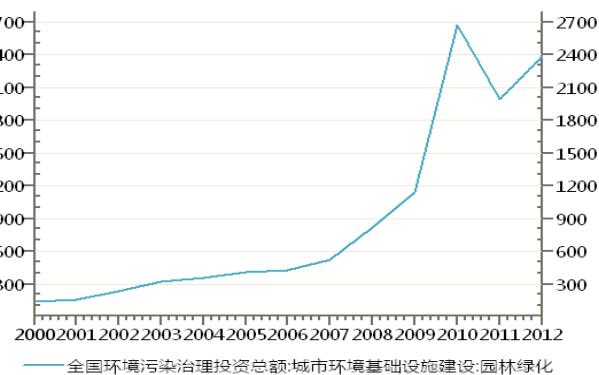
数据来源：wind 资讯，华鑫证券研发部

图表 9 城市园林绿化固定资产投资完成额（亿元）

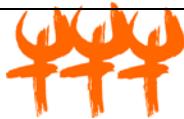


数据来源：wind 资讯，华鑫证券研发部

图表 10 污染治理园林绿化投资额（亿元）



数据来源：wind 资讯，华鑫证券研发部

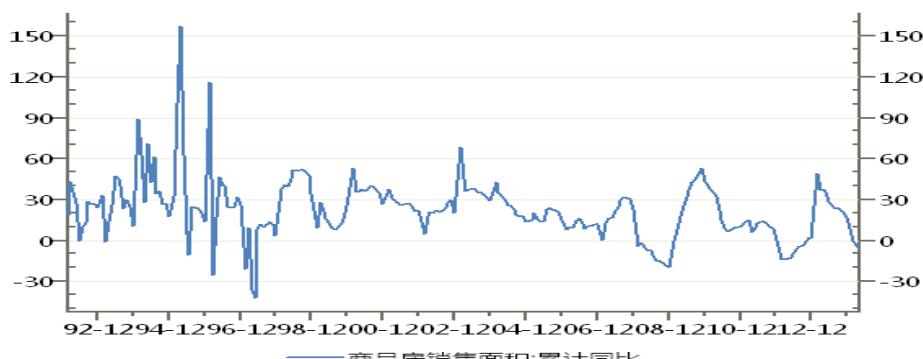


4. 城镇化推进提升园林需求

截至 2012 年末，我国的城市化率为 52.57% 左右，与发达国家平均 75% 的城市化率相比，还有很大的发展空间。根据国家统计局统计，截至 2012 年末，我国城镇人口约为 7.12 亿，到实现“全面小康”的 2020 年，城市化水平将达到 55%-60%，城镇居民将增长到 8 亿至 8.5 亿人，在此期间约有近 1 亿左右的新增城镇人口需要解决住房问题。同时原有城市人口同样存在改善住房条件的需求。2011 年末中国城镇居民人均住房面积已达 30 平方米。根据住建部要求，2020 年城镇居民的人均住房面积要达到 40 平方米，以 2020 年中国 8 亿城镇居民的保守数字计算，将增加住房面积 40 亿平方米。根据《城市绿化条例》和《城市绿化规划建设指标》规定，建居住区绿地占居住区总用地比例须达 30% 以上，一般一个地产项目中园林投资额占总额的 1-4% 左右。此外随着居民对生活环境要求的提升，园林景观也成为相应的受益者。

我们认为随着受房地产调控、自身发展周期以及人口年龄分布等问题的影响，房地产行业发展可能有所放缓，但我们认为园林企业通过加大对地产业务的深耕，以及拓展市政园林和旅游园林业务，将能有效化解房地产业务放缓带来的风险。

图表 11 我国商品房销售面积同比 (%)



数据来源：wind 资讯，华鑫证券研发部

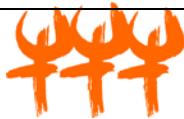
5. 收购、激励以及增发提升盈利能

公司向激励对象授予 1,260 万份股票期权，约占本激励计划签署时公司股本总额 55,897.60 万股的 2.50%。股票期权行权价格为 14.57 元/股。逐年递增的业绩增长目标既充分发挥公司在资金和人才上的上升优势，也给予被激励团队一定的实施压力；同时，股权激励使公司的大部分中高层管理人员及核心骨干人员成为公司股东，进一步统一公司股东及经营管理者的利益，有利于提高团队积极性、保持团队稳定性。按照公司 2013 年的经营状况，2014 年激励对象若要行权，当年净利润同比增长需要达到 30%。

表格 4 公司股权激励

年份	内容	行权比例
2013 年	净利润较 2012 年增长分别不低于 27%	20%
2014 年	净利润较 2012 年增长分别不低于 65%	30%
2015 年	净利润较 2012 年增长分别不低于 120%	30%
2016 年	净利润较 2012 年增长分别不低于 200%	20%

数据来源：公司公告，华鑫证券研发部



公司全资子公司普邦园林（香港）有限公司出资 106,850,000 元港币投资泛亚环境（国际）有限公司 34% 股权，投资泛亚环境（国际）有限公司 34% 股权，达成公司与泛亚国际的合作，有助于公司整合上下游资源，衔接产业链条，为客户提供“总规划——建筑设计——园林设计——园林施工”一体化全产业链优质服务，从而提升双方项目总承包能力。此外也有助于提升公司在园林景观设计方面的综合实力，增强公司园林设计—施工一体化能力；而且，通过泛亚国际的先进管理理念及项目管理经验，进一步提升公司自身的设计管理能力。

此外公司收购了拥有建筑设计甲级资质的广东城建达设计院有限公司 90% 股权，正式涉足建筑设计业务，为公司往业务前端发展的战略模式提供了第一步先行条件。开发建筑设计方面的设计业务，以扩大公司的业务收入、巩固公司的设计业务优势。2013 年为公司带来 348.24 万元净利润。

公司非公开发行，发行股票募集资金总额不超过 110,240 万元，扣除发行费用后的募集资金净额不超过 105,727.88 万元。非公开发行股票数量合计不超过 8,707.74 万股，发行价格不低于 12.66 元/股。

表格 5 非公开发行项目

序号	项目	投资额
1	佛山狮山镇博爱调蓄湖湖岸建设工程 BT 项目	43,938.92
2	区域营运中心建设项目	13,472.22
3	苗木基地建设项目	15,028.34
4	信息系统建设项目	3,288.40
5	补充流动资金项目	30,000.00
合 计		105,727.88

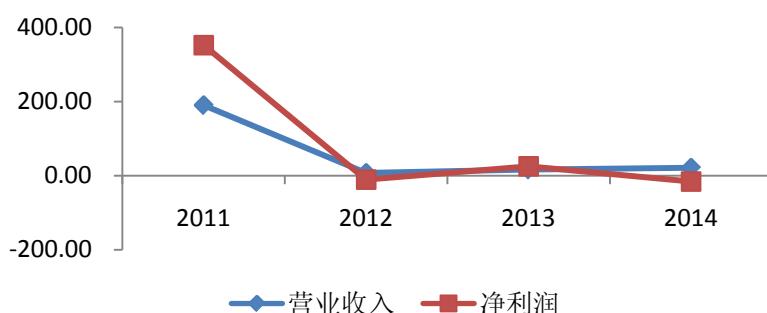
数据来源：公司公告，华鑫证券研发部

我们认为公司的收购将提升公司全产业链覆盖能力，同时增强拿单能力，非公开发行行为公司提供了充足的资金支持，有助于公司不断扩大业务规模。而股权激励将使得内部人员同心一致，实现协同效应。公司总体盈利能力将得到进一步增强。

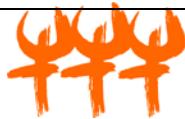
6. 投资策略

公司 2014 年一季度实现营业收入 4.53 亿元，同比增长 21.34%，实现归属于上市公司股东的净利润 3280 万元，同比减少 15.75%，实现每股收益 0.06 元。预告上半年净利润同比增长 20%-50%。

图表 12 公司今年一季度业绩



数据来源：公司公告，华鑫证券研发部



一季度园林行业整体下滑，下跌幅度也较为明显。我们认为主要原因在于一方面随着IPO开闸导致相对较高估值的中小企业价值回归理性，另一方面随着地产行业发展放缓引发悲观情绪以及对地方政府债务问题关注度的提升，引发市场对园林行业给出的股指有所回落。但我们认为下跌正是浪里淘沙的机会，尤其是对于成长确定性较高的企业正是布局的良机。

表格 6 行业一季度盈利及涨跌幅

证券简称	一季度净利润同比%	一季度涨跌幅%
绿大地	165.81	-11.59
东方园林	-432.48	-29.25
棕榈园林	15.62	-22.22
普邦园林	-15.75	-23.41
岭南园林	29.61	22.12
铁汉生态	-116.10	-23.30
蒙草抗旱	567.51	-19.76

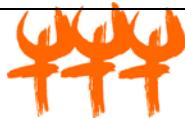
数据来源：wind 资讯，华鑫证券研发部

表格 7 园林企业上半年业绩预告

证券简称	上限	下限
绿大地	142.33	114.11
东方园林	30.00	0.00
棕榈园林	20.00	-10.00
普邦园林	50.00	20.00
岭南园林	40.00	0.00
铁汉生态		
蒙草抗旱	40.00	10.00

数据来源：wind 资讯，华鑫证券研发部

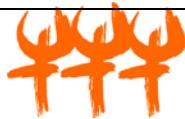
我们认为目前公司股价较低，29日收盘价仅为12.14元，低于增发价格以及股权激励价格，我们认为公司全年业绩有望实现股权激励要求，目前估值对比自身历史也处于低位。给予公司三年EPS分别为0.71、0.95和1.2元，维持“推荐”投资评级，维持5月26日给出的6个月目标价13.45元（26日给出13.57元，13.45为考虑权益分配调整后价格）。



表格 8 公司盈利预测 (万元)

单位: 万元	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	239,343	311,146	410,713	525,712
增长率 (%)	29.32%	30.00%	32.00%	28.00%
减: 营业成本	177,431	232,426	305,981	392,181
毛利率 (%)	25.87%	25.30%	25.50%	25.40%
营业税金及附加	7,510	9,763	12,887	16,496
销售费用	0	0	0	0
管理费用	17,284	21,780	28,339	36,800
财务费用	-117	-1,556	-1,232	-1,314
费用合计	17,167	20,224	27,107	35,486
期间费用率 (%)	7.17%	6.50%	6.60%	6.75%
资产减值损失	898	1,000	1,200	1,100
加: 公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	39	60	70	55
营业利润	36,376	47,792	63,608	80,505
增长率 (%)	28.40%	31.38%	33.09%	26.56%
营业利润率 (%)	15.20%	15.36%	15.49%	15.31%
加: 营业外收入	384	500	450	500
减: 营业外支出	70	500	300	400
利润总额	36,690	47,792	63,758	80,605
增长率 (%)	27.38%	30.26%	33.41%	26.42%
利润率 (%)	15.33%	15.36%	15.52%	15.33%
减: 所得税费用	6,170	8,029	10,711	13,542
所得税率 (%)	16.82%	16.80%	16.80%	16.80%
净利润	30,520	39,763	53,046	67,063
增长率 (%)	27.07%	30.29%	33.41%	26.42%
净利润率 (%)	12.75%	12.78%	12.92%	12.76%
归属于母公司所有者的净利润	30,485	39,718	52,986	66,987
增长率 (%)	26.92%	30.29%	33.41%	26.42%
少数股东损益	35	45	61	77
总股本	55,898	55,898	55,898	55,898
摊薄每股收益(元)	0.55	0.71	0.95	1.20

数据来源: 公司公告, 华鑫证券研发部



研究员简介

赵雷：上海财经大学，理学学士，金融学硕士。2009年7月加盟华鑫证券研究部。

主要研究行业：农业、轻工制造、建材、建筑装饰。

华鑫证券有限公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

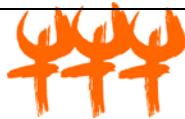
	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 15%---(-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。



免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。本报告仅向特定客户传送，未经华鑫证券研究发展部授权许可，任何机构和个人不得以任何形式复制和发布。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>