

泛亚IPO为普邦对接国际资源铺路

■ **事项:** 公司此前投资并实际持有 34% 股权的泛亚国际控股有限公司近日已向香港联交所递交 IPO 申请, 该申请尚需取得香港联交所的最终批准。

■ **泛亚控股实力强劲, 以现金流作为考核条件。** 泛亚控股是中国大陆及香港领先的景观设计服务供应商, 分支机构遍及大陆近 10 个城市以及香港和菲律宾, 在业内具有较高声誉和极大影响力, 公司 2011/12/13 年收入为 1.79/1.72/2.17 亿港元, 净利润为 3432/2594/3777 万港元。公司对普邦园林承诺 2013/14/15 年现经营性现金流净额不少于 3090/3461/3876 万港元, 主要管理层保证于 2018 年底前持续在公司效力。普邦园林派驻董事会秘书马力达、设计院副总裁黄娅萍为泛亚控股非执行董事。

■ **泛亚控股 IPO 为普邦园林对接国际资源铺路。** 普邦园林与泛亚控股的合作, 不仅可以在业务上形成广泛的协同效应 (相互推荐客户), 而且此次泛亚控股若能成功 IPO, 则有望成为普邦园林对接国际资源的窗口, 尤其是, 由于境外债务融资成本极低, 未来普邦园林有望通过与泛亚控股多层次合作间接利用海外融资环境, 则将极大促进公司在市政园林领域的开拓。此外, 此次 IPO 可能对普邦园林带来潜在投资收益: 公司以 1.08 亿港元成本收购泛亚控股 IPO 前 34% 股权, 收购价格对应泛亚控股 2013 年 8.4 倍市盈率。假若泛亚控股成功 IPO (例如以 2014 年 8-10 倍市盈率发行) 并有较好的二级市场表现, 则有望从中获得一定的投资收益 (当然亦有亏损风险)。

■ **普邦园林当前经营形势极佳, 模式创新不断。** 今年以来普邦园林地产园林订单保持稳健较快增长, 而市政园林项目则取得了较大突破 (尤其是以 PPP 模式签署了 10 亿元白马湖项目极具创新意义), 预计整体新签订单额增长超过 40%, 后续业绩增长动力充足。此外, 公司此次与泛亚控股的合作为公司产业并购打造了一个良好范本, 未来公司利用其在园林市场的强大实力及上市公司平台地位, 围绕产业链打造更具竞争力的业务版图。

■ **投资建议。** 我们预测公司 2014/15/16 年 EPS 分别为 0.72/0.93/1.21 元, 当前股价 11.96 元对应 PE 分别为 17/13/10 倍。给予目标价 18.00 元 (对应 2014 年 25 倍 PE) 和 “买入-A” 评级。

■ **风险提示:** 房地产行业大幅波动风险, 应收账款坏帐风险, 泛亚控股 IPO 不确定性及其二级市场股价风险。

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,850.8	2,393.4	3,111.5	4,044.9	5,177.5
净利润	240.2	304.9	404.4	518.4	675.0
每股收益(元)	0.43	0.55	0.72	0.93	1.21
每股净资产(元)	3.41	3.89	4.52	5.27	6.27

盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	27.8	21.9	16.5	12.9	9.9
市净率(倍)	3.5	3.1	2.6	2.3	1.9
净利润率	13.0%	12.7%	13.0%	12.8%	13.0%
净资产收益率	12.6%	14.0%	16.0%	17.6%	19.3%
股息收益率	0.8%	0.9%	0.8%	1.4%	1.8%
ROIC	70.7%	35.4%	22.0%	39.4%	24.8%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

公司动态分析

证券研究报告

建筑施工 III

投资评级

买入-A

维持评级

6 个月目标价

18.00 元

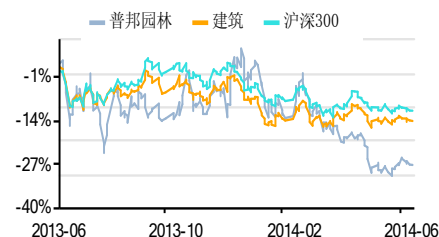
股价 (2014-06-10)

11.96 元

交易数据

总市值 (百万元)	6,685.35
流通市值 (百万元)	2,952.40
总股本 (百万股)	558.98
流通股本 (百万股)	246.86
12 个月价格区间	11.38/17.55 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	2.36	-14.70	-16.02
绝对收益	3.64	-11.67	-29.02

杨涛

分析师

SAC 执业证书编号: S1450514050002
yangt@essence.com.cn
0755-88285839

相关报告

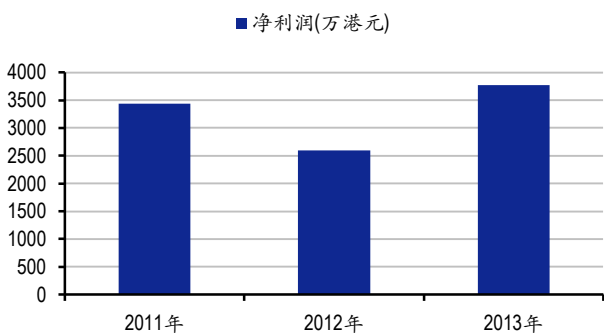
巩固地产园林, 拓展市政项目	2014-02-28
业绩维持较快增长	2013-10-29
毛利率有望企稳回升	2013-08-23

附：泛亚国际概况

泛亚国际 2011/12/13 年收入为 1.79/1.72/2.17 亿港元,净利润为 3432/2594/3777 万港元,毛利率分别为 54.8%/48.9%/54.9%,净利率分别为 19.1%/15.0%/17.4%。就 2013 年新签订单结构看,地区分布方面,中国大陆占 91%,香港占 7%,其他地区占 2%;项目种类方面,住宅占 50%,商业建筑占 26%,基建及公共空间占 14%,旅游和酒店占 10%;业主类型方面,地产商占 88%,政府占 6%,其他客户占 6%。

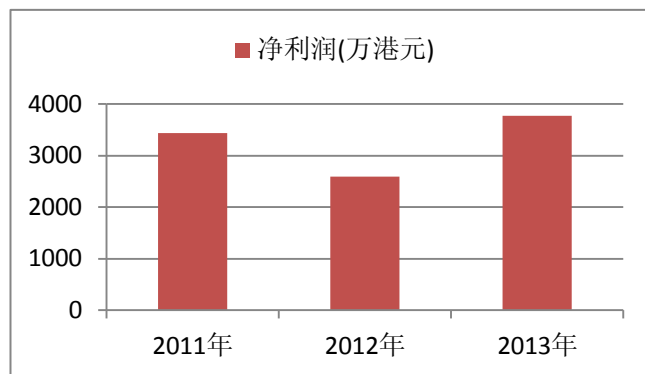
泛亚国际 IPO 前,公司实际股东为陈奕仁(持股 22%)、刘兴达(持股 44%)、普邦园林(持股 34%);IPO 后,普邦园林持股比例预计降低至 30%以下,将是被动股东,不受控股股东限售要求限制。公司上市后,将终止普邦园林的各种特权,但保留:(1)现金流量要求:公司对普邦园林承诺 2013/14/15 年现经营性现金流净额不少于 3090/3461/3876 万港元;(2)主要管理层保证:于 2018 年底前持续在公司效力;(3)知识产权:“泛亚”、“泛亚环境国际”、“EADG”等商标归集团所有。此外,普邦园林将派驻董事会秘书马力达、设计院副总裁黄娅萍为泛亚国际非执行董事。

图 1：泛亚控股 2011-2013 年收入情况



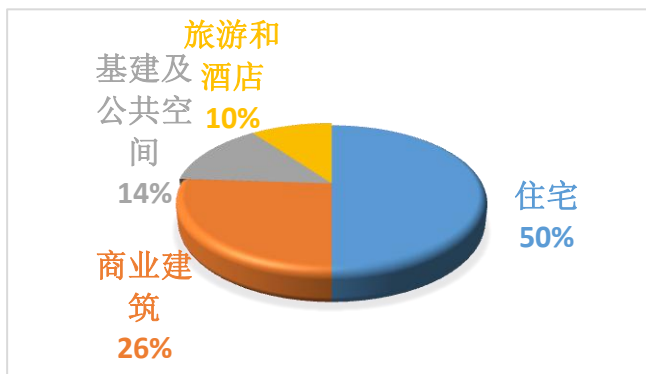
数据来源：泛亚控股招股书，安信证券研究中心

图 2：泛亚控股 2011-2013 年净利润情况



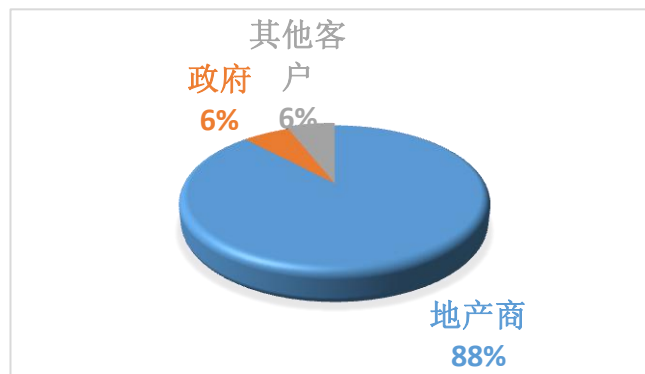
数据来源：泛亚控股招股书，安信证券研究中心

图 3：泛亚控股 2013 年订单建筑类型分布



数据来源：泛亚控股招股书，安信证券研究中心

图 4：泛亚控股 2013 年订单业主类型分布



数据来源：泛亚控股招股书，安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总(2014年06月11日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,850.8	2,393.4	3,111.5	4,044.9	5,177.5	成长性					
减:营业成本	1,366.5	1,774.3	2,308.7	3,001.3	3,841.7	营业收入增长率	41.4%	29.3%	30.0%	30.0%	28.0%
营业税费	59.8	75.1	102.7	133.5	170.9	营业利润增长率	41.2%	28.4%	33.2%	28.2%	30.5%
销售费用	-	-	-	-	-	净利润增长率	42.9%	26.9%	32.7%	28.2%	30.2%
管理费用	142.4	172.8	239.6	303.4	372.8	EBITDA 增长率	31.3%	39.1%	22.9%	31.2%	31.1%
财务费用	-21.2	-1.2	-34.7	-27.6	-29.2	EBIT 增长率	31.0%	38.4%	24.1%	32.0%	31.6%
资产减值损失	20.0	9.0	10.8	13.2	11.0	NOPLAT 增长率	30.6%	38.0%	23.8%	32.0%	31.6%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	175.6%	99.1%	-26.3%	108.7%	-12.4%
投资和汇兑收益	-	0.4	0.1	0.2	0.2	净资产增长率	322.2%	14.4%	16.0%	16.8%	18.9%
营业利润	283.3	363.8	484.6	621.3	810.6	利润率					
加:营业外净收支	4.7	3.1	2.8	3.6	3.2	毛利率	26.2%	25.9%	25.8%	25.8%	25.8%
利润总额	288.0	366.9	487.4	624.9	813.8	营业利润率	15.3%	15.2%	15.6%	15.4%	15.7%
减:所得税	47.8	61.7	82.9	106.2	138.3	净利润率	13.0%	12.7%	13.0%	12.8%	13.0%
净利润	240.2	304.9	404.4	518.4	675.0	EBITDA/营业收入	14.6%	15.7%	14.8%	14.9%	15.3%
						EBIT/营业收入	14.2%	15.1%	14.5%	14.7%	15.1%
资产负债表						运营效率					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	固定资产周转天数	8	12	10	7	4
货币资金	973.8	1,111.3	1,461.1	584.4	1,578.8	流动营业资本周转天数	104	166	140	149	153
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	264	385	340	292	281
应收帐款	491.3	838.7	889.9	1,357.3	1,519.3	应收帐款周转天数	68	100	100	100	100
应收票据	9.8	51.6	16.2	39.8	46.4	存货周转天数	81	122	86	96	101
预付帐款	8.1	8.7	18.3	13.9	26.9	总资产周转天数	283	425	380	322	304
存货	583.0	1,034.3	446.0	1,717.7	1,193.8	投资资本周转天数	113	192	171	172	170
其他流动资产	12.1	2.4	4.8	6.5	4.6	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	12.6%	14.0%	16.0%	17.6%	19.3%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	10.7%	9.0%	12.8%	12.8%	14.4%
长期股权投资	-	60.4	60.4	60.4	60.4	ROIC	70.7%	35.4%	22.0%	39.4%	24.8%
投资性房地产	-	8.0	8.0	8.0	8.0	费用率					
固定资产	65.9	89.1	79.1	69.1	59.1	销售费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
在建工程	-	120.6	120.6	120.6	120.6	管理费用率	7.7%	7.2%	7.7%	7.5%	7.2%
无形资产	2.4	5.2	4.6	3.9	3.3	财务费用率	-1.1%	0.0%	-1.1%	-0.7%	-0.6%
其他非流动资产	105.1	67.3	60.6	75.8	63.8	三费/营业收入	6.5%	7.2%	6.6%	6.8%	6.6%
资产总额	2,251.5	3,397.8	3,169.6	4,057.4	4,684.9	偿债能力					
短期债务	-	-	-	-	-	资产负债率	15.4%	35.8%	20.2%	27.2%	25.1%
应付帐款	227.0	366.4	226.2	609.6	504.0	负债权益比	18.2%	55.9%	25.3%	37.4%	33.5%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	6.00	5.89	7.11	4.70	5.78
其他流动负债	119.3	151.2	172.6	181.4	252.0	速动比率	4.32	3.89	5.99	2.53	4.20
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-12.35	-308.67	-12.95	-21.49	-26.75
其他非流动负债	-	700.4	242.1	314.2	418.9	分红指标					
负债总额	346.3	1,218.0	640.9	1,105.2	1,174.9	DPS(元)	0.09	0.11	0.10	0.17	0.21
少数股东权益	-	4.0	4.2	4.4	4.9	分红比率	21.1%	20.2%	13.8%	18.3%	17.4%
股本	279.5	559.0	559.0	559.0	559.0	股息收益率	0.8%	0.9%	0.8%	1.4%	1.8%
留存收益	1,625.8	1,616.7	1,965.5	2,388.8	2,946.2						
股东权益	1,905.3	2,179.7	2,528.6	2,952.2	3,510.0						

现金流量表						业绩和估值指标					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	240.2	305.2	404.4	518.4	675.0	EPS(元)	0.43	0.55	0.72	0.93	1.21
加:折旧和摊销	7.7	13.8	10.6	10.6	10.6	BVPS(元)	3.41	3.89	4.52	5.27	6.27
资产减值准备	20.0	9.0	-	-	-	PE(X)	27.8	21.9	16.5	12.9	9.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.5	3.1	2.6	2.3	1.9
财务费用	2.0	27.0	-34.7	-27.6	-29.2	P/FCF	-22.1	48.6	16.8	-8.7	6.1
投资损失	-	-0.4	-0.1	-0.2	-0.2	P/S	3.6	2.8	2.1	1.7	1.3
少数股东损益	-	0.3	0.2	0.3	0.5	EV/EBITDA	25.1	24.0	11.8	10.5	6.9
营运资金的变动	-621.1	-606.8	441.5	-1,386.1	325.6	CAGR(%)	29.3%	30.3%	34.0%	29.3%	30.3%
经营活动产生现金流量	-257.7	-330.8	821.8	-884.7	982.2	PEG	1.0	0.7	0.5	0.4	0.3
投资活动产生现金流量	-146.8	-154.7	0.1	0.2	0.2	ROIC/WACC	6.9	3.4	2.1	3.8	2.4
融资活动产生现金流量	1,215.0	611.2	-472.1	7.8	11.9	REP	1.2	1.5	2.0	0.6	1.0

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

杨涛声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034

