

## PPP 模式先行者，内外共驱业绩加速

普邦园林 (002663.SZ)

**推荐** 维持评级

目标价: 18.4-20.4 元

### 核心观点:

- 园林行业政策向好，地产限购限贷放松有助需求释放，国家力推 PPP 将改善行业资金环境。十八届三中全会将生态环境建设提到战略高度，“水十条”出台预期明确，水生态未来三年总投资预计超 2 万亿。地产限购限贷政策放松一方面有助于地产销量回升，带动投资与新开工改善；另一方面有助于缓解地方政府资金紧张困境。国家积极推广政府与社会资本合作 (PPP) 模式，有利于园林行业扩大社会融资、降低融资成本。
- 地产园林订单平稳，市政园林订单爆发，业绩增速逐季向上。公司 2011-13 年营收与净利润 CAGR 分别达 35.24%/34.74%。2014H1 业绩增速及盈利质量同步提升，营收、净利润 YOY+42.54%/30.26%，收现比同比提高 4.72pct 至 61.59%。从我们跟踪的上市园林公司订单看，公司 14 年前三季度新签订单增速独占鳌头，我们判断公司未来三年业绩将逐年加速。
- 业内首创 PPP 模式，商业模式创新、标准化及专业化不断提升盈利质量。(1) 南沙项目 (明珠湾区珠江区域) 开创公司与政府、基金、地产公司四方合作模式，通过基金引领园林项目新商业模式，引入地产公司与外部投资者联盟运作市政业务，有助于分散风险并加快回款。(2) 淮安白马湖森林公园项目率先引入 PPP 模式，引入甲方和第三方直接参与工程投资，项目结束后股权将直接被回购，有助于减轻自身垫资压力，同时保证在建项目及时竣工结算。(3) 公司管理标准化、精细化，工序专业化、模块化为规模扩张和效率提升奠定基础。
- 积极拓展上下游产业链，加快全国及海外扩张。(1) 开拓海外市场，在马来西亚承接首个海外项目；参股境外设计公司泛亚国际 25.5% 股权，两者在产业链协同及海外市场开拓方面的协同效应将逐步显现。(2) 全国拓展加快推进，13 年新设北京、上海、成都等 13 个分公司，2008-2014H1 华南外收入占比由 27.21% 提升至 53.56%，预计未来华南外收入占比将持续提升。
- 激励行权业绩条件逐年加速，增发助推加速成长。公司股权激励方案行权条件为 14/15/16 年业绩增速 29.9%/33.3%/36.7%，14-16 年 CAGR 达 31.6%。公司非公开发行股票方案已获证监会审核通过，拟募集资金 11 亿元，若顺利完成将极大增强公司资金实力，公司外延扩张战略有望加速落地。
- 盈利预测与估值：我们小幅上调明年两年盈利预测，预测公司 14/15/16 年 EPS 为 0.73/1.02/1.44 元 (原预测为 0.73/0.99/1.40 元)，14-16 年 CAGR 38.2%，根据行业可比估值及公司成长性，我们认为可给予公司 15 年 18-20 倍 PE，对应目标价 18.4-20.4 元。

分析师

鲍荣富

☎: 86-21-20252629

✉: baorongfu@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130514050003

傅盈

☎: 021-20252602

✉: fuying@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130514050008

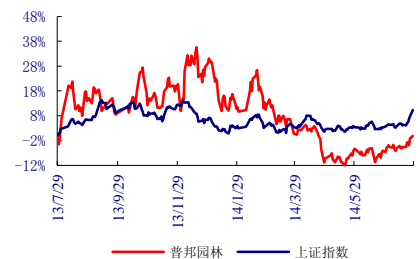
梁清对本报告亦有贡献

市场数据

时间 2014.10.24

A 股收盘价(元)	13.33
A 股一年内最高价(元)	18.59
A 股一年内最低价(元)	11.25
上证指数	2302.28
市净率	3.28
总股本 (万股)	55897.60
实际流通 A 股(万股)	24685.60
限售的流通 A 股(万股)	31212.00
流通 A 股市值(亿元)	34.42

相对指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

相关研究

《公司半年报点评: 业绩增长稳健, 市政园林与海外拓展显成效》

2014/7/29

《公司跟踪研究报告: 增发借力, 新模式助推稳健成长》

2014/6/21

主要经营指标	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入 (百万)	2393	3108	4232	5693
增长率 (%)	29%	30%	36%	35%
归母净利润 (百万)	305	408	573	805
增长率 (%)	27%	34%	40%	41%
每股收益	0.55	0.73	1.02	1.44
市盈率	24	18	13	9

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部; 股价为 2014/10/24 收盘价

## 一、行业分析

### (一) 行业需求：地产政策放松促需求增速提升

政策持续放松，地产回暖带动下游景气度提升。房地产景气度是影响地产园林规模的核心变量，2014年上半年全国商品房、商品住宅量价呈现同步下行，从先行指标房屋新开工面积来看，14年上半年新开工面积同比增速为负。在此背景下，房地产政策松动明显，多地明确放松限购，47个限购城市中仅一线城市及三亚未做调整。

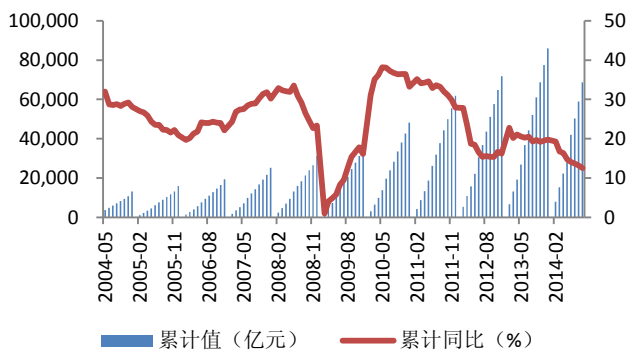
表 1: 2014 年各城市地产限购政策

	全面坚守限购	取消或放松限购	默认放宽	未变化
一线城市	北京、上海、广州、深圳、 三亚			
二线城市		南宁、呼和浩特、苏州、济南、海口、武汉、 无锡、西安、杭州、石家庄、温州、宁波、 青岛、合肥、太原、长沙、郑州、哈尔滨、 厦门、昆明、银川、贵阳、南京、西宁、兰 州、福州、沈阳	大连、天津、长 春、南昌、成都、 乌鲁木齐	三亚
三四线城市		舟山、衢州、永康、绍兴、金华、佛山、台 州、珠海		

资料来源：中国指数研究院，中国银河证券研究部

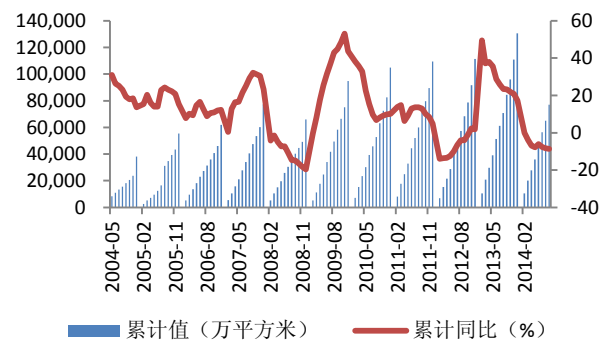
9月30日央行和银监会联合发布关于进一步做好住房金融服务工作的通知，全面放宽限贷政策，且松绑程度超出此前预期。政策放松有助于地产销售量价逐渐回升，并逐步带动地产投资与新开工趋势性改善，14年1-9月地产销售面积、投资、新开工增速分别为-8.6%、12.5%、-9.3%；根据销售到新开工约6-9个月的时滞，我们判断地产新开工增速将回升，并传导至园林行业，带来园林新签订单回升。另一方面，地方政府资产负债表有望得以改善，从而提升市政园林的有效需求。

图 1: 房地产开发投资完成额累计值及累计同比



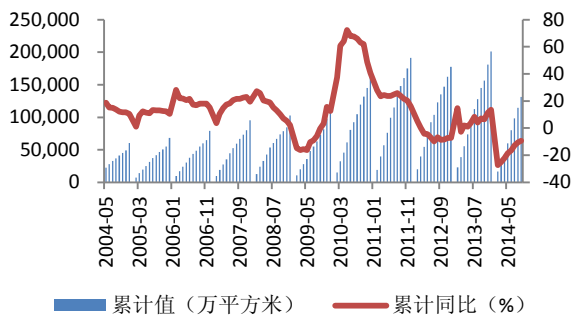
资料来源：国家统计局，中国银河证券研究部

图 2: 商品房销售面积累计值及累计同比



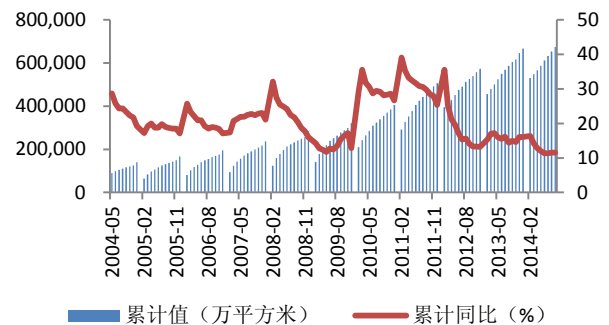
资料来源：国家统计局，中国银河证券研究部

图 3: 商品房新开工面积累计值及累计同比



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究部

图 4: 商品房施工面积累计值及累计同比



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究部

## (二) 行业政策: 生态建设暖风频吹

“十八大”报告将生态建设提升至新高度。继十七大报告之后，十八大报告明确提出“生态文明建设”建设，提出“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”。中央关于全面深化改革的决定将生态建设提至新高度。2013 年 11 月 15 日公布的《中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》进一步将生态环境建设提高到战略高度。

住建部指导意见保障园林投资规模。2012 年 11 月 27 日公布的《关于促进城市园林绿化事业健康发展的指导意见》，明确了 2020 年城市园林发展目标，建成区绿化覆盖率 I 和 II 级标准在 2020 年需分别达到 40% 和 36%；绿地率 I 和 II 级标准至 2020 年分别达到 35% 和 31%。

表 2: 《中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》有关规定

14 章 52 节: 划定生态保护红线	1. 坚定不移实施主体功能区制度，建立国土空间开发保护制度，严格按照主体功能区定位推动发展，建立国家公园体制。
14 章 53 节: 实行资源有偿使用制度和生态补偿制度	2. 探索编制自然资源资产负债表，对领导干部实行自然资源资产离任审计。建立生态环境损害责任终身追究制。
	1. 加快自然资源及其产品价格改革，全面反映市场供求、资源稀缺程度、生态环境损害成本和修复效益。
	2. 坚持谁受益、谁补偿原则，完善对重点生态功能区的生态补偿机制，推动地区间建立横向生态补偿制度。

资料来源: 十八届三中全会公报, 中国银河证券研究部

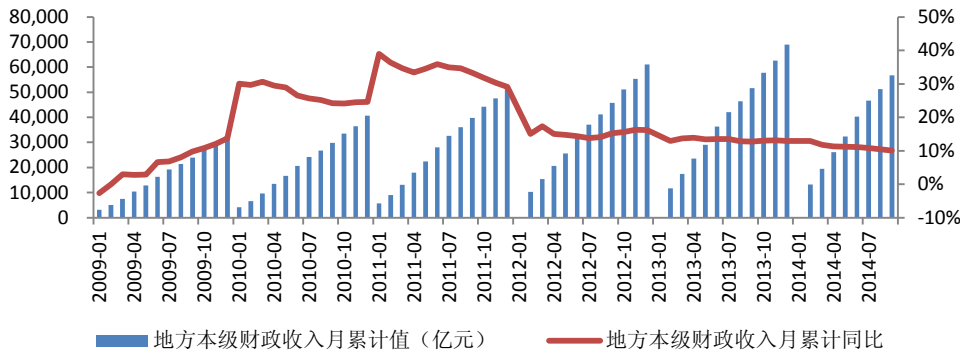
此外，备受关注的《水污染防治行动计划》即“水十条”也取得进展，预计年底前出台，污水处理及饮水安全被确定为重点。根据此前环保部及相关人士的表态，“水十条”未来三年总投资需求预计超过 2 万亿元，工业污水处理和城镇污水处理的提标改造将是重点内容；在拓展融资渠道方面，除鼓励民间资本和社会资本投资水污染防治外，将大力推行排污权抵押融资。

我们判断，以上发展战略的提出给生态建设行业的持续快速发展提供了强有力的政策保障，生态建设的具体规划与政策落实也将给生态环境建设行业带来长期、巨大的市场空间生态修复有望成为地产园林、市政园林领域之外成为园林公司的第三大增长极。

### (三) 行业供给：政府力推 PPP，资金面有望改善

随着宏观经济增速放缓，地方政府财政收入增速也随之放缓。自 2012 年以来，地方财政收入累计同比均在 15%-10% 区间内徘徊；至 2014 年 9 月，地方财政累计同比增速仅为 10.1%，为五年来最低水平。

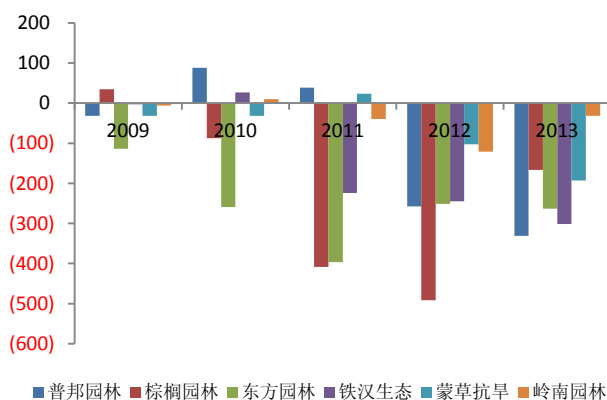
图 5：2009-2014 年地方本级财政收入月累计值及同比增速



资料来源：财政部，中国银河证券研究部

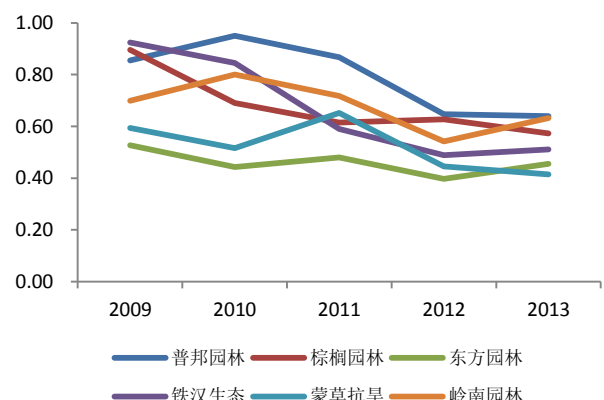
受地方财政收入增速同比下滑的影响，园林公司承接的市政园林项目的回款问题也日益显现。反映在公司的财务报表上，从六家上市公司的财务数据可以看出，园林公司的经营现金流净值常年为负，收现比也呈逐年下滑趋势。根据 2009 年各上市公司年报计算，普邦园林、棕榈园林、东方园林、铁汉生态、蒙草抗旱及岭南园林的收现比分别为 0.85、0.90、0.53、0.92、0.59、0.70，而截止 2013 年年报，各公司主营业务收现比分别为 0.64、0.57、0.46、0.51、0.41 及 0.63，普邦园林的收现比仍处在园林行业的相对高位。

图 6：园林行业经营现金流净值常年为负（单位：百万）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

图 7：园林行业收现比整体偏低且逐年下滑



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

由于收现比长期处于低位震荡的通道中，即使企业有再强的融资能力，也只是对于中小企业的相对优势，从长远角度和行业前景出发，龙头企业必须创新发展模式，建立行业内的绝对优势，否则未来有可能承担更大的资金链断裂风险。

9月24日，财政部发布《关于推广运用政府和社会资本合作模式有关问题的通知》，要求推广运用政府和社会资本合作(PPP)模式，旨在为城镇化建设提供融资渠道。

10月24日国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，决定创新重点领域投融资机制、为社会有效投资拓展更大空间。会议要求，要大力创新融资方式，积极推广政府与社会资本合作(PPP)模式，使社会投资和政府投资相辅相成。

**PPP模式将为建筑行业注入新发展动力，有助于上市龙头公司吸引第三方资本参与项目建设及运营，从而降低资金依赖程度并与降低回款风险。**部分上市建筑公司陆续尝试利用PPP模式参与相关项目。2007年，中国中铁中标南京地铁1号线南延伸段项目首次以PPP模式开展。近年以普邦园林和中国建筑为代表的建筑公司也已经开始以PPP模式与政府开展市政项目的合作，分别签署了10亿元和35.88亿元的合作框架协议。围海股份参与的浙江省“五水”治理项目也拟推行PPP创新模式。**我们认为，类似PPP模式的推广将有助于建筑等资金驱动型公司的自身融资压力，改善资产负债表与现金流量表，带动估值提升。**

表 3: 建筑行业上市公司历年 PPP 模式参与项目案例

公司名称	项目名称	签署时间	项目合同/协议金额
中国中铁	南京地铁一号线南延伸段 PPP 项目	2007/04/29	17.89 亿元
普邦园林	淮安市白马湖森林公园项目 PPP 合作协议	2014/05/23	10 亿元
中国建筑	沈抚新城政府购买服务合作框架协议	2014/06	35.88 亿元
围海股份	浙江省“五水”治理项目	—	—

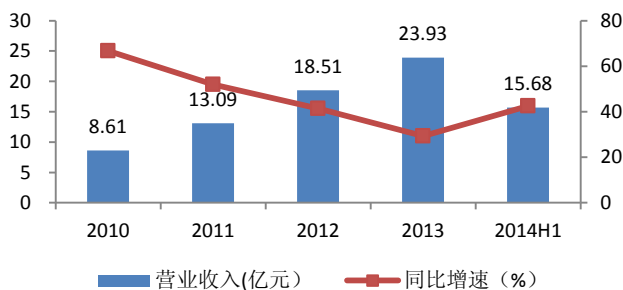
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

## 二、公司分析: 内生外延并举, 业绩逐季加速

### (一) 地产与市政双轮驱动, 业绩逐季向上

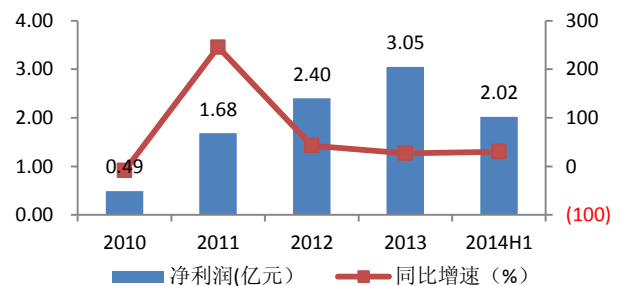
公司主营业务平稳, 业绩处于快速增长期。公司 2011-2013 年营收从 13.09 亿增长至 23.93 亿, CAGR 达 35.24%, 同时期净利润从 1.68 亿增长至 3.05 亿, CAGR 达 34.74%, 公司 14 年上半年营收、净利润分别同比增长 42.54%、30.26%, 业绩高增长态势延续。

图 1: 2010-2014 年营业收入及同比增速



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

图 2: 2010-2014 年公司净利润及同比增速

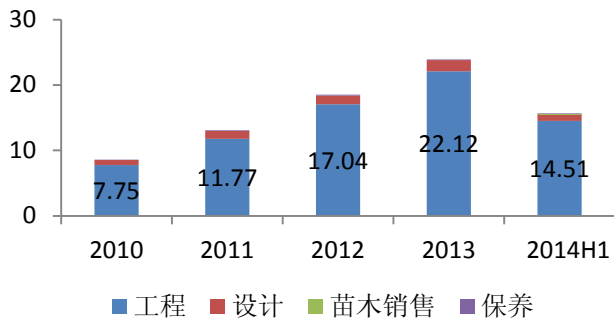


资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

公司 13 年开始逐步介入市政园林业务, 陆续签订狮山镇博爱湖片区道路建设工程及狮山镇博爱调蓄湖水系整治工程、淮安市白马湖森林公园项目, 大合同累计项目共计 36.7 亿元, 地产

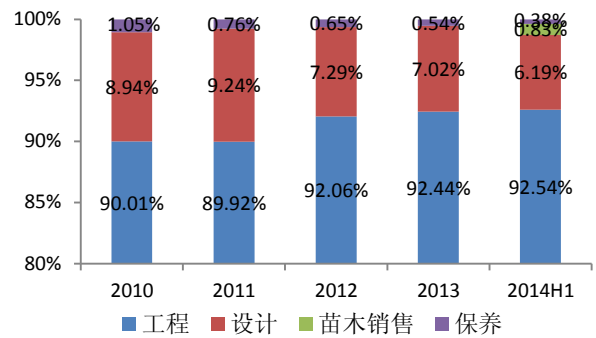
与市政园林业务的双重丰收奠定了公司的长期业务发展基础。此外，从跟踪的 14 年前 3 季度新签订单增速比较，公司在上市园林公司中新签订单增速位居首位，业绩持续增长有充足保障。

图 10: 公司各主营业务收入 (亿元)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

图 11: 公司主营业务构成



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

## (二) 业务模式创新提升盈利质量

13 年 5 月公司与广州南沙开发区管理委员会、鼎晖投资及建华置地四方签订《明珠湾区 (珠江区域) 开发基金投资服务协议》框架协议, 开拓了基金引领园林项目新商业模式, 引入地产公司与外部投资者联盟运作市政业务, 有效分散项目风险并提高回款保证。南沙开发区的合作框架建立了新的园林项目承接形态, 有助提升公司承接城镇化园林景观项目的综合能力, 利于拓展公司市政园林业务的市场空间, 增强公司市场竞争力。

表 4: 公司 2013-2014 年重大合同

项目名称	签署时间	项目合同/协议金额
明珠湾区 (珠江区域) 开发基金投资服务	2013/05/14	160 亿元
淮安市白马湖森林公园项目 PPP 合作协议	2014/05/23	10 亿元
狮山镇博爱湖片区道路建设工程及狮山镇博爱调蓄湖水系整治工程、狮山镇博爱调蓄湖水系整治工程 BT 项目	2014/01/14	26.7 亿元

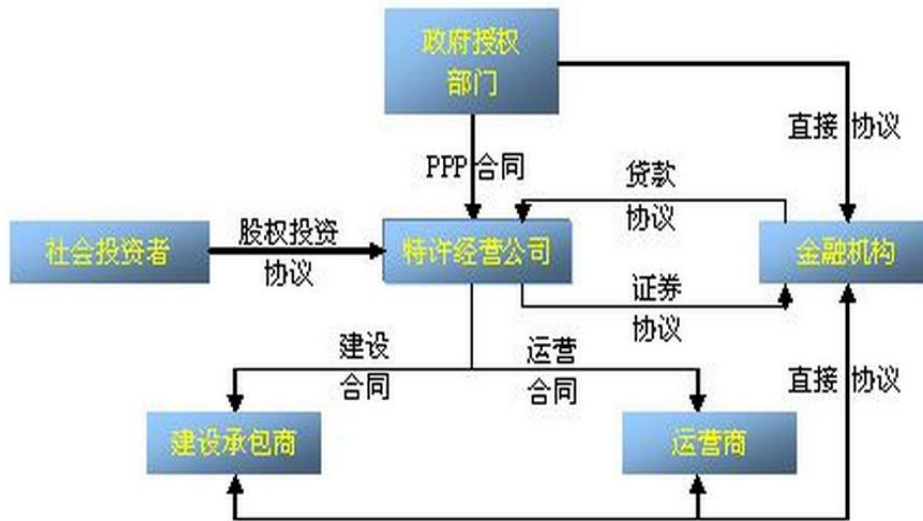
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

继“南沙模式”后, 公司又持续引入 PPP 模式承接市政园林项目。公司 5 月 24 日公告与淮安市白马湖规划建设管理办公室签署《淮安市白马湖森林公园项目 PPP 合作协议》, 投资概算不超过 10 亿元, 占公司 2013 年年度营业收入的 41.79%。其中建设单位、合作公司 (普邦或与其他第三方战略合作伙伴) 分别投资 15%、85% 参与项目投资并按此比例支付工程进度款 (包括因人工或材料价格上涨带来的工程投资额增加部分)。如工程变更超出合作公司出资额 85% 部分投资 (白马湖项目对应为 8.5 亿元) 将以建设单位、合作公司分别 50% 的比例补充投资。工程完成后, 建设单位将回购合作公司股权, 同时白马湖森林公园收入将作为支付收购款来源之一。

我们认为 PPP 模式有如下创新: (1) 引入甲方和第三方直接参与工程投资与工程款支付过程, 有助于减轻公司自身垫资压力。(2) 项目结束后股权将直接被回购, 保证在建项目资产的及时转移和工程竣工结算进程。(3) 工程进度款与回购款多重保障: 建设单位以 600 亩合法建设用

地使用权向合作方提供担保,在获取建设用地前由淮安市水利资产经营有限公司为本项目分期工程收购款支付提供连带责任保证。同时回购款也包含景区等现金流较为稳定收入。我们判断上述措施将极大保证该项目的现金流回款,公司拓展市政项目的稳健特征得到进一步体现。PPP模式有助于普邦加快市政园林领域的扩张,在地方政府现金流量表不恶化的情况下实现业绩的持续稳定增长。

图 12: PPP 模式基本结构

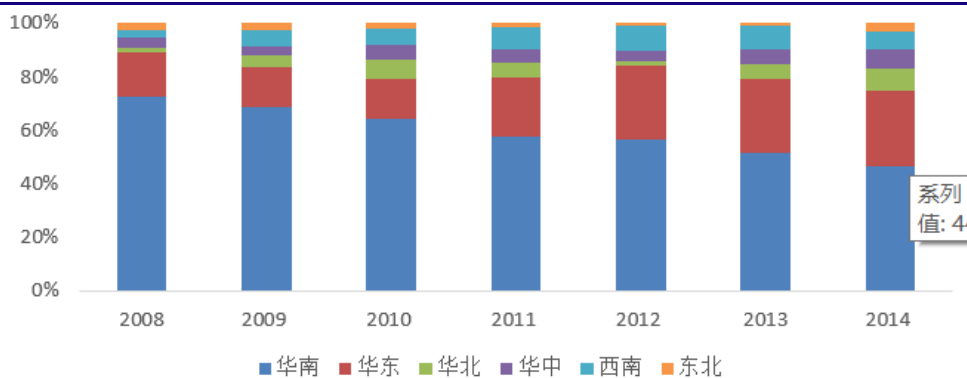


资料来源:公司公告,中国银河证券研究部

### (三) 产业链与区域持续扩张

公司区域扩张持续推进,13年新设北京、上海、成都等13个分公司,全国布局基本完成。公司传统优势业务领域位于华南,并逐步向外省扩张;上市后在全国多个地区设立分公司与设计分院,进行全国布局。2008-2014H1,华南以外地区整体收入则由27.21%提升至53.56%,区域扩张效果显著。同时,公司海外园林拓展取得重大突破,在马来西亚承接首个海外园林项目,海外业务实质性落地。

图 13: 2008-2014 年公司主营收入区域占比结构图



资料来源:公司公告,中国银河证券研究部

同时，产业链延伸战略逐步落地，13年4月公司以自由资金3386万收购城建达90%股权，本次投资有利于丰富普邦园林的设计业务类型，进一步开拓和细化公司设计业务市场，同时也将扩张公司在行业上下游的设计业务市场份额。

13年12月9日，公告以自有资金10,685万港币收购泛亚环境国际控股有限公司34%的股权，外延扩张再下一城。泛亚国际在住宅与商业地产设计、旅游度假及主题公园景观领域优势明显，并在上海、北京、广州、深圳、香港、澳门等国内主要城市及菲律宾设有业务往来，渠道广泛，高端设计领域市占率较高。此外，公司14年上半年在马来西亚接下了第一个海外园林项目，正式开始了国际化业务道路。我们预计随着未来与泛亚国际的战略合作的深入，旅游度假类项目将成为新的增长点，且国际市场业务将加速落地。

泛亚国际于14年6月25日在香港联交所正式挂牌上市。公司去年12月以1.07亿港币收购泛亚国际34%的股权，收购静态PE约为8.3倍。依据业绩承诺：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%，预计14、15年泛亚国际投资收益分别约为1060万元、1180万元，分别占公司14/15年预测净利润的2.5%，2.1%。

**表 5: 公司收购参股公司概况**

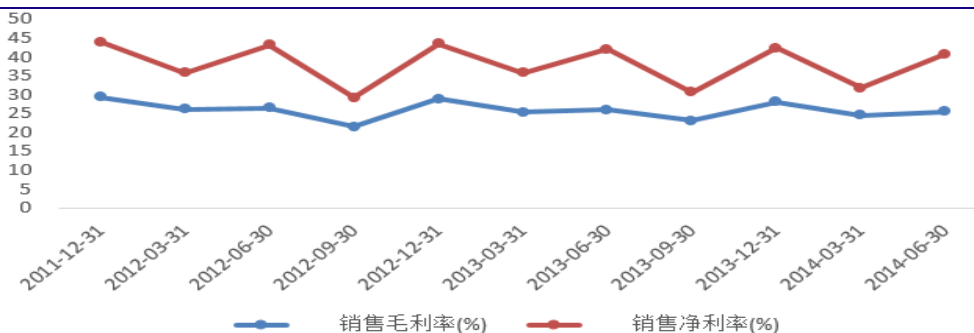
收购公司	时间	收购对价	持股比例	主营业务
城建达	13年4月	3,386万元 (净资产收购)	90%	拥有建筑、市政、城市规划编制等多项设计资质和工程监理、招标代理、房屋安全鉴定资质
泛亚国际	13年12月	10,685万港币	34%，泛亚国际上市后变更至25.5%	主要从事公共开放空间及主题公园景观设计、住宅及商业地产景观设计等业务

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

## (四) 标准化专业化提升管理效率及盈利能力

公司通过“三化”夯实管理效率并提升公司长期盈利能力。有望成为园林行业引领者。(1) 加强设计工序专业化和施工方案研发，提质降耗，提高产能周转率；(2) 布局研发，提高苗圃培植、机械化施工水平，加快施工材料与流程工厂化、标准化，缩短项目工期；(3) 提高信息化精细化管理水平，设计施工资源模块化，建立人才与技工长期培养体系。

**图 14: 公司分季度销售毛利率及净利率**



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

布局研发，提高苗圃培植、机械化施工水平，加快施工材料与流程工厂化、标准化，缩短项



**目工期。**公司积极考虑提升园林施工机械化水平，在苗圃培植、摘种等方面参与研发并改进施工工艺，缩短各施工环节时间，提高施工效率；由于苗圃、人工成本未来将有上涨趋势，苗木培育与项目施工环节机械化应用程度的提高有助于减少人工使用，提升项目整体毛利率和周转率，而所有手段的指向是整体提升公司 ROE 水平。

**提高信息化精细化管理水平，设计施工资源模块化，建立人才与技工长期培养体系。**公司在内部管理方面充分运用信息化工具，公司信息化管理水平初具规模，已成熟的应用包括 OA 协同办公系统、财务管理系统、项目管理系统、档案管理系统及智库等 ERP 系统，已为公司整体信息化管理体系搭建了基本架构并不断延伸，有效提高了公司经营效率，优化了项目管理流程并对成本进行了目标控制。

## （五）激励行权条件逐年加速，增发后外延扩张有望加速

公司 13 年股权激励方案顺利获批并实施：公司向激励对象授予 1,400 万份股票期权，约占激励计划签署时公司股本总额 55,897.60 万股的 2.50%。行权价格为 14.68 元，首次授予期主要行权条件：以 2012 年业绩为基准，2013 年、2014 年、2015 年、2016 年各年度实现的净利润较 2012 年增长分别不低于 27%、65%、120%、200%，且各年度实现的加权平均净资产收益率分别不低于 14.50%、14.50%、15.00%、15.00%。根据净利润行权条件，若每期达到最低行权条件，隐含 13/14/15/16 年实现净利润增长率 27%/29.92%/33.33%/36.36%，对应 CAGR 达 31.61%。

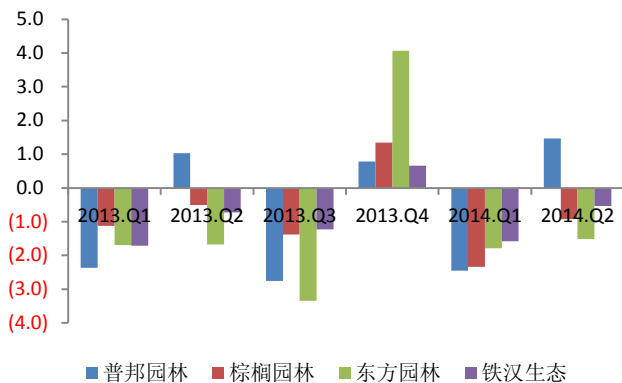
**表 6：公司定增募集资金投向**

序号	项目	投资额（万元）
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

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

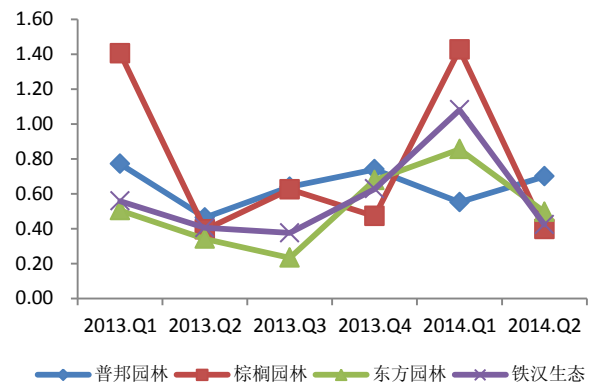
公司在手资金充足、加杠杆的能力与动力皆备，2014 年 H1 期末资产负债率 35.28%、货币资金 8.1 亿元。公司定增方案在 10 月 10 日获证监会审核通过，预计近日将下发正式核准通过文件，此次定增募集资金 11 亿元将极大增强公司的资金实力，从定增募集资金投向来看，此次定增将加强公司项目承接能力，同时加强渠道建设，推进区域扩张。此外还进一步落实公司的“三化”战略，提升管理水平和盈利能力。

图 15：上市公司季度经营现金流净值对比(单位: 亿元)



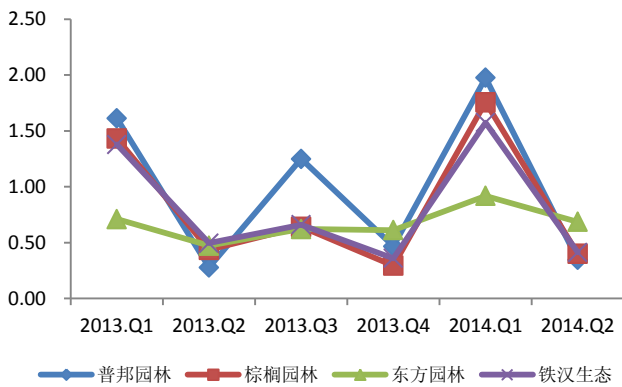
资料来源:公司公告, 中国银河证券研究部

图 16：上市公司季度收现比对比



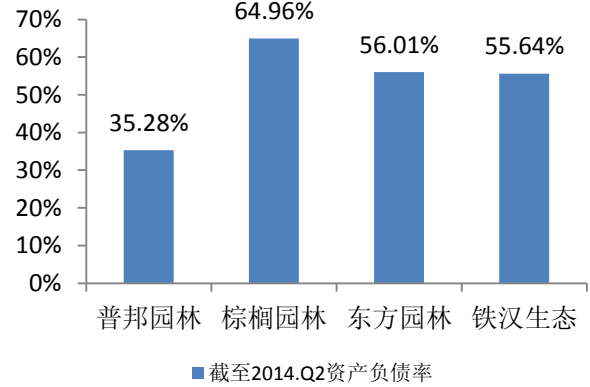
资料来源:公司公告, 中国银河证券研究部

图 17：上市公司季度付现比对比



资料来源:公司公告, 中国银河证券研究部

图 18：截至 2014.Q2 上市公司资产负债率对比



资料来源:公司公告, 中国银河证券研究部

截止 2014 年 H1 期末, 公司在上市园林公司中收现比和经验现金流净额都处于最优, 资产负债率仅 35.28%, 若增发近期顺利完成, 资产负债率将降至 27.26%, 在手资金将达 18.67 亿元, 将为公司未来两年业绩增长打下坚实基础。

### 三、投资建议

基于公司在手订单情况和外延扩张预期, 我们小幅上调公司明后两年盈利预测, **预测公司 2014/15/16 年 EPS 为 0.73/1.02/1.44 元, 未来 3 年 CAGR 达 38.22%**, 根据行业可比估值及公司成长性, 给予公司 15 年 18-20 倍 PE, **对应目标价 18.4-20.4 元, 维持“推荐”评级。**

**风险提示:** 地产行业政策风险、应收账款风险、外延扩张风险等。

资产负债表				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	3047	3928	5335	7174
现金	1111	1554	2116	2847
应收账款	652	876	1193	1606
其它应收款	187	152	207	279
预付账款	9	14	19	25
存货	1034	1273	1721	2312
其他	54	59	79	105
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	3398	4568	6071	7953
<b>流动负债</b>	518	1342	2272	3349
短期借款	0	720	1499	2337
应付账款	304	370	469	630
其他	214	251	304	381
<b>非流动负债</b>	700	700	700	700
长期借款	0	0	0	0
其他	700	700	700	700
<b>负债合计</b>	1218	2042	2972	4049
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	982	1554	2359
归属母公司股东权益	2176	2522	3095	3900
<b>负债和股东权益</b>	3398	4568	6071	7953

现金流量表				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>经营活动现金流</b>	-331	93	-49	48
净利润	305	408	573	805
折旧摊销	14	20	34	43
财务费用	-1	5	46	89
投资损失	-0	-0	-0	-0
营运资金变动	-691	-351	-705	-898
其它	43	12	4	9
<b>投资活动现金流</b>	-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
<b>筹资活动现金流</b>	611	654	722	750
短期借款	0	720	778	839
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	-66	-56	-89
<b>现金净增加额</b>	126	443	562	731

利润表				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	2393	3108	4232	5693
营业成本	1774	2314	3128	4203
营业税金及附加	75	90	114	131
营业费用	0	0	0	0
管理费用	173	202	254	313
财务费用	-1	5	46	89
资产减值损失	9	11	14	17
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	364	486	676	941
营业外收入	4	5	5	5
营业外支出	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	367	490	680	945
所得税	62	82	107	140
<b>净利润</b>	305	408	573	805
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	305	408	573	805
EBITDA	376	511	756	1073
EPS (元)	0.55	0.73	1.02	1.44

主要财务比率				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>成长能力</b>				
营业收入	29.32%	29.84%	36.17%	34.54%
营业利润	28.40%	33.47%	39.16%	39.21%
归属于母公司净利润	26.92%	33.89%	40.28%	40.58%
<b>获利能力</b>				
毛利率	25.9%	25.5%	26.1%	26.2%
净利率	12.7%	13.1%	13.5%	14.1%
ROE	14.0%	16.2%	18.5%	20.6%
ROIC	18.0%	17.8%	19.8%	22.2%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	35.8%	44.7%	49.0%	50.9%
净负债比率	0.7%	35.5%	50.6%	57.9%
流动比率	5.89	2.93	2.35	2.14
速动比率	3.89	1.98	1.59	1.45
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.85	0.78	0.80	0.81
应收账款周转率	4	4	4	4
应付账款周转率	7.17	6.86	7.45	7.64
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.55	0.73	1.02	1.44
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.59	0.17	-0.09	0.09
每股净资产(最新摊薄)	3.89	4.51	5.54	6.98
<b>估值比率</b>				
P/E	25.47	19.02	13.56	9.65
P/B	3.57	3.08	2.51	1.99
EV/EBITDA	19	14	10	7

资料来源：银河证券研究所，单位：百万元

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

**鲍荣富、傅盈，建筑与工程行业证券分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。（本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利）。

### 覆盖股票范围：

**港股：**中国铁建（01186.HK）、中国中铁（00390.HK）、中国交建（01800.HK）

**A 股：**中国建筑（601668.SH）、中国海诚（002116.SZ）、苏文科（300284.SZ）、达实智能（002421.SZ）、延华智能（002178.SZ）、赛为智能（300044.SZ）、中国化学（601117.SH）、三维工程（002469.SZ）、国海股份（002586.SZ）、东华科技（002140.SZ）、金螳螂（002081.SZ）、洪涛股份（002325.SZ）、亚厦股份（600237.SZ）、尚荣医疗（002551.SZ）、普邦园林（002663.SZ）、棕榈园林（002431.SZ）、蒙草抗旱（300355.SZ）等。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究部

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼  
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
公司网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn  
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn  
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn  
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn  
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn