

2014年10月29日

普邦园林 (002663.SZ)

## 盈利稳健快速增长，收款明显改善

■ **盈利稳健快速增长，符合预期。**公司前三季度实现收入 22.4 亿元，同比增长 38.1%；实现归属于上市公司股东的净利润 2.6 亿元，同比增长 31.1%；EPS 0.46 元，符合预期。盈利增速低于收入增速的主要原因是毛利率降低和应收款坏账准备计提增加较多。三季度单季收入增长 28.7%，盈利增长 34.1%，盈利增速有所加快。管理层对全年业绩预增 20-50%，仍维持了较为乐观的盈利预期。

■ **毛利率有所下滑，收现比提升明显。**前三季度公司毛利率为 24.14%，同比下滑 0.72 个 pct，除当前市场环境恶劣之外，我们认为与三季度报表未充分结算有关。三项费用率为 7.42%，同比下滑 0.22 个 pct，其中管理费用率/财务费用率分别变动-0.83/+0.61 个 pct(公司无销售费用)，财务费用增长较快主要因公司债权融资增加所致。此外因坏账准备计提导致资产减值损失同比大幅增长 379.3%，因此净利率 11.39%，同比下滑 0.61 个 pct。经营活动现金流净额为-4.2 亿元，收现比 66.6%，同比提升 7.5 个 pct，收款明显改善。

■ **模式创新构筑持续竞争力。**公司业务模式创新一直走在行业前列，淮安白马湖森林公园项目是业内首个 PPP 项目，有助于公司减轻垫资压力、加快回款进度、减少项目风险、提高盈利能力。公司前期参股的泛亚国际与公司的联动效应已开始显现，公司在马来西亚取得首个海外项目，未来还有望将泛亚作为对接海外资本市场的入口。此外，公司亦持续寻求外延扩张机会，构筑设计等相关领域竞争力和寻求新业务增长点。

■ **投资建议：**我们预测公司 2014/2015/2016 年 EPS 分别为 0.71/0.96/1.25 元，2013-2016 年 CAGR 为 32%。考虑到公司良好的成长性及潜在的并购扩张潜力，给予目标价 19.2 元（对应 2015 年 20 倍市盈率），维持“买入-A”评级。

■ **风险提示：**房地产行业波动风险；应收账款坏账风险。

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,850.8	2,393.4	3,281.4	4,439.7	5,780.5
净利润	240.2	304.9	397.5	536.5	696.2
每股收益(元)	0.43	0.55	0.71	0.96	1.25
每股净资产(元)	3.41	3.89	4.51	5.29	6.32
盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	32.4	25.6	19.6	14.5	11.2
市净率(倍)	4.1	3.6	3.1	2.6	2.2
净利润率	13.0%	12.7%	12.1%	12.1%	12.0%
净资产收益率	12.6%	14.0%	15.8%	18.1%	19.7%
股息收益率	0.7%	0.8%	0.7%	1.3%	1.6%
ROIC	25.6%	17.8%	15.7%	16.5%	16.9%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 公司快报

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

**19.20 元**

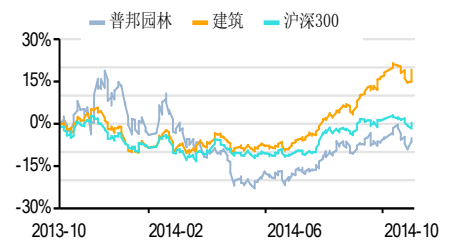
股价 (2014-10-29)

**13.94 元**

交易数据

总市值 (百万元)	7,792.13
流通市值 (百万元)	3,599.15
总股本 (百万股)	558.98
流通股本 (百万股)	258.19
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	-0.01	2.58	-7.33
绝对收益	0.14	7.73	-3.99

杨涛

分析师

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

相关报告

中期业绩增长强劲，收款改善，模式创新后劲充足	2014-07-30
泛亚 IPO 为普邦对接国际资源铺路	2014-06-11
巩固地产园林，拓展市政项目	2014-02-28

表 1: 公司财务指标分析

	2010	2011	2012	2013	1-3Q2013	1-3Q2014	3Q2014
营业收入	861	1,309	1,851	2,393	1,622	2,240	672
营业成本	630	957	1,367	1,774	1,218	1,699	526
毛利率	26.80%	26.84%	26.17%	25.87%	24.86%	24.14%	21.67%
销售费用	0	0	0	0	0	0	0
销售费用率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
管理费用	129	102	142	173	120	147	52
管理费用率	15.04%	7.77%	7.70%	7.22%	7.41%	6.59%	7.79%
财务费用	3	0	-21	-1	4	19	9
财务费用率	0.32%	-0.04%	-1.15%	-0.05%	0.23%	0.83%	1.31%
三项费用率	15.36%	7.73%	6.55%	7.17%	7.64%	7.42%	9.11%
资产减值损失	-2	3	20	9	2	11	3
投资收益	0	0	0	0	0	2	1
营业外收入	0	1	5	4	3	2	-1
营业外支出	0	0	0	1	1	1	0
税前利润	71	201	288	367	229	299	62
所得税	22	33	48	62	34	44	9
所得税率	31.19%	16.39%	16.61%	16.82%	14.86%	14.58%	14.63%
少数股东权益占比	0.00%	0.00%	0.00%	0.11%	0.04%	0.01%	-0.47%
归属于上市公司股东的净利润	49	168	240	305	195	255	53
净利率	5.65%	12.85%	12.98%	12.74%	12.00%	11.39%	7.87%
摊薄 EPS (元)	0.09	0.30	0.43	0.55	0.35	0.46	0.09
经营性现金流净额	88	38	-258	-331	-409	-421	-324
收现比	95.05%	86.68%	64.71%	63.94%	59.15%	66.62%	78.35%
付现比	106.22%	101.57%	95.76%	85.61%	99.67%	111.41%	153.58%

数据来源: 安信证券研究中心

## 财务报表预测和估值数据汇总(2014年10月29日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	<b>1,850.8</b>	<b>2,393.4</b>	<b>3,281.4</b>	<b>4,439.7</b>	<b>5,780.5</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	1,366.5	1,774.3	2,441.4	3,294.3	4,283.4	营业收入增长率	41.4%	29.3%	37.1%	35.3%	30.2%
营业税费	59.8	75.1	108.3	137.6	179.2	营业利润增长率	41.2%	28.4%	30.9%	35.1%	30.0%
销售费用	-	-	-	-	-	净利润增长率	42.9%	26.9%	30.4%	35.0%	29.8%
管理费用	142.4	172.8	242.8	324.1	416.2	EBITDA 增长率	31.3%	39.1%	29.8%	43.0%	33.2%
财务费用	-21.2	-1.2	-8.2	24.7	51.8	EBIT 增长率	31.0%	38.4%	29.1%	42.7%	33.0%
资产减值损失	20.0	9.0	21.0	16.0	14.0	NOPLAT 增长率	30.6%	38.0%	28.8%	42.7%	33.0%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	175.6%	99.1%	45.9%	35.9%	29.7%
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%	15.7%	17.4%	19.4%
<b>营业利润</b>	<b>283.3</b>	<b>363.8</b>	<b>476.3</b>	<b>643.2</b>	<b>836.2</b>	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	4.7	3.1	2.8	3.6	3.2	毛利率	26.2%	25.9%	25.6%	25.8%	25.9%
<b>利润总额</b>	<b>288.0</b>	<b>366.9</b>	<b>479.1</b>	<b>646.8</b>	<b>839.4</b>	营业利润率	15.3%	15.2%	14.5%	14.5%	14.5%
减:所得税	47.8	61.7	81.4	109.9	142.7	净利润率	13.0%	12.7%	12.1%	12.1%	12.0%
<b>净利润</b>	<b>240.2</b>	<b>304.9</b>	<b>397.5</b>	<b>536.5</b>	<b>696.2</b>	EBITDA/营业收入	14.6%	15.7%	14.8%	15.7%	16.0%
						EBIT/营业收入	14.2%	15.1%	14.3%	15.0%	15.4%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	固定资产周转天数	8	12	12	11	11
货币资金	973.8	1,111.3	984.4	887.9	1,156.1	流动营业资本周转天数	104	166	193	202	209
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	264	385	368	335	330
应收帐款	491.3	838.7	1,221.3	1,664.6	2,189.1	应收帐款周转天数	68	100	113	117	120
应收票据	9.8	51.6	76.0	96.7	160.2	存货周转天数	81	122	132	134	137
预付帐款	8.1	8.7	14.3	18.6	22.7	总资产周转天数	283	425	413	376	367
存货	583.0	1,034.3	1,366.3	1,927.9	2,474.4	投资资本周转天数	113	192	229	237	241
其他流动资产	12.1	2.4	4.8	6.5	4.6	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	12.6%	14.0%	15.8%	18.1%	19.7%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	10.7%	9.0%	9.6%	10.4%	10.5%
长期股权投资	-	60.4	60.4	60.4	60.4	ROIC	25.6%	17.8%	15.7%	16.5%	16.9%
投资性房地产	-	8.0	8.0	8.0	8.0	<b>费用率</b>					
固定资产	65.9	89.1	123.3	158.6	191.4	销售费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
在建工程	-	120.6	198.5	250.7	279.6	管理费用率	7.7%	7.2%	7.4%	7.3%	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%	-0.3%	0.6%	0.9%
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%	7.1%	7.9%	8.1%
<b>资产总额</b>	<b>2,251.5</b>	<b>3,397.8</b>	<b>4,122.5</b>	<b>5,159.6</b>	<b>6,613.6</b>	<b>偿债能力</b>					
短期债务	-	-	625.1	673.0	745.8	资产负债率	15.4%	35.8%	38.8%	42.6%	46.5%
应付帐款	227.0	366.4	447.4	630.5	790.1	负债权益比	18.2%	55.9%	63.4%	74.2%	87.0%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	6.00	5.89	2.98	3.05	3.38
其他流动负债	119.3	151.2	157.8	207.8	241.3	速动比率	4.32	3.89	1.87	1.77	1.99
长期借款	-	-	127.4	373.0	881.1	利息保障倍数	-12.35	-308.67	-56.97	27.06	17.16
其他非流动负债	-	700.4	242.1	314.2	418.9	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	<b>346.3</b>	<b>1,218.0</b>	<b>1,599.8</b>	<b>2,198.5</b>	<b>3,077.1</b>	DPS(元)	0.09	0.11	0.10	0.18	0.22
少数股东权益	-	4.0	4.2	4.5	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	0.7%	0.8%	0.7%	1.3%	1.6%
留存收益	1,625.8	1,616.7	1,959.5	2,397.6	2,972.6						
<b>股东权益</b>	<b>1,905.3</b>	<b>2,179.7</b>	<b>2,522.7</b>	<b>2,961.1</b>	<b>3,536.5</b>						

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	397.5	536.5	696.2	EPS(元)	0.43	0.55	0.71	0.96	1.25
加:折旧和摊销	7.7	13.8	18.6	28.1	38.9	BVPS(元)	3.41	3.89	4.51	5.29	6.32
资产减值准备	20.0	9.0	-	-	-	PE(X)	32.4	25.6	19.6	14.5	11.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.1	3.6	3.1	2.6	2.2
财务费用	2.0	27.0	-8.2	24.7	51.8	P/FCF	-25.7	56.7	-98.5	460.6	20.7
投资损失	-	-0.4	-0.1	-0.2	-0.2	P/S	4.2	3.3	2.4	1.8	1.3
少数股东损益	-	0.3	0.2	0.3	0.5	EV/EBITDA	25.1	24.0	15.9	11.8	9.3
营运资金的变动	-621.1	-606.8	-659.7	-816.7	-927.3	CAGR(%)	30.7%	31.7%	33.2%	30.7%	31.7%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>-257.7</b>	<b>-330.8</b>	<b>-251.9</b>	<b>-227.2</b>	<b>-140.1</b>	PEG	1.1	0.8	0.6	0.5	0.4
投资活动产生现金流量	-146.8	-154.7	-129.9	-114.8	-99.8	ROIC/WACC	7.2	3.6	2.3	2.3	2.2
融资活动产生现金流量	1,215.0	611.2	254.9	245.6	508.0	REP	1.1	1.5	1.3	1.1	0.9

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

