吴剑雄
执业证书编号：S0730511010007
021-50588666-8033
wujx@ccnew.com

业务升级转型和拓展加速促业绩稳定增长

——普邦园林（002663）2014 年报点评

证券研究报告-点评报告 **买入（维持）**

发布日期：2015 年 3 月 11 日

报告关键要素：

普邦园林近几年业绩保持较快的增速，15年市政园林业务开始发力，对公司的业绩增长和业绩均衡起到积极促进作用。公司业务积极转型升级，在管理模式、业务拓展、资产并购等方面积极进取。受益于环保政策强化和投入增加，公司未来发展空间大，增速仍将较快。维持公司“买入”投资评级。

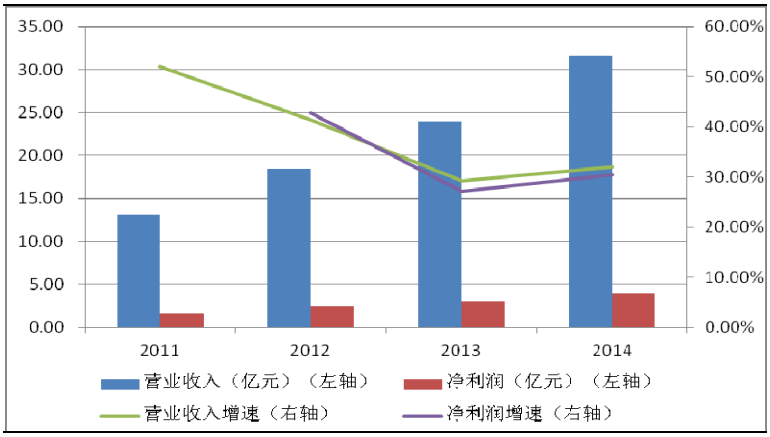
事件：

公司公布了2014年年报。2014年，普邦园林实现营业收入31.61亿元，同比增长32.06%，实现归属于上市公司股东的净利润为3.98亿元，同比增长30.52%，每股收益为0.70元，同比增长27.27%。拟每10股派发现金红利0.62元（含税），转增15股。

点评：

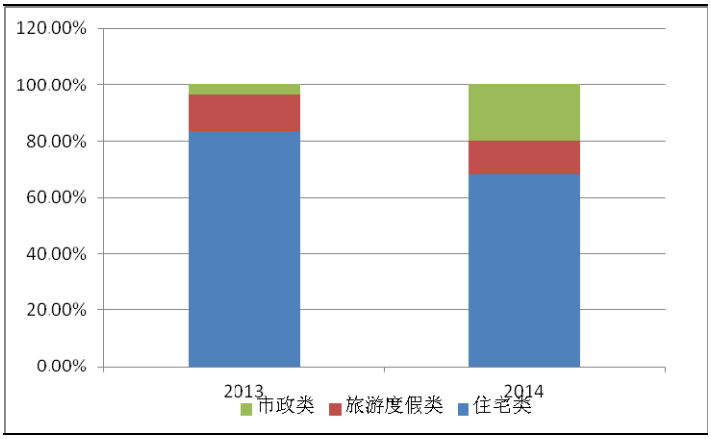
1、业绩继续保持较快增速，业务范围继续拓展，业务增速稳健性更好。公司2014年营业收入增速为32.06%，公司近4年复合增长率达到了25%。公司业务领域进一步分散，其中，住宅类业务收入占比减少15个百分点降至68%，旅游度假类园林业务收入保持12%的占比不变，而市政园林收入占比提升了16个百分点至20%。除了原有业务保持了稳定增长外，公司同时完成了部分新业务领域的开拓，自2013 年成立市政工程分公司，经过一年多的发展已基本运营成熟，报告期内确认收入6.24 亿元，占总收入的19.75%，成为公司业务的增长点。2014年公司完成了第一个业务走向国家化的海外地产园林业务。由于公司业务领域和区域布局更加分散，对房地产行业的依赖减弱，公司业务稳定性增强。

图 1：普邦园林近 4 年营业收入及净利润快速增长



资料来源：中原证券研究、Wind

图 2：普邦园林业务分布进一步均衡

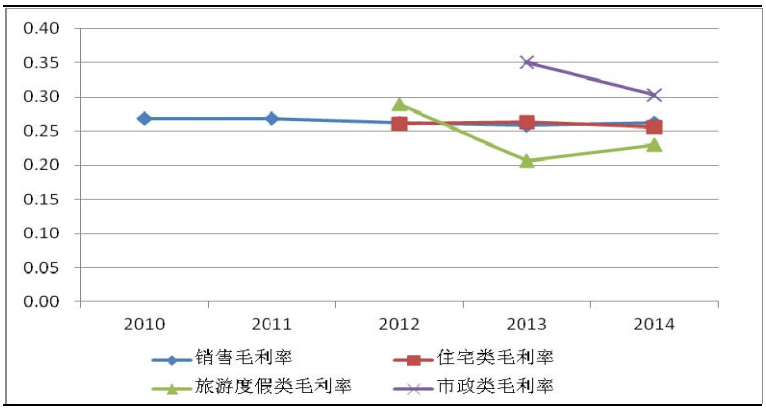


资料来源：中原证券研究所、Wind

2、毛利率稳定，未来有望小幅走高。尽管园林行业过去一年竞争更加激烈，但是公司的毛利率继续保持稳定。2014年，公司销售毛利率为26.13%，较去年还略有提升。毛利率保持稳定一方面因为住宅类业务毛利率基本

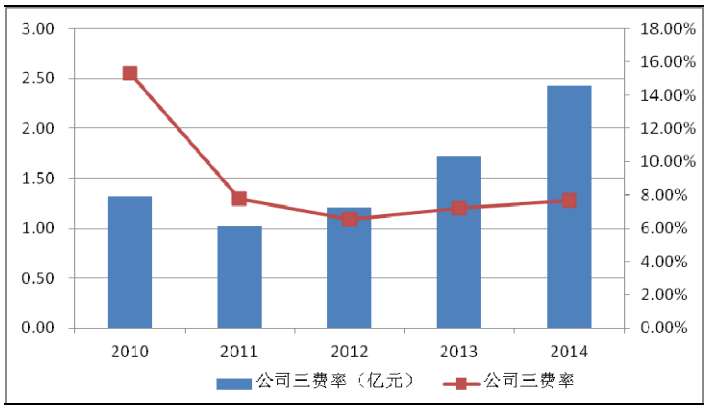
稳定，另一方面因为高毛利的市政业务占比提升，由于该业务占比有望进一步提高，因此，公司毛利率未来有望保持稳定。公司14年三费率为7.66%，较上年略有上升，主要因为财务费用增加。

图 3：普邦园林近 4 年毛利率保持稳定



资料来源：中原证券研究所、Wind

图 4：普邦园林近 4 年三费率保持稳定



资料来源：中原证券研究所、Wind

3、公司业务转型升级走出实质性一步，为后续业务摸索了新的增长之路。（1）2014 年5月签订了《淮安市白马湖森林公园项目PPP 合作协议》，这是园林业内首个以PPP公私合营模式进行的市政园林项目，与传统的项目整体完工验收后建设方再逐年回购的模式相比，回款风险更低，资金周转率更高。这是公司积极探索业务升级转型成功的重要一步，也标志公司在市政园林业务的拓展上开始走出一条差异化的发展路径。（2）2014 年6 月，公司投资的泛亚环境（国际）有限公司在香港联合交易所正式挂牌上市，上市公司间强合作，从业务开拓的角度上说，不仅能获取更多客户的肯定，对于后期的工程落地实施将有巨大的推动用；从产业链整合的角度上说，能更好地发挥“设计为先导，设计工程一体化服务”的业务形式，对增加公司工程业务收入具有积极作用，是具备经济本质的业务合作，公司将获得大量的客户资源和项目收益。公司在业务转型，尤其是在项目融资方面积极探索PPP模式，符合政策趋势，将对公司的业务起到巨大的促进作用。

4、公司管理创新取得成绩。（1）试运行合伙制业务模式。针对园林行业日趋稳定的发展节奏以及自身现金流状况不佳的弊端，为配合公司的平台化发展战略，并充分调动公司一线员工的工作主动性、积极性，公司利用多年累积下来的标准化业务管理基础和品牌黏性，开始推行合伙人制度的业务操作模式，报告期内，公司内部已有部分项目采取了合伙人制度的模式在顺利开展。（2）深化信息化管理水平。承接之前的信息化建设基础，公司于报告期内启动了经营决策分析系统（BI）的开发使用，至此，公司的信息化管理正式形成了业务系统、管理系统及数据系统三大模块，全面提升公司的现代化管理水平。

5、公司未来业务增长资金支持基本充足。园林企业属于较为典型的资金密集型企业，资金实力是决定未来业绩增长的关键性因素之一，公司在业务的资金支持方面较坚实。一方面，公司现金较多，负债率水平较低，融资能力较强。公司14年底在手现金15个亿，资产负债率处于34%的较低水平，公司在债务融资和股权融资方面还具有较大的潜力。另一方面，公司在市政业务上开始创新尝试PPP公司合营模式，项目资金的来源，减少了项目对现金的需求。

6、园林行业仍处于快速发展时期，公司的综合竞争力强。公司所处的环保产业是战略新兴产业，美丽中国成为国家战略目标，政策强力支持，环保投入强度空前加强，行业空间发展巨大。尽管公司所处于的行业受房地产行业低迷和市政财政绿化支出减少，但是这种不利影响目前还只是在行业空间增速上，而刚性的行业需求仍旧很大。公司在园林的设计、品牌、一体化服务优势、全国化发展战略布局及项目成本风险管理、信息化管理和融资渠道等方面具有优势。公司在业务转型升级、管理优化等方面在14年取得了实质性进展，公司竞争力进一步增强。

7、盈利预测及估值。我们调低公司的盈利预测，预计公司2015-2016年的营业收入分别为4219.75百万元和5570.07百万元，归属母公司股东净利润为536.30百万元和691.95百万元，每股收益分别为0.83元和1.08元。2015年3月11日股价（14.40元）对应的市盈率分别为17.65倍和13.40倍。公司在业务转型升级和资产并购方面积极进取，我们维持公司“买入”投资评级。

8、风险提示。（1）房地产行业15年进一步低迷的行业风险；（1）地方政府环保政策执行不力的政策风险；（2）市场竞争激烈导致的产品和服务价格下降。

附表1:

报表预测						
利润表	**2012A**	**2013A**	**2014A**	**2015E**	**2016E**	**2017E**
营业收入	1850.81	2393.43	3160.86	4219.75	5570.07	7296.79
减: 营业成本	1366.52	1774.31	2334.80	3103.63	4088.43	5326.66
营业税金及附加	59.84	75.10	96.70	132.64	175.08	229.36
营业费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	142.42	172.84	216.67	316.48	417.76	547.26
财务费用	-21.23	-1.17	24.62	24.03	62.76	67.36
资产减值损失	19.96	8.98	18.27	15.74	15.74	15.74
加: 投资收益	0.00	0.39	8.73	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	283.30	363.76	478.55	627.23	810.30	1110.42
加: 其他非经营损益	4.73	3.14	2.30	3.52	3.52	3.52
利润总额	288.03	366.90	480.85	630.76	813.83	1113.94
减: 所得税	47.84	61.70	83.06	94.61	122.07	167.09
净利润	240.19	305.20	397.79	536.14	691.75	946.85
减: 少数股东损益	0.00	0.35	-0.11	-0.15	-0.20	-0.27
归属母公司股东净利润	240.19	304.85	397.90	536.30	691.95	947.12
资产负债表	**2012A**	**2013A**	**2014A**	**2015E**	**2016E**	**2017E**
货币资金	952.52	1056.46	1508.30	1476.91	1949.53	2553.88
应收和预付款项	509.18	899.07	1016.32	1220.03	1731.87	2134.86
存货	583.00	1034.32	2191.20	2406.76	4134.73	2967.48
其他流动资产	0.00	0.00	6.72	6.72	6.72	6.72
长期股权投资	0.00	60.39	171.16	171.16	171.16	171.16
投资性房地产	0.00	7.99	8.45	7.42	6.40	5.37
固定资产和在建工程	65.88	209.73	233.48	189.08	144.67	100.27
无形资产和开发支出	2.45	5.85	5.89	5.14	4.38	3.63
其他非流动资产	100.11	59.95	265.31	261.53	257.74	257.74
资产总计	2213.14	3333.76	5406.83	5744.75	8407.20	8201.11
短期借款	0.00	0.00	0.00	529.51	1154.32	649.27
应付和预收款项	281.86	444.61	1089.47	247.74	1454.60	708.60
长期借款	0.00	693.80	695.10	895.10	1145.10	1395.10
其他负债	26.00	15.64	6.55	6.55	6.55	6.55
负债合计	307.86	1154.05	1791.11	1678.89	3760.56	2759.51
股本	279.49	558.98	643.71	643.71	643.71	643.71
资本公积	1253.77	981.75	1996.86	1996.86	1996.86	1996.86
留存收益	372.02	634.95	971.23	1421.52	2002.50	2797.72
归属母公司股东权益	1905.28	2175.67	3611.80	4062.09	4643.07	5438.29
少数股东权益	0.00	4.04	3.92	3.77	3.57	3.30
股东权益合计	1905.28	2179.71	3615.72	4065.86	4646.64	5441.59
负债和股东权益合计	2213.14	3333.76	5406.83	5744.75	8407.20	8201.11
现金流量表	**2012A**	**2013A**	**2014A**	**2015E**	**2016E**	**2017E**

经营性现金净流量	-257.29	-330.76	-166.80	-654.13	-231.82	1075.19
投资性现金净流量	-146.77	-154.68	-323.07	3.00	3.00	3.00
筹资性现金净流量	1215.04	611.20	945.47	619.74	701.44	-473.83
现金流量净额	810.98	125.75	455.43	-31.39	472.61	604.35

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10％以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10％至-10％之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10％以上。

公司投资评级

买入：　未来6个月内公司相对大盘涨幅15％以上；
增持：　未来6个月内公司相对大盘涨幅5％至15％；
观望：　未来6个月内公司相对大盘涨幅－5％至5％；
卖出：　未来6个月内公司相对大盘跌幅5％以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。
负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。