2016 年 03 月 22 日

普邦园林（002663.SZ）

公司快报

证券研究报告

建筑施工

PPP 助力业绩回暖，多元化转型可期

■PPP 模式助力发展，今年业绩有望明显回暖。公司业绩快报披露 2015 年收入 24.31 亿元，同比下降 23.09%；归母净利润 2.14 亿元，同比下降 46.18%，主要受国内经济下行压力影响，部分项目毛利率下降所致。我们预计 2016 年公司有望借 PPP 模式大力拓展市政园林，今年业绩大概率回暖；近两年公司已公告 PPP 订单（含框架协议）35 亿元，折合 2014 年收入的 110.76%，对未来业绩形成保障。据公开资料，持有的枫彩生态 7.25%股权被三特索道收购，目前浮盈超过 1 亿元，后续有望确认投资收益。

■环保业务形成协同，产业链外延潜力大。去年收购深蓝环保后受下游景气度影响业务进度偏慢，未来有望将园林客户资源和营销渠道与深蓝环保共享，并提供管理经验和资金支持，将白马湖 PPP 项目实施经验迁移，借 PPP 模式实现环保业务快速成长。公司 2015 三季报在手现金约 8.5 亿元，未来有望通过持续并购完善环保产业布局，向主业相关水生态、水处理领域延伸。

■“保险”+“金融”有望成新增长点，多元化转型可期。公司去年 11 月公告与康美药业、蓝盾股份等 6 家公司投资康美健康保险，公司占 14.90%，2015 年前三季度我国健康保险保费收入共 1837 亿元，同比增长约 46%，市场发展潜力大，此外公司金控平台借助与上下游长期合作积累的信用数据从事网贷，实现线下项目与线上投资的高效对接，未来有望成为新增长点。面对同行纷纷转型环保、文娱趋势，我们预计公司亦将加快多元化步伐，借助资本市场实现跨行业发展，估值具备提升潜力。

■大股东增持彰显长期信心。公司大股东涂善忠通过华泰资管计划分别于 2015 年 9 月和 2016 年 3 月增持公司股份，累计增持 978 万股，占公司总股本的 0.57%，并承诺未来 6 个月内不减持该部分股权，彰显其对公司未来发展的信心。

■投资建议：我们预测公司 2016/2017 年 EPS 分别为 0.20/0.24 元，考虑到公司 PPP 业务发展及转型潜力，给予目标价 8 元（对应 2016 年 40 倍 PE），买入-A 评级。

■风险提示：整合不及预期、宏观经济下行风险。

(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营收入	2,393.4	3,160.9	2,431.0	2,674.1	3,075.2
净利润	304.9	397.9	213.6	333.3	404.4
每股收益(元)	0.18	0.23	0.13	0.20	0.24
每股净资产(元)	1.28	2.12	2.28	2.46	2.68

盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	34.9	26.8	49.9	32.0	26.3
市净率(倍)	4.9	2.9	2.7	2.5	2.3
净利润率	12.7%	12.6%	8.8%	12.5%	13.2%
净资产收益率	14.0%	11.0%	5.5%	8.0%	8.9%
股息收益率	0.6%	0.4%	0.2%	0.3%	0.4%
ROIC	17.8%	17.0%	6.0%	11.2%	11.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 **买入-A**

维持评级

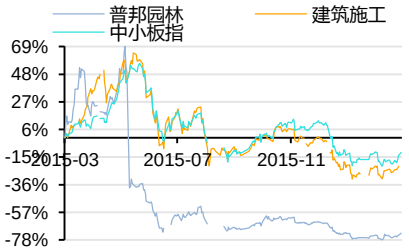
6 个月目标价： 8 元

股价（2016-03-21） 6.25 元

交易数据

总市值（百万元）	10,653.72
流通市值（百万元）	6,192.33
总股本（百万股）	1,704.60
流通股本（百万股）	990.77
12 个月价格区间	5.05/38.53 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	7.78	-2.74	-20.37
绝对收益	9.08	-23.41	-23.04

夏天 分析师
SAC 执业证书编号：S1450514110001
xiatian@essence.com.cn
021-68763692

杨涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1450514050002
yangt@essence.com.cn
021-68765859

宋易潞 报告联系人
songyl@essence.com.cn
021-68766750

相关报告

普邦园林：布局大环保打响第一枪，并购与 PPP 驱动园林环保共增长	2015-03-17
普邦园林：大股东参与认购显信心，诉求有望增强	2014-12-04
普邦园林：盈利稳健快速增长，收款明显改善	2014-10-30
普邦园林：中期业绩增长强劲，收款改善，模式创新后劲充足	2014-07-30
普邦园林：泛亚 IPO 为普邦对接国际资源铺路	2014-06-11

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	2,393.4	3,160.9	2,431.0	2,674.1	3,075.2
减:营业成本	1,774.3	2,334.8	1,884.0	2,053.7	2,306.4
营业税费	75.1	96.7	97.2	98.9	92.3
销售费用	-	-	-	-	-
管理费用	172.8	216.7	218.8	213.9	199.9
财务费用	-1.2	24.6	-20.6	-22.3	-22.8
资产减值损失	9.0	18.3	30.0	27.0	22.0
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	0.4	8.7	7.0	105.0	10.0
营业利润	363.8	478.5	228.5	407.8	487.5
加:营业外净收支	3.1	2.3	4.0	1.9	3.8
利润总额	366.9	480.8	232.5	409.8	491.3
减:所得税	61.7	83.1	38.4	69.7	78.6
净利润	304.9	397.9	213.6	333.3	404.4

资产负债表

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	1,111.3	1,577.6	1,462.8	1,831.6	1,536.8
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	838.7	904.7	1,526.4	999.2	1,734.3
应收票据	51.6	103.1	18.5	85.5	51.1
预付帐款	8.7	8.6	9.2	8.8	10.9
存货	1,034.3	2,191.2	948.9	2,359.9	1,356.0
其他流动资产	2.4	6.9	7.1	5.5	6.5
可供出售金融资产	-	83.5	27.8	37.1	49.5
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	60.4	171.2	171.2	171.2	171.2
投资性房地产	8.0	8.5	8.5	8.5	8.5
固定资产	89.1	227.5	253.4	285.4	319.6
在建工程	120.6	6.0	95.4	157.9	196.1
无形资产	5.2	5.2	4.5	3.8	3.0
其他非流动资产	67.3	192.0	188.2	144.1	170.2
资产总额	3,397.8	5,485.8	4,721.9	6,098.3	5,613.7
短期债务	-	-	-	-	-
应付帐款	366.4	902.9	61.0	981.8	195.2
应付票据	-	28.2	10.5	5.4	18.4
其他流动负债	151.2	243.5	90.0	234.3	139.6
长期借款	-	-	-	-	-
其他非流动负债	700.4	695.6	697.4	697.8	696.9
负债总额	1,218.0	1,870.1	858.9	1,919.3	1,050.1
少数股东权益	4.0	3.9	-15.5	-8.7	-0.4
股本	559.0	643.7	1,704.6	1,704.6	1,704.6
留存收益	1,616.7	2,968.2	2,173.9	2,483.1	2,859.5
股东权益	2,179.7	3,615.7	3,863.0	4,179.0	4,563.6

财务指标

(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
成长性					
营业收入增长率	29.3%	32.1%	-23.1%	10.0%	15.0%
营业利润增长率	28.4%	31.6%	-52.2%	78.5%	19.5%
净利润增长率	26.9%	30.5%	-46.3%	56.1%	21.3%
EBITDA 增长率	39.1%	39.2%	-57.2%	82.2%	21.2%
EBIT 增长率	38.4%	38.8%	-58.7%	85.4%	20.5%
NOPLAT 增长率	38.0%	38.0%	-58.3%	84.3%	22.0%
投资资本增长率	99.1%	44.4%	17.4%	-0.6%	22.4%
净资产增长率	14.4%	65.9%	6.8%	8.2%	9.2%
利润率					
毛利率	25.9%	26.1%	22.5%	23.2%	25.0%
营业利润率	15.2%	15.1%	9.4%	15.3%	15.9%
净利润率	12.7%	12.6%	8.8%	12.5%	13.2%
EBITDA/营业收入	15.7%	16.5%	9.2%	15.2%	16.0%
EBIT/营业收入	15.1%	15.9%	8.6%	14.4%	15.1%
运营效率					
固定资产周转天数	12	18	36	36	35
流动营业资本周转天数	166	197	325	309	296
流动资产周转天数	385	446	649	624	585
应收帐款周转天数	100	99	180	170	160
存货周转天数	122	184	233	223	218
总资产周转天数	425	506	756	728	686
投资资本周转天数	192	236	394	386	372
投资回报率					
ROE	14.0%	11.0%	5.5%	8.0%	8.9%
ROA	9.0%	7.3%	4.1%	5.6%	7.4%
ROIC	17.8%	17.0%	6.0%	11.2%	11.2%
费用率					
销售费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用率	7.2%	6.9%	9.0%	8.0%	6.5%
财务费用率	0.0%	0.8%	-0.8%	-0.8%	-0.7%
三费/营业收入	7.2%	7.6%	8.2%	7.2%	5.8%
偿债能力					
资产负债率	35.8%	34.1%	18.2%	31.5%	18.7%
负债权益比	55.9%	51.7%	22.2%	45.9%	23.0%
流动比率	5.89	4.08	24.61	4.33	13.30
速动比率	3.89	2.21	18.73	2.40	9.46
利息保障倍数	-308.67	20.44	-10.11	-17.30	-20.39
分红指标					
DPS(元)	0.04	0.02	0.01	0.02	0.02
分红比率	20.2%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
股息收益率	0.6%	0.4%	0.2%	0.3%	0.4%

现金流量表

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	305.2	397.8	213.6	333.3	404.4
加:折旧和摊销	13.8	21.7	15.4	21.3	28.3
资产减值准备	9.0	18.3	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	27.0	42.8	-20.6	-22.3	-22.8
投资损失	-0.4	-8.7	-7.0	-105.0	-10.0
少数股东损益	0.3	-0.1	-19.4	6.8	8.3
营运资金的变动	-606.8	-774.2	-307.4	155.8	-593.9
经营活动产生现金流量	-330.8	-166.8	-125.5	389.9	-185.7
投资活动产生现金流量	-154.7	-323.1	-62.9	-20.0	-103.4
融资活动产生现金流量	611.2	945.5	73.6	-1.1	-5.7

业绩和估值指标

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
EPS(元)	0.18	0.23	0.13	0.20	0.24
BVPS(元)	1.28	2.12	2.28	2.46	2.68
PE(X)	34.9	26.8	49.9	32.0	26.3
PB(X)	4.9	2.9	2.7	2.5	2.3
P/FCF	77.5	-29.9	-50.2	30.3	-45.3
P/S	4.5	3.4	4.4	4.0	3.5
EV/EBITDA	24.0	15.5	43.2	22.9	19.4
CAGR(%)	3.7%	1.2%	-6.8%	3.7%	1.2%
PEG	9.5	21.7	-7.3	8.7	21.4
ROIC/WACC	3.5	2.4	0.7	1.1	1.3
REP	1.5	1.4	4.8	3.0	2.0

资料来源：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

夏天、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	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	张青	0755-82821681	zhangqing2@essence.com.cn
	邹玲玲	0755-82558183	zoull@essence.com.cn
	邓欣	0755-82821690	dengxin@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： 上海市虹口区东大名路638号3楼

邮　编： 200122

北京市

地　址： 北京市西城区西直门南小街 147 号国投金融大厦 15 层

邮　编： 100034