

2016年04月20日

普邦园林 (002663.SZ)

公司快报

证券研究报告

建筑施工

业绩回暖可期，搭建“生态+环保+民生”平台

■市政园林收入及毛利下滑致业绩低点，PPP与环保有望助业绩回暖。公司年报显示，2015年收入24.32亿元，同比下降23.04%，归母净利润1.99亿元，同比下降49.88%，EPS0.12元/股。拟每10股派0.12元（含税）。公司业绩下滑主要受到国内经济环境影响，新签订单有所萎缩，部分项目毛利率出现下滑。分行业看，地产园林收入占比85%，略有下滑；旅游度假/市政业务合计占比约10%，分别下滑63%/86%，环保业务贡献1.38亿营收，占比6%，未来有望成为新的盈利增长点。公司近两年已公告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。此外，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。

■毛利率下滑，期间费用率上升。公司毛利率为20.84%，同比下降5.29个pct。三项费用率9.22%，同比上升1.59个pct，其中销售/管理/财务费用率分别增加0.13/1.34/0.12个pct，管理费用率提高主要由于收入规模下降较快。资产减值损失较上年同期增加1575万元，所得税率下降9.10个pct，综合致净利率下滑4.39个pct，至8.20%。经营活动现金流净额为4亿净流出（14年同期为1.67亿净流出），主要系公司收购深蓝环保并表影响，且2014年回收BT项目投标保证金1.5亿元基数高。

■“生态+环保+民生”平台雏形显现。去年收购深蓝环保实现营收1.38亿元，净利润3254万元，在受下游景气度影响业务进度偏慢情况下兑现2015年业绩承诺。公司未来有望将园林客户资源和营销渠道向深蓝环保导流，并提供管理经验和资金支持，借PPP模式实现环保业务快速成长。深蓝环保2016-2018年承诺净利润不低于4640/6728/9082万元，未来有望给公司带来可观利润。2015年底公司在手现金约11亿元，未来有望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，“生态+环保+民生”的平台格局雏形显现。

■“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年我国健康保险保费收入共2410亿元，同比增长约52%，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。

■投资建议：我们预测公司2016/2017年EPS分别为0.21/0.24元，考虑到公司PPP业务发展及转型潜力，给予目标价8.4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)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	3,160.9	2,432.6	2,675.9	3,077.3	3,538.9
净利润	397.9	199.4	361.0	412.1	463.5
每股收益(元)	0.23	0.12	0.21	0.24	0.27

投资评级 **买入-A**

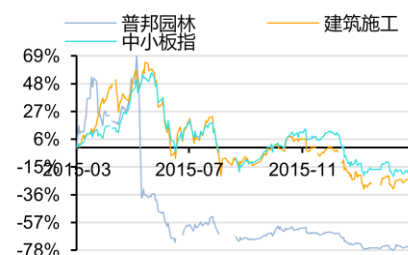
维持评级

6个月目标价：**8.4元**
股价(2016-04-19) **7.18元**

交易数据

总市值(百万元)	12,240.46
流通市值(百万元)	7,115.21
总股本(百万股)	1,704.80
流通股本(百万股)	990.98
12个月价格区间	5.05/38.53元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

	1M	3M	12M
升幅%	1M	3M	12M
相对收益	5.54	-5.06	-15.95
绝对收益	6.98	-25.61	-18.47

夏天

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514110001
xiatian@essence.com.cn
021-35082723

杨涛

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514050002
yangt@essence.com.cn
021-35082086

宋易潞

报告联系人

songyl@essence.com.cn
021-35082728

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

每股净资产(元)	2.12	2.49	2.66	2.89	3.14
盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	30.8	61.4	33.9	29.7	26.4
市净率(倍)	3.4	2.9	2.7	2.5	2.3
净利润率	12.6%	8.2%	13.5%	13.4%	13.1%
净资产收益率	11.0%	4.7%	8.0%	8.4%	8.7%
股息收益率	0.3%	0.0%	0.3%	0.3%	0.3%
ROIC	17.0%	5.5%	8.7%	8.6%	10.0%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	3,160.9	2,432.6	2,675.9	3,077.3	3,538.9	成长性					
减:营业成本	2,334.8	1,925.6	2,087.2	2,308.0	2,654.2	营业收入增长率	32.1%	-23.0%	10.0%	15.0%	15.0%
营业税费	96.7	71.7	80.3	92.3	106.2	营业利润增长率	31.6%	-57.9%	88.1%	28.1%	12.4%
销售费用	-	3.3	3.6	2.7	4.2	净利润增长率	30.5%	-49.9%	81.0%	14.2%	12.5%
管理费用	216.7	199.3	214.1	200.0	230.0	EBITDA 增长率	39.2%	-52.6%	55.4%	30.1%	13.4%
财务费用	24.6	21.8	-18.3	-13.5	-11.7	EBIT 增长率	38.8%	-55.6%	61.5%	30.9%	13.1%
资产减值损失	18.3	34.0	30.0	22.0	20.0	NOPLAT 增长率	38.0%	-50.7%	49.5%	30.9%	13.1%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	44.4%	52.7%	-6.2%	32.3%	-1.9%
投资和汇兑收益	8.7	24.6	100.0	20.0	10.0	净资产增长率	65.9%	17.4%	6.2%	8.8%	8.9%
营业利润	478.5	201.5	379.0	485.7	546.0	利润率					
加:营业外净收支	2.3	15.4	7.0	9.0	10.4	毛利率	26.1%	20.8%	22.0%	25.0%	25.0%
利润总额	480.8	216.9	386.0	494.7	556.5	营业利润率	15.1%	8.3%	14.2%	15.8%	15.4%
减:所得税	83.1	17.7	57.9	74.2	83.5	净利润率	12.6%	8.2%	13.5%	13.4%	13.1%
净利润	397.9	199.4	361.0	412.1	463.5	EBITDA/营业收入	16.5%	10.2%	14.4%	16.2%	16.0%
						EBIT/营业收入	15.9%	9.2%	13.5%	15.3%	15.1%
资产负债表						运营效率					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	固定资产周转天数	18	45	52	49	46
货币资金	1,577.6	1,128.2	1,449.7	923.2	1,247.2	流动营业资本周转天数	197	359	356	351	350
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	446	746	711	663	634
应收账款	904.7	1,423.6	1,103.6	1,802.7	1,539.6	应收账款周转天数	99	172	170	170	170
应收票据	103.1	115.9	125.0	152.0	166.5	存货周转天数	184	354	349	335	335
预付账款	8.6	13.5	6.2	15.6	11.3	总资产周转天数	506	882	875	818	777
存货	2,191.2	2,590.7	2,592.6	3,138.9	3,452.3	投资资本周转天数	236	458	488	477	468
其他流动资产	6.9	18.5	9.3	11.6	13.1	投资回报率					
可供出售金融资产	83.5	75.1	52.9	70.5	66.2	ROE	11.0%	4.7%	8.0%	8.4%	8.7%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	7.3%	3.1%	5.0%	5.7%	6.0%
长期股权投资	171.2	198.4	198.4	198.4	198.4	ROIC	17.0%	5.5%	8.7%	8.6%	10.0%
投资性房地产	8.5	7.6	7.6	7.6	7.6	费用率					
固定资产	227.5	377.7	402.5	434.8	471.5	销售费用率	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
在建工程	6.0	41.5	127.4	186.6	222.0	管理费用率	6.9%	8.2%	8.0%	6.5%	6.5%
无形资产	5.2	34.6	30.6	26.7	22.8	财务费用率	0.8%	0.9%	-0.7%	-0.4%	-0.3%
其他非流动资产	192.0	411.6	467.4	445.2	438.5	三费/营业收入	7.6%	9.2%	7.5%	6.2%	6.3%
资产总额	5,485.8	6,436.9	6,573.1	7,413.8	7,856.9	偿债能力					
短期债务	-	101.0	-	12.3	-	资产负债率	34.1%	34.1%	31.4%	33.8%	32.0%
应付账款	902.9	1,080.4	1,069.4	1,281.3	1,442.3	负债权益比	51.7%	51.7%	45.8%	51.1%	47.0%
应付票据	28.2	144.4	42.7	164.2	73.7	流动比率	4.08	3.67	3.88	3.76	3.55
其他流动负债	243.5	114.1	251.3	151.4	296.3	速动比率	2.21	1.87	1.98	1.81	1.64
长期借款	-	50.0	-	199.1	-	利息保障倍数	20.44	10.23	-19.74	-35.03	-45.63
其他非流动负债	695.6	702.9	700.9	699.8	701.2	分红指标					
负债总额	1,870.1	2,192.9	2,064.3	2,508.1	2,513.5	DPS(元)	0.02	-	0.02	0.02	0.02
少数股东权益	3.9	3.6	-29.2	-20.8	-11.3	分红比率	10.0%	0.0%	10.0%	10.0%	6.7%
股本	643.7	1,703.0	1,703.0	1,703.0	1,703.0	股息收益率	0.3%	0.0%	0.3%	0.3%	0.3%
留存收益	2,968.2	2,532.3	2,834.9	3,223.4	3,651.7						
股东权益	3,615.7	4,244.0	4,508.8	4,905.7	5,343.4						
						现金流量表					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E						
净利润	397.8	199.1	361.0	412.1	463.5	业绩和估值指标					
加:折旧和摊销	21.7	27.4	23.3	27.3	31.9	EPS(元)	0.23	0.12	0.21	0.24	0.27
资产减值准备	18.3	34.0	-	-	-	BVPS(元)	2.12	2.49	2.66	2.89	3.14
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PE(X)	30.8	61.4	33.9	29.7	26.4
财务费用	42.8	44.3	-18.3	-13.5	-11.7	PB(X)	3.4	2.9	2.7	2.5	2.3
投资损失	-8.7	-24.6	-100.0	-20.0	-10.0	P/FCF	-34.3	-13.0	27.4	-23.8	36.1
少数股东损益	-0.1	-0.3	-32.8	8.4	9.5	P/S	3.9	5.0	4.6	4.0	3.5
营运资金的变动	-774.2	-637.1	282.2	-1,025.4	162.1	EV/EBITDA	15.5	52.7	29.2	23.9	20.2
经营活动产生现金流量	-166.8	-400.6	515.3	-611.1	645.3	CAGR(%)	1.9%	33.4%	2.4%	1.9%	33.4%
投资活动产生现金流量	-323.1	-135.1	-3.0	-114.5	-86.0	PEG	16.5	1.8	13.9	15.9	0.8
融资活动产生现金流量	945.5	100.4	-190.9	199.1	-235.2	ROIC/WACC	2.4	0.8	0.8	1.1	1.0
						REP	1.4	4.3	4.0	2.3	2.6

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	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@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	张青	0755-82821681	zhangqing2@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	邓欣	0755-82821690	dengxin@essence.com.cn
	邹玲玲	0755-82558183	zoull@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@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