

## 1253.HK 博大绿泽

未评级

## 受益 PPP 推广，进入高速增长阶段

2016年02月24日

## 市场数据

报告日期	2016.02.24
收盘价(港元)	1.62
总股本(百万股)	3,306.62
总市值(亿港元)	53.57
净资产(亿港元)	6.05
总资产(亿港元)	13.40
每股净资产(港元)	0.73

## 相关报告

## 主要财务指标

会计年度	2012A	2013A	2014A	2015H1
营业收入(百万元)	221.55	289.88	530.11	327.82
同比增长	25.2%	30.8%	82.9%	20.0%
净利润(百万元)	24.53	53.50	109.34	71.26
同比增长	30.2%	118.1%	104.4%	27.6%
毛利率	20.1%	28.7%	35.8%	35.2%
净利率	11.1%	18.5%	20.5%	21.7%
净资产收益率	24.8%	671.2%	32.9%	15.0%
每股收益(元)	-	-	0.18	0.09
每股经营现金流(元)	-	-	-0.02	-0.01

## 投资要点

- **园林行业 PPP 模式大势所趋，大订单驱动小公司业绩高增长。**2014 年开始政策逐渐推动 PPP 模式取代 BT。PPP 还款来源为地方一般财政预算收入，比 BT 更有保障。博大绿泽自 2015 年下半年以来已累计公告了 3 个大型 PPP 项目，总投资金额达 18 亿元，相当于 2014 全年收入的 336%，因此，在 PPP 大订单的驱动下，公司业绩将有望进入高速增长阶段。
- **管理水平高，激励机制到位。**公司精细化管理水平较高，成本控制能力强，盈利能力处于行业高水平。公司在上市前已实行核心团队股权激励，2015 年 9 月进一步实施了股权激励，激励机制已相当完善。
- **双甲级资质齐全，为承接大型项目做好充分准备。**公司是国内园林企业中少有的具备“工程一级、设计甲级”双甲级资质的单位，为今后获得大型项目铺平了道路，同时双甲级资质亦有助于增加公司的行业声誉。
- **与绿地深度合作，综合实力更上新台阶。**中国最大房地产商之一的绿地集团是博大绿泽的基石投资者。绿地不仅每年可直接贡献不低于 3 亿元的主营收入，同时借助其与地方政府的良好关系，可大大增强公司的拿单能力。
- **增长潜力即将爆发，投资价值明显。**与同类上市公司相比，博大绿泽估值具备优势。公司目前体量较小，PPP 大订单和绿地的支持将令公司增长潜力爆发，预计未来 3 年公司营业收入将可增至 15-20 亿元的规模，净利润 3 亿元以上，目前股价具备良好的投资价值
- **风险提示：**新项目中标不达预期，人民币持续贬值。

## 海外环保研究

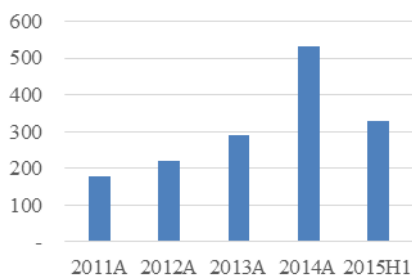
高级分析师：鲁衡军  
注册国际投资分析师 CIIA  
luhj@xyzq.com.hk  
SFC: AZF126  
SAC: S0190515010004

联系人：龙雷  
longlei@xyzq.com.cn

### 报告正文

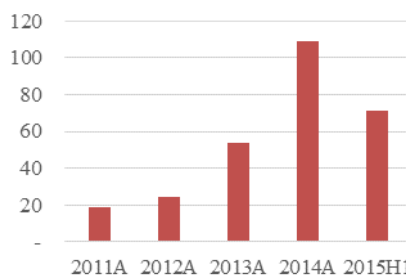
- 博大绿泽是港股唯一以提供园林景观设计与建造服务为主业的上市公司，公司创始人团队在园林行业有十余年从业经验，公司主要承接市政大型园林绿化项目和房地产配套绿化工程，项目业绩遍及全国，主要客户为地方政府及大型国有房地产企业。公司 2012/2013/2014 年营业收入分别为 2.22/2.90/5.30 亿元，在国内园林行业属于中小型企业。与大型园林企业相比，公司在管理和成本控制方面创立了自己独有的模式，经营效率较高。当前园林市场正在全面转向以 PPP 为主流商业模式的阶段，对于博大绿泽十分有利，而且公司上市以来引入绿地集团作为基石投资者，进一步增强了大型项目的获取能力。自上市以来公司签订合同金额在亿元以上的大型订单数目快速增多，未来较高概率持续获取大订单将令公司进入高增长阶段。

图 1 博大绿泽历年收入（单位：百万元）



资料来源：wind，兴业证券研究所

图 2 博大绿泽历年净利润(单位:百万元)



资料来源：wind，兴业证券研究所

- **园林行业 PPP 模式大势所趋，大订单驱动小公司业绩高增长。**以往地方政府大型园林绿化项目通常采用 BT 模式进行融资，BT 模式还款来源主要依赖土地出让金收入，因此长期存在一定风险。自 2014 年财政 43 号文出台之后，BT 模式遭到很大限制，而同时政策开始鼓励和推广 PPP 模式。与 BT 模式相比，PPP 模式还款来源为地方一般财政预算收入，且根据 2015 年财金 21 号文，每年 PPP 项目的支出不得超过当年一般公共预算支出的 10%，因此其未来还款的安全性大大增强。对于博大绿泽而言，意味着通过 PPP 模式承接大型项目的潜在风险要远小于之前的 BT 模式。因此，我们预计公司未来将全面投入 PPP 项目的竞标，获得大型项目的概率将大为提升。自 2015 年下半年以来，公司已累计公告 3 个 PPP 项目框架协议，总投资金额达到 18 亿元人民币，相当于公司 2014 年全年收入（5.30 亿元）的 336%。可见，相对于公司现有营收规模，大型项目对于业绩的提升作用十分显著。因此，随着园林行业全面进入 PPP 时代，公司业绩将有望呈现出较高的弹性。

表 1 博大绿泽近期公告大型项目

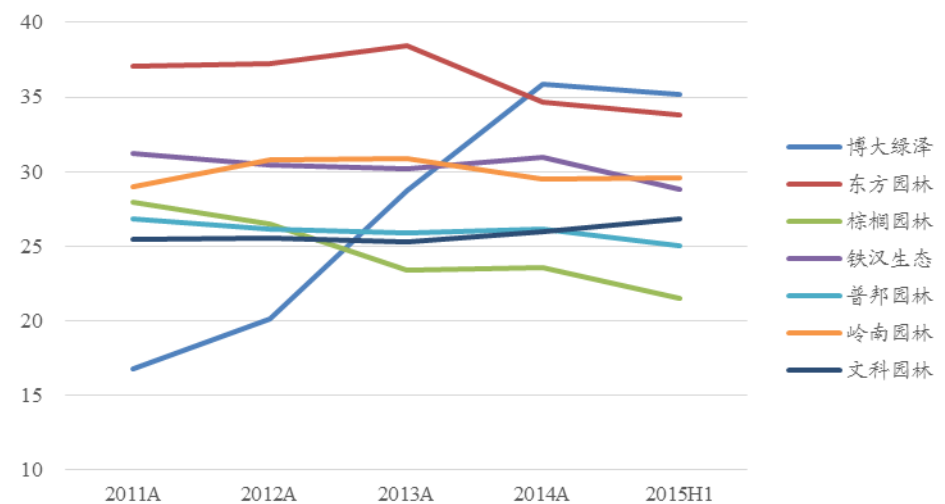
序号	项目名称	项目类型	签约时间	预计完成时间	合同金额
1	泉州项目	EPC	2014 年 3 月	2015 年	3.5
2	南昌项目	EPC	2014 年 11 月	2015 年	3.6
3	肇东项目	PPP	2015 年 10 月	2017 年	3.0
4	乐山项目	PPP	2015 年 10 月	2018 年	10.0
5	禹州项目	PPP	2015 年 12 月	2017 年	5.0

资料来源：公司公告，兴业证券研究所

- **管理水平高，激励机制到位。**博大绿泽管理水平较高，呈现精细化管理的特点。公司较早便开发了一套独有的软件系统，可实现从集团总部层面对整个经营流程进行一体化管理。在严谨的系统管理制度下，公司成本控制能力优秀，与同行业上市公司相比，公司的毛利率及净利率均处于较高水平，具有行业内较强的盈利能力。

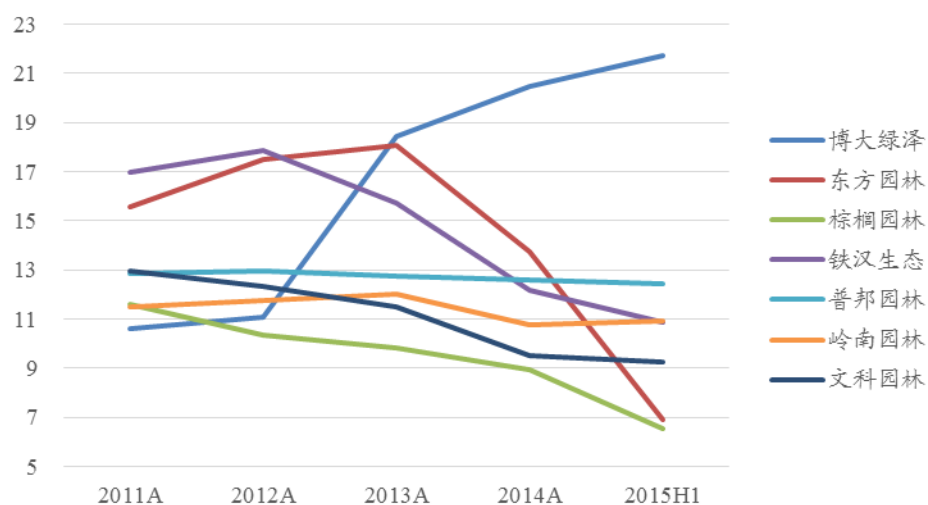
博大绿泽在上市前，高管及部分核心成员已持有绿泽东方国际的股份，绿泽东方国际是博大绿泽控股股东之一。上市后通过绿泽东方国际持有博大绿泽股份，从而实现了核心团队的股东化，形成了较好的激励机制。除此之外，公司于 2015 年 9 月完成了股权激励，对包括高管在内 17 人授出共计 1.13 亿份购股权，约占总股本的 3.41%。股权激励的实施令公司激励机制得到进一步完善。

图 3 博大绿泽历史毛利率与 A 股同类公司比较（单位：%）



资料来源：wind，兴业证券研究所

图 4 博大绿泽历史净利率与 A 股同类公司比较 (单位: %)



资料来源: wind, 兴业证券研究所

- **双甲级资质齐全, 为承接大型项目做好充分准备。**博大绿泽于 2015 年 12 月出资 300 万人民币收购东江设计, 以增强自身设计能力。2016 年 2 月, 公司进一步获得住建部授予的风景园林工程设计专项甲级资质, 加上此前已获得的园林绿化一级资质, 公司已成为国内园林行业中少有的具备“工程一级、设计甲级”的双甲级单位。此后公司承担风景园林工程专项设计的类型和规模将不受限制, 为公司获得大型项目铺平了道路, 同时双甲级资质亦有助于增加公司的行业声誉。
- **与绿地集团深度合作, 综合实力更上新台阶。**自上市伊始, 中国最大房地产商之一的绿地集团便已成为博大绿泽的基石投资者。绿地集团于 2014 年 7 月公司上市之际通过旗下绿地金控增持 4721 万股, 耗资 6138 万港币, 持股占比 6.15%; 其后又于 2015 年 6 月 25 日以每股 2.15 港元再度增持 5944 万股, 总持股比例达到 12.90%。同时, 绿地集团还作出三年禁售承诺, 并承诺在禁售期内为公司提供或引入园林项目, 带来的收入每年不得低于 3 亿元人民币。绿地集团每年销售收入约为 2000 亿元, 伴随其地产项目存在巨大的园林绿化需求, 博大绿泽与绿地开展深度合作一方面可直接从绿地获取订单, 一方面更能借助绿地与地方政府良好的关系获得更多的大型市政项目订单, 拿单能力大大增强。此外, 绿地集团已开始从房地产企业向金控平台的业务转型, 作为“绿地系”上市公司之一, 未来博大绿泽与绿地集团在资本层面或有更紧密的合作, 借助绿地的大资本平台效应, 公司业务有望实现新的突破。
- **增长潜力即将爆发, 投资价值明显。**目前园林板块港股尚无可比公司, 与 A 股同行业公司相比, 博大绿泽估值具备较明显的优势。相对于同类上市公司

而言，博大绿泽体量较小、PPP 大订单和绿地的支持将令公司增长潜力爆发，预计未来 3 年公司营业收入将可增至 15-20 亿元的规模，净利润 3 亿元以上，目前股价具备良好的投资价值。

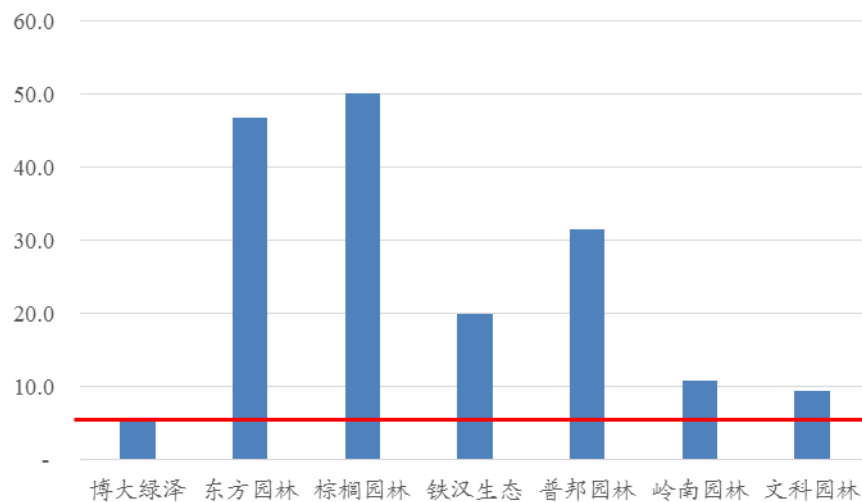
表 2 园林行业上市公司估值比较

股票代码	股票简称	股价	EPS			PE		
			2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E
1253.HK	博大绿泽	1.62	0.06	0.08	0.10	27.21	20.07	16.18
002310.SZ	东方园林	20.87	0.55	0.82	0.98	38.22	25.38	21.30
002431.SZ	棕榈园林	22.06	-0.19	0.49	0.68	-117.78	45.14	32.21
300197.SZ	铁汉生态	14.20	0.35	0.49	0.63	41.15	29.00	22.65
002663.SZ	普邦园林	5.85	0.20	0.22	0.24	29.77	26.10	24.87
002717.SZ	岭南园林	38.35	0.42	0.60	0.81	92.08	63.68	47.20

资料来源：wind，兴业证券研究所

EPS 预测数据来自 wind 一致预期

图 5 2014 年园林行业上市公司收入规模（单位：亿元）



资料来源：wind，兴业证券研究所

- **风险提示：**新项目中标不达预期，人民币持续贬值。

## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;  
中 性: 相对表现与市场持平  
回 避: 相对表现弱于市场

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;  
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间  
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;  
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

## 机构销售经理联系方式

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人			邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhushd@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层 609 (100033) 传真: 010-66290200					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyayi@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn			
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人			刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					



香港及海外市场					
机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	阳焯	18682559054	yanghan@xyzq.com.hk
王子良	18616630806	wangzl@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			
地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900					

### 【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

### 【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求，并以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

### 【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料，本公司未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的，纯粹为了收件人的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。