

买入 (维持)

目标价: 1.85 港元

现价: 1.25 港元

预期升幅: 48.0%

市场数据

报告日期	2016-06-17
收盘价(港元)	1.25
总股本(亿股)	33.07
总市值(亿港元)	41.33
净资产(亿元)	5.54
总资产(亿元)	13.73
每股净资产(元)	0.17

数据来源: Wind

相关报告

《深度首发报告: 借助 PPP 东风, 小公司大成长》-2016.05.20
《年报业绩点评: 业绩保持高速增长, PPP 引擎即将发动》-2016.03.23
《跟踪报告: 受益 PPP 推广, 进入高速增长阶段》-2016.02.24

海外环保研究

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

联系人: 龙雷
longlei@xyzq.com.cn
SAC: S0190516020003

1253.HK 博大绿泽

园林 PPP 项目先行者, 充分占据市场先机

2016年06月17日

主要财务指标

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	623	903	1265	1707
同比增长(%)	17.5%	45.0%	40.0%	35.0%
归属净利润(百万元)	151	206	289	406
同比增长(%)	37.6%	37.0%	40.1%	40.7%
毛利率(%)	36.7%	36.2%	35.8%	35.3%
净利润率(%)	24.2%	22.8%	22.8%	23.8%
净资产收益率(%)	27.2%	29.6%	32.2%	34.5%
每股收益(元)	0.05	0.06	0.09	0.12
每股经营现金流(元)	-0.04	0.09	0.09	0.02

数据来源: 公司资料、兴业证券研究所

投资要点

- **核心观点:** 公司是民营园林景观企业中的 PPP 先行者, 在 PPP 项目爆发期将占据更多的市场先机。近期颁布的“土十条”, 将逐渐激活土壤修复市场, 公司是港股市场最受益标的。MSCI 延迟纳入 A 股后, 部分流动性将重返港股, 公司股价有望持续得到修复。基于以上几点, 我们认为公司基本面保持向好, 短期股价波动主要受流动性冲击。预计公司 2016-2018 年归属净利润分别为 2.06/2.89/4.06 亿元, 同比增速 37.0%/40.1%/40.7%。考虑公司未来较高的业绩弹性, 我们给予 2016 年 25 倍 PE, 目标价 1.85 港元, 维持“买入”评级。
- **PPP 模式正快速普及, 公司已成先行者。** 当前基建投资在政策引导下越来越倾向于 PPP 模式, 2016 年全年签约规模有望达 2 万亿, 未来仍不断有增长空间。博大绿泽早在 2015 年已公布 3 个合计 18 亿元 PPP 项目, 其中部分项目已正式开工建设。公司率先掌握 PPP 模式全流程实施经验, 未来有望在 2016-2018 年 PPP 爆发期获得更多项目。
- **“土十条”激活土壤市场, 公司最为受益。** 国务院颁布“土十条”后, 土壤修复市场全面激活。土壤修复与园林景观工程有天然共性, 园林企业将成为该领域先锋, 博大绿泽作为港股唯一园林上市公司, 最为受益。
- **MSCI 暂据 A 股, 流动性有望得到恢复。** MSCI 延迟纳入 A 股后, 部分流动性有望重返港股, 公司股价短期冲击将得到修复。
- **风险提示:** 新增 PPP 订单不达预期; 地方政府财政恶化致项目延误; 大项目增加导致收入波动变大; 人民币持续贬值。

报告正文

- **PPP 模式快速普及，基建投资占比不断上升。**在政府稳增长和供给侧改革的双重目标下，“十三五”期间基建投资将扮演更重要的角色。基建投资在政策引导下正由传统模式快速向 PPP 模式转变，当前意向中的 PPP 项目总规模已超过 8 万亿元，2016 年截至目前已签约 1 万亿元左右，全年 PPP 签约规模将有望达到 2 万亿元。相对于每年 16 万亿元的基建投资总规模，PPP 模式仍有巨大增长空间，预计其在基建投资中的占比仍将不断上升。
- **园林景观大项目推动，企业有望获得高速增长机会。**我国园林景观每年总投资达 4000 亿元以上，行业天花板高，市场集中度低，国有资本未形成垄断，行政限制较少，且已发展出成熟的盈利模式，非常适合民营企业经营。在 PPP 大项目的推动下，中小型园林企业中的后起之秀将有机会获得“超车”发展机遇，获得远高于行业平均增速的增长。
- **博大绿泽成为 PPP 先行者，牢牢把握市场先机。**公司于 2015 年率先公布了 3 个 PPP 项目，合计金额 18 亿元，目前河南禹州项目已经顺利开工。当前民间资本参与 PPP 模式的进度普遍较国有资本缓慢，主要源于对新政认知不够以及资金准备不足。博大绿泽及早对业务结构进行调整并率先开展 PPP 模式，已成为民营企业中涉足 PPP 的领军企业。成熟的 PPP 模式运作经验将令公司在 2016-2018 年的 PPP 项目爆发期充分占据市场先机，获取更多的项目。
- **“土十条”颁布，土壤修复将成为园林景观行业新增长点。**5 月 28 日，国务院印发《土壤污染防治行动计划》，即“土十条”，《土壤污染防治法》等重要文件也有望在今年陆续推出，土壤修复市场在政策刺激下将全面启动。土壤修复市场的盈利逻辑同园林景观投资具备天然共同点，均是通过改善土地质量，提升土地价值来获得回报。园林景观企业与技术类企业相比，在市场和渠道方面的优势更为突出，因此有望成为土壤修复市场开拓的先锋。土壤修复市场的全面启动和爆发将为园林景观行业带来的新的增长点，博大绿泽作为港股市场唯一的园林景观企业，将成为最受益标的。
- **MSCI 延迟纳入 A 股，流动性有望得到恢复。**6 月 15 日，明晟公司宣布延迟将 A 股纳入新兴市场指数，此举将有助于港股已纳入 MSCI 的部分标的流动性恢复。前段时间因 MSCI 指数调整和 A 股可能被纳入，部分投资者提前调仓，导致公司股价短期受流动性冲击较大。当前 MSCI 已明确延迟纳入 A 股，港股市场流动性将有望得到恢复，预计公司股价也将持续得到修复。
- **估值及投资建议：**我们预计 2016-2018 年股东应占净利润分别为 2.06/2.89/4.06

亿元，同比增速 37.0%/40.1%/40.7%。综合考虑公司体量和未来较高的业绩弹性，我们给予公司 2016 年 25 倍 PE，目标价 1.85 港元，维持“买入”评级。

- **风险提示：**新增 PPP 订单不达预期；地方政府财政恶化致项目延误；大项目增加导致收入波动变大；人民币持续贬值。

附表

综合财务状况表

单位:百万

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	925	1157	1372	2034
现金及现金等价物	173	452	632	854
交易用投资	0	0	0	0
应收款项	281	622	643	1064
其他应收款	46	83	97	116
存货	0	0	0	0
非流动资产	359	619	439	259
可供出售投资	0	0	0	0
联营和共同控制实体的投资	0	0	0	0
投资物业	0	0	0	0
固定资产	21	21	21	21
在建工程	0	0	0	0
土地使用权	0	0	0	0
无形资产	28	28	28	28
总资产	1284	1775	1811	2293
流动负债	729	1078	914	1114
短期借款	278	606	415	553
应付款项	355	365	374	415
预收账款	0	0	0	0
其他	96	108	125	146
非流动负债	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
负债合计	729	1078	914	1114
股本	285	285	285	285
储备	268	268	268	268
未分配利润	0	143	343	624
少数股东权益	1	1	1	1
总权益	554	697	897	1179
总负债和总权益	1284	1775	1811	2293

综合现金流量表

单位:百万

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
除所得税后溢利	151	206	289	406
折旧和摊销	2	0	0	0
利息费用	13	26	28	23
营运资本的变动	-324	-357	-9	-378
经营活动产生现金流量	-121	300	308	51
资本性支出	-12	0	0	0
投资、贷款于附属公司	-3	0	0	0
投资活动产生现金流量	-7	-260	180	180
借款变动	-72	328	-190	138
发行股份	260	0	0	0
支付的股利和利息	-45	-90	-116	-148
融资活动产生现金流量	243	238	-307	-10
现金净变动	116	279	181	221
现金的期初余额	144	173	452	632
现金的期末余额	257	452	632	854

综合收益表

单位:百万

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业额	623	903	1265	1707
销售成本	394	576	812	1105
毛利	228	327	452	602
销售、一般性和行政开支	42	46	63	68
研究发展费用	0	0	0	0
其他营业收入	0	0	0	0
EBITDA	215	301	408	551
折旧和摊销	0	0	0	0
EBIT	215	301	408	551
融资收入净额	-13	-26	-28	-23
投资收益	-0	0	0	0
税前利润	201	275	380	528
所得税开支	50	69	91	121
税后利润	151	206	289	406
少数股东权益	0	0	0	0
股息	46	63	89	125
母公司股东应占净利润	151	206	289	406
EPS	0.05	0.06	0.09	0.12

主要财务比率

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
成长性				
营业额增长率	17.5%	45.0%	40.0%	35.0%
EBIT增长率	35.3%	41.1%	35.4%	35.1%
净利润增长率	37.6%	37.0%	40.1%	40.7%
盈利能力				
EBIT/营业额	34.3%	33.3%	32.2%	32.3%
EBITDA/营业额	34.5%	33.3%	32.2%	32.3%
毛利率	36.7%	36.2%	35.8%	35.3%
净利率	24.2%	22.8%	22.8%	23.8%
ROE	27.2%	29.6%	32.2%	34.5%
偿债能力				
资产负债率	56.8%	60.7%	50.5%	48.6%
流动比率	1.27	1.07	1.50	1.83
速动比率	0.69	1.07	1.50	1.83
营运能力				
资产周转率	0.49	0.51	0.70	0.74
应收帐款周转率	2.54	2.00	2.00	2.00
应付账款周转率	2.13	2.51	3.42	4.33
存货周转率	-	-	-	-
每股资料				
每股收益	0.05	0.06	0.09	0.12
每股经营现金流	-0.04	0.09	0.09	0.02
每股净资产	0.17	0.21	0.27	0.36
估值比率(倍)				
PE	26.14	19.08	13.62	9.68
PB	7.11	5.65	4.39	3.34
EV/EBITDA	22.93	15.08	10.67	8.15

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	zhusd@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: 北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605 (100033) 传真: 010-66290220					
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 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(香港证监会中央编号: AYE823)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。