

不破不立，不舍不得

——京蓝科技（000711）深度报告

2016年07月27日

强烈推荐/首次

京蓝科技 深度报告

报告摘要：

公司以生态环境产业+互联网为公司的业务战略定位。公司剥离房地产和煤矿业务，成功收购沐禾节水，实现业务转型，同时依托节能和信息化业务加快产业并购和资源整合，逐步完善绿色、智慧的节能环保产业链布局。政策红利不断，水权水价、土地流转是催化剂，年均400-500亿市场空间。按照2020年新增高效节水灌溉面积1亿亩，和使用高效节水灌溉技术每亩最低初始投入700-1000元计算，则仅高效节水灌溉市场规模增量700-1000亿元，平均每年增量140-200亿元。此外，到2020年农业高效节水灌溉市场预计2.5-3亿亩，按每年更换滴管带成本100元计算，每年更换滴管带投入250-300亿元。

收购沐禾，大股东定增锁三年；承诺业绩，预计未来30%增长可期。本次收购一致行动人合计认购13.7亿元，占到拟募集资金总额的87.26%，锁定期36个月，实际持股比例提升至46.28%。15年超预期完成业绩承诺300万元，16-18年承诺业绩1.2亿、1.45亿、1.76亿。一方面显示出其对公司未来长期成长的信心，另一方面有利于公司管理和资本运作。

沐禾节水盈利能力行业第一。沐禾净利率10%-15%远超行业平均7%-8%的主要原因有三个：第一，公司是行业内唯一做全产业链标的，可获得各个环节利润；第二，公司以PPP工程总包形式拿大订单，设备自给自足，下游不需门店铺设，降低销售费用；第三，公司生产技术行业领先，生产效率高，在产品达到国标的前提下，成本用料最少。

公司盈利预测及投资评级。我们认同公司“生态环境产业+互联网”的发展战略，成功收购沐禾节水后，公司控股股东股权集中度大幅提高，未来资本运作预期增强，看好公司未来的发展。考虑增发摊薄因素，2016、2017、2018年度EPS分别为0.57元、0.65元、1.0元，对应PE分别为39倍、34倍、22倍。首次覆盖给予“强烈推荐”评级。6个月目标价30元。

财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	68.75	72.09	1,350.00	1,760.00	2,300.00
增长率(%)	8.77%	4.86%	1772.70	30.37%	30.68%
净利润(百万元)	-74.63	-10.01	191.22	216.44	331.56
增长率(%)	153.31%	-86.59%	-2011.11	13.19%	53.19%
净资产收益率(%)	-28.37%	12.94%	12.41%	12.50%	16.45%
每股收益(元)	-0.45	0.23	0.57	0.65	1.00
PE	-49.29	96.43	38.80	34.18	22.13
PB	14.06	12.27	4.81	4.27	3.64

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

徐昊

010-66554017

xuhao@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480514070003

杨钊

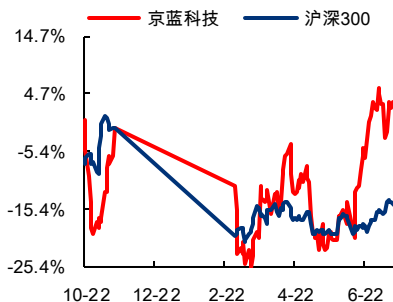
010-66555458

yangzhao@dxzq.net.cn

交易数据

52周股价区间(元)	22.18-21.5
总市值(亿元)	35.69
流通市值(亿元)	35.69
总股本/流通A股(万股)	16090/16090
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	2.06

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

目 录

1. 轻装上阵+华丽转型	4
1.1 发展历程	4
1.2 转型摘帽	4
1.3 战略布局	5
1.4 股权结构	6
2. 政策规划+水价改革+土地流转.....	7
2.1 政策规划红利	7
2.2 水价改革催化	9
2.3 土地流转升温	10
3. 优质标的+智慧农业+大股东定增.....	11
3.1 沐禾节水水质优	11
3.1.1 研发实力强	12
3.1.2 产品品质好	13
3.1.3 销售网络广	15
3.1.4 服务体系完善	15
3.2 发展模式最佳	16
3.3 智慧农业蓝图	16
3.4 大股东定增	17
4. 盈利预测.....	18
5. 风险提示.....	18

表格目录

表 1: 公司剥离业务板块	5
表 2: 京蓝科技子公司及其主营业务	6
表 3: -“十二五”以来节水灌溉扶持政策密集出台	8
表 4: 2016年各省（市、自治区）高效节水灌溉建设任务表（万亩）	9
表 5: 1988年以来有关土地流转的文件及其内容	10
表 6: 郭绍增任职单位、时间、职务	错误!未定义书签。
表 7: 融通资本直接、间接持股公司及其经营范围	错误!未定义书签。
表 8: 杨仁贵以法人资格所在公司及公司经营范围	错误!未定义书签。
表 9: 乌力吉任职情况及公司经营范围	错误!未定义书签。
表 10: 沐禾节水子公司及持股比例	12
表 11: 瞿金平和康绍忠院士及其成就	12
表 12: 沐禾节水资质名称、等级和许可内容	12
表 13: 沐禾节水解决方案、模式特点和应用效果	13
表 14: 沐禾节水主要产品、产能和产销量	14
表 15: 沐禾节水服务项目和服务内容	15

表 16: 2016 年以来公司拿单情况.....	16
表 17: 呼伦贝尔智慧城市建设合作项目	16
表 18: 公司并购沐禾节水前后股东名称和持股数量.....	17
表 19: 公司盈利预测表.....	19

插图目录

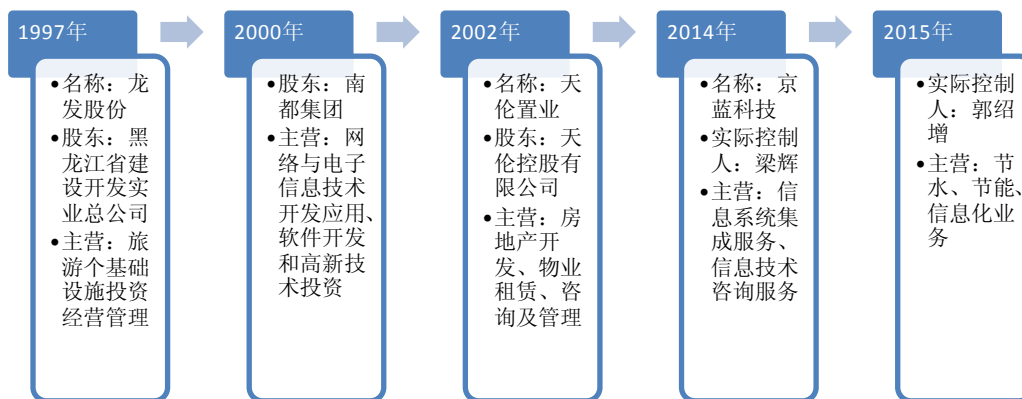
图 1: 公司发展历程	4
图 2: 公司近 5 年营业收入及同比变化.....	5
图 3: 公司近 5 年归母净利润及同比变化.....	5
图 4: 公司股权结构	7
图 5: 2014-2015 年沐禾节水各项目营业收入.....	11
图 6: 2014-2015 年沐禾节水各项目毛利率	11
图 7: 沐禾节水股权结构	11
图 8: 沐禾节水项目及产品销区	15
图 9: 沐禾节水销售网络	15

1. 轻装上阵+华丽转型

1.1 发展历程

公司 1993 年成立，原名龙发股份，1997 年登陆深交所。1997 年，公司主营为旅游和基础设施投资经营管理；2000 年，公司主营为网络与电子信息技术开发应用、软件开发和高新技术投资；2002 年，主营为房地产开发、物业租赁、咨询及管理，2003 年，公司更名“天伦置业”；2008 年，公司主营房地产、矿业；2014 年，公司主营为信息系统集成服务、信息技术咨询服务，并再次更名“京蓝科技”；2015 年，公司剥离房地产和煤矿业务，通过沐禾节水进入农业节水行业，加快业务转型，依托节能和信息化业务加快产业并购和资源整合，逐步完善绿色、智慧的节能环保产业链布局。

图 1:公司发展历程

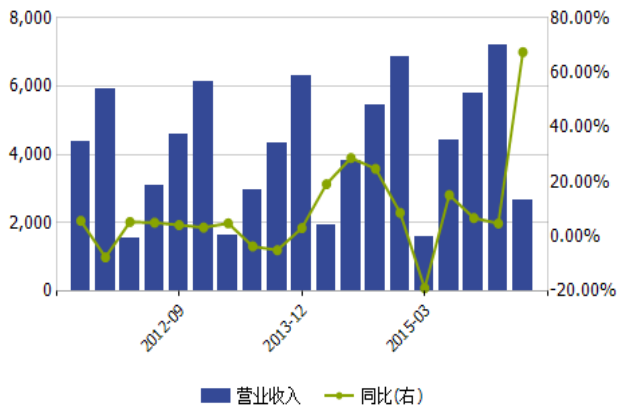


资料来源：公司公告,东兴证券研究所

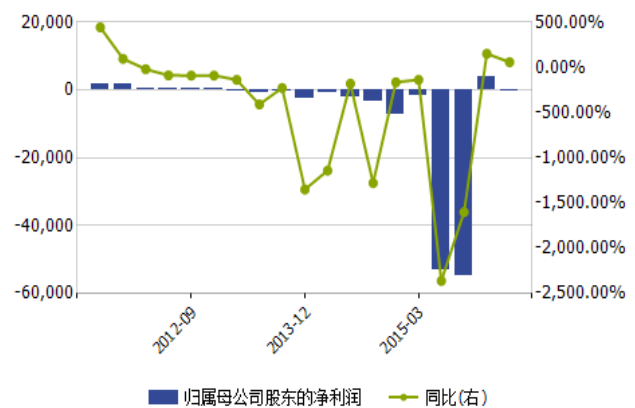
1.2 转型摘帽

2014 年，上市公司实现营业收入 6874.93 万元，其中物业租赁收入 6036.90 万元，占比 87.81%，煤炭销售收入 838.03 万元，占比 12.19%；2015 年，上市公司实现营业收入 7208.83 万元，其中物业租赁收入 5952.81 万元，占比 82.58%，销售电子产品收入 1256.02 万元，占比 17.42%。

2013、2014 年公司原有业务连续亏损且商业前景不明朗，2015 年 12 月，公司出售商业地产板块及煤炭、矿业板块的全部资产和负债，以谋求加快业务转型发展，亏损资产剥离后，公司财务状况明显改善，持续经营能力得到提升，同时实现了转型摘帽。

图 2:公司近 5 年营业收入及同比变化


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 3:公司近 5 年归母净利润及同比变化


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

表 1:公司剥离业务板块

业务板块	出售子公司	转让股权比例
商业地产	广州天穗达	100%
	广州天利达	100%
	广州润龙投资	90%
煤炭/矿业	前海天伦能源	100%
	贵州天伦能源	100%
	田阳天伦矿业	55%

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

1.3 战略布局

公司以生态环境产业+互联网为公司的业务战略定位, 充分利用互联网和信息技术, 在生态环境领域落地应用。公司立志成为中国领先的生态环境领域的绿色智慧城市整体解决方案供应商和运营服务商。目前, 公司主要通过下属子公司开展业务。

京蓝生态的业务将集中在以水资源为核心的生态治理、农业节水灌溉和数字水利领域, 顺应“数字化、自动化、智能化”的发展趋势, 依托“物联网、云计算、智能感知”, 通过监测、建模、控制等手段有效实现生态领域的智慧管理。在业务开拓方面, 京蓝生态于 2016 年 5 月与甘肃省庆阳市达成了投资意向, 以京蓝生态名义在当地设立甘肃子公司, 作为西北地区的生产基地向陕、甘、宁地区拓展, 目前正在积极推进中。

京蓝能科致力于成为工业企业提质增效升级的综合服务提供商, 涉及业务涵盖余热余压发电、工业尾气发电、干熄焦发电、能源管控和化工产业升级等。2016 年 1-5 月, 京蓝能科已实现营业收入约 1,936 万元, 实现净利润约 407 万元。在业务开拓方面, 林州凤宝管业有限公司与京蓝能科签订了 3,519 万元余热发电合同, 已经开始实施。

此外，京蓝能科正在积极推进有关干熄焦项目、高温超高压再热煤气发电项目等合同的签署。

京蓝环宇定位于提供智慧生态领域所需要的云计算中心建设，成为智慧政务、智慧社区、智慧康养、智慧农业等解决方案的供应商。目前，公司与湖南西洞庭管委会就西洞庭智慧医养和食品溯源平台达成框架协议。

京蓝有道定位于为上市公司的“企业级创新孵化器”，主要针对拥有与京蓝科技主营业务相关联的新技术创业团队、小微公司进行孵化，为其提供资金、资源和管理支持，待成熟后对上市公司业务进行补充和完善。

京蓝云科技是京蓝智慧生态云平台项目的实施主体。

京蓝时代作为上市公司购置办公用房的主体，暂无业务开展情况和业务发展计划。

表 2:京蓝科技子公司及其主营业务

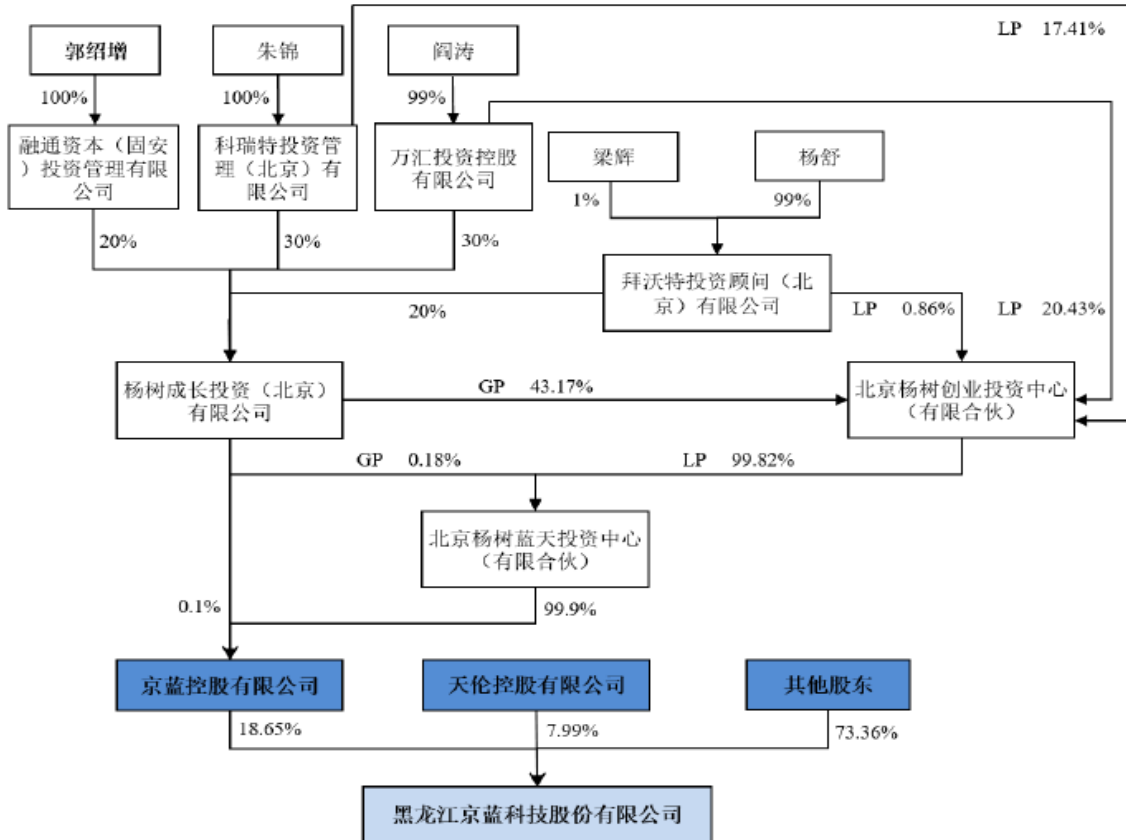
公司	子公司	持股比例	主营业务
京蓝科技	京蓝生态	100%	智慧云服务平台，智慧灌溉，种植的建设、运营，智慧植保、农产品溯源的运营
	京蓝能科	51%	节能服务
	京蓝有道	100%	投资管理、资产管理、投资咨询、项目投资
	京蓝环宇	100%	绿色智慧城市整体解决方案
	京蓝云科技	100%	计算机技术服务、技术咨询、技术转让，数据处理与存储等业务
	京蓝时代	100%	

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

1.4 股权结构

2014 年公司改名为“京蓝科技”，京蓝控股持有公司 18.65%的股权，是公司第一大股东。杨树成长是京蓝控股的控股股东。2015 年底融通资本分别与拜沃特投资顾问有限公司签署《股权转让协议》，拜沃特将其持有的杨树成长 20%的股权转让给融通资本。朱锦、科瑞特投资管理有限公司、融通资本、杨树成长签署《股东表决权委托协议》，科瑞特将对杨树成长的股东表决权委托给融通资本所指定的人选。朱锦和郭绍增分别为科瑞特和融通资本的实际控制人，且二人是夫妻关系。因此，融通资本拥有杨树成长 50%的股权，为杨树成长单一表决权最大的股东。郭绍增是京蓝科技的实际控制人。

图 4:公司股权结构



资料来源：公司公告,东兴证券研究所

2. 政策规划+水价改革+土地流转

2.1 政策规划红利

水是生命之源,是农业生产发展的必要条件;而肥料则为其增产高产提供了重要保障。据统计,我国每年农业灌溉用水总量在 3600 亿立方米左右,化肥施用总量达 5700 万吨。近年来,各级农业部门示范推广了一项水肥一体化新技术,通过灌溉与施肥有机结合,实现了水肥同步管理,成本可以从 1500-2500 元/亩,降低到 500-700 元/亩。目前水肥一体化推广面积大概在 467 万多公顷,根据农业部部署,到 2020 年,将新增水肥一体化推广面积 533 万多公顷。

按照“到 2020 年新增高效节水灌溉面积 1 亿亩”的标准,使用喷灌、滴灌等高效节水灌溉技术每亩最低初始投入按 700-1000 元计算,则仅高效节水灌溉市场规模增量 700-1000 亿元,平均每年增量 140-200 亿元。此外,到 2020 年,农业高效节水灌溉市场预计 2.5-3 亿亩,按每年更换滴管带成本 100 元计算,每年更换滴管带投入 250-300 亿元。姑且不计算已完工但需重新建设的工程,每年市场空间 400-500 亿元。

表 3:- “十二五”以来节水灌溉扶持政策密集出台

时间	名称	内容
2011 年 1 月	《关于加快水利改革发展的决定》	对加快水利改革发展进行了系统全面部署
2012 年 1 月	《最严格水资源管理制度》	对最严格水资源管理制度作出全面部署和具体安排，进一步明确水资源管理“三条红线”的主要目标
2012 年 1 月	《全国现代农业发展规划（2011-2015 年）》	提出要大力推进农业节能减排，大力推广节地、节水、节种、节肥、节药、节能和循环农业技术
2012 年 6 月	《水利发展规划（2011-2015 年）》	提出“十二五”期间水利发展的目标任务。其中，要求新增农田有效灌溉面积 4000 万亩，新增高效节水灌溉面积 5000 万亩，农田灌溉水有效利用系数提高到 0.53 以上
2012 年 11 月	《国家农业节水纲要（2012—2020 年）》	对大力推进农业节水做出部署。提出到 2020 年，全国农田有效灌溉面积达到 10 亿亩，新增节水灌溉工程面积 3 亿亩，其中新增高效节水灌溉工程面积 1.5 亿亩以上；农田灌溉水有效利用系数达到 0.55 以上
2013 年 10 月	《全国高标准农田建设总体规划》	提出到 2020 年，建成旱涝保收的高标准农田 8 亿亩，亩均粮食综合生产能力提高 100 公斤以上，其中，“十二五”期间建 4 亿亩
2014 年 10 月	《规模化节水灌溉增效示范项目建设管理办法》	对纳入国家相关规划、使用中央预算内投资的规模化节水灌溉增效示范项目建设做出了相关规定
2015 年 4 月	《水污染防治行动计划》	提出发展农业节水。到 2020 年，大型灌区、重点中型灌区续建配套和节水改造任务基本完成，全国节水灌溉工程面积达到 7 亿亩左右，农田灌溉水有效利用系数达到 0.55 以上
2015 年 7 月	《于加快转变农业发展方式的意见》	提出大力发展节水农业
2016 年 1 月	《关于落实发展新理念加快农业现代化实现全面小康目标的若干意见》	提出大规模推进农田水利建设。把农田水利作为农业基础设施建设的重点，到 2020 年农田有效灌溉面积达到 10 亿亩以上，农田灌溉水有效利用系数提高到 0.55 以上。
2016 年 1 月	《关于推进农业水价综合改革的意见》	明确要求用 10 年左右的时间建立健全农业水价形成机制，以促进农业节水和农业可持续发展。
2016 年 3 月	《国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》	要求在重点灌区全面开展规模化高效节水灌溉行动；提出新增高效节水灌溉面积 1 亿亩，农田灌溉水有效利用系数提高到 0.55 以上
2016 年 5 月	《于全面推进资源税改革的通知》	提出水资源税改革试点工作。以河北为试点，采取水资源费改税方式，进一步推动水资源节约和保护

资料来源：公开资料,东兴证券研究所

表 4: 2016 年各省（市、自治区）高效节水灌溉建设任务表（万亩）

省（区、市）	2016 年度	省（区、市）	2016 年度
全国合计	2000		
北京		湖北	15
天津	20	湖南	15
河北	300	广东	5
山西	30	广西	70
内蒙古	300	海南	3
辽宁	5	重庆	10
吉林	24	四川	20
黑龙江	70	贵州	12
上海	0	云南	120
江苏	25	西藏	0
浙江	25	陕西	40
安徽	15	甘肃	100
福建	8	青海	16
江西	17	宁夏	35
山东	200	新疆	225
河南	120	兵团	100

资料来源：水利部办公厅,东兴证券研究所

2.2 水价改革催化

2016 年 1 月，国务院办公厅发布《关于推进农业水价综合改革的意见》，指出围绕保障国家粮食安全和供水安全，落实节水优先方针，加强农业用水需求管理，坚持使市场在资源配置中起决定性作用和更好发挥政府作用，以完善农田水利工程体系为基础，以健全农业水价形成机制为核心，逐步建立农业灌溉用水量控制和定额管理制度，提高农业用水效率。

我们认为，我国现阶段还处于农业用水价格低和征收率不足并行的粗放发展时期。但我国水资源短缺，人均水资源 2000 立方米左右，占世界平均水平的三分之一，同时我国农业用水占我国淡水用量的 60% 以上。未来水价提高水价和限定用水额度预期。

《农田水利条例》7 月 1 日起施行，对农田水利规划建设、运行维护和农田灌溉作了具体规定。水利规划建设、运行维护和农田灌溉、排水等作了具体规定。农田灌溉用水实行总量控制和定额管理相结合制度，应合理确定水价，有偿使用、计量收费；鼓励推广应用喷灌、微灌、管道输水灌溉、渠道防渗输水灌溉等节水灌溉技术，提高灌溉用水效率；提出农田水利工程建设实行政府投入和社会力量投入相结合的方式，县级以上人民政府应当多渠道筹措农田水利工程建设资金，保障农田水利建设投入。

我们认为，《条例》的实施对节水灌溉行业进行规范。过去，项目 70% 的资金由中央出，30% 由地方政府出，但造成的结果是行业内企业为中标而恶性竞争，最终导致行

业出现价低者中标的现象和工程质量水平低。现在，项目 70%的资金仍有中央出，而剩下的 30%鼓励社会资本进入，以往 BOT 项目转为 PPP 项目，拉长项目建成后维护期，政府只会为效果买单，一方面避免投标企业以次充好，优质企业重新获得材料溢价能力；另一方面筛选掉资金小，不具备长期押款能力企业，提高行业集中度。

2.3 土地流转升温

自 1988 年《宪法》提出土地使用权转让以来，关于土地流转的政策层出不穷。我们认为，2016 年一号文件提出农业现代化的先行条件之一是生产规模化，土地流转是实现生产规模化的前提。十三五期间将是土地流转加速的 5 年，土地流转后有助于垦区整体实施农业节水灌溉。从经济效益的角度看，土地流转利好农业节水灌溉行业。

表 5: 1988 年以来有关土地流转的文件及其内容

文件	内容
1988 年《宪法》	修订提出“土地使用权可以按照法律规定转让”
2004 年《国务院关于深化改革土地管理的决定》	农用地转用和土地征地审批权在国务院和省、自治区、直辖市人民政府；从严紧控农用地转为建设用地的总量和速度；改革完善宅基地审批制度，加强农村宅基地管理，禁止城镇居民在农村购置宅基地
2007 年《物权法》	土地承包经营权人依照农村土地承包法的规定，有权将土地承包经营权采取转包、互换、转让等方式流转；乡镇、村企业的建设用地使用权不得单独抵押；耕地、宅基地、自留地、自留山等集体所有的土地使用权不得抵押，但是法律规定可以抵押的除外
2010 年十七届三中全会	加强土地承包经营权流转管理和服务，建立健全土地承包经营权流转市场，按照依法自愿有偿原则，允许农民以转包、出租、互换、转让、股份合作等形式流转土地承包经营权；土地承包经营权流转，不得改变土地集体所有性质，不得改变土地用途，不得损害农民土地承包权益；实行最严格的节约用地制度，从严控制城乡建设用地总规模
2014 年《全面深化农村改革加快推进农业现代化的若干意见》	按照集体所有权不能变、耕地红线不能动、农民利益不能损的原则，慎重稳妥推进；授权范围内有序推进农村集体经营性建设用地、农村宅基地、征地制度改革试点；探索农村土地集体所有制等有限实现形式，落实集体所有权、稳定农户承包权、放活土地经营权、引导承包经营权有序流转，赋予承包地经营权抵押、担保权能，扩大农村承包土地确权登记范围
2015 年《国务院关于开展农村承包土地的经营权和农民住房财产权抵押贷款试点的指导意见》	农民住房财产权设立抵押的，需将宅基地使用权与住房所有权一并抵押；慎重稳妥推进农民住房财产权抵押、担保、转让试点，做好农村承包土地的经营权和农民住

资料来源：东兴证券研究所

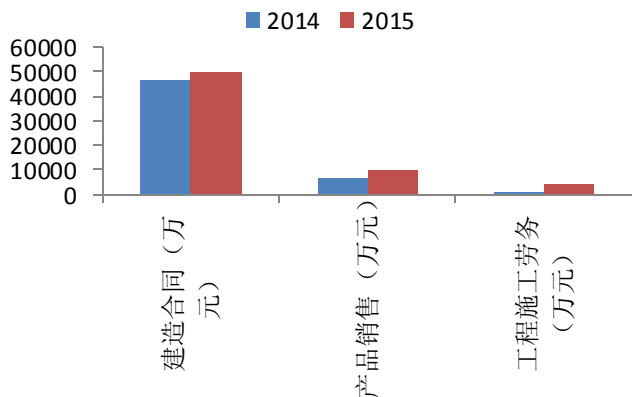
3. 优质标的+智慧农业+大股东定增

3.1 沐禾节水水质优

2013、2014 年，沐禾节水营业分别为 5.26、5.41 亿元。2015 年，公司营业收入 6.47 亿元，净利润 0.93 亿元，其中，建造合同（工程）收入约 5 亿元，占比达 77%，为最主要的收入来源，净利率 14.24%，较之同类可比公司，其净利率居于领先水平，比行业平均的 7.65% 则高出 6.59 个百分点。我们认为，沐禾节水未来五年的平均增长速度要达到 25% 以上，2017 年销售收入将会超过 10 亿元。

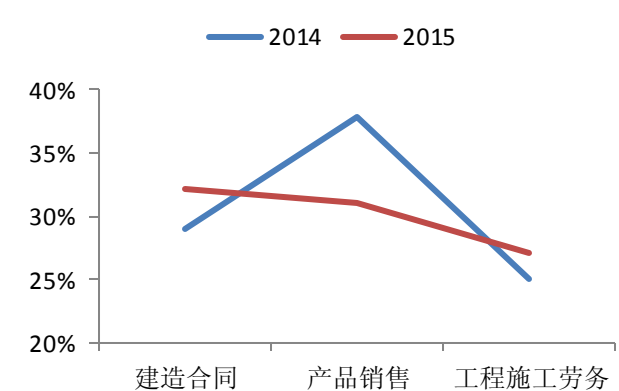
沐禾节水盈利能力较强，主要得益于：1) 为客户提供“解决方案+工程施工+工程设备+综合服务”业务；2) 解决方案和工程业务盈利水平较高；3) 市场区域相对集中及客户优势，销售费用相对较低。

图 5:2014-2015 年沐禾节水各项目营业收入



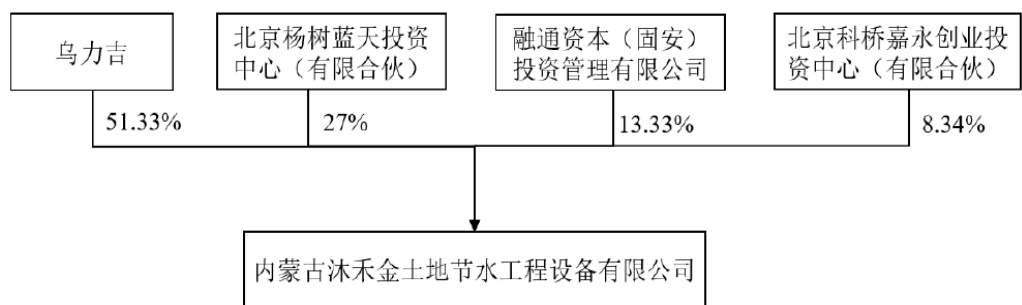
资料来源：公司公告,东兴证券研究所

图 6:2014-2015 年沐禾节水各项目毛利率



资料来源：公司公告,东兴证券研究所

图 7:沐禾节水股权结构



资料来源：公司公告,东兴证券研究所

表 6:沐禾节水子公司及持股比例

公司	子公司	持股比例
沐禾节水	呼伦贝尔沐禾	100%
	兴安盟沐禾	100%
	内蒙古润禾	100%
	赤峰沐禾	100%
	衡水沐禾	55%
	吉林沐禾	55%

资料来源：公司公告,东兴证券研究所

3.1.1 研发实力强

瞿金平院士、康绍忠院士入驻沐禾院士专家工作站，成立沐禾节水技术研究院，标志着我国内蒙古及东北、华北地区在推进节水水利科研合作方面迈出了新步伐。这将为沐禾节水提高自主创新能力、产业升级和技术创新提供智力支持和科技支撑。

公司主要具备灌溉企业甲二级证书和水利水电工程总承包三级资质，此外还有内蒙古自治区污染物排放许可证和安全生产许可证。

表 7:瞿金平和康绍忠院士及其成就

院士	成就
瞿金平	长期从事高分子材料加工成型装备技术与理论研究，提出振动剪切形变和体积拉伸形变动态塑化运输方法及原理、系统发展了高分子材料加工成型理论、发明并研制成功一系列聚合物及其复合材料加工成型新装备。获中国发明专利 20 多项、国际发明专利 3 项；发表 SCI 和 EI 收录论文 150 余篇、出版学术著作 5 部；成果产业化效果显著。获国家技术发明二等奖 2 项、国家科学技术进步二等奖 1 项、省部级科技奖励特等奖 1 项和一等奖 4 项；获中国专利金奖 2 项、优秀奖 1 项；获香港蒋氏科技成就奖。
康绍忠	长期带领科研团队从事旱区农业节水与水资源研究，发展了土壤-植物-大气连续体水分传输理论与作物耗水计算方法，提出了旱区主要作物的需水指标与灌溉制度，创建了基于作物生命需水信息的节水调质高效灌溉理论与新技术，建立了生态脆弱区流域尺度水资源合理配置理论与应用模式。先后获 ICID 国际农业节水技术奖 1 项，国家科技进步二等奖 2 项，部省级一、二等奖 8 项；发表学术论文 280 余篇，SCI 收录 90 余篇，出版著作与教材 10 部，指导的 2 篇博士论文获全国百篇优秀博士论文。曾获全国教育系统劳动模范、国家有突出贡献的中青年专家等荣誉称号。

资料来源：中国工程院,东兴证券研究所

表 8:沐禾节水资质名称、等级和许可内容

名称	等级	发证机构	许可内容
灌溉企业等级证书	甲贰级	中国水利企业协会灌溉设备企业分会	农业、园林、运动场灌溉系统及喷泉、造雾、防尘降尘农村供水系统、土地整理工程的设计、施工
水利水电工程施工总承包资质	水利水电工程施工总承包叁级	内蒙古自治区住房和城乡建设厅	可承担单项合同额不超过企业注册资本金 5 倍的下列工程的施工：库容 1000 万立方米、装机容量 10MW 及以下水利

水电工程及辅助生产设施的建筑、安装和基础工程施工。

资料来源：公司公告,东兴证券研究所

3.1.2 产品品质好

沐禾节水涵盖微灌和灌溉智能化方案提供,节水灌溉技术研究、产品研发、设备生产、工程设计与施工、技术服务为一体的高新技术企业。公司在赤峰、呼伦贝尔、衡水没有生产基地,生产线 360 多条,其中单翼迷宫式滴灌带生产线 120 条、内镶贴片式滴灌带生产线 3 条, PVC 管材生产线 22 条, PE 管材生产线 9 条, PE 软管生产线 13 条,涂塑水带管生产线 5 条,微喷带生产线 2 条,管件注塑生产线 16 条, PVC/PE 管材产能 1.64 万吨,滴灌带产能 5 亿米。

沐禾节水产品涵盖滴灌系统全部组成部件,包括三大类:第一类为首部枢纽系统,主要包括过滤器、施肥器、首部控制系统等;第二类为输水管材,主要包括 PVC 管材、PE 管材等;第三类为滴灌带,主要包括内镶贴片式滴灌带和单翼迷宫式滴灌带等。

表 9:沐禾节水解决方案、模式特点和应用效果

解决方案	模式特点	应用效果
 <p>果园节水节肥一体化综合技术模式</p>	<p>该模式的特点是在果园中建设滴灌、微喷灌、喷水带等灌溉系统,配套地膜覆盖或秸秆覆盖和配方施肥等节水高效农艺措施,提高灌溉水和肥料的利用率,达到节水增效的目标</p>	<p>香蕉节水节肥一体化技术可以使灌溉水利用率达到 90%以上,化肥利用率达到 85%以上,比传统的灌溉技术节水 50% (每亩节水 600~800 立方米),节省肥料 40%~50%,每亩节约肥料成本 200~300 元,节省人工 80%以上,增产 15%~20%。</p>
 <p>寒区旱作水稻高效节水灌溉栽培技术模式</p>	<p>适合于有适量水资源但无条件发展水田或因水资源减少导致水田演变为旱田的地区发展水稻种植</p>	<p>膜下滴灌水稻种植全程机械化,节水、省工、省力,成本低,土地利用率高,产量高,效益好,是改良土壤和降低病虫害发生最好的一种农业生产种植技术</p>
<p>区域综合高效节水智能化灌溉管理模式</p>	<p>集种植业、节水灌溉、科学施肥、田间管理、智能控制等多种高新技术为一体的综合智能管理模式</p>	<p>不仅可降低作物灌溉用水量,增加产出,而且还可扩大单井控制面积,提高灌溉设备利用率,使水利工程效益得到充分发挥。同时,采</p>

用智能卡自动控制灌溉与用水计量, 用水户自主管理



温室高效节水智能化灌溉控制管理系统

系统通过无线传感器网络测量环境参数, 通过计算机的相关程序来进行自动的的计算和决策, 最终实现温室的节水灌溉与智能控制的有机结合

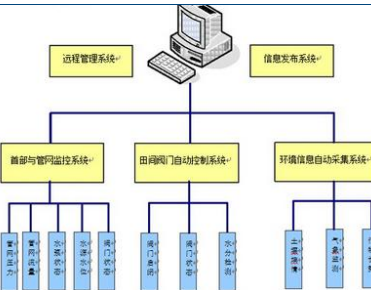
能够实现大棚灌溉用水量的远程计量与收费管理, 大棚温室环境的实时在线监测, 并通过短信的方式进行报警, 降低了农户的种植风险, 建立了统一的数据平台, 为后续开展智慧农业专家系统提供了数据支撑



牧场高效节水喷灌智能化远程监控管理系统

适时监测土壤水分等气象条件, 根据作物在各个生长时期对水分、养分的需求, 制定最佳的灌溉施肥方案, 指导牧场主通过远程控制方式适时适量的进行灌溉和施肥, 促进牧草茁壮成长

远程实时控制, 运行状态监测, 土壤水分监测, 科学高效管理



农田高效节水智能化灌溉管理控制系统


能够严格执行灌溉制度, 不仅实现定时、定量、定次的科学灌溉, 而且保证了灌溉的均匀度, 真正实现了精准灌溉

增大了田间输水压力, 提高了灌水均匀度和水分利用率, 提高了人均管理定额, 减少了滴灌系统运行成本, 滴灌技术的增产潜力得到充分发挥

资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

表 10: 沐禾节水主要产品、产能和产销量

图示	产品	产能及产销量	2015 年	2014 年
	过滤器 (台)			
	PVC/PE 管材 (吨)	产能	16400.0	16400.0
		产量	11286.4	12648.9

	销量	18751.6	13462.8
	产能利用率	68.8%	77.1%
	产销率	166.1%	89.9%
 <p>滴管带 (亿米)</p>	产能	5.0	5.0
	产量	4.5	4.1
	销量	4.6	5.4
	产能利用率	90.4%	82.4%
	产销率	101.8%	132.0%

资料来源: 公司官网,公司公告,东兴证券研究所

3.1.3 销售网络广

公司销售覆盖整个内蒙古和东三省。销售网络共有 17 处,在主要地区建立销售中心,并辐射周边地区,避免异地销售困难,同时销售网点相对集中,对比大禹节水全国布局的优势是降低了销售管理费用,对比天业节水主要市场在新疆,相互之间竞争较弱。

图 8:沐禾节水项目及产品销区



资料来源: 公司官网,东兴证券研究所

图 9:沐禾节水销售网络



资料来源: 公司官网,东兴证券研究所

3.1.4 服务体系完善

公司服务体系主要包括: 人员指导、现场培训、资料支持、技术培训。服务项目主要包括: 服务时间、免费检查、现场安装、人员培训。

表 11:沐禾节水服务项目和服务内容

服务项目	服务内容
服务时间	整机三包 5 年, 主要零部件三包 1 年, 2 小时内赶到现场
免费检查	索赔期内设备磨合期后, 对用户所购买的设备进行一次免费检查
现场安装	在合同规定期限内, 到达现场对设备进行免费安装调试
人员培训	安装调试验收合格后, 对用户操作人员现场进行使用及维护培训

资料来源: 公开资料,东兴证券研究所

3.2 发展模式最佳

2016年1月，京蓝科技与呼伦贝尔农垦集团签订了《智能高效农业节水灌溉系统合作意向书》，以BOT模式为呼伦贝尔农垦集团60万亩农牧用地提供智能高效农业节水灌溉系统的规划设计、投资建设，并在建设完成后负责该项目的运营及管理维护，享有10年特许经营权，并取得特许经营权服务费。5月，京蓝科技及沐禾节水又与翁牛特旗人民政府签订了《智慧生态战略合作框架协议》，约定总投资15亿元。6月，又与托克托县人民政府签订了框架协议，约定总投资12亿元，采用包括但不限于PPP、BOT、EPC等模式，为当地提供智慧农业高效节水灌溉、生态治理、土壤及环境修复、智慧生态大数据应用、智慧生态云等服务。

我们认为，PPP模式特点是将小工程集合打包。这有利于行业整合，打击恶性竞争。配合10年经营权，降低道德风险。资金不充足的企业难以支撑庞大押金。最终规范行业竞争模式，提高行业集中度。

表 12: 2016 年以来公司拿单情况

时间	公司名称	事件
2016.3.24		设立 30 亿生态产业发展基金；以 PPP 模式拿下呼伦贝尔智慧城市建设项目；以 BOT、ROT 模式拿下智能高效农业节水灌溉系统项目
2016-5-23		拿下翁牛特旗 15 亿框架协议
2016-5-31		签下托克托县 12 亿框架协议
2016-6-14	京蓝生态	海拉尔农牧场项目节水灌溉升级改造，总价款 1.13 亿
2016-6-20		顺利推进海拉尔项目，京蓝生态拟向沐禾节水进行采购，采购数量为 45 台，合同价款 931.5 万元
2016-6-29		60 万亩试点项目投资规模 3.16 亿，京蓝生态向沐禾节水采购设备
2016-1-19	京蓝能科	河南蓝天鹤化工科技有限公司，化工残液资源综合利用，确认收入 1,792.98 万元
2016-1-27		林州凤宝管业有限公司，环形加热炉余热发电项目，合同金额为 3,519 万元
2016-1	京蓝环宇	呼伦贝尔市 30 亿智慧生态、智慧城市战略合作框架协议
2015-6		广安市 5.89 亿智慧城与大数据平台建设合作框架协议

资料来源：公司公告,东兴证券研究所

3.3 智慧农业蓝图

2016年1月，公司与呼伦贝尔市政府、科桥投资顾问签订战略合作框架协议，拟以政府与社会资本合作PPP模式，投资、建设和运营呼伦贝尔全市“智慧生态”相关项目，以及已获审批的“智慧城市总体规划”相关项目等，“十三五”期间预计投资总额不低于30亿元，拟共同发起成立30亿元（暂定）的生态产业基金，首期基金规模拟不低于10亿元，以解决呼伦贝尔市智慧生态和智慧城市相关项目建设资金问题。2016年3月，公司与呼伦贝尔市政府、中信银行、科桥投资顾问、沐禾节水等签订《投资合作实施协议》，加快落实战略合作框架协议相关内容。

表 13: 呼伦贝尔智慧城市建设项目

合作对象	合作项目	合作内容
呼伦贝尔	设立生态产业发展基金	由呼市政府指定出资单位、中信银行、京蓝科技、杨树成长、科桥投资作为发起人，共同发起设立呼伦贝尔生态产业发展基金，总规模 30 亿元人民币。
	智慧城市建设项目	2016-18 年分别为基础年、应用年和优化年试点、应用和优化阶段；采用 PPP 等模式
	智能高效农业节水灌溉系统项目	高效节水智能控制平台，物联网、自动化配套监控设施，终端智能控制系统；喷、滴灌节水灌溉设施建设以及与之相配套的农业机械装备、种子、水肥药一体化技术的整合；也包括水源建设、土地平整，农田道路及电力线路铺设等基础工程
	沐禾节水公司技改扩建项目	阿荣旗原厂区技术改造；新增 PVC-O 和双壁波纹管生产线；在海拉尔工业园区新建节水灌溉装备制造企业

资料来源：公司公告,东兴证券研究所

我们认为，年收入超 5 亿元的节水企业只有大禹节水、天业节水、沐禾节水，对标大禹（主要市场在西北，15 年 11.5 亿订单净利润 6000 多万）和天业（主要市场在新疆，15 年亏损），公司收购的沐禾节水（主要市场在内蒙古，15 年 6.5 亿订单净利润 9300 万）是优质标的，凭借股东背景能够拿到政府订单的同时，兼备了工程实施和材料自给的能力。此外，公司与垦区合作提高经济效益的模式较之与农户合作更为稳定，且未来垦区更有动力发展智慧农业，实现综合成本降低。长期看，京蓝能科将在能源密集型行业全面推广能源回收利用技术，配套实施能源服务工程业务；公司具备客户资源后还将向大数据方向发展。

3.4 大股东定增

本次重大资产重组拟发行股份募集配套资金不超过 15.7 亿元（发行价格 16.54 元/股），其中，杨树蓝天、杨树嘉业和京蓝智享三家公司互为一致行动人，合计认购 13.7 亿元，占到拟募集资金总额的 87.26%，锁定期 36 个月。实际控制人大大比例参与 3 年期定增，持股比例提升至 46.28%，一方面显示出其对公司未来长期成长的信心，另一方面有利于公司管理和资本运作。

表 14:公司并购沐禾节水前后股东名称和持股数量

股东名称	股东性质	交易前持股数量（股）	交易前持股比例	交易后持股数量（股）	交易后持股比例
京蓝控股	互为一致行动人	30000000	18.65%	30000000	9.21%
杨树蓝天				64639720	19.85%
杨树嘉业				39298669	12.07%
融通资本				12515644	3.84%
京蓝智享				4232164	1.3%
乌力吉				24089486	7.4%
朗森汽车				12091898	3.71%
科桥嘉永				7828535	2.4%

其他股东	130898400	81.35%	130898400	40.2%
合计	160898400	100%	325594516	100%

资料来源：东兴证券研究所

4. 盈利预测

我们认同公司“生态环境产业+云联网”的发展战略，成功收购沐禾节水后，公司控股股东控股权集中度大幅提高，未来资本运作预期增强，看好公司未来的发展。考虑增发摊薄因素，2016、2017、2018 年度 EPS 分别为 0.57 元、0.65 元、1.0 元，对应 PE 分别为 39 倍、34 倍、22 倍。首次覆盖给予“强烈推荐”评级。6 个月目标价 30 元。

5. 风险提示

坏账风险项目回款速度

表 15: 公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	68	294	4241	5619	7418	营业收入	69	72	1350	1760	2300
货币资金	49	96	81	123	184	营业成本	27	31	950	1200	1500
应收账款	0	2	1	2	2	营业税金及附加	8	9	14	18	23
其他应收款	12	193	3619	4718	6166	营业费用	1	2	30	39	51
预付款项	5	2	97	217	367	管理费用	44	94	122	158	207
存货	1	1	442	559	699	财务费用	49	48	77	185	251
其他流动资产	1	0	0	0	0	资产减值损失	9.58	517.84	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	1161	4	381	430	471	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0.00	645.43	50.00	80.00	100.00
固定资产	65.4	1.8	-350.4	-654.7	-934.9	营业利润	-70	15	208	240	368
无形资产	370	0	0	0	0	营业外收入	0.00	0.04	5.00	5.00	5.00
其他非流动资产	169	0	91	87	59	营业外支出	0.13	21.33	5.00	10.00	13.00
资产总计	1230	298	4622	6049	7889	利润总额	-70	-6	208	235	360
流动负债合计	552	8	3117	4483	6189	所得税	4	4	17	19	29
短期借款	404	0	2611	3637	4933	净利润	-75	-10	191	216	332
应付账款	42	1	260	329	411	少数股东损益	-3	-48	5	5	5
预收款项	2	0	203	467	812	归属母公司净利润	-72	38	186	211	327
一年内到期的非	44	0	0	15	5	EBITDA	363	65	238	330	500
非流动负债合计	359	0	0	-134	-299	BPS (元)	-0.45	0.23	0.57	0.65	1.00
长期借款	359	0	0	-134	-299	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债合计	911	8	3117	4349	5890	成长能力					
少数股东权益	64	-2	3	8	13	营业收入增长	8.77%	4.86%	1772.70%	30.37%	30.68%
实收资本(或股	161	161	326	326	326	营业利润增长	140.47%	-121.98%	1245.89%	15.59%	53.33%
资本公积	15	15	893	893	893	归属于母公司净利	394.93%	13.54%	394.93%	13.54%	54.44%
未分配利润	47	85	243	423	700	获利能力					
归属母公司股东	254	291	1501	1691	1985	毛利率(%)	60.55%	57.17%	29.63%	31.82%	34.78%
负债和所有者权	1230	298	4622	6049	7889	净利率(%)	-108.55%	-13.88%	14.16%	12.30%	14.42%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元						总资产净利润(%)	-5.86%	12.64%	4.03%	3.50%	4.14%
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE(%)	-28.37%	12.94%	12.41%	12.50%	16.45%
经营活动现金流	-10	-50	-3301	-784	-953	运营能力					
净利润	-75	-10	191	216	332	总资产周转率	0.06	0.09	0.55	0.33	0.33
折旧摊销	384.35	0.88	0.00	-95.78	-119.78	应收账款周转率	702	78	864	1117	1118
财务费用	49	48	77	185	251	应付账款周转率	2.99	3.36	10.32	5.98	6.22
应收账款减少	0	0	0	0	-1	每股指标(元)					
预收帐款增加	0	0	203	264	345	每股收益(最新摊	-0.45	0.23	0.57	0.65	1.00
投资活动现金流	-93	166	-271	126	176	每股净现金流(最新	0.13	0.33	-0.05	0.13	0.19
公允价值变动收	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	1.58	1.81	4.61	5.19	6.09
长期股权投资减	0	0	-192	34	42	估值比率					
投资收益	0	645	50	80	100	P/E	-49.29	96.43	38.80	34.18	22.13
筹资活动现金流	123	-63	3558	700	837	P/B	14.06	12.27	4.81	4.27	3.64
应付债券增加	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	11.93	53.75	41.08	32.23	23.38
长期借款增加	0	0	0	-134	-164						
普通股增加	0	0	165	0	0						
资本公积增加	0	0	878	0	0						
现金净增加额	20	54	-15	42	61						

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

徐昊

会计学硕士，2008年加入国都证券从事农业和食品饮料行业研究、2011年加入安信证券从事食品饮料行业研究、2013年加入东兴证券从事食品饮料行业研究，8年食品饮料行业研究经验。

联系人简介

杨钊

金融学硕士，中国准精算师，2015年加入东兴证券从事农林牧渔行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我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。我们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。

我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，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。