

2017年03月15日

公司研究·证券研究报告

京蓝科技 (000711.SZ)

公司快报

生态拼图再添一角，内生订单释放顺利

投资要点

◆ **收购北方园林，生态拼图再添一角**：3月11日，公司公告收购北方园林方案修订稿并复牌。公司拟以现金和发行股份方式收购北方园林90.11%的股份，其中1.9亿元以现金形式支付，其余5.3亿元以发行股份形式支付（平均价格27.07元/股，共计发行1955万股），交易总对价7.2亿元。这是继公司2016年完成沐禾节水100%股权收购后第二个重大外延收购项目，公司在成为综合生态治理商的道路上又落一子。北方园林具备城市园林绿化一级资质和风景园林工程设计甲级资质，主要业务集中在市政园林业务，政府关系良好，2016年以来已经中标多个PPP项目。北方园林进入京蓝科技，对上市公司来说增加工程版图中的资质积累，对于北方园林来说增加融资能力。

◆ **节能领域频获订单，公司转型顺利**：2015年转型综合生态服务商后，公司自有的节能平台以及外延并购的农业节水龙头沐禾节水，均斩获大额订单。**1.京蓝科技获2.5亿订单**。3月14日，公司公告子公司京蓝科技与沁阳永润科技发展有限公司签署了《沁阳永润科技发展有限公司20万吨/年甲醛、3万吨/年多聚甲醛工程项目投资建设合同》，合同总价款约为2.46亿元，其中建设投资约为1.47亿元，支付期限为6年。京蓝科技聚焦工业节能领域，已经先后签署3亿元的合作订单，涉及余热发电、能源管理和尾气发电等工业节能子板块。**2.沐禾节水拿单迅猛**。公司在并购沐禾后，连续复制呼伦贝尔模式，相继拿下翁牛、托克托和威县共计45亿项目订单，公司在农业节水领域进展可期。**目前，公司已储备智慧城市、节水灌溉和化工领域节能订单约100亿元，公司转型顺利。**

◆ **大股东收购经验丰富，环保热点定位准确**：公司实际控制人为郭绍增，核心管理人员有郭绍增和杨仁贵，均有丰富的项目管理经验。自透过京蓝科技，2014年入股上市公司后，公司以智慧城市和节能为切入口，确立打造综合生态服务商的战略目标。选择沐禾节水和北方园林作为并购标的，热点定位准确。根据2016年政府工作报告，2017年将继续新增高效节水灌溉面积2000万亩，农业节水灌溉行业在政府和资金支持下，有望加速变现过程，提高企业盈利。而市政园林领域市场化程度的提高，将改善行业利润率和回款情况。在PPP模式的推广下，农业节水和市政园林两个行业的边际效应改善明显，未来资质齐全、资金链强、产业链齐全的企业将胜出。另外两次外延收购，大股东均参与定增，彰显信心。

◆ **业绩高增无忧**：根据收购公告中的业绩承诺，2016-2019年为公司业绩高增期。1.沐禾业绩兑现良好。沐禾节水2016年-2018年分别承诺完成1.19亿元、1.45亿元和1.75亿元。从2016年业绩快报公布情况分析，沐禾节水2016年9月底完成并表，贡献利润一个季度，公司实现归母净利润1200万，沐禾节水业绩兑现情况良好。2.北方园林承诺2016年-2019年累计实现归母净利润不低于4.2亿元，我们预计如果并购进程顺利，有望在今年下半年实现并表，贡献约5500万净利润，2018年有望贡献1.45亿元净利润。考虑公告披露的企业信息，我们认为超额兑现可期。

房地产 | 商业地产 III

投资评级 **买入-A(首次)**
 6个月目标价 40元
 股价(2017-03-15) 28.50元

交易数据

总市值(百万元)	9,279.44
流通市值(百万元)	4,585.60
总股本(百万股)	325.59
流通股本(百万股)	160.90
12个月价格区间	15.89/33.26元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-15.59	-15.83	66.33
绝对收益	-12.42	-12.42	82.46

分析师

徐曼
 SAC 执业证书编号：S0910516020001
 xuman@huajinsec.cn
 021-20655643

相关报告

◆ **投资建议：**在不考虑配套融资的情况，我们预测 2017 年、2018 年公司归母净利润有望达到 3.8 亿元和 5 亿元，考虑公司目前市值较小，弹性较大，给予买入-A 建议，6 个月目标价为 40 元，相当于 2017 年 36 倍、2018 年 27 倍的动态市盈率。

◆ **风险提示：**整合风险、政策风险

财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	68.7	72.1	460.8	4,229.8	5,879.4
同比增长(%)	8.8%	4.9%	539.2%	817.9%	39.0%
营业利润(百万元)	-70.3	15.4	30.0	892.5	1,106.2
同比增长(%)	140.5%	-122.0%	94.1%	2877.4%	23.9%
净利润(百万元)	-72.0	37.6	11.7	382.9	503.3
同比增长(%)	162.5%	-152.2%	-69.0%	3178.8%	31.5%
每股收益(元)	-0.22	0.12	0.04	1.11	1.46
PE	-133.5	255.6	823.7	26.6	20.3
PB	37.9	33.1	20.6	11.7	7.4

数据来源：贝格数据华金证券研究所

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	68.7	72.1	460.8	4,229.8	5,879.4	年增长率					
减:营业成本	27.1	30.9	345.6	2,876.2	4,062.7	营业收入增长率	8.8%	4.9%	539.2%	817.9%	39.0%
营业税费	8.3	8.6	4.6	84.6	117.6	营业利润增长率	140.5%	-122.0	94.1%	2877.4	23.9%
销售费用	1.3	2.1	20.3	84.6	117.6	净利润增长率	162.5%	-152.2	-69.0%	3178.8	31.5%
管理费用	44.1	94.3	55.3	291.9	470.4	EBITDA 增长率	-130.4	-1254.7	-52.4%	2745.6	23.9%
财务费用	48.6	48.3	-	-	-	EBIT 增长率	-777.3	-394.7	-53.0%	2877.4	23.9%
资产减值损失	9.6	517.8	5.0	-	5.0	NOPLAT 增长率	-778.7	-575.3	-82.1%	2877.4	23.9%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	5.4%	-68.5%	-542.7	128.1%	-176.0
投资和汇兑收益	-	645.4	-	-	-	净资产增长率	-18.9%	-9.1%	63.3%	126.2%	66.8%
营业利润	-70.3	15.4	30.0	892.5	1,106.2	盈利能力					
加:营业外净收支	-0.1	-21.3	-1.0	-	-	毛利率	60.5%	57.2%	25.0%	32.0%	30.9%
利润总额	-70.4	-5.9	29.0	892.5	1,106.2	营业利润率	-102.2	21.4%	6.5%	21.1%	18.8%
减:所得税	4.2	4.2	10.1	312.4	387.2	净利润率	-104.8	52.2%	2.5%	9.1%	8.6%
净利润	-72.0	37.6	11.7	382.9	503.3	EBITDA/营业收入	-8.3%	91.5%	6.8%	21.1%	18.8%
						EBIT/营业收入	-31.5%	88.4%	6.5%	21.1%	18.8%
资产负债表						偿债能力					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	资产负债率	73.3%	2.8%	73.4%	88.8%	69.5%
货币资金	49.0	95.9	1,255.1	2,939.1	470.4	负债权益比	275.0%	2.9%	275.5%	794.3%	228.4%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	0.13	35.02	1.29	1.12	1.49
应收帐款	12.2	195.0	334.7	5,791.4	4,932.0	速动比率	0.13	34.88	1.28	1.09	1.47
应收票据	-	-	2.3	15.1	2.9	利息保障倍数	-0.44	1.32			
预付帐款	4.9	1.6	66.7	549.0	295.2	营运能力					
存货	0.9	1.2	20.9	176.2	96.3	固定资产周转天数	356	168	1	0	0
其他流动资产	1.1	0.1	0.8	0.7	0.5	流动营业资本周转天数	-281	350	-257	-118	-14
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	317	904	771	475	467
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	58	517	207	261	328
长期股权投资	-	-	-	-	-	存货周转天数	5	5	9	8	8
投资性房地产	283.3	-	-	-	-	总资产周转天数	5,996	3,724	809	482	472
固定资产	65.4	1.8	0.3	-1.1	-2.6	投资资本周转天数	3,101	1,996	-256	-118	-14
在建工程	203.6	-	-	-	-	费用率					
无形资产	331.7	0.1	0.1	0.1	0.1	销售费用率	1.9%	2.9%	4.4%	2.0%	2.0%
其他非流动资产	241.6	1.9	92.6	87.3	59.7	管理费用率	64.1%	130.9%	12.0%	6.9%	8.0%
资产总额	1,193.8	297.6	1,773.7	9,557.8	5,854.7	财务费用率	70.8%	67.0%	0.0%	0.0%	0.0%
短期债务	404.0	-	-	-	11.5	三费/营业收入	136.7%	200.8%	16.4%	8.9%	10.0%
应付帐款	57.2	3.7	1,230.6	8,201.8	3,746.8	投资回报率					
应付票据	-	-	-	-	-	ROE	-28.4%	12.9%	2.5%	44.0%	36.7%
其他流动负债	55.2	4.7	70.7	287.2	125.8	ROA	-6.3%	-3.4%	1.1%	6.1%	12.3%
长期借款	359.0	-	-	-	187.6	ROIC	-4.0%	17.9%	10.2%	-68.4%	-37.2%
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	875.4	8.4	1,301.3	8,489.0	4,071.7	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	64.5	-1.6	5.2	199.1	410.1	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	160.9	160.9	325.6	345.1	345.1	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	92.3	129.9	141.6	524.5	1,027.8						
股东权益	318.3	289.2	472.4	1,068.8	1,783.0						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	-74.6	-10.0	11.7	382.9	503.3	EPS(元)	-0.22	0.12	0.04	1.11	1.46
加:折旧和摊销	20.1	7.5	1.4	1.4	1.4	BVPS(元)	0.78	0.89	1.43	2.52	3.98
资产减值准备	9.6	517.8	-	-	-	PE(X)	-133.5	255.6	823.7	26.6	20.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	37.9	33.1	20.6	11.7	7.4
财务费用	49.0	48.5	-	-	-	P/FCF	134.2	-27.3	8.9	7.0	-3.8
投资损失	-	-645.4	-	-	-	P/S	139.9	133.4	20.9	2.4	1.7
少数股东损益	-2.6	-47.6	7.2	197.2	215.7	EV/EBITDA	-893.9	70.5	264.3	8.3	9.3
营运资金的变动	-77.3	198.1	946.9	1,089.9	-3,376.7	CAGR(%)	-298.1	-515.7	-186.1	-298.1	-515.7
经营活动产生现金流量	-9.6	-49.8	967.2	1,671.4	-2,656.3	PEG	0.4	-0.5	-4.4	-0.1	-0.0
投资活动产生现金流量	-93.3	166.1	-	-	-	ROIC/WACC	-0.4	1.7	1.0	-6.5	-3.6
融资活动产生现金流量	123.2	-62.8	192.0	12.5	187.6						

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

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

徐曼声明，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

华金证券股份有限公司（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：

本报告仅供华金证券股份有限公司（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、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金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。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn