

2017年06月26日

京蓝科技 (000711.SZ)

深度分析

大生态平台初现，订单充盈未来业绩可期

投资要点

◆ **步步为营，彰显杨树实力：1. “京蓝”初登资本市场。**2014年，杨树资本旗下京蓝控股入主上市公司000711（原名“天伦置业”），改名“京蓝科技”，随后剥离原有主业，设立京蓝云智、京蓝有道、京蓝能科、京蓝生态等子公司，生态+节能双板块确立。**2. 收购沐禾节水，转型迈出第一步。**2016年公司迈出转型第一步，收购沐禾节水进入节水灌溉行业，在无条件过会后，于当年9月底正式并表。**3. 微调公司结构，迎接北方园林。**公司完成沐禾节水并表后，随即开始推进第二个生态项目-北方园林的收购。2017年，沐禾节水更名为京蓝沐禾，并微调股权结构，京蓝沐禾纳入京蓝生态旗下。6月，公司公告北方园林收购方案获得通过。至此，公司智慧生态业务板块完成两项主要收购，大生态平台初现。**从12年杨树资本设立，到14年入主上市公司、15年剥离地产主业、16年收购沐禾节水、17年收购北方园林，公司步步为营，突显杨树资本在资源整合和资本运作上的实力和执行力。**

◆ **精准定位，实控人高瞻远瞩：1. 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；且北方园林具备风景园林工程设计甲级资质和城市规划设计乙级资质。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。**2. 区域定位准确。**沐禾业务布局内蒙，北方园林业务布局天津，在这两个根据地的基础之上，公司借助大股东资源优势，15-16年开始积极布局京津冀地区，目前公司订单多落在这一区域。**3. 优势定位准确。**公司实际控制人郭绍增、董事长杨仁贵、董事闫涛均为杨树资本集团创始合伙人，核心团队拥有丰富的项目管理、资本运作经验，吻合生态业务资本密集特性。

◆ **订单充盈，业绩可期：**从业绩承诺看，京蓝沐禾2016年全年实现扣非后归母净利润12,368.76万元，超额完成业绩承诺，2017-2018年承诺完成1.45亿元和1.75亿元；北方园林承诺2016-2019年累计实现归母净利润不低于4.2亿元，根据企业历史经营及增长情况，我们认为超额兑现可期。在不考虑本次配套融资的情况下，我们预测2017年、2018年公司归母净利润有望达4.08、5.32亿元，EPS分别为0.61、0.79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20元，相当于2017年33倍、2018年25倍的动态市盈率。

◆ **风险提示：**整合风险、政策风险

房地产 | 商业地产 III

买入-A(维持)

投资评级

6个月目标价

20元

股价(2017-06-26)

14.73元

交易数据

总市值(百万元)	9,592.01
流通市值(百万元)	4,740.07
总股本(百万股)	651.19
流通股本(百万股)	321.80
12个月价格区间	14.00/35.50元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-16.11	0.62	47.72
绝对收益	-11.43	-6.71	47.52

分析师

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

报告联系人

宋怡萱
songyixuan@huajinsec.cn
021-20655737

相关报告

京蓝科技：收购北方园林顺利推进，频获订单夯实业绩增长基础 2017-05-17

京蓝科技：生态拼图再添一角，内生订单释放顺利 2017-03-16

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	72.1	460.8	3,980.1	5,213.0	6,455.6
同比增长(%)	4.9%	539.2%	763.7%	31.0%	23.8%
营业利润(百万元)	15.4	30.0	467.0	609.2	746.7
同比增长(%)	-122.0%	94.2%	1457.2%	30.4%	22.6%
净利润(百万元)	37.6	12.0	407.7	531.8	651.7
同比增长(%)	-152.2%	-68.1%	3300.8%	30.4%	22.5%
每股收益(元)	0.06	0.02	0.61	0.79	0.97
PE	256.1	803.9	24.3	18.7	15.2
PB	33.1	3.2	2.6	2.3	2.1

数据来源：贝格数据华金证券研究所

内容目录

一、智慧生态+工业节能：定位节能环保综合服务商	5
（一）京蓝控股入主，转型节能环保综合服务商	5
（二）股权结构	6
（三）前期投入较大，静待业绩兑现	7
二、节水灌溉景气度向上，收购沐禾节水前瞻布局	8
（一）政策规划引领逾千亿市场	9
（二）制度优化完善促节水灌溉深入推广	13
1、合同节水管理引导行业盈利模式清晰化	13
2、水权、水价机制改革推进，夯实节水灌溉激励基础	14
3、土地流转方兴未艾，适度规模经营提升节水灌溉需求	16
（四）京蓝沐禾：智慧生态首块拼图，节水行业领先企业	17
1、节水灌溉整体方案提供者	17
2、互联网信息技术加成，智慧农业前景广阔	18
3、布局东北、华北地区，地域优势明显	19
4、节水企业整体景气度提升，京蓝沐禾更胜一筹	21
三、收购北方园林——拓宽智慧生态产业布局	22
（一）园林绿化水平尚存地区差异，改进空间大	22
（二）河长制全面推进，黑臭水体治理市场广阔	23
（三）PPP 模式下园林工程企业受益明显	24
（四）收购北方园林，智慧生态拼图再添一角	25
1、业务相互协同，业绩超额兑现可期	25
2、受益雄安新区建设，智慧生态板块大有可为	26
四、工业节能频获订单，前期投入静待收获	28
五、盈利预测	29
六、风险提示	30
（一）整合风险	30
（二）PPP 模式下的政府回款风险	30

图表目录

图 1：京蓝科技历史沿革	5
图 2：京蓝科技股权结构	7
图 3：公司营收、归母净利润及扣非后归母净利润情况	7
图 4：2016 年营业收入构成情况	7
图 5：公司单季度收入、利润及经营性现金净流量情况	8
图 6：公司单季度毛利率及期间费用率情况	8
图 7：我国历年人均水资源量（立方米/人）	9
图 8：我国历年用水总量（亿立方米）	9
图 9：农业用水量占用水总量比重变动情况	9
图 10：农作物吸收养分和水分最为活跃的根毛区示意图	10
图 11：我国农田有效灌溉面积及其占全国耕地面积的比例	11
图 12：我国工程节水灌溉面积及高效节水灌溉面积情况	11
图 13：中央财政投资情况	13

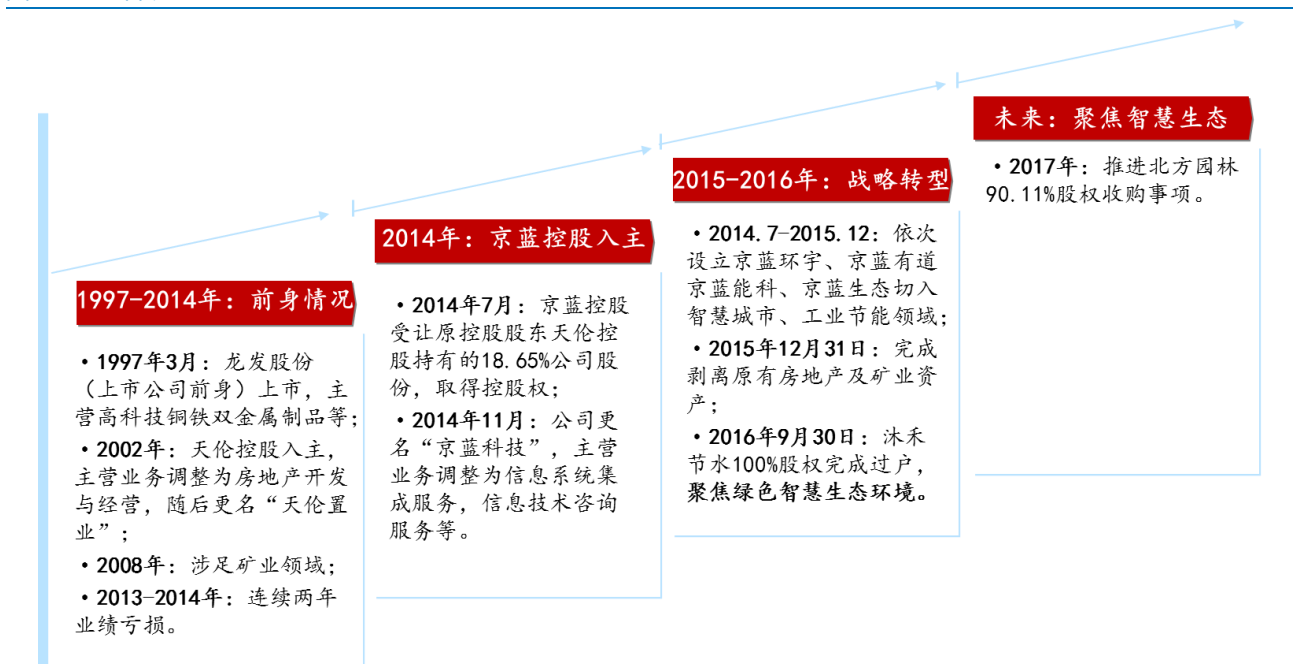
图 14：合同节水管理模式实现方式	14
图 15：农业节水灌溉的 PPP 模式	14
图 16：我国耕地流转情况	16
图 17：京蓝沐禾营业收入构成情况	17
图 18：智慧高效节水灌溉平台管理控制系统图示	19
图 19：智慧高效节水灌溉平台管理控制系统图示	19
图 20：水肥一体化自动控制系统及远程操作端	19
图 21：我国各省耕地面积占全国比重（%）（2008 年数据）	20
图 22：我国各省水资源及用水总量情况	20
图 23：可比公司近年营业收入（万元）	21
图 24：可比公司近年归母净利润（万元）及毛利率	21
图 25：全国园林绿化固定资产投资金额及占比	22
图 26：2015 年全国城市市政公用设施建设固定资产投资行业分布	22
图 27：全国城市、县城建成区绿化覆盖率	23
图 28：全国城市建成区绿化覆盖率由高到低分布	23
图 29：各省（市、区）城市建成区绿化覆盖率	23
图 30：中信环保、园林工程两板块近五年营业收入增长情况	25
图 31：中信环保、园林工程两板块近五年归母净利润增长情况	25
图 32：北方园林 2014-2016 年营业收入及新签订单情况	26
图 33：北方园林 2014-2016 年归母净利润情况	26
图 34：北方园林盈利能力指标	26
表 1：重要对外投资事项	6
表 2：各种节水方式的节水效率	10
表 3：“十三五”期间我国高效节水灌溉投资总额测算	11
表 4：农业节水相关政策	12
表 5：京蓝沐禾主要产品	17
表 6：京蓝沐禾主要产品产能、产量及销量情况	18
表 7：同行业可比公司经营情况对比	21
表 8：财政部 PPP 项目库中的节水灌溉项目（标红为京蓝沐禾中标项目）	22
表 9：全国地级及以上城市中黑臭水体排查及治理进程	24
表 10：财政部 PPP 项目库中黑臭水体治理范例	24
表 11：公司智慧生态板块项目汇总	27
表 12：公司工业节能订单	28
表 13：分业务收入预测	29
表 14：可比公司估值比较	29

一、智慧生态+工业节能：定位节能环保综合服务商

（一）京蓝控股入主，转型节能环保综合服务商

京蓝控股入主，聚焦绿色智慧生态环境领域。上市公司前身“天伦置业”主营房地产开发经营以及矿业领域，2013、2014 年其商业地产及煤炭业务经营困难，连续两年业绩亏损。2014 年 7 月，京蓝控股受让上市公司原控股股东天伦控股持有的 18.65%公司股份，以 3.5 亿现金的代价取得控股权，为公司注入发展新动力。京蓝控股入主后，公司总部迁至北京，2014 年 11 月更名“京蓝科技”；截至 2015 年末，公司完成原商业地产及煤炭/矿业板块剥离，通过设立京蓝环宇、京蓝有道、京蓝能科、京蓝生态等子公司切入智慧城市、工业节能领域；2016 年公司收购沐禾节水 100%股权，布局节水灌溉领域，完成聚焦绿色智慧生态环境的重要一步；公司收购北方园林事项顺利推进（已于 2017 年 6 月获得证监会批文）完善园林绿化、生态治理产业链。**公司现已形成智慧生态、工业节能两大业务板块，以信息互联网技术、企业孵化为辅协同发展。**

图 1：京蓝科技历史沿革



资料来源：公司公告，华金证券研究所

表 1：重要对外投资事项

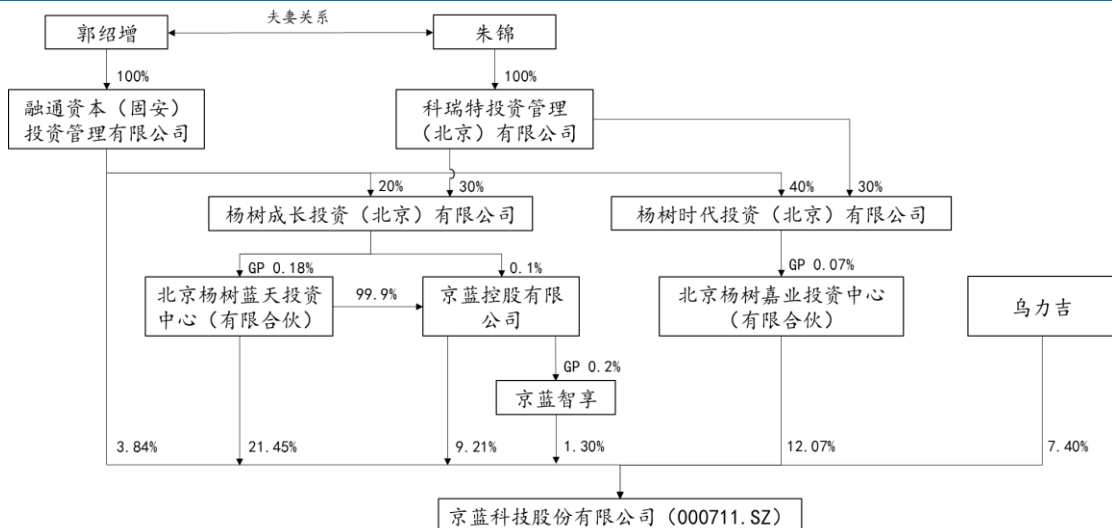
子公司名称	成立时间	持股比例	主营业务	项目范例
京蓝云智 (原京蓝环宇)	2014 年 8 月	100%	信息及互联网技术在生态环境领域的应用，业务涉及生态环境监测云、区块链生态农业云、农产品溯源、生态灌区景观建设、生态云电子商务、生态云金融服务等。	广安市智能安全监控平台建设
京蓝有道	2015 年 2 月	100%	“企业级创新孵化器”，主要针对拥有与京蓝科技主营业务相关联的新技术创业团队、小微公司进行孵化。	
京蓝能科	2015 年 4 月	100%	提供工业节能综合服务，致力于工业提质增效升级，业务涉及化工残废液综合处理、工业企业烟气余热回收、工业尾气热电联产、焦化产业转型升级、余热余压发电、干熄焦发电。	古县利达焦化有限公司 90t/h 干熄焦项目； 沁阳永润科技 20 万吨/年甲醛、3 万吨/年多聚甲醛工程项目； 山东潍焦 20 万吨/年煤焦油馏分轻质化项目。
京蓝生态	2015 年 12 月	100%	提供智慧生态运营服务，智慧高效节水灌溉、水环境治理、水肥一体化自动施肥系统、智能化无人机植保等。	巨鹿县现代农业“田田通”智慧节水灌溉 PPP 项目； 祥云县生态建设及京蓝科技祥云现代农业产业园 PPP 项目。
固安京蓝	2016 年 4 月	100%	计算机技术服务，数据处理与存储。	
京蓝集团(香港)	2016 年 6 月	100%	主要从事贸易、投资业务。	
京蓝沐禾	2016 年 9 月 (并表时间)	100%	节水灌溉技术研究、产品研发、成套设备生产，节水灌溉工程设计与施工，节水灌溉技术推广与配套农业技术服务。	威县“建管服”一体化智慧节水灌溉与水权交易政府与社会资本合作（PPP）项目； 优质高产高糖糖料蔗基地高效节水灌溉工程。
京蓝若水	2016 年 10 月	100%	产业投资中心板块，致力于推出符合公司战略的业务运营模式，业务涉及开拓优质 PPP 项目、搭建与管理产业基金，打造健全投融资业务体系。	京蓝建信产业基金
京蓝开拓	2016 年 10 月	100%	民用无人驾驶航空技术在智慧生态领域的应用，为用户提供植保、防控、测绘等服务，有效升级和完善智慧生态整体解决方案。	
金丰春航空	2016 年 10 月 (增资)	24%	以无人机系统集成成为核心技术，集农业植保无人机的研发生产、无人机驾驶员培训、植保作业服务于一体。	
京蓝泰瑞	2017 年 4 月	55%	水环境治理、生态修复、水生态系统建设、河道防洪工程、沿河景观设计。	

资料来源：公司公告，华金证券研究所

（二）股权结构

公司控股股东为北京杨树蓝天投资中心（有限合伙），实际控制人郭绍增先生间接享有公司 47.88% 的表决权。北京杨树蓝天投资中心（有限合伙）、北京杨树嘉业投资中心（有限合伙）、京蓝控股有限公司、融通资本（固安）投资管理有限公司以及张家港保税区京蓝智享资产管理合伙企业（有限合伙）均受郭绍增控制，合计持有公司 47.88% 的股份。公司实际控制人郭绍增、董事长杨仁贵、董事闫涛均为杨树资本集团创始合伙人，杨树资本团队极具战略眼光和企业管理经验，在打造“京蓝”品牌过程中发挥重要作用。

图 2：京蓝科技股权结构



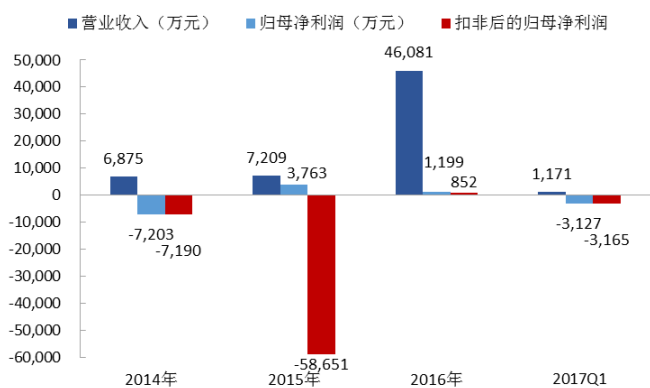
资料来源：公司公告，华金证券研究所（注：LP 与 GP 间不存在可能影响 GP 对有限合伙企业控制能力的相关协议安排）

（三）前期投入较大，静待业绩兑现

2015 年及以前年度业绩参考性不大，2016 年京蓝沐禾并表，公司呈现新的增长局面。2014 年京蓝控股入主公司后，拟通过非公开发行股票的方式募集资金购买远江信息 100% 股权，但未获证监会核准。2015 年通过设立京蓝云智、京蓝能科开展信息系统集成服务、电子产品研发制造销售等业务，但仅贡献 2015 年营业收入的 17.42%，剩余 82.58% 的营收均来源于原有商业地产板块。因此 2015 年及以前年度的公司业绩参考性较低，2016 年京蓝沐禾并表，公司智慧生态、工业节能业务全面展开，呈现新的增长局面。

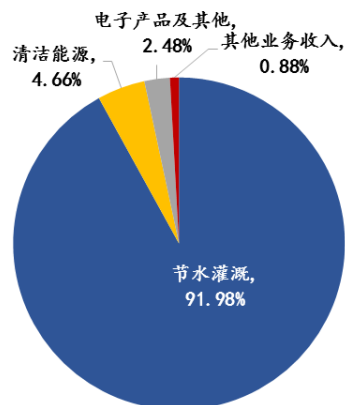
2016 年第四季度京蓝沐禾的并表带动公司整个年度扣非后的归母净利润由负转正。京蓝沐禾在购买日（2016 年 9 月 29 日）至 2016 年末实现营业收入 4.26 亿元，净利润 7,258.45 万元，2016 年全年实现扣非后归母净利润 12,368.76 万元，超额完成业绩承诺。整体经营方面，2016 年公司实现营业收入 4.61 亿元，归母净利润 1,198.39 万元。从业务结构看，**节水灌溉、工业节能、电子产品销售**分别贡献公司总营收的 91.98%、4.66% 和 2.48%，各项业务的毛利率依次为 29.93%、42.66% 和 5.74%，公司整体毛利率 29.16%。

图 3：公司营收、归母净利润及扣非后归母净利润情况



资料来源：wind，华金证券研究所

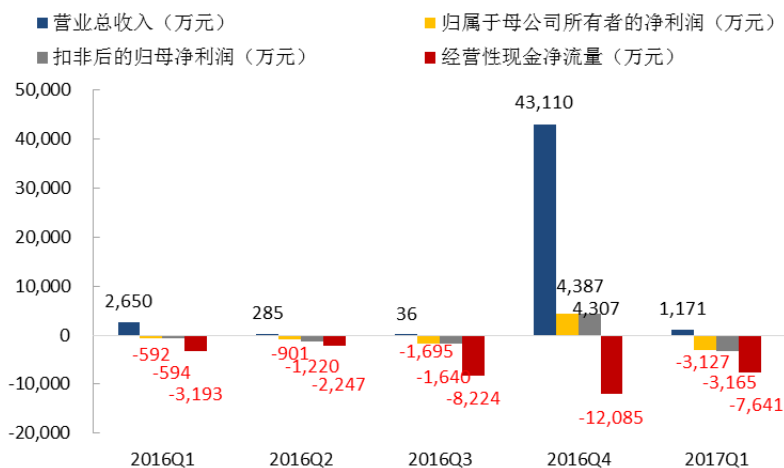
图 4：2016 年营业收入构成情况



资料来源：wind，华金证券研究所

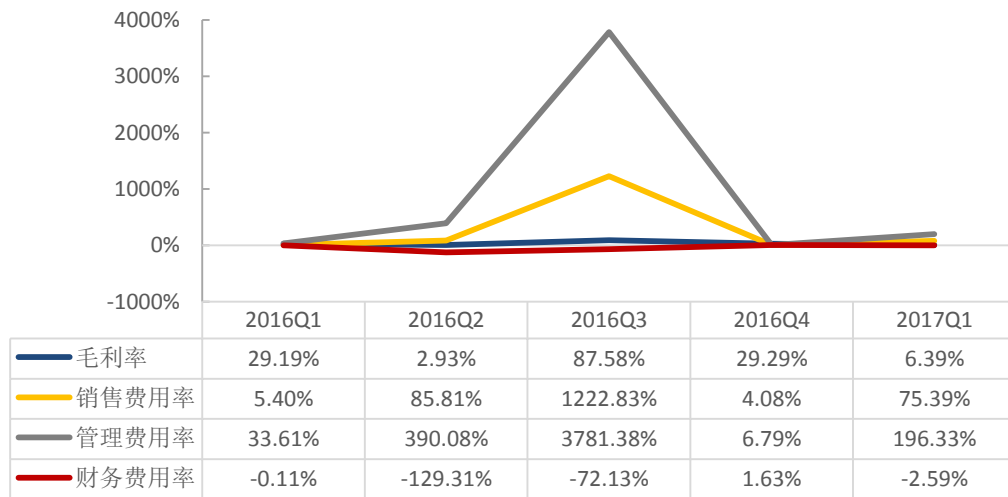
前期投入较大，静待业绩兑现。2016 年至 2017 年第一季度公司迎来智慧生态、工业节能综合服务订单密集落地时期，前期销售费用、管理费用投入较高，而收入尚未确认，同时 2016 年公司筹划重大资产重组事项带来较大额度管理费用，导致公司单季度产生较高的管理费用率和销售费用率。从业绩承诺看，京蓝沐禾 2017-2018 年承诺扣非后归母净利润分别不低于 1.45 亿元、1.76 亿元；北方园林承诺 2016-2019 年度累计实现扣非后归母净利润 4.23 亿元以上，业绩高成长兑现可期。

图 5：公司单季度收入、利润及经营性现金净流量情况



资料来源：wind，华金证券研究所

图 6：公司单季度毛利率及期间费用率情况



资料来源：wind，华金证券研究所

二、节水灌溉景气度向上，收购沐禾节水前瞻布局

公司智慧生态战略发展方向定位为城市水资源、水生态建设以及灌区水资源、水生态建设两大方向。城市方面包含水环境治理、生态修复、水生态系统、城市水系连通、河道及水源地治理、河道防洪工程、沿河景观设计等；灌区方面包括智慧高效节水灌溉、水肥一体化自动施肥系统、

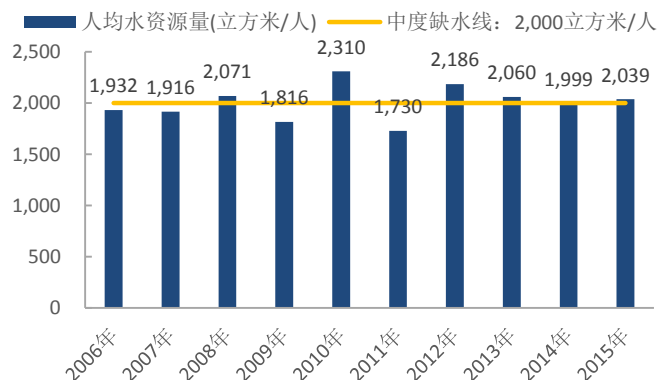
生态灌区方案、智能化无人机植保、输水沟渠生物修复、土壤质量维持与修复等。**京蓝沐禾是节水灌溉领先企业，是公司在智慧生态领域迈出的重要第一步。**

（一）政策规划引领逾千亿市场

我国人口基数大，虽然水资源总量世界排名靠前，但人均水资源量水平较低，徘徊在中度缺水线上下；在用水总量逐步攀升趋势下，节水需求客观存在。截至 2015 年底，我国水资源总量 27,962.60 亿立方米，人均水资源量 2,039.25 立方米/人，约相当于世界人均量的 1/4，我国被联合国列为 13 个贫水国家之一。

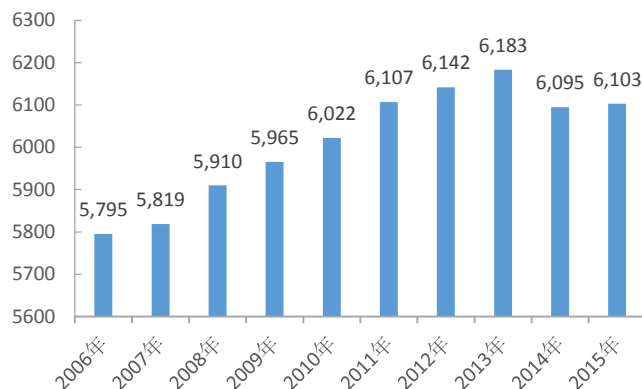
农业用水量大且存在用水缺口。我国第一产业占 GDP 的比例由 20 世纪 50 年代的 50%降至 2016 年的 8.56%，但农业用水量占用水总量的比重却长期处于 60%以上。《推进水肥一体化实施方案（2016-2020 年）》数据显示，我国每年农业灌溉用水缺口超过 300 亿方，因缺水导致约有 1 亿亩灌溉面积（约占总灌溉面积的 10%）得不到灌溉。

图 7：我国历年人均水资源量（立方米/人）



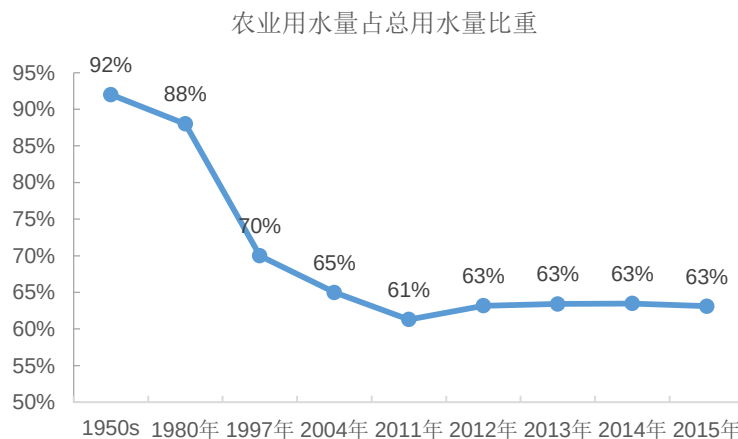
资料来源：国家统计局，华金证券研究所

图 8：我国历年用水总量（亿立方米）



资料来源：国家统计局，华金证券研究所

图 9：农业用水量占用水总量比重变动情况



资料来源：《能否实现大量节约灌溉用水？——我国节水农业现状与展望》，wind，华金证券研究所

我国自 20 世纪 60 年底开始进行节水灌溉技术的引进消化以及研究推广，20 世纪 90 年代随着干旱缺水问题日趋严重，我国节水农业加速发展，进入 21 世纪，全国水利发展规划、农业水价综合改革、土地流转政策均推动节水灌溉行业前景向好。《全国农业可持续发展规划》（2015-2030 年）显示，我国农田灌溉用水量占总用水比重由 2002 年的 61.4% 下降到 2013 年的 55%，有效利用系数由 0.44 提高到 2013 年的 0.52，粮食亩产由 293 公斤提高到 2014 年的 359 公斤。

表 2：各种节水方式的节水效率

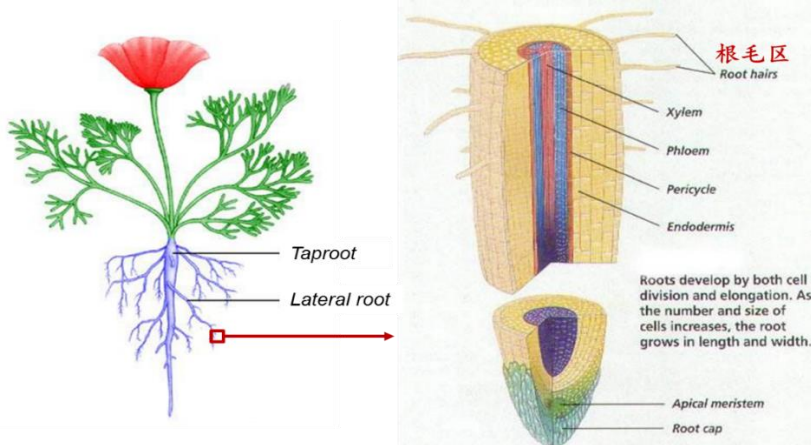
节水方式	节水效率	主要形式
渠道防渗	20%	改土渠为防渗渠输水灌溉。
管灌	30%-50%	利用低压管道（埋设地下或铺设地面）将灌溉水直接输送到田间。
喷灌	50%-60%	将灌溉水加压，通过管道、由喷水嘴将水喷洒到灌溉土地上，喷灌是目前大田作物较理想的灌溉方式。
微灌	80%-85%	是将灌水加压、过滤，经各级管道和灌水器具灌水于作物根系附近的灌溉方式，微灌属于局部灌溉，只湿润部分土壤。微灌与施肥结合，利用施肥器将可溶性的肥料随水施入作物根区，及时补充作物所需要水分和养分，增产效果好，微灌应用于大棚栽培和高产高效经济作物上。微灌有微喷灌、滴灌、渗灌等方式。

资料来源：大禹节水招股说明书，华金证券研究所

我国农田节水灌溉在管道铺设距离、所用阀门数量以及自动化程度等方面均与技术先进国家存在较大差距。截至 2015 年，我国农田灌溉水有效利用系数 0.53 远低于发达国家 0.7-0.8 的水平；以色列的农业节水技术全球领先，从灌溉面积看，以色列 40% 以上的灌溉面积采用了微灌技术，而截至 2015 年末，我国高效节水灌溉面积（包括低压管灌和喷、微灌）仅占有效灌溉面积的 27%；另外我国水分生产效率偏低，2014 年我国农业用水量 3,869 亿方，主要粮食作物水分生产效率仅约 1 公斤/方，以色列可达到 2.32 公斤/方。（数据来源：《中国农业节水技术推广关键影响因素研究》）

节水灌溉的必要性不仅在于缓解水资源匮乏，更在于“灌溉”与“增效”。植物吸收养分和水分的主要器官为根系，根系的吸收作用主要是在根端幼嫩部分的特定区域进行，根毛区是整个根尖吸收养分最活跃的区域，作物的根系主要分布在离地表 15-20cm 的土层内，因此追肥和基肥的深度最好在 20cm 左右。在大水漫灌的方式下，不仅产生了水资源浪费，同时无法将肥料输送至作物最需要的根部；而微灌则能实现水肥一体化，增产效果非常明显。

图 10：农作物吸收养分和水分最为活跃的根毛区示意图



资料来源：图片来源于网络，华金证券研究所

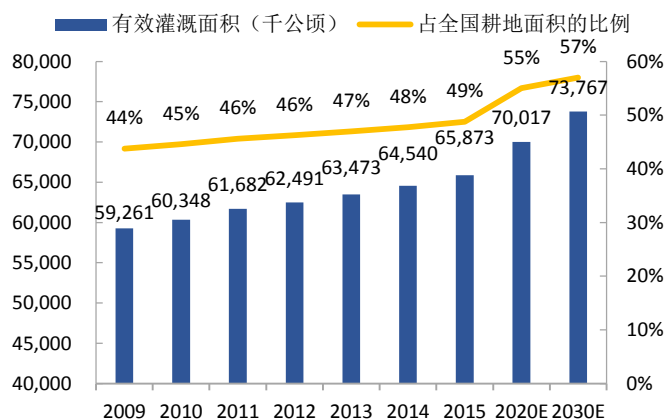
基于上述发展必要性，国家高度重视农业节水工作，中央一号文件连续多年着墨节水灌溉在农业现代化发展中的重要性。“十三五”相关规划引领逾千亿市场发展。2017年1月水利部等五部委发布的《“十三五”新增1亿亩高效节水灌溉面积实施方案》提出，“十三五”期间全国新增高效节水灌溉面积1亿亩，其中管道输水灌溉面积4,015万亩，喷灌面积2,074万亩，微灌面积3,911万亩。投资成本方面，《农业节水激励机制及其措施》数据显示，喷灌投资需13,500-16,500元/公顷，微灌投资需15,000-18,000元/公顷，管灌投资需3,750-4,800元/公顷，渠道防渗需投资3,750-5,400元/公顷。根据上述规划及较保守的单位投资成本，我们测算“十三五”期间我国高效节水灌溉领域投资建设空间约678-826亿元；另外滴灌带属于易损品，使用寿命一般在1-3年，需要定期更换，每年更换滴灌带等的投入约200-300亿元。

表3：“十三五”期间我国高效节水灌溉投资总额测算

高效节水灌溉方式	新增面积（万亩）	空间测算
喷灌	2,074	13,500-16,500 元/公顷
微灌	3,911	15,000-18,000 元/公顷
管道输水灌溉	4,015	3,750-4,800 元/公顷
合计	10,000	678-826 亿元

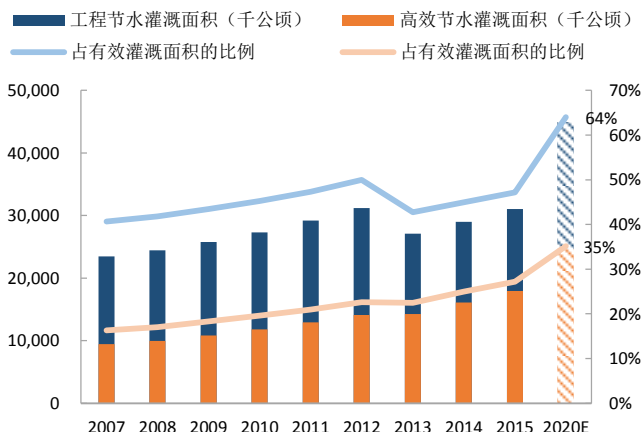
资料来源：《“十三五”新增1亿亩高效节水灌溉面积实施方案》，《农业节水激励机制及其措施》，华金证券研究所

图11：我国农田有效灌溉面积及其占全国耕地面积的比例



资料来源：wind，《全国农业可持续发展规划（2015-2030年）》，华金证券研究所

图12：我国工程节水灌溉面积及高效节水灌溉面积情况



资料来源：wind，《水利改革发展“十三五”规划》，华金证券研究所

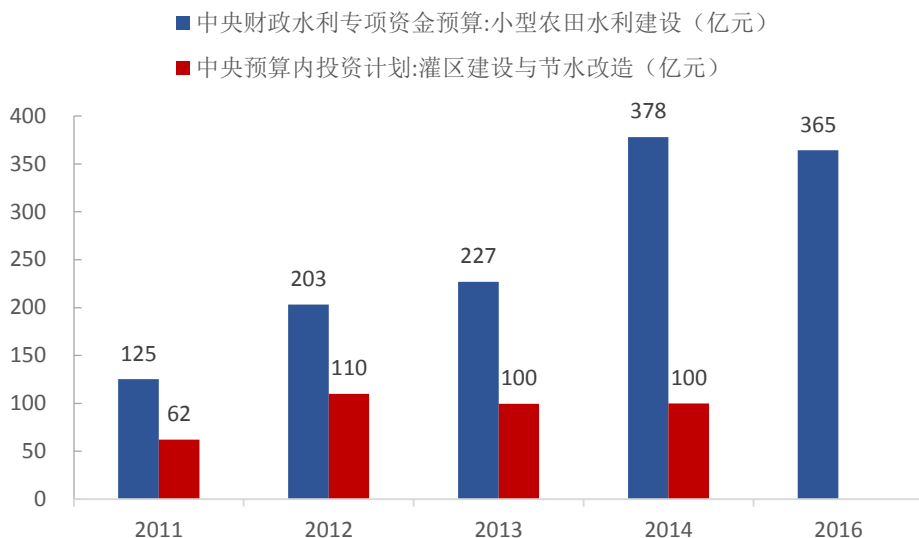
表 4：农业节水相关政策

政策名称	出台时间	出台部门	相关内容
《关于加快水利改革发展的决定》	2011 年 1 月	国务院	①提出实行最严格的水资源管理制度，建立用水总量控制、用水效率控制和 水功能区限制纳污“三条红线”； ②到 2020 年：农田灌溉水有效利用系数提高到 0.55 以上；基本完成大型灌 区、重点中型灌区续建配套和节水改造任务。
《水利发展规划》 (2011-2015 年)	2012 年 6 月	发改委 水利部 住建部	“十二五”期间新增高效节水灌溉面积 5,000 万亩，农田灌溉水有效利用系 数提高到 0.53 以上（现已顺利完成）。
《国家农业节水纲要 (2012-2020 年)》	2012 年 11 月	国务院	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； 全国旱作节水农业技术推广面积达到 5 亿亩以上，高节水技术覆盖率达到 50%以上。
《水污染防治行动计划》	2015 年 4 月	国务院	到 2020 年，全国节水灌溉工程面积达到 7 亿亩左右。
《全国农业可持续发展 规划（2015-2030 年）》	2015 年 5 月	农业部等 八部委	①确立水资源开发利用控制红线，到 2020 年和 2030 年全国农业灌溉用水量 分别保持在 3720 亿立方米和 3730 亿立方米； ②确立用水效率控制红线，到 2020 年和 2030 年农田灌溉水有效利用系数分 别达到 0.55 和 0.6 以上； ③推进地表水过度利用和地下水超采区综合治理，适度退减灌溉面积。到 2020 年和 2030 年，农田有效灌溉率分别达到 55%和 57%，节水灌溉率分 别达到 64%和 75%； ④到 2020 年发展高效节水灌溉面积 2.88 亿亩。
《推进水肥一体化实施 方案（2016-2020 年）》	2016 年 4 月	农业部	到 2020 年水肥一体化技术推广面积达到 1.5 亿亩，新增 8000 万亩； 增产粮食 450 亿斤，节水 150 亿方，节肥 30 万吨，增效 500 亿元。
《关于推进合同节水管 理促进节水服务产业发 展的意见》	2016 年 7 月	发改委 水利部 税务总局	合同节水管理：节水服务企业与用水户以合同形式，为用水户募集资本、集 成先进技术、提供节水改造和管理等服务，并分享节水收益； 到 2020 年，培育一批具有专业技术、融资能力强的节水服务企业。
《“十三五”水资源消耗 总量和强度双控行动方 案》	2016 年 10 月	水利部 发改委	①水资源消耗总量方面，到 2020 年全国年用水总量控制在 6,700 亿立方米 以内； ②用水强度方面，农田灌溉水有效利用系数提高到 0.55 以上；2016 年底前， 各省（区、市）要力争完成所辖市、县用水强度控制指标分解； ③建立健全农业水价形成机制，建立精准补贴和节水奖励机制。
《水利改革发展“十三 五”规划》	2016 年 12 月	发改委 水利部 住建部	①“十三五”期间新增农田有效灌溉面积 3,000 万亩，全国农田有效灌溉面 积达到 10 亿亩以上，发展高效节水灌溉面积 1 亿亩； ②稳步推进农业水价综合改革；积极探索建立水权制度。
《“十三五”新增 1 亿亩 高效节水灌溉面积实施 方案》	2017 年 1 月	水利部等 五部委	①“十三五”期间全国新增高效节水灌溉面积 1 亿亩，其中管道输水灌溉面 积 4,015 万亩，喷灌面积 2,074 万亩，微灌面积 3,911 万亩；到 2020 年， 全国高效节水灌溉面积达到 3.6 亿亩左右，占灌溉面积的比例提高到 32%以 上； ②方案实施后，可新增年节水能力 85 亿立方米，新增粮食生产能力 114 亿 千克，省工 2.48 亿工日/年。
2017 年政府工作报告	2017 年 3 月	国务院	2017 年重点任务之一：新增高效节水灌溉面积 2,000 万亩。
《全国大中型灌区续建 配套节水改造实施方案 (2016-2020 年)》	2017 年 5 月	发改委 水利部	新增恢复灌溉面积 600 多万亩，改善灌溉面积 9,000 多万亩；骨干渠系水利 利用系数达 0.64，灌溉水利用系数达 0.49；形成节水能力 100 亿立方米，新 增粮食产能 90 亿公斤。

资料来源：政府网站，华金证券研究所

政策配合资金，中央财政在农田水利、灌区建设方面投资力度不减。2014 年，中央财政水利专项资金在小型农田水利建设方面的预算达 378 亿元，同比大幅增长 66.5%，2016 年仍保持 365 亿元的投资力度。

图 13：中央财政投资情况



资料来源：wind，华金证券研究所

（二）制度优化完善促节水灌溉深入推广

1、合同节水管理引导行业盈利模式清晰化

合同节水管理是指节水服务企业与用水户以合同形式，为用水户募集资本、集成先进技术，提供节水改造和管理等服务，以分享节水效益方式收回投资、获取收益的节水服务机制。合同节水管理从理论构想走向具体实施历时 4 年多，现已列入十三五规划，且 2016 年 7 月国家发改委发布《关于推行合同节水管理促进节水服务产业发展的意见》，利好节水企业发展。

合同节水管理模式应用领域包括公共机构、公共建筑、高耗水工业、高耗水服务业以及高效节水灌溉、供水管网漏损控制和水环境治理等项目。公共机构、公共建筑、高耗水工业、高耗水服务业领域中，合同节水管理通常采用用水户购买服务模式；在高效节水灌溉等一系列具备公益性特征的项目中，合同节水管理目前主要以 PPP 模式实现，随着土地流转形成的土地规模化经营范围扩大，高效节水灌溉有望向更市场化的方向发展，实现用水户购买服务模式。

图 14：合同节水管理模式实现方式



资料来源：华金证券研究所整理

在水权、水价制度尚不完善的现阶段，PPP 模式有助于解决节水灌溉工程“重建轻管”问题，且有利于行业龙头发展。原有的 EPC 模式下，政府出资建设节水灌溉工程，由基层水利部门管理节水工程，运行管理经费不足导致管理效率较低，节水效果不确定，节灌设施无法发挥长效作用；PPP 模式使得建设与运营相衔接，由社会资本出资建设节水灌溉工程并提供设施运营服务，政府出资购买节水服务，提高管理效率，节水服务企业则以灌溉服务费和政府按照“水资源价值”支付的节水奖励作为收益来源。对节水服务企业而言，PPP 模式带来的是更多大规模项目的落地，行业龙头更具拿单能力。

图 15：农业节水灌溉的 PPP 模式



资料来源：华金证券研究所整理

2、水权、水价机制改革推进，夯实节水灌溉激励基础

长期以来由于水资源的商品属性未得到认定，我国水权交易制度并不完善，少有的水权交易仅限于流域流经的地区之间；在水价方面，农业水价形成机制不健全，偏低的水价无法覆盖供水成本，不能对水资源的供求起到调节作用，“大水漫灌”式的农田灌溉造成了水资源的巨量浪费，另外水利工程因缺乏资金而老化失修，使水资源更加不能得到有效保护及利用。

农业水价改革是增强农户选择节水灌溉方式意愿的重要经济手段。①通过制定高水价加大非节水灌溉成本，促进节水灌溉技术的推广；②同时政府对采用节水灌溉的农户给予适当的补贴亦可发挥正向鼓励作用；③明确水权，建立水权交易市场激励农户将采用节水灌溉技术节约下来的

水拿到水权交易市场进行交易并获得收益。以农业节水技术领先的以色列为例，其通过立法成立一个专门的水资源管理委员会，负责水资源分配，明确水权和水价，对用水实行定额管理，按不同的定额实行差别水价，用水越多水价越高，但实行总量控制。

我国农业水价经历新中国成立初期的无偿用水阶段、2000 年以前的农业水费核定过程、至 2015 年农业水价综合改革试点完成，农业水价综合改革正全面有序推进。农业水价综合改革从 2013 年开始，用 2-3 年开展试点。2013 年全国共有 55 个试点县，2014 年试点范围扩大到 27 省 80 个县，2016 年 1 月，在总结试点经验的基础上，国务院印发《**关于推进农业水价综合改革的意见**》，要求用 10 年左右时间，建立健全合理反映供水成本、有利于节水和农田水利体制机制创新、与投融资体制相适应的农业水价形成机制：①建立农业水权制度，夯实农业水价改革基础。明确水权，实行总量控制；鼓励用户转让节水量，政府或其授权的水行政主管部门、灌区管理单位可予以回购；在满足区域内农业用水的前提下，推行节水量跨区域、跨行业转让；②建立健全农业水价形成机制。根据灌区规模分级制定农业水价；根据作物类型等因素探索实行分类水价；逐步推行分档水价；③建立精准补贴和节水奖励机制。水权交易制度方面，2016 年 4 月水利部印发《**水权交易管理暂行办法**》，按照确权类型、交易主体和范围将水权交易分为区域水权交易、取水权交易和灌溉用水户水权交易，区域水权交易在县级以上地方人民政府或者其授权的部门、单位之间进行；取水权交易在取水权人之间进行，或者在取水权人与符合申请领取取水许可证条件的单位或者个人之间进行；灌溉用水户水权交易在灌区内部用水户或者用水组织之间进行。

在水权交易、水价改革顶层设计推动下，部分地区初步形成可行的农业水价综合改革模式，试点区（县）探索操作性强的改革方案，让农业水价综合改革落地生根。

➤ **河北省邯郸市成安县“总量控制、定额管理、协会运行、分水到井、一井一卡、超额征收”改革模式**

①**水权方面**：分配方面，以可利用水资源量为依据，结合农业灌溉用水现状将用水量按照耕地面积分配到村，村用水户协会按照机井控制面积分配到井，并向机井负责人发放水权证；管理方面，实行“一井一卡”井长负责制，将定额用水量输入磁卡进行用水量管理，超出用水指标的水量，每立方米加征 0.1 元水费。

②**水价方面**：终端水价测算包括电费、维修费、管理费和其他费用，为减少农民灌溉水费的负担，工程折旧费由政府进行补贴。经计算项目区亩均灌溉用水量 252.02m³，成本水价为 0.369 元/m³，执行终端水价为 0.369 元/m³。

③**改革成效**：至 2016 年底全省 63 个试点县，农业水价综合改革政策已全部落地，改革实施面积达 392 万亩，涉及 365 个乡镇 2,369 个村。

➤ **甘肃省武威市凉州区“水权精细化、计量智能化、水价多样化、奖补精准化、产权明晰化、协会规范化”改革模式**

①**水权方面**：为实现用水总量控制和定额管理，建立形成区级、灌区、乡镇、协会、小组的五级水权分配落实机制，将水权总量按行业逐级分配明晰到 17.84 万用水户，逐户颁发水权证，通过凭卡供水、台账登记、轮次控制实现水权的精细化管理。水权交易方面，全区成立了 1 个区

级、7个灌区级水权交易中心,农业水权交易根据供水条件、供水量、交易层级按不同程序进行,水权交易价由交易双方参照政府价格部门核定的基本水价协商确定。

②水价方面：实行终端水价+分类水价+累进加价的多样化水价政策,2015年清源灌区开始实行农业终端水价,终端基本水价标准为0.0958元/m³,其中国有水管单位供水水价仍执行现行水价0.065元/m³,末级渠系水价0.0308元/m³。实行分类差别水价:日光温室等设施农业、大田实施滴灌的种植作物,地表水水费优惠25%,地下水水费优惠50%;采用传统方式种植的小麦、大麦、露地平作玉米等高耗水低效益作物,地表水水费上浮25%,地下水水费上浮50%。同时按照用水超定额“30%以下、31%至50%、50%以上”三级梯度,超额部分分别按标准水价的“150%、200%、300%”累进加价。

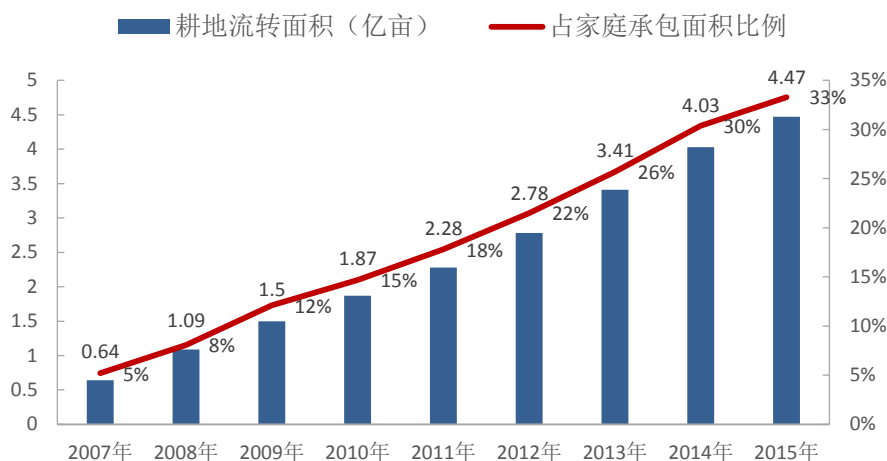
③精准补贴和节水奖励方面：对种植特色林果、甜高粱节水高效作物的用水户,按计量水费50%的标准进行精准补贴;同时对实现节水的用水户进行奖励。

④农业水价改革成效：全区用水总量由2006年的12.53亿立方米减少到2015年的10.05亿立方米,农业用水量由11.45亿立方米减少到7.38亿立方米;灌溉水利用系数达到0.84;2010年至2015年,全区累计交易水权434起1,307万立方米。

3、土地流转方兴未艾,适度规模经营提升节水灌溉需求

我国传统小规模分散化的经营模式一定程度上制约了农田水利的建设和维护,而土地适度规模经营有助于降低单位耕地面积的节水灌溉成本,提升农户对节水灌溉技术的采纳意愿。**第一,土地流转是形成土地规模经营的基础。**近年来我国出台多项政策推动农村土地经营权流转更加顺畅,鼓励农户通过互换承包地、联耕联种等多种方式,解决农村土地细碎化问题。根据土流网数据,我国耕地流转面积由2007年的0.64亿亩增长至2015年的4.47亿亩,占家庭承包面积的比例提升至33%,土地经营权流转发展态势良好。**第二,种粮家庭农场、合作社、龙头企业等新型农业经营主体得到扶持,有力带动适度规模经营发展。**此前财政部制定了《关于支持多种形式适度规模经营促进转变农业发展方式的意见》,银监会、农业部下发《关于金融支持农业规模化生产和集约化经营的指导意见》,旨在帮助适度经营主体拓宽融资渠道、降低融资成本。

图 16：我国耕地流转情况



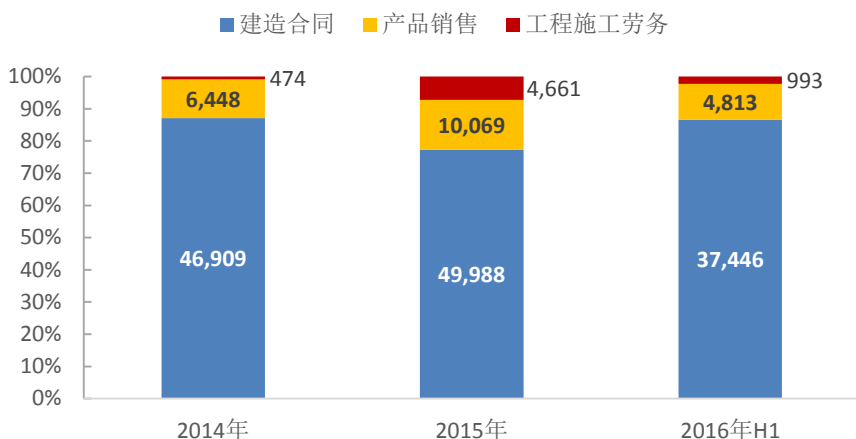
资料来源：土流网, 华金证券研究所

（四）京蓝沐禾：智慧生态首块拼图，节水行业领先企业

1、节水灌溉整体方案提供者

京蓝沐禾作为节水灌溉方案提供商，是公司智慧生态板块下重要组成部分。京蓝沐禾是集节水灌溉技术研究、产品研发、成套设备生产、节水灌溉工程设计与工程施工总承包、节水灌溉技术推广与配套农业技术服务为一体的高新技术企业，其营业收入主要由建造合同、产品销售和工程施工劳务构成，2016 年上述各项业务营收占比分别为 86.58%、11.13%、2.29%。建造合同收入是指向客户提供从节水灌溉材料设备制造到工程设计、施工安装、调试、售后服务的整体解决方案取得收入；产品销售收入主要包括滴灌带、输水管材、控制系统等产品销售收入；工程施工劳务收入是指向客户提供施工安装等服务取得收入。

图 17：京蓝沐禾营业收入构成情况



资料来源：wind，华金证券研究所

京蓝沐禾产品种类齐全，产能及产能利用率有望进一步提高。京蓝沐禾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/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。

表 5：京蓝沐禾主要产品

类别	产品名称	产品用途
首部枢纽系统	自动控制器	根据输入的灌溉程序实现灌溉系统的自动化控制。
	过滤器	通过离心过滤器、网式过滤器、砂石过滤器、叠片过滤器的组合实现对水源的过滤、净化。
	施肥器	使易溶于水并适于根施的肥料、农药在此充分溶解，再通过滴灌系统输送到作物根部。
输水管材	PVC-U 管材	质量轻，强度高，流体阻力小，易于储存运输。
	HDPE 管材	柔韧性好，抗弯、抗裂、抗冲击性能好，适合长距离调水工程。
滴灌带	单翼迷宫式滴灌带	迷宫流道及滴孔一次真空整体热压成型；出水均匀度可达 85%以上，抗堵塞能力强。
	内镶贴片式滴灌带（管）	滴头镶在管带内壁上，滴头间距可根据用户要求而定；全紊流水；滴头有自过滤窗。
	包膜地下滴灌带	地埋式，解决了地下滴灌滴头出水孔被堵塞、根系入侵滴头和滴灌带上部土壤水分不足问题。
	PE 软管	可盘卷回收反复使用，适应多种地形、气候变化。

资料来源：公司公告，华金证券研究所

京蓝沐禾拥有赤峰、呼伦贝尔、衡水三个生产基地,拥有各类生产线 350 条(台)。截至 2015 年末,京蓝沐禾 PVC/PE 管材、滴灌带产能分别为 16,400 吨、5 亿元,产能利用率分别为 69%、90%。**公司 2016 年发行股份及支付现金购买京蓝沐禾 100%股权同时募集配套资金,募投项目预计在 2017 年进一步提升公司产能。**其中年产 600 台大型智能化喷灌机生产项目建成后,将可形成年产 600 台以上大型智能指针式喷灌机生产能力;中试生产线建成后,将可形成 PVC-O 管材 3,000 吨/年、可回收/降解农用地膜 1,500 吨/年、压力补偿式滴灌管(带) 3,600 万米/年的生产能力。

表 6: 京蓝沐禾主要产品产能、产量及销量情况

项目		2014 年	2015 年	2017E
PVC/PE 管材	产能(吨)	16,400	16,400	19,400
	产量(吨)	12,648.90	11,286.41	
	产能利用率	77.13%	68.82%	
	销量(吨)	13,462.79	18751.59	
	产销率	106.43%	166.14%	
滴灌带	产能(亿米)	5.0	5.0	5.36
	产量(亿米)	4.12	4.52	
	产能利用率	82.40%	90.40%	
	销量(亿米)	-	4.6	
	产销率	-	101.77%	
大型智能化喷灌机	产能(台)			600
可回收/降解农用地膜	产能(吨)			1,500

资料来源:公司公告,华金证券研究所

2、互联网信息技术加成,智慧农业前景广阔

公司 2014 年设立全资子公司京蓝云智(原京蓝环宇),奠定“生态环境+互联网”发展理念,致力于互联网信息技术在生态环境领域的深入应用。

自动控制系统推动农作物节水灌溉、施肥、施药效率大幅提升。京蓝智慧高效节水灌溉系统包括灌溉工程与管理控制系统,其管理控制系统可实时监测土壤墒情及田间气象条件,此类数据可指导农户根据作物根部区域湿度及气象数据情况作出最佳灌溉决策,以达到科学高效灌溉目的。同时公司水肥一体化自动施肥系统可为用户实现专家级灌溉施肥控制,该系统可设定 20 个施肥程序和 20 种常见作物的施肥配方,为作物及时、精确的水分和营养供应提供了保证。农户均可通过电脑、手机等设备实现对上述自动控制系统的远程操控。另外,公司积极布局智能无人机植保领域,2016 年 10 月设立京蓝天拓,主要从事民用无人驾驶航空器的开发、销售及技术服务等业务;同时公司向沈阳金丰春首轮增资持股 24%,目标公司是一家集农业植保无人机研发、生产、无人机驾驶员培训、植保作业服务于一体的高新技术企业。

图 18：智慧高效节水灌溉平台管理控制系统图示



资料来源：公司官网，华金证券研究所

图 19：智慧高效节水灌溉平台管理控制系统图示



资料来源：公司官网，华金证券研究所

图 20：水肥一体化自动控制系统及远程操作端



资料来源：公司官网，华金证券研究所

率先布局区块链生态农业云，占领智慧农业发展先机。区块链生态农业云是基于基本的农产品溯源理念进行扩展，京蓝提供的农产品溯源平台旨在将食品从“农田到餐桌”的全过程以信息化的手段加以管理、监督和展现，作为第三方平台具有公正、安全、快捷、完整、覆盖面广的特点，顺应当前社会对食品安全愈加严格的发展趋势。在我国农业现代化水平尚待提高的背景下，率先布局以大数据为基础的智慧农业领域为公司打开成长空间。

3、布局东北、华北地区，地域优势明显

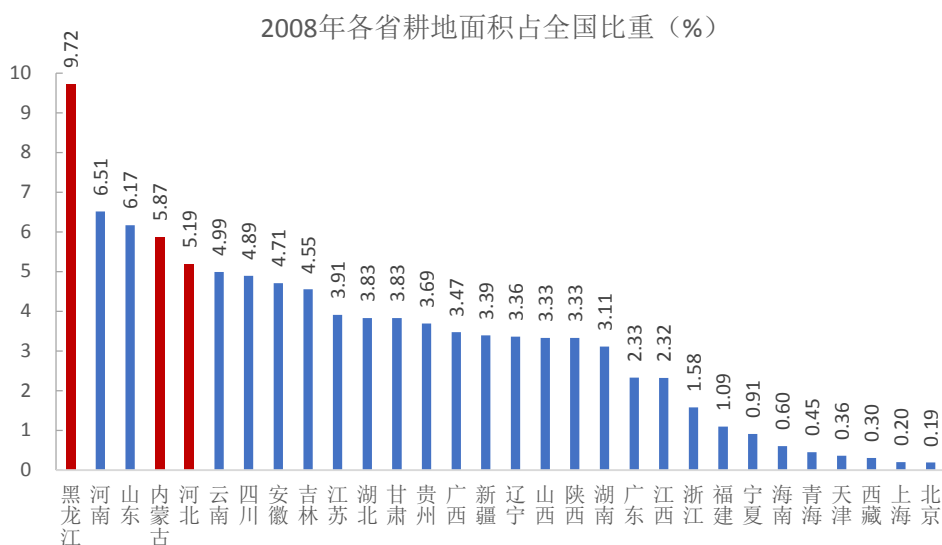
东北、华北地区优先布局，京蓝沐禾优势明显。2016 年及以前年度约 95%的收入来源于内蒙古东部及东北地区，2016 年以来在河北地区频获订单，2017 年 6 月与北方园林联合中标山东邹城市湖水东调灌区高效节水灌溉项目，向全国拓展的计划初见成效。京蓝沐禾将继续巩固扩大赤峰、通辽、呼伦贝尔等内蒙古东部、东北三省市场，加快开发内蒙古西部及陕西、甘肃、宁夏西北三省市场，逐步推进拓展南方市场，适度进入设施农业、蔬菜和园林绿化等节水领域。

东北和华北地区是我国粮食主产区，京蓝沐禾重点布局的黑龙江、内蒙古、河北地区耕地面积占全国比重较大；但从水资源禀赋看，东北及华北地区水资源总量相对较少，“有土无水”制约了粮食生产潜力的充分发挥。山东、河北、上海、北京、天津和宁夏用水总量甚至超出水资源

总量，出现超采或挤占生态用水的现象。其中山东、河北、宁夏农业用水量占用水总量比重超过60%，因此高效节水灌溉是此类地区节约水资源、解决地下水超采问题，农业方面保稳产、促高产的重大措施。

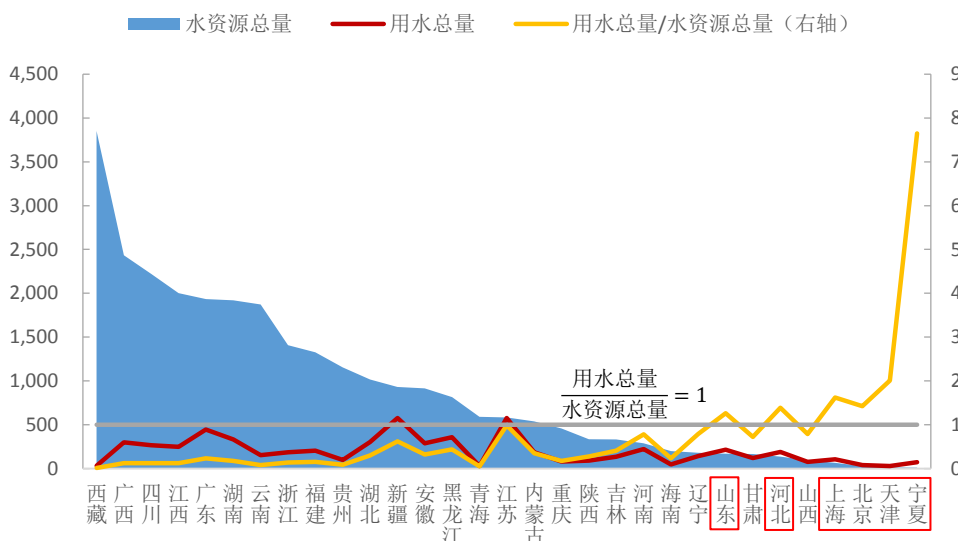
国家对东北和华北地区的节水灌溉高度重视，2012 年启动“东北四省区节水增粮行动”，2014 年启动“华北地区节水压采行动”。东北四省区（黑龙江、吉林、内蒙古、辽宁）节水增粮行动旨在用四年时间投资 380 亿元在该区域集中连片建设 3,800 万亩高效节水灌溉工程，该项行动顺利完成的前提下，东北四省区高效节水灌溉面积仅占耕地面积的 8% 左右，仍具增长潜力。华北六省市（北京、天津、河北、山西、山东、河南）2014-2018 年新发展高效节水灌溉工程面积 3,000 万亩，项目区灌溉水利用系数提高至 0.80 以上。

图 21：我国各省耕地面积占全国比重（%）（2008 年数据）



资料来源：wind，华金证券研究所

图 22：我国各省水资源及用水总量情况



资料来源：wind，国家统计局，华金证券研究所

4、节水企业整体景气度提升，京蓝沐禾更胜一筹

全国节水灌溉市场分散度较高，尚未出现全国性的龙头，大禹节水、天业节水、京蓝沐禾可分别视为甘肃等西北地区、新疆、内蒙古东部及东北地区的区域性龙头企业；从节灌管材及配件产能看，京蓝沐禾略弱于其他两家公司，但天业节水以材料销售为主，业务模式较为单一，毛利率较低；而大禹节水订单落地情况不及京蓝沐禾，我们认为在节水灌溉行业景气度上升背景下，京蓝沐禾在成长性和盈利能力方面更具优势。

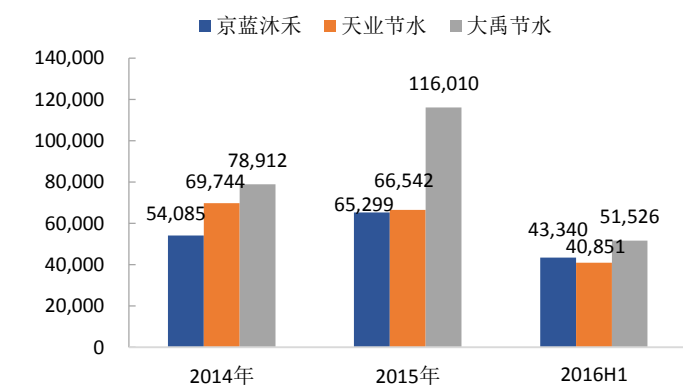
表 7：同行业可比公司经营情况对比

公司名称	产能概况	地域分布	经营模式	毛利率 (2016H1)
大禹节水	PVC 管材超 20,000 吨/年, PE 管材近 6,000 吨/年, 滴灌管逾 8.8 亿米/年。	西北 (2016 年收入占比 55.89%)、华北 (2016 年收入占比 21.84%)	以“材料销售+工程施工”为主，材料销售为辅	23.17%
天业节水	滴灌带及滴灌配件逾 20,000 吨/年, PVC/PE 管材逾 50,000 吨/年	新疆	以材料销售为主 (2016 年滴灌带及滴灌配件、PVC/PE 管销售营收占比 93%)	2.93%
京蓝沐禾	PVC/PE 管材约 19,400 吨/年, 滴灌带 5 亿米/年以上。	内蒙古东部及东北地区 (收入占比 95%以上)	以“材料供应+工程施工”的项目总承包为主	25.35%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

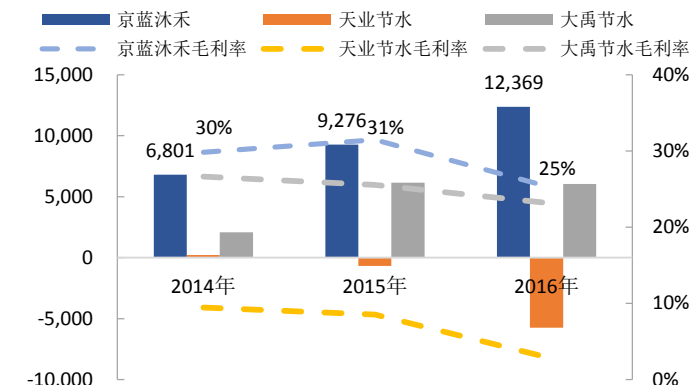
在规模前三的节水企业中，京蓝沐禾净利润排名首位。京蓝沐禾 2015-2018 年分别承诺完成扣非后归母净利润 9,071.95 万元、12,278.60 万元、14,704.64 万元、17,144.50 万元（不考虑募集配套资金投入可能带来的业绩增厚），2015 年、2016 年实际实现 9,276.25 万元和 12,368.76 万元，超额完成业绩承诺。大禹节水（300021.SZ）、天业节水（0840.HK）及京蓝沐禾是节水灌溉行业规模领先企业，京蓝沐禾归母净利润排名首位，毛利率水平最高。

图 23：可比公司近年营业收入（万元）



资料来源：wind，华金证券研究所

图 24：可比公司近年归母净利润（万元）及毛利率



资料来源：wind，华金证券研究所

在财政部 PPP 项目库中，已发起的节水灌溉 PPP 项目有 12 项，其中 4 项金额较大的项目均有京蓝沐禾中标，其在行业中的实力可见一斑。

表 8：财政部 PPP 项目库中的节水灌溉项目（标红为京蓝沐禾中标项目）

项目名称	发起时间	建设规模(万亩)	投资金额(亿元)	所处阶段
河北省邢台市威县“建管服一体化”智慧节水灌溉与水权交易	2015/1/20	17.61	6.52	执行
甘肃省民勤县红崖山灌区骨干渠道及末级渠系节水改造项目	2015/5/14	-	3.78	识别
新疆维吾尔自治区第十师 2016 年农田高效节水灌溉工程	2015/9/1	-	1.16	识别
内蒙古自治区海勃湾区节水灌溉项目	2015/11/3	-	1.16	识别
云南省楚雄州元谋县元谋大型灌区丙间片 11.4 万亩高效节水灌溉项目	2016/1/14	11.4	3.08	执行
云南省红河州弥勒市弥阳-东风-新哨等十个片区高效节水灌溉示范项目建设	2016/4/1	35	10.79	准备
河北省邢台市巨鹿县现代农业“田田通”智慧节水灌溉 PPP 项目	2016/4/4	66.6	20	识别
云南省玉溪市澄江县山冲河灌区农业高效节水减排 PPP 项目	2016/4/20	0.91	0.33	执行
红寺堡“建管服”一体化智慧节水灌溉（PPP）项目	2016/7/1	-	0.82	识别
内蒙古自治区巴林右旗新建高标准基本农田土地整治（节水灌溉）项目	2016/8/8	-	1.93	采购
云南省玉溪市江川区 2016 年农业高效节水减排工程	2016/9/10	1.52	0.46	采购
山东济宁市邹城市湖水东调灌区高效节水灌溉 PPP 项目	2017/1/6	10	1.91	采购

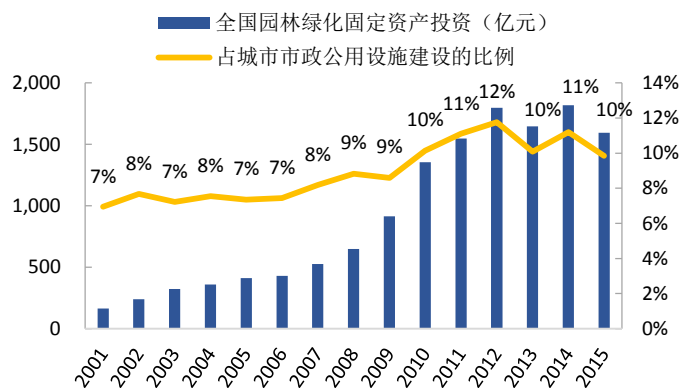
资料来源：财政部，华金证券研究所

三、收购北方园林——拓宽智慧生态产业布局

（一）园林绿化水平尚存地区差异，改进空间大

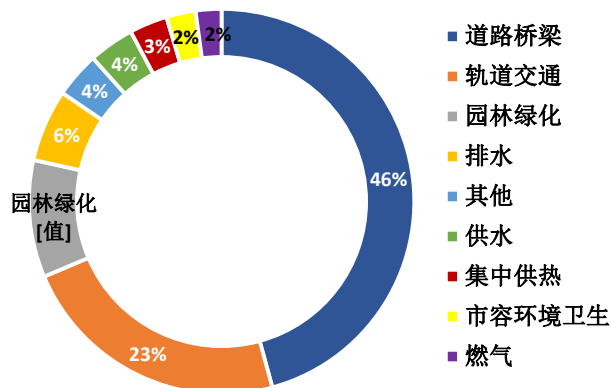
海绵城市建设、城市双修等政策推动下，园林绿化领域固定资产投资不断攀升，城乡、地区之间仍存在差距。从全国固定资产投资金额看，园林绿化领域投资额在城市市政公用设施投资建设中的占比逐步攀升，2015 年该比例为 10%，在所有市政公用设施建设子行业中排名第三。政府持续投资重视下，全国城市建成区绿化覆盖率持续提升，2015 年达到 40.1%。

图 25：全国园林绿化固定资产投资金额及占比



资料来源：住建部，华金证券研究所

图 26：2015 年全国城市市政公用设施建设固定资产投资行业分布



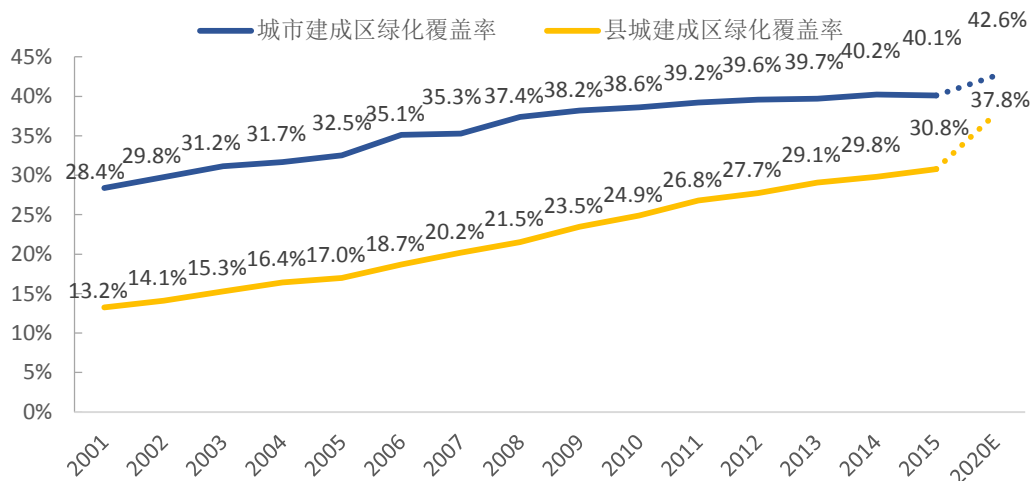
资料来源：住建部，华金证券研究所

城市、县城建成区绿化覆盖率差距较大。截至 2015 年末，城市建成区绿化覆盖率 40.1%，县城建成区绿化覆盖率 30.8%，两者相差近 10 个百分点，城市化发展水平较低的县城地区仍有较大的改进空间。分地区看，我国中西部地区城市建成区绿化覆盖率低于东部地区。

2017 年 5 月，住建部、发改委印发的《全国城市市政基础设施建设“十三五”规划》提出，“十三五”期间设市城市和县城的建成区绿地率分别提高 2.5 和 7 个百分点，鉴于绿化覆盖率与绿

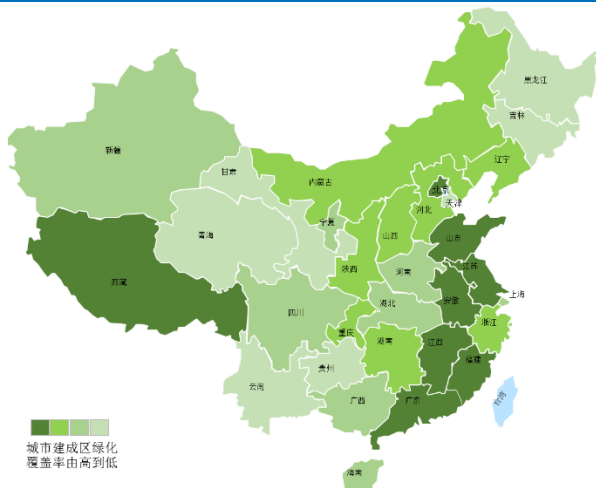
地率相近的发展趋势，预计到 2020 年城市建成区与县城建成区的绿化覆盖率将分别达到 42.6% 和 37.8%；2015 年底我国城市建成区面积和县城建成区面积分别为 5.21 万、2.0 万平方公里，以历史增长率保守估计，到 2020 年底我国城市建成区和县城建成区面积将分别新增 1.13 万、0.43 万平方公里。综上，预计“十三五”期间我国城市、县城将新增绿化覆盖面积 9,142 平方公里，估算投资额 1.4 万亿。在海绵城市建设、城市“双修”等政策推动下，园林绿化企业具有长足发展空间。

图 27：全国城市、县城建成区绿化覆盖率



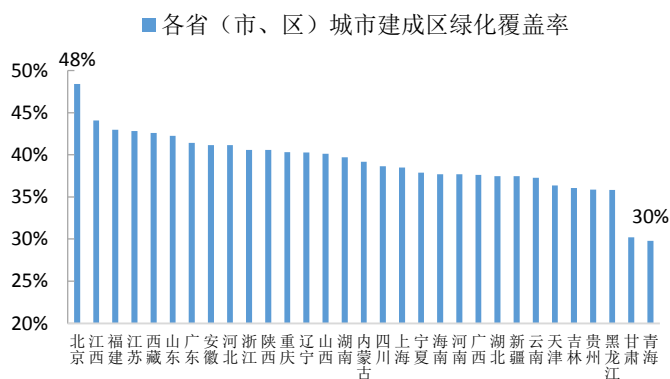
资料来源：wind，《全国城市市政基础设施建设“十三五”规划》，华金证券研究所

图 28：全国城市建成区绿化覆盖率由高到低分布



资料来源：住建部，华金证券研究所

图 29：各省（市、区）城市建成区绿化覆盖率



国 295 个地级及以上城市中，有 220 个城市排查确认黑臭水体 2,026 个，累计 321 个黑臭水体完成了整治工程，占总数的 15.8%；已经开工整治的有 641 个，占总数的 31.6%。36 个直辖市、省会城市和计划单列市中，有 31 个城市排查确认黑臭水体 638 个，累计有 115 个黑臭水体完成了整治工程，占 18.0%；已开工整治的有 282 个，占 44.2%。

全国城市黑臭水体整治监管平台数据显示，截至 2017 年 5 月 24 日，全国确认 2,100 个黑臭水体，已完成治理个数增长至 794 个（占比 37.81%），656 个正在治理（占比 31.24%），642 个处于方案制定过程，仅有 8 个尚未启动。六个月时间内，完成整治黑臭水体 473 处，占总认定数的 22.5%，黑臭水体治理进程较快，有望实现 2017 年底前直辖市、省会城市、计划单列市建成区基本消除黑臭水体，2020 年底前地级及以上城市建成区黑臭水体均控制在 10% 以内，2030 年城市建成区黑臭水体总体得到消除。

表 9：全国地级及以上城市中黑臭水体排查及治理进程

截至时间	2016 年 12 月 12 日	2017 年 5 月 24 日
排查确认数量	2,026	2,100
已完成治理个数	321	794
已开工正在治理个数	641	656
方案制定中	-	642
尚未启动个数		8

资料来源：住建部，华金证券研究所

“十三五”期间黑臭水体治理市场空间逾 4,000 亿元。根据全国城市黑臭水体整治监管平台，全国地级及以上城市尚有 5,920.585 公里黑臭水体处于正在治理、方案制定或尚未启动状态，根据已披露项目的投资额及水体治理长度信息测算黑臭水体治理单位投资成本约为 0.76 亿元/公里，因此我们预估“十三五”期间黑臭水体治理市场空间约 4,050 亿元。

表 10：财政部 PPP 项目库中黑臭水体治理范例

项目名称	总投资额（亿元）	治理长度（公里）	单位投资成本（亿元/公里）
安徽省阜阳市城区水系综合整治（含黑臭水体治理）PPP 项目	143.27	187.7	0.76
郸城县洺河生态水系黑臭水体治理与环境景观提升工程 PPP 项目	27.84	23.93	1.16
南宁市城市内河黑臭水体治理 PPP 项目	33.31	59.1	0.56
合计	204.42	270.73	0.76

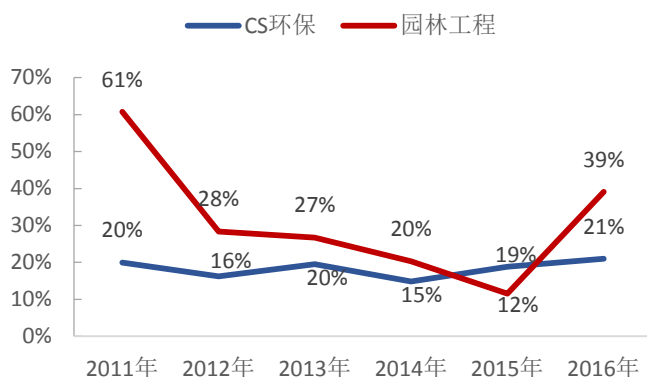
资料来源：财政部政府和社会资本合作中心，华金证券研究所

（三）PPP 模式下园林工程企业受益明显

2014 年下半年起财政部、发改委等国家部委开始密集发布政策鼓励政府和社会资本合作模式的应用，2016 年以来 PPP 项目落地率不断提高。园林企业作为承接主体在手 PPP 订单不断积累，2016 年表现出较高的业绩弹性。截至目前，PPP 项目库仍在不断扩容；同时，PPP 资产证券化、PPP 项目专项债券制度也已出台，融资渠道不断拓宽、信息透明度不断提升，PPP 模式健康发展可期，园林工程企业业绩改善可持续。

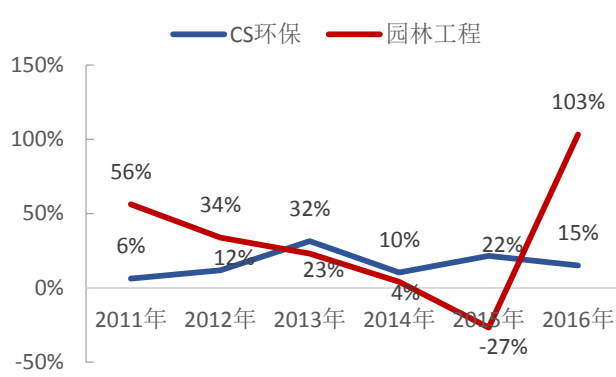
2016 年以来，北方园林先后中标多个 PPP 项目，如嘉祥县水系综合整治工程（一期）前进河北段治理工程、瓯江口新区起步区市政工程第 22 施工合同段 PPP 项目、昌吉州呼图壁县呼图壁核心区暨如意园建设项目等。

图 30：中信环保、园林工程两板块近五年营业收入增长情况



资料来源：wind，华金证券研究所

图 31：中信环保、园林工程两板块近五年归母净利润增长情况



资料来源：wind，华金证券研究所

（四）收购北方园林，智慧生态拼图再添一角

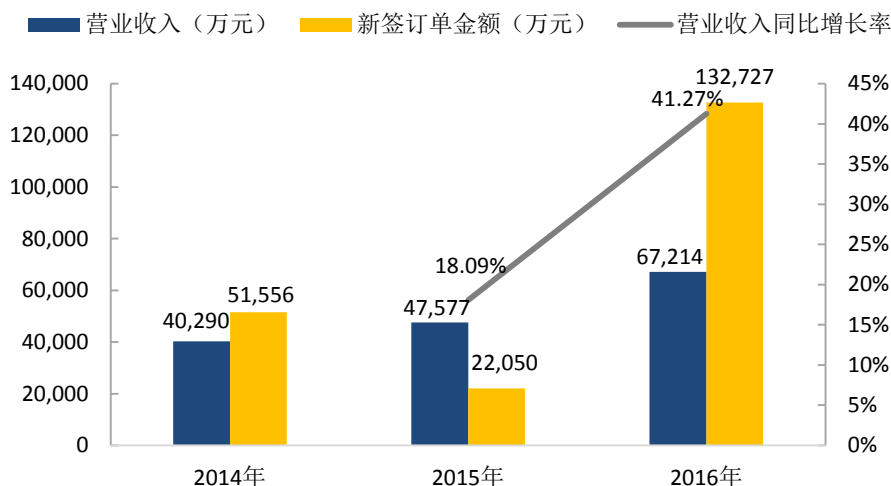
1、业务相互协同，业绩超额兑现可期

北方园林将为上市公司补足园林绿化、水生态修复板块业务，协同效应可期。北方园林具备风景园林工程设计专项甲级资质以及城市规划设计乙级资质；其业务重点在园林绿化，同时具备土壤盐碱改良、耐盐碱植物培育种植、水生态修复等核心技术。沐禾节水的高效节水灌溉技术可用于市政园林、绿地、公园等工程施工维护上，北方园林的土壤盐碱改良技术结合沐禾节水的灌溉产品，可为各地盐碱化土地改良及后续利用提供方案。2017 年 6 月 6 日公司公告称，京蓝沐禾作为牵头方与北方园林联合中标山东邹城市湖水东调灌区高效节水灌溉 PPP 项目，项目投资预算额 1.91 亿元，未来子公司间市政、水利相关客户资源共享效应初显。

北方园林在业绩承诺事项中，对扣非后的归母净利润和经营性现金流量净额均有承诺，凸显其对经营业绩及回款质量的信心：2016 年度、2017 年度、2018 年度、2019 年度累计实现扣非后的归母净利润不低于 42,258.97 万元；2017 年度、2018 年度、2019 年度合并财务报表中三年累计经营性现金流量净额不低于 17,405.74 万元。

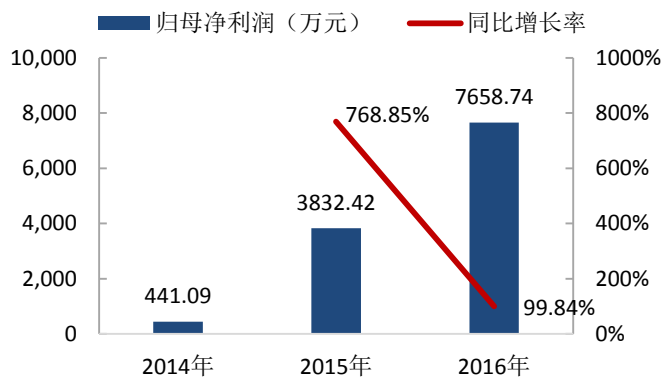
2016 年北方园林实现营业收入 6.72 亿元，归母净利润 7,658.74 万元，2016 年新签订单金额同比增长 5 倍至 13.27 亿元，奠定业绩高增基础。截至 2017 年 4 月 30 日，北方园林已签署合同、拟签署合同以及处于合同谈判阶段的项目预计 2017 年可确认收入分别为 4.27 亿元、3.33 亿元和 3.04 亿元，合计 10.64 亿元；北方园林毛利率稳定，处于行业平均水平，按照 2016 年净利率 11.39%估算，2017 年可实现归母净利润 1.21 亿元（+58%），而北方园林仅需在 2016 年盈利基础上年均增长 22%可实现四年承诺业绩，我们认为业绩超额兑现可期。

图 32：北方园林 2014-2016 年营业收入及新签订单情况



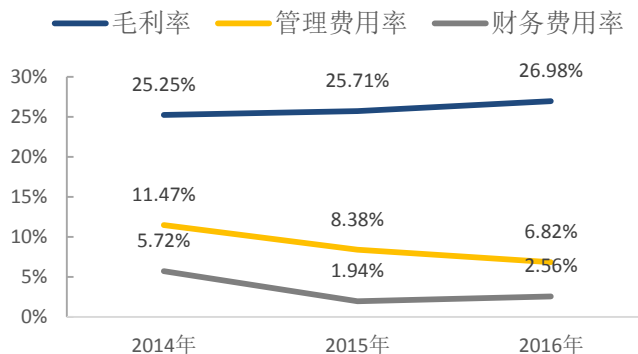
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 33：北方园林 2014-2016 年归母净利润情况



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 34：北方园林盈利能力指标



资料来源：公司公告，华金证券研究所

2、受益雄安新区建设，智慧生态板块大有可为

受益雄安新区建设，公司京津冀区域园林绿化、生态修复业务大有可为。2017 年 4 月 1 日国务院印发通知决定设立河北雄安新区，雄安新区规划建设以绿色、智慧和疏导为关键，在水环境综合治理基础上，雄安新区城市化水平有待提升，黑臭水体治理、园林绿化工程为打造雄安新区优美生态环境的两大抓手。上文全国各省（市、区）城市建成区绿化覆盖率数据显示，天津市绿化率处于第四梯队的较低水平，且为第二批海绵城市试点城市，未来提升空间大。

迎来雄安新区及京津冀一体化发展机遇，公司已在资质和业务上做好准备。资质方面，京蓝沐禾具备灌溉企业甲贰级和水利水电工程施工总承包壹级资质，北方园林具备风景园林工程设计专项甲级资质、城市规划设计乙级资质。业务储备方面，上市公司以京蓝生态、京蓝沐禾为主体，拓展包括高效节水灌溉、生态治理等在内的智慧生态订单，可复制性强，目前主要分布在内蒙古、河北地区；北方园林业务主要分布在天津、河北地区，**公司地域优势明显。**

截至目前公司在智慧生态领域累计签署包括框架协议在内的合同约 187 亿元，约 22 亿元项目开始落地实施。同时公司在区域布局上不断拓展，由原有的内蒙古、东北地区拓展至河北、广西、云南、山东，发展势头良好。

表 11：公司智慧生态板块项目汇总

公告时间	合同名称	合同金额（亿元）
智慧生态（建设内容涵盖节水灌溉、生态治理）		
2016 年 1 月 19 日	《呼伦贝尔市智慧生态、智慧城市战略合作框架协议》	30
2016 年 1 月 19 日	呼伦贝尔农垦集团有限公司《智能高效农业节水灌溉系统合作意向书》	6.5
2016 年 5 月 23 日	翁牛特旗《智慧生态战略合作框架协议》	15
2016 年 5 月 31 日	托克托县《智慧生态战略合作框架协议》	12
2016 年 6 月 15 日	《海拉尔农牧场管理局节水灌溉升级改造工程 BOT 项目合同》	1.13
2016 年 7 月 26 日	威县《智慧生态战略合作框架协议》	18
2016 年 8 月 8 日	巨鹿县现代农业“田田通”智慧节水灌溉 PPP 项目战略合作协议	20
2016 年 10 月 20 日	《威县“建管服”一体化智慧节水灌溉与水权交易政府与社会资本合作（PPP）项目合同》	6.52
2016 年 12 月 22 日	2016 年优质高产高糖糖料蔗基地高效节水灌溉工程（第二期）水利化建设项目	0.68
2017 年 2 月 28 日	《齐齐哈尔市梅里斯达斡尔族区智慧生态、智慧灌溉战略合作框架协议》	10
2017 年 3 月 1 日	2017 年优质高产高糖糖料蔗基地高效节水灌溉工程（第一期）水利化建设项目	0.29
2017 年 3 月 9 日	2017 年优质高产高糖糖料蔗基地高效节水灌溉工程（第二期）水利化建设项目	0.50
2017 年 3 月 28 日	《祥云县生态建设及“京蓝科技祥云现代农业产业园 PPP 项目”投资框架协议书》	15
2017 年 4 月 8 日	赤峰市巴林右旗新建高标准基本农田“投建管服一体化”精准扶贫 PPP 项目	1.67
2017 年 4 月 20 日	京蓝生态与凉城县人民政府《框架合作协议》	30
2017 年 5 月 9 日	中标《凉城县卧佛山生态综合治理 PPP 项目》	10.37
2017 年 6 月 6 日	中标《邹城市湖水东调灌区高效节水灌溉 PPP 项目》	1.91
2017 年 6 月 12 日	贺兰县依托现代农业产业园建设现代化生态灌区投建管服一体化项目	12
2017 年 6 月 15 日	《关于合作推进沙坡头区高效节水灌溉及现代化灌区建设框架协议》	20
2017 年 6 月 26 日	与广东恒福糖业签署《战略合作框架协议》	7.5
合计		194.55

资料来源：公司公告，华金证券研究所

四、工业节能频获订单，前期投入静待收获

公司于 2015 年 5 月通过全资子公司京蓝有道出资 51% 设立京蓝能科，2016 年 8 月京蓝有道受让京蓝能科其余 49% 股权，转让完成后京蓝能科成为京蓝有道全资子公司。公司以京蓝能科为工业节能板块主要承接平台，业务范围包括化工残废液综合处理工程、工业企业烟气余热回收工程、工业尾气热电联产工程、焦化产业转型升级工程、余热余压发电、干熄焦发电、能源管控、工业大数据平台和化工产业升级等工业节能综合服务领域。**2016 年以来京蓝能科订单拓展顺利，截至目前累计拿单逾 10 亿元，订单拓展前期费用投入较高，后期业绩贡献可期。**

表 12：公司工业节能订单

公告时间	合同名称 工业节能	合同金额（亿元）
2016 年 1 月 14 日	焦作力合节能装备《投资合作框架协议书》	-
2016 年 1 月 19 日	与河南蓝天鹤化工科技有限公司签署合同	0.18
2016 年 1 月 27 日	与林州凤宝管业有限公司签署合同	0.35
2016 年 7 月 23 日	《古县利达焦化有限公司 90t/h 干熄焦项目建设合同》	2.34
2016 年 8 月 25 日	《节能技改项目整体合作协议》	-
2017 年 3 月 10 日	《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》	2.46
2017 年 4 月 8 日	《山东潍焦控股集团有限公司与京蓝能科技术有限公司 20 万吨/年煤焦油馏分轻质化项目合作框架协议》	5
合计		>9.8

资料来源：公司公告，华金证券研究所

五、盈利预测

从业绩承诺看，京蓝沐禾 2016 年全年实现扣非后归母净利润 12,368.76 万元，超额完成业绩承诺，2017-2018 年承诺完成 1.45 亿元和 1.75 亿元；北方园林承诺 2016-2019 年累计实现归母净利润不低于 4.2 亿元，根据企业历史经营及增长情况，我们认为超额兑现可期。在不考虑本次配套融资的情况下，我们预测 2017 年、2018 年公司归母净利润有望达 4.08、5.32 亿元，EPS 分别为 0.61、0.79 元。

表 13：分业务收入预测

分业务收入预测	2016 年	2017E	2018E	2019E
智慧生态（亿元）	42,385.31	349,007.65	457,597.95	569,117.54
同比增长率	-	-	31.11%	24.37%
工业节能（亿元）	2,147.65	49,000.00	63,700.00	76,440.00
同比增长率	-	-	30.00%	20.00%
其他（亿元）	1,548.42	-	-	-
合计（亿元）	46,081.38	398,007.65	521,297.95	645,557.54
同比增长率	-	-	30.98%	23.84%
整体毛利率	29.16%	29.71%	28.71%	28.43%
归母净利润（亿元）	0.12	4.08	5.32	6.52
同比增长率	-	-	30.4%	22.5%

资料来源：华金证券研究所

估值方面，与 A 股节水、园林工程及水治理各子板块相比，京蓝科技估值水平较低。考虑到公司目前市值较小，弹性较大，给予公司买入-A 评级，6 个月目标价为 20 元，相当于 2017 年 33 倍、2018 年 25 倍的动态市盈率。

表 14：可比公司估值比较

公司名称	总市值（亿元）	EPS			PE		
		2016	2017E	2018E	TTM	2017E	2018E
京蓝科技	95.92	0.02	0.61	0.79	-	24.1	18.6
节水							
大禹节水	63.79	0.20	0.18	0.31	89.6	43.6	26.0
园林工程							
云投生态	32.30	0.18	0.55	0.91	129.9	32.0	19.3
铁汉生态	204.39	0.35	0.56	0.80	39.1	24.1	16.9
蒙草生态	170.37	0.35	0.36	0.50	45.9	29.8	21.2
棕榈股份	158.22	0.09	0.37	0.53	108.9	31.2	21.7
东方园林	467.86	0.51	0.75	1.06	35.3	23.4	16.4
岭南园林	113.28	0.66	1.10	1.56	40.4	24.9	17.5
文科园林	50.44	0.57	0.89	1.25	35.3	22.9	16.3
美尚生态	92.89	1.02	0.65	0.90	50.0	23.6	17.2
美晨科技	138.93	0.55	0.84	1.19	28.9	20.4	14.4
乾景园林	61.75	0.40	0.33	0.45	82.6	36.9	27.7
算术平均						26.9	18.9

					中位数	24.5	17.4
		水治理					
南方汇通	54.14	0.23	0.37	0.49	53.2	34.4	26.0
万邦达	161.18	0.32	0.46	0.68	54.8	40.7	27.5
碧水源	585.69	0.59	0.82	1.11	28.7	22.7	16.8
中电环保	53.03	0.22	0.24	0.28	48.4	43.3	37.9
巴安水务	68.74	0.36	0.54	0.77	45.7	28.7	20.0
兴源环境	302.08	0.37	0.34	0.45	122.6	87.9	65.6
津膜科技	69.01	0.17	0.50	0.69	145.2	49.9	36.4
天翔环境	73.84	0.30	0.65	0.93	57.8	26.2	18.2
博世科	58.97	0.49	0.41	0.66	79.0	40.5	25.1
环能科技	41.84	0.39	0.35	0.46	66.7	32.1	24.3
清水源	40.83	0.23	0.57	0.73	91.5	32.5	25.5
华控赛格	69.06	0.01	0.16	0.31	836.9	42.9	22.1
					算术平均	40.2	28.8
					中位数	37.5	25.3

资料来源：wind，华金证券研究所

六、风险提示

（一）整合风险

公司近两年接连以外延并购的方式拓展智慧生态板块业务，但公司实际控制人及董事会成员历史从业经验较多地集中在产业投资、信息互联网等领域，较少涉及节水灌溉、园林绿化相关领域，因此企业整合过程可能存在决策效率降低等风险。

（二）PPP 模式下的政府回款风险

公司智慧生态板块下，2016 年以来累计签订包括框架协议在内的订单金额达 195 亿元，其中约 9 亿元的项目合同交易对方为企业，剩余均为与政府机构签订的合同，且多个项目将采用 PPP 模式投资建设，可能为公司带来现金回款进度不及预期的风险。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	72.1	460.8	3,980.1	5,213.0	6,455.6	年增长率					
减:营业成本	30.9	326.4	2,797.7	3,716.2	4,620.5	营业收入增长率	4.9%	539.2%	763.7%	31.0%	23.8%
营业税费	8.6	4.4	39.8	52.1	63.7	营业利润增长率	-122.0	94.2%	1457.2	30.4%	22.6%
销售费用	2.1	25.8	358.2	469.2	581.0	净利润增长率	-152.2	-68.1%	3300.8	30.4%	22.5%
管理费用	94.3	62.8	278.6	333.6	393.8	EBITDA 增长率	-1254.7	-39.5%	1189.1	26.6%	23.5%
财务费用	48.3	3.1	38.7	32.7	47.1	EBIT 增长率	-394.7	-48.1%	1430.4	26.9%	23.7%
资产减值损失	517.8	8.3	-	-	2.8	NOPLAT 增长率	-575.3	-80.5%	2209.1	26.9%	23.7%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-68.5%	1091.9	43.9%	18.0%	13.5%
投资和汇兑收益	645.4	0.0	-	-	0.0	净资产增长率	-9.1%	935.0%	28.5%	12.6%	13.7%
营业利润	15.4	30.0	467.0	609.2	746.7						
加:营业外净收支	-21.3	-0.5	-	-	-0.2	盈利能力					
利润总额	-5.9	29.5	467.0	609.2	746.5	毛利率	57.2%	29.2%	29.7%	28.7%	28.4%
减:所得税	4.2	10.5	14.0	18.3	22.4	营业利润率	21.4%	6.5%	11.7%	11.7%	11.6%
净利润	37.6	12.0	407.7	531.8	651.7	净利润率	52.2%	2.6%	10.2%	10.2%	10.1%
						EBITDA/营业收入	91.5%	8.7%	12.9%	12.5%	12.4%
						EBIT/营业收入	88.4%	7.2%	12.7%	12.3%	12.3%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	2.8%	26.7%	48.8%	50.5%	49.2%
货币资金	95.9	994.7	995.0	1,303.2	1,613.9	负债权益比	2.9%	36.5%	95.3%	101.8%	96.9%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	35.02	2.59	1.74	1.77	1.85
应收帐款	195.0	448.5	2,204.9	2,573.7	2,734.3	速动比率	34.88	1.56	1.04	1.09	1.14
应收票据	-	0.1	9.8	2.4	5.4	利息保障倍数	1.32	10.81	13.06	19.63	16.85
预付帐款	1.6	106.4	359.9	518.4	611.9	营运能力					
存货	1.2	1,039.7	2,379.7	2,781.6	3,122.3	固定资产周转天数	168	68	20	18	15
其他流动资产	0.1	21.1	7.4	9.5	12.7	流动营业资本周转天数	350	422	122	144	146
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	904	1,134	387	454	426
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	517	251	120	165	148
长期股权投资	-	4.7	4.7	4.7	4.7	存货周转天数	5	407	155	178	165
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	3,724	1,712	539	584	532
固定资产	1.8	171.1	263.5	265.3	266.3	投资资本周转天数	1,996	966	252	247	231
在建工程	-	134.1	434.1	464.1	494.1						
无形资产	0.1	45.4	44.5	43.7	42.9	费用率					
其他非流动资产	1.9	1,119.9	1,135.8	1,104.1	1,118.4	销售费用率	2.9%	5.6%	9.0%	9.0%	9.0%
资产总额	297.6	4,085.5	7,839.5	9,070.7	10,026.8	管理费用率	130.9%	13.6%	7.0%	6.4%	6.1%
短期债务	-	260.3	253.0	520.9	732.2	财务费用率	67.0%	0.7%	1.0%	0.6%	0.7%
应付帐款	3.7	475.4	2,645.7	2,997.4	2,544.6	三费/营业收入	200.8%	19.9%	17.0%	16.0%	15.8%
应付票据	-	14.9	27.7	47.8	77.4	投资回报率					
其他流动负债	4.7	256.8	503.8	485.8	1,016.5	ROE	12.9%	0.4%	10.7%	12.5%	13.7%
长期借款	-	56.4	226.0	347.9	387.3	ROA	-3.4%	0.5%	5.8%	6.5%	7.2%
其他非流动负债	-	28.2	9.4	12.5	16.7	ROIC	17.9%	11.1%	21.5%	19.0%	19.9%
负债总额	8.4	1,092.0	3,665.7	4,412.4	4,774.8	分红指标					
少数股东权益	-1.6	23.5	23.5	82.6	155.0	DPS(元)	-	0.05	0.12	0.16	0.19
股本	160.9	325.6	670.7	670.7	670.7	分红比率	0.0%	271.6%	20.0%	20.0%	20.0%
留存收益	129.9	2,644.4	3,153.9	3,579.4	4,100.7	股息收益率	0.0%	0.3%	0.8%	1.1%	1.3%
股东权益	289.2	2,993.5	3,848.1	4,332.7	4,926.5						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	-10.0	19.0	407.7	531.8	651.7	EPS(元)	0.06	0.02	0.61	0.79	0.97
加:折旧和摊销	7.5	11.2	8.4	9.2	9.9	BVPS(元)	0.45	4.56	5.70	6.34	7.11
资产减值准备	517.8	8.3	-	-	-	PE(X)	256.1	803.9	24.3	18.7	15.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	33.1	3.2	2.6	2.3	2.1
财务费用	48.5	4.3	38.7	32.7	47.1	P/FCF	-27.3	-5.6	-13.1	30.6	25.9
投资损失	-645.4	-0.0	-	-	-0.0	P/S	133.7	20.9	2.5	1.9	1.5
少数股东损益	-47.6	7.0	45.3	59.1	72.4	EV/EBITDA	34.6	103.6	18.3	14.7	11.9
营运资金的变动	198.1	-266.1	-950.5	-527.9	-508.6	CAGR(%)	-489.4	236.7%	-282.4	-489.4	236.7%
经营活动产生现金流量	-49.8	-257.5	-450.4	104.9	272.5	PEG	-0.5	3.4	-0.1	-0.0	0.1
投资活动产生现金流量	166.1	-423.1	-397.5	-40.5	-40.6	ROIC/WACC	1.8	1.1	2.1	1.9	1.9
融资活动产生现金流量	-62.8	1,570.7	848.2	243.8	78.7						

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