

京蓝科技(000711.SZ)环保设备行业

评级：买入首次评级

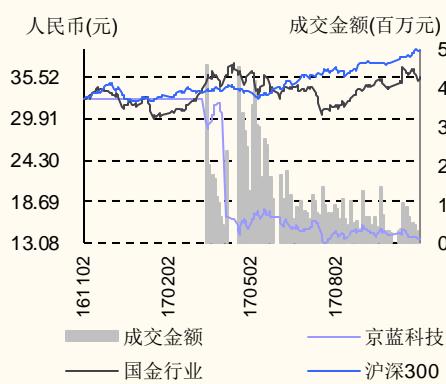
公司深度研究

市场价格（人民币）：13.80元
 目标价格（人民币）：20.00-22.00元

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	321.80
总市值(百万元)	10,081.53
年内股价最高最低(元)	32.54/13.08
沪深300指数	3996.62
深证成指	11350.32



领先布局成效显现，“生态环境+互联网”产业链成型

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.234	0.037	0.559	0.688	0.899
每股净资产(元)	1.81	9.12	6.58	6.69	7.59
每股经营性现金流(元)	-0.31	-0.80	-0.50	-0.05	-0.08
市盈率(倍)	59.01	374.78	24.67	20.05	15.34
行业优化市盈率(倍)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润增长率(%)	86.59%	289.53%	2060.39%	34.90%	30.66%
净资产收益率(%)	12.94%	0.40%	8.51%	10.30%	11.86%
总股本(百万股)	160.90	325.59	730.55	730.55	730.55

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **全面转型智慧生态，打造“生态环境+互联网”产业链。**公司是智能高效节水产业领军企业，致力于成为中国领先的绿色智慧整体解决方案服务商，打造“生态环境+互联网”产业链。公司原名龙发股份、天伦置业，2014年京蓝控股入主，2015年12月公司剥离商业地产、煤炭、矿业板块，2016年9月，收购沐禾节水，以节水灌溉为起点进军节能环保行业，2017年9月，收购北方园林90.11%股权。2017年前三季度，公司营收/归母净利润分别为9.14亿/1.43亿，同比增长2976%/550%，全面转型智慧生态。
- **收购沐禾节水，进军节水灌溉行业。**国家要求十三五新增1亿亩高效节水灌溉面积，预计市场规模1500亿。公司15.88亿元收购沐禾节水100%股权，以节水板块作为切入点，首先打造智慧生态节水产业链，逐步完善节能环保布局。智慧生态节水板块2017年新订单超106亿元，同比增长47%，成为公司最大业务板块。
- **入主北方园林，“生态环境+互联网”再落一子。**中国目前城镇化率57.4%，距离发达国家80%以上仍有较大差距，城镇化中后期园林绿化需求持续释放。公司9月以7.21亿元收购北方园林90.11%股权，以13.49元/股发行3924万股支付5.3亿元，现金支付1.9亿元，同时以12.7元/股定增募集资金5.1亿元。北方园林承诺2016至2019四个年度扣非归母净利润不低于4.23亿元，2017至2019三个年度累计经营性现金流不低于1.74亿元，进一步完善公司“生态环境+互联网”产业链。
- **十三五节能产值目标3万亿，京蓝能科打开工业节能市场。**《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》要求2020年高效节能产业产值规模力争达到3万亿元。我国工业用能占全国能源消费总量约70%，是节能产业重点领域。2015年4月公司设立京蓝能科并控股51%，掌握工业企业烟气余热回收、工业尾气热电联产、焦化企业转型升级等七项工业节能解决方案。2017年京蓝能科新增订单逾12亿，成功打开工业节能市场。
- **生态云提供大数据支持，促进智慧生态板块间融合。**公司生态云服务分为生态环境监测云、区块链生态农业云、生态云电子商务和生态云金融服务四大板块。利用云计算和大数据技术，提供基于互联网、云端、托管型的产业提质升级、转型服务，促进智慧生态和互联网有效融合。公司节水云平台开发

苏宝亮 分析师SAC执业编号：S1130516010003
 (8610)66216815
 subao.liang@gjzq.com.cn

邓晖 联系人
 (8610)66216739
 denghui@gjzq.com.cn

项目预算约 1 亿元，2016 年 6 月启动开发，周期 2 年，截至上半年完成预算的 6.6%，2017 年下半年-2018 年将进入快速实施阶段。

投资建议

- 十九大报告要求壮大节能环保产业，公司“生态环境+互联网”产业链成型，节水、节能、园林板块协同发力推动业绩转折，2017 年新订单超 131 亿元，同比增长 44%，保障公司业绩高速增长。根据测算，预计 17/18/19 年，公司归母净利润 3.7、5.0、6.6 亿元，EPS 0.56、0.69、0.90 元，对应 PE 为 25、20、15 倍，给予“买入”评级。

风险提示

- 政策重大变化风险；订单落地进度风险；应收账款回收缓慢风险

内容目录

全面转型智慧生态，打造“生态环境+互联网”产业链.....	5
智能节水领军企业，打造“生态环境+互联网”产业链.....	5
百亿产业基金+绿色债券提供融资支持	6
以节水灌溉为切入点，全面转型智慧生态	6
收购沐禾节水，进军节水灌溉行业.....	7
十三五开展高效节水灌溉行动，新增面积 1 亿亩	7
中国水资源严重短缺，节水灌溉市场空间 1500 亿.....	7
收购沐禾节水，提供节水灌溉“建、管、服一体化”服务.....	8
2017 年新订单超 106 亿，生态节水板块发展迅速.....	9
入主北方园林，“生态环境+互联网”再落一子.....	10
城市化率持续提高，园林绿化得到重视.....	10
园林绿化需求稳定	11
北方园林营收连续三年增长，现有专利 85 项.....	12
2017 年新订单超 13 亿，北方园林稳定增长	14
十三五节能产值目标 3 万亿，京蓝能科打开工业节能市场.....	14
“能源革命”效果显著，节能政策继续出台.....	14
工业节能领域是节能行业重点.....	16
设立京蓝能科，掌握七项工业节能解决方案.....	17
节能板块新增订单逾 12 亿，成功打开工业节能市场.....	18
生态云提供大数据支持，促进智慧生态板块间融合	19
盈利预测及投资建议	20
风险提示	21

图表目录

图表 1：京蓝科技五位一体战略格局.....	5
图表 2：京蓝科技股权结构.....	5
图表 3：京蓝科技全面转型智慧生态	6
图表 4：公司以节水为切入点转型智慧生态（百万元）	6
图表 5：各板块毛利率水平良好	6
图表 6：节水灌溉行业重点政策	7
图表 7：中国水资源短缺严重	8
图表 8：节水灌溉面积存在较大缺口	8
图表 9：京蓝沐禾终端远程监控系统	9
图表 10：2017 年京蓝沐禾和京蓝生态部分中标项目	10
图表 11：园林绿化行业重点政策	10
图表 12：2013-2016 市政公用设施投资（亿元）	11
图表 13：2013 至 2016 年园林绿化投资（亿元）	11

图表 14: 2016 年具备一级园林资质企业 1351 家	11
图表 15: 资产重组前北方园林股权结构.....	12
图表 16: 京蓝科技收购后北方园林股权结构.....	12
图表 17: 2013-2016 年北方园林营收与净利润 (亿元)	13
图表 18: 2013-2016 年北方园林毛利率 (%)	13
图表 19: 2013-2016 年北方园林收入构成 (元)	13
图表 20: 北方园林重点技术	14
图表 21: 2015-2017 北方园林重大订单	14
图表 22: 2015 年多数工业产品的单位产品能耗比 2012 年明显下降	15
图表 23: 2017 年节能行业重点政策	15
图表 24: 不同类型节能技术/行业的单位节能投资比较 (元/tce)	16
图表 25: 按技术类型划分产能节能技术改造潜力	16
图表 26: 按行业类型划分产能节能技术改造潜力	16
图表 27: 工业节能主要领域	17
图表 28: 工业企业烟气余热回收及工业尾气热电联产方案	17
图表 29: 焦化企业转型升级方案	18
图表 30: 化工残废液综合处理方案	18
图表 31: 京蓝能科新增订单逾 12 亿	18
图表 32: 清洁能源综合服务打造大数据平台	19
图表 33: 生态云服务业务布局	19
图表 34: 2016-2017H1 智慧云项目投资企业	19
图表 35: 京蓝科技“生态环境+互联网”布局	20
图表 36: 2016-2017Q3 新订单超 220 亿元 (含框架)	20
图表 37: 2017 年京蓝科技部分新增订单	20
图表 38: 订单持续放量推动营收业绩快速增长 (亿元)	21

全面转型智慧生态，打造“生态环境+互联网”产业链

智能节水领军企业，打造“生态环境+互联网”产业链

- 京蓝科技股份有限公司是智能高效节水产业领军企业，致力于成为中国领先的绿色智慧整体解决方案服务商，打造“生态环境+互联网”产业链。公司主营业务包括智能节水灌溉服务、清洁能源服务、园林绿化、生态修复等，经营范围涉及华北、西北及海外市场，“智慧生态运营服务、清洁能源综合服务、生态云服务、企业级创新孵化器、产业投资”战略布局有序展开。

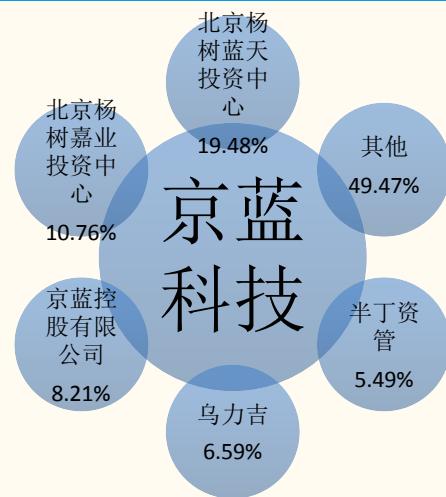
图表 1：京蓝科技五位一体战略格局



来源：公司公告、国金证券研究所

- 公司实际控制人为郭绍增，董事长兼总经理为杨仁贵，前 5 大股东为北京杨树蓝天投资中心、北京杨树嘉业投资中心、京蓝控股有限公司、乌力吉、半丁资管。

图表 2：京蓝科技股权结构



来源：公司公告、国金证券研究所

- 京蓝科技 1993 年成立，1997 年上市，原名龙发股份、天伦置业。上市之初，主营高科技铜铁双金属制品、松花江索道、二龙山滑雪场等项目，上市后主营业务及大股东多次变更。2014 年，京蓝控股有限公司入主，公司更名为京蓝科技。2015 年 12 月，公司剥离商业地产、煤炭、矿业板块，彻底摆脱传统业务影响。2016 年 9 月，公司收购沐禾节水 100% 股权，以节水灌溉为起点进军节能环保领域。2017 年 9 月 15 日，公司收购北方园林 90.11% 股权工商登记完成，作价 7.2 亿元，落子园林绿化和生态修复，

“生态环境+互联网”产业链再进一步。
图表 3：京蓝科技全面转型智慧生态



来源：公司公告、国金证券研究所

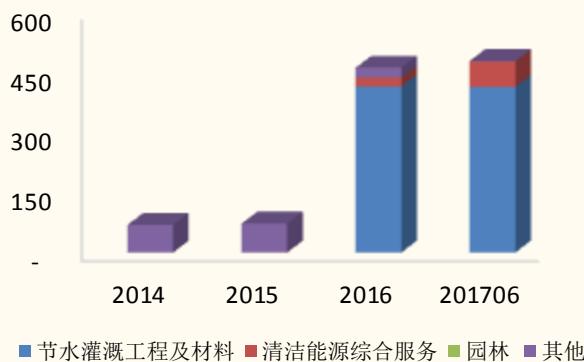
百亿产业基金+绿色债券提供融资支持

- 设立百亿产业基金。2016年9月，公司与建信信托合作发起设立京蓝建信100亿产业基金，定向投资于生态修复、节水灌溉、智慧清洁能源等京蓝科技优势领域。百亿基金成立有利于依托公司、建信信托、建设银行的优势，加快公司PPP项目获取，强化外延并购，支撑公司已中标PPP项目，保障充足资金支持。
- 公司融资渠道通畅。2017年9月27日，公司董事会通过决议同意子公司京蓝沐禾发行PPP资产支持证券。发行规模4.11亿元，其中优先级3.9亿元，次级0.21亿元，发行期限不超过9年。PPP资产支持证券为公司提供了更多融资渠道，支持公司全面转型智慧生态。

以节水灌溉为切入点，全面转型智慧生态

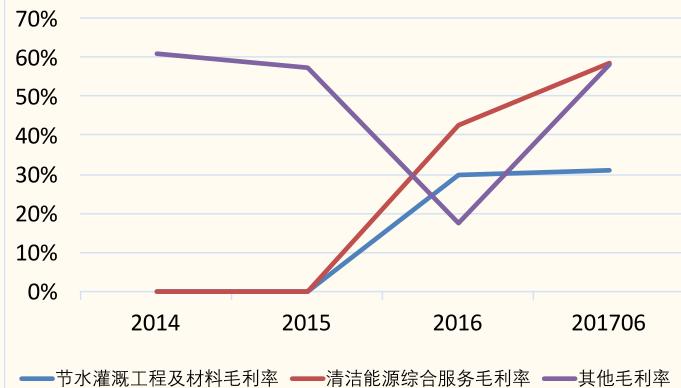
- 2016年9月29日，公司收购京蓝沐禾，生态环境综合服务转型及并购成效开始全面显现。2016年公司营收4.61亿元，同比增长539.23%，主要是京蓝沐禾并表影响；归母净利润0.12亿元，EPS 0.06，毛利率28.47%。各业务板块中，节水灌溉建造合同收入占比达到77.5%，毛利率29.21%。清洁能源综合服务占比4.66%，毛利率42.66%；节水材料产品占比12.38%，毛利率32.95%。公司以智能节水灌溉为切入点，全面转型节能环保行业。

图表 4：公司以节水为切入点转型智慧生态（百万元）



来源：公司年报、国金证券研究所

图表 5：各板块毛利率水平良好



来源：公司年报、国金证券研究所

收购沐禾节水，进军节水灌溉行业

十三五开展高效节水灌溉行动，新增面积1亿亩

- 2017年1月，农业部提出《“十三五”农业科技发展规划》，要提高耕地质量，提高农业有效灌溉率达到55%，农田灌溉水有效利用系数达到0.55以上。水利部、发改委、财政部、农业部、国土资源部印发《“十三五”新增1亿亩高效节水灌溉面积实施方案》提出新增高效节水灌溉目标面积为1亿亩，其中：管道输水灌溉面积4015万亩，灌溉面积2074万亩，微灌3911万亩，到2020年，全国高效节水灌溉面积达到3.69亿亩左右。

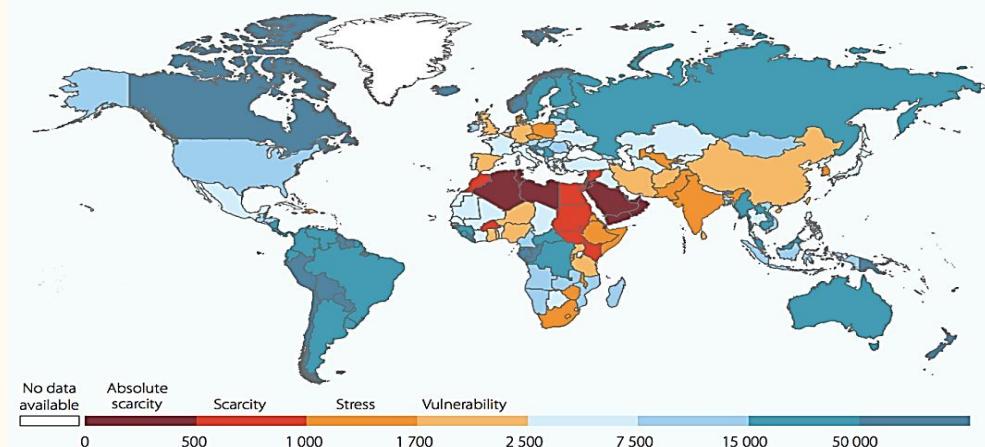
图表 6：节水灌溉行业重点政策

序号	文件名称	发文单位	文件时间	文件要点
1	“十三五”农业科技发展规划	农业部	2017-1	耕地质量提升0.5个等级以上；农田有效灌溉率达到55%、灌溉水有效利用系数达到0.55以上；主要农作物化肥利用率提高到40%以上，养殖废弃物资源化利用率达75%以上，农作物秸秆综合利用率达到85%以上；草地生态系统生产功能和生态服务关系更加协调；海洋、滩涂水域生产能力提升15%以上。
2	“十三五”新增1亿亩高效节水灌溉面积实施方案	水利部、发改委、财政部、农业部和国土资源部	2017-1	“十三五”期间我国新增高效节水灌溉面积目标为1亿亩，其中：管道输水灌溉面积4015万亩，灌溉面积2074万亩，微灌3911万亩，在耕地上发展8672万亩，其中大中型灌区新增高效节水灌溉面积3200万亩，小型灌区新增高效节水灌溉面积1868万亩，纯井灌区新增高效节水灌溉面积3604万亩。到2020年，全国高效节水灌溉面积达到3.69亿亩左右，占灌溉面积的比例提高到32%以上，农田灌溉水有效利用系数达到0.55以上。
3	全国农业现代化规划（2016-2020年）	国务院	2016-10	绿色兴农，着力提升农业可持续发展水平。着眼于资源节约、环境友好、质量安全，实施绿色兴农重大工程，推进资源保护和生态修复，促进耕地、水、草原、森林等农业资源可持续利用。
4	国土资源部关于加快推进高效节水灌溉发展的实施意见	水利部、发改委、财政部、农业部和国土资源部	2016-7	将“新增高效节水灌溉面积2000万亩”纳入2016年重点任务量化考核指标，按月量化考核。
5	中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要	发改委	2016-3	促进农业可持续发展。大力发展生态友好型农业。在重点灌区全面开展规模化高效节水灌溉行动。推广旱作农业。在严重缺水区域，实施专项节水行动计划。创建农业可持续发展试验示范区。

来源：公开资料、国金证券研究所

中国水资源严重短缺，节水灌溉市场空间1500亿

- 中国是一个水资源严重短缺的国家，人均水资源量约2100立方米，被联合国列入全球13个贫水国家之一。我国每公顷耕地水资源量约为世界平均水平的1/2，约有39%的国土面积为干旱半干旱地区，2/3的城市存在不同程度的缺水问题，其中110座城市严重缺水。另一方面，我国水资源利用效率不高。从农业看，农田灌溉水有效利用系数只有0.542，远低于0.7-0.8的世界先进水平。

图表 7：中国水资源短缺严重


来源：FAQAQUASTATdatabase、国金证券研究所

- **节水灌溉市场空间 1500 亿。**“十三五”我国新增高效节水灌溉面积目标 1 亿亩，灌区有效灌溉面积逐年上升，但现有耕地半数以上是中低产田或易涝易旱田，已有农田灌排设施工程标准低、配套差、老化失修，节水灌溉发展依然滞后，有效灌溉面积与节水灌溉面积存在巨大缺口。2017 年灌溉水有效利用系数已达 0.542，预计 2020 年将达到 0.55 以上。按高效节水灌溉改造平均投资额 1500 元/亩考虑，则“十三五”期间高效节水灌溉改造的市场空间为 1500 亿元。同时农田水利项目 PPP 模式加速推广，未来五年节水灌溉行业的市场空间广阔。

图表 8：节水灌溉面积存在较大缺口


来源：统计局、国金证券研究所

收购沐禾节水，提供节水灌溉“建、管、服一体化”服务

- 2016 年 9 月 30 日，公司向乌力吉、杨树蓝天、融通资本、科桥嘉永发行股份并支付现金收购完成沐禾节水 100% 股权，交易合计发行股份 6977 万股，并支付现金 4.73 亿元，标的资产整体作价 15.88 亿元。
- 京蓝沐禾节水装备有限公司成立于 2010 年，是中国智能、高效、生态节水灌溉整体解决方案提供商和运营商。公司拥有赤峰、呼伦贝尔、衡水三个生产基地。公司为国家级高新技术企业，已经获得 7 项国家专利。公司主要承接京蓝科技“智慧生态运营服务”板块的业务，主要业务范围包括：果园节水节肥一体化、寒区旱作水稻栽培、区域综合节水智能灌溉、温室高效节水灌溉、牧场高效节水智能灌溉、农田高效节水等。京蓝沐禾代表项目包括翁牛特旗高标准基本农田节水灌溉自动化与信息化示范性项目 7799 亩、

翁牛特旗智能化牧区草地节水灌溉建设项目 11083 亩、内蒙古呼伦贝尔市阿荣旗旱作膜下滴灌水稻示范项目。

- 京蓝科技通过沐禾节水进入节水行业，以节水作为切入点，公司首先打造节水(农业节水、工业节水、城镇节水)产业链，并依托已经开展的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。

图表 9：京蓝沐禾终端远程监控系统



来源：公司官网、国金证券研究所

2017 年新订单超 106 亿，生态节水板块发展迅速

- 2017 年 9 月 15 日，京蓝沐禾与上善塑料、富涌谷资本组成联合体中标巨鹿县现代农业“田田通”智慧节水灌溉项目(PPP 模式)社会资本方采购项目。该项目为国内首个全县域农业水利设施统一规划、统一实施、统一管护的现代智慧节水灌溉 PPP 项目，主要是对河北巨鹿县部分耕地实施高效灌溉节水工程建设，对全县主要河流及河渠进行综合治理，对机井增建计量监测设施，显著扩大京蓝沐禾在当地的影响力。
- 根据不完全统计，2017 年公司以京蓝沐禾和京蓝生态为代表的智慧生态节水运营服务新增订单 106 亿元，同比增加 47%，且在宁夏、云南、黑龙江、河北、内蒙古、广西都有项目中标，业务覆盖东北、华北、西北、西南等十二省区，并逐步向其他省区乃至国际市场拓展，强化品牌影响力和拿单能力。

图表 10：2017 年京蓝沐禾和京蓝生态部分中标项目

时间	订单内容	金额（亿元）
2017/9/15	巨鹿县现代农业“田田通”智慧节水灌溉 PPP 项目	17.15
2017/8/18	2016 年呼伦贝尔农垦集团海拉尔农牧场管理局新建高标准基本农田土地整治（PPP）项目	7.37
2017/7/31	托克托县新营子镇合同营村 3 万亩高标准农田建设项目	0.88
2017/6/24	战略合作框架协议（柬埔寨 50 万亩滴灌）	7.5
2017/6/14	沙坡头区高效节水灌溉及现代化灌区建设项目	20
2017/6/9	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
2017/6/5	邹城市湖水东调灌区高效节水灌溉 PPP 项目	1.9
2017/5/8	凉城县卧佛山生态综合治理 PPP 项目	10.37
2017/4/17	赤峰市中心城区周边农业节水灌溉 PPP 项目（松山区部分）	0.94
2017/4/7	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
2017/3/27	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
2017/2/24	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
2017-3-7	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	0.5
2017-3-1	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
	合计	106

来源：公司公告、国金证券研究所

入主北方园林，“生态环境+互联网”再落一子

城市化率持续提高，园林绿化得到重视

- 城市化率持续提高，园林绿化需求快速提升。1978-2016 年期间，城镇化率增加 39.45% 至 57.35%，距离发达国家平均 80% 城镇化仍有较大差距。城镇化发展中后期，居民对城市质量要求不断提升，市政园林、地产园林等领域将因此受益快速释放需求。
- 国务院 1992 年 5 月公布《城市绿化条例》，2011 年进行最新修订，相关部门持续推出规范园林绿化产业规范标准，住建部发布《城市绿地分类标准》、《国家园林城市申报与评审办法》、《国家园林城市标准》、《城市园林绿化企业资质标准》等一系列政策标准。地方政府持续完善园林绿化产业政策，提高绿化面积、环境质量，反映政府对园林绿化重视程度持续提高。

图表 11：园林绿化行业重点政策

序号	政策名称	发布机构	发布时间	重点内容
1	中共中央办公厅 国务院办公厅印发《建立国家公园体制总体方案》	环保部	2017-09-27	建统一规范高效的中国特色国家公园体制，建立分类科学、保护有力的自然保护地体系。
2	住房城乡建设部通知要求保持彰显特色小镇特色	住建部	2017-07-11	保持彰显特色小镇特色，不盲目拆老街区、不盲目盖高楼、不盲目搬袭外来文化。
3	关于征求产品行业标准《城市绿化与园林绿地用植物材料木本苗（征求意见稿）》意见的函	住建部	2017-04-25	修改了的基本条件；增加、删除了乔木、灌木、藤木、竹类的部分产品；修改了检验方法、检验规则；修改了对包装、标签、运输假植的规定。

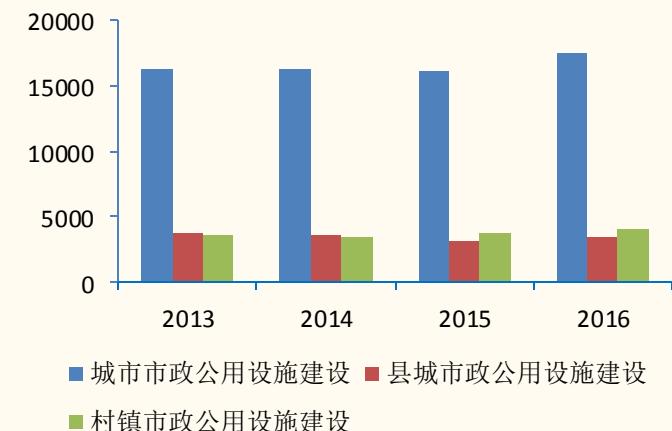
序号	政策名称	发布机构	发布时间	重点内容
4	关于做好取消城市园林绿化企业资质核准行政许可事项相关工作的通知	住建部	2017-04-13	各级住房城乡建设（园林绿化）主管部门不再受理城市园林绿化企业资质核准的相关申请。
5	关于征求行业标准《园林绿化养护标准（征求意见稿）》意见的函	住建部	2017-03-29	本标准的主要技术内容是：术语、基本规定、绿地养护管理分级及质量要求、植物养护；、绿地管理。
6	住建部《国家生态园林城市、园林城市、园林县城及园林城镇拟命名名单》公示	住建部	2015-12-21	住建部拟命名江苏省徐州市等7个城市为国家生态园林城市、河北省沧州市等46个城市为国家园林城市、河北省高邑县等78个县城为国家园林县城、山西省巴公镇等11个镇为国家园林城镇。
7	关于印发《国家园林城市申报与评审办法》、《国家园林城市标准》的通知	住建部	2010-08-09	明确国家园林城市申报制以及申报条件；确定综合管理、绿地建设等类型园林标准。
8	关于修订《城市园林绿化企业资质标准》的通知	住建部	2009-10-09	园林绿化企业一、二、三级资质标准以及规定经营范围。
9	《城市绿地分类标准》	住建部	2002-06-03	城市绿地分类以及城市绿地的计算原则与方法。
10	《城市绿化条例》	国务院	1992-05-20	城市规划区内种植和养护树木花草等城市绿化的规划、建设。

来源：住建部、国金证券研究所

园林绿化需求稳定

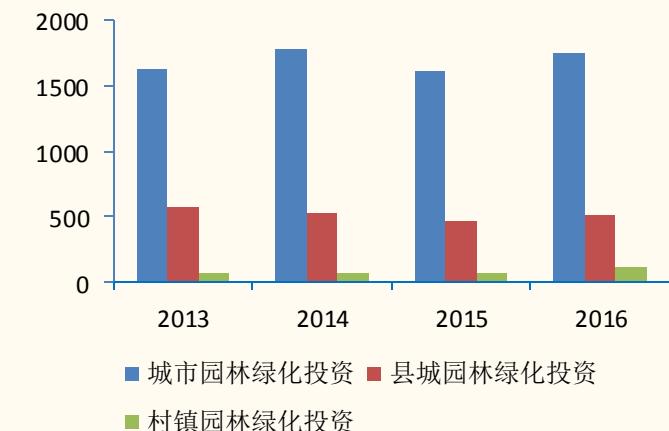
- 2017年8月22日住建部发布《2016年城乡建设统计公报》，2013-2016年市政公用设施投资保持在超1.6万亿规模，2016年实现1.75万亿元，同比增加7.75%；城市园林绿化年投资规模持续超过1600亿，2016年城市园林绿化投资同比增加8%。

图表 12: 2013-2016 市政公用设施投资（亿元）



来源：环保部、国金证券研究所

图表 13: 2013 至 2016 年园林绿化投资（亿元）



来源：环保部、国金证券研究所

- 我国风景园林行业企业数量总计超16,000家，其中园林设计类企业1,200余家。截至2016年12月31日，我国具有城市园林绿化一级资质的企业共有1351家，浙江、北京等地区合计共有628家，占比接近50%。住建部规定，城市园林绿化二级以上资质企业均可承接合同金额在1200万元以下的项目；一级资质企业可承接合同金额在1,200万元以上的项目。随着行业发展，一级资质企业将凭借资金、资质等方面优势进一步提高市场份额，实现行业整合。

图表 14: 2016 年具备一级园林资质企业 1351 家

园林资质类型	工程项目规模	企业数量	分别区域
一级资质	>1200	1351	浙江、江苏、广东、北京等地区 合计共有628家，占比接近50%

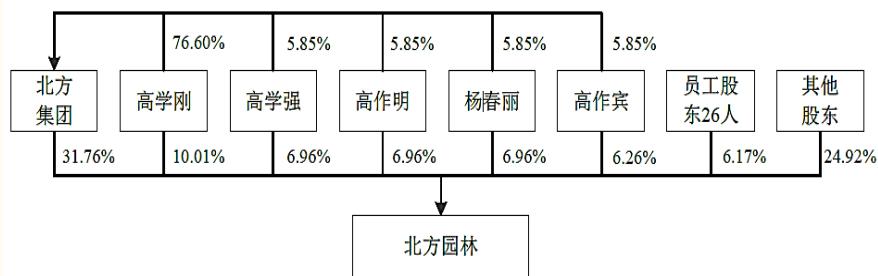
园林资质类型	工程项目规模	企业数量	分别区域
二级资质	<1200	-	-

来源：中国产业信息网、国金证券研究所

北方园林营收连续三年增长，现有专利 85 项

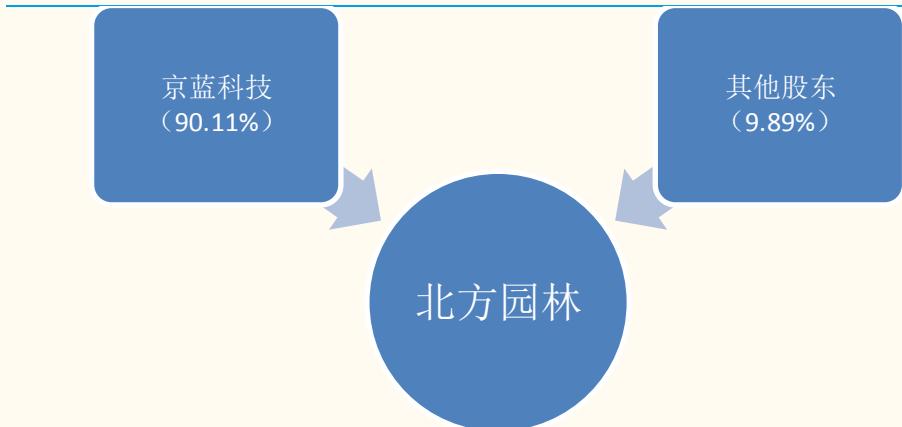
- 9月，京蓝科技以7.21亿元购买北方集团、高学刚等55名北方园林股东所持90.11%股权，其中73.43%发行股份支付，以13.49元/股发行3924万股，26.57%现金支付。同时定增募集配套资金5.1亿元，发行股票数量4012万股，发行价格12.7元/股。9月15日，公司北方园林90.11%股权过户事宜完成工商变更登记。

图表 15：资产重组前北方园林股权结构



来源：公司公告、国金证券研究所

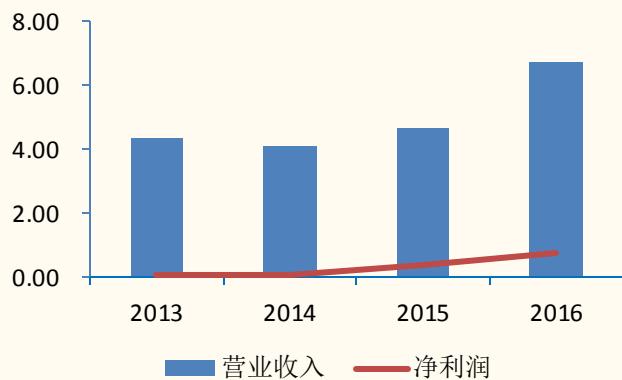
图表 16：京蓝科技收购后北方园林股权结构



来源：公司公告、国金证券研究所

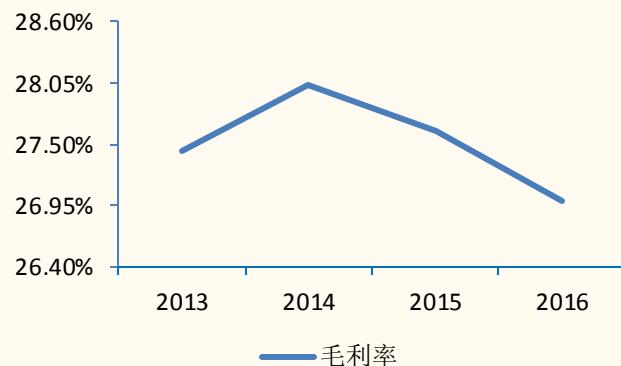
- 北方园林主营业务包括园林绿化工程、土木工程等。2013-2016年北方园林营业收入保持增长，净利润稳步上升，2016年营收/净利润同比增长45%/113%。在持续扩张业务规模的基础上，2013-2016年北方园林毛利率保持在较高水平，分别为27.43%/28.03%/27.62%/26.98%。

图表 17: 2013-2016 年北方园林营收与净利润 (亿元)



来源：公司公告、国金证券研究所

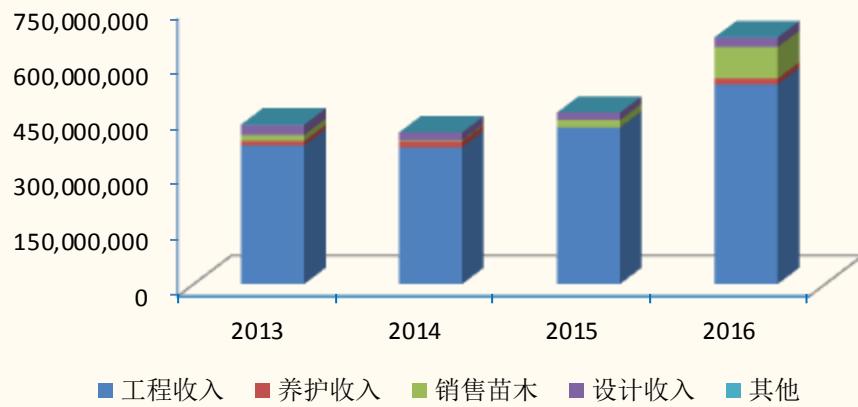
图表 18: 2013-2016 年北方园林毛利率 (%)



来源：公司公告、国金证券研究所

- 北方园林业务结构稳定，收入构成主要包括工程收入、养护收入、销售苗木、设计收入。其中工程收入比重最大，2013-2016 年分别占比 86.84%/90.18%/91.27%/80.86%；销售苗木收入比重逐渐扩大，2016 年实现突破贡献收入 0.85 亿元，同比增长 328.71%。

图表 19: 2013-2016 年北方园林收入构成 (元)



来源：公司公告、国金证券研究所

- 截至 2016 年北方园林现有专利 85 项，其中发明专利 9 项。公司是天津 15 家具有风景园林工程设计专项资质的企业之一，城市园林绿化一级企业，市场主要布局以天津为中心，向辽宁、河北、山东、新疆扩张。北方园林 2014 年于新三板上市，2015 年收到高新技术企业证书，享受 15% 优惠企业所得税率。北方园林具备领先技术、专项资质，行业内认可度高，发展潜力巨大。

图表 20：北方园林重点技术

序号	技术名称	主要特点
1	滨海盐碱土改良技术	以“排-改-洗-种-管”为主滨海盐碱土原位改良和绿化建植技术，有效改善土壤粘重理化性状、促进脱盐并抑制土壤次生碱化，提高苗木成活率，降低绿化成本。
2	水污染修复技术	集成人工湿地技术、景观浮岛修复技术、生态廊道净水技术、一体化水处理等技术，可针对于农村生活污水、小城镇生活污水、河道污染水体、景观水体等污染水体进行修复。
3	大树移栽技术	大树全冠移植方面形成独特的树木栽植技术移植成活率高、成本低等特点。
4	城市污泥好氧发酵技术	高效可行的污泥资源化利用技术，以农作物秸秆为发酵调剂剂，利用好氧发酵技术将城市污泥腐熟制成园林绿化营养土。

来源：公司官网、国金证券研究所

2017 年新订单超 13 亿，北方园林稳定增长

- 2016 年，公司陆续中标瓯江口新区起步市政工程 PPP 项目、如意园综合体 PPP 项目、嘉祥县水系综合整治工程前进河北段治理工程 PPP 项目等。嘉祥水系项目确认收入 1.89 亿元，呼图壁河道治理项目确认收入 4,273 万元，PPP 项目订单充足推动业绩增长。
- 6 月 5 日，京蓝沐禾与北方园林联合体中标邹城市湖水东调灌区高效节水灌溉 PPP 项目，项目投资 1.91 亿元，建设内容包括灌溉工程、排水工程、信息自动化管理等。
- 根据不完全统计，2016 年新订单 15 亿元，同比增长 39.15%，2017 年新订单 13 亿元，预计实现稳定增长。截至 2017 年 2 月底，北方园林已签署合同在 2017 年预计可确认收入约为 3.98 亿元，有意向的跟踪项目在 2017 年预计可确认收入约为 4.13 亿元，合计预计 2017 年可确认收入约为 8.11 亿元，可覆盖预测的北方园林 2017 年营业收入。
- 北方园林承诺 2016 至 2019 四个年度扣非归母净利润不低于 4.23 亿元，2017 至 2019 三个年度累计经营性现金流不低于 1.74 亿元。园林绿化行业为资金驱动型行业，加入京蓝科技旗下后融资能力大幅加强，有利于北方园林开拓业务、快速提高市场份额。

图表 21：2015-2017 北方园林重大订单

时间	订单内容	金额（亿元）
2017-10-10	潍坊高新区政府与社会资本合作（PPP）第四期项目 (北方市政牵头，北方园林工程)	9.98
2017-5-25	中湖大道旅游开发项目（EPC）	2.59
2016-8-25	赤峰商贸物流城近期基础设施建设 PPP 项目（第三包）	2.42
2016-8-25	赤峰商贸物流城近期基础设施建设 PPP 项目（第一包）	2.87
2016-2-19	瓯江口新区起步区市政工程第 22 施工合同段 PPP 项目	6.45
2016-3-22	如意园综合体项目	9.23
2015-12-8	石家庄桥下空间景观提升工程	0.8
2015-10-27	天津市植物园建设战略合作框架协议	
	合计	34.9

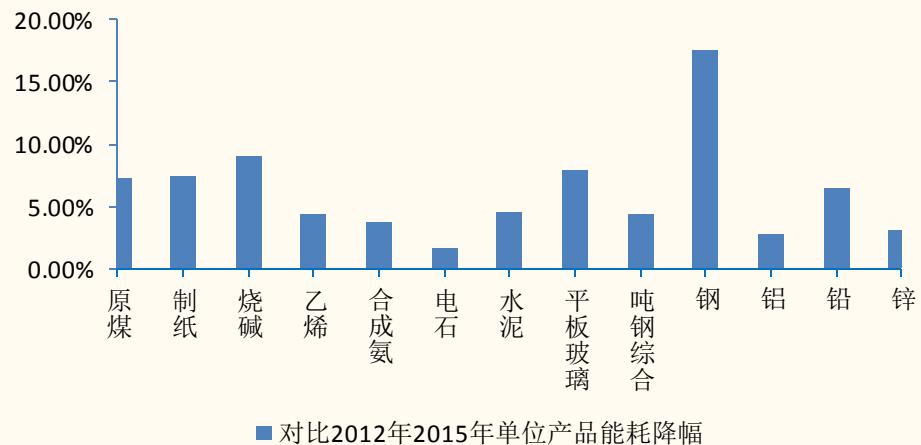
来源：公司公告、国金证券研究所

十三五节能产值目标 3 万亿，京蓝能科打开工业节能市场

“能源革命”效果显著，节能政策继续出台

- 2012 年十八大提出了“能源革命”的战略思想，结合我国能源以化石能源为主，电力以煤电为主的特点。随着国家政策方案出台，煤电超低排放和节能改造提速，预计节能环保产业产值将呈现逐年增加的态势。
- 2013 年至 2015 年，全国单位 GDP 能耗分别比上年降低 3.7%、4.8% 和 5.6%，累计降低 13.5%。2015 年多数工业产品的单位产品能耗比 2012 年明显下降。在统计的重点用能工业企业的 39 项单位产品综合能耗指标中，85% 的指标比 2012 年下降。

图表 22：2015 年多数工业产品的单位产品能耗比 2012 年明显下降



来源：中国水泥网、国金证券研究所

- 2017 年 8 月 19 日，工信部发布《工业节能与绿色标准化行动计划（2017-2019 年）》，强调加强工业节能与绿色标准修订、强化工业节能与绿色标准实施。7 月 28 日，能源局发布《生物质发电“十三五”规划布局方案》、《关于可再生能源发展“十三五”规划实施指导意见》，提出到 2020 年我国计划生物质发电装机量 1500 万千瓦总目标。能源局 8 月发布《关于减轻可再生能源领域涉企税费负担的通知》、工信部 9 月发布《乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法》、发改委 9 月底发布《关于北方地区清洁供暖价格政策的意见》。节能政策 17 年密集出台，推动节能行业进入高速增长期。
- 2016 年 11 月 29 日，国务院发布《国务院关于印发“十三五”国家战略性新兴产业发展规划的通知》，提出到 2020 年，高效节能产业产值规模力争达到 3 万亿元。《规划》指出要大力发展高效节能产业，内容包括提升高效节能装备技术及应用水平，推进节能技术系统集成及示范应用，扩大节能服务产业布局。

图表 23：2017 年节能行业重点政策

序号	文件名	发文单位	时间	文件关键点
1	《工业节能与绿色标准化行动计划（2017-2019 年）》	工信部	2017-05-19	加强工业节能与绿色标准制修订、强化工业节能与绿色标准实施、提升工业节能与绿色标准基础能力。
2	《关于可再生能源发展“十三五”规划实施指导意见》	能源局	2017-07-28	到 2020 年我国计划生物质发电装机量 1500 万千瓦，重点推动生物质成型燃料在商业设施与居民采暖中的应用。
3	《生物质发电“十三五”规划布局方案》	能源局	2017-07-28	2020 年，我国 31 个省（区、市）符合国家可再生能源基金支持政策的生物质发电规模总计将达 2334 万千瓦，比“十三五”规划目标增长 55.6%。
4	《乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法》	工信部	2017-09-27	规定了乘用车企业平均燃料消耗量、乘用车企业新能源汽车积分核算，自 2018 年 4 月 1 日起施行。
5	《关于北方地区清洁供暖价格政策的意见》	发改委	2017-09-25	建立有利于清洁供暖价格机制，综合运用完善峰谷价格、阶梯价格，扩大市场化交易等价格支持政策，促进北方地区加快实现清洁供暖。

序号	文件名	发文单位	时间	文件关键点
6	《节能节水专用设备企业所得税优惠目录(2017年版)》	财政部等五部	2017-09-06	企业购置节能节水设备，若符合税收优惠政策规定条件，按规定向税务部门履行企业所得税优惠备案手续后直接享受税收优惠。
7	《关于减轻可再生能源领域涉企税费负担的通知》	能源局	2017-08-31	为切实减轻可再生能源企业增值税税负，对纳税人销售自产的利用太阳能生产的电力产品，实行增值税即征即退50%的政策，从2018年12月31日延长到2020年12月31日。
8	《关于支持山西省进一步深化改革促进资源型经济转型发展的意见》	国务院	2017-09-11	推进供给侧结构性改革，深入实施创新驱动发展战略，推动能源供给、消费、技术、体制革命和国际合作，促进产业转型升级，扩大对内对外开放，实现山西资源型经济转型实质性突破。

来源：公开资料、国金证券研究所

工业节能领域是节能行业重点

- 目前，我国工业用能占全国能源消费总量70%，中央财政安排专项资金推广节能产品，节能产品类型在工业领域新增风机、水泵、压缩机、变压器等产品节能减排已成为我国工业发展的方向。
- 根据发改委能源研究所测算，按类型节能技术/行业划分，整体来看单位节能投资为3449元/tce，有色金属行业单位节能投资额最高，其次为石化和化工、水泥、钢铁行业，分别为5426/5080/4313/4097元/tce，均超过4000元/tce。

图表 24：不同类型节能技术/行业的单位节能投资比较(元/tce)

	加权平均	工艺节能	余热回收	通用节能	系统节能	信息化节能	其他
加权平均	3449	4948	4569	3754	5963	2608	2358
钢铁行业	4097	4518	5679	3984		2517	655
水泥行业	4313	5056	3309		3244	3322	
石化化工	5080	5669	2941	3807		2588	5870
有色金属	5426	6308	5413	4334	9563	3550	
电力行业	3193	3943	5465	3679		2317	2405
通用领域	3193	-	-	-	-	-	-

来源：发改委能源研究所、中国水泥网、国金证券研究所

- 按单项技术类型划分，工艺节能技术改造潜力最大，其次为信息化节能、余热回收节能技术，占比分别为18.15%/7.12%/6.13%。按行业类型划分，电力行业产能节能技术改造潜力最大，其次为电机系统、工业锅炉、钢铁行业，占比分别为23.46%/20.2%/15.9%/8.38%。

图表 25：按技术类型划分产能节能技术改造潜力

技术类型	节能潜力(万 tec)	比例(%)
工艺节能	4194	18.15
余热回收	1416	6.13
通用节能	766	3.32
系统节能	215	0.93
信息化节能	1645	7.12
其他	3442	14.9
通用领域	11428	49.46
总计	23106	100

来源：发改委能源研究所、中国水泥网、国金证券研究所

图表 26：按行业类型划分产能节能技术改造潜力

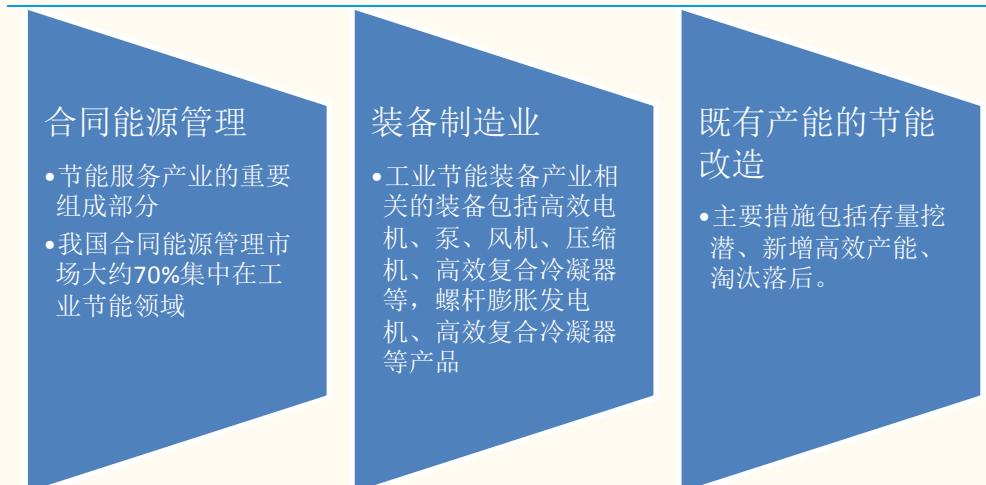
行业	节能潜力(万 tec)
钢铁行业	2111
水泥行业	1236
电力行业	5906
有色金属行业	685
石化行业	1840
通用行业	13428
合计	25179

来源：发改委能源研究所、中国水泥网、国金证券研究所

- 工业节能主要领域主要包括：合同能源管理，目前我国合同能源管理市场

大约 70%集中在工业节能领域；节能装备制造，高效电机、泵、风机、压缩机、高效复合冷凝器等产品近年来的市场需求形势向好；既有产能的节能改造，一直是我国工业节能工作的重点。

图表 27：工业节能主要领域

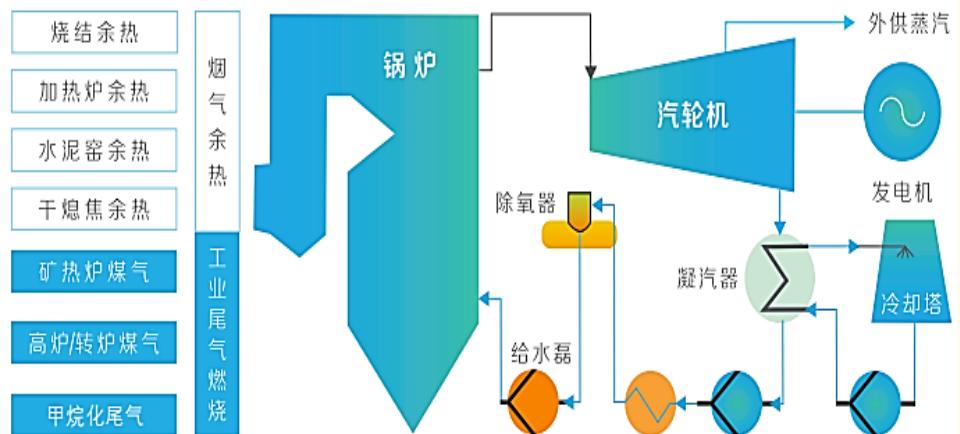


来源：中国工业节能网、国金证券研究所

设立京蓝能科，掌握七项工业节能解决方案

- 京蓝科技 2015 年 4 月 28 日公告通过全资子公司京蓝有道出资设立京蓝能科，持有该公司 51%的股份，致力于成为工业节能综合服务提供商，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。
- 京蓝能科掌握七项工业节能解决方案，包括工业企业烟气余热回收、工业尾气热电联产、焦化企业转型升级等，成功借助解决方案揽获河南省鹤壁市化工残液资源综合利用等项目订单。
- 公司余热回收方案主要是分析目标企业全厂余热资源，制定余热回收方案，提升能源使用效率，降低生产运营能耗，提升效益，实现“节能降本”、“提质增效”的目标。热电联产方案主要是分析目标客户全厂能源平衡，建立能源管控平台，引入高温超高压再热锅炉和汽轮发电机组，能够提高现有机组综合发电效率 42%。2016 年，京蓝能科与林州凤宝管业有限公司协议打造精品工程，建成环形加热炉烟气余热发电项目。

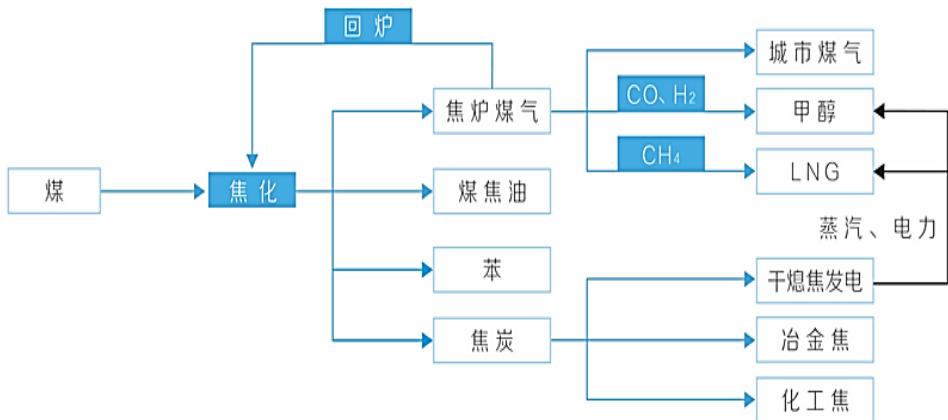
图表 28：工业企业烟气余热回收及工业尾气热电联产方案



来源：公司官网、国金证券研究所

- 焦化企业转型升级解决方案主要是延长焦化企业产业链，提升产品附加值，实现焦化企业由“焦”到“化”的转型升级。

图表 29：焦化企业转型升级方案



来源：公司官网、国金证券研究所

- 化工残废液综合处理方案，主要是综合考察目标客户所在产业聚集区、周边原料供应和资源配置，针对不同种类原料采用精馏或膜分离处理工艺，提高化工产品回收率。

图表 30：化工残废液综合处理方案



来源：公司官网、国金证券研究所

节能板块新增订单逾 12 亿，成功打开工业节能市场

- 2017 年 7 月 5 日，京蓝能科签署了《枣庄振兴能源有限公司 20 万吨/年煤焦油馏分轻质化工程项目采购、施工承包合同》，合同总价款 5 亿元。该项目合同是京蓝能科自《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》、《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》、古县利达焦化有限公司 90t/h 干熄焦项目后在工业节能领域的又一进步。
- 根据不完全统计，2017 年确认订单 12.46 亿元，同比增长 326.71%，预计 17 年累计订单额同比增长超过 350%。京蓝能科在手订单约 15 亿，公司抓住工业节能发展机遇，成功打开工业节能市场。

图表 31：京蓝能科新增订单逾 12 亿

时间	订单内容	金额（亿元）
2017-07-05	《枣庄振兴能源有限公司 20 万吨/年煤焦油馏分轻质化工程项目采购、施工承包合同》	5
2017-06-30	《日照中泓石化有限公司 100 万吨/年连续重整联合装置工程项目合作框架协议》	

时间	订单内容	金额 (亿元)
2017-04-08	《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
2017-03-10	《沁阳永润科技收展有限公司 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
2016-08-25	《节能技改项目整体合作协议》	
2016-07-23	《古县利达焦化有限公司 90t/h 干熄焦项目建设合同》	2.34
2016-01-27	与林州凤宝管业有限公司签署合同	0.35
2016-01-19	与河南蓝天鹤化工科技有限公司签署合同	0.23
2016-01-14	焦作力合节能装备《投资合作框架协议书》	
	合计	15.38

来源：公司公告、国金证券研究所

生态云提供大数据支持，促进智慧生态板块间融合

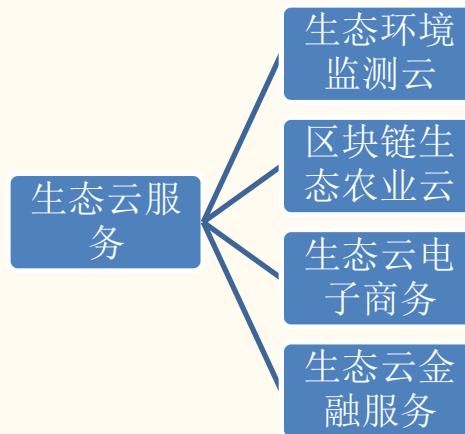
- 为充分发挥“生态环境+互联网”一体化商业模式的优势，2016 年公司对生态云服务业务进行了重点布局，根据实际业务情况，将生态云服务拆分为生态环境监测云、区块链生态农业云、生态云电子商务和生态云金融服务四大板块。利用云计算和大数据技术，提供基于互联网、云端、托管型的产业提质升级、转型服务，保证智慧生态和互联网有效结合，最大化的发挥与公司其他业务板块的协同效应。

图表 32：清洁能源综合服务打造大数据平台



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 33：生态云服务业务布局



来源：公司公告、国金证券研究所

- 2016 年公司以现金方式对京蓝云智进行增资，增资完成后，京蓝云智注册资本变更为 5,000 万元人民币，全资设立固安京蓝云，主要经营计算机技术服务、技术咨询、数据处理与存储服务等业务。在生态环境产业链“生态云”领域，京蓝云智与固安京蓝云将承接智慧生态运营服务板块业务。
- 京蓝科技通过高效资本运作完成战略全面升级，形成了“智慧生态运营服务、清洁能源综合服务、生态云服务、企业级创新孵化器、产业投资”五位一体的大产业发展布局，实现“生态环境+互联网”一体化的商业模式。

图表 34：2016-2017H1 智慧云项目投资企业

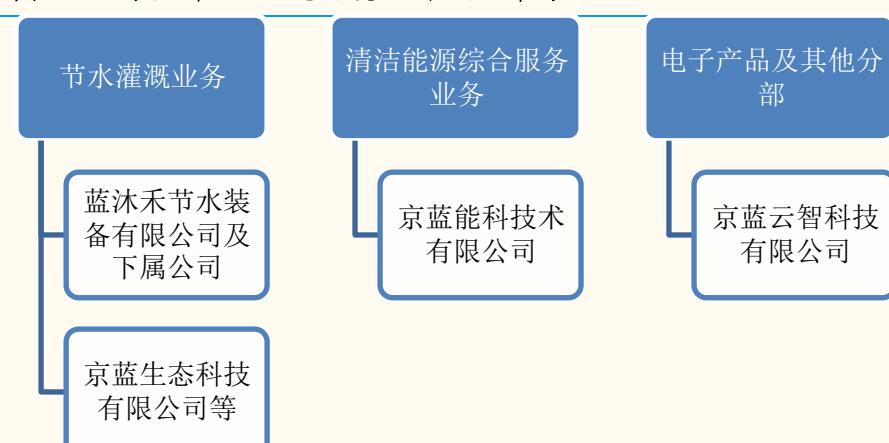
被投公司名称	主要业务	投资方式	投资金额
京蓝沐禾	灌溉、农村饮水；喷灌设备和微滴灌设备；生态环境治理工程；水利、电力、农业项目投资等。	收购	发行股份 6977 万股，并支付现金 4.73 亿元
北方园林	园林绿化工程、土木工程、苗木的培育、栽植和销售、绿化养管及技术咨询	收购	7.2 亿元
京蓝泰瑞生态环境治理有限公司	智慧高效节水灌溉、生态修复等	新设	2750 万元

被投公司名称	主要业务	投资方式	投资金额
京蓝云智科技有限公司	技术推广	增资	1570.4 万元
固安京蓝云科技有限公司	计算机技术服务、技术咨询	新设	100 万元
合计	-	-	-

来源：公司公告、国金证券研究所

- 公司通过重组并购，不断完善智慧生态产业链，通过资源整合，发挥协同效应，增强公司盈利能力。节水云平台开发项目预算约 1 亿元，于 2016 年 6 月启动开发，研发周期 2 年，截至 2017 年 6 月 30 日完成预算的 6.60%，2017 年下半年-2018 年将进入快速实施阶段。
- 2016 年，京蓝科技新增纳入合并范围内的新设子公司共计 10 家，包括京蓝生态科技有限公司、固安京蓝云科技有限公司等。在五位一体战略指导下，多板块业务齐头并进。

图表 35：京蓝科技“生态环境+互联网”布局



来源：公司公告、国金证券研究所

盈利预测及投资建议

- 根据不完全统计，2016 年至 2017 年 9 月，新增订单 222 亿元（含框架），订单数量 61 个，其中京蓝沐禾/京蓝能科/京蓝生态/北方园林分别获得订单 72/15/106/28 亿元。
- 2017 年公司新增 20 个订单，合计 131 亿元（含框架），同比增长 44%，预计 17 年新增订单超 150 亿元，有力支撑公司业绩增长。

图表 36：2016-2017Q3 新订单超 220 亿元（含框架）

汇总板块	订单额	框架	不含框架	2017 订单	2016 订单	2017 订单（不含框架）	2016 订单（不含框架）
京蓝沐禾	99	23	76	49	23	41	8
京蓝能科	15	5	10	12	3	7	3
京蓝生态	106	37	69	57	49	20	49
北方园林	34	-	34	13	15	13	15
合计	254	65	190	131	91	81	76

来源：公司公告、国金证券研究所

图表 37：2017 年京蓝科技部分新增订单

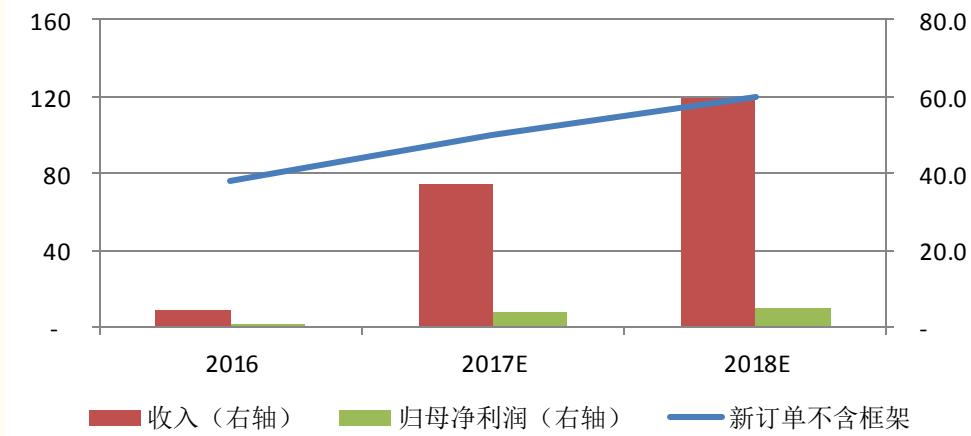
序号	订单项目名称	预计总投资额（亿元）	中标时间	中标公司
1	潍坊高新区政府与社会资本合作（PPP）第四期项目（北方市政牵头，北方园林工程）	9.98	2017-10-10	北方园林
2	巨鹿县现代农业“田田通”智慧节水灌溉 PPP 项目	17.15	2017-9-15	京蓝沐禾
3	2016 年呼伦贝尔农垦集团海拉尔农牧场管理局新建高标准基本农田土地整治政府与社会资本合作（PPP）项目	7.37	2017-8-18	京蓝沐禾

4	托克托县新营子镇合同营村3万亩高标准农田建设项目	0.88	2017-7-31	京蓝沐禾
5	枣庄振兴能源有限公司20万吨/年煤焦油馏分轻质化工程项目采购、施工承包合同	5	2017-7-5	京蓝能科
6	日照中泓石化有限公司100万吨/年连续重整联合装置工程项目合作框架协议		2017-6-30	京蓝能科
7	战略合作框架协议(柬埔寨50万亩滴灌)	7.5	2017-6-24	京蓝沐禾
8	沙坡头区高效节水灌溉及现代化灌区建设项目	20	2017-6-14	京蓝生态
9	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	2017-6-9	京蓝生态
10	邹城市湖水东调灌区高效节水灌溉PPP项目	1.9	2017-6-5	京蓝沐禾
11	中湖大道旅游开发项目(EPC)	2.59	2017-5-25	北方园林
12	凉城县卧佛山生态综合治理PPP项目	10.37	2017-5-8	京蓝沐禾
13	赤峰市中心城区周边农业节水灌溉PPP项目(松山区部分)	0.94	2017-4-17	京蓝沐禾
14	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	2017-4-7	京蓝能科
15	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	2017-4-7	京蓝沐禾
16	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	2017-3-27	京蓝生态
17	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	2017-3-10	京蓝能科
18	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	0.5	2017-3-7	京蓝沐禾
19	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	2017-3-1	京蓝沐禾
20	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	2017-2-24	京蓝生态
	合计	131	-	-

来源：公司公告、国金证券研究所

- 公司“生态环境+互联网”产业链成型，节水、节能、园林板块协同发力推动业绩转折，2017年新订单超131亿元，同比增长44%，保障公司业绩高速增长。

图表 38：订单持续放量推动营收业绩快速增长（亿元）



来源：公司公告、公开资料、国金证券研究所

- 根据测算，预计17/18/19年，公司归母净利润3.7、5.0、6.6亿元，EPS 0.56、0.69、0.90元，对应PE为25、20、15倍，给予“买入”评级。

风险提示

- 政策重大变化风险；订单落地进度风险；应收账款回收缓慢风险

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	69	72	461	3,763	5,003	6,663							
增长率	4.9%	539.2%	716.6%	32.9%	33.2%		货币资金	49	96	995	1,035	1,345	1,760
主营业务成本	-27	-31	-326	-2,656	-3,536	-4,716	应收账款	0	2	366	627	834	1,111
%销售收入	39.5%	42.8%	70.8%	70.6%	70.7%	70.8%	存货	1	1	1,040	1,897	2,526	3,369
毛利	42	41	134	1,107	1,467	1,947	其他流动资产	-4	191	110	497	677	919
%销售收入	60.5%	57.2%	29.2%	29.4%	29.3%	29.2%	流动资产	46	290	2,510	4,056	5,382	7,158
营业税金及附加	-8	-9	-4	-113	-150	-200	%总资产	3.8%	98.7%	62.9%	62.7%	67.9%	72.3%
%销售收入	12.1%	12.0%	1.0%	3.0%	3.0%	3.0%	长期投资	0	0	5	726	726	727
营业费用	-1	-2	-26	-151	-200	-267	固定资产	271	2	305	436	577	775
%销售收入	1.9%	2.9%	5.6%	4.0%	4.0%	4.0%	%总资产	22.4%	0.6%	7.7%	6.7%	7.3%	7.8%
管理费用	-44	-94	-63	-282	-325	-433	无形资产	422	0	1,112	1,107	1,102	1,097
%销售收入	64.1%	130.9%	13.6%	7.5%	6.5%	6.5%	非流动资产	1,161	4	1,471	2,404	2,540	2,734
息税前利润(EBIT)	-12	-64	41	561	791	1,048	%总资产	96.2%	1.3%	36.9%	37.2%	32.0%	27.6%
%销售收入	n.a	n.a	9.0%	14.9%	15.8%	15.7%	资产总计	1,206	293	3,987	6,467	7,929	9,899
财务费用	-49	-48	-3	1	-13	-43	短期借款	404	0	260	356	953	1,784
%销售收入	70.8%	67.0%	0.7%	0.0%	0.3%	0.6%	应付款项	81	4	637	1,435	1,746	2,164
资产减值损失	-10	-518	-8	-37	-70	-79	其他流动负债	67	4	110	26	26	26
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	流动负债	552	8	1,007	1,817	2,725	3,974
投资收益	0	645	0	0	0	0	长期贷款	359	0	56	56	56	56
%税前利润	0.0%	-11031%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	其他长期负债	-23	-4	-70	152	152	152
营业利润	-70	15	30	525	708	926	负债	888	4	994	2,025	2,934	4,182
营业利润率	n.a	21.4%	6.5%	14.0%	14.2%	13.9%	普通股股东权益	254	291	2,970	4,382	4,885	5,542
营业外收支	0	-21	0	0	0	0	少数股东权益	64	-2	23	60	110	175
税前利润	-70	-6	29	525	708	926	负债股东权益合计	1,206	293	3,987	6,467	7,929	9,899
利润率	n.a	n.a	6.4%	14.0%	14.2%	13.9%							
所得税	-4	-4	-11	-115	-156	-204							
所得税率	n.a	n.a	35.7%	22.0%	22.0%	22.0%							
净利润	-75	-10	19	410	553	722							
少数股东损益	-3	-48	7	37	50	65							
非现金支出	25	520	15	30	525	20							
非经营收益	49	-597	2	47	47	2							
营运资金变动	-7	85	-301	-857	-1,211	-865							
经营活动现金净流	-10	-50	-257	-334	-37	-57							
资本开支	-56	-27	-147	-178	-237	-316							
投资	-47	0	-518	-721	0	0							
其他	10	193	242	0	0	0							
投资活动现金净流	-93	166	-423	-899	-237	-316							
股权筹资	0	0	1,563	1,039	0	0							
债权筹资	175	-152	19	97	584	788							
其他	-52	89	-11	138	0	0							
筹资活动现金净流	123	-63	1,571	1,273	584	788							
现金净流量	20	54	890	40	310	415	资产管理能力						

来源：公司公告、WIND、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	13	18	23	31
增持	1	4	7	7	11
中性	0	0	1	3	4
减持	0	1	1	1	1
评分	1.50	1.39	1.44	1.47	1.47

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00=买入；1.01~2.0=增持；2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在-5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903
传真：021-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979
传真：010-66216793
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100053
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7GH