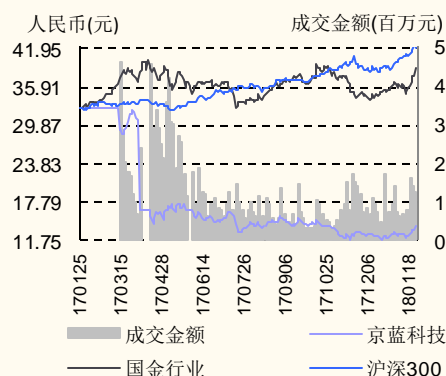


市场价格 (人民币): 14.01 元

优质成长标的, 低估值订单充足

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	337.45
总市值(百万元)	10,234.95
年内股价最高最低(元)	32.54/11.75
沪深 300 指数	4365.08
深证成指	11552.56



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	0.513	0.648	0.854
每股净资产(元)	1.798	9.194	6.472	6.137	6.378
每股经营性现金流(元)	-0.310	-0.791	-1.469	-1.304	-1.266
市盈率(倍)	60.081	381.569	27.381	21.675	16.456
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%	1881.46%	38.48%	31.71%
净资产收益率(%)	13.82%	0.74%	9.55%	11.07%	14.02%
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

- **节水、节能、园林板块协同发力业绩转折, 保障业绩高速增长。**2017 年新订单超 90 亿元 (不含框架), 约 17 年营收的 2.6 倍, 在手订单超 160 亿元 (不含框架), 非 PPP 占比约 50%。2016 年至 2018 年 1 月, 新增订单 224 亿元 (含框架), 订单数量 66 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 73/15/106/29 亿元。
- **高管连续增持信心充足, 提升安全边际。**近期公司财务总监/总经理/副总裁分别增持 500 万元/300 万元/125 万元, 增持价格均为约 12 元, 体现公司高管对于业绩增长的充足信心。
- **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/股定增募集配套资金 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。

投资建议

- **节水、节能、园林板块协同发力业绩转折, 订单充足非 PPP 比例高, 保障业绩高速增长。**根据测算, 预计 17/18/19 年, 公司归母净利润 3.4、4.7、6.2 亿元, EPS 0.51、0.65、0.85 元, 对应 PE 为 27、22、16 倍, 维持“买入”评级。

风险提示

- 节水灌溉政策落地进度风险; PPP 订单签约及落地进度风险; 部分工程项目应收账款回收延迟风险; 节能订单获取速度波动风险

相关报告

1. 《高管增持显信心, 解禁落地估值筑底-京蓝科技公司点评》, 2017.11.15
2. 《领先布局成效显著, “生态环境+互联网”产业链成型-京蓝科技公...》, 2017.11.2

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

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

2017年新订单(含框架)超133亿元,充足订单支撑成长

- 根据不完全统计,2016年至2018年1月,新增订单224亿元(含框架),订单数量66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73/15/106/29亿元。
- 2017年公司新增25个订单,合计133亿元(含框架),同比增长46%,有力支撑公司业绩增长。

图表1:2017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	丘北县普者黑高效节水灌溉政府和社会资本合作(PPP)项目	1.32	2017/12/7	京蓝沐禾
2	国家节水灌溉北京工程技术研究中心战略合作框架协议		2017/11/3	京蓝科技
3	新天科技股份有限公司智慧农业及智慧水利领域战略合作框架协议		2017/11/3	京蓝科技
4	北京三聚环保新材料股份有限公司打造绿色农业产业链战略合作框架协议		2017/11/3	京蓝科技
5	华明高新区道路综合整治项目绿化提升改造工程	0.83	2017/10/30	北方园林
6	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
7	巨鹿县现代农业“田间通”智慧节水灌溉PPP项目	17.15	2017/9/15	京蓝沐禾
8	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
9	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
10	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
11	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
12	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
13	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
14	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
15	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
16	中湖大道旅游开发项目(EPC)	2.59	2017/5/25	北方园林
17	凉城县卧佛山生态综合治理PPP项目	10.37	2017/5/8	京蓝沐禾
18	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
19	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
20	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
21	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
22	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
23	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
24	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
25	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	133	-	-

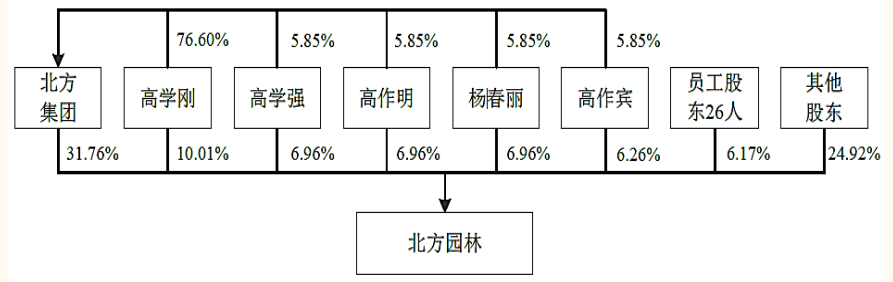
来源:公司公告、国金证券研究所

北方园林营收连续三年增长,业绩承诺合理可实现

- 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

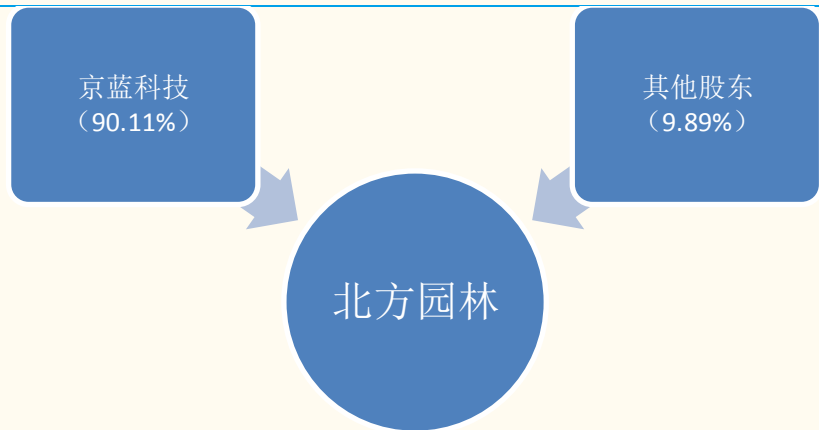
过户事宜完成工商变更登记。

图表 2：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

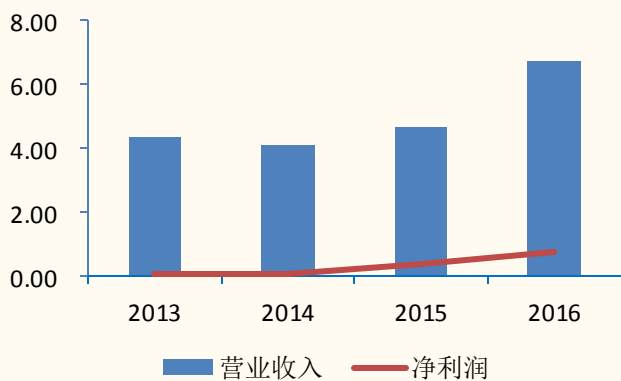
图表 3：京蓝科技收购后北方园林股权结构



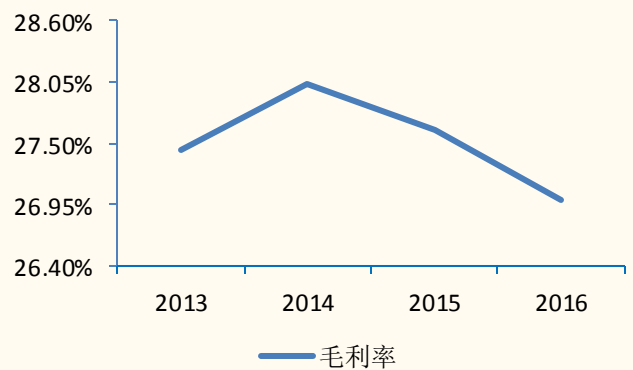
来源：公司公告、国金证券研究所

- 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 4：2013-2016 年北方园林营收与净利润（亿元）



图表 5：2013-2016 年北方园林毛利率 (%)

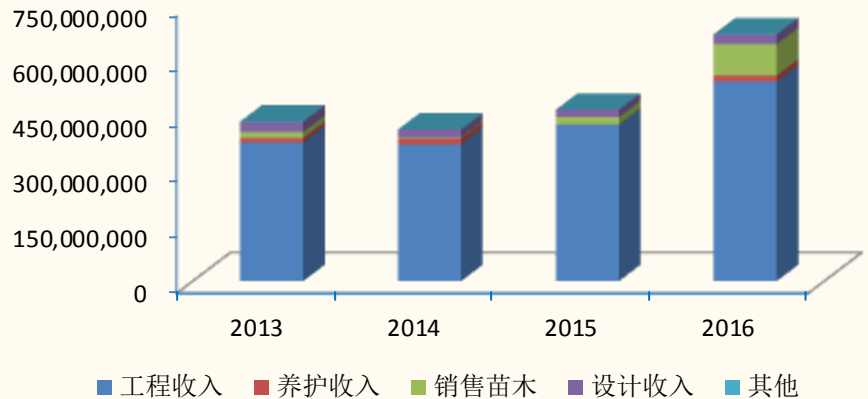


来源：公司公告、国金证券研究所

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 6: 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 7: 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理剂, 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

风险提示

- 节水灌溉政策提出“十三五”新增 1 亿亩高效节水灌溉面积, 后续落地进度存在低于预期的风险; 近 3 个月 PPP 订单量获取速度有所放缓, 节能订单的规模及获取速度存在波动, 项目签约和落地进度存在低于预期的风险; 部分项目需要垫资建设, 政府项目付款审批周期较长, 存在应收账款回收延迟的风险。

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	3,430	4,687	6,250	货币资金	49	96	995	799	420	462
增长率	8.8%	4.9%	539.2%	644.3%	36.7%	33.3%	应收款项	0	2	366	934	887	896
主营业务成本	-27	-31	-326	-2,514	-3,437	-4,585	存货	1	1	1,040	3,175	3,080	3,111
%销售收入	39.5%	42.8%	70.8%	73.3%	73.3%	73.4%	其他流动资产	18	195	211	1,162	1,109	1,120
毛利	42	41	134	916	1,250	1,665	流动资产	68	294	2,610	6,071	5,496	5,589
%销售收入	60.5%	57.2%	29.2%	26.7%	26.7%	26.6%	%总资产	5.5%	98.7%	63.9%	69.6%	67.1%	67.3%
营业税金及附加	-8	-9	-4	-17	-23	-31	长期投资	0	0	5	712	748	755
%销售收入	12.1%	12.0%	1.0%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	269	2	305	394	402	406
营业费用	-1	-2	-26	-75	-103	-137	%总资产	21.9%	0.6%	7.5%	4.5%	4.9%	4.9%
%销售收入	1.9%	2.9%	5.6%	2.2%	2.2%	2.2%	无形资产	370	0	45	95	97	98
管理费用	-44	-94	-63	-271	-370	-494	非流动资产	1,161	4	1,475	2,655	2,698	2,712
%销售收入	64.1%	130.9%	13.6%	7.9%	7.9%	7.9%	%总资产	94.5%	1.3%	36.1%	30.4%	32.9%	32.7%
息税前利润 (EBIT)	-12	-64	41	552	753	1,002	资产总计	1,230	298	4,086	8,725	8,194	8,301
%销售收入	n.a	n.a	9.0%	16.1%	16.1%	16.0%	短期借款	404	0	260	1,698	948	855
财务费用	-49	-48	-3	-64	-77	-112	应付款项	42	1	406	1,092	1,113	1,125
%销售收入	70.8%	67.0%	0.7%	1.9%	1.6%	1.8%	其他流动负债	107	7	341	1,081	1,103	1,114
资产减值损失	-10	-518	-8	-7	-9	-12	流动负债	552	8	1,007	3,871	3,164	3,093
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	359	0	56	301	301	301
投资收益	0	645	0	0	0	0	其他长期负债	0	0	28	241	246	248
%税前利润	0.0%	-11031%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	负债	911	8	1,092	4,412	3,710	3,642
营业利润	-70	15	30	482	667	879	普通股股东权益	254	291	2,970	4,192	4,361	4,536
营业利润率	n.a	21.4%	6.5%	14.0%	14.2%	14.1%	少数股东权益	64	-2	23	120	123	124
营业外收支	0	-21	0	0	0	0	负债股东权益合计	1,230	298	4,086	8,725	8,194	8,301
税前利润	-70	-6	29	482	667	879							
利润率	n.a	n.a	6.4%	14.0%	14.2%	14.1%	比率分析						
所得税	-4	-4	-11	-106	-147	-193		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税率	n.a	n.a	35.7%	22.0%	22.0%	22.0%	每股指标						
净利润	-75	-10	19	376	520	685	每股收益	-0.448	0.234	0.037	0.513	0.648	0.854
少数股东损益	-3	-48	7	34	47	62	每股净资产	1.978	1.798	9.194	6.472	6.137	6.378
归属于母公司的净利润	-72	38	12	342	474	624	每股经营现金净流	-0.060	-0.310	-0.791	-1.469	-1.304	-1.266
净利率	n.a	52.2%	2.6%	10.0%	10.1%	10.0%	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
							回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	-24.87%	13.82%	0.74%	9.55%	11.07%	14.02%
净利润	-75	-10	19	376	520	685	总资产收益率	-1.04%	-8.36%	1.89%	8.62%	8.90%	12.15%
少数股东损益	-3	-48	7	34	47	62	投入资本收益率	-5.23%	-158.45%	0.47%	9.38%	12.28%	15.82%
非现金支出	30	525	20	52	55	72	增长率						
非经营收益	49	-597	2	60	72	106	主营业务收入增长率	8.77%	4.86%	539.23%	644.30%	36.65%	33.35%
营运资金变动	-14	32	-302	-1,459	-1,633	-1,826	EBIT增长率	-319.91%	429.92%	-164.74%	1235.93%	36.29%	33.17%
经营活动现金净流	-10	-50	-257	-979	-953	-925	净利润增长率	153.31%	-86.59%	-289.53%	1881.46%	38.48%	31.71%
资本开支	-56	-27	-147	-167	-170	-172	总资产增长率	12.15%	-75.80%	1272.72%	113.56%	-6.09%	1.32%
投资	-47	0	-468	-844	-457	-74	资产管理能力						
其他	10	193	192	-76	-78	-78	应收账款周转天数	3.2	0.4	1.4	38.9	72.7	51.8
投资活动现金净流	-93	166	-423	-1,087	-705	-324	存货周转天数	12.6	14.1	1,162.5	461.0	327.1	247.7
股权募资	175	-152	19	1,323	1,349	1,363	应付账款周转天数	559.3	16.4	470.7	159.4	118.9	90.0
其他	-52	89	-11	-69	-71	-71	固定资产周转天数	1,428.4	8.9	241.7	41.9	31.3	23.7
筹资活动现金净流	123	-63	1,571	1,879	1,279	1,291	偿债能力						
现金净流量	20	54	890	-187	-379	42	净负债/股东权益	135.43%	10.68%	19.60%	39.37%	21.14%	18.34%
							EBIT利息保障倍数	-0.2	-1.3	13.5	8.6	9.8	9.0
							资产负债率	64.22%	74.11%	2.82%	26.73%	50.57%	45.28%

来源：公司年报、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
	0	2	3	14	34
	0	0	2	5	13
	0	1	1	1	4
	0	0	0	0	1
	0.00	1.67	1.67	1.35	1.46

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-11-02	买入	13.80	20.00~22.00
2	2017-11-15	买入	12.77	N/A

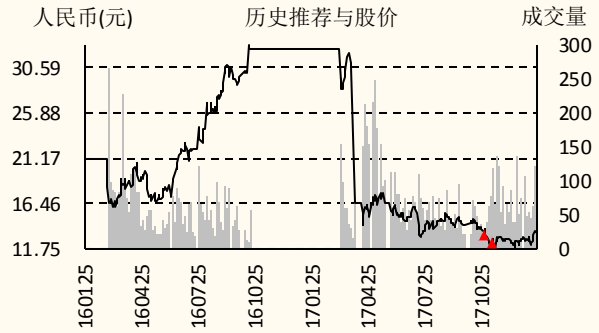
来源：国金证券研究所

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



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作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务专业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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者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