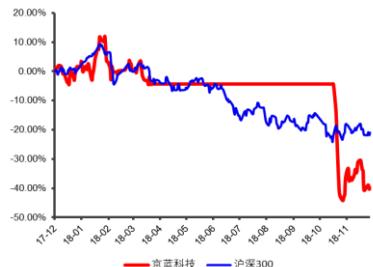


节灌

报告原因：深度报告

2018年12月02日

股价历史走势



市场数据：2018年11月30日

总股本（亿股）	8.77
流通股本（亿股）	4.06
收盘价（元）	6.30
流通市值（亿元）	25.59

基础数据：2018年09月30日

基本每股收益（元）	0.17
摊薄每股收益（元）	0.17
每股净资产（元）	5.01
净资产收益率	3.47%

分析师:张红兵

执业证书编号: S0760511010023

Tel: 010-83496356

Email: zhanghongbing@sxzq.com

研究助理:张婉殊

执业证书编号: S0760518110002

Tel: 010-83496305

Email: zhangwanshu@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

山西证券股份有限公司

<http://www.i618.com.cn>

京蓝科技 (000711.SZ)

维持评级

节灌龙头再落一子，生态布局日臻完善

增持

公司研究/深度研究

投资要点：

- **节水灌溉是大势所趋，龙头引领行业发展。**农业人口转移、土地流转加速、水权改革推进、严控化肥使用量四大因素决定节水灌溉是未来农业生产的重要实现方式。公司子公司京蓝沐禾为节水灌溉行业龙头，在营收规模、区域布局、商业模式三方面在行业内均具有领先优势。公司目前在手订单较为充足，框架协议不断转化，对未来的业绩增长能够形成较高的保障。公司拟对京蓝沐禾进行存续分立，有利于提高节灌板块的经营生产效率，为未来业绩稳定增长提供支撑。
- **环境修复领域制度走向健全，收购中科鼎实完善生态板块布局。**环境修复行业制度逐渐健全，随着土壤污染详查进展过半和《土法》的落地，行业逐渐临近需求有序释放的阶段。中科鼎实为环境修复行业龙头企业，技术背景强大且具有丰富的大型、复杂工程经验，在行业格局尚未成型、行业需求快速释放的时期，具有较强的竞争优势。上市公司现已取得中科鼎实 21% 股权，后续拟以发行股份、参与设立并购基金（中安和泓）等方式继续收购中科鼎实 73.89% 股权。后续进程完成后，预计中科鼎实将为上市公司带来每年约 1 亿的利润。
- **京蓝北方园林业务向生态治理领域拓展明显，期待其与中科鼎实形成良好协同。**北方园林 2018 年中标两项河道整治、水环境修复项目，其业务范围已明显向水环境治理领域延伸。中科鼎实和北方园林未来将成为公司生态园林板块的重要支柱。中科鼎实的土壤和地下水修复业务与北方园林的生态治理业务有望形成良好协同，对公司整个生态板块的发展形成有效的支撑。
- **其他业务板块对公司“生态环境+大数据、移动互联、云计算”战略形成重要支撑。**京蓝云智和固安京蓝云打造了京蓝物联网云平台，为公司智慧节水运营服务的实现起到重要的支撑作用；公司的企业级创新孵化器——京蓝有道创业为与公司主营业务相关的新技术创业团队、小微公司提供资金、资源和管理支持，助其迅速成长、成熟后纳入集团体系，对公司业务进行不断的补充与完善。以上辅助板块共同作用，实现“生态环境+大数据、移动互联、云计算”的战略构想。
- **盈利预测与估值：**预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.35/0.41/0.48 元。对应 2018 年 11 月 30 日收盘价 6.30 元，2018-2020PE 分别为 18.06\15.46\13.13，维持“增持”评级。
- **风险提示：**政策推进不及预期；项目进度不及预期；PPP 项目经营风险；重组进度不及预期；商誉减值风险；系统性风险

目录

1. “生态环境产业+互联网”布局渐完善	6
1.1 业务布局逐渐完善.....	6
1.2 股东资本运作经验丰富	9
2. 节灌业务整合顺利，为公司业绩成长支柱	11
2.1 节水灌溉是大势所趋.....	11
2.1.1 政策扶持下，节灌行业发展迅速.....	11
2.1.2 四大因素奠定节水灌溉光明前景	13
2.2 节灌龙头引领行业发展步伐.....	17
3. 生态：修复+园林完善生态布局	22
3.1 环境修复行业步入规范发展时期，中科鼎实竞争优势明显	22
3.1.1 制度走向健全，行业秩序逐渐规范	22
3.1.2 收购中科鼎实强势切入环境修复领域	26
3.2 传统园林向生态治理延伸，北方园林助力公司进入环境治理领域	31
3.2.1 环境治理需求旺盛，园林企业纷纷布局	31
3.2.2 京蓝北方园林助力公司进入环境治理领域	32
4. 其他业务板块：完善“互联网+”的战略布局	35
4.1 清洁能源服务：京蓝能科	35
4.2 物联网云平台：京蓝云智/固安京蓝云	36
4.3 创新孵化器：京蓝有道	37
6. 投资及估值建议	37
7. 风险提示	38

图表目录

图 1 公司发展历程	6
图 2：公司业务板块布局	7
图 3：公司 2017 年收入结构	7
图 4：公司营收情况	7
图 5：公司净利润情况	7
图 6：公司毛利率出现下降	8
图 7：公司财务费用率快速上升	8
图 8：公司 2017 年以来借款金额显著上升（亿元）	8
图 9：公司资产负债率显著上升	8
图 10 公司股权结构	9
图 11 公司主要股东简介	10
图 12 现存水资源问题	11
图 13 节水灌溉行业重要政策梳理	12
图 14：2012 年以后财政支持力度明显提高（单位：亿）	12
图 15：节灌行业规模增长（单位：千公顷）	12
图 16：乡村人口总数（单位：万人）	13
图 17：乡村人口占总人口比重（单位：%）	13
图 18 土地流转面积迅速增加	14
图 19 水权改革重要历程梳理	15
图 20 水肥一体化实施方案	17
图 21：主要节灌公司 2017 年收入（单位：亿元）	18

图 22: 主要节灌公司 2014-2016 年营收及其增速	18
图 23 环境修复领域重要制度出台历程	23
图 24: 土壤修复行业订单规模	23
图 25: 土壤修复市场企业数量	23
图 26 京蓝科技收购中科鼎实历程	26
图 27: 中科鼎实业务范围	27
图 28: 中科鼎实技术体系	27
图 29 2017 年以后，中科鼎实毛利率相对较高	28
图 30 北方主要园林业务范围	32
图 31: 北方园林营收情况	33
图 32: 北方园林归母净利润情况	33
图 33 北方园林部分重点工程	33
图 34 北方园林 2016 年以来公告订单数	34
表 1 主要节灌企业业务布局	18
表 2 京蓝沐禾六大商业模式	19
表 3 京蓝沐禾示范项目	20
表 4 京蓝沐禾 2017 年主要订单及框架协议	20
表 5 沐禾节水业绩承诺完成情况（单位：亿元）	21
表 6 主要上市环境修复公司订单情况	25
表 7 主要环境修复公司业绩情况（仅统计环境修复业务营收）	27
表 8 中科鼎实历史典型项目	29
表 9 中科鼎实在手订单（单位：万元）	30

表 10 中科鼎实业绩承诺	31
表 11 传统园林公司横向拓展业务.....	32
表 12 北方园林业绩承诺完成情况（单位：亿元）	35
表 13 京蓝能科近三年主要框架协议及订单（单位：亿元）	35
表 14 盈利预测分拆	38

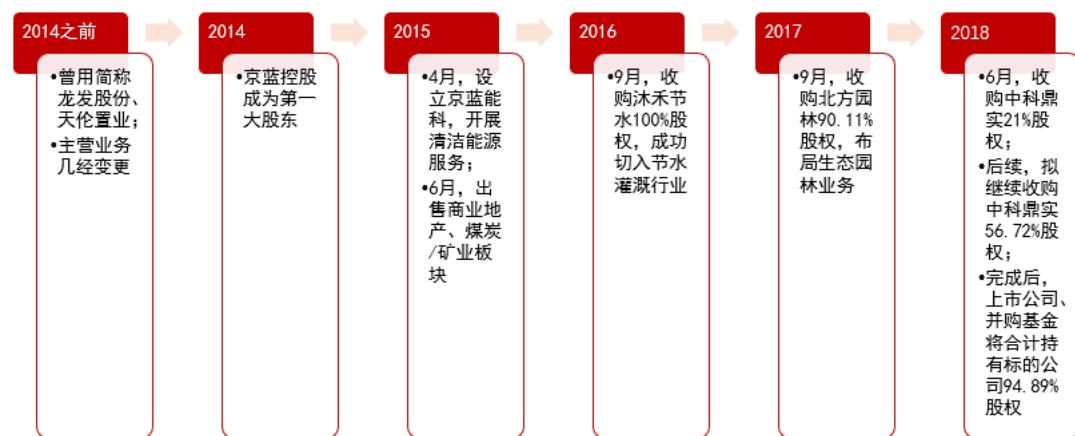
1. “生态环境产业+互联网”布局渐完善

1.1 业务布局逐渐完善

三起并购打造节水+生态业务布局

京蓝科技成立于 1993 年，1997 年上市，曾用名龙发股份、天伦置业，主业几经变更。2014 年 7 月，京蓝控股有限公司成为公司第一大股东。2015 年 4 月，公司通过全资子公司京蓝有道设立京蓝能科，开展清洁能源综合服务，开启了业务转型的第一步；6 月，公司启动重大资产重组，剥离商业地产、煤炭/矿业板块，重新打造公司产业结构。2016 年 9 月底，公司完成对京蓝沐禾 100% 股权的收购，切入节水灌溉板块，新的业务布局落下重要一子。2017 年 9 月，公司完成对北方园林 90.11% 股权的收购；2018 年 6 月，公司现金收购中科鼎实 21% 股权，后续仍将继续推进收购进程，直至取得 94.89% 的股权。随着对北方园林、中科鼎实的整合，公司生态环境业务板块逐步涵盖景观绿化、环境治理、环境修复等内容，生态板块架构日趋完善。

图 1 公司发展历程



资料来源：公司官网，山西证券研究所

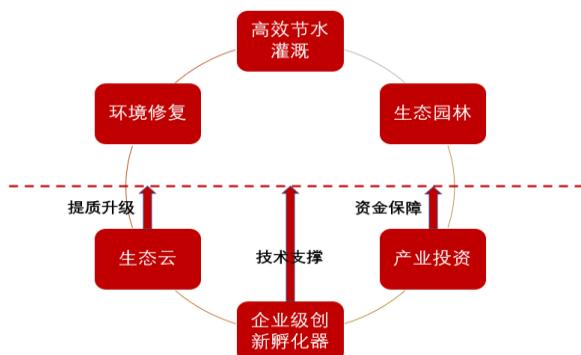
确立“生态环境产业+互联网”战略定位，生态板块不断完善

公司以“生态环境+大数据、移动互联、云计算”为业务战略定位，

打造了“京蓝生态水利、京蓝环境园林、京蓝土壤修复、京蓝清洁能源、京蓝物联网云科技、京蓝国际工程、京蓝技术研究院、京蓝企业级创新孵化器”为一体的多业务战略板块，致力于成为国际领先的生态环境领域解决方案供应商和投资运营商。

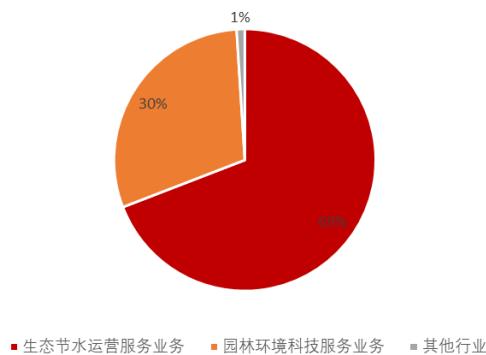
当前，公司主营业务以高效节水灌溉、生态园林为主，辅之以生态云、企业级创新孵化器和产业投资的支持。其中，高效节水灌溉业务是目前公司最主要的收入来源。随着公司收购中科鼎实进程的推进，环境修复将成为公司收入结构的重要组成部分，其与生态园林板块的收入总和将接近节水运营服务板块的收入规模。

图 2：公司业务板块布局



资料来源：公司公告、山西证券研究所

图 3：公司 2017 年收入结构



资料来源：公司公告、山西证券研究所

公司 2015 年以来进行多次重大资产重组，并表范围不断变化，导致近年收入、净利润波动较大。由于北方园林毛利率约为 25%-27%，低于公司原有节水灌溉和清洁能源的毛利率，2017 年 9 月并表后公司整体毛利率有所下降。2018 年以来公司短期借款和长期借款（主要来自于北方园林）的大幅增长导致利息支出出现大幅度增长，推高了财务费用水平，导致净利润增速低于营收增速。同时，所得税费用的增长也压低了净利润。

图 4：公司营收情况

图 5：公司净利润情况

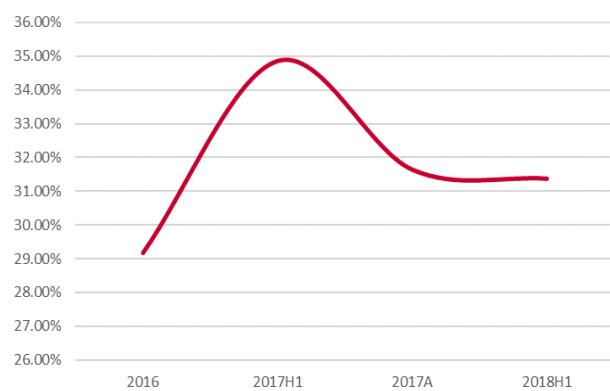


资料来源：公司公告、山西证券研究所



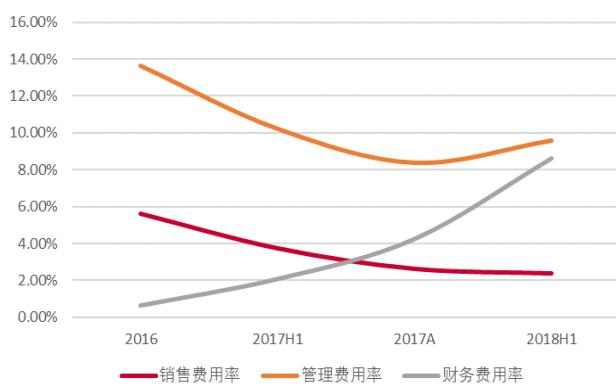
资料来源：公司公告、山西证券研究所

图 6：公司毛利率出现下降



资料来源：公司公告、山西证券研究所

图 7：公司财务费用率快速上升

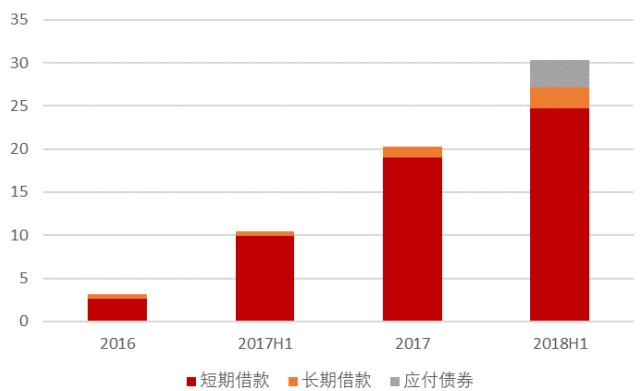


资料来源：公司公告、山西证券研究所

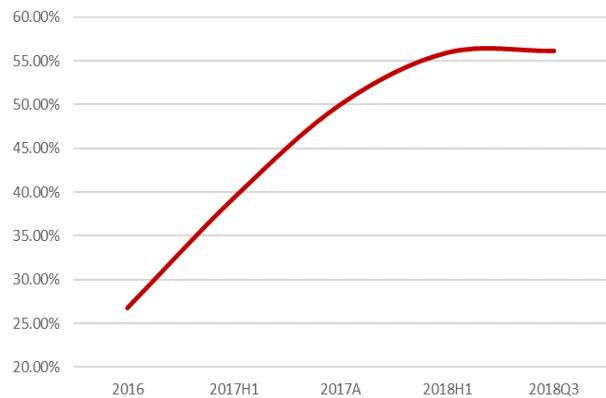
公司 2017 年以来短期借款、长期借款均有明显上升，其中短期借款上涨尤其明显，截止 2018 年中报已比 2016 年底增加 22.13 亿元。2018 年 6 月，公司发行“中信建投-京蓝沐禾 PPP 项目可持续发展资产支持专项计划”资产支持证券，增加应付债券 3.2 亿元。受此影响，2017 年以来，公司资产负债率快速上升，截止 2018 年第三季度，为 56.16%，较 2018 年中报上升 0.2pct，已经趋于稳定。

图 8：公司 2017 年以来借款金额显著上升（亿元）

图 9：公司资产负债率显著上升



资料来源：公司公告、山西证券研究所

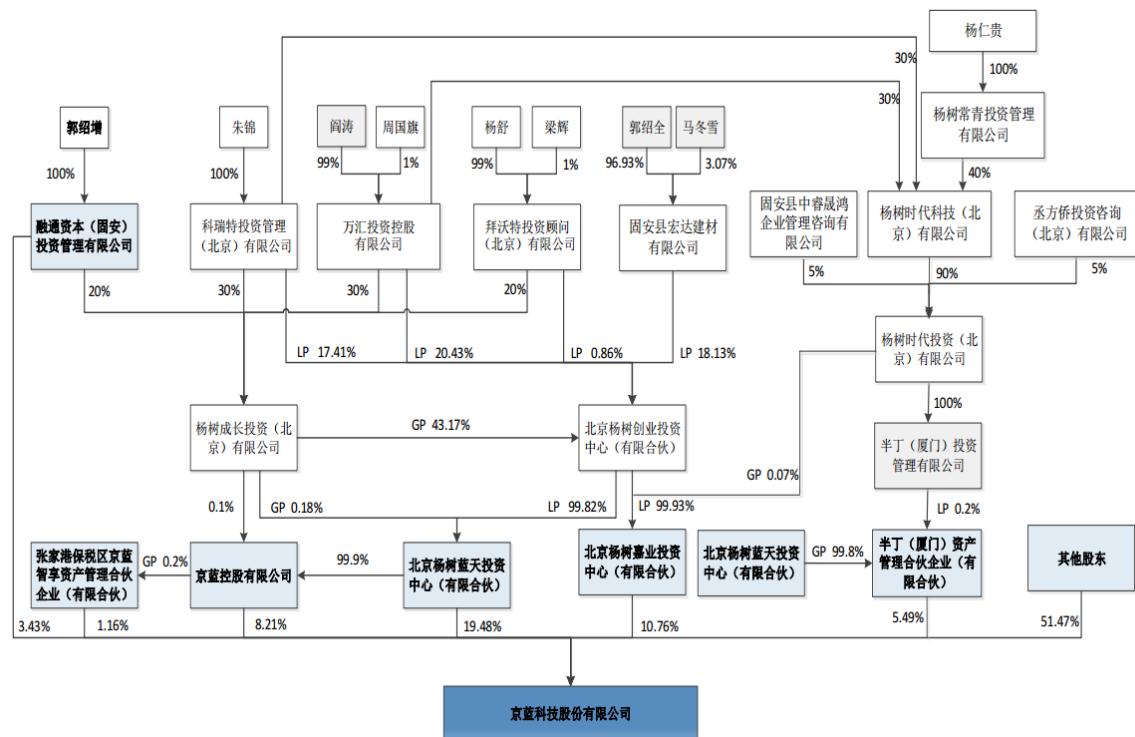


资料来源：公司公告、山西证券研究所

1.2 股东资本运作经验丰富

公司控股股东为杨树蓝天，持股比例为 19.48%，杨树蓝天、杨树嘉业、京蓝控股、融通资本互为一致行动人。公司实际控制人为郭绍增，通过杨树蓝天、杨树嘉业、京蓝控股、融通资本以及张家港保税区京蓝智享资产管理合伙企业间接实现对公司的控制。

图 10 公司股权结构



资料来源：公司公告，山西证券研究所

股东资本运作经验丰富，助力公司快速成长

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创始合伙人，具有丰富的金融投资、企业和战略咨询经验，曾经推动和运作了华夏幸福、长江润发、天泽信息等企业的快速成长或产业转型升级。

杨树资本的核心理念是做“顾问式增值投资人”，以产业为基础，资本为工具，提供全方位专业化的顾问式价值管理（MBV）投资模式，创造被投企业、投资人以及基金管理团队共赢的可持续发展基金。杨树资本为企业提供从战略顾问（C）、企业整合（I）、并购重组（B）、股权融资（F）等四个大方面的全方位顾问式服务。

图 11 公司主要股东简介

郭绍增（京蓝科技实际控制人）

- 华夏幸福基业控股集团副董事长、华夏幸福基业投资控股有限公司董事长，上市公司华夏幸福的第二大股东，在河北具有丰富的产业资源，对京蓝科技节水灌溉、生态修复业务的发展具有支撑作用。

杨仁贵（京蓝科技董事长、董事）

- 新天科技董事，对推进新天科技与京蓝科技战略合作与业务协同具有积极影响。

闫涛（京蓝科技董事）

- 万汇投资控股集团董事长，二十余年企业经营与投资经验，擅长通过并购增加公司价值

资料来源：公司公告，杨树资本官网，山西证券研究所

公司有望借助股东在河北地区丰富的产业资源及上市公司之间的业务协同实现快速发展。

2. 节灌业务整合顺利，为公司业绩成长支柱

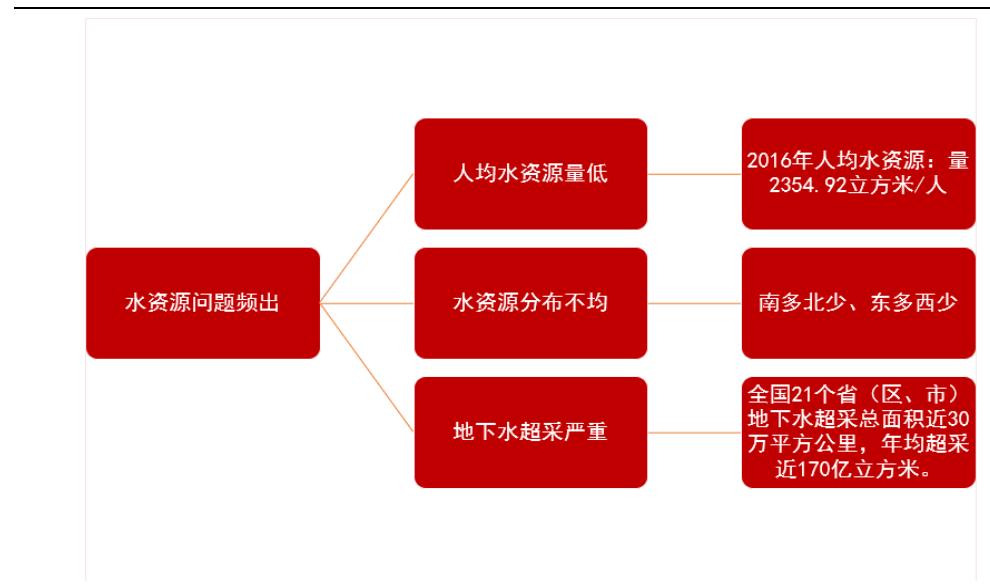
2.1 节水灌溉是大势所趋

2.1.1 政策扶持下，节灌行业发展迅速

水资源问题频出助力节灌行业快速发展

我国水资源存在人均拥有量低、分布不均、地下水超采严重等问题，制约着经济的可持续发展。农业用水占全社会用水总量的比例超过60%，其中90%为灌溉用水。2016年我国灌溉水有效利用系数为0.532，与发达国家0.7-0.8的水平相比仍具有较大差距。提升农业用水的使用效率是解决水资源问题的重要途径，发展高效节水灌溉成为当务之急。

图 12 现存水资源问题

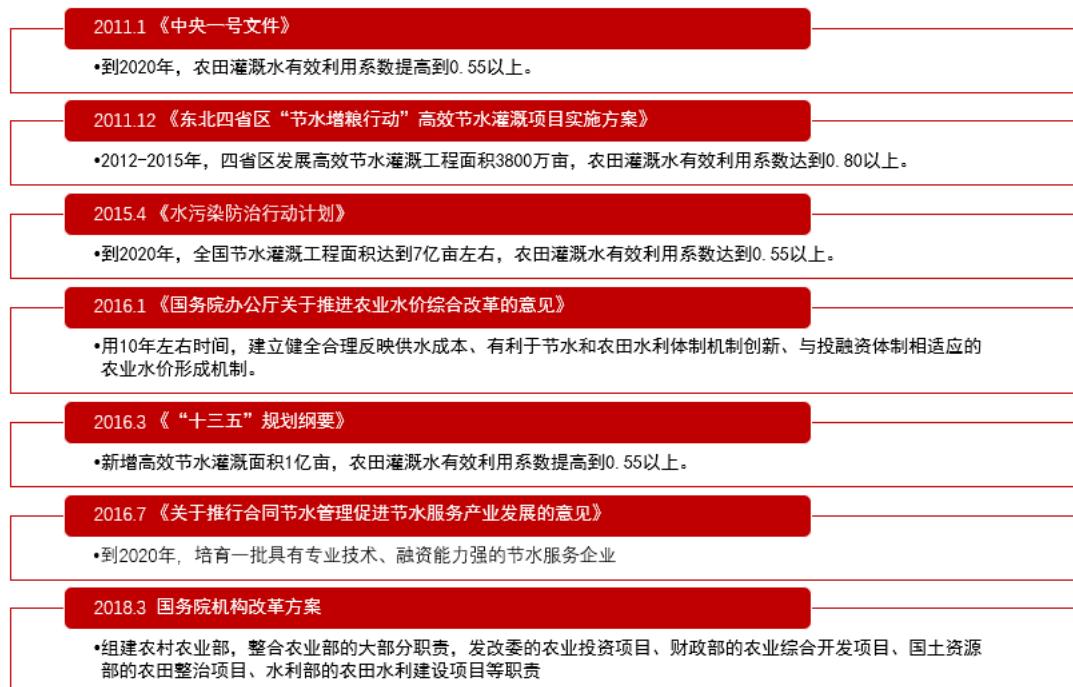


资料来源：山西证券研究所

节水灌溉行业具有一定的公益性和战略性特征，目前尚需政府来承担大部分投入，对财政资金的依赖性很高，受政策调控影响较大。“十二五”以来，国家对节水灌溉行业的关注度有所提升。2011年的中央一号文件提出2020年农田灌溉水有效利用系数提高到0.55以上的目

标。此后，四项节水重大工程、水权改革、推行合同节水管理等政策规划依次推进，进一步带动节水灌溉行业的发展。“十三五”规划提出，新增高效节水灌溉面积1亿亩，设立了清晰的工作目标。

图 13 节水灌溉行业重要政策梳理



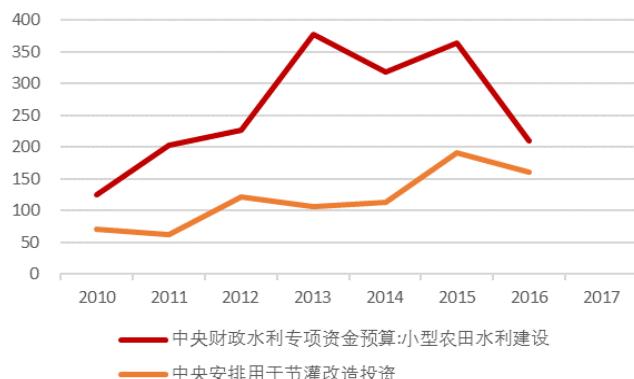
资料来源：山西证券研究所

明确的政策导向和快速增加的财政补贴有力地推动了节灌行业的快速发展

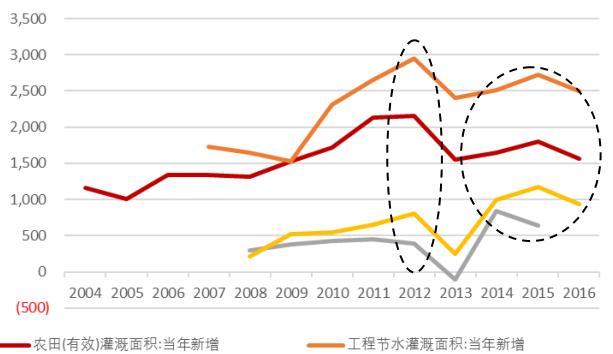
工程节水灌溉面积在2010年以后一直保持了2300千公顷/年以上的新增速度，且与农田有效灌溉面积的增速差距在2012年以后明显拉开。我们认为，2012年国家开始推进的东北节水增粮行动以及中央财政资金对灌区建设和节水改造支持力度的明显提高共同促进了工程节水灌溉面积的快速增长。2014年，华北节水压采、西北节水增效行动展开，进一步促进了工程节水灌溉面积的显著增加，并带动每年新增喷、微灌面积达到1000千公顷以上，节水灌溉行业实现了高速发展。

图 14：2012年以后财政支持力度明显提高（单位：亿）

图 15：节灌行业规模增长（单位：千公顷）



资料来源：公司公告、山西证券研究所



资料来源：公司公告、山西证券研究所

农业农村部成立解决“九龙治水”问题

2018 年国务院机构改革组建农村农业部，将农业部的大部分职责，发改委的农业投资项目、财政部的农业综合开发项目、国土资源部的农田整治项目、水利部的农田水利建设项目等职责进行整合。本次整合将解决以往节水灌溉行业“九龙治水”的状态，从而能够将原发改委、农业部、水利部、国土资源部、财政部等相关资源进行统筹，以更科学的规划和监管切实解决农田水利建设存在的问题，切实推动行业规范、健康发展。

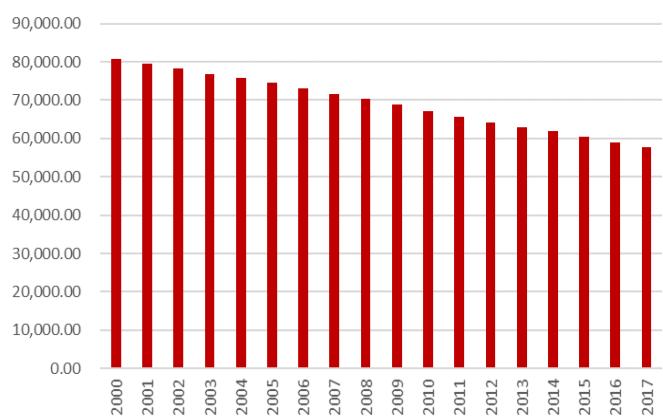
2.1.2 四大因素奠定节水灌溉光明前景

(一) 农业人口转移，农业产业升级在所难免

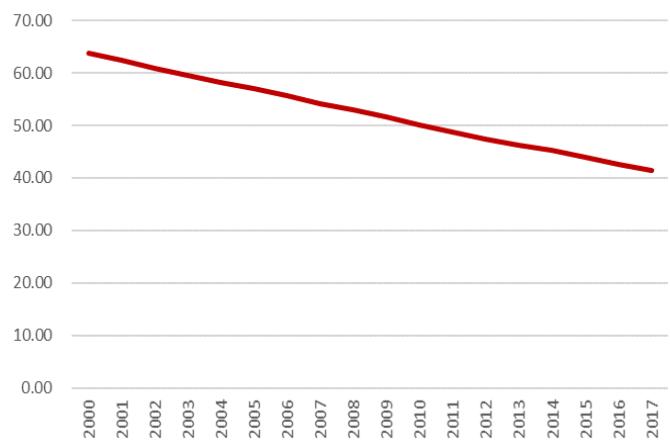
在国家新型城镇化进程的推动下，2000 年以来，我国乡村人口数量快速下降，截止 2017 年，乡村人口占总人口比重已经下降到 41.48%。乡村人口的持续下降导致农业人口的快速减少。如果考虑到进城务工年轻人数量的快速上升，农业人口中老年人的比重大幅上升，对农业生产力造成了重要的压制，为农业生产自动化和机械化水平的提升带来了急迫的需求。

图 16：乡村人口总数（单位：万人）

图 17：乡村人口占总人口比重（单位：%）



资料来源：公司公告、山西证券研究所



资料来源：公司公告、山西证券研究所

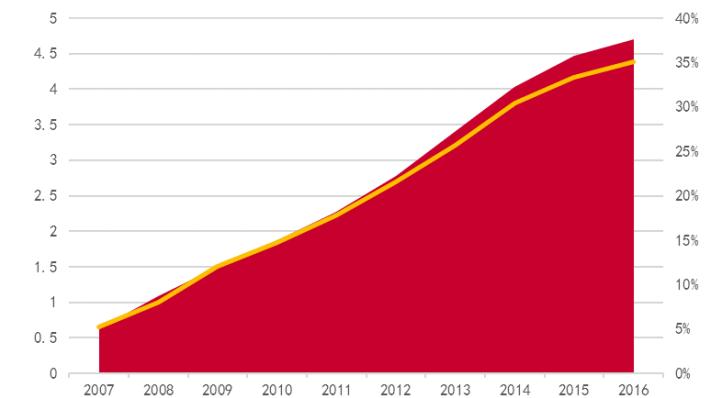
在政策对农业转移人口市民化的支持下，未来农业生产人口的比重将继续下降，节水灌溉设施作为自动化、规模化生产的重要工具，作用将愈发凸显。

（二）土地流转加速，规模化经营初见端倪

我国以往的农业种植主要是以家庭为单位进行分散经营，户均经营面积不足 200 亩，土地分散、不规则，各家种植的作物也不尽相同，传统的家庭分散经营阻碍了节水灌溉行业的发展。

为解决农村劳动力流出、发展现代农业，保障粮食安全和主要农产品供给，促进农业技术推广应用和农业增效、农民增收，十七届三中全会以来，国家积极引导土地经营权有序流转，发展农业适度规模经营。2007 年以来，土地流转面积迅速增加，从 0.64 亿亩迅速增长到 2016 年的 4.7 亿亩，增加了 6 倍；已流转土地占家庭承包面积比例从 2007 年的 5.2% 提高到 2016 年的 35.1%。

图 18 土地流转面积迅速增加



资料来源：土流网、山西证券研究所

通过土地流转，碎片化的土地集中到生产能力和资金实力均更强的经营者手中，为高效节水灌溉的发展创造了良好的条件。大面积的耕种使得高效节水灌溉的应用成为可能，同时高效节水灌溉的“节水、施肥、省工、省时”等特征在大规模经营的背景下将更为显著，其带来的规模经济效应将使合作社、企业农场等组织充分受益。

(三) 水权改革试点，节水灌溉吸引力增强

2013 年，我国将 55 个县列为农业水价改革试点范围，对农业用水总量进行控制，完善终端计量和用水价格政策，水权改革的历程正式开始。随后，试点范围逐渐扩大，连续两年中央一号文件强调建立健全农业水价形成机制。2016 年，《水权交易管理暂行办法》和《关于推行合同节水管理促进节水服务产业发展的意见》明确了区域水权交易的管理办法，要求完善水权制度，鼓励通过合同节水管理方式取得的节水量参与水权交易，获取节水效益。

图 19 水权改革重要历程梳理



资料来源：山西证券研究所

截止 2017 年底，已有 30 个省市印发了省级农业水价综合改革实施方案。从完成时间来看，北京、江苏、上海、浙江 4 个省市计划 2020 年率先完成改革任务，而最慢的省份计划用十年时间基本完成改革任务。此后，我国平均农业用水不到 0.1 元/立方米的现状将结束，快速上涨的水价和节水补贴政策将使得高效节水灌溉的吸引力越发增强。

(四) 节灌设施助力节肥、增效

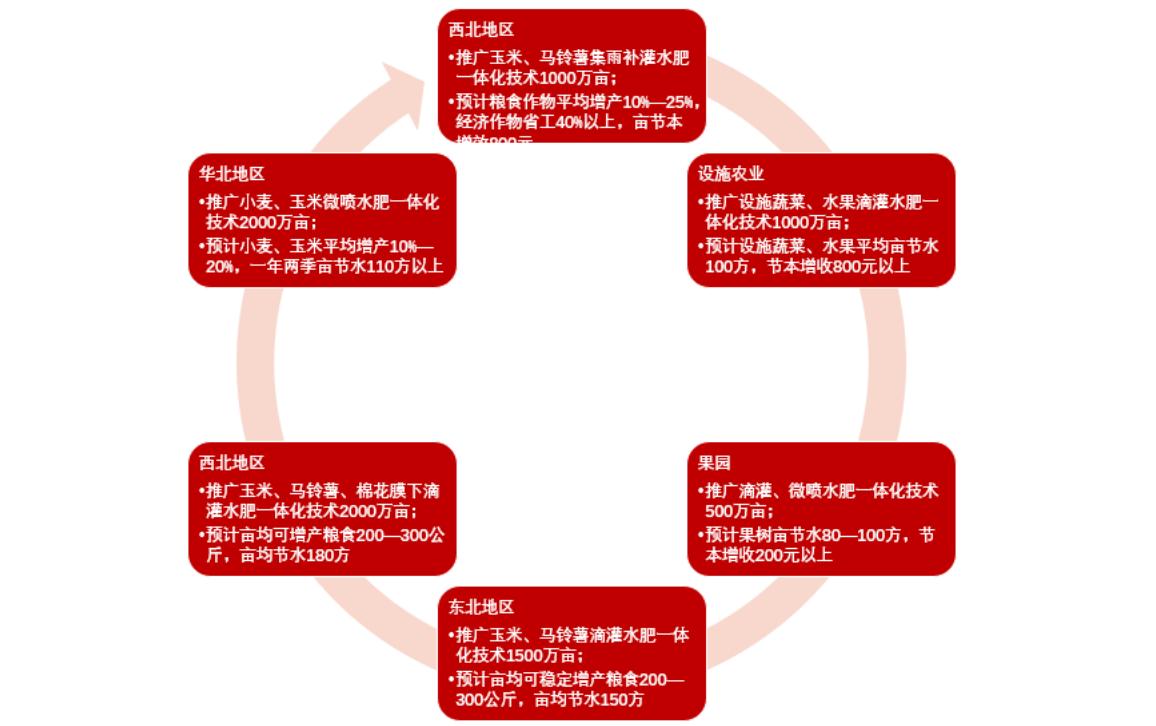
国家控制肥料使用量，节水灌溉具有重要作用

我国长期以来一直存在着化肥过度施用的情况。据世界银行统计，2014 年我国每公顷耕地化肥消费量 364.38 千克，远高于 205.53 千克/公顷的世界平均水平；2015 年 3 月，农业部发布了《到 2020 年化肥使用量零增长行动方案》严格控制化肥使用量。以往的试验结果表明，使用滴灌、喷灌等设施通过水肥一体化方式进行灌溉，可以实现蔬菜节肥 40%-45%，增产 15%-22%；果园节肥 30%，增产 9%-15%。节水灌溉在严格控制肥料使用量方面具有明显的效果。

节水灌溉助力节肥增产

2016 年，农业部印发《推进水肥一体化实施方案(2016—2020 年)》的通知》，提出“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”的目标，明确推荐以滴灌、喷灌方式实施，并给出了重点区域的任务目标。

图 20 水肥一体化实施方案



资料来源：农业部、山西证券研究所

以上，我们可以看出，国家在推进节肥增效方面，对滴灌、喷灌等高效节水灌溉方式的作用给予了明确的肯定。在未来机械化、规模化、节约化生产的过程中，节水灌溉设施具有不可取代的作用。

2.2 节灌龙头引领行业发展步伐

上市公司高效节水灌溉业务通过全资子公司京蓝沐禾开展。沐禾节水成立于 2010 年，主营节水灌溉工程及材料设备销售。2014 年，京蓝控股受让沐禾科技持有的沐禾节水 13.33% 股份，开始入主沐禾节水。2016 年 9 月 30 日，京蓝科技取得沐禾节水 100% 股权，并完成工商变更登记。

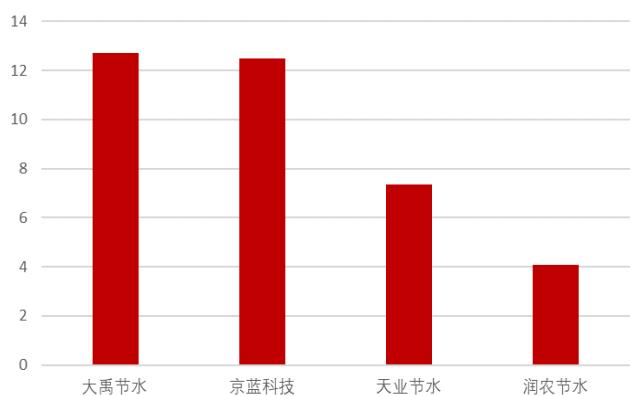
同行业比较：盈利能力、区域布局、商业模式均占优

(一) 盈利能力：营收规模属第一阵营，增速领先

京蓝沐禾 2017 年实现营业收入 12.50 亿元，营收规模与大禹节水同属国内节灌企业第一阵营。与天业节水和润农节水相比优势明显。从营

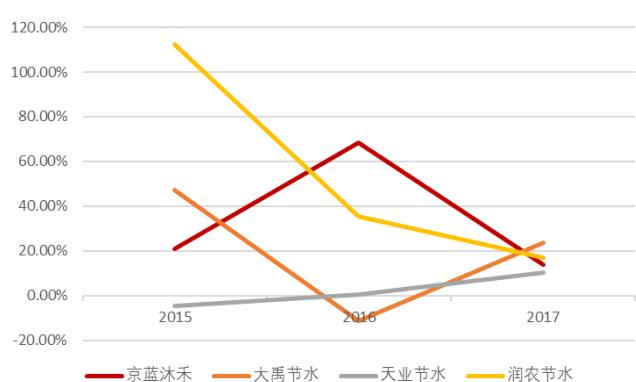
收增速上来看，京蓝沐禾自 2014 年以来连续 3 年实现 10%以上增长，2014 年以来复合增长率达到 32%，成长性显著高于大禹节水和天业节水。

图 21：主要节灌公司 2017 年收入（单位：亿元）



资料来源：公司公告、山西证券研究所

图 22：主要节灌公司 2014-2016 年营收及其增速



资料来源：公司公告、山西证券研究所

(二) 区域布局：区域布局广泛，在内蒙、河北统治力强

在国内主要的节水灌溉公司中，大禹节水、京蓝沐禾、达华节水的业务覆盖范围比较广泛，在西北、华北、东北、内蒙、云南等地都形成了可见的竞争力，是少有的基本完成全国业务布局的企业，同时还拥有一些海外客户。相比之下，大禹节水和京蓝沐禾的收入规模远超过达华节水，整体实力更强，且京蓝沐禾在内蒙的具有较强的统治力，并在河北有着深厚的资源。

天业节水的业务几乎完全局限于新疆，在全国未形成有效的竞争力。

润农节水从河北起家，后将业务延伸至东北，2015 年在西北设立子公司。目前其业务主要分布在华北和西北地区。

节水股份、喜丰节水均为吉林省的新三板挂牌公司，业务主要在东北展开；华维节水的收入主要由华东地区贡献。

表 1 主要节灌企业业务布局

公司名称	业务布局	收入规模
大禹节水 (A 股)	西北、华北、东北、内蒙、云南——（尽量能具体点）	>10 亿
京蓝沐禾 (A 股)	内蒙、华北、东北、宁夏、云南、海外（具体点）	>10 亿
天业节水 (H 股)	新疆	5-10 亿
达华节水	新疆、内蒙、辽宁、吉林、北京、天津、广东、江西、海	<5 亿

	南；亚洲、欧洲、澳大利亚等国外市场	
润农节水（新三板）	华北、东北、西北	<5亿
节水股份（新三板）	吉林	<5亿
喜丰节水（新三板）	吉林	<2亿
华维节水	华东	<1亿

资料来源：公司官网，山西证券研究所

（三）商业模式多样化，可满足不同客户需求

传统节水灌溉几乎均以 EPC 形式进行，建成之后鲜有有效使用和维护，导致了大量的资源浪费。PPP 模式推行之后，政府、用户、企业三方对节灌工程后续服务的重视度均显著提高。以大禹节水、京蓝沐禾为代表的节灌龙头纷纷积极参与到 PPP 模式中来，探索新的服务和盈利模式。京蓝沐禾针对不同地区、不同作物品种、不同客户的需求特点制定了六种商业模式。

表 2 京蓝沐禾六大商业模式

商业模式	内涵	示例项目
农田流转开发模式	类似房地产开发的商业模式。适合附加值较高的作用。先接收整理好的流转土地，然后租给农业大户、农业公司，收取土地出让金和水费。	云南祥云
农业供水公司模式	做地表水和地下水的县域规划，涵盖水源的调度，管网、一部分林间的灌溉设施等内容，提高整个地区的用水效率。向农民收取水费，类似于家里的自来水。	河北巨鹿
农业物业公司模式	类似于小区物业。公司负责实施的建设、维护和操作。尊重用户的种植习惯，由用户来定水肥。	宁夏贺兰与沙坡头
合同管理分成模式	公司提供设备，人工、田间管理等种植成本由客户承担；每年增产增收的部分按照事先约定的比例（eg 甲：70%；乙：30%）进行分成。	柬埔寨
产业基金模式	与政府合作利用产业基金模式推动 PPP 项目建设。	云南
(投) 建管服模式	“投”：由社会资本方负责先期筹措项目资金； “建”：由社会资本方控股的项目公司负责设计与施工，保证设计和施工的有效衔接，保证工程质量； “管”：由社会资本方控股的项目公司对实施的工程及设备提供有偿运营管理，期限 20 年； “服”：由社会资本方控股的项目公司为使用者提供有偿的基础服务和水肥一体化、无人机植保等增值服务。	巴林右旗

资料来源：公司公告，山西证券研究所

京蓝沐禾的六种商业模式均有对应项目落地，公司主要推广的为“投建管服”模式。公司已利用“投建管服”模式实施赤峰市巴林右旗新

建高标准基本农田“投建管服一体化”精准扶贫 PPP 项目和威县“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；前者受到了当地政府的肯定，后者入选财政部 PPP 中心国家级示范项目。

公司示范项目数量行业领先

京蓝沐禾目前在手项目包含两项国家示范项目和一项省级示范项目，明显优于另一家 A 股上市公司大禹节水（无在库示范项目）。京蓝沐禾利用多样化的节灌运营商业模式，在 PPP 领域后来居上，业务拓展效果显著。

表 3 京蓝沐禾示范项目

示范项目等级	项目名称	项目金额（亿元）
国家示范项目	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	6.52
国家示范项目	邹城市湖水东调灌区高效节水灌溉 PPP 项目	1.91
省级示范项目	凉城县卧佛山生态综合治理 PPP 项目	10.37

资料来源：公司公告、财政部、山西证券研究所

订单高速增长，超 60%框架协议已转化为订单

2017 年，公司新增节水灌溉订单 41.46 亿元（不含框架协议），相比 2016 年的 8.33 亿元增长 398%。整合入上市公司以后，京蓝沐禾拿单能力明显增强，为其未来业绩增长提供了良好的支撑。截止 2018 年 10 月底，公司新增节水灌溉订单 17.18 亿元，在手订单充足。

同时，公司框架协议项下项目也在稳步推进中，94.5 亿框架协议中，58.06 亿已签订合同，占比 61.44%。

表 4 京蓝沐禾 2017 年主要订单及框架协议

分类	时间	订单	金额（亿元）
订单	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 4 月 7 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 5 月 8 日	《凉城县卧佛山生态综合治理 PPP 项目》	10.37
	2017 年 6 月 5 日	《邹城市湖水东调灌区高效节水灌溉 PPP 项目》	1.91

	2017年8月1日	《托克托县新营子镇合同营村3万亩高标准农田建设项目》	0.87
	2017年8月18日	《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年9月15日	《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》	17.15
	2017年12月8日	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
	2018年3月28日	祥云县禾甸片区高效节水灌溉项目政府和社会资本合作(PPP)	0.60
	2018年5月26日	阿鲁科尔沁旗补充耕地储备库项目与2018年天山城区道路、“雪亮”工程及沿河景观带项目工程总承包	3.28
	2018年7月13日	东阿县绿色食品原料标准化生产水肥一体化建设项目(PPP)	5.5
	2018年10月9日	贺兰县现代化生态灌区(投建管服一体化)PPP项目社会资本采购	7.80
框架协议	2017年2月24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27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20日	《框架合作协议》(凉城县)	30
	2017年6月9日	《战略合作框架协议书》(贺兰县)	12
	2017年6月14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24日	《战略合作框架协议》(广东恒福糖业集团有限公司)	7.5

资料来源：公司公告，山西证券研究所

业绩承诺完成压力不大

乌力吉、杨树蓝天和融通资本承诺，沐禾节水2015/2016/2017/2018年度实现的扣非净利润分别不低于0.91、1.23、1.47、1.71亿元。

2015-2017年沐禾节水均超额完成业绩承诺。截止2018年中报，上市公司生态节水运营服务业务实现营业收入6.09亿元，同比增长47.37%，若2018年秋冬工程进度、回款情况与预期相符，沐禾节水完成2018年业绩承诺的压力不大。

表5 沐禾节水业绩承诺完成情况(单位：亿元)

项目	2015	2016	2017	2018
承诺扣非净利润	0.91	1.23	1.47	1.71
实际完成额	0.93	1.24	1.70	

资料来源：公司公告，山西证券研究所

11月14日，公司发布公告拟对京蓝沐禾进行存续分立，京蓝沐禾将继续存续，另派生成立沐禾智能装备制造有限公司。分立后京蓝沐禾的股权结构不变，京蓝生态持有其100%股权，上市公司持有京蓝生态100%股权；分立后上市公司拟直接持有沐禾智能装备100%股权。此次分立有利于提升节灌装备制造的管理、生产效率，对公司节灌板块的稳定发展起到促进作用。

我们认为，京蓝沐禾在营收规模、区域布局、商业模式三方面在行业内均具有领先优势。公司目前在手订单较为充足，框架协议不断转化，对未来的业绩增长能够形成较高的保障。京蓝沐禾2017年实现扣非净利润1.70亿元，其2018上半年营收较去年同期增长47.37%，若下半年能够保持较为平稳的增速，2018年完成1.71亿元业绩承诺的压力不大。公司拟对京蓝沐禾进行存续分立，分立后节灌板块的生产经营效率有望进一步提升，对未来业绩的稳定增长提供支撑。

3. 生态：修复+园林完善生态布局

3.1 环境修复行业步入规范发展时期，中科鼎实竞争优势明显

3.1.1 制度走向健全，行业秩序逐渐规范

环境修复领域制度逐渐健全

2013年以前，我国环境修复（以土壤修复为主）领域主要沿用1995年的《土壤环境质量标准》和2008年的《关于加强土壤污染防治工作的意见》。尽管土壤污染问题一直存在，但几乎未引起过重视。2014年4月，我国首部土壤污染状况调查公报《全国土壤污染状况调查公报》发布，新时期全国土壤环境的总体状况才重新被掌握。此后，环

境修复领域的法规、标准密集出台，环境修复行业才开始逐步壮大。

2018年8月31日，十三届全国人大常委会第五次会议全票通过了《中华人民共和国土壤污染防治法》。这是我国首部专门规范防治土壤污染的法律，首次在立法的高度上对土壤污染的预防、风险评估、风险管控、修复、评估、后期管理等方面做出了规定，为行业今后的规范、秩序发展奠定了重要的基础。

图 23 环境修复领域重要制度出台历程



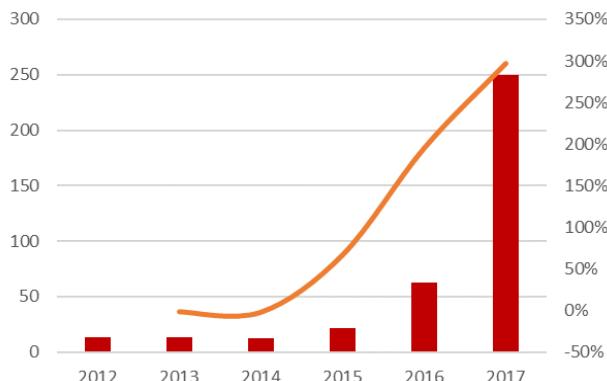
资料来源：公司公告、山西证券研究所

市场格局尚未成型，技术体系和项目管理或决定未来格局

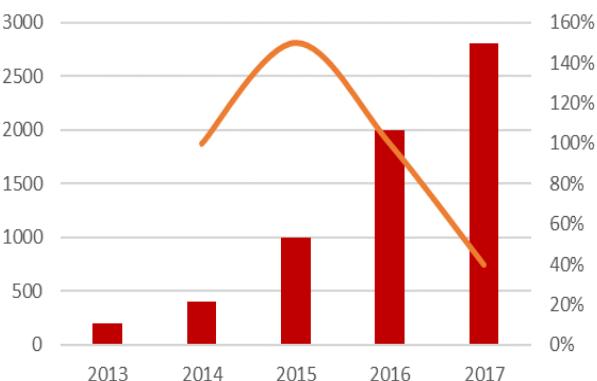
过去两年，大量公司涌进环境修复市场，环境修复公司数量5年间增长了6倍，截止2017年已经超过2800家。行业中的公司规模普遍偏小，2017年营收过亿的企业不超过10家。目前大型订单仍然集中在建工修复、中科鼎实、高能环境等几家龙头企业手中。但是随着市场需求的增多，行业集中度将难以保持在现有的水平，市场竞争将愈发激烈。我们认为，在此背景下，完善的技术体系和优秀的项目管理能力将成为企业制胜的关键。

图 24：土壤修复行业订单规模

图 25：土壤修复市场企业数量



资料来源：公司网站、山西证券研究所



资料来源：公司网站、山西证券研究所

完善的技术体系是企业保持竞争优势的前提

在土壤修复项目的实际操作中，不同污染场地的污染源类型、浓度、形态，污染介质等均有不同，污染物往往不止一种。针对不同的污染地块，需要修复企业在调查、分析、评估的基础上选择合适的修复技术，制定修复方案，往往以多技术联用的方式（联合修复技术）进行修复。随着土壤修复市场的逐步释放，复杂的污染地块修复项目将越来越多。因此，具有完善的修复技术体系、定制化的技术集成能力和工程方案设计能力是土壤修复公司技术实力的重要体现，也是企业保持竞争优势的前提。

优秀的项目管理能力重要性越发提高

《土壤污染防治法》的出台使行业更加规范，对污染和修复企业的“终身追责”将提升整个行业的监管力度。修复企业需要对污染地块做出真正有效且持久的修复。有效的项目管理是对修复效果达标的基本保障。近两年，污染成分复杂、需要多种技术联合修复的大型项目增多，对企业的项目管理能力提出了更高的要求。同时，高效的项目管理也有助于公司提高设备、人员的使用效率，降低经营成本。因此，优秀的项目管理在未来环境修复市场中的作用越发突出。

土壤污染详查工作过半，2018年环境修复订单规模有所提升

土壤污染详查工作过半，修复需求临近释放

2017年7月，环境保护部、财政部、国土资源部、农业部、国家卫计

委等五部委联合部署土壤污染状况详查，计划于 2018 年底前摸清农用地污染状况，2020 年底前摸清建筑用地污染状况。

截止 2018 年 5 月，大部分省份已打通农用地详查采样、制样、流转、保存、检测工作全流程；全国农用地土壤采样、制样工作与计划进度基本一致，但分析测试环节总体滞后，个别省区市工作进展缓慢。生态环境部再次强调，要确保年底前完成农用地土壤污染状况详查，统筹实施重点行业企业用地调查，并将其纳入“土十条”和“2018 年度粮食安全省长责任制考核”范围。

土壤污染详查是摸清土壤污染底数、从而进一步制定全国范围内的土壤污染治理规划的重要基础。随着详查工作过半，污染底数越发明朗，在零散治理需求释放的同时，也逐渐临近市场需求的有序释放的时点。

2018 年，上市公司环境修复订单规模整体有所提升

2018 年上半年，大部分上市公司环境修复类订单数量均出现明显提升。环境修复领域十强企业中的高能环境、博世科 2018 年上半年的新增环境修复类订单金额均超过去年全年订单总金额的 75%。同样为十强企业的上田环境 2018 年上半年订单总额已超过 2017 年全年的水平；同时，地方环境修复企业民基生态的新增订单也有类似的增长。考虑到环境修复行业具有一定的季节性，下半年项目需求往往高于上半年，但典型龙头公司和地方企业 2018 上半年的新增订单规模已经十分抢眼，可以看出 2018 年环境修复市场的需求出现了快速提升。

表 6 主要上市环境修复公司订单情况

公司	环境修复订单金额（亿元）			
	2015A	2016A	2017A	2018H1
高能环境	4.41	14.28	10.45	7.92
博世科	-	2.41	3.52	2.76
永清环保	-	1.44	2.74	-
建工修复	10.90	18.30	-	-
上田环境	-	0.42	0.78	1.22
民基生态			0.87	0.90

资料来源：各公司公告，证监会，山西证券研究所

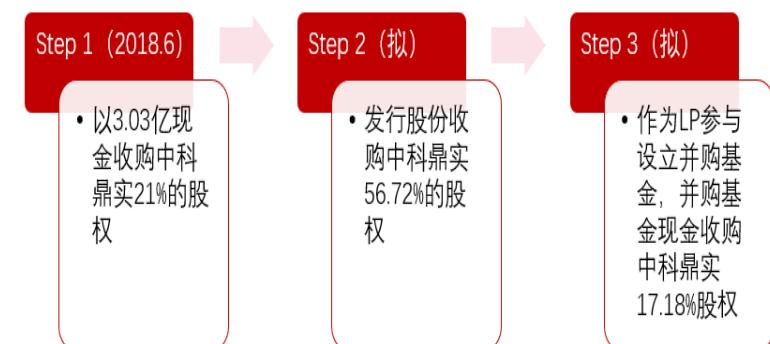
随着政策的不断完善和土壤详查工作接近尾声，环境修复市场的需求将更加有序的释放。我们已经看到 2018 年市场热度有所上升，随着 8.31《土壤污染防治法》的审议通过，未来环境修复市场的热度有望继续升温，利好技术体系完备、项目经验丰富的环境修复公司。

3.1.2 收购中科鼎实强势切入环境修复领域

上市公司拟分三步收购中科鼎实，已取得标的公司 21%股权

公司最终确认了如图 20 所示分三步收购中科鼎实的交易方案，截止 10 月 23 日，公司以 3.03 亿现金收购的 21% 股权已经完成交割，交易的第一步已经完成。公司正在进行以发行股份方式收购中科鼎实 56.72% 股权的步骤，尚需获得证监会核准；10 月 31 日，公司作为 LP 参与设立并购基金中安和泓，并与各方签订《合伙协议》，约定并购基金将以 2.4 亿现金收购中科鼎实 17.18% 股权。第三步交易完成后，公司与中安和泓将合计持有中科鼎实 94.89% 股权，剩下的 5.11% 将继续由城环所持有。公司不排除后续适时收购中安和泓持有的中科鼎实 17.18% 股权。

图 26 京蓝科技收购中科鼎实历程



资料来源：公司公告、山西证券研究所

上市公司对不承担业绩补偿义务（财务投资者）和承担业绩补偿义务的股东设置了差异化对价，对应标的公司 100% 股权的交易对价分别为 12 亿元和 15.7 亿元。公司已经完成的现金收购中科鼎实 21% 股权的交易作价为 30,339.85 万元，收购中科鼎实 56.72% 股权的交易作价

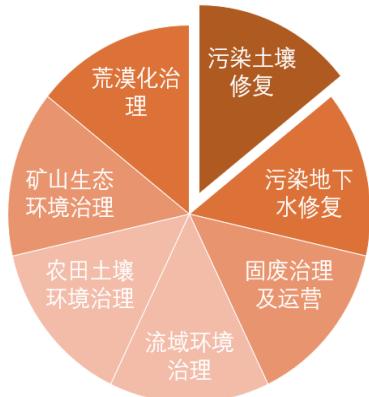
为 87,619.61 万元。上市公司收购中科鼎实 77.72% 股权的交易作价合计为 117,959.46 万元。

此次收购的市净率较高，为 8.27；静态市盈率为 31.57，动态市盈率为 15.18（动态市盈率=标的公司 100% 股权交易作价/中科鼎实 2018 年度预测净利润=15.178428/0.9999=15.18）。静态市盈率较高，主要是因为中科鼎实 2017 年对应收重庆金翔款项全额计提坏账准备；若不考虑此项影响，标的公司静态市盈率为 18.93 倍，低于可比标的公司交易作价对应的平均静态市盈率。

中科鼎实在环境修复领域具有领先地位

中科鼎实环境工程股份有限公司成立于 2002 年，目前已经形成以土壤修复为核心，地下水修复、固体废物环境修复并举的业务格局，具有丰富的项目施工管理经验和完善的环境修复技术体系，是国内领先的环境修复工程服务商。

图 27：中科鼎实业务范围



资料来源：公司网站、山西证券研究所

图 28：中科鼎实技术体系



资料来源：公司网站、山西证券研究所

公司营收水平行业领先

2016 年以来，中科鼎实的营业收入在行业内处于领先地位，仅低于建工修复和高能环境，但营收增速与同行业其他公司相比较低。

表 7 主要环境修复公司业绩情况（仅统计环境修复业务营收）

公司	营业收入（亿元）			营收增速（%）		
	2016A	2017A	2018H1	2016A	2017A	2018H1
中科鼎实	2.69	3.38	1.76	20.37%	25.65%	-

高能环境	4.98	7.68	4.28	43.39%	54.27%	64.29%
博世科	1.48	2.09	1.42	2674.83%	41.44%	86.84%
永清环保	0.93	2.73	1.34	-30.49%	192.86%	125.22%
建工修复	10.74	-	-	141.18%	-	-

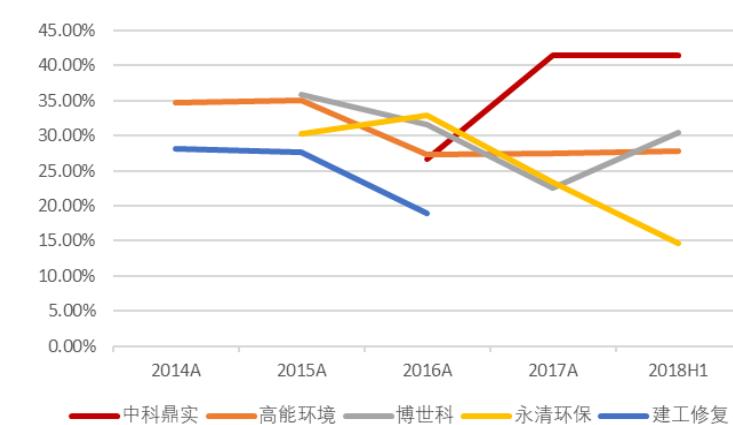
资料来源：各公司公告，证监会，山西证券研究所

大订单策略拉高毛利率，但存在下滑风险

中科鼎实定位于大型项目和高端优质项目，主要聚焦北京、上海、广州、重庆、成都等地，项目整体收益率普遍偏高。但项目规模较大也会导致当年毛利率受个别项目的影响产生较大的波动，因此造成公司整体毛利率变动幅度较大。

由于近两年公司部分项目施工区域临近，会出现重叠使用生产设备和人员的情况，在一定程度上降低了项目的施工成本；同时，公司在手项目毛利率普遍较高，进而拉高了2017年以来的毛利率，达到40%，明显高于行业整体水平。

图 29 2017年以后，中科鼎实毛利率相对较高



资料来源：公司公告、山西证券研究所

我们认为，公司的大订单策略有助于其获取收益率较高的订单，丰富的项目管理经验也有助于公司降低成本，获得高于行业平均水平的毛利率；但“部分项目重叠使用设备与人员”和“每年均有毛利率高达40-50%的新增项目”的可持续性较低，当前40%的毛利率水平较难保持。综合来看，公司仍有望继续保持高于行业平均水平的毛利率，但未来两年的综合毛利率水平或有所下滑。

强大的技术背景&多样化的项目经验成为公司未来成长的深厚积淀

根据我们前面的分析，土壤修复市场竞争格局尚未完全成型，未来决定公司能否突围的重要因素为是否具备完善的技术体系和优秀的项目管理能力。

中科鼎实技术背景强大

2015 年，中国科学院城市环境研究所无形资产和中科华南 30% 股权出资取得中科鼎实 5.11% 股权，极大地增强了中科鼎实的技术研发能力。中科鼎实与清华大学、四川大学、轻工业环境保护研究所等其他重点院校也建立了产学研合作关系，并参与合作了 6 项科研课题，包括两项国家环境保护标准的编制工作。已经形成了以热脱附技术、常温解析技术和固体废物固化稳定化技术以及化学氧化技术等为核心的环境修复技术体系，并开发出多款满足国情的环境修复设备。

项目经验丰富，龙头优势有望延续

公司已经完成了多个具有代表性的土壤、地下水修复项目；包含全国首例地下水修复工程，2013 年度单体额度最大的修复工程，污染成分复杂、修复工艺多、原位与异位修复技术紧密结合的项目。公司的技术实力和项目管理能力得到体现。

表 8 中科鼎实历史典型项目

时间	项目	特征
2012	北京市某化工厂地下水污染治理工程项目	全国首例地下水修复工程
2013	北京市焦化厂保障性住房地块污染土治理修复项目	2013 年国内单体修复工程额度最大的项目；北京市重点环境治理工程
2013	湖南省长沙铬盐厂土壤修复项目中试项目	两种技术结合的修复案例
2014	重庆市永川区金翔化工厂原址污染土壤治理工程	土壤、水体、底泥和建筑垃圾均受到有机物污染
2017	广州油制气厂地块污染场地土壤及地下水修复工程	目前广州场地修复项目中污染成分最复杂、修复工艺最多、原位与异位修复技术紧密结合的项目

资料来源：中科鼎实官网、山西证券研究所

综上，中科鼎实在技术储备和项目管理方面均具有显著优势。在环境修复行业制度逐渐完善，市场需求快速释放的过程中具有明显的竞争

优势，龙头地位有望进一步巩固。

在手订单充足，业绩承诺较高

公司在手订单超 7 亿，未来两年营收增长有较强保障

中科鼎实目前在手订单超 7 亿元，已能够支撑 2018 年 4.22 亿、2019 年 2.85 亿营收。同时，截止 8 月 31 日，公司在跟踪项目 21 项，预计合同总金额 18.76 亿元；其中已中标、已签订合同的项目 4 个，合同金额合计 1.53 亿元。按照约 1/3 在跟踪项目最终能够顺利签订合同预计，公司当前仍有约 6 亿元项目有望转化为合同。考虑到环境修复市场在《土法》的规范下将更加有序地释放，中科鼎实作为修复行业龙头，在行业需求快速释放的过程中，自身订单规模有望同时得到快速的提升，公司未来订单、营收增速较为乐观。

表 9 中科鼎实在手订单（单位：万元）

项目名称	预计 2018 年实现营收	预计 2019 年实现营收
四惠桥项目智能电网科技研发交流中心基坑支护及降水工程项目	-151.18	-
广华新城地下水污染治理工程	-293.44	-
北京焦化厂保障性住房地块污染土治理修复项目建筑工程三标段	1,048.00	-
原北京焦化厂政府储备土地剩余用地污染土治理项目第一标段	322.35	-
清河营非正规填埋场好氧降解工程	749.72	2,441.78
广纸海珠地块污染场地修复工程 A 包	61.11	-
朝阳区 2014 年非正规垃圾填埋场（区循环经济产业园东侧）治理第四标段项目	66.62	-
温州市滨江商务区桃花岛片区 T05-09\T05-18 地块场地治理工程	76.11	-
原北京焦化厂政府储备土地剩余用地污染水治理项目	93.5	-
原北京焦化厂政府储备土地剩余用地污染土治理第二标段	263.26	-
广州油制气厂地块项目土壤及地下水修复工程（标段二）	16,317.85	7,649.97
苏化厂原址 2 号地块污染土壤和地下水治理项目	11,952.82	6,937.45
原江南化工厂退役厂区土壤治理项目（镇江）	6,574.34	2,985.34
温州市滨江商务区桃花岛片区 T05-15 地块场地治理工程	12.32	-
温州市滨江商务区桃花岛片区 T05-06 地块场地治理工程	98.38	-
温州杨府山垃圾填埋场治理项目	2,483.63	3,035.55
真光中学征地扩建项目土壤修复服务	1,840.61	460.15
北海希尔顿逸林酒店项目盐渍土治理工程	723.23	-
江苏化工厂土壤修复工程	-	4,964.55
合计	42,239.23	28,474.79

资料来源：公司公告、山西证券研究所

业绩承诺较高，保障上市公司收益和现金流

中科鼎实原股东承诺，2018-2020 年合计扣非净利润不低于 4 亿元，每年扣非净利润不低于 0.9 亿元；2018-2020 年经营性现金流量净额合计不低于 1.5 亿元，每年经营性现金流量净额为正。

表 10 中科鼎实业绩承诺

承诺期	2018	2019	2020	合计
扣非净利润（亿元）	≥0.9	≥0.9	≥0.9	≥4
经营性现金流量净额(亿元)	>0	>0	>0	≥1.5

资料来源：公司公告，山西证券研究所

同时，本次交易设置了业绩奖励机制，将业绩承诺期标的公司累积实现净利润大于 4 亿元的超额部分的 50% 奖励给殷晓东及核心团队成员。奖励机制有利于调动中科鼎实管理层的积极性，争取超额实现业绩承诺，为公司未来业绩增长提供了更强的保障，降低商誉减值风险。

我们认为，中科鼎实业务布局全面，技术体系完整，项目经验丰富，在环境修复领域具有领先地位。公司近年来收入规模一直处于行业前列，且大订单的策略带来了较高的毛利率，盈利能力较强。公司目前在手与跟踪订单足够支撑未来两年的快速发展，助力管理层完成每年不低于 0.9 亿扣非净利润。且管理层对经营性现金流量净额持续为正的业绩承诺也在一定程度上规避了上市公司未来的现金流恶化的担忧。上市公司通过收购中科鼎实强势切入环境修复行业，产生新的盈利增长点的同时与原有水环境治理业务（尤其是地下水修复）产生协同，进一步完善了生态板块业务布局。

3.2 传统园林向生态治理延伸，北方园林助力公司进入环境治理领域

3.2.1 环境治理需求旺盛，园林企业纷纷布局

PPP、海绵城市、黑臭水体治理的集中推行带来了万亿水环境治理的

市场空间，也催化了环境综合整治大额订单的爆发。随着越来越多的项目打包进污水处理、管网工程、生态修复、景观提升等内容，环保、园林、建筑企业更多地组成联合体参与投标，并成功斩获多项投资额较大的示范项目。

于此同时，传统园林公司也在横向扩展自己的业务，纷纷向环境治理领域延伸产业链，如东方园林、铁汉生态、岭南园林等传统园林上市公司涉足流域治理领域。

表 11 传统园林公司横向拓展业务

代码	公司	原领域	现领域	主要操作
002310.SZ	东方园林	园林	园林+流域治理	设立东方生态国际规划设计研究集团；收购东方名源龙盛建设有限公司、中邦建设工程有限公司、中山环保、上海立源
002431.SZ	棕榈股份	园林	园林+流域治理	收购浙江新中源建设有限公司
002717.SZ	岭南园林	园林	园林+流域治理	收购北京新港水务

资料来源：公司公告，山西证券研究所

北方园林业务领域也从传统园林绿化项目拓展至河道综合治理、生态修复等与传统景观园林关联度高的相关领域中。

3.2.2 京蓝北方园林助力公司进入环境治理领域

2017 年 9 月，上市公司以 7.2 亿的对价收购北方园林 90.11% 股权，北方园林成为公司控股子公司。2018 年 8 月，公司又通过债转股对北方园林增资，持股比例提高到 92.76%。

京蓝北方园林成立于 2004 年，业务范围涵盖各类园林景观工程的规划设计，可承揽各类大型广场综合绿地、园区厂矿企业配套绿化及基础设施、土壤改良与修复、河道治理、城市综合体景观等一系列的景观综合性工程，是国内产业链最为完整的城市景观环境运营商之一。

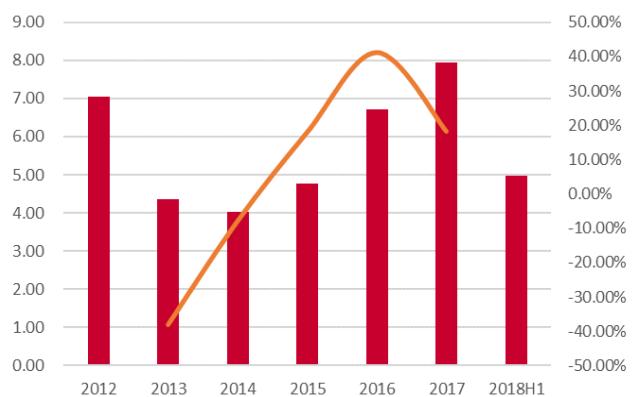
图 30 北方主要园林业务范围



资料来源：公司公告、山西证券研究所

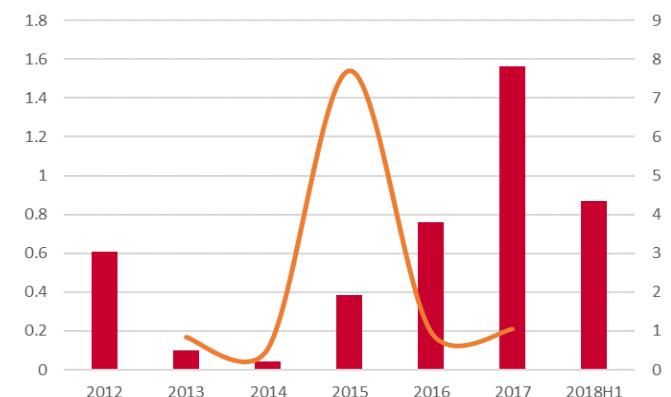
2014 年以来，北方园林营收、净利润重新步入快速增长的阶段；2017 年公司实现营收 7.95 亿元，归母净利润 1.56 亿元，4 年营收、归母净利润复合增长率分别为 18.51%/149.90%。

图 31：北方园林营收情况



资料来源：公司网站、山西证券研究所

图 32：北方园林归母净利润情况



资料来源：公司网站、山西证券研究所

北方园林立足天津，凭借优秀的园林景观设计能力多年来承建了多项园林绿化精品工程，并且收获了良好的口碑。近年来公司相继在河北、山东、新疆、浙江、内蒙古等地获得大型项目，业务范围已延伸至东北、华北、华东、西北等区域。

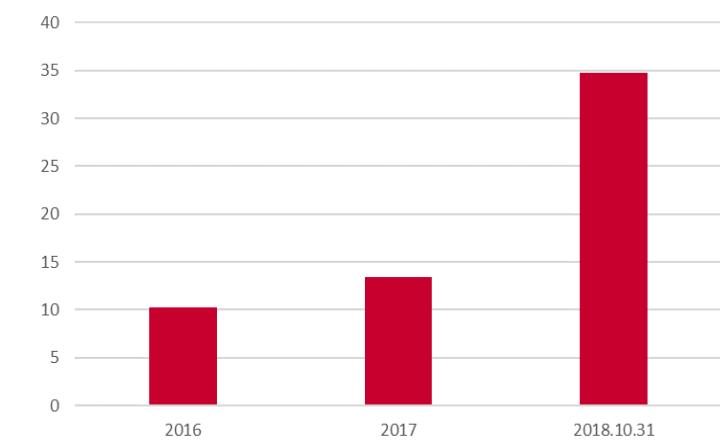
图 33 北方园林部分重点工程



资料来源：公司公告、山西证券研究所

2018 年，北方园林新增订单规模大幅度提升。截止 2018 年 10 月 31 日，北方园林新增订单 34.74 亿元，超过 2017 全年新增公告订单的 2 倍。新增项目中含两项河道整治、水环境修复项目，北方园林业务布局已明显向水环境治理领域延伸，预计未来公司的环境治理和景观园林业务将有更多的协同。

图 34 北方园林 2016 年以来公告订单数



资料来源：公司公告、山西证券研究所（不含招商引资项目）

北方园林原股东承诺，2016-2019 年累计扣非净利润达到 4.23 亿元，累计经营性现金流量净额达到 1.74 亿元。截止 2017 年报，北方园林累计实现扣非净利润 2.26 亿元，2018 上半年北方园林实现净利润 0.87

亿元（未经审计），北方园林实现扣非净利润承诺的压力不大。截止2017年末，公司已累计实现经营性现金流量净额0.94亿元，距2018年报累计承诺金额还差0.8亿元，实现现金流承诺存在一定的压力。

表 12 北方园林业绩承诺完成情况（单位：亿元）

项目	业绩承诺	截止 2017 年累计完成	差额
扣非净利润（16-19）	4.23	2.26	1.97
经营性现金流量净额（16-18）	1.74	0.94	0.80

资料来源：公司公告，山西证券研究所

我们认为，中科鼎实和北方园林未来将成为公司生态园林板块的重要支柱。中科鼎实的土壤和地下水修复业务与北方园林的生态治理业务有望形成良好协同，对公司整个生态板块的发展形成有效的支撑。

4. 其他业务板块：完善“互联网+”的战略布局

4.1 清洁能源服务：京蓝能科

京蓝能科是公司2015年成立的全资子公司，为清洁能源综合服务提供商，以工业提质增效升级为战略发展方向，业务范围涵盖化工残废液综合处理工程、余热余压发电、干熄焦发电等领域。

京蓝能科成立以来，分别与中化总院、潍焦集团、莒县国有资本运营有限公司签订框架协议，并中标5项较大规模订单，订单金额合计10.03亿元。

表 13 京蓝能科近三年主要框架协议及订单（单位：亿元）

分类	日期	项目名称	订单金额
框架协议	2016年8月24日	《节能技改项目整体合作协议》	-
	2017年4月7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
	2017年6月30日	《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》	-
框架协议合计			>5

订单	2016 年 1 月 1 日	《合同能源管理服务合同》	0.35
	2016 年 1 月 1 日	《鹤壁市化工残废液资源综合利用项目投资建设-移交合同》	0.23
	2016 年 7 月 22 日	《古县利达焦化有限公司 90t/h 干熄焦项目建设合同》	2.34
	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 7 月 5 日	《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
订单金额合计			10.03

资料来源：公司公告、山西证券研究所

2018 年中报，清洁能源板块业务收入仅占公司营收总额的 1.5%，随着中科鼎实的注入，清洁能源板块对业绩的支撑作用将进一步降低。

4.2 物联网云平台：京蓝云智/固安京蓝云

京蓝云智和固安京蓝云均为公司的全资子公司，他们打造的京蓝物联网云平台，为公司的智慧节水运营服务起到重要的支撑作用。该平台通过物联网技术采集、监控、管理水源水质信息、园林环境用水信息、农业生产用水信息等，同时通过大数据技术形成一个覆盖前期预测、中间控制、后期处理的综合一体的生态环境决策系统。

应用到公司的智慧节水灌溉项目中时，云平台通过对农田湿度、温度、土壤墒情等数据的监控、采集和分析，可以为节灌系统的使用者（农户等）提供更为科学、准确的农业生产信息，同时提供灌溉、施肥建议，在物联网系统的整合下，实现更为便捷的操作。物联网云平台为公司“建管服”一体化业务模式不可或缺的重要载体。

2018 年 9 月 21 日，上市公司与阿里云计算有限公司签署了《框架合作协议》，在图像识别、农机大数据、数据价值挖掘等多方面进行合作，共同推进农业物联网以及农业大数据等新技术的应用。双方未来合作的落地将有利于公司智慧节灌项目的推广，助力公司获取更大的市场份额，引领智慧节灌行业的发展。

4.3 创新孵化器：京蓝有道

上市公司重点规划了企业级创新孵化器——京蓝有道创业投资有限公司，主要为与公司主营业务相关的新技术创业团队、小微公司提供资金、资源和管理支持，助其迅速成长、成熟后纳入集团体系，对公司业务进行补充与完善。目前已成功孵化了京蓝国际工程，支撑公司开拓国际业务；孵化了研发中心——京蓝技术研究院，提高企业的技术水平和创新能力。京蓝有道作为上市公司的重要组成部分，将持续为公司的发展带来新的技术和活力。

6. 投资及估值建议

节灌板块：公司子公司京蓝沐禾为节灌行业龙头，与同行业公司相比竞争优势明显，公司目前在手订单丰富，能够为未来两年业绩增长提供较强保障。公司拟对京蓝沐禾进行存续分立，分立后节灌板块的生产经营效率有望进一步提升，在项目能够顺利推进的情况下，为节灌板块未来的稳定增长提供有力支撑。

园林板块：生态板块子公司京蓝北方园林在传统景观园林业务顺利拓展的同时，已成功涉入水环境治理领域，且其整合进上市公司后新增订单规模明显提高，未来在上市公司的助力下，业绩增长有较强保障。

土壤修复板块：公司拟继续以发行股份、参与设立并购基金（中安和泓）等方式继续收购中科鼎实 73.89% 股权；中科鼎实为环境修复行业龙头企业，技术背景强大且具有丰富的大型、复杂工程经验，在行业格局尚未成型、行业需求快速释放的时期，具有较强的竞争优势。我们预计 2019 年一季度末公司能够完成对中科鼎实第二步的收购计划，从而带来每年约 1 亿的利润，同时与北方园林形成协同，进一步完善公司生态产业链布局。

我们认为，公司“生态环境产业+互联网”战略布局日臻完善，子公司京蓝沐禾和中科鼎实均为所在细分行业龙头，竞争优势明显，有望

在行业规范、快速发展的进程中显著受益。未来，北方园林的地下水修复和中科鼎实的土壤修复业务有望形成协同，为上市公司生态环境产业的发展形成更好的支撑。

表 14 盈利预测分拆

业务板块	2016	2017	2018E	2019E	2020E
节水灌溉	4.28	12.50	16.25	19.50	22.43
YoY	-	-	25%	20%	15%
毛利率	29.11%	32.63%	32%	32%	32%
生态园林	0	5.40	9.96	10.97	12.06
YoY	-	-	25.26%	10%	10%
毛利率	-	29.08%	27%	27%	%
环境修复	0	0	0	3.22	5.56
YoY	-	-	-	-	53.59%
毛利率	27.18%	41.41%	40%	37%	37%
其他	0.33	0.18	0.21	0	0
YoY	-	-44.74%	14.22%	-	-
毛利率	-	58.68%	58%	-	-
合计	4.61	18.08	26.43	33.69	40.05
YoY		292%	46%	27.5%	18.9%

资料来源：公司公告、山西证券研究所（注*：其他业务 2017 年毛利率参考中报清洁能源板块毛利率）

我们预计 2018-2020 年营业收入分别为 26.43/33.69/40.05 亿元，归属母公司净利润分别为 3.06/3.57/4.21 亿元，EPS 分别为 0.35/0.41/0.48 元。对应 2018 年 11 月 30 日收盘价 6.30 元，2018-2020PE 分别为 18.06\15.46\13.13，维持“增持”评级。

7. 风险提示

政策推进不及预期；项目进度不及预期；PPP 项目经营风险；重组进度不及预期；商誉减值风险（2017 年报商誉占总资产比例为 14.36%）；系统性风险。

资产负债表					利润表				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	5,045	9,518	12,218	13,844	营业收入	1,808	2,643	3,369	4,005
现金	1,048	5,286	6,739	7,210	营业成本	1,236	1,842	2,330	2,756
应收账款	1,058	1,189	1,515	1,801	营业税金及附加	14	21	27	32
其他应收款	442	646	823	978	销售费用	48	79	84	100
预付账款	222	394	612	870	管理费用	152	233	280	332
存货	2,565	2,548	3,223	3,813	财务费用	77	157	275	346
其他流动资产	(289)	(544)	(694)	(828)	资产减值损失	(26)	(7)	2	4
非流动资产	3,668	4,013	4,345	4,631	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	28	7	11	16	投资净收益	(0)	17	17	17
固定资产	320	300	280	259	营业利润	309	336	388	453
无形资产	104	97	90	84	营业外收入	17	0	0	0
其他非流动资	3,216	3,609	3,964	4,272	营业外支出	4	3	3	3
资产总计	8,713	13,531	16,562	18,476	利润总额	321	333	385	450
流动负债	3,920	7,727	10,427	11,942	所得税	21	21	21	21
短期借款	1,897	5,851	8,106	9,147	净利润	301	312	364	429
应付账款	869	431	546	646	少数股东损益	11	6	7	8
其他流动负债	1,155	1,445	1,775	2,150	归属母公司净利润	289	306	357	421
非流动负债	440	1,006	991	988	EBITDA	414	520	690	825
长期借款	129	239	319	319	EPS (元)	0.33	0.35	0.41	0.48
其他非流动负	310	766	671	668					
负债合计	4,360	8,732	11,417	12,930					
少数股东权益	111	117	124	132					
股本	731	877	877	877					
资本公积	3,128	3,128	3,128	3,128					
留存收益	383	677	1,016	1,409					
归属母公司股东权	4,242	4,682	5,022	5,414					
负债和股东权益	8,713	13,531	16,562	18,476					
现金流量表					主要财务比率				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	(395)	(256)	(389)	(101)	成长能力				
净利润	301	306	357	421	营业收入	292.34%	46.18%	27.49%	18.88%
折旧摊销	32	27	27	26	营业利润	928.95%	8.75%	15.63%	16.65%
财务费用	85	157	275	346	归属于母公司净利润	2313.00%	5.71%	16.84%	17.75%
投资损失	0	(17)	(17)	(17)	获利能力				
营运资金变动	(1,237)	(728)	(1,041)	(888)	毛利率(%)	31.64%	30.32%	30.85%	31.19%
其他经营现金	424	(1)	9	12	净利率(%)	16.00%	11.57%	10.60%	10.50%
投资活动现金流	(1,760)	55	(77)	(88)	ROE(%)	6.90%	6.49%	7.08%	7.73%
资本支出	0	(74)	(90)	(100)	ROIC(%)	16.51%	6.63%	6.81%	6.73%
长期投资	(23)	21	(4)	(5)	偿债能力				
其他投资现金	(1,737)	108	17	17	资产负债率(%)	50.04%	64.53%	68.93%	69.98%
筹资活动现金流	2,141	4,361	1,829	560	净负债比率(%)	-6.85%	-68.63%	-92.47%	-84.13%
短期借款	1,637	3,953	2,256	1,041	流动比率	1.29	1.23	1.17	1.16
长期借款	73	110	80	0	速动比率	0.63	0.90	0.86	0.84
普通股增加	405	146	0	0	营运能力				
资本公积增加	610	0	0	0	总资产周转率	0.28	0.24	0.22	0.23
其他筹资现金	(584)	151	(507)	(481)	应收账款周转率	3.68	4.56	5.45	5.29
现金净增加额	(15)	4,160	1,363	371	应付账款周转率	2.84	4.07	6.89	6.72

请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上

增持： 相对强于市场表现 5~20%

中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动

减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现

中性： 行业与整体市场表现基本持平

看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。