

# 信义山证 汇通天下

证券研究报告

节灌

京蓝科技(000711.SZ)

维持评级

报告原因：年报点评

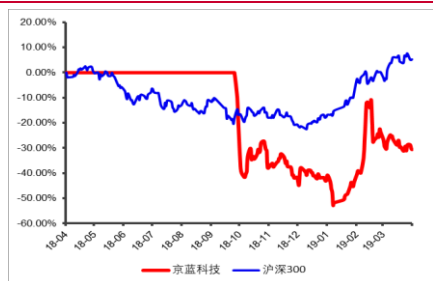
现金流短期承压，期待中科鼎实注入新活力

增持

2019年4月25日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2019年4月24日

收盘价(元):	6.95
流通 A 股/总股本(亿):	4.06/10.24
流通 A 股市值(亿):	28.24
总市值(亿):	71.14

基础数据：2018年12月31日

基本每股收益	0.12
每股净资产:	4.95
净资产收益率:	3.47%

相关报告：《京蓝科技(000711.SZ)：节灌龙头再落一子，生态布局日臻完善》  
-2018.12.02

分析师：张婉姝

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

北京市西城区平安里西大街中海国际中心 7 层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件描述

- 公司发布 2018 年年度报告，2018 年公司实现营业收入 24.91 亿元，同比增长 37.77%，归属于上市公司股东净利润 1.03 亿元，同比下降 64.56%，扣除非经常性损益净利润 0.74 亿元，同比下降 73.14%。

事件点评

- 节灌、园林两大主要板块增长平稳。2018 年，公司生态节水运营服务实现营收 15.76 亿元，同比增长 26.07%；园林环境科技服务实现营收 8.73 亿元，相比 2017 年并表收入增长 61.66%。公司园林环境科技服务板块业务又控股子公司北方园林承接，考虑到北方园林于 2017 年 9 月并表，2017 年合并报表营收未反应其全年营收，根据公司《关于对京蓝北方园林(天津)有限公司实施债转股的公告》，我们可以知道北方园林 2017 年全年实现营收 7.95 亿元，则 2018 年北方园林营收增速为 9.73%。截止 2018 年，京蓝沐禾已完成业绩承诺；北方园林累计完成净利润业绩承诺的 79.72%，累计实现经营性现金流量净额-3.6 亿元，2019 年实现承诺现金流具有一定压力(2017-2019 累计经营性现金流量净额不低于 1.74 亿元)。
- 四季度营收同比下降，毛利率略有下滑。2018 年四季度，公司实现营业收入 8.20 亿元，同比下降 8.28%，环比增长 49.91%（主要受到结算进度影响）。公司四季度毛利率为 28.29%，同比下降 2.36pct，环比上升 1.42pct。
- 各板块毛利率均下滑，财务费用率明显提升。1) 2018 年，公司生态节水运营服务实现毛利率 29.68%，同比下降 3.21pct；园林环境科技服务实现毛利率 27.63%，同比下降 1.46pct；公司整体实现毛利率 29.34%，同比下降 2.30pct，主要受到采购及人工成本增加的影响。2) 公司 2018 年财务费用率为 8.95%，同比上升 4.69pct，增幅明显。公司销售费用率/管理费用率分别为 2.57%/9.43%，分别同比变动-0.09pct 和 1.03pct。
- 应收账款同比减少，存货大幅增加，经营性净现金流大幅较少。2018 年末，公司应收账款为 5.49 亿元，同比减少 11.02%。因公司年内开工项目较多，2018 年存货规模同比上升 78.90%至 45.69 亿元。公司 2018 年经营性净现金流为-8.43 亿元，同比下降 4.48 亿元。
- 2019 一季度业绩同比下降。公司发布 2019 年一季度业绩预告，预计实

现归母净利润-0.9~-0.5 亿元，同比下降 37.68%-12.17%。一方面是原有节灌和园林业务季节性明显，且公司业务多处于北方，一季度处于项目准备期，二季度开工较多；另一方面是公司并购中科鼎实，合并报表范围发生变化，且各项费用同比有所增长。

- **收购中科鼎实切入环境修复行业。**2019 年 1 月，公司完成对中科鼎实 56.72%股权的收购，截止目前，公司持有中科鼎实股份 77.72%股权，中科鼎实成为公司的控股子公司。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。参考业绩承诺和行业发展情况，我们预计中科鼎实能够为公司带来每年约 1 亿利润，同时有望与北方园林形成协同，进一步完善公司生态产业链布局。

#### 投资建议

- 我们认为，公司节灌、园林业务发展较为平稳，2018 年融资成本较高且开工项目较多，导致现金流压力较大；但新并表子公司中科鼎实为环境修复行业龙头，公司目前在手订单规模超 10 亿，2018 年以来行业景气度持续提升，未来有望成为公司新的盈利支柱。我们预计公司 19-21 年 EPS 分别为 0.27\0.27\0.31 元，对应公司 4 月 24 日收盘价 6.95 元，19-21 年 PE 分别为 26.18\25.87\22.31，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；行业竞争愈发激烈，利润率下降；商誉减值风险；债务及融资风险；系统性风险。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	6,964	13,785	15,485	16,083	<b>营业收入</b>	2,491	3,105	3,496	3,737
现金	590	6,210	6,992	6,984	营业成本	1,760	2,158	2,423	2,574
应收账款	1,170	1,413	1,591	1,701	营业税金及附加	15	18	21	22
其他应收款	622	775	873	933	销售费用	64	93	87	93
预付账款	190	233	281	300	管理费用	235	293	290	310
存货	4,569	5,617	6,241	6,671	财务费用	223	252	384	410
其他流动资产	(177)	(464)	(493)	(505)	资产减值损失	18	8	4	(4)
<b>非流动资产</b>	4,031	4,268	4,427	4,511	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	5	7	11	16	投资净收益	30	17	17	17
固定资产	372	349	325	302	<b>营业利润</b>	190	300	304	348
无形资产	143	134	125	116	营业外收入	3	0	0	0
其他非流动资产	3,510	3,778	3,966	4,078	营业外支出	4	3	3	3
<b>资产总计</b>	10,995	18,053	19,912	20,595	<b>利润总额</b>	189	297	301	345
<b>流动负债</b>	5,656	12,229	13,979	14,511	所得税	83	21	21	21
短期借款	2,454	7,961	9,066	9,064	<b>净利润</b>	106	276	280	324
应付账款	1,430	1,985	2,229	2,367	少数股东损益	4	5	5	5
其他流动负债	1,771	2,283	2,684	3,079	<b>归属母公司净利润</b>	103	272	275	319
<b>非流动负债</b>	850	921	764	600	EBITDA	476	585	720	791
长期借款	306	456	456	536	EPS (元)	0.10	0.27	0.27	0.31
其他非流动负	545	466	309	65					
<b>负债合计</b>	6,506	13,150	14,744	15,111					
少数股东权益	146	150	155	160					
股本	877	1,024	1,024	1,024					
资本公积	2,982	2,982	2,982	2,982					
留存收益	485	747	1,008	1,318					
归属母公司股东权	4,343	4,752	5,013	5,323					
<b>负债和股东权益</b>	10,995	18,053	19,912	20,595					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E	
<b>经营活动现金流</b>	(843)	(174)	168	535	<b>成长能力</b>				
净利润	106	272	275	319	营业收入	37.77%	24.67%	12.59%	6.89%
折旧摊销	54	33	32	32	营业利润	-38.39%	58.01%	1.09%	14.70%
财务费用	227	252	384	410	归属于母公司净利润	-64.56%	165.05%	1.18%	15.97%
投资损失	(30)	(17)	(17)	(17)	<b>获利能力</b>				
营运资金变动	(1,728)	(726)	(515)	(210)	毛利率(%)	29.34%	30.50%	30.69%	31.12%
其他经营现金	527	13	9	1	净利率(%)	4.12%	8.75%	7.87%	8.53%
<b>投资活动现金流</b>	(488)	179	(77)	(88)	ROE(%)	2.36%	5.64%	5.41%	5.91%
资本支出	0	(74)	(90)	(100)	ROIC(%)	8.62%	5.70%	5.81%	5.88%
长期投资	23	(2)	(4)	(5)	<b>偿债能力</b>				
其他投资现金	(511)	255	17	17	资产负债率(%)	59.17%	72.84%	74.04%	73.38%
<b>筹资活动现金流</b>	708	5,542	601	(555)	净负债比率(%)	31.22%	-60.41%	-53.33%	-39.27%
短期借款	557	5,507	1,105	(2)	流动比率	1.23	1.13	1.11	1.11
长期借款	176	150	0	80	速动比率	0.42	0.67	0.66	0.65
普通股增加	146	147	0	0	<b>营运能力</b>				
资本公积增加	(147)	0	0	0	总资产周转率	0.25	0.21	0.18	0.18
其他筹资现金	(25)	(262)	(505)	(633)	应收账款周转率	4.28	5.23	5.15	5.03
<b>现金净增加额</b>	(624)	5,547	692	(108)	应付账款周转率	2.17	1.82	1.66	1.63

每股指标 (元)					估值比率				
每股收益(最新摊薄)	0.10	0.27	0.27	0.31	P/E	69.4	26.2	25.9	22.3
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.82)	(0.17)	0.16	0.52	P/B	1.6	1.5	1.4	1.3
每股净资产(最新摊薄)	4.24	4.64	4.90	5.20	EV/EBITDA	21.83	23.55	20.26	17.83

**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方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。