

强烈推荐-A (维持)

博世科 300422.SZ

目标估值: 23.97 元
当前股价: 16.29 元

2017 年 06 月 14 日

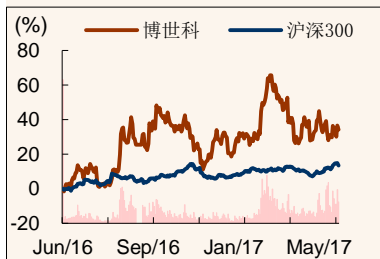
见龙在田，利见风云

基础数据

上证综指	3131
总股本(万股)	35607
已上市流通股(万股)	17586
总市值(亿元)	58
流通市值(亿元)	29
每股净资产(MRQ)	2.8
ROE(TTM)	7.4
资产负债率	59.6%
主要股东	王双飞
主要股东持股比例	21.26%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	4	19	29
相对表现	-2	14	12



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

1、《博世科(300422)——纯阳看年报之关于博世科年报的四点分析》2017-03-13

2、《博世科(300422)——博世科:定增完成,兼具小体量与强内生的优质标的》2016-09-30

3、《博世科(300422)——2016 中报点评:传统主业下滑,市政环保 PPP 业务增速超预期》2016 年 08 月 20 日

朱纯阳

010-57601855

zhucy3@cmschina.com.cn

S1090515060001

张晨

010-57601866

zhangchen2@cmschina.com.cn

S1090513100003

博世科,蛟龙也,“技术导向+大环保平台+真实增速高于利润表所示”构其身軀,乘“乡镇污水处理+土壤修复+河道治理”之风云而出水,游于田,利见大人。我们预计公司 2017-2019 年归属母公司净利润分别为 1.55、2.85 和 4.12 亿元,给予 2018 年 30 倍 PE 估值,对应 2017 年年底目标价为 23.97 元/股,维持“强烈推荐-A”评级。

- 蛟龙之身。从技术底蕴、大环保平台搭建以及财务报表重构三个角度来看,博世科公司虽小,但实为潜于水下之蛟龙也。首先,博世科公司凭技术起家,创始人为著名学者出身,研发团队强大,员工学历水平普遍较高,过往项目出色完成也印证了公司技术之精良,底蕴之深厚;其次,博世科市值虽小却已在市政污水处理、河道治理、土壤修复、烟气治理、固废处理等多个领域有实质性业务,成为一家小型却平台型公司,其业务之齐、平台之固在国内环保上市公司中实属稀少和珍贵;最后,通过扣除“非经常性损益”的方式对财务报表进行重构,拨云见日,还原公司真实的更高增速。2015 和 2016 年扣除“非经常性损益”影响后的净利润分别同比增长 50.1%和 67.7%,大幅高于当年年报中利润表的同比 37.3%和 42.7%的增速。
- 见龙在田,利见风云。作为潜于水下之蛟龙,博世科励精图治,积极调整业务方向,储备技术和经验,有扶摇直上之势。博世科的“风云”主要为 PPP 模式下的乡镇污水处理、土壤修复和河道治理。首先,在城市污水处理率高达 90%以上、和 PPP 模式可以解决地方政府投资乡镇污水的资金不足问题的背景下,乡镇污水处理市场已经启动,博世科早在 2015 年就已果断进入此领域,2016 年所公告乡镇污水订单已有 7 个,占得先机;其次,公司在土壤修复领域不仅有包括具有里程碑意义的南化项目在内的多个大型项目实践,而且提前布局,收购加拿大 RX 公司,积累油田修复领域的技术和经验,目前,公司已拥有土壤修复全链条的业务能力,静待土壤修复市场的爆发;最后,公司背靠有丰富河道治理需求的广西及周边市场,凭借公司齐全的业务体系,可承接河道治理、流域综合治理 PPP 项目,享受更大空间和带来极高业绩弹性。公司 6 月 5 日预中标总投资规模高达 9.18 亿元的南宁市城市内河黑臭水体治理工程 PPP 项目正是前述优势的最新体现。
- 订单充沛弹性高,维持强烈推荐评级。截至本报告日,公司所公告在手合同额累计达到 47.28 亿元,这一金额为公司 2016 年营业收入的 5.7 倍,对未来业绩增长具有良好支撑。我们预计,公司 2017-2019 年的归属母公司净利润为 1.55、2.85 和 4.12 亿元,对应 EPS 分别为 0.44、0.80 和 1.16 元,给予 2018 年 30 倍 PE 估值,对应 2017 年年底目标市值 85.4 亿元,目标价为 23.97 元/股,公司 6 月 14 日收盘价为 16.29 元/股,维持“强烈推荐-A”评级。
- 风险提示:新业务拓展进度低于预期;订单结算进度低于预期。

正文目录

一、博世科乃潜于水下之蛟龙	2
1、不忘初心，公司成长伴随技术进步	3
2、打造环保大平台，彰显大市值目标	5
3、重构财务报表还原背后高增长	8
二、见龙在田，利见风云	10
1、乡镇污水处理市场启动，博世科已占得先机	10
2、土壤修复市场打开在即，公司已订单增长迅速且有重大项目实践，收购 RX 公司提前布局	12
3、独特地理区位，享受河道治理大空间，带来业绩高弹性	17
三、订单充沛弹性高，维持强烈推荐评级	18
1、在手订单充沛，未来持续拿单可预期，促进收入快速增长	18
2、业绩增速快，弹性高，享有高估值，维持“强烈推荐-A”评级	19

图目录

图 1：博世科核心研究团队	4
图 2：环保公司员工学历构成占比	4
图 3：博世科 2014-2016 年分业务收入构成	6
图 4：博世科环保平台业务框架梳理	7
图 5：博世科业务框架中有 PPP 项目拓展潜力的相关板块	8
图 6：ACM 生物反应器的工艺流程图	11
图 7：大湖项目基本工艺流程图	15
图 8：南化项目污染土壤修复技术路线图	16
图 9：南化项目污染地下水修复路线图	16

表目录

表 1：博世科所公告 2015 年至今中标订单按业务分类数量统计	6
表 2：博世科 2014-2016 年鼓励费用和资产减值情况（万元）	8
表 3：乡镇污水处理建设市场规模测算	11
表 4：博世科 2017 年新增乡镇污水订单（截止 2017/5/31）	12
表 5：博世科 2017 年新增土壤修复订单（截止 2017/5/31）	14
表 6：博世科收入拆分、确认及预测	18
附：财务预测表	21

一、博世科乃潜于水下之蛟龙

从技术底蕴、平台搭建及财务报表重构三个角度来看，博世科公司虽小，但实为潜于水下之蛟龙也。首先，博世科公司凭技术起家，创始人作为著名学者出身，研发团队强大，员工学历水平普遍较高，过往项目出色完成也印证了公司技术之精良，底蕴之深厚；其

次，博世科市值虽小却已在市政污水处理、河道治理、土壤修复、烟气治理、固废处理等多个领域有实质性业务，成为一家小型却平台型公司，其业务之齐、平台之固在国内环保上市公司中实属稀少和珍贵；最后，通过扣除“非经常性损益”的方式对财务报表进行重构，拨云见日，还原公司真实的更高增速。

1、不忘初心，公司成长伴随技术进步

博世科公司核心管理层为王双飞、宋海农、杨崎峰三位博士，凭技术起家，技术底蕴是公司发展的基石。

(1) 技术起家，研发团队强大

公司成立于1999年4月，由广西大学几位老师联合创办，2004-2007年，公司开始瞄准环保战略新兴产业，在水污染治理领域积极开展研发，技术积累由此开始。目前，公司已发展成为水处理、土壤修复、固废处置等环境综合治理业务提供整体解决方案的国家火炬计划重点高新技术企业，拥有多位院士、教授、博士的强大研发团队。

其中，公司董事长王双飞博士作为国务院学位委员会第六届、第七届学科评议组成员，享受国务院特殊津贴专家，曾荣获2014年度“全国五一劳动奖章”；总经理宋海农博士，为享受国务院特殊津贴专家，2016年入选国家中青年科技创新领军人才，列入广西第十五批新世纪“十百千人才工程”第二层次人选；副董事长杨崎峰博士为首批国家环境保护专业技术青年拔尖人才，第三届南宁市青年科技奖获得者，第九批南宁市新世纪学术和技术带头人第一层次培养人。

公司设有院士工作站、博士后工作站、人才小高地、特聘专家等技术研发平台。其中公司院士工作站聘任曲久辉院士、陈克复院士为合作院士，为公司创新规划及重大关键问题提供技术支持；此外，还引入郭书海博士、王明玉博士、北京科技大学周北海教授、厦门大学曹文志教授等为公司特聘专家，这些特聘专家目前和公司保持紧密的联系，通过项目、技术及人才合作的方式提供技术支持。

- **驻站院士-曲久辉院士：**重点领域为重金属污染治理与生态修复技术。
- **合作院士-陈克复：**重点领域为纸浆清洁化生产；
- **特聘专家-郭书海博士：**重点领域包括工业废水处理、固废无害化与资源化、污染土壤与工业场地修复等。
- **特聘专家-王明玉博士：**重点领域为污染土壤修复、地下水污染治理、底泥处理、尾矿及矿区土壤修复等。
- **特聘专家-北京科技大学周北海教授：**重点领域为水污染控制与治理技术、饮用水安全保障技术、固体废物处理处置及资源化技术
- **特聘专家-厦门大学曹文志教授：**重点领域为河流生态学；、水文与水资源、流域生态过程。

图1：博世科核心研究团队

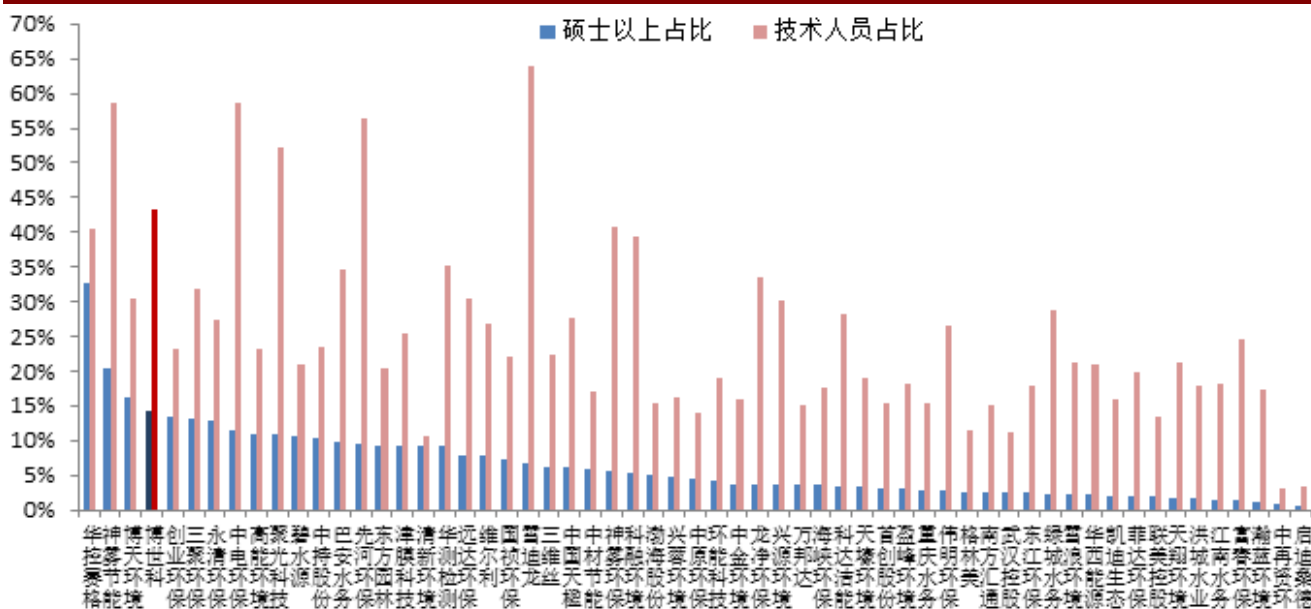


数据来源：公司资料，招商证券

(2) 公司员工整体学历素质高，技术人员占比高

截止 2016 年年末，公司拥有技术人员 448 人，其中博士 30 余人，硕士 120 余人。从公司员工的学历构成来看，博世科公司的硕士及以上学历员工占比名列行业内第四位，前几家均为以技术见长的环保企业。公司技术人员占比也远高行业平均水平，也表明公司对技术研发的重视。

图2：环保公司员工学历构成占比



资料来源：wind，招商证券

(3) 各领域已有项目出色印证技术精良

从公司在各已有业务领域的工程业绩来看，项目实施情况均很出色，也是对公司技术精良的验证。随着追求质量目标时代的到来，环保行业已进入技术溢价和管理溢价的大变革时代，而在新时代中，博世科这类技术型公司市场份额扩张和盈利能力提升将会大超

市场预期。

- **工业污水末端处理:**是公司起家的传统强势业务板块,高浓工业废水厌氧处理技术、难生化降解废水深度处理技术是公司的三大核心技术中的两项,均达到国际先进水平。其中,高浓工业废水厌氧处理技术可与世界最大的荷兰帕克公司竞争。在造纸行业污水处理中公司具有绝对优势,国内前四强的造纸企业均使用公司技术。
- **工业污水前端控制:**以二氧化氯制备系统供应为核心业务,其对应的纸浆清洁生产也是公司三大核心技术之一;公司的二氧化氯制备系统打破了国外企业对该领域的垄断,并走出国门,在国际市场上与国外知名二氧化氯供应商展开竞争,并获得印尼大型订单(两个项目单体均在一亿级别)。在国内二氧化氯制备系统中公司设备市占率达到40%以上。
- **市政污水及水体修复:**公司开发出ACM生物反应器,适用于规模为100~2000m³/d乡镇生活污水处理,该工艺入选广西住房和城乡建设厅“十三五”乡镇污水处理推荐工艺,已运用于公司多个乡镇污水项目。
- **土壤修复:**公司在湖南清水塘地区已有项目(大湖BT),并与高能环境同台竞争,效果媲美。株洲清水塘被列入全国第一个获国务院批准的重金属污染治理试点方案七大重点治理区域之一,大湖BT项目属于湘江流域株洲清水塘重金属污染治理工程重点项目。公司2016年4月中标南化公司搬迁地块土壤治理修复工程设计施工总承包项目并已基本完工,合同金额1.99亿,金额之大在全国土壤修复领域亦属罕见。
- **烟气治理领域:**公司完成了难度最高的玻璃行业脱硝典型项目(亚洲最大的光伏企业——浙江福莱特光伏玻璃集团股份有限公司玻璃窑脱硝工程)。公司亦在脱硫领域有所斩获,2015年年底签订贺州市铝电子产业项目(一期)工程脱硫岛(EPC)及辅机设备采购合同,目前正在正常履行中。
- **固废处理:**陆川博世科承建的“陆川县固体废弃物制备天然气综合利用项目”被广西陆川县列为生物质能源综合利用示范项目。公司目前也在研究开发是和乡镇市场使用的小型垃圾处理设备。

2、打造环保大平台,彰显大市值目标

(1) 转型初见成效,传统业务渐淡出

工业污水处理是公司的传统强势业务板块,在过往业绩中占比较多,但目前只是公司业务的冰山一角,已完成向以供水、市政污水处理、河道治理、土壤修复等为主的业务转变。

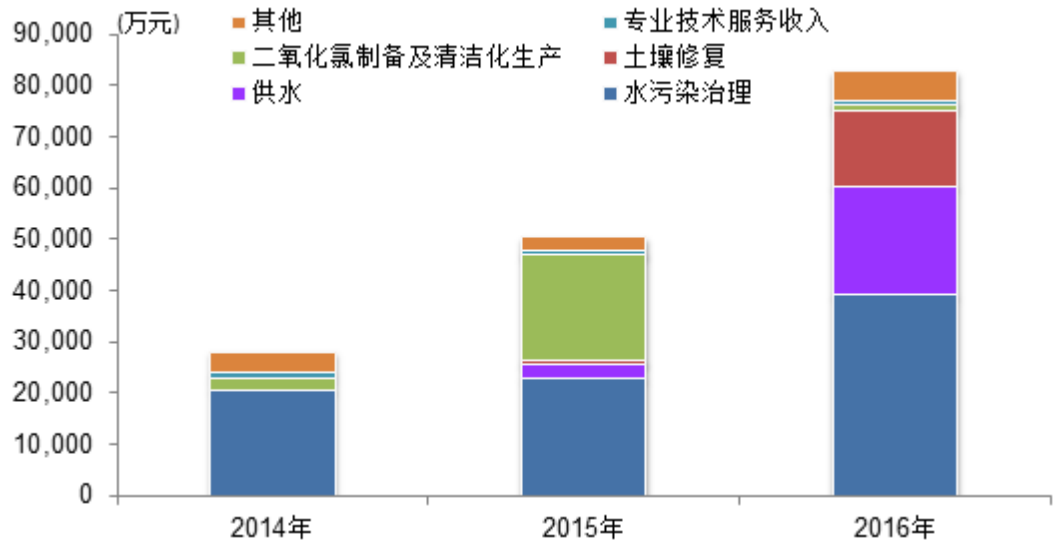
➤ 从订单金额和收入构成看业务变迁

截至2014年,二氧化氯制备及清洁化生产和工业污水处理(传统业务)仍然是公司的最主要业务,公司招股说明书披露的公司合同金额300万元以上的主要项目列表中统计可知,2013、2014年公司中标二氧化氯制备及清洁化生产项目分别3、3个,合同金额分别为4050万和2.3亿元;工业(基本为造纸行业)污水处理项目分别为31和12个,合同金额1.6和2.4亿元;市政类污水及污泥处理项目分别为2个和11个,合同金额为1000万和1.8亿元。可见虽然2014年公司业务重心依然在传统的造纸行业的

水污染前端控制及后端污水治理，但与此同时其他业务也已开始崭露头角，特别是市政类污水及污泥处理项目，2014 年增长迅速。除此之外，公司 2013 年度还中标固废项目等项目，2014 年度还中标烟气治理等项目。

下图为公司 2014-2016 年分业务的收入构成，可见二氧化氯制备及清洁生产业务在 2015 年猛然出现收入规模及占比较大，但于 2016 年又重新降至较低水平，相反，土壤修复和供水业务在 2016 年收入激增，成为重要的收入贡献点。2016 年公司的业务已经基本转型为水污染治理、供水、和土壤修复三足鼎立的局面。

图3：博世科2014-2016年分业务收入构成



数据来源：公司公告，招商证券

➤ 从订单类型及统计看业务变迁

下表为博世科所公告的 2015 年至今中标订单的按业务分类数量统计，可见从 2015 年起，公司持续获得规模较大的河道治理/综合治理和供水领域的订单，乡镇污水和土壤修复领域从 2016 年开始爆发（乡镇污水 2017 年以来虽然没有新增公告订单，但实为已打包在综合治理项目之内以及未在日常公告中公告之故），工业污水和烟气业务自 2016 年起没有再获得大型订单。这也从另一角度说明了公司目前业务以水污染治理（不包括工业污水处理）、供水、土壤为重点。

表 1：博世科所公告 2015 年至今中标订单按业务分类数量统计

年份	水污染治理					供水	重金属 /土壤 修复/ 固废	烟气	总计
	乡镇污水	城市污水	河道治理/综合治理	工业污水					
2015	0	1	1	4		3	0	1	10
2016	7	0	1	0		2	1	0	11
2017 (截止报告日)	0	0	2	1		1	1	0	5
合计	7	1	4	5		6	2	1	26

资料来源：公司公告，招商证券整理；

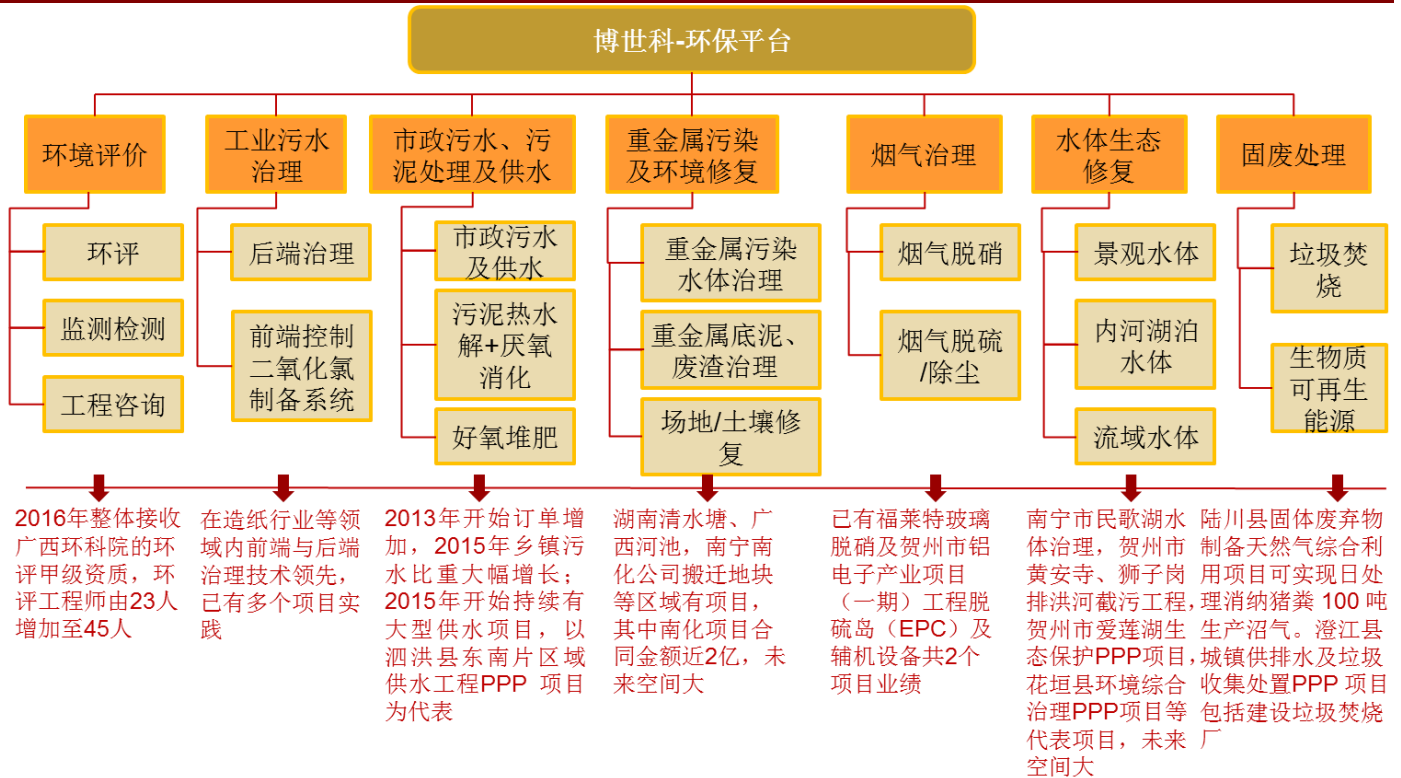
(2) 多领域布局，平台日渐完善

目前，博世科已向重金属污染治理与环境修复、污泥处理、水体生态修复、烟气治理、

生物质能源等多个新业务方向储备技术、力图拓展。“环评+工业污水+市政供水、污水+土壤及水体环境修复+污泥处理+固废”的环保平台雏形已现。

- **环境评价**: 2016 年整体接收广西环科院的环评甲级资质, 环评工程师由 23 人增至 45 人。
- **工业污水治理**: 主要集中在造纸行业, 前端控制(二氧化氯制备系统)和末端治理业务技术路线, 业务成熟。
- **市政污水及污泥处理**: 2013 年开始订单增加, 2016 年乡镇级别污水处理订单猛增。
- **重金属污染及环境修复**: 湖南清水塘、广西河池等示范区有项目, 南化项目为其标杆项目, 一举奠定公司处于土壤修复领域第一阵营的地位。
- **烟气治理**: 主要有福莱特玻璃脱硝和贺州铝电子产业项目(一期)工程脱硫岛项目涵盖脱硫和脱硝领域。
- **水体生态修复**: 已有南宁市民歌湖水体治理项目、贺州爱莲湖生态保护 PPP 项目、花垣县环境综合治理 PPP 项目等多个项目业绩。
- **固废处理**: 已有陆川县固体废弃物制备天然气综合利用项目以及澄江县城镇及垃圾收集处置 PPP 项目中建设垃圾焚烧厂等项目业绩。

图4: 博世科环保平台业务框架梳理



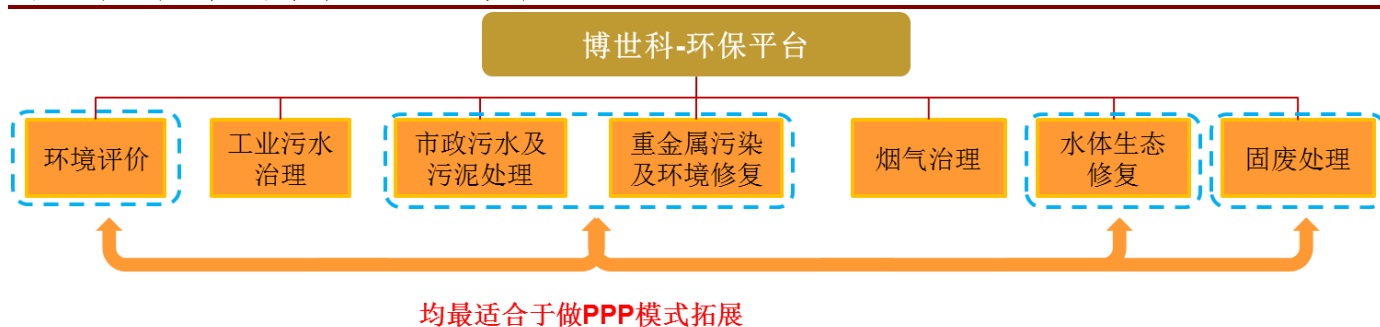
资料来源: 公司资料, 招商证券

(3) 环保平台助力公司向 PPP 模式项目延伸

博世科目前平台型公司的雏形已现, 可以和 PPP 项目偏向于将不同领域的项目打包在一起的特点所对应, 凭借此优势, 博世科在 PPP 领域如鱼得水, PPP 项目订单规模持续增长, 截至 2016 年年报披露日, 公司 PPP 项目在手合同额累计达 15.63 亿元(含已中标项目), 未来有望凭借平台化的优势继续维持高速增长。

- 环评是 PPP 项目最前端入口，任何建设项目的第一步即是环境影响评价，环评通过后，才可以立项、拿土地，环评可作为获得 PPP 项目的重要抓手。
- 市政污水处理、污泥处理、环境修复、水体修复、固废处理等都是狭义 PPP 模式的极好应用领域。
- 从目前已发布环保 PPP 项目的情况来看，大多涉及污水处理、河道水体治理、生态修复、固废等领域。
- 能集成解决污水、污泥、土壤修复、水体修复、固废处理等的企业在地区打包 PPP 项目获取中将占据优势，而博世科凭借着其齐全的业务体系，在这方面拥有极大的优势。

图5：博世科业务框架中有PPP项目拓展潜力的相关板块



资料来源：招商证券

3、重构财务报表还原背后高增长

2016 年公司收入增长 64.26%、净利润增长 42.73%，乍看增速属于较高水平，但是通过对管理费用和资产减值中的“非经常性损益”的分析，博世科背后真实的、更高水平的净利润增速得以被还原。下表为博世科 2014-2016 年鼓励费用和资产减值情况。

表 2：博世科 2014-2016 年鼓励费用和资产减值情况（万元）

	2014	2015	2016
管理费用	2746.2	4886.2	8516.4
股权激励费用	0.0	94.9	1035.0
研究开发费	773.6	1600.5	2793.5
资产减值	828.5	1669.3	3099.5

资料来源：公司公告，招商证券整理

(1) 管理费用

公司 2014-2016 年的管理费用分别为 2746.2、4886.2、8516.4 万元，2015 和 2016 年的同比增幅分别为 77.9%和 74.3%。2016 年管理费用的大幅上升主要是报告期内股权激励费用和研究开发费大幅上升所致，2016 年的股权激励费用和研究开发费分别为 1035 万元和 2794 万元，比 2015 年分别增加了 940 万元和 1193 万元。2015 年的管理费用大幅增加主要是研究开发费用大幅增加了 827 万元所致。

股权激励费用源于公司 2015 年股权激励计划，因为股权激励不常有，所以此项费用可以认为是一项“非经常性损益”。并且，按照此股权激励计划的激励费用在各年的摊销安排，2017 年将大幅下降至 400 万元左右，2018 年降至 150 万元左右且摊销结束。

虽然研究开发费用大幅上升，2015 和 2016 年分别占管理费用 32.75%和 32.8%（若不考虑股权激励费用的影响，则为 37.3%），且不能将其以“非经常性损益”相待，但是，这却从侧面表明了公司未来以技术为指引的发展方向，前期的研究开发的投入对未来收入的影响是长期的、正向的，因此，仅从技术积累向收入转化的角度考虑，博世科未来收入的增长有很强的技术支撑。

（2）资产减值损失

博世科 2015 和 2016 年报告期内利润表中的资产减值损失分别为 1669.3 和 3099.5 万元，同比分别增长 101.4%和 85.68%，主要系应收账款计提的坏账准备增加所致。应收账款计提的坏账准备增加主要是因为公司应收账款大幅增加，而公司应收账款的大幅增加主要系公司经营规模扩大，工程结算量增加影响所致，并非相同业务范围和经营规模下的回款困难。2016 年报告期期末应收账款余额为 59674.2 万元，其中，账龄为 1 年以内以及 1 至 2 年的分别为 41940.5 万元和 13685.2 万元，占比分别为 70.3%和 22.9%，应收账款结构比较健康，未来收回为大概率事件，2014 和 2015 年的情况也和 2016 年类似。

由此可知，如果扣除股权激励费用和资产减值损失的影响，即将各年股权激励费用和资产减值损失加回当年报告期的利润总而，可得到 2014-2016 年利润总额分别为 4290.3、6736.3 和 11116.6 万元，在此基础上再扣减按当年综合所得税率所计算的所得税可得扣除“非经常性损益”影响后的净利润，分别为 3872.3、5811.1 和 9747.4 万元，比当年报告期净利润分别增加了 747.8、1521.9 和 3625.2 万元。2015 和 2016 年扣除“非经常性损益”影响后的净利润分别同比增长 50.1%和 67.7%，大幅高于未扣除“非经常性损益”影响的净利润同比 37.3%和 42.7%的增速。

二、见龙在田，利见风云

作为潜于水下之蛟龙，博世科励精图治，积极调整业务方向，储备技术和经验，有扶摇直上之势。博世科的“风云”主要为 PPP 模式下的乡镇污水治理、土壤修复和河道治理。首先，在城市污水处理率高达 90% 以上和 PPP 模式可以解决地方政府投资乡镇污水的资金不足问题的背景下，乡镇污水治理市场已经启动，博世科早在 2015 年就已果断进入此领域，2016 年所公告乡镇污水订单已有 7 个，占得先机；其次，公司在土壤修复领域不仅有包括具有里程碑意义的南化项目在内的多个大型项目实践，而且提前布局，收购加拿大 RX 公司，积累油田修复领域的技术和经验，目前，公司已拥有土壤修复全链条的业务能力，静待土壤修复市场的爆发；最后，公司背靠有丰富河道治理需求的广西及周边市场，凭借公司齐全的业务体系，可承接河道治理、流域综合治理 PPP 项目，享受更大空间和带来极高业绩弹性。公司 6 月 5 日预中标总投资规模高达 9.18 亿元的南宁市城市内河黑臭水体治理工程 PPP 项目正是前述优势的最新体现。

1、乡镇污水治理市场启动，博世科已占得先机

(1) PPP 模式促进乡镇污水市场启动，亦有相关政策支持

➢ PPP 模式解决资金问题，乡镇污水市场得以启动

目前，我国的城镇污水处理率已达到较高水平，但农村环境形势日益严峻，面临着环境污染和生态破坏的双重压力，农村生活污水已经成为我国主要流域水污染的重要因素之一。2012 年，全国村镇生活污水产生量 159 亿吨，四分之三由村庄排放，而村庄实际污水处理率仅 7%，90% 以上的村庄没有排水渠道和污水处理系统，因此，乡镇污水治理是尚未充分竞争、且容量充沛的蓝海市场。

但是乡镇水务市场迟迟无法启动的主要原因在于农村污水处理厂由于规模较小，单位造价较高，初始投资规模也较大，而村镇居民收取水费机制不明、运营盈利性堪忧，盈利机制不畅通；而其中，最大的难题也在于初始大规模投资问题无法解决，反而后续的运营中由于农村污水量相对较小，总运营费用即使在水价高企的情况下也不会很高，政府补贴支付的压力相对不大。

2015 年开始，我国开始大力拓展 PPP 模式，并在 2016 年项目入库加速。PPP 模式对投资资金来源问题的有效解决，同样激活了乡镇水务市场。在 PPP 模式中，乡镇水处理的大规模初始投资将获得 70%-80% 的银行贷款支持、以及 10-15% 的社会资本资金支持，政府仅需出资 10%-15%、甚至更低。而对于社会资本而言，虽然运营期水量收益存在不确定性，但其在工程施工期间可以获取工程利润、回收初始投资并获利，因此也愿意参与到乡镇水务建设 PPP 项目中。

目前，美丽乡村已成为大势所趋，PPP 模式解决投资资金来源后，乡镇污水市场有望加速发展。以博世科所在广西省为例，已开始规划乡镇污水处理建设数量及投资规模、并辅以银行贷款支持。

➢ 广西 2016 年年内开建 313 座乡镇污水处理厂：“十三五”期间，广西将继续统筹推进建制镇污水处理设施建设，力争到 2020 年实现全区 554 个建制镇的污水处理设施

全覆盖且稳定达标运行,并逐步完善污水处理收费体系,告别昔日乡镇污水横流的景象。据悉,全区镇级污水处理设施计划分三批建设,2016年开工建设首批313座乡镇污水处理厂,其中建制镇污水处理设施项目300项、乡污水处理设施项目13项,明年11月底前竣工试水。项目预计总投资37.56亿元。

➢ 广西壮族自治区人民政府办公厅关于印发利用农业发展银行专项贷款推进广西农村基础设施建设实施方案的通知(2015):项目总投资不少于125亿元,按项目资本金最低20%的要求,专项贷款本金为100亿元。贷款主要支持城市建成区以外,改善乡村生产生活条件的基础设施项目。主要包括乡镇污水处理项目、农村生活垃圾治理项目、重点乡镇基础设施建设项目、传统村落保护发展项目、乡土特色建设示范项目等5大类。重点解决农村污水、垃圾以及乡镇水、电、路等基础设施薄弱等问题。其中乡镇污水处理项目计划贷款34亿元。

(2) 乡镇污水处理市场空间广阔

根据我们测算,目前全国乡镇污水处理建设市场总投资空间约2000亿左右,其中农村1000亿,建制镇1000亿元,如下表3所示。若博世科在其中可获取5%-10%市场份额,即为100-200亿元订单量,将对公司近几年高速增长形成有力支撑。

表3: 乡镇污水处理建设市场规模测算

	2016年污水处理率(%)	2020年污水处理率(%)	全国村庄&建制镇个数	到2020年还需建设污水处理的个数	单个建设成本(万/个)	空间(亿元)
农村	13	50	541,914	199,663	50	998.31
建制镇	30	70	17,800	7,120	1400	996.80
合计						1995.11

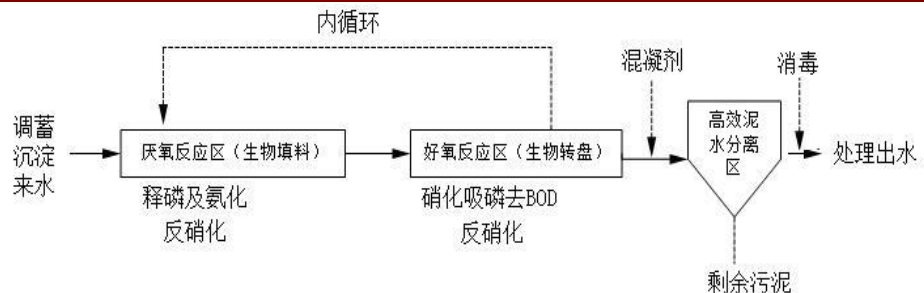
来源:公司公告,招商证券

(3) 已开发储备ACM等适用于乡镇污水处理的技术

公司根据中小城镇、农村生活污水排放分散、水量小、水质波动大、氮磷含量高等特点,开发厌氧-接触氧化除磷脱氮生物膜反应器(ACM生物反应器)、MCO点源污水处理系统、AEW湿地处理系统等。其中,目前ACM生物反应器已经实现成果转化,在陆川县珊罗镇污水处理项目、陆川县平乐镇污水处理项目、宾阳县古辣镇污水处理厂及配套管网工程、宾阳县甘棠镇污水处理厂及配套管网工程、宾阳县武陵镇污水处理厂及配套管网工程等十几个项目中应用。

ACM结合了AO以及生物转盘的工艺特点,通过对厌氧区和转盘反区的有机整合和实现消化液的内外循环,强化污水处理脱氮除磷和提高冲击负荷耐受作用,使出水水质稳定达到《城镇污水处理厂污染物排放标准》一级标准。下图为ACM生物反应器的工艺流程图。

图6: ACM生物反应器的工艺流程图



数据来源:公司公开资料,招商证券

ACM 生物反应器具有占地面积小、投资低、处理效果好、能耗低、环境友好、沉淀效果好、污泥产量少、维护管理方便、处理模式灵活、耐冲击负荷能力强等特点。ACM 适用于规模为 100~2000m³/d 乡镇生活污水处理，该工艺入选广西住房和城乡建设厅“十三五”乡镇污水处理推荐工艺。在乡镇污水市场启动的同时，博世科所开发的这一系列反应器毫无疑问将为公司市政污水治理市场的开拓提供良好的技术支持。

(4) 差异化竞争策略保障拿单能力

博世科在乡镇污水领域的崛起是公司在市政污水治理领域采用的差异化竞争策略的结果，这一差异化竞争策略主要体现在两点：

- 广西及西南地区乡镇众多，城市密度相对较小，属于行业内龙头企业、大国企和央企布局尚比较薄弱的地区，但却是博世科自创立以来，深深扎根之处，所能利用的资源丰富，弥补公司市值相对较小的缺陷，具有竞争优势。
- 公司董事长及其它诸多高层亲自上阵，在西南各乡镇开拓市场，相反，行业内其它龙头企业在乡镇这一级层面不能做到深度覆盖，这就给博世科的发展留足了空间。

(5) 2017 年乡镇污水业务延续良好态势

截至本报告日，公司 2017 新增乡镇污水订单 2.9 亿，其中尚未包括花垣县环境综合治理 PPP 项目的子项目部分，预计 2017 年全年乡镇污水订单将在 7 亿元以上。此类项目建设期较短，订单转化为收入速度较快，可为公司带来极大的业绩弹性。

表 4：博世科 2017 年新增乡镇污水订单（截止 2017/5/31）

时间	项目名称	合同金额 (万元)
2017/1/1	蒙山县新圩镇污水处理厂及污水管网工程	725
2017/1/15	合浦县白沙等 7 个乡镇污水处理厂及配套管网工程设计、采购、施工 (EPC) 总承包	11,200
2017/1/23	团风县总路咀镇、淋山河镇污水处理厂 PPP 建设项目	3,487
2017/3/13	大理市环境保护局 19 个重点沿湖村落处理设备采购	1,240
2017/4/6	古丈县工业集中区 4 万 D/T 污水处理工程	5,672
2017/4/6	古丈县新扩容区及罗依溪片区污水处理厂建设工程及古丈县新城污水主管网工程	6,702
	合计	29,026

来源：公司公告，招投标网站，招商证券

可见，在 PPP 模式带动空间广阔的乡镇污水市场启动的背景下，博世科凭借着对以 ACM 反应器为代表的适用于乡镇污水处理的技术的开发、储存，提前布局，与行业龙头公司进行差异化竞争，已经占得先机，获得丰厚的订单回报。随着广西之外的西南各省乡镇污水的市场逐步展开，博世科在这一领域有望持续获得更大增长。

2、土壤修复市场打开在即，公司已订单增长迅速且有大项目实践，收购 RX 公司提前布局

(1) 土壤修复市场之天时 - 《土壤污染防治法》将带来触发点

根据财政部公布的中央对地方税收返还和转移支付预算表显示，2015、2016、2017 年土壤污染防治专项资金分别安排了 37.00、90.89、112.00 亿元，2016 和 2017 年分别同比增长 145.6%和 23.2%，这也表明了中央政府对土壤污染防治的高度重视。

2016年5月31日，国务院印发《土壤污染防治行动计划》(简称“土十条”)，确定了土壤防治的时间表和中长期的工作目标。如果说土十条更多的是强调了土壤防治的前期准备工作和阐述了土壤防治工作的任务表，那么下一步要出台的《土壤污染防治法》则有望从立法角度确立土壤污染防治的责任主体认定、标准、投入及途径等细节，届时，配套政策也将集中落地，土壤修复市场有望加速。《土壤污染防治法》2017年3月已过一审，与此同时，在2017年3月8日第十二届全国人大第五次会议举行第二次全体会议上，全国人大常委会委员长张德江在全国人大常委会工作报告中指出，新的一年，常委会要加强重点领域立法。制定土壤污染防治法，修改水污染防治法，促进生态文明建设等。

(2) 土壤修复市场之地利 - 背靠广西，占得先机

博世科属广西第一家上市的环保公司，未来将极大受益于广西重金属治理及环境修复市场兴起。

- **广西河池市是六大重金属污染示范区之一：**广西作为我国稀土矿产资源的大省，也遗留了较多的污染问题，广西河池是国家六个土壤治理示范区之一。
- **广西河池重金属污染现状严重：**近年来河池市各地重金属污染土壤问题日益显露，尤其以刁江流域河道底质、两岸土壤及环江县洪水造成的重金属污染区域，已引起各方高度重视。根据2011年《刁江项目污染现状与机理研究报告》，在刁江全长229KM的河道范围内，无论在南丹县、金城江区还是都安县，刁江底质中As、Cd、Zn、Pb、Cu共5种重金属元素全部超标，其中Cd和As超标最为严重，南丹县、金城江区和都安县分别超标219倍、201倍、96倍和208倍、145倍、54倍，其次为Zn分别超标28倍、30倍和12倍，Cu和Pb分别超标2.33倍、1.59倍、0.86倍和9倍、6倍、2.28倍。刁江沿岸农田土壤均受到重金属不同程度的污染，其中As、Cd、Zn、Pb、Cu最大超标倍数分别为38.5倍、59.8倍、7.3倍、2.6倍和1.8倍。
- **广西河池未来将加大重金属污染治理投入：**2014年11月，记者从河池市环保局了解到，今年开始，河池市将投入46.76亿元推进75个重金属污染防治项目。

博世科在广西河池重金属污染治理中占有重要地位，协助制定重金属污染防治年度实施方案：河池市环保局邀请了中国节能环保集团、北京建工集团修复公司、广西博世科环境科技公司三家公司协助金城江、南丹、环江三个重点区县重金属污染防治年度实施方案。

除了广西河池，另外五个土壤污染综合防治先行区为浙江台州、湖北黄石、湖南常德、广东韶关、贵州铜仁。其中，博世科于2012年开始在湖南省株洲市清水塘工业区开展大湖项目的重金属治理工作，积累了湖南地区的重金属治理经验；此外，博世科在湖北、湖南等地均有其他大型项目实践，这对博世科在上述区域获得土壤修复项目订单提供了支持。

(2) 土壤修复市场空间广阔

土壤修复行业产业规模在过去几年内处于基数较小但发展迅速的局面，据前瞻产业研究院《中国土壤修复行业市场前瞻与投资分析报告》显示，2015年产业规模只有30亿元，2016年增长至90亿元。但是，从中长期来看，中国土壤修复市场则有万亿级别的空间。土壤修复市场容量主要可以从耕地修复、工矿仓储用地修复两个子市场来考虑：

➤ 污染耕地修复:

2017年2月, 国土部、发改委印发《全国土地整治规划 2016-2020》, 提出了“十三五”时期土地整治的目标任务: 确保建成4亿亩高标准农田, 力争建成6亿亩, 全国基本农田整治率达到60%; 《规划》指出, 若根据以往实际投入测算, 亩均投资1800元, 建成4~6亿亩高标准农田总投资需7200-10800亿元, 即每年需1600-2700亿元。

➤ 工矿仓储用地修复:

据2013年的国土资源公报, 我国工矿仓储用地面积为21.00万公顷, 其中污染的土壤比例为31.52%, 其面积约为6.62万公顷。按照平均修复深度为2米, 每立方土重1.4吨计算, 工矿仓储的修复土壤总量约为 1.9×10^9 吨。工矿仓储用地修复的特点是污染严重, 修复周期短, 而且其修复后的土地一般变为工业或商住用地, 不需要特别注意保持土壤的活性和肥力, 因此更多地采用破坏性较大的物理、化学修复技术, 如原位固化、热脱附、气相抽提、化学氧化、土壤淋洗技术等。这些技术与植物修复和微生物修复相比, 修复所需时间较短, 成本较高。根据估算, 采用这些技术的修复成本约为130-300美元/吨土。

根据上述信息进行计算, 修复全部的工矿仓储污染土地的总市场约为1.6万亿人民币。若20年完成所有修复工作, 那么每年的市场规模约为800亿人民币。

从估算结果来看, 我国土壤修复每年的市场规模约为2400-3500亿, 具备极大的市场潜力。

(3) 土壤修复订单增长迅速, 已有多个大型示范性项目积淀

博世科2016年实现土壤修复业务营业收入1.48亿元, 截至2016年12月31日, 公司土壤修复在手订单累计达到2.33亿元(含已中标合同), 截止2017年5月31日, 公司2017年新增土壤修复订单合同金额为2.20亿元, 市场开拓成绩显著。考虑到博世科土壤修复类历史项目建设期多为1-1.5年, 公司丰沛的在手土壤修复订单可保证2017年土壤修复业务收入高速增长。

表 5: 博世科 2017 年新增土壤修复订单 (截止 2017/5/31)

时间	项目名称	合同金额 (万元)
2017/1/6	环江毛南族自治县才秀河道沉积尾砂清理二期工程建设工程	502.5
2017/1/10	骆马砷品化工厂遗留旧址处置项目	951.0
2017/1/10	车河镇三宜选矿厂旧址尾矿废渣治理工程	415.9
2017/1/10	南丹县堂汉银星冶炼厂旧址场地治理工程	523.5
2017/1/10	刁江车河支流(A区)亢马至拉洋(A2段)治理工程	2,236.6
2017/3/20	临武县三十六湾、香花岭地区重金属污染综合治理工程一两江口至浸漕河段重金属治理项目(第二标段)	9,000.0
2017/4/6	合浦县采石场矿坑生态修复一期工程项目工程设计、施工(EPC)	5,075.5
2017/5/5	桂阳县辉山矿区重金属尾砂污染综合治理工程	1,560.4
2017/4/2	金秀瑶族自治县冶炼厂重金属污染固体废物处置项目设计施工一体化工程	1,728.7
合计		21,994.2

来源: 公司公告, 招投标网站, 招商证券

博世科大量、迅速获得土壤修复订单体现了公司在土壤修复领域的技术经验、工程实施能力得到了市场的关注与肯定。市场的肯定和公司获得与完成大型土壤修复项目相辅相成, 互为因果, 共同为未来继续获取土壤修复规模订单提供了有力保障。公司已积淀的

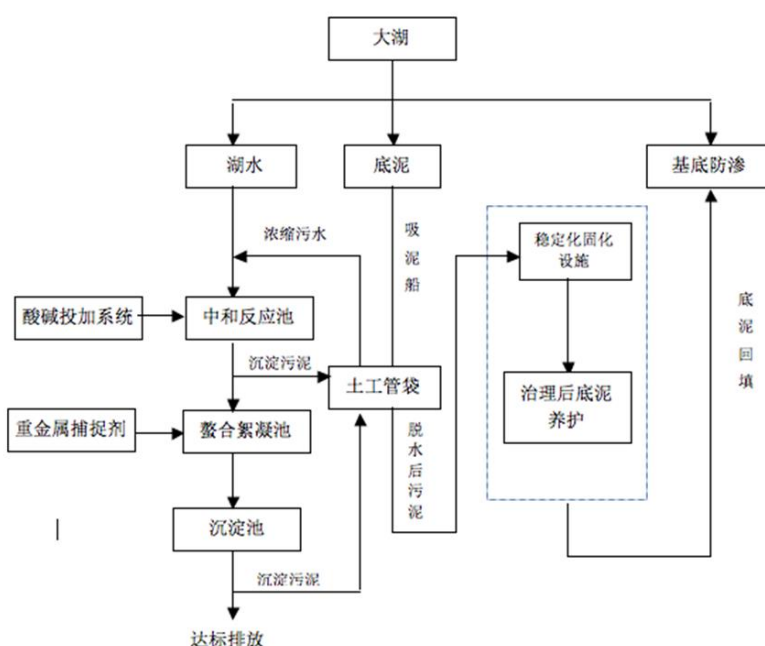
大型土壤修复项目主要有大湖 BT 项目、南化公司搬迁地块土壤治理修复工程设计施工总承包项目等。

➤ 大湖 BT 项目

公司于 2010 年和 2011 年分别承接清水塘一期工程和大湖 BT 项目，其中大湖项目合同金额为 9,725.48 万元，顺利开拓重金属水污染治理市场。

大湖位于湖南省株洲市清水塘工业区，面积约为 140 亩，原为鱼塘，后由于周边企业废水流入，以及周边污染土壤、降尘、废渣中的重金属等随地表径流流入，水质受到污染，长期累积以致塘底污泥重金属富集，成为清水塘工业区的重金属污染源之一。博世科实施该项目的基本工艺流程如下：

图7：大湖项目基本工艺流程图



数据来源：公司公开资料，招商证券

根据上述基本工艺流程，大湖项目需要完成的治理任务包括截留引排工程、清淤工程、水处理工程、底泥治理工程和回填区域防渗工程。

➤ 南化公司搬迁地块土壤治理修复工程设计施工总承包项目（南化项目）

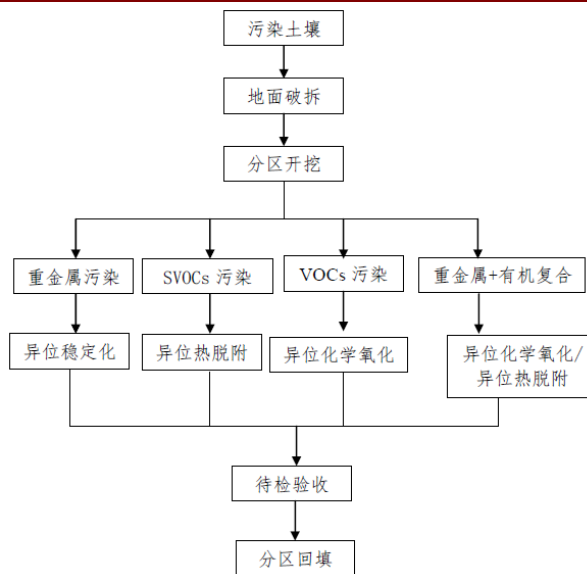
如果说大湖 BT 项目是博世科进入土壤修复领域的尝试，那么南化项目则是博世科在土壤修复领域的标杆项目。

2016 年 4 月 16 日，公司和江苏省交通规划设计院股份有限公司组成的联合体在与广西盛丰建设集团有限公司和中国电建集团华东勘测设计研究院有限公司联合体、贵州建工集团第五建筑工程有限责任公司和中国市政工程华北设计研究总院有限公司联合体的竞争中脱颖而出，中标南化公司搬迁地块土壤治理修复工程设计施工总承包项目，其中搬迁地块合计 1280.82 亩，修复的总土方量约 663072.5m³，中标价为 1.998 亿元。截止 2017 年一季度末，合同正在正常履行中。

南化项目的修复内容主要包括土壤污染修复和地下水污染修复两方面，其中土壤污染涉及重金属污染，SVOCs 污染、VOCs 污染和重金属+有机复合污染等类型，地下水污染则涉及多种有机污染物。

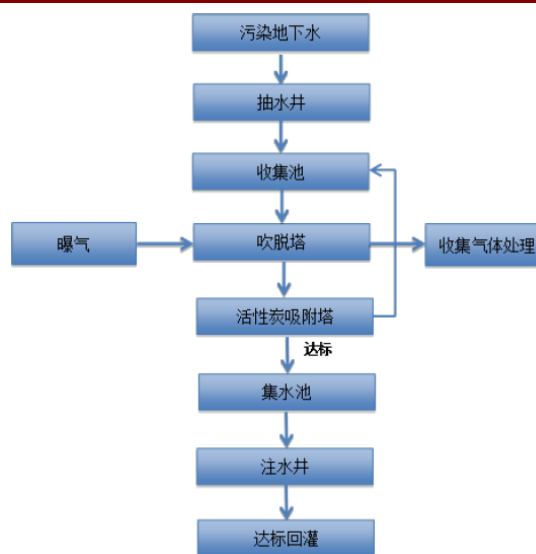
污染土壤修复和污染地下水修复所采用的技术路线分别如图 8 和图 9 所示。

图8：南化项目污染土壤修复技术路线图



数据来源：公司公开资料，招商证券

图9：南化项目污染地下水修复路线图



数据来源：公司公开资料，招商证券

南化项目处理规模和订单金额之大，在土壤修复市场中均属罕见，这一标志性项目体现了博世科在土壤修复领域的技术工艺水平、工程项目管理经验均得到了市场的验证和认可，跻身国内土壤修复公司第一阵营。

(4) 提前布局，收购 RX 公司增加技术和经验储备

博世科 2017 年 1 月完成收购加拿大瑞美达克土壤修复服务公司 (RX 公司)。RX 不仅在土壤工程及咨询业务领域具有非常丰富的经验，目前已实施超过 2000 例地下水及污染场地修复项目，而且还拥有成熟的已广泛运用于加拿大等地的油田土壤修复的热解析处理系统，同时也拥有工业垃圾处理场运营业务。通过对 RX 公司的收购，博世科完成了在油田土壤修复这子领域的布局，并且获得了污染场地的识别、评估、修复以及管理环节全面的技术支持。

目前,在土壤修复领域,博世科已具备集前期场地调查、风险评估,中期系统技术研发、整体方案设计,后期设备系统集成、工程施工、项目管理等于一体的全方位服务产业链。公司目前拥有的热脱附系统已实现产业化应用;在自主研发的固化/稳定化、化学氧化、化学淋洗、微生物修复技术相关的专利药剂及部分关键设备等方面,已取得相关发明专利 3 项,实用新型专利 6 项。

3、独特地理区位,享受河道治理大空间,带来业绩高弹性

(1) 背靠广西广阔河道治理市场,技术实力保障订单

广西地处亚热带,地表径流丰沛气温高,内河黑臭水体污染严重。公司 2016 年已经完成了南宁市 18 条内河的调研工作,完成了《南宁市建成区黑臭水体治理工程项目前期普查服务》。根据广西博世科环保科技股份有限公司《南宁市建成区黑臭水体治理工程项目前期普查》报告,南宁市建成区内河调查长度为 374.3km,其中无黑臭河段长度 250.3m,轻度黑臭河段长度 82.8km,重度黑臭河段长度 41.2km,三者占比分别为无黑臭 67%、轻度黑臭 22%、重度黑臭 11%,黑臭占比总和达 33%。11 月 17 日,中央第六环境保护督察组向广西壮族自治区反馈了督察情况,督查指出南宁市 18 条城市内河,有 16 条 46 段为黑臭水体。而 2015 年国务院颁布的《水污染防治行动计划》提出“到 2020 年,地级及以上城市建成区黑臭水体均控制在 10%以内,到 2030 年,城市建成区黑臭水体总体得到消除”的控制性目标。可见,南宁内河治理工作势在必行。

一个比较成熟的典型河道治理项目通常包括外源控制、内源消减、生态修复三部分内容。其中,外延控制部分包含污水处理和初期雨水处理等内容,内源消减部分包含清淤疏浚、生物原位降解等内容,生态修复包含水生植物净化系统构建、水生动植物和微生物调控系统构建等内容。可见,完成河道治理不仅要求有污水治理领域的专业技术,而且需要环境影响评价设计、给排水、土壤修复、生态系统构建等不同领域的综合、协同作用。博世科以工业污水处理起家,污水处理技术实力强,经验足,并且其环保大平台的搭建成形目前已在土壤修复流域也有成熟技术和经验,具备了内河治理的能力,未来有望依托对区域环境问题的深入了解切入南宁甚至广西及周边省份地区的内河治理领域。

(2) 中标南宁内河治理 9.18 亿大订单,短期极大增厚业绩,长期促进持续获得订单

2017 年 6 月 5 日,南宁市政府集中采购中心网发布了南宁市城市内河黑臭水体治理工程 PPP 项目的《预成交公告》,确定博世科作为牵头单位,与广西北部湾水务集团有限公司组成投标联合体成为该项目的预成交社会资本方。

- 该项目总投资 9.18 亿元,约占公司最近一个会计年度经审计营业总收入 110.74%,项目建设期为 1 年 11 个月,未来两年对工程收入的确认将会极大增厚公司业绩。
- 该项目运营期 13 年,年运营维护服务费为 7850 万元,运营期内运营维护服务费合计 10.2 亿元。运营维护阶段通常毛利较高,运营维护服务费将能给未来公司业绩带来有力支撑。
- 该项目的订单金额规模为博世科创办以来之最,具有里程碑意义。成功中标这一项目源于公司多年来相关领域的技术储备和前瞻性的市场布局,也表明公司在这一领域得到了市场的认可,综合实力上了一个新台阶。博世科不仅可以从这个项目中获得可观收入,更重要的是以这个项目作为突破口,成功进入这一领域,并且通过这一项目积累经验和口碑,促进长期持续获得订单。

三、订单充沛弹性高，维持强烈推荐评级

1、在手订单充沛，未来持续拿单可预期，促进收入快速增长

截至博世科 2016 年年报披露日，公司在手合同额累计达到 28.89 亿元，这一金额为公司 2016 年营业收入的 3.5 倍，其中千万以上金额的项目共计 43 个。截至本报告日，公司所公告在手合同额累计达到 47.28 亿元（含已取得《预成交通知书》、《中标通知书》、《成交通知书》的项目），这一金额为公司 2016 年营业收入的 5.7 倍。公司在手订单充足，对未来业绩增长具有良好支撑。

博世科已将环保平台初步打造成型，在目前环保领域内不同子版块的项目更多的被打包以 PPP 模式进行推广的背景下，极具优势，已体现在 2015 年以来已获得多个 PPP 项目，截至 2016 年年报披露日，公司 PPP 项目在手合同额累计达 15.63 亿元。在 PPP 模式持续推进的大趋势下，博世科未来持续快速拿单是大概率事件，将有力促进收入的快速增长。

特别的，公司在乡镇污水的先发优势期差异化竞争策略保障公司在目前正在打开的乡镇污水市场持续、快速获得订单；公司在土壤修复领域迅速布局，不停积累技术和项目经验，有望伴随土壤修复市场的快速增长一起成长，持续获得更多订单；公司背靠广西丰富河道治理的资源，有望凭借着对地区环境问题深入了解快速切入获得订单。

公司在手的供水和水污染治理订单的结算预期以及其它各类业务的收入预测如下表所示。我们预计，公司 2017-2019 年分别实现收入 20.9 亿、38.8 亿、54.3 亿的高速增长。

表 6：博世科收入拆分、确认及预测

时间	项目	合同金额： 万元(扣除 增值税)	收入确认 (万元)			
			2016	2017E	2018E	2019E
供水业务在执行的已公告订单：						
2015/12/31	花垣县五龙冲水库集中供水工程	16,335.3	5,436	5,450	5,450	-
2016/9/1	钦州市钦北区（皇马）供水改造扩建工程项目	5,812.0	4,199	1,451	161	-
2015/7/6	泗洪县东南片区域供水工程 PPP 项目（中标）	26,213.7	11,612	3,621	-	-
供水业务已公告订单收入确认小计			21,247	10,523	5,611	-
水污染治理业务在执行的已公告订单：						
2015/4	永顺县新水厂建设工程设计、采购、施工（EPC）总承包	13,675.2	5,470	5,470	2,735	-
2015	平桂管理区污水处理厂及配套管网工程施工合同	-	3,069	-	-	-
2015/11	贺州市黄安寺、狮子岗排洪河截污工程设计采购施工总承包(EPC)合同	3,764.1	3,011	753	-	-
2015/12	宾阳县黎塘工业园区（石鼓岭产业园）污水管网工程	1,954.7	1,955	-	-	-
2015/12	钦州市钦北区（皇马）污水处理工程 EPC+O	3,006.8	2,405	601	-	-
2015/11	富川莲山污水处理 BOT	2,659.0	2,127	532	-	-
2016/6/12	澄江县城镇供排水及垃圾收集处置 PPP 项目合同	33,773.8	4,009	14,883	14,883	-
2016/9/22	钟山县镇级污水处理设施建设工程施工总承包	9,401.7	-	8,038	893	-

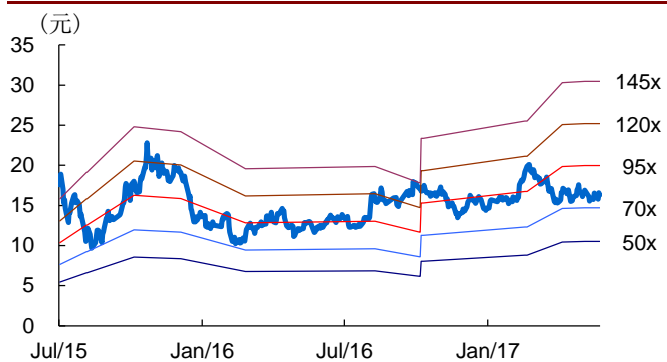
	项目 (中标)					
2016/8/4	沙洋县乡镇污水处理厂 PPP 项目 (中标)	8,964.1	7,684	1,280	-	-
2016/9	凤山县乡镇污水处理 PPP 项目合作经营协议	7,265.0	726	5,812	726	-
2016/11	巍山县第二水厂及配套管网工程 PPP 项目竞争性磋商成交	3,701.7	-	2,961	740	-
2016/11	博白县整县推进镇级污水处理设施建设项目工程总承包合同	7,692.3	-	6,154	1,538	-
2016/12	陆川县北部北区村级污水处理项目工程总承包项目、陆川县珊罗、平乐镇污水处理厂及配套管网工程设计-采购-施工 (EPC) 工程总承包项目中标	7,870.9	-	6,297	1,574	-
2016/12/21	宜州市七乡镇污水处理工程特许经营协议	9,786.3	-	7,829	1,957	-
2016/12/23	贺州市爱莲湖生态保护及基础设施建设项目 PPP 项目合同	24,126.7	-	8,444	14,476	1,206
2017/4/19	古丈县城乡供排水一体化 PPP 项目	25,259.0	-	2,526	20,207	2,526
2017/4/27	花垣县环境综合治理 PPP 项目	20,200.7	-	2,020	14,140	4,040
2017/6/2	南宁市城市内河黑臭水体治理工程 PPP 项目	91,500.0	-	15,641	39,102	23,461
2017/6/10	常宁市水口山经济开发区重金属废水深度处理循环利用扩建及管网建设工程 (EPC)	30,610.6	-	5,232	18,314	2,616
	水污染治理业务已公告订单收入确认小计		51,703	104,997	136,899	33,850
	供水+水污染治理非公告及未来预测订单					
	2015 年中标未公告供水+水污染治理订单	6,005.6	2,703	901	-	-
	2016 年中标未公告供水+水污染治理订单	67,778.4	5,964	40,551	11,415	-
	2017 年供水+水污染治理额外新增订单	278,561.6	-	24,511	119,043	71,426
	2018 年供水+水污染治理新增订单	590,018.0	-	-	51,918	252,144
	2019 年供水+水污染治理新增订单	649,019.8	-	-	-	57,110
	供水+水污染治理非公告及未来预测订单收入确认小计		8,667	65,964	182,377	380,680
	供水+水污染治理业务合计		60,370	170,961	319,275	414,531
	土壤修复		14,804	29,607	59,215	118,430
	二氧化氯制备及清洁生产		949	1,044	1,148	1,263
	其它		5,909	6,500	7,150	7,865
	专业技术服务		763	839	923	1,016
	公司营业收入合计		82,896	208,951	387,711	543,104

数据来源：公司公开资料，招商证券

2、业绩增速快，弹性高，享有高估值，维持“强烈推荐-A”评级

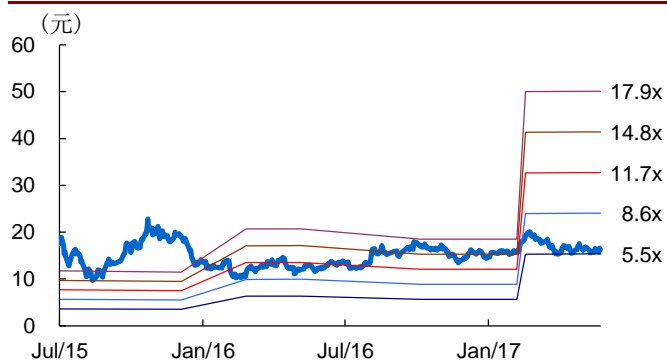
我们预计，公司 2017-2019 年的归属母公司净利润为 1.55、2.85 和 4.12 亿元，对应 EPS 分别为 0.44、0.80 和 1.16 元，考虑到公司市值尚小，充沛订单保证收入高增长，乡镇水务+土壤修复+河道治理带来收入高弹性，可给予 2018 年 30 倍 PE 估值，对应 2017 年年底目标市值为 85.4 亿元，目标价为 23.97 元/股，公司 6 月 14 日收盘价为 16.29 元/股，维持“强烈推荐-A”评级。

图 1：博世科历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2：博世科历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	755	1308	2086	3869	5498
现金	171	518	161	298	498
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	19	13	32	60	83
应收款项	380	597	1456	2701	3784
其它应收款	49	91	229	425	596
存货	81	53	115	214	298
其他	54	37	93	172	239
非流动资产	287	990	1002	1012	1022
长期股权投资	8	8	8	8	8
固定资产	70	97	119	138	156
无形资产	40	95	85	77	69
其他	169	790	789	789	789
资产总计	1042	2298	3088	4881	6520
流动负债	646	981	1691	3253	4575
短期借款	319	292	142	489	771
应付账款	191	519	1311	2429	3387
预收账款	22	30	75	140	195
其他	115	141	163	195	222
长期负债	27	298	298	298	298
长期借款	0	265	265	265	265
其他	27	33	33	33	33
负债合计	673	1279	1988	3550	4873
股本	127	142	356	356	356
资本公积金	75	632	418	418	418
留存收益	167	222	306	544	871
少数股东权益	(0)	22	18	12	2
归属于母公司所有者权益	369	997	1081	1319	1645
负债及权益合计	1042	2298	3088	4881	6520

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	(75)	(56)	(57)	(49)	150
净利润	43	63	155	285	412
折旧摊销	8	14	21	22	23
财务费用	14	18	42	79	110
投资收益	0	(0)	(0)	(0)	(0)
营运资金变动	(137)	(141)	(313)	(487)	(438)
其它	(4)	(9)	38	53	42
投资活动现金流	(132)	(371)	(36)	(36)	(36)
资本支出	(132)	(371)	(36)	(36)	(36)
其他投资	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	279	742	(264)	222	87
借款变动	1372	244	(150)	347	282
普通股增加	(210)	15	214	0	0
资本公积增加	(725)	558	(214)	0	0
股利分配	(169)	(64)	(71)	(47)	(85)
其他	10	(11)	(42)	(79)	(110)
现金净增加额	71	315	(357)	137	201

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	505	829	2090	3877	5431
营业成本	358	604	1525	2826	3940
营业税金及附加	8	10	26	48	68
营业费用	18	23	59	109	153
管理费用	49	85	207	383	537
财务费用	14	17	42	79	110
资产减值损失	17	31	70	126	176
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(0)	0	0	0	0
营业利润	42	59	162	306	448
营业外收入	8	12	12	12	12
营业外支出	0	1	1	1	1
利润总额	50	70	173	317	459
所得税	7	9	21	39	57
净利润	43	61	151	278	402
少数股东损益	(0)	(1)	(4)	(7)	(10)
归属于母公司净利润	43	63	155	285	412
EPS (元)	0.34	0.44	0.44	0.80	1.16

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	-65%	64%	152%	86%	40%
营业利润	30%	41%	175%	89%	46%
净利润	222%	46%	147%	83%	45%
获利能力					
毛利率	29.1%	27.2%	27.0%	27.1%	27.5%
净利率	8.5%	7.6%	7.4%	7.3%	7.6%
ROE	11.6%	6.3%	14.3%	21.6%	25.0%
ROIC	7.0%	4.2%	11.9%	16.2%	18.2%
偿债能力					
资产负债率	64.6%	55.6%	64.4%	72.7%	74.7%
净负债比率	30.6%	24.3%	13.2%	15.4%	15.9%
流动比率	1.2	1.3	1.2	1.2	1.2
速动比率	1.0	1.3	1.2	1.1	1.1
营运能力					
资产周转率	0.5	0.4	0.7	0.8	0.8
存货周转率	5.2	9.0	18.2	17.2	15.4
应收帐款周转率	2.4	1.7	2.0	1.9	1.7
应付帐款周转率	1.4	1.7	1.7	1.5	1.4
每股资料 (元)					
每股收益	0.34	0.44	0.44	0.80	1.16
每股经营现金	-0.59	-0.39	-0.16	-0.14	0.42
每股净资产	2.90	7.00	3.03	3.70	4.62
每股股利	0.50	0.50	0.13	0.24	0.35
估值比率					
PE	48.2	37.0	37.4	20.4	14.1
PB	5.6	2.3	5.4	4.4	3.5
EV/EBITDA	173.8	128.1	48.5	26.8	18.8

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

朱纯阳：中科院硕士，曾就职于天弘基金、建信基金，2015 年加入招商证券，现为招商证券研发中心董事、环保行业首席分析师，电力煤气及水等公用事业行业首席分析师。

张晨：清华大学硕士，2010 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

弋隽雅：中国社科院硕士，2015 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

王啸：北航硕士，CFA，曾就职于神华海外公司，2015 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

陈东飞：美国莱斯大学硕士，2017 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

团队荣誉：《新财富》2016 年环保行业最佳分析师第二名、2015 年环保行业最佳分析师第四名、电力煤气及水等公用事业最佳分析师第四名；《金牛奖》2016 年最佳分析师第二名；《Wind 资讯》2016 年金牌分析师第一名。《水晶球奖》2015 年最佳分析师第二名；《第一财经》2015 年最佳分析师第一名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。