

公司研究/首次覆盖

2017年07月03日

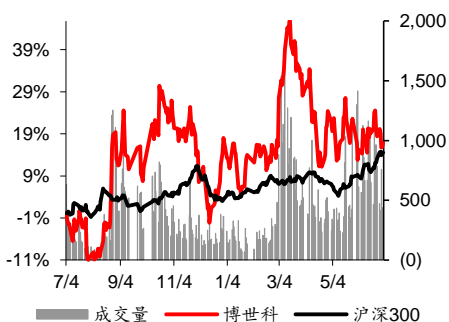
公用事业/环保 II

投资评级: 买入 (首次评级)

当前价格(元): 16.1
合理价格区间(元): 18.5-20.2

王玮嘉 执业证书编号: S0570517050002
研究员 wangweijia@htsc.com

股价走势图



资料来源: Wind

技术厚积薄发, 订单博观取约

博世科(300422)

冉冉升起的全能环境医生

博世科 1999 年成立, 2015 年 2 月登陆深交所, 上市后 2014-2016 年收入和净利润复合增速分别达到 72% 和 42%, 远超行业平均, 源于公司上市后拓宽融资渠道, 同时具备突出的研发实力和前瞻性的业务布局。目前公司的业务横向已经从工业废水逐步延伸到市政污水、流域生态修复、土壤修复、油田环保等领域, 纵向覆盖环保全产业链。我们认为公司目前具有“技术强+布局优+弹性大”的特点, 2016-2019 年净利润复合增速有望达到 85%, 长期有望成长为优质的环境综合治理服务商, 投资价值凸显。

核心竞争力: 研发基因, 前瞻布局

公司研发实力主要体现在: 1) 创始人具有高校科研背景, 大多具有教授职称和担任大学院系主要负责人的经历, 研发人员占总员工人数的 40% 以上; 2) 自主研发核心设备与技术, 有助于降低成本, 提高竞争力; 3) 迅速在黑臭水体治理、土壤修复等环境治理细分领域取得突破。公司前瞻性的业务布局主要体现在: 1) 业务领域从工业废水向市政、土壤等领域延伸, 保障业绩长期可持续发展; 2) 抓住 PPP 推广的机遇: 凭借技术优势, 获取大量市政污水、供水、流域修复类订单, 2015、2016 年新签订单增速达 109%、70%, 2016 年新签订单中 PPP 订单占 50%。

市场广阔: 水土共治, 多点开花

我们判断水治理(乡镇污水处理、流域生态修复)、土壤修复、油田环保有望驱动公司未来几年增长。1) 水治理市场广阔: 截至 17 年 3 月底, 财政部 PPP 项目库中生态建设与环保总投资额达 7,441 亿元; 我们预计“十三五”乡镇污水处理市场投资规模近千亿元, 公司研发出适用乡镇污水处理的 ACM 成套设备, 竞争优势突出; 2) 土壤修复政策加码: 土壤污染防治法草案今年 6 月提交人大审议, 有望今年内出台, 促进土壤治理; 公司 12 年起布局土壤修复领域, 今年 5 月完成加拿大 RX 公司收购, 补充地下水修复技术; 3) 油田环保技术稀缺: 我国油田环保供需缺口大, 成熟技术和应用较少, 加拿大 RX 公司掌握核心 RTTU 热解吸收处理系统, 在油田污泥治理领域技术领先。

在手订单充足保障未来增长, 首次覆盖买入评级, 目标价 18.5-20.2 元

截至 2016 年底, 公司在手订单 28.9 亿元, 是 2016 年收入的 3.5 倍, 我们预计 2017 年新签订单有望增长 149% 至 51.3 亿元, 有力保障未来增长。预计公司 2017~2019 年 EPS 为 0.43/0.84/1.12 元, 增速 142%/98%/33%。目前股价对应 2017~2019 年 PE 为 38/19/14 倍, 公司的业绩高成长将逐步消化估值压力, 参考可比公司估值, 给予公司 2018 年 22-24 倍目标 PE, 对应目标价 18.5-20.2 元, 首次覆盖“买入”评级。未来催化剂包括: 1) 中报高增长; 2) PPP 订单落地超预期; 3) 土壤污染防治法出台。

风险提示: 项目进度低于预期, 毛利率进一步下滑。

公司基本资料

总股本 (百万股)	356.07
流通 A 股 (百万股)	175.86
52 周内股价区间 (元)	15.54-50.34
总市值 (百万元)	5,733
总资产 (百万元)	2,602
每股净资产 (元)	2.85

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	504.67	828.97	1,541	2,522	3,256
+/-%	80.04	64.26	85.91	63.66	29.11
归属母公司净利润 (百万元)	42.99	62.68	151.70	299.68	399.27
+/-%	37.52	45.79	142.02	97.55	33.23
EPS (元, 最新摊薄)	0.34	0.44	0.43	0.84	1.12
PE (倍)	47.67	36.60	37.79	19.13	14.36

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

博世科：“小而美”的综合型环境医生	4
水处理起家，逐步成为环境治理综合服务商	4
上市突破资金瓶颈，业绩快速增长	5
“研发实力+前瞻性布局”构建公司核心竞争力	7
研发实力突出，技术储备雄厚	7
前瞻性布局保障公司可持续发展	8
水土共治前景广阔，在手订单充足保障未来增长	10
水治理：乡镇水处理和流域生态修复前景广阔	10
乡镇污水处理数近千亿市场，博世科掌握核心工艺	10
流域生态修复前景广阔	11
土壤修复前景广阔，业务布局进入收获期	12
油田环保供需缺口大，技术优势抢得先机	13
在手订单充足保障未来增长	14
新签订单快速增长，在手订单充裕。	14
多渠道解决资金问题	14
首次覆盖给予“买入”评级，目标价 18.5-20.2 元	16
盈利预测：2016-2019 年净利润复合增速 85%	16
首次覆盖目标价 18.5-20.2 元，对应 22-24 倍 P/E 估值	17
风险提示	18

图表目录

图表 1：博世科股权结构图（截止 2017Q1）	4
图表 2：博世科发展历史	4
图表 3：博世科 2016 年收入产品结构	5
图表 4：博世科 2016 年收入地域结构图	5
图表 5：博世科 2016 年新签订单（含中标未签约）产品结构	5
图表 6：博世科 2016 年新签订单模式结构	5
图表 7：综合型环境医生业务覆盖范围	5
图表 8：博世科收入结构演变（2011-2016 年）（单位：百万元）	6
图表 9：博世科毛利润结构演变（2011-2016 年）（单位：百万元）	6
图表 10：发行股票募集资金情况	6
图表 11：博世科净利润增速（2011-2016 年）	6
图表 12：博世科净资产增速（2011-2016 年）	6
图表 13：博世科 14-16 年收入 CAGR 显著高于可比公司平均水平	6
图表 14：博世科 14-16 年净利润 CAGR 显著高于可比公司平均水平	6

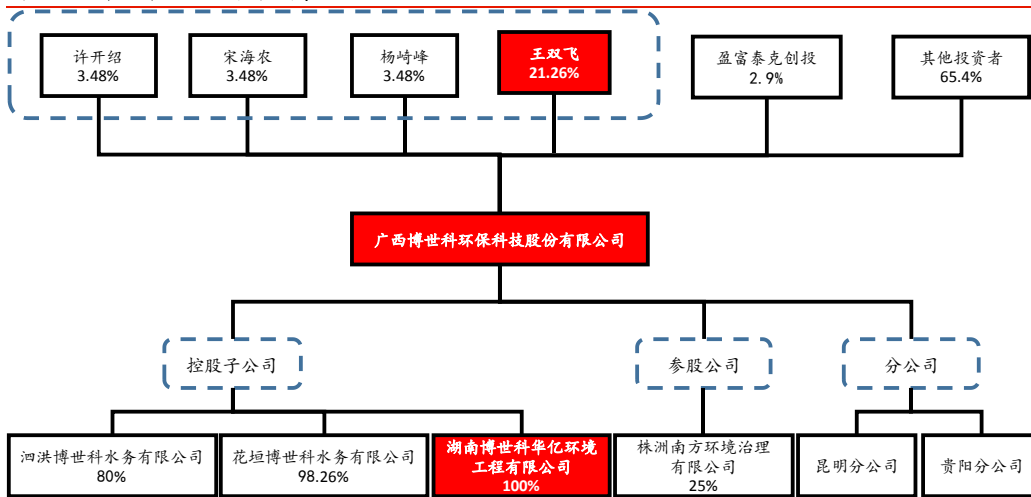
图表 15: 博世科创始人简介	7
图表 16: 博世科研发人员占总员工比重较高, 且逐年递增	7
图表 17: 博世科研发支出占总收入比重较高, 且逐年递增	7
图表 18: 博世科 2016 年研发人员占比显著高于可比公司平均水平	7
图表 19: 博世科 2016 年研发投入占比显著高于可比公司平均水平	7
图表 20: 博世科自主研发核心设备	8
图表 21: 公司业务领域不断延伸	8
图表 22: 博世科 2016 年 PPP 订单占新签订单比重 (%)	9
图表 23: 博世科 2016 年底 PPP 订单占在手订单比重达 54%	9
图表 24: 可比公司 2016 年 PPP 订单占新签订单比重	9
图表 25: 博世科 2015 至今中标 PPP 订单地域分布	9
图表 26: 公司典型 PPP 项目的合作模式	9
图表 27: 环保类 PPP 项目金额总计 1.7 万亿元 (单位: 亿元)	10
图表 28: “十三五” 乡镇污水处理市场空间	10
图表 29: 公司中标的乡镇污水处理 PPP 项目	11
图表 30: 生态建设与环境保护 PPP 项目入库金额持续增加	12
图表 31: “十三五” 土壤修复市场空间	12
图表 32: 博世科土壤业务业绩增速	12
图表 33: 土壤订单	13
图表 34: 油田环保市场空间约为 690 亿元	13
图表 35: RX 公司业务范围	14
图表 36: 公司历年订单额和增速	14
图表 37: 博世科资产负债率 (2012-2016, 2017Q1)	15
图表 38: 可比公司资产负债率 (2017Q1)	15
图表 39: 博世科收现比 (2011-2016)	15
图表 40: 博世科付现比 (2011-2016)	15
图表 41: 公司所有 PPP 项目统计 (含中标和预中标)	16
图表 42: 分部收入预测	17
图表 43: 分部毛利润预测	17
图表 44: 可比公司估值表	18
图表 45: 博世科历史 PE-Bands (采用未来 12 个月 EPS 计算)	18
图表 46: 博世科历史 PB-Bands (采用未来 12 个月 BPS 计算)	18
图表 47: 博世科历史 PE 平均水平 (采用未来 12 个月 EPS 计算)	18
图表 48: 博世科历史 PB 平均水平 (采用未来 12 个月 BPS 计算)	18

博世科：“小而美”的综合型环境医生

水处理起家，逐步成为环境治理综合服务商

博世科具备深厚的“技术”基因。博世科由广西大学轻工与食品工程学院数位教师于1999年共同创办，公司四位创始人都有非常扎实的科研背景，确立了技术立身的发展战略，公司董事长、第一大股东王双飞目前是广西大学技术成果转化研究院院长，也是广西省2017年唯一的院士候选人。博世科2011年获得“国家火炬计划重点高新技术企业”，2015年2月17日，公司在深圳证券交易所创业板成功挂牌上市，成为广西首家在创业板上市的科技型企业。

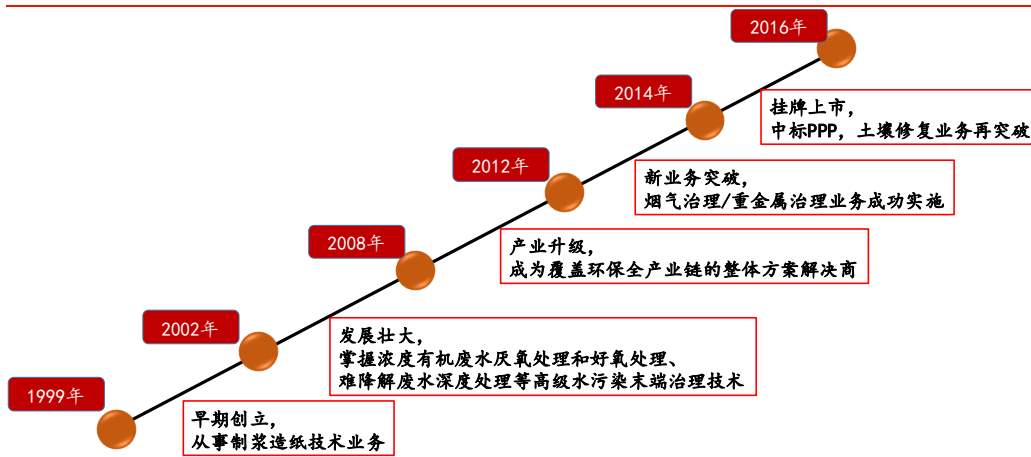
图表1：博世科股权结构图（截止2017Q1）



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

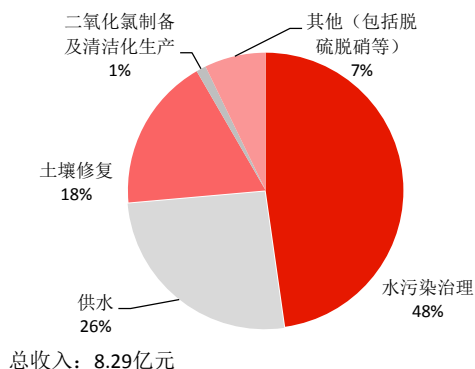
水处理起家，逐步成为全产业链覆盖的综合型环境医生。博世科上市前业务主要聚焦高浓度有机废水处理、难降解废水的深度处理以及制浆造纸清洁漂白二氧化氯制备领域，下游主要是造纸、食品加工等行业。上市后业务不断延伸至市政污水、土壤修复等领域，并且不断完善产业链，目前服务范围覆盖环评、检测、工程咨询设计、研究开发、设备制造、工程建设、设施运营、投融资运营等环保全产业链。目前水污染治理仍是公司主营业务，2016年公司水污染治理收入占比48%，毛利润占比68%；供水收入占比26%，毛利润占比25%；土壤修复业务进展迅速，2016年同比增长2860%，收入占比18%，毛利润占比13%。

图表2：博世科发展历史



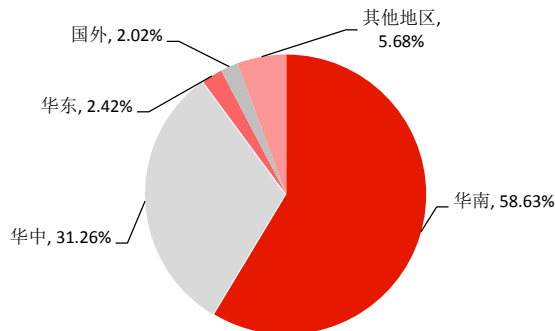
资料来源：公司官网，华泰证券研究所

图表3: 博世科 2016 年收入产品结构



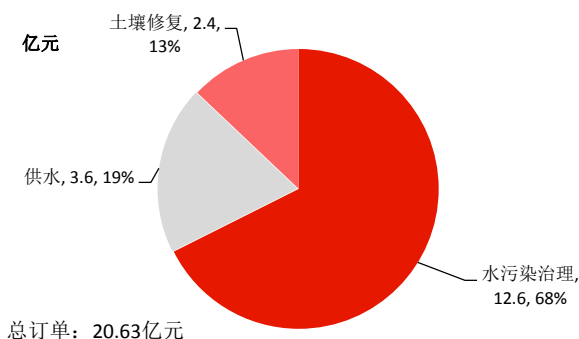
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表4: 博世科 2016 年收入地域结构图



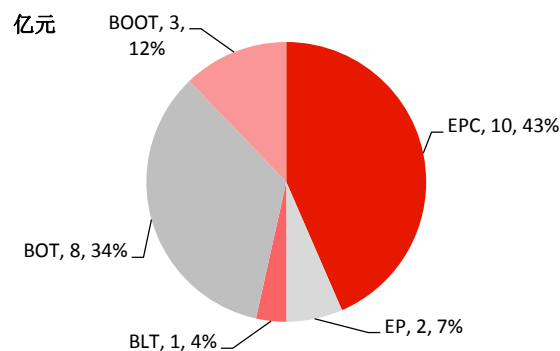
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表5: 博世科 2016 年新签订单(含中标未签约)产品结构



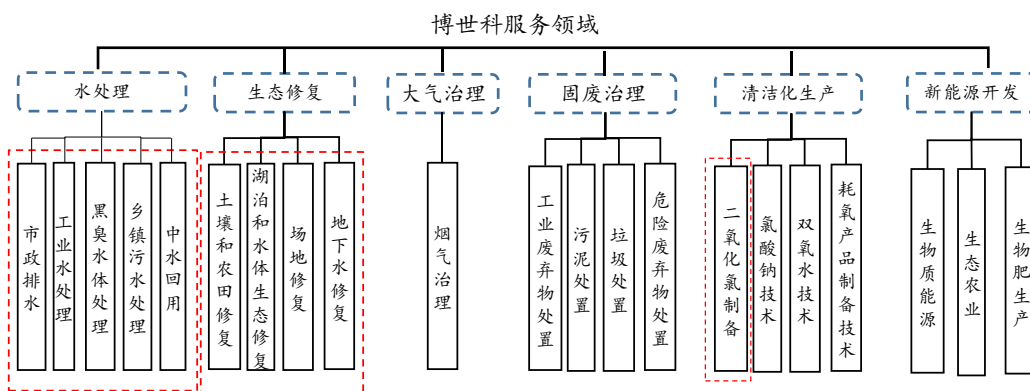
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表6: 博世科 2016 年新签订单模式结构



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表7: 综合型环境医生业务覆盖范围

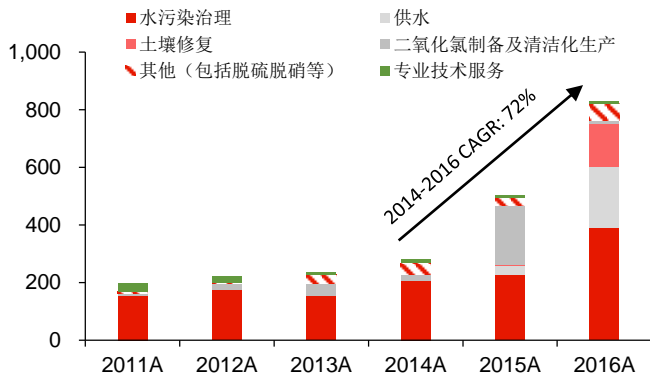


资料来源: 公司官网、华泰证券研究所

上市突破资金瓶颈, 业绩快速增长

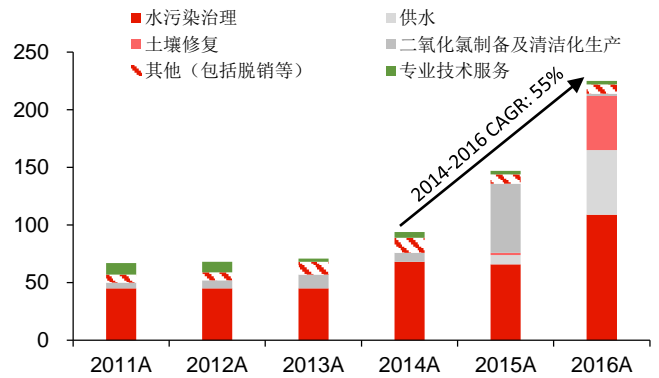
上市后突破资金瓶颈, 订单、收入、利润快速增长。公司上市以前, 2012-2014 年收入复合增长率为 14%, 毛利润复合增长率为 16%, 2015 年上市以后, 公司突破资金瓶颈, 融资能力快速加强, 结合公司核心技术、品牌效应、市场资源、项目管理经验等优势不断开拓 PPP 业务尤其是模式较为成熟的水务 PPP 业务, 公司业绩已经连续三年实现 30% 以上增长, 2014-2016 收入复合增长率为 72%, 毛利润复合增长率为 55%, 增速显著提高。未来随着 PPP 项目不断落地, 公司订单数量与规模持续增长, 2017 年业绩还将显著提升。

图表8: 博世科收入结构演变 (2011-2016年) (单位: 百万元)



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表9: 博世科毛利润结构演变 (2011-2016年) (单位: 百万元)



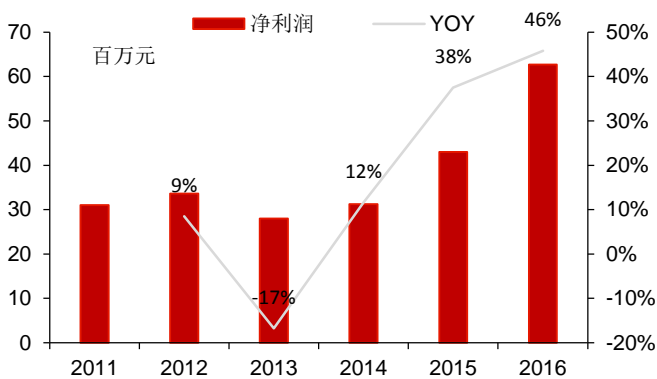
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表10: 发行股票募集资金情况

完成日期	融资方式	年度	发行价 (元)	募资总额 (亿元)	募资净额 (亿元)
2016/9/30	定向增发	2016		36.2	5.5
2015/2/9	首发	2015	10.0	1.6	1.2

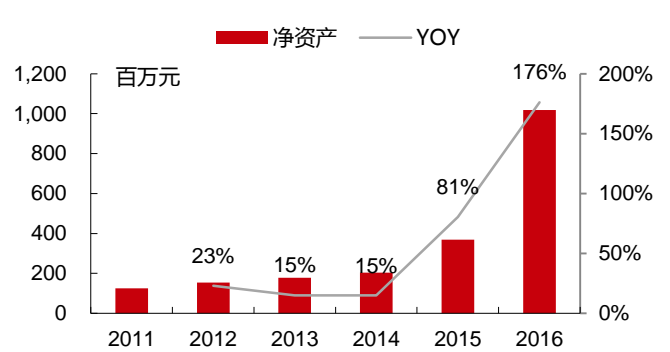
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表11: 博世科净利润增速 (2011-2016年)



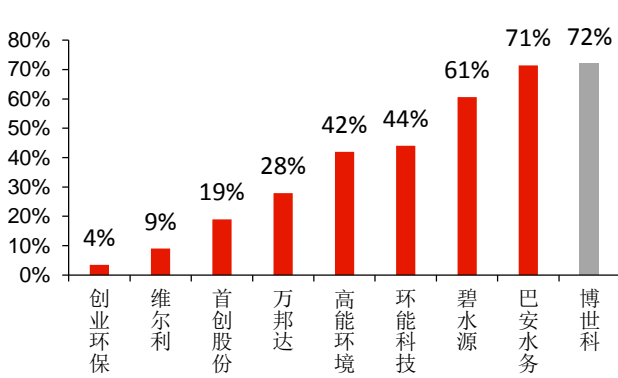
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表12: 博世科净资产增速 (2011-2016年)



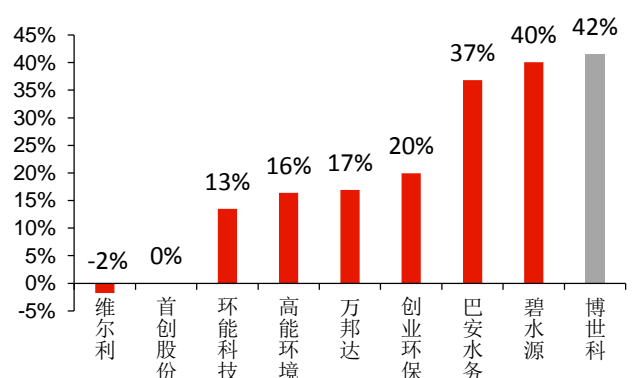
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表13: 博世科 14-16 年收入 CAGR 显著高于可比公司平均水平



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表14: 博世科 14-16 年净利润 CAGR 显著高于可比公司平均水平



资料来源: Wind、华泰证券研究所

“研发实力+前瞻性布局”构建公司核心竞争力

公司上市后，融资实力大大增强，迅速突破资金瓶颈，但资金只是公司能够实现快速增长的必要非充分条件，公司能够在上市后2年实现72%的收入复合增速，42%的净利润复合增速，更多是倚靠突出的研发实力以及新业务的前瞻性布局，这说明博世科拥有非常优秀的管理团队，以技术为根基，具备前瞻性眼光，积极拓展新的业务领域、尝试新的商业模式，保障了公司长期可持续发展。

研发实力突出，技术储备雄厚

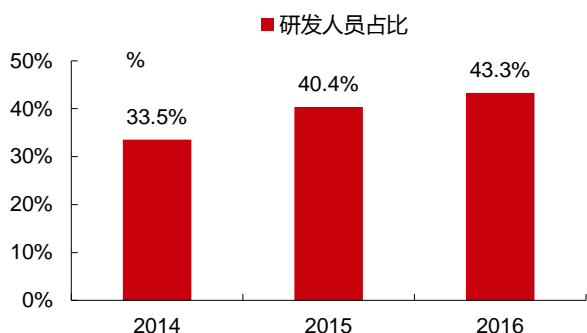
创始人具有强科研背景，企业研发文化浓厚。博世科由广西大学轻工与食品工程学院数位教师于1999年共同创办，公司四位创始人都有非常扎实的科研背景，确立了技术立身的发展战略。博世科创始人多具有教授职称和担任大学院系主要负责人的经历，科研成果丰硕，为公司的技术发展奠定了良好的基础，公司董事长、第一大股东王双飞目前是广西大学技术成果转化研究院院长，也是广西省2017年唯一的院士候选人。公司2016年研发人员占比43%，研发支出占营业收入3.4%，高于可比公司。

图表15：博世科创始人简介

管理层姓名	职称	职位	持股比例	科研履历
王双飞	教授	董事长	21.24%	享受国务院特殊津贴，曾任广西大学轻工与食品工程学院院长，院党委副书记。
宋海农	教授级高级工程师	总经理	3.47%	曾任广西大学轻工与食品工程学院系主任、院长助理、副院长。
杨崎峰	教授	副董事	3.47%	曾任广西大学轻工与食品工程学院系主任、院长助理。
许开绍	副教授	党支部书记	3.47%	曾任广西大学轻工系制浆造纸教研室主任

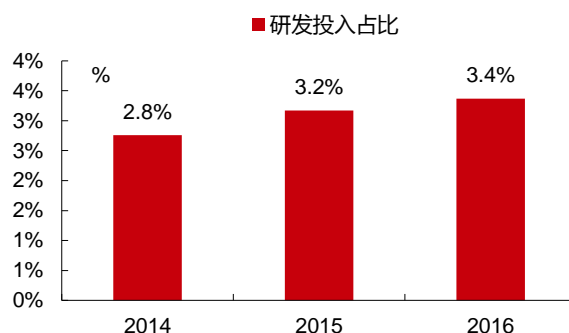
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表16：博世科研发人员占总员工比重较高，且逐年递增



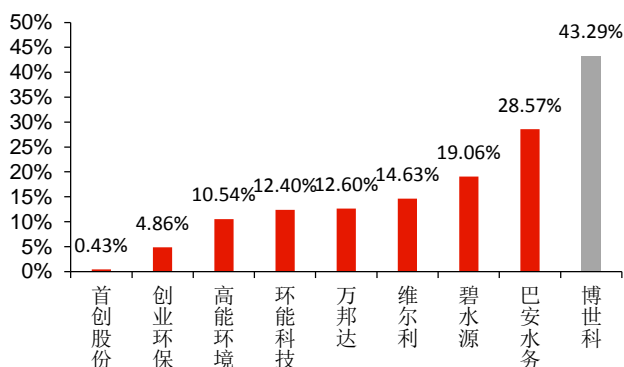
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表17：博世科研发支出占总收入比重较高，且逐年递增



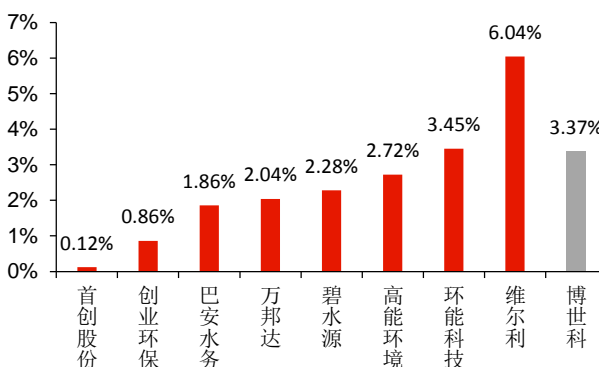
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表18：博世科2016年研发人员占比显著高于可比公司平均水平



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表19：博世科2016年研发投入占比显著高于可比公司平均水平



资料来源：Wind、华泰证券研究所

核心设备与技术自主研发有助于降低成本，提升竞标竞争力。公司主要核心技术设备或系统包括上流式多级处理厌氧反应器（UMAR）、上流式多相废水处理氧化塔（UHOFe）、BSC型二氧化氯制备系统、厌氧-接触氧化除磷脱氮生物膜反应器（ACM生物反应器）及造纸与发酵典型废水资源化和超低排放关键技术等。这些设备都由公司自主研发，在业内保持领先优势，获取多项专利和国家科技荣誉，有助于降低成本，提升公司获取订单的竞争力。

图表20：博世科自主研发核心设备

技术和设备名	用途	优势	专利和奖项
上流式多级处理厌氧反应器（UMAR）	高浓度有机废水厌氧处理	克服了传统厌氧技术效率上的不足	国家科技部列为“国家重点新产品”，相关专利12项
二氧化氯制备系统	二氧化氯制备	集成了二氧化氯制备工艺与系统、酸性芒硝资源化回收利用、二氧化氯清洁漂白等技术	国家科学技术部列为“2012年度国家火炬计划立项项目”，26项专利
上流式多相废水处理氧化塔（UHOFe）	难降解废水深度处理	其集芬顿处理技术、流化床技术、异相氧化技术和载体覆膜技术于一体。	国家科技部列为“2011年度国家重点新产品计划立项项目”，相关专利8项
厌氧-接触氧化除磷脱氮生物膜反应器（ACM生物反应器）	去除有机物的同时实现生物反应强化脱氮除磷	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	广西住房和城乡建设厅“十三五”乡镇污水处理
造纸与发酵典型废水资源化和超低排放关键技术	造纸和发酵典型废水的资源化及超低排放处理	显著降低应用企业的环保投资成本	2016年度国家科技进步二等奖

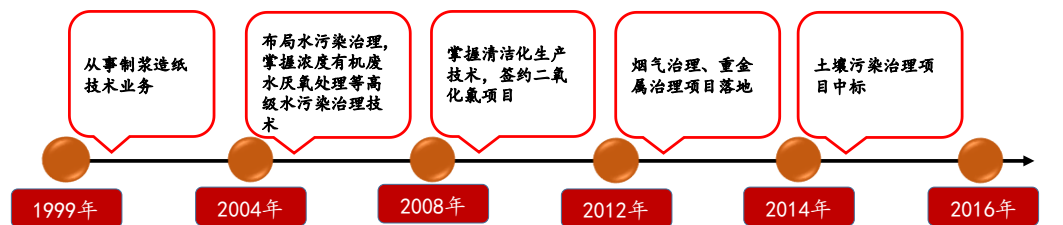
资料来源：公司官网、华泰证券研究所

研发实力帮助公司不断在环境治理细分领域取得突破。1) **市政**：公司上市前在高浓度有机废水处理、难降解废水的深度处理领域技术优势领先，一般市政污水比工业污水更容易处理，因此公司在获取给排水、乡镇污水治理等市政订单时更具有优势，公司自主研发的ACM生物反应器具有占地省、能耗低、剩余污泥少、处理模式灵活、对环境友好等优点；2) **土壤修复**：虽然土壤修复2015年才贡献业绩，但实际上公司从2012年就开始做这方面的研发。正是依赖优秀的研发实力，公司才能不断在环境治理细分领域取得突破。

前瞻性布局保障公司可持续发展

业务领域从工业废水向市政、土壤延伸。上市前业务主要聚焦高浓度有机废水处理、难降解废水的深度处理以及制浆造纸清洁漂白二氧化氯制备领域，下游主要以造纸、食品加工等企业为主，对下游行业景气度依赖较高；但公司前瞻性地做好内部研发，布局市场空间更广阔的市政污水和生态修复领域，2017年上半年通过收购RX公司又提前布局地下水修复及石油化工污染土壤场地修复领域，保障公司长期可持续发展。

图表21：公司业务领域不断延伸

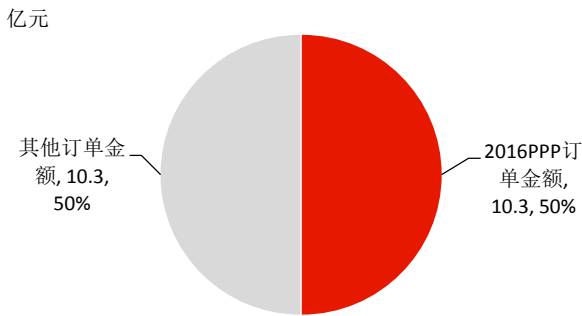


资料来源：公司官网、华泰证券研究所

积极把握PPP模式带来的机遇。国家2014年9月起大力推行PPP项目，公司及时把握发展机遇，于2015年成功中标第一个PPP项目“泗洪县东南片区供水工程PPP项目”，该项目为公司赢得了PPP经验，开启由传统业务模式到前瞻性业务模式的转型创新之路。目前公司PPP项目进展顺利，2016年公司PPP订单金额达10.3亿元，同比增长107%，占有订单比重达50%，截至2016年底，PPP在手订单15.63亿元，占在手订单比重达54%，今年6月，公司中标南宁市城市内河黑臭水体治理工程PPP项目，是目前公司已经中标的金额最大的PPP项目，公司作为小公司，凭借技术优势，在PPP市场上抢占了一席之地。并且，PPP模式促进公司走出广西，公司在云南、湖南、江苏和湖北等地也中

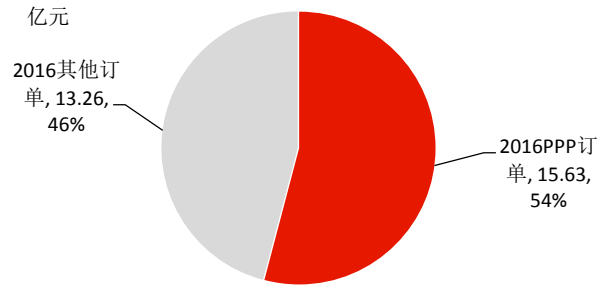
标 PPP 项目，目前中标的 PPP 项目中，广西、云南、湖南、江苏、湖北占比分别为 55%、17%、15%、10%、3%。

图表22: 博世科 2016 年 PPP 订单占新签订单比重 (%)



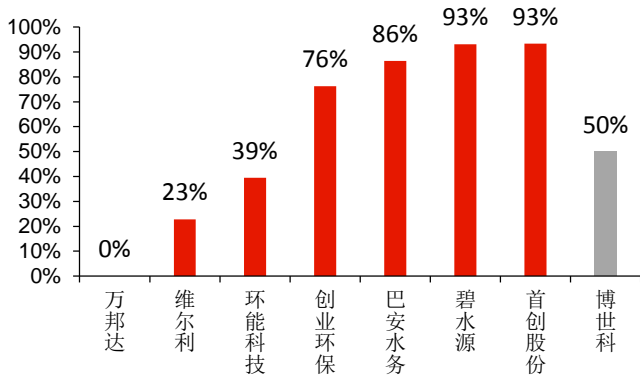
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表23: 博世科 2016 年底 PPP 订单占在手订单比重达 54%



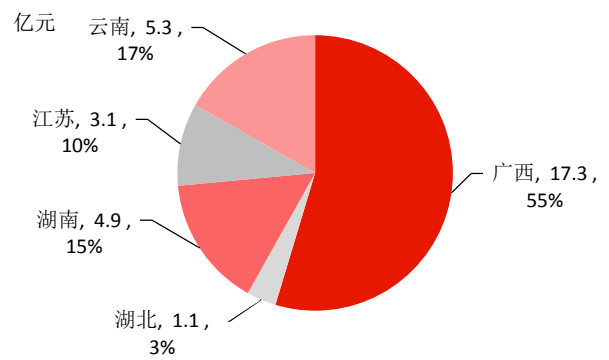
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表24: 可比公司 2016 年 PPP 订单占新签订单比重



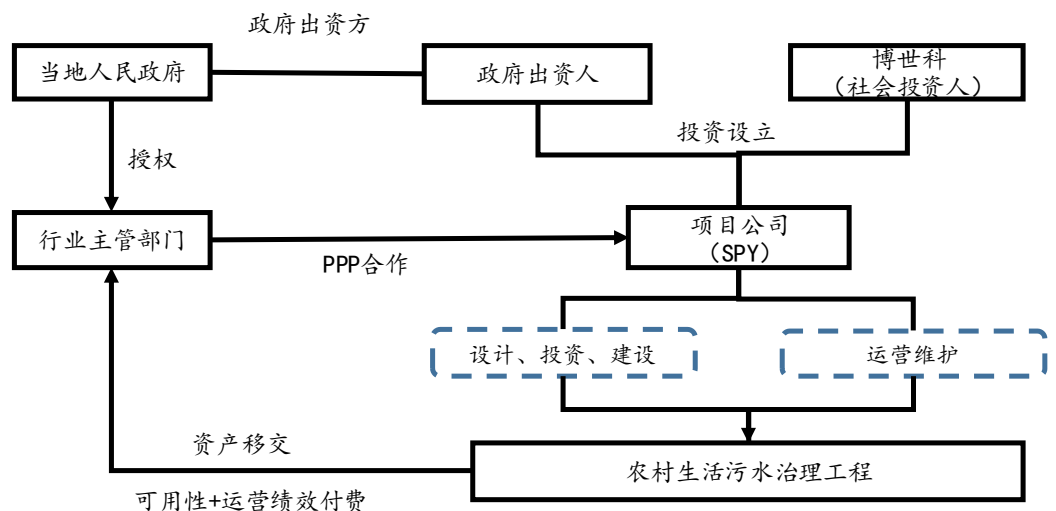
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表25: 博世科 2015 至今中标 PPP 订单地域分布



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表26: 公司典型 PPP 项目的合作模式



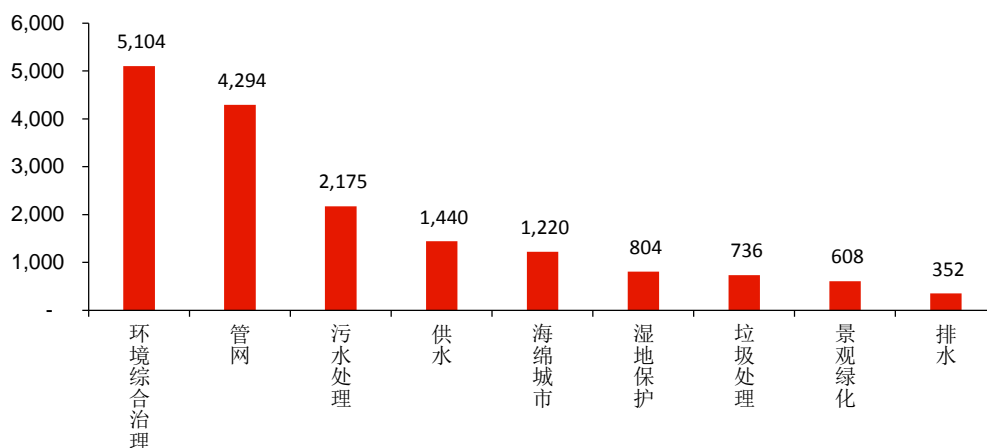
资料来源: OFweek 环保节能网、华泰证券研究所

水土共治前景广阔，在手订单充足保障未来增长

水治理：乡镇水处理和流域生态修复前景广阔

截至2016年底，财政部PPP项目库中环保类PPP项目金额总计1.7万亿元。截至2016年底，财政部PPP项目库中，供水、排水、污水处理、垃圾处理、海绵城市、管网、湿地保护、生态综合治理、景观绿化PPP项目规模分别达到1,440亿元、352亿元、2,175亿元、736亿元、1,220亿元、4,294亿元、804亿元、5,104亿元、608亿元，总计达1.7万亿元。

图表27：环保类PPP项目金额总计1.7万亿元（单位：亿元）



资料来源：财政部、研究所

生态流域修复以及乡镇污水处理是公司水治理业务主要拓展领域。公司的水污染治理业务板块主要针对的市场包括：工业废水（高浓度有机废水+难降解废水深度处理）、流域生态修复、乡镇污水处理，其中生态流域修复以及乡镇污水处理是公司未来发展的主要驱动力。在水治理行业，博世科优势在于在广西积累了丰富资源，并承担了南宁、贺州黑臭水普查工作，并中标南宁黑臭水治理项目；碧水源具备MBR膜技术，专注水处理在流域治理领域经验丰富；博天环境在黑臭水领域技术处于行业领先地位，并有国资背景拿单能力强；东方园林、铁汉生态等园林公司在流域修复类项目中也有一定竞争优势。水治理业务项目类型复杂、体量巨大，对技术和资金实力有较高要求，未来随着更多水治理项目释放，各公司有望各展所长合作实施项目，共同受益行业成长。

乡镇污水处理数近千亿市场，博世科掌握核心工艺

根据发改委发布的《“十三五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》，截至2015年底，全国县级污水处理率为85%，“十三五”期间目标为提升至90%，同时建制镇污水处理率将提升至70%，由此指出了污水处理领域的市场空间主要在于县域与乡镇。“十三五”规划数据针对建制镇的新增污水处理设施规模、新增或改造污泥无害化处理处置设施能力、新增污水管网和改造老旧污水管网做出了具体说明，总投资规模达751亿元，市场广阔。

图表28：“十三五”乡镇污水处理市场空间

项目	数值	单位	单位投资额 (亿元)	投资规模 (亿元)
新增污水处理设施	1062	万立方米/日	0.3	319
新增污水管网	2.88	万公里	100	288
改造老旧污水管网	0.81	万公里	178	144

资料来源：国家发改委、华泰证券研究所

公司重点布局具有一定人口集中度和财政预算体系规范的乡镇。乡镇水处理业务有着区别于城市水处理业务的特点，一方面由于农村人口不集中、分布区域广，不适用于传统城镇区域投资强度过高的供排水方式。如果采用“连槽式”策略，则需要每个存户安装小型污水处理设备。但农村家庭的水量峰谷差一般在 10 倍左右，设备设计规格过低容易损坏设备，设备设计规格过高则容易造成产能浪费，经济效益不显著。另一方面由于农村地区没有健全的财政预算管理体系，用户偿付能力没有保障。在这种条件下，公司选择兼具一定人口集中度和规范财政预算体系的乡镇单位作为着力点。

公司自主研发核心工艺设备攻克黑臭水体等难题。乡镇污水项目主要以 PPP 模式落地，竞争较为激烈，包括：北控水务集团、首创股份、启迪桑德、创业环保、碧水源、葛洲坝等，公司目前资产规模较小，在大金额 PPP 项目中受制于资产负债表规模存在竞争劣势，但公司具备技术优势，在 10 亿元以下水治理 PPP 市场中竞争优势突出。公司依托在污水成套设备领域技术储备，成功研发出适用乡镇污水处理领域的 ACM 成套设备，ACM 生物反应器针对城镇、农村生活污水水质水量波动大、氮磷含量高等特点而研发，系统集成厌氧、兼氧、好氧处理、高效沉淀为一体，在去除有机物的同时实现强化脱氮除磷，保证废水达标排放。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优点，成功打开了乡镇污水处理市场，乡镇污水处理业务订单正在加速落地。

图表29：公司中标的乡镇污水处理 PPP 项目

公告日期	项目	金额（万元）	占 2016 年收入比例
2017/4/26	花垣县环境综合治理 PPP 项目	23,634	29%
2017/4/19	古丈县城乡供排水一体化 PPP 项目	29,553	36%
2017/4/12	来宾市河南供水及污水收集工程—50m ³ /d 污泥处理处置工程土建 EPC	1,961	2%
2017/3/23	澄江县污水处理厂中水回用工程项目	6,500	8%
2017/1/23	团凤县总路咀镇、淋山河镇污水处理厂 PPP 建设项目	3,487	4%
总计		58,635	

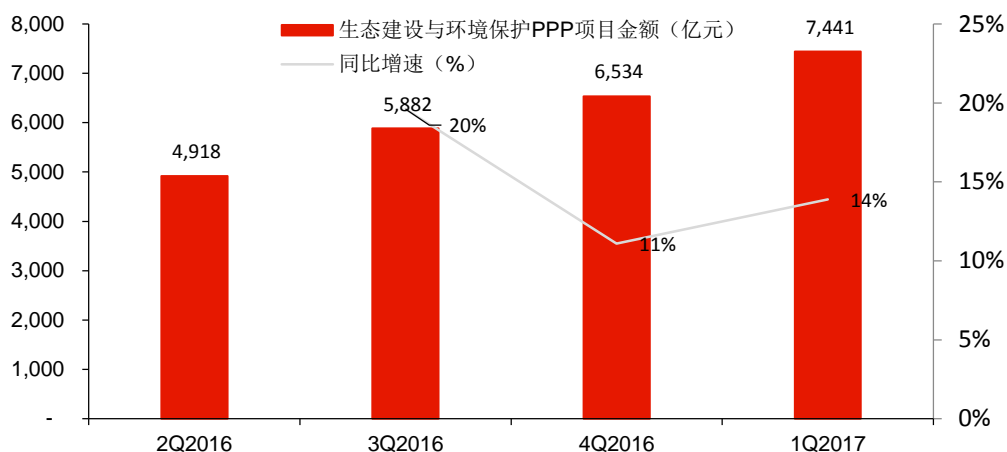
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

流域生态修复前景广阔

“十二五”治理略有改善，“十三五”尚有万亿空间。从“十一五”以来我国大力投入流域生态修复，并使得流域水质得到了整体改善。据环保部 2015 年统计，仍有 30% 左右水库水质不达标，25% 左右水库水质富营养，形势仍然严峻，“十二五”期间流域生态修复未得到明显改善。政策层面对流域生态修复的工作力度还在不断加强，2015 年国务院颁布了《水污染防治行动计划》，要求进行水环境综合整治。据环保部环境规划院测算，完成“水十条”水环境综合整治投资需求在 1.8 万亿元以上。2016 年国务院发布《“十三五”生态环境保护规划》，要求对 363 个控制单元进行改善，再次推动水环境综合整治投资需求。

PPP 模式促进生态流域订单释放。流域生态修复市场空间达万亿，也带来了巨大融资需求，PPP 模式解决流域修复融资需求优势明显。从 2012 年开启第一个流域修复 PPP 项目以来，截止 2017 年 3 月底，生态建设和环境保护类 PPP 金额已达到 7,441 亿元。目前 PPP 项目处于加速释放阶段，未来还会有更多生态流域 PPP 订单落地。

图表30: 生态建设与环境保护PPP项目入库金额持续增加



资料来源: 财政部官网, 华泰证券研究所

公司生态流域治理技术储备丰富, 订单持续落地。公司生态修复技术广泛应用于水深为1~2米的半封闭式水体如旅游景区及校园景观湖、房地产项目景观湖等水质及景观整治工程, 以及黑臭河道等流动性水体, 以“去富营养生态净化系统”为主导的水下森林生态净化方式, 结合“水循环+生态复氧”工艺, 利用生物操控技术、沉水植物构建技术、人工生态系统集成技术等, 通过人工构建或调整水生生态系统, 使水生动植物、水生植物、微生物之间构成具备高效净化的食物链, 使水体具备自净能力。凭借扎实的技术储备, 目前公司已经签约了包括《南宁市城市内河黑臭水体治理工程 PPP 项目》和《爱莲湖生态保护及基础设施建设 PPP 项目合同》等在内的多项流域治理项目, 未来随着流域治理的进一步推进和公司流域治理技术的积累提升, 相关订单还将加速释放。

土壤修复前景广阔, 业务布局进入收获期

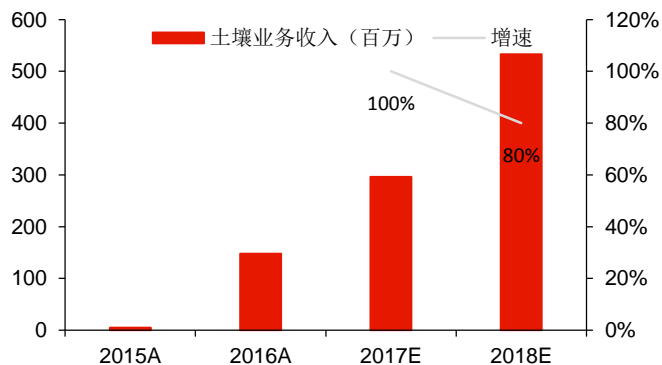
“土十条”推动土壤治理, 行业增长可期。2016年5月28日, 国务院印发了《土壤污染防治行动计划》, 要求: 1.2020年底前需掌握重点行业企业用地中的污染地块分布及其环境风险情况, 这意味着公司环境监测、场调风评的业务板块将大大扩展。2.在江西、湖北、湖南、广东、广西、四川、贵州、云南等省份污染耕地集中区域优先组织开展治理与修复, 并明确指出继续在湖南长株潭地区开展重金属污染耕地修复及农作物种植结构调整试点。3.要严防矿产资源开发污染土壤, 全面整治历史遗留尾矿库。4.对官员进行政绩考核、终身追责。“土十条”的发布给尚处于启动初期的土壤修复行业打了一剂强心针, 对行业未来的快速发展提供了重要保障。

图表31: “十三五”土壤修复市场空间

单位:	场地修复数	耕地修复面积	矿山修复面积	场地修复费用	耕地修复费用	矿山修复费用	市场空间
亿元	(万块)	(万亩)	(万公顷)	(万/块)	(万/亩)	(万/公顷)	(亿元)
远期	50	15,000	265	500	3	15	73,975
乐观	5	1,050	13	500	3	15	5,849
中性	2.5	500	8	600	4	15	3,620
悲观	1	150	3	500	4	10	1,127

资料来源: 中国生态修复网, 华泰证券研究所

图表32: 博世科土壤业务业绩增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所 注: 2016年增速为2860%

公司技术储备充足，逐步步入订单收获期。公司从2012年开始布局土壤修复板块，目前已经取得了丰富的技术和经验积累。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。实现了矿山修复、场地修复、农田治理、流域治理相结合的土壤修复系统，使修复后的土壤环境达到国家相关控制标准，实现污染土壤的有效治理和生态恢复，并在广西河池地区、湖南郴州和株洲等地区场地修复取得了良好的治理效果。

图表33：土壤订单

签约时间	项目名称	金额（亿元）	占2016年收入比
2016.4	南宁化工集团有限公司及南宁化工股份有限公司 搬迁地块土壤治理修复工程	2.0	24%

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

收购加拿大RX公司，补充地下水修复能力。地下水修复和土壤修复是密不可分的，由于地下水的流动性，上游被污染地下水会对修复场地造成二次污染，因此未来污染场地的修复必须土水一体化统筹考虑。2017年初公司公告收购加拿大瑞美达克土壤修复服务公司100%股权，成功迈出了布局国外土壤修复市场的第一步。RX公司有近800个地下水修复的项目经验，核心技术包括热解析处理系统RTTU、生物修复、水力压裂法等。RTTU法可以快速、有效地修复被有机物严重污染的土壤；生物修复法优点包括能耗低、环境友好，可以解决土壤修复和二次污染问题；水力压裂法被广泛应用于修复地下水污染，可有效处理农药、VOCs、石油等有机物。加拿大RX公司先进治理技术和丰富的修复经验，有利于稳步推进国外业务，形成全球布局，也有利于国内土壤治理技术的提升，促进订单的转化和业绩提升，预计未来几年公司土壤修复业务还将保持高速增长。

油田环保供需缺口大，技术优势抢得先机

预计油田环保市场空间约为690亿元。石油开采的生态成本远高于煤炭，以前监管力度不强，治理情况较差。《新环保法》出台后，落实了地方政府对本行政区的环境质量的责任，建立起对相关负责人的问责机制，并加大了油田企业污染监管，惩治力度大大增加，带动油田环保行业的发展。油田污染主要包含压裂废水、含油污泥和钻井泥浆。每吨原油生产大约产生5.7方压裂废水，0.03吨含油污泥，每新建一个钻井大约产生300m³钻井泥浆。结合我国各油田的产量，可以估算我国2015年压裂废水产量大约12亿方，每方处理成本40元，含油污泥大约645万吨，每吨处理成本1500元，钻井泥浆大约560万方，每方处理成本2000元，对应的市场空间在690亿元左右，在存在大量处理缺口的情况下，留给了市场巨量发展空间。

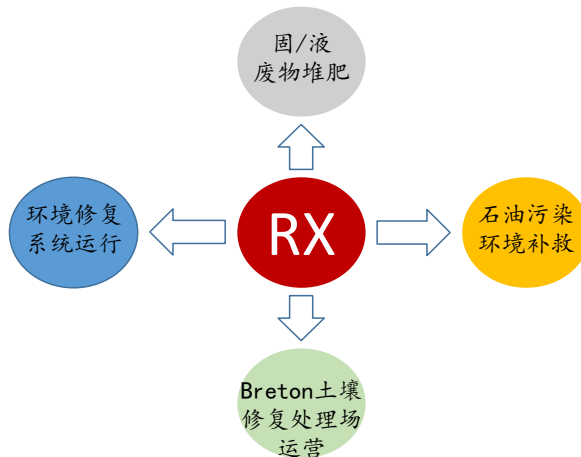
图表34：油田环保市场空间约为690亿元

污染物	单位含量	产量 2015E	单位处理成本	市场空间（亿元）
压裂水	5.7m/吨	12亿 m	40元/m	480
油污泥	0.03吨/吨	645万吨	1500元/吨	97
钻井泥浆	300m/钻井	560万 m	2000元/m	112
合计				690

资料来源：华泰证券研究所

公司通过收购RX公司，抢得技术先机。由于我国油田环保起步较晚，目前成熟的技术和应用较少，缺乏可靠的技术。公司年初收购的RX，除了在土壤修复领域的业务，其掌握的核心RTTU热解吸收处理系统应用油田污泥治理，具有治理质量高、见效快、价格适中等优点，已经大量应用于加拿大和英国等地油田。通过对RX的收购，公司完善了油田环保产业链布局，技术处于行业领先地位。

图表35: RX 公司业务范围



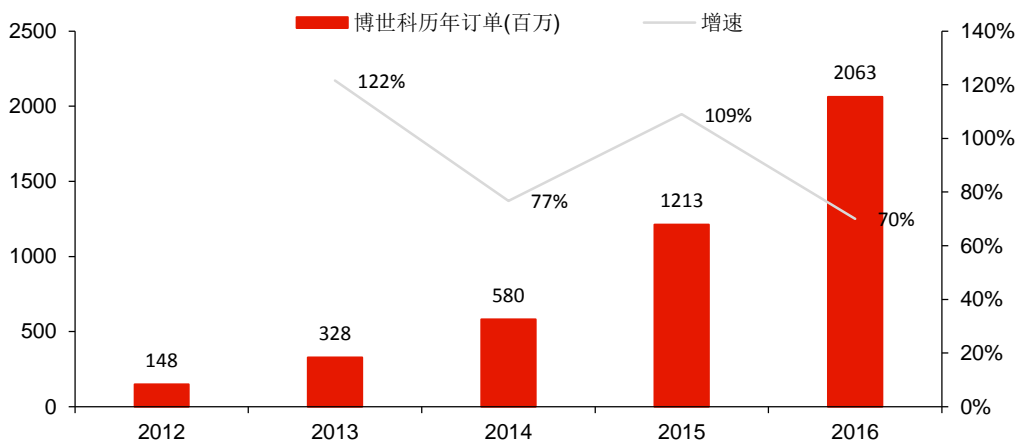
资料来源: 财政部官网, 华泰证券研究所

在手订单充足保障未来增长

新签订单快速增长, 在手订单充裕。

PPP 促进了 2016 年订单的快速增长。公司 2015 年抓住 PPP 模式大力推广的市场机遇, 但凭借技术优势, 获取大量市政污水、供水、流域修复 PPP 订单。公司 2016 年新签订单增长 70% 至 20.6 亿元, 其中 PPP 订单金额达 10.3 亿元, 占比新订单总额 50%, 同比增长 102%, 促进了订单总额快速增长。截至 2016 年底, 公司在手订单 28.9 亿元, 是 2016 年收入的 3.5 倍, 有力保障未来增长。

图表36: 公司历年订单额和增速



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

多渠道解决资金问题

公司 2016 年完成增发, 帮助降低资产负债率, 但目前资产负债率在可比民企中仍然最高, 未来进一步表内加杠杆空间有限。2017/2018 为公司 PPP 项目开工大年, 相应资金需求较大。我们认为公司有能力解决资金问题。主要基于以下几点原因:

- 1) **2017 年 PPP 资本金投资需求不大:** 根据我们统计, 公司 2016 年中标的 PPP 项目大都已经开工, 未开工的项目仅有凤山县乡镇污水处理项目、宜州市七乡镇污水处理工程, 合计金额仅有 2 亿元, 2017 年初至今公告中标 16 亿元, 假设 2017 年全年新签 PPP 项目 32 亿元。假设 2016 年末未开工项目 2017 年开工, 2017 年中标项目 70% 开工, 公司出资占中标项目总投资 15% 左右, 则 2017 年 PPP 项目资本金投资资金需求为 3.66 亿元, 2017 年一季度末公司账面货币资金为 5 亿元, 占总资产的 20%, 可以满足需求。

2) 公司对上游企业议价能力变强，运营资本优势变强：PPP项目中的建安部分仍旧按照工程进度结算，支付金额，只留5%左右的质保金，因此PPP项目的建安合同收款情况与EPC合同差不多，公司主要专注于附加值较高的E和P部分，土建部分主要外包。2016年公司收现比和付现比都出现了较大规模下降，预计与收入主要由工业企业支付变为地方政府支付相关，但付现比比收现比下降更多，反映出随着公司规模的增长，对上游的供应商，土建分包商的议价能力变强，对上游企业占款能力变强。

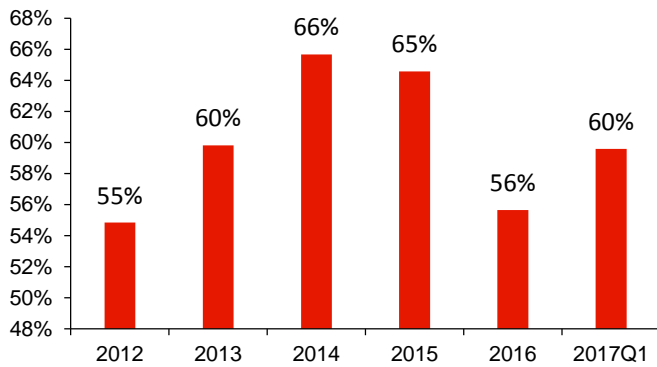
3) 表内资产负债率仍有一定上行空间：公司2016年9月非公开发行募集资金到位，截至2017年一季度末，公司资产负债率为60%，虽然是可比民营企业里最高的，但参考公司历史负债率水平，2014-2015年平均资产负债率为65%左右，意味着公司至少还有4个百分点左右的举债空间。

4) 未来项目仍有出表空间：目前博世科签订的PPP项目中，基本博世科占股80%左右，将并表，未来博世科可以通过引入产业资金或者成立联合体不控股等方式，降低项目公司中占股比例等方式出表。

5) 可以通过资产证券化盘活存量资产：发改委和证监会2016年12月26日联合发布《关于推进基础设施领域政府和社会资本合作项目资产证券化相关工作》，PPP财政部6月13日发布《PPP项目资产证券化有关事项通知》。公司的供水、污水处理项目具有经营性强，现金流好等特点，易作为ABS的基础资产，今年3月证监会首批3个PPPABS试点项目中有1个环保项目（“中信证券-首创股份污水处理PPP项目收费收益权资产支持专项计划”），通过资产证券化，可以盘活存量资产，加速资金流转。

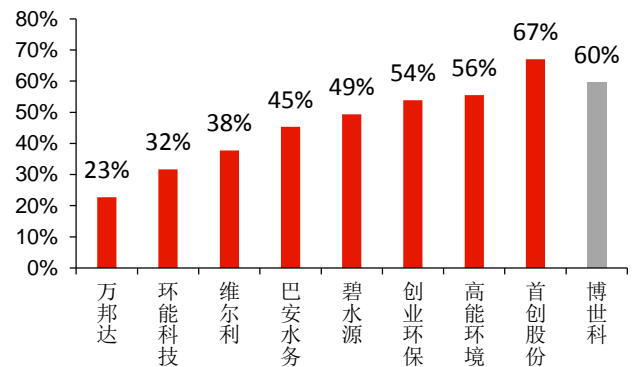
6) 股权融资或者可转债等融资方式：根据今年2月发布的再融资新规，上市公司申请增发股票的，两次间隔原则上不得少于18个月，公司2016年9月刚刚做完非公开发行，最快也要18个月才能增发。但对于发行可转债则没有融资时间间隔的限制，可转债主要要求最近3年连续盈利，且最近3年净资产利润率平均在10%以上等，公司满足要求。

图表37： 博世科资产负债率（2012-2016，2017Q1）



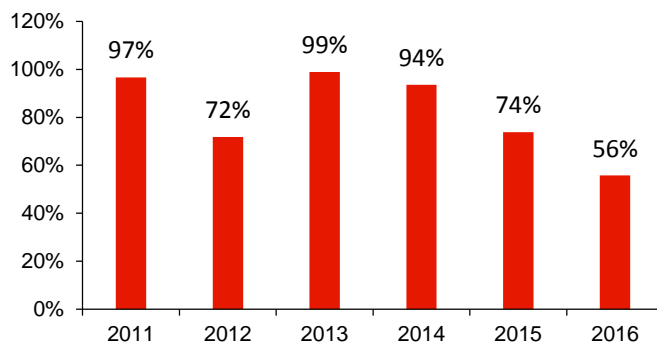
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表38： 可比公司资产负债率（2017Q1）



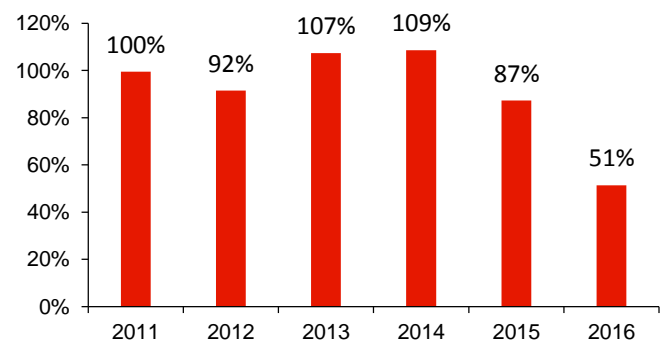
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表39： 博世科收现比（2011-2016）



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表40： 博世科付现比（2011-2016）



资料来源：Wind、华泰证券研究所

首次覆盖给予“买入”评级，目标价 18.5-20.2 元

盈利预测：2016-2019 年净利润复合增速 85%

收入：由于公司订单充足，2016 年新签订单 20.6 亿元，同比增长 70%，截至 2016 年底，在手订单 28.9 亿元，根据一定的收入结转比例假设，我们预计 2017/2018/2019 年收入达到 15.41/25.22/32.56 亿元，同比增长 86%/64%/29%。

毛利率：预计水污染治理和供水业务未来 2017 年毛利率仍有一定下滑压力，因为市政污水和供水业务主要是以 PPP 形式承接订单，此类 PPP 项目当初竞争较激烈，毛利率有一定下滑压力，预计水污染治理和供水业务 2017 年毛利率将下滑至 27%和 25%，后面会逐步稳定下来；土壤修复毛利率有望维持在 31%左右的较高水平。

费用率：随着公司 2016/2017 年收入快速增长，销售费用率和管理费用率将会出现小幅下滑，因为部分费用支出刚性；由于 2017/2018 年是 PPP 项目开工大年，预计资金压力较大，财务费用率将有小幅上升。

图表41： 公司所有 PPP 项目统计（含中标和预中标）

中标日期	项目金额 (亿元)	地区	工期 (年)	项目名称/合作内容	涉及行业	截至 2016 年底完成投资 (亿元)	博世科 特许运 营期 (年)	在 SPV 中股权 占比
2015/6/24	3.1	江苏	1.0	泗洪县东南片区供水工程 PPP 项目	供水	3.31	30	80%
2015 合计	3.1					3.31		
2016/4/30	4.0	云南	NA	玉溪市澄江县城镇供排水及垃圾收集处置 PPP 项目	供排水及 垃圾收集处置	NA	25	80%
2016/5/12	1.9	湖南	3.5	五龙冲水库集中供水工程 PPP 项目	供水	0.63	30	90%
2016/8/4	1.1	湖北	1.0	沙洋县乡镇污水处理厂 PPP 项目	污水处理	0.87	29	100%
2016/9/30	2.8	广西	1.4	贺州市太白湖生态保护及基础设施建设 PPP 项目	生态修复	0.27	30	80%
2016/9/1	0.9	广西	NA	凤山县乡镇污水处理 PPP 项目合作经营协议	污水处理	0.00	25	95%
2016/11/3	0.7	云南	NA	澄江县抚仙湖东岸供水有限公司项目合同（澄江县城镇供水 供排水及垃圾收集处置 PPP 项目合同子合同）		0.48	25	95%
2016/11/7	1.1	广西	1.0	宜州市七乡镇污水处理工程特许经营协议书	污水处理	0.00	20	100%
2016 合计	12.5					2.26		
2017/3/23	0.7	云南	NA	澄江县污水处理厂中水回用工程项目（澄江县城镇供排中水回用 水及垃圾收集处置 PPP 项目合同子合同）		0.48	25	80%
2017/4/6	3.0	湖南	1.0	古丈县城乡供排水一体化 PPP 项目	供水	NA	30	90%
2017/4/24	1.0	广西	NA	上林县象山工业园区污水处理厂工程 ppp 项目	污水处理	NA	13	95%
2017/4/26	2.4	广西	1.0	花垣县环境综合治理 PPP 项目	污水处理+危废	NA	29	90%
2017/6/4	9.2	广西	1.9	南宁市城市内河黑臭水体治理工程 PPP 项目	污水处理	NA	13	NA
2017/7/3	3.1	湖南	1.0	株洲市攸县乡镇污水处理厂及配套管网工程 PPP 项目	污水处理	NA	16	NA
2017 合计	19.2							

资料来源：公司公告、华泰证券研究所 注：株洲项目为预中标

图表42: 分部收入预测

百万元	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
新签订单	148.2	328.3	580.3	1213.0	2063.0	5130.7	6156.8	7388.2
同比增速		122%	77%	109%	70%	149%	20%	20%
主营业务收入	216.0	206.3	280.3	504.7	829.0	1541.2	2522.2	3256.5
同比增速 (%)		-4%	36%	80%	64%	86%	64%	29%
环境综合治理收入	201.0	198.0	267.6	497.0	820.3	1532.8	2513.0	3246.4
同比增速 (%)		-1%	35%	86%	65%	87%	64%	29%
水污染治理	174.0	156.0	206.0	229.0	391.6	744.0	1190.4	1547.6
同比增速 (%)		-10%	32%	11%	71%	90%	60%	30%
供水	0.0	0.0	0.0	28.0	212.1	424.2	721.2	937.5
同比增速 (%)						100%	70%	30%
土壤修复	0.0	0.0	0.0	5.0	148.0	296.1	532.9	692.8
同比增速 (%)					2861%	100%	80%	30%
二氧化氯制备及清洁化生产	22.5	42.0	22.0	206.0	9.5	9.5	9.5	9.5
同比增速 (%)		87%	-48%	836%	-95%	0%	0%	0%
其他 (包括脱硫脱硝等)	5.0	30.0	39.0	29.0	59.0	59.0	59.0	59.0
同比增速 (%)		500%	30%	-26%	103%	0%	0%	0%
专业技术服务	21.0	8.0	13.0	8.0	7.6	8.4	9.2	10.1
同比增速 (%)		-62%	63%	-38%	-5%	10%	10%	10%

资料来源: 华泰证券研究所

图表43: 分部毛利润预测

百万元	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
毛利润	70.0	74.0	93.6	146.9	225.4	416.1	684.5	910.6
同比增速		6%	26%	57%	53%	85%	65%	33%
环境综合治理毛利润	59.0	68.0	89.0	144.0	222.0	412.9	681.1	906.8
同比增速 (%)		15%	31%	62%	54%	86%	65%	33%
水污染治理	45.0	45.0	68.0	66.0	109.0	200.9	321.4	417.8
同比增速 (%)		0%	51%	-3%	65%	84%	60%	30%
供水	0.0	0.0	0.0	8.0	56.0	106.1	180.3	253.1
同比增速 (%)					600%	89%	70%	40%
土壤修复	0.0	0.0	0.0	2.0	47.0	91.8	165.2	221.7
同比增速 (%)					2250%	95%	80%	34%
二氧化氯制备及清洁化生产	7.0	12.0	8.0	60.0	2.0	2.4	2.4	2.4
同比增速 (%)		71%	-33%	650%	-97%	19%	0%	0%
其他	7.0	11.0	13.0	8.0	8.0	11.8	11.8	11.8
同比增速 (%)		57%	18%	-38%	0%	48%	0%	0%
专业技术服务	9.0	3.0	5.0	3.0	3.0	3.2	3.4	3.7
同比增速 (%)		-67%	67%	-40%	0%	6%	7%	10%

资料来源: 华泰证券研究所

首次覆盖目标价 18.5-20.2 元, 对应 22-24 倍 P/E 估值

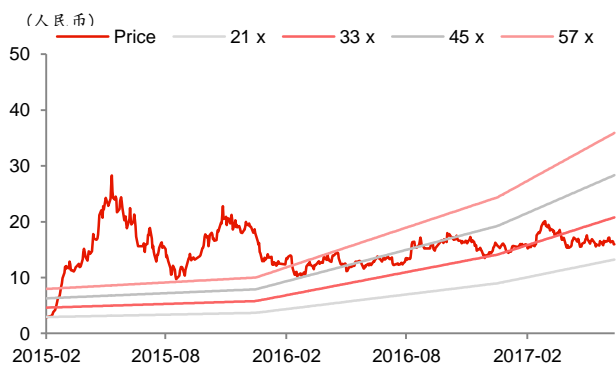
目前股价对应 2017~2019 年 PE 为 38/19/14 倍, 公司上市以来由于具备技术优势与高成长的特性, 估值水平一直较高, 目前 2017 远期市盈率已经降到历史低位, 具备投资价值。公司 2017 年业绩处于高速增长阶段 (预计同比增长 143%), 相应估值较高, 我们预计 2017 年高成长将消化估值, 博世科快速增长长期过后增速 (20%-30%), 给予博世科 2018 年 22-24 倍目标 PE, 对应目标价 18.5-20.2 元。

图表44: 可比公司估值表

公司名称	股票代码	股价	市值(百万元)	每股收利增长率 (%)			市盈率(x)			市净率(x)				
		2017/7/1	2017/7/1	16A	17E	18E	15A	16A	17E	18E	15A	16A	17E	18E
碧水源	300070.SZ	18.65	58,443	36%	40%	35%	43	32	23	17	4.3	3.8	3.3	2.8
首创股份	600008.SH	6.58	31,720	14%	27%	18%	59	52	41	35	4.2	4.1	2.6	2.5
创业环保	600874.SH	19.57	22,803	34%	11%	8%	85	63	57	52	6.3	5.9	n.a	n.a
万邦达	300055.SZ	18.40	15,919	-10%	51%	48%	55	61	40	27	5.5	2.9	2.7	2.5
巴安水务	300262.SZ	15.19	6,789	83%	70%	44%	88	48	28	20	10.1	3.4	3.4	2.9
维尔利	300190.SZ	14.76	6,676	-23%	158%	34%	55	72	28	21	4.2	2.4	1.7	1.7
环能科技	300425.SZ	11.11	4,169	33%	87%	32%	80	60	32	24	3.9	3.0	2.7	2.5
高能环境	603588.SH	15.60	10,330	47%	129%	45%	97	66	29	20	5.7	5.2	4.4	3.6
平均值				27%	72%	33%	70	57	35	27	5.5	3.8	3.0	2.6
中间值				34%	61%	35%	70	60	30	22	4.9	3.6	2.7	2.5
博世科	300422.SZ	16.10	5,733	31%	143%	98%	120	92	38	19	15.5	5.7	5.2	4.4

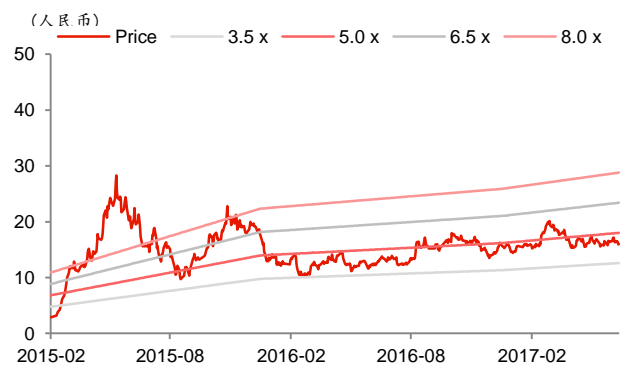
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表45: 博世科历史 PE-Bands (采用未来12个月EPS计算)



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表46: 博世科历史 PB-Bands (采用未来12个月BPS计算)



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表47: 博世科历史 PE 平均水平 (采用未来12个月EPS计算)



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表48: 博世科历史 PB 平均水平 (采用未来12个月BPS计算)



资料来源: Wind、华泰证券研究所

风险提示

项目进度低于预期风险。公司资产规模比较小, 资产负债率比较高, 加杠杆空间有限, 同时利率上行, 对资金成本和贷款到位时间有所影响, 可能会有项目进度低于预期的风险。

毛利率进一步下滑风险。公司毛利率从2014年开始出现下滑, 是因为主营业务从工业废水到市政污水转变。如果未来PPP项目竞争更加激烈, 毛利率有进一步下滑的风险。

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	755.02	1,308	1,930	2,684	3,460
现金	171.19	517.80	462.12	341.87	536.18
应收账款	380.25	596.74	1,109	1,816	2,344
其他应收账款	48.96	90.97	169.13	276.79	357.37
预付账款	23.99	36.00	67.09	109.59	139.90
存货	81.40	52.62	98.09	100.70	32.14
其他流动资产	49.24	13.38	24.31	39.37	50.65
非流动资产	287.02	990.06	1,574	2,511	3,515
长期投资	7.99	8.09	8.09	8.09	8.09
固定投资	70.50	97.16	436.46	768.16	1,366
无形资产	39.62	94.91	187.22	372.00	741.67
其他非流动资产	168.92	789.90	942.68	1,363	1,399
资产总计	1,042	2,298	3,505	5,195	6,976
流动负债	646.25	980.96	1,758	3,025	4,365
短期借款	319.00	291.50	541.94	986.92	1,745
应付账款	191.04	518.92	863.08	1,410	1,800
其他流动负债	136.21	170.55	353.41	628.51	820.74
非流动负债	26.70	297.54	587.51	738.92	830.54
长期借款	0.00	264.85	554.82	706.22	797.84
其他非流动负债	26.70	32.69	32.69	32.69	32.69
负债合计	672.95	1,279	2,346	3,764	5,196
少数股东权益	(0.12)	21.93	18.40	11.44	2.16
股本	127.29	142.48	356.20	356.20	356.20
资本公积	143.03	674.37	460.65	460.65	460.65
留存公积	167.42	222.46	323.43	602.42	960.82
归属母公司股	369.21	997.13	1,140	1,419	1,778
负债和股东权益	1,042	2,298	3,505	5,195	6,976

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	(74.89)	(55.90)	65.78	374.08	606.49
净利润	42.99	62.68	151.70	299.68	399.27
折旧摊销	8.00	13.62	35.07	75.52	138.26
财务费用	14.12	16.83	33.94	58.23	78.46
投资损失	0.14	(0.11)	(0.11)	(0.11)	(0.11)
营运资金变动	(156.78)	(179.84)	(151.30)	(52.28)	(0.11)
其他经营现金	16.64	30.92	(3.53)	(6.96)	(9.28)
投资活动现金	(132.31)	(371.01)	(619.37)	(1,012)	(1,143)
资本支出	132.31	371.01	616.46	1,009	1,140
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	0.00	0.00	2.90	2.90	2.90
筹资活动现金	278.57	742.32	497.91	417.46	230.50
短期借款	100.00	(27.50)	250.44	444.98	758.20
长期借款	0.00	264.85	289.97	151.40	91.62
普通股增加	80.79	15.19	213.72	0.00	0.00
资本公积增加	113.19	531.34	(213.72)	0.00	0.00
其他筹资现金	(15.40)	(41.56)	(42.49)	(178.92)	(619.33)
现金净增加额	71.37	315.41	(55.67)	(220.25)	(305.69)

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	504.67	828.97	1,541	2,522	3,256
营业成本	357.77	603.61	1,125	1,838	2,346
营业税金及附加	7.58	10.33	16.95	20.18	26.05
营业费用	17.74	23.31	35.45	50.44	65.13
管理费用	48.86	85.16	115.59	146.29	188.88
财务费用	14.12	16.83	33.94	58.23	78.46
资产减值损失	16.69	30.99	57.02	88.28	120.49
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(0.14)	0.11	0.11	0.11	0.11
营业利润	41.76	58.84	157.23	321.18	431.69
营业外收入	8.07	11.54	12.70	13.97	14.66
营业外支出	0.11	0.56	0.59	0.62	0.65
利润总额	49.72	69.82	169.34	334.53	445.71
所得税	6.83	8.60	21.17	41.82	55.71
净利润	42.89	61.22	148.17	292.71	389.99
少数股东损益	(0.10)	(1.46)	(3.53)	(6.96)	(9.28)
归属母公司净利润	42.99	62.68	151.70	299.68	399.27
EBITDA	80.63	119.78	282.76	542.70	768.38
EPS (元)	0.12	0.18	0.43	0.84	1.12

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	80.04	64.26	85.91	63.66	29.11
营业利润	30.63	40.91	167.22	104.27	34.41
归属母公司净利润	37.52	45.79	142.02	97.55	33.23
获利能力 (%)					
毛利率	29.11	27.19	27.00	27.14	27.96
净利率	8.52	7.56	9.84	11.88	12.26
ROE	14.99	9.17	14.19	23.42	24.98
ROIC	15.72	12.43	15.91	18.61	17.50
偿债能力					
资产负债率 (%)	64.58	55.65	66.94	72.46	74.49
净负债比率 (%)	47.40	43.59	46.79	45.01	48.96
流动比率	1.17	1.33	1.10	0.89	0.79
速动比率	1.04	1.28	1.04	0.85	0.79
营运能力					
总资产周转率	0.62	0.50	0.53	0.58	0.54
应收账款周转率	1.70	1.70	1.81	1.72	1.57
应付账款周转率	2.78	1.70	1.63	1.62	1.46
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.34	0.44	0.43	0.84	1.12
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.21)	(0.16)	0.18	1.05	1.70
每股净资产(最新摊薄)	1.04	2.80	3.20	3.99	4.99
估值比率					
PE (倍)	47.67	36.60	37.79	19.13	14.36
PB (倍)	15.53	5.75	5.03	4.04	3.22
EV_EBITDA (倍)	71.10	47.86	20.27	10.56	7.46

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com