

投资评级：买入（维持评级）

当前价格(元): 15.91  
合理价格区间(元): 18.5~20.2

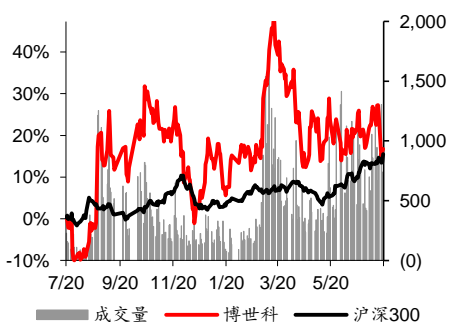
**王玮嘉** 执业证书编号: S0570517050002  
研究员 wangweijia@htsc.com

**张雪蓉**  
联系人 zhangxuerong@htsc.com

相关研究

- 1 《博世科中报如期高增长，继续推荐》  
2017.07
- 2 《博世科(300422,买入): 技术厚积薄发，订单博观取约》2017.07
- 3 《博世科(300422,买入): 技术厚积薄发，水土固废多点布局》2017.06

股价走势图



资料来源: Wind

## 捷报频传，小而美撬动 PPP 大单

### 博世科(300422)

**事件**

据南宁政府采购网公告，博世科及其全资子公司作为联合体成员（牵头人为广西北部湾投资集团有限公司）预中标南宁市心圩江环境综合整治工程 PPP 项目，项目建设内容为心圩江下游至心圩江北大道入邕江口，上游至环高速老虎岭水库段（整治后河道轴线总长 17.93km，总占地面积 547.3 公顷）以及部分河段的景观工程。项目总投资额 26.3 亿元，是公司 2016 年收入的 3.2 倍，项目建设期不超过 34 个月，运营期 20 年。

**相继中标 PPP 大单，技术实力认可度高**

博世科在内河整治、黑臭水体治理、流域治理等领域有丰富的技术储备，其 ACM 工艺入选广西住建厅“十三五”乡镇污水处理推荐工艺。该项目要求在预中标发布之日起两个月内消除整治河道范围内黑臭河段长度（约 4.4km）的黑臭水体，在今年年底前消除整治河道范围内全部黑臭河段的黑臭水体。继本月签订 9.2 亿元南宁市城市内河黑臭水体治理工程 PPP 项目后，再次预中标总额 26.3 亿元的心圩江环境综合整治 PPP 项目，表明公司在水环境综合治理领域技术实力获得广西政府高度认可。

**政府付费将纳入财政预算，回款保障度高**

该项目总投资 26.3 亿元，全投资内部收益率 5.3%，在运营期，项目公司主要收入来自政府付费，包括年运营维护服务费 2000 万元及年可用性服务费 2.2 亿元两部分。项目公司除了获得稳定的政府付费，还可以通过停车场收入及其他商业开发等方式获取额外收入，因此运营期项目公司每年收入将达到 2.4 亿元以上。根据协议政府付费将纳入财政预算统筹安排，回款保障度较高、未来年度现金流入稳定。

**通过联合体形式，进军大金额 PPP 项目**

博世科此前单体中标 PPP 项目投资金额基本在 1-3 亿元左右，并且在 PPP 项目公司中股权占比 80% 以上，因此，项目公司基本都要并表。通过联合体形式不仅可以获取更大单体规模 PPP 项目，同时可以实现项目公司负债出表，例如：本次项目公司股权中：政府占比 30%，北部湾集团占比 51%，博世科和全资子公司占比 19%，博世科出资额度小，并成功实现出表。今年 6 月以来，公司已通过联合体形式获取两单 PPP 项目（金额分别为 9.2 亿元和 26.3 亿元），未来有望继续通过联合体形式参与大金额 PPP 项目，有效弥补公司在大体量 PPP 项目竞争中资产负债表规模较小的劣势。

**高成长确定性高，维持“买入”评级**

不考虑该项目，公司目前已签约未履行完毕合同金额为 39 亿元，是 2016 年收入 4.7 倍，有力保障未来增长。维持盈利预测，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 41/21/15 倍，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，维持“买入”评级。

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)	5,665
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)	51.22	39.33	40.61	20.56	15.43

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

## 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
固定资产投资	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)	51.22	39.33	40.61	20.56	15.43
PB (倍)	16.68	6.18	5.40	4.34	3.47
EV_EBITDA (倍)	76.40	51.43	21.79	11.35	8.02

## 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：A0K809

©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