

博世科(300422)

澄江 22 亿大单再落地，与央企强强联合扩张全国可期

买入(维持)

2017 年 08 月 23 日

证券分析师 袁理

执业证书编号: S0600511080001

02160199782

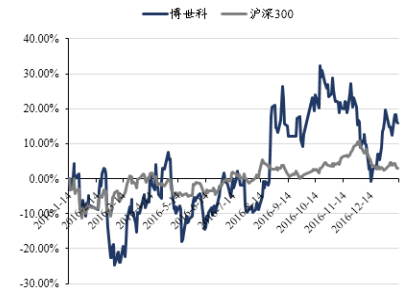
yuanl@dwzq.com.cn

研究助理 刘博

liub@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------|-------|--------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 829 | 2,007 | 3,745 | 5,431 |
| 同比(%) | 64.3% | 142.1% | 86.7% | 45.0% |
| 净利润(百万元) | 63 | 150 | 280 | 398 |
| 同比(%) | 45.8% | 138.6% | 86.9% | 42.5% |
| 毛利率(%) | 27.2% | 26.5% | 26.4% | 26.2% |
| ROE(%) | 6.3% | 13.8% | 22.3% | 26.7% |
| 每股收益(元) | 0.18 | 0.42 | 0.78 | 1.12 |
| P/E | 89.56 | 38.38 | 20.67 | 14.39 |
| P/B | 5.76 | 5.29 | 4.58 | 3.85 |

股价走势



事件:

公司公告, 公司与中国中车、中铁一局市政环保公司组成联合体, 中标澄江县农村生活污水处理及人居环境提升工程 PPP 项目, 项目总投资额为 22.10 亿元。

投资要点

■ **深耕云南市场已久, 22 亿大单落地水到渠成:** 公司深耕云南市场已久, 在玉溪、丽江、大理、澄江、曲靖等市县区域均有业务布局, 此前由公司承建的澄江县城镇供排水及垃圾收集处置 PPP 项目、大理市洱海新建 19 个沿湖村落污水处理站工程等项目均已成为当地示范工程, 公司的环境综合治理能力因此得到当地政府的充分认可, 此次 22 亿大单落地当属水到渠成。

■ 根据公司公告, 项目建设内容主要包括路居镇污水收集管网完善工程、全县污水处理信息化监控中心建设工程、村民小组污水处理及人居环境提升工程、全城乡供水一体化建设工程及入湖次支沟渠修复工程。项目总投资为 22.10 亿元, 建设期 2 年、运营期 23 年, PPP 项目公司资本金为 6.63 亿元 (占比总投资为 30%), 其中政府方出资占比 10%、联合体出资占比 90%。**类比此前中标的南宁市心圩江环境综合整治工程 PPP 项目, 假设公司保持在项目公司中持股比例为 19% (对应为 1.26 亿), 按照保守估计公司能够获得整个项目的 50% (对应为 11.05 亿) 计算, 杠杆为 8.77 倍。**

■ 我们分析认为, 此次中标为公司带来三点变化: 1) **短期来看**, 根据我们的统计, 公司在手未确认订单总额合计 70 亿左右 (其中大部分为 PPP 项目), 饱满订单为业绩增长提供充足弹性; 2) **中期来看**, 这是公司在广西省外落地的首个大单, 实施后有利于公司进一步巩固云南区域市场, 后续更多大型环境综合治理项目落地值得期待; 3) **长期来看**, 公司凭借专业技术和对项目的了解, 与中国中车、中铁一局形成强强联合, 借助央企资源、节约投资资金、提升杠杆率, 未来有望与大型央企集团形成资源共享、优势互补, 加快实施全国扩张战略可期

顺应行业“点源-面源”治理趋势, 环境综合治理平台腾飞可期:

1) 政策层面: “十三五”环保生态规划相比“十二五”期间合计增加指标

市场数据

| | |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元) | 16.12 |
| 一年最低/最高价 | 15.83/102.8 |
| 市净率(倍) | 5.70 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 2835 |

基础数据

| | |
|-------------|-------|
| 每股净资产(元) | 2.83 |
| 资本负债率(%) | 59.58 |
| 总股本(百万股) | 356 |
| 流通 A 股(百万股) | 176 |

相关研究

1. 博世科: 上市以来最大单体项目落地, 环境综合治理平台腾飞 -20170720
2. 博世科: 技术-订单-业绩逻辑兑现, 中报业绩超预期 -20170710
3. 博世科: PPP 项目再下一城, 全年业绩高速增长无忧 -20170706
4. 博世科: 预中标重金属废水治理项目, 承接有色矿冶&湘江流域更多治理项目可期 -20170611
5. 博世科: PPP 项目再下一城, 看好公司长期发展 -20170407

19 个，其中包含空气质量 2 个、水环境质量 3 个、土壤环境质量 2 个、生态状况 5 个、区域性污染物排放总量减少 3 个、生态保护修复 4 个，可见“十三五”期间面源治理指标数量提升。

2) 行业层面：在 PPP 日趋规范和逐步推进的过程中，地方政府倾向于将原本小而散的环保项目打包成为规模较大、治理难度较高的环境综合治理类的 PPP 项目。

3) **公司层面**：因此在政策逐步由点源向面源调整、行业 PPP 项目日益综合化的形势下，公司顺应趋势，技术起家、沿产业链横向与纵向并行，一、横向上，在立足水处理传统业务的基础上，拓展土壤修复、固废处置和环境咨询业务领域；二、纵向上，立足于工业水处理技术和设备，逐步向市政水处理、黑臭河道治理、环境综合整治等水处理末端衍生，横向+纵向双轮驱动，打造环境综合治理平台。

4) **订单层面**：从 15 年千万级别订单居多、到 16 年单体项目金额超过 1 亿、到 17 年上半年 9.18 亿黑臭河道治理项目、再到此次 26、22 亿项目接连中标，充分诠释公司步步为营、稳扎稳打的成长路径，目前在手在手未确认订单总额合计 70 亿左右(其中大部分为 PPP 项目)，伴随公司订单逐步进入集中释放期，公司“技术-项目-业绩”逻辑有望完美兑现，环境综合治理平台市值腾飞可期。

- **大股东提供 1.6 亿无息借款，多渠道筹措资金为业绩增长提供保障**：大股东王双飞为公司提供三年期 1.6 亿无息借款，一方面在资金面趋紧的市场环境下减轻公司的资金压力，消除市场对于公司是否能够消化快速增长订单的担忧；另一方面也体现了实际控制人对于公司未来发展的信心。同时，根据公司公告，王双飞、宋海农、杨崎峰、许开绍为一致行动人，合计持有公司股份数量为 1.13 亿股，质押股份比例为 70.26%，假设四人质押股份上限为 90%、折扣率为 50%，则仍可动用资金 1.80 亿元。订单+资金兼具，静待公司业绩兑现破茧成蝶。
- **战略眼光独到，通过收购 RX 布局土壤和地下水修复市场**：1) RX 公司在手业务主要包含三部分：环保修复工程和咨询、热解吸处理系统 (RTTU)、工业垃圾处理场运营，未来新增核心业务为 Breton (布雷顿) 填埋场的建设与运营，填埋场设计容量 522 万吨，预计 2017 年 6 月投入运营。根据阿尔伯塔省能源监管局和环境署提供的数据推算，Breton 填埋场 100 公里服务范围内的石油污染土壤量约为 30-60 万吨/年。随着项目建设完成和投运，未来将为公司带来稳健现金流。2) 收购 RX 公司将使公司快速引入国外在土壤和地下水污染修复与咨询领域的先进成熟技术和场地实施经验，未来在国际、国内的土壤和地下水修复市场占据领先优势。同时，在博世科全球化战略布局下，RX 公司的环保咨询业务将拓展至 Imperial oil 和中石化等石化企业，同时也将为公司积累北美地区的商业资源，全面推进海外市场拓展和技术引进，在加快国际化进程的同时完成产业链的整合与延伸。
- **盈利预测与投资评级**：我们看好公司未来的成长性：预计公司 2017-2019 年实现 EPS 0.42、0.78、1.12 元，对应 PE 38、21、14 倍，小市值 (流通市值 28 亿)+高成长 (股权激励要求 17 年业绩高增长)，维持“买入”评级！
- **风险提示**：订单执行不及预期，回款风险。

博世科三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|--------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 流动资产 | 1307.5 | 1877.9 | 3020.7 | 4199.6 | 营业收入 | 829.0 | 2006.7 | 3745.4 | 5430.8 |
| 现金 | 517.8 | 697.7 | 1291.6 | 1987.5 | 营业成本 | 603.6 | 1474.9 | 2756.6 | 4007.9 |
| 应收款项 | 700.4 | 899.8 | 1231.4 | 1502.8 | 营业税金及附加 | 10.3 | 30.5 | 56.9 | 82.5 |
| 存货 | 52.6 | 161.6 | 302.1 | 439.2 | 营业费用 | 23.3 | 86.9 | 182.0 | 266.7 |
| 其他 | 36.7 | 118.7 | 195.6 | 270.1 | 管理费用 | 85.2 | 217.9 | 408.2 | 602.7 |
| 非流动资产 | 990.1 | 1032.5 | 1110.1 | 1198.2 | 财务费用 | 16.8 | 20.6 | 14.9 | 6.7 |
| 长期股权投资 | 8.1 | 8.1 | 8.2 | 8.2 | 投资净收益 | 0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 固定资产 | 721.5 | 747.1 | 808.3 | 880.6 | 其他 | -31.0 | -11.8 | -11.3 | -10.7 |
| 无形资产 | 94.9 | 111.7 | 128.0 | 143.8 | 营业利润 | 58.8 | 164.1 | 315.4 | 453.5 |
| 其他 | 165.5 | 165.5 | 165.5 | 165.5 | 营业外净收支 | 11.0 | 10.0 | 10.0 | 10.0 |
| 资产总计 | 2297.6 | 2910.3 | 4130.8 | 5397.8 | 利润总额 | 69.8 | 174.1 | 325.4 | 463.5 |
| 流动负债 | 981.0 | 1493.9 | 2536.3 | 3554.1 | 所得税费用 | 8.6 | 24.4 | 45.6 | 64.9 |
| 短期借款 | 292.5 | 300.0 | 300.0 | 300.0 | 少数股东损益 | -1.5 | 0.1 | 0.3 | 0.4 |
| 应付账款 | 533.9 | 808.2 | 1510.5 | 2196.1 | 归属母公司净利润 | 62.7 | 149.6 | 279.5 | 398.2 |
| 其他 | 154.6 | 385.7 | 725.8 | 1058.0 | EBIT | 106.6 | 199.7 | 345.3 | 475.2 |
| 非流动负债 | 297.5 | 307.5 | 317.5 | 327.5 | EBITDA | 119.8 | 230.5 | 399.3 | 543.3 |
| 长期借款 | 264.9 | 264.9 | 264.9 | 264.9 | | | | | |
| 其他 | 32.7 | 42.7 | 52.7 | 62.7 | 重要财务与估值指标 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 负债总计 | 1278.5 | 1801.4 | 2853.9 | 3881.7 | 每股收益(元) | 0.18 | 0.42 | 0.78 | 1.12 |
| 少数股东权益 | 21.9 | 22.0 | 22.2 | 22.4 | 每股净资产(元) | 2.80 | 3.05 | 3.52 | 4.19 |
| 归属母公司股东权益 | 997.1 | 1086.9 | 1254.6 | 1493.5 | 发行在外股份(百万股) | 142.5 | 356.2 | 356.2 | 356.2 |
| 负债和股东权益总计 | 2297.6 | 2910.3 | 4130.8 | 5397.8 | ROIC(%) | 8.4% | 12.8% | 33.9% | 94.4% |
| | | | | | ROE(%) | 6.3% | 13.8% | 22.3% | 26.7% |
| 现金流量表 (百万元) | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | 毛利率(%) | 27.2% | 26.5% | 26.4% | 26.2% |
| 经营活动现金流 | -55.9 | 418.6 | 886.7 | 1046.9 | EBIT Margin(%) | 12.9% | 10.0% | 9.2% | 8.8% |
| 投资活动现金流 | -371.0 | -186.4 | -181.0 | -191.8 | 销售净利率(%) | 7.6% | 7.5% | 7.5% | 7.3% |
| 筹资活动现金流 | 742.3 | -52.3 | -111.8 | -159.3 | 资产负债率(%) | 55.6% | 61.9% | 69.1% | 71.9% |
| 现金净增加额 | 315.5 | 179.9 | 593.9 | 695.9 | 收入增长率(%) | 64.3% | 142.1% | 86.7% | 45.0% |
| 企业自由现金流 | -375.6 | 289.3 | 728.0 | 870.4 | 净利润增长率(%) | 45.8% | 138.6% | 86.9% | 42.5% |

数据来源: WIND 资讯, 东吴证券研究所 (股本变化是因为定增今年完成)

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

