

公司研究/年报点评

2019年04月28日

公用事业/环保 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 11.58
合理价格区间(元): 13.54~15.34

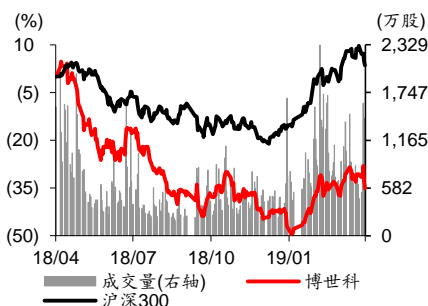
王玮嘉 执业证书编号: S0570517050002
研究员 021-28972079
wangweijia@htsc.com

赵伟博 010-56793949
联系人 zhaoweibo@htsc.com

相关研究

- 1 《博世科(300422,买入): 3Q 净利+132%, 在手订单充裕支撑高增长》2018.10
- 2 《博世科(300422,买入): 在手订单充裕, 前瞻布局, 攻守有道》2018.04
- 3 《博世科(300422,买入): 联合体预中标 PPP 大单, 走出广西》2017.08

一年内股价走势图



资料来源: Wind

业绩基本符合预期, 股权激励计划彰显信心

博世科(300422)

业绩基本符合市场预期, 在手订单充裕支撑业绩高增长

根据公司公告, 18 年公司实现营收/归母净利润 27.24/2.35 亿元, 分别同比增长 85%/60%, 19Q1 实现营收/归母净利润 6.41 亿元/7083 万元, 分别同比增长 23%/17%, 年报及季报业绩基本符合市场预期。截至 2018 年底, 公司在手合同累计达 142.37 亿元, 是 2018 年公司营收的 5.23 倍, 充裕的在手订单将有力支撑未来发展。我们下调盈利预测, 预计 2019-20 年 EPS 0.90/1.24 (前次为 1.12/1.57 元), 参考可比公司 19 年中间值 P/E 为 16 倍, 给予公司 2019 年 15-17 P/E, 对应目标价 13.54-15.34 元, 维持“买入”评级。

业绩基本符合市场预期, 各项业务营收增长较快

根据公司公告, 18 年公司实现营收/归母净利润 27.24/2.35 亿元, 分别同比增长 85%/60%, 19Q1 实现营收/归母净利润 6.41 亿元/7083 万元, 分别同比增长 23%/17%。18 年公司各项业务保持较快增长, 水污染治理/二氧化氯制备与清洁化生产/土壤修复/固废处置营收分别增长 99%/631%/43%/92%, 全年整体毛利率较 17 年小幅下降 0.4pct 至 28.5%, 2018 年底资产负债率同比上升 6.7pct 至 73.7%。

在手订单充裕, 业绩向上动力强劲

2018 年公司加大拓展工程类订单, 根据公司公告, 2018 年公司新签合同额 54.98 亿元, 其中工程类新增合同 31.31 亿元, 占比逾 50%。截至 2018 年底, 公司在手合同累计达 142.37 亿元, 是 2018 年公司营收的 5.23 倍, 充裕的在手订单将有力支撑未来发展。在业务拓展方面, 公司在环卫领域的开拓最为突出。2018 年 7-9 月, 公司相继中标苍梧县环卫项目及贺州市环卫项目, 两个项目合计总投资约 7.84 亿元, 年化金额约 7156.6 万元/年, 截至 2018 年底, 公司在手城乡环卫合同额高达 5.79 亿元, 该类订单的放量有助于公司经营现金流持续优化。

推出股权激励计划, 彰显长期发展信心

3 月 28 日晚公司公告推出 2019 年股票期权激励计划, 拟向 301 名激励对象授予 1500 万份股票期权, 约占公司总股本 4.22%, 首次授予 1297.5 万份, 预留 202.5 万份, 首次授予股票期权的行权价格为 11.76 元/股, 行权考核年度为 19-21 年, 业绩考核以 2018 年为基期实现扣非后净利润增长分别不低于 40%、80%、130%。本次激励计划首次授予的激励对象包括公司董事、高级管理人员、中层管理人员及核心技术(业务)骨干人员, 激励覆盖面较广, 我们认为, 此次激励计划将实现员工与公司利益一致, 员工积极性将得到有效促进, 彰显长期发展信心。

目标价 13.54-15.34 元/股, 维持“买入”评级

考虑到 19Q1 营收增速下滑, 未来订单业绩放量或放缓, 我们下调盈利预测, 预计 2019-20 年 EPS 0.90/1.24 (前次为 1.12/1.57 元), 参考可比公司 19 年中间值 P/E 为 16 倍, 给予公司 2019 年 15-17 P/E, 对应目标价 13.54-15.34 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 项目进度不及预期, 毛利率下滑。

公司基本资料

总股本 (百万股)	355.83
流通 A 股 (百万股)	264.71
52 周内股价区间 (元)	9.03-18.73
总市值 (百万元)	4,120
总资产 (百万元)	7,145
每股净资产 (元)	4.50

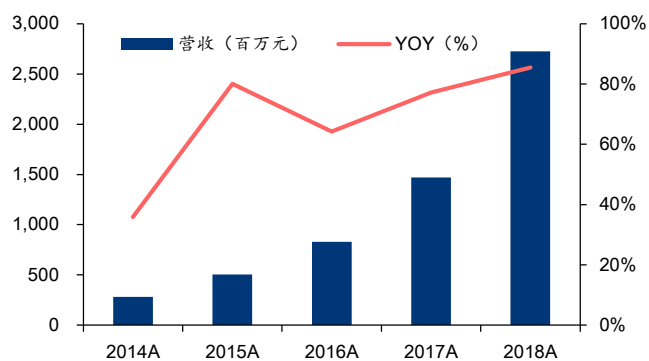
资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1,469	2,724	4,213	5,353	5,938
+/-%	77.15	85.49	54.67	27.06	10.91
归属母公司净利润 (百万元)	146.70	235.26	321.23	441.04	515.12
+/-%	134.06	60.37	36.54	37.30	16.80
EPS (元, 最新摊薄)	0.41	0.66	0.90	1.24	1.45
PE (倍)	28.09	17.51	12.83	9.34	8.00

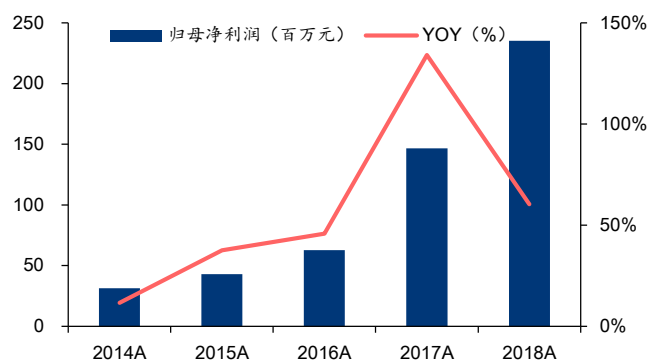
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 公司 2014-2018 年收入及同比增速



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表2: 公司 2014-2018 年归母净利润及同比增速



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表3: 盈利预测调整表

项目	原预测 (调整前)		现预测 (调整后)		变化幅度 (pct)	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
收入增速 (%)	47.1%	32.5%	54.7%	27.1%	7.6	-5.4
毛利率 (%)	27.0%	27.0%	27.0%	27.0%	0.0	0.0
期间费用率 (%)	13.3%	13.1%	13.9%	13.3%	0.6	0.2
净利率 (%)	10.0%	10.6%	7.6%	8.2%	-2.4	-2.4
归母净利润 (百万元)	398	559	321	441	-19%	-21%
EPS (元)	1.12	1.57	0.90	1.24	-19%	-21%

资料来源: 华泰证券研究所

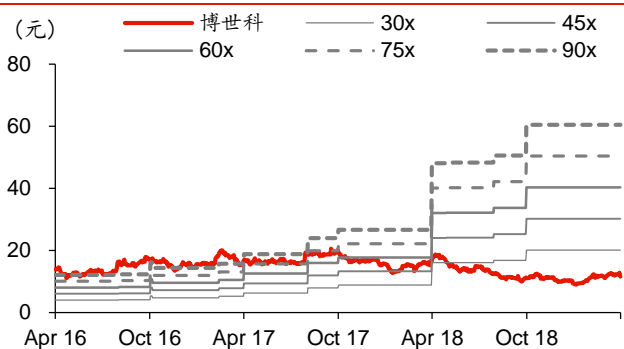
图表4: 可比公司估值表 (2019/4/26)

公司名称	股票代码	股价 (元/股)	市值(mn)		市盈率 (x)		市净率 (x)		来源
			2019/4/26	2019/4/26	19E	20E	19E	20E	
上海洗霸	603200	36.25	2,720	2,720	25.35	19.30	3.30	2.87	wind
碧水源	300070	8.78	27,700	27,700	15.14	12.90	1.30	1.20	wind
高能环境	603588	10.85	7,167	7,167	16.13	12.44	2.31	1.96	wind
平均值			12,529	12,529	18.87	14.88	2.30	2.01	
中间值			7,167	7,167	16.13	12.90	2.31	1.96	
博世科	300422	11.58	4,120	4,120	12.83	9.34	2.24	1.83	华泰

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

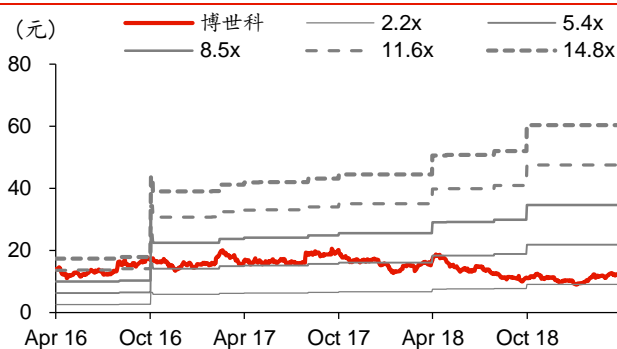
PE/PB - Bands

图表5: 博世科历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表6: 博世科历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1,715	2,901	4,180	4,817	4,978
现金	457.69	732.17	1,072	920.99	669.00
应收账款	954.57	1,707	2,640	3,354	3,720
其他应收账款	79.15	108.65	168.05	213.52	236.83
预付账款	53.66	85.10	134.39	170.81	189.48
存货	121.05	149.00	42.12	32.12	35.63
其他流动资产	49.26	119.86	123.21	125.78	127.09
非流动资产	2,206	3,624	4,779	6,179	7,647
长期投资	167.53	321.61	321.61	321.61	321.61
固定投资	268.40	486.76	1,280	2,136	2,854
无形资产	363.39	759.30	1,125	1,870	2,589
其他非流动资产	1,407	2,056	2,053	1,851	1,883
资产总计	3,921	6,526	8,959	10,996	12,626
流动负债	1,846	2,965	4,910	6,720	8,081
短期借款	490.11	832.48	1,803	2,861	3,802
应付账款	783.00	1,168	1,845	2,345	2,601
其他流动负债	572.75	964.60	1,262	1,514	1,678
非流动负债	781.35	1,841	2,029	1,845	1,636
长期借款	560.51	1,129	1,536	1,351	1,142
其他非流动负债	220.84	711.83	493.83	493.83	493.83
负债合计	2,627	4,806	6,940	8,565	9,717
少数股东权益	133.36	188.00	182.86	175.81	167.57
股本	356.07	355.82	355.82	355.82	355.82
资本公积	464.26	465.73	465.73	465.73	465.73
留存公积	360.61	580.93	1,015	1,434	1,920
归属母公司股东权益	1,161	1,531	1,837	2,256	2,741
负债和股东权益	3,921	6,526	8,959	10,996	12,626

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	(150.23)	(39.80)	658.72	814.19	976.03
净利润	146.70	235.26	321.23	441.04	515.12
折旧摊销	29.15	47.15	104.98	210.16	316.58
财务费用	28.25	102.43	149.28	154.54	142.39
投资损失	(0.61)	2.54	2.54	2.54	2.54
营运资金变动	(415.72)	(519.68)	85.82	12.95	7.64
其他经营现金	62.00	92.49	(5.14)	(7.05)	(8.24)
投资活动现金	(763.96)	(1,096)	(1,481)	(1,612)	(1,788)
资本支出	694.55	909.57	1,475	1,606	1,781
长期投资	159.22	182.49	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(89.81)	4.11	6.39	6.39	6.39
筹资活动现金	777.26	1,294	562.12	(352.75)	(540.34)
短期借款	198.61	342.36	970.86	1,058	940.76
长期借款	295.66	568.52	406.49	(184.40)	(208.82)
普通股增加	213.59	(0.25)	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(210.10)	1.46	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	279.51	382.26	(815.23)	(1,226)	(1,272)
现金净增加额	(136.93)	158.38	(260.20)	(1,151)	(1,352)

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,469	2,724	4,213	5,353	5,938
营业成本	1,044	1,947	3,075	3,908	4,335
营业税金及附加	12.59	26.24	40.58	51.56	57.19
营业费用	40.12	54.27	83.93	106.65	118.28
管理费用	136.38	137.55	212.76	270.33	299.83
财务费用	28.25	102.43	149.28	154.54	142.39
资产减值损失	50.97	100.09	154.81	196.70	218.17
公允价值变动收益	0.00	0.38	0.38	0.38	0.38
投资净收益	0.61	(2.54)	(2.54)	(2.54)	(2.54)
营业利润	166.59	277.20	375.01	511.13	595.54
营业外收入	4.89	2.49	2.61	2.74	2.88
营业外支出	1.78	13.53	14.21	14.92	15.67
利润总额	169.70	266.15	363.41	498.95	582.75
所得税	24.77	34.65	47.31	64.96	75.87
净利润	144.93	231.50	316.10	433.99	506.88
少数股东损益	(1.77)	(3.76)	(5.14)	(7.05)	(8.24)
归属母公司净利润	146.70	235.26	321.23	441.04	515.12
EBITDA	261.14	604.88	904.93	1,226	1,442
EPS (元, 基本)	0.41	0.66	0.90	1.24	1.45

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	77.15	85.49	54.67	27.06	10.91
营业利润	183.12	66.40	35.29	36.30	16.52
归属母公司净利润	134.06	60.37	36.54	37.30	16.80
获利能力 (%)					
毛利率	28.88	28.52	27.02	26.99	26.98
净利率	9.99	8.64	7.62	8.24	8.68
ROE	13.60	17.48	19.08	21.55	20.62
ROIC	13.54	18.84	19.32	19.01	16.29
偿债能力					
资产负债率 (%)	67.00	73.65	77.46	77.89	76.96
净负债比率 (%)	46.09	46.33	51.21	51.11	52.58
流动比率	0.93	0.98	0.85	0.72	0.62
速动比率	0.86	0.93	0.84	0.71	0.61
营运能力					
总资产周转率	0.47	0.52	0.54	0.54	0.50
应收账款周转率	1.89	2.05	1.94	1.79	1.68
应付账款周转率	1.60	2.00	2.04	1.87	1.75
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.41	0.66	0.90	1.24	1.45
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.42)	(0.11)	1.85	2.29	2.74
每股净资产(最新摊薄)	3.26	4.30	5.16	6.34	7.70
估值比率					
PE (倍)	28.09	17.51	12.83	9.34	8.00
PB (倍)	3.55	2.69	2.24	1.83	1.50
EV_EBITDA (倍)	15.78	6.81	4.55	3.36	2.86

资料来源:公司公告, 华泰证券研究所预测

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：91320000704041011J。

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 2019 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

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

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