



## 博世科（300422）：水污染治理整体解决方案提供商

### 环保行业

询价参考值：10.00 元

报告日期：2015年2月5日

#### 主要财务指标（单位：百万元）

	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	280	322	371	408
(+/-)	35.9%	15.0%	15.0%	10.0%
营业利润	32	44	46	50
(+/-)	21.3%	22.7%	5.9%	7.6%
归属于母公司净利润	31	42	45	48
(+/-)	11.6%	25.8%	5.5%	7.1%
每股收益（元）	0.50	0.68	0.72	0.77

华鑫证券 研究发展部

研究员：徐呈健

执业证书编号 S1050511030001

021-51793716

xucj@cfsc.com.cn

- **水污染治理整体解决方案提供商。**公司以磁分离水体净化技术为依托，同时结合生处理技术、生物-生态水体修复技术、膜等污处理领域其他适用，为客户提供成套水体修复技术、膜等污处理领域其他适用，为客户提供成套设备、运营服务工程总包及整体解决方案。
- **国家加大对造纸、食品等行业和重金属污染治理并制定进一步措施推动下游需求。**《造纸工业发展“十二五”规划》提出 2015 年主要污染物化学需氧量（COD）排放总量比 2010 年降低 10-12%，氨氮排放总量比 2010 年降低 10%；《食品工业“十二五”发展规划》提出“十二五”期间食品工业化学需氧量（COD）和氮化合物排放量将分别减少 10%；《重金属污染综合防治“十二五”规划》提出重点区域铅、汞、铬、镉和类金属砷等重点重金属污染物排放量，比 2007 年减少 15%；《工业清洁生产推行“十二五”规划》提出在造纸行业重点研发非木材植物纤维清洁制浆及其废液资源化利用技术，推广纸浆无元素氯漂白等技术，到 2015 年实现纸浆无元素氯漂白等技术普及率 40%。
- **拟募集资金 1.55 亿元。**发行募集资金投资项目包括“环保设备制造基地扩建技术改造项目”、“技术研发中心建设项目”和“偿还银行贷款及补充流动资金项目”。“环保设备制造基地扩建技术改造项目”建成后主要生产制造上流式多级处理厌氧反应器（UMAR）和上流式多相废水处理氧化塔（UHOFe），达产后新增上流式多级处理厌氧反应器（UMAR）和上流式多相废水处理氧化塔（UHOFe）产能各 30 套/年。
- **盈利预测与估值。**我们预计公司2015-2017年营业收入分别为3.22、3.71、4.08亿元，EPS分别为0.68、0.72和0.77元（考虑IPO发行后股本为6200万股）。A股上市公司中，碧水源、万邦达、津膜科技、中电环保和维尔利与公司类似，可参考公司PE平均水平为33.6倍（2015年）。我们给予公司30-35倍估值，合理股价区间为20.4元-23.8元。
- **风险提示：**（1）项目回款风险；（2）依赖主要项目的风险；（3）采用BT/BOT模式承接项目的风险等。

## 1、水污染治理整体解决方案提供商

公司致力于提供系统方案设计、系统集成、关键设备设计制造、工程施工、项目管理及其他技术服务等，核心业务主要包括高浓度有机废水厌氧处理、难降解废水深度处理、重金属污染治理和制浆造纸清洁漂白二氧化氯制备等。涉及的行业客户主要包括制浆造纸、制糖、淀粉、酒精、制药、重金属污染治理等。

在实施具体项目工程过程中，根据污水特点和处理要求，向客户提供污染治理设施集成系统或实施环境修复工程，并设计制造有针对性的或定制化的污水处理设备，其中主要核心技术设备系统有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）和二氧化氯制备系统等。

图表 1：公司水污染治理业务分类

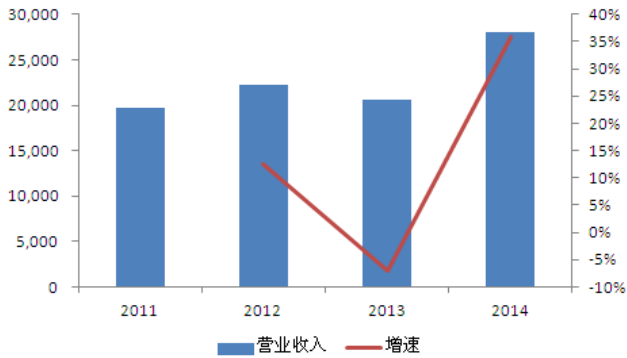


资料来源：公司招股意向书，华鑫证券研发部

公司 2011、2012 年、2013 年和 2014 年收入达到 1.96 亿元、2.21 亿元、2.06 亿元和 2.8 亿元，2012 年-2014 年的收入增速分别为 12.67%、-7.06% 和 35.89%。2013 年收入出现下滑的主要原因是已完工的项目业务合同金额较 2012 年有所降低导致主营业务收入减少。在收入结构中，水污染末端治理业务收入占比较高，2014 年占比为 79.94%，水污染前端控制业务收入占比为 7.66%，专业技术服务和其他业务占比分别为 4.52% 和 7.88%。公司毛利率保持相对稳定。

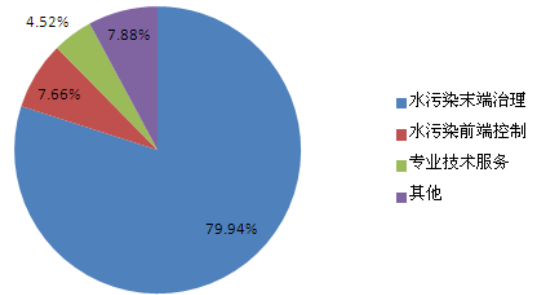


图表 2、公司近四年收入及增速情况（单位：万；%）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

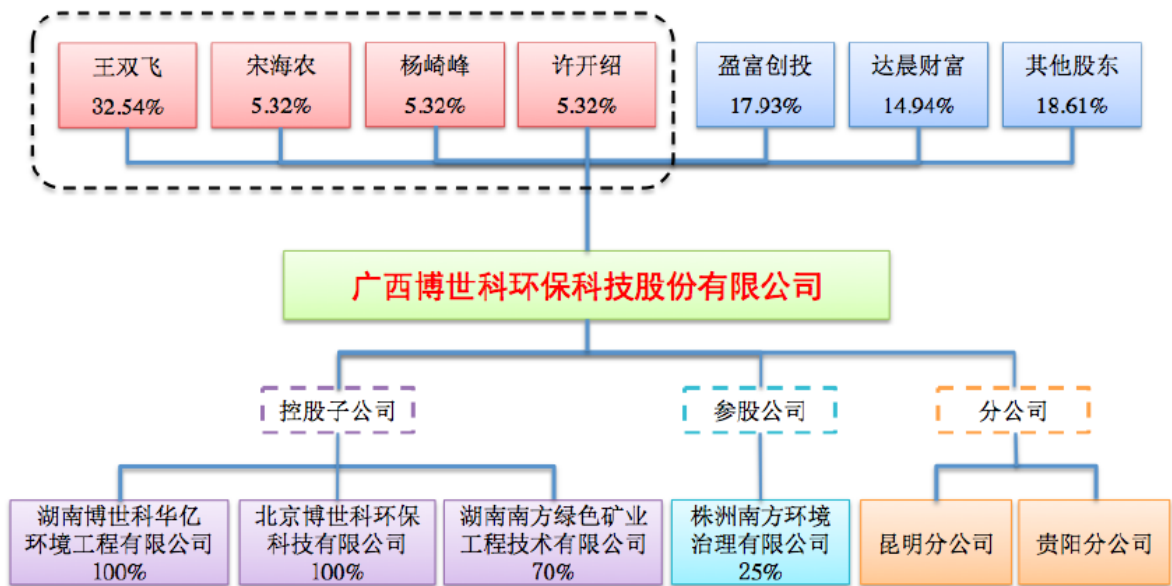
图表 3、2014 年收入构成情况（单位：%）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

王双飞、宋海农、杨崎峰和许开绍为公司共同实际控制人。截至发行前上述四人合计持有发行人 48.51% 的股份，其中王双飞持有发行人 32.54% 的股份，为第一大股东。

图表 4、发行人发行前股权结构



资料来源：公司招股意向书，华鑫证券研发部



## 2、环保政策推动行业发展

“美丽中国”，大气防治之后重点将集中在水污染治理。围绕着“美丽中国”，我国出台了一系列环保法律法规和政策，确定了环保产业战略性新兴产业的地位，助推了环保产业总体规模的持续扩大。政策的不断推出，将强了对污水排放的监管越来越严，各责任主体因污水排放而被处罚的风险加大，环保违法的成本大大增加，促使各责任主体加大环保投入，从而促进了污水处理行业市场需求的增长，在 2015 年 1 月实施的新《环保法》下，“按日累加罚款”将进一步提高违法成本。1 月 16 日，2015 年全国环境保护工作会议 15 日在北京召开。环境保护部部长周生贤指出，2015 年是全面深化改革的关键之年，要集中力量打好大气、水和土壤污染防治三大战役，深入实施《大气十条》，全面落实《水十条》，继续推动《土十条》制定实施，紧紧抓住农用地和建设用地两个重点。因此，2015 年环保的重点在于“水”。

**国家加大对造纸、食品等行业和重金属污染治理并制定进一步措施推动下游需求。**《造纸工业发展“十二五”规划》提出 2015 年主要污染物化学需氧量（COD）排放总量比 2010 年降低 10-12%，氨氮排放总量比 2010 年降低 10%；《食品工业“十二五”发展规划》提出“十二五”期间食品工业化学需氧量（COD）和氮氧化物排放量将分别减少 10%；《重金属污染综合防治“十二五”规划》提出重点区域铅、汞、铬、镉和类金属砷等重点重金属污染物排放量，比 2007 年减少 15%；《工业清洁生产推行“十二五”规划》提出在造纸行业重点研发非木材植物纤维清洁制浆及其废液资源化利用技术，推广纸浆无元素氯漂白等技术，到 2015 年实现纸浆无元素氯漂白等技术普及率 40%。公司业务主要涉及以高浓度有机废水厌氧处理、难降解废水深度处理和重金属污染治理为核心的水污染末端治理和以二氧化氯制备为核心的水污染前端控制领域，国家产业政策规划对进一步减排目标的制定和对相关新技术的推动支持将助推下游需求。

**技术研发优势明显。**公司立足于水污染治理领域，以自主创新为主，引进、吸收和消化国内外先进技术为辅，逐渐形成符合我国水污染治理特点，并具有自身技术特色的产品、技术、工艺和服务。截至 2014 年 12 月 31 日，公司已取得专利证书的专利 58 项，其中发明专利 12 项，实用新型 46 项，在高浓度有机废水厌氧处理及难降解废水深度处理、制浆造纸清洁漂白二氧化氯制备等领域处于国内先进水平。公司为国家火炬计划重点高新技术企业、广西壮族自治区高新技术企业、广西创新型企业及广西技术创新示范企业。

## 3、募投项目扩产现有产能

发行募集资金投资项目包括“环保设备制造基地扩建技术改造项目”、“技术研发中心建设项目”和“偿还银行贷款及补充流动资金项目”。“环保设备制造基地扩建技术改造项目”建成后主要生产制造上流式多级处理厌氧反应器（UMAR）和上流式多相废水处理氧化塔（UHOFe），达产后新增上流式多级处理厌氧反应器（UMAR）和上流式多相废水处理氧化塔（UHOFe）产能各 30 套/年。

图表 5、公司 IPO 募投项目情况

序号	项目名称	建设期	计划投资总额（万元）	募集资金投入额（万元）
1	环保设备制造基地扩建技术改造项目	1 年	10,875.68	4,000.00
2	技术研发中心建设项目	8 个月	2,923.90	500
3	偿还银行贷款及补充流动资金项目	-	18,000.00	7,950.00
合计			31,799.58	12,450.00

资料来源：公司招股意向书，华鑫证券研发部



## 4、公司盈利预测及估值

我们预计公司 2015-2017 年营业收入分别为 3.22、3.71、4.08 亿元，EPS 分别为 0.68、0.72 和 0.77 元（考虑 IPO 发行后股本为 6200 万股）。A 股上市公司中，碧水源、万邦达、津膜科技、中电环保和维尔利与公司类似，可参考公司 PE 平均水平为 33.6 倍（2015 年）。我们给予公司 30-35 倍估值，合理股价区间为 20.4 元-23.8 元。

图表 6、估值参考

股票代码	股票简称	收盘价	EPS				PE			
			2013	2014E	2015E	2016E	2013	2014E	2015E	2016E
		20150203								
300070	碧水源	33.34	0.94	1.10	1.51	1.98	35.5	30.3	22.0	16.8
300055	万邦达	46.20	0.61	0.79	1.15	1.43	75.2	58.3	40.0	32.2
300172	中电环保	22.42	0.53	0.51	0.65	0.85	42.3	44.0	34.4	26.5
300334	津膜科技	22.00	0.46	0.42	0.59	0.80	47.8	51.9	37.2	27.4
300190	维尔利	29.28	0.18	0.58	0.86	1.12	162.7	50.1	34.1	26.2
平均							72.7	46.9	33.6	25.8

资料来源：Wind，华鑫证券研发部

## 5、风险提示

- (1) 项目回款风险；
- (2) 依赖主要项目的风险；
- (3) 采用 BT/BOT 模式承接项目的风险等



图表 7、公司盈利预测表

单位：万元	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>营业收入</b>	<b>20,628</b>	<b>28,031</b>	<b>32,236</b>	<b>37,072</b>	<b>40,779</b>
增长率(%)	-7.1%	35.9%	15.0%	15.0%	10.0%
减：营业成本	13,225	18,672	21,921	25,579	28,137
综合毛利率(%)	35.9%	33.4%	32.0%	31.0%	31.0%
减：营业税金及附加	211	483	548	630	693
销售费用	798	1,055	1,193	1,372	1,509
管理费用	2,463	2,746	3,062	3,411	3,670
财务费用	888	1,046	161	371	612
期间费用率	20.1%	17.3%	13.7%	13.9%	14.2%
资产减值损失	254	828	1,000	1,100	1,200
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-153	-5	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>2,636</b>	<b>3,197</b>	<b>4,351</b>	<b>4,609</b>	<b>4,958</b>
增长率(%)	-25.7%	21.3%	22.7%	5.9%	7.6%
加：营业外收入	475	289	300	300	300
减：营业外支出	78	23	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>3,034</b>	<b>3,462</b>	<b>4,651</b>	<b>4,909</b>	<b>5,258</b>
增长率(%)	-20.0%	14.1%	22.6%	5.5%	7.1%
减：所得税	233	337	419	442	473
实际所得税率(%)	7.7%	9.7%	9.0%	9.0%	9.0%
<b>净利润</b>	<b>2,801</b>	<b>3,125</b>	<b>4,233</b>	<b>4,467</b>	<b>4,784</b>
归属于母公司所有者净利润	2,801	3,126	4,233	4,467	4,784
增长率(%)	-16.7%	11.6%	25.8%	5.5%	7.1%
净利润率(%)	13.6%	11.2%	13.1%	12.1%	11.7%
少数股东损益	0	-2	0	0	0
总股本（万股）	6,200	6,200	6,200	6,200	6,200
<b>稀释后每股收益（元/股）</b>	<b>0.45</b>	<b>0.50</b>	<b>0.68</b>	<b>0.72</b>	<b>0.77</b>

资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

## 研究员简介

徐呈健：英国城市大学卡斯商学院，投资管理硕士。2009年3月加盟华鑫证券研发部。

## 华鑫证券有限公司投资评级说明

### 股票的投资评级说明:

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-)5%--- (+)5%
4	减持	(-)15%---(-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

### 行业的投资评级说明:

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。



## 免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，投资者据此做出的任何投资决策与公司无关。本报告仅向特定客户传送，未经华鑫证券研究发展部授权许可，任何机构和个人不得以任何形式复制和发布。

## 华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>