

## 博世科(300422.SZ)

 评级: **买入**

目标市值(亿)

**100**

分析师

霍也佳

S0740515040002

huoyj@r.qlzq.com.cn

2015年5月5日

**专业水污染治理解决方案提供商, 小市值、高弹性**

### 基本状况

总股本(百万股)	62.00
流通股本(百万股)	15.50
市价(元)	84.25
市值(百万元)	5223.50
流通市值(百万元)	1305.88

### 股价与行业-市场走势对比



### 业绩预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	206	280	448	640	846
营业收入增速	-7.1%	35.9%	59.7%	42.9%	32.3%
净利润增长率	-16.7%	11.6%	57.3%	50.7%	40.3%
摊薄每股收益(元)	0.60	0.67	0.79	1.19	1.68
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)	N/A	N/A	107.22	71.16	50.72
PEG	N/A	N/A	1.87	1.40	1.26
每股净资产(元)	3.83	4.40	6.19	7.42	9.16
每股现金流量	-0.23	0.01	1.41	0.11	0.60
净资产收益率	16.9%	16.4%	12.8%	16.1%	18.3%
市净率	N/A	N/A	13.72	11.46	9.28
总股本(百万股)	46.50	46.50	62.00	62.00	62.00

备注: 市场预测取 聚源一致预期

### 投资要点

- 技术优势+项目经验, 工业水治理龙头:** 博世科是国内领先的水污染治理整体解决方案提供商, 主要立足于工业水污染治理领域, 受益新环保法实施和监管加严, 下游需求面临井喷; 公司凭借强大的技术实力和丰富标杆项目经验, 将借行业东风继续加快项目拓展步伐。
  - 过硬的技术实力:** 同时拥有水污染末端治理(上流式多级处理厌氧反应器和上流式多相废水处理氧化塔)和水污染前端控制(二氧化氯制备系统)的核心设备系统, 其中二氧化氯制备系统打破了国外公司的技术封锁和市场垄断, 市占率 40%以上, 并实现国产化装备海外出口零突破。
  - 丰富的项目经验:** 技术团队具备丰富系统设计经验, 目前国内十大造纸企业中有七家企业使用公司技术, 凭借上百个水污染治理项目的工程实践, 公司已在业界树立起良好的工程业绩和品牌形象, 为后续项目拓展奠定良好基础。截至目前, 公司已签约尚未完工的合同金额 9 亿多元, 2-3 季度还将进入新签订单高峰期, 保证未来业绩高增。
- 顺应行业趋势, 瞄准市政 PPP:** PPP 模式受到中央和地方政府大力推广, 博世科是广西第一家上市环保公司, 公司所在地南宁被列为“海绵城市”建设试点城市; 公司作为当地上市公司, 凭借强资本实力、标杆项目经验和品牌效应, 有望参与当地 PPP 示范项目。
- 立足水污染治理, 打造全方位综合环境服务商:** 立足于水污染治理领域优势, 公司也积极向其他污染治理领域拓展, 打造全方位综合环境服务商, 特别是在重金属污染治理领域具备较强优势; 立足广西、湖南两地, 借助株洲清水塘和广西河池生态修复标杆项目, 公司重金属污染治理业务有望在十三五期间迎来爆发。

### 盈利预测和投资建议

- 不考虑未来可能承接的 PPP 订单，我们预计公司 2015-2017 年营业收入为 4.48、6.40、8.46 亿，净利润分别为 0.49、0.74、1.04 亿，同比增速分别为 57.3%、50.7%、40.3%；对应 EPS 分别为 0.79、1.19 和 1.68 元。
- 公司主业工业水污染治理受益新环保法实施和监管加严，下游需求面临井喷；此外作为广西当地第一家上市环保公司，在 PPP 浪潮中，后续有望承接当地 PPP 水治理项目，届时将带来较大的订单弹性。
- 除了水污染治理，公司亦在重金属污染治理领域具备较强优势，技术实力强大+标杆项目经验足，待土壤修复行业进入高景气阶段，届时公司将具备较大爆发力。
- 作为 A 股纯正的工业水处理标的，公司目前市值仅 52 亿，考虑公司主业高景气度以及后续 PPP 项目拓展带来的订单弹性和十三五期间土壤修复业务带来的较强爆发力，我们看好公司市值成长空间，目标市值 100 亿，给予“买入”评级。

### 风险提示

- 项目拓展进度低于预期。

## 内容目录

专业水污染治理整体解决方案提供商 .....	- 5 -
技术优势+项目经验，工业水治理龙头 .....	- 6 -
标准提高+监管加严，工业废水处理进入快速发展期 .....	- 6 -
完善技术体系和丰富标杆项目经验确保公司竞争优势 .....	- 8 -
在手订单充足，主业进入高成长期 .....	- 12 -
顺应行业趋势，瞄准市政 PPP .....	- 13 -
立足水污染治理，打造全方位综合环境服务商 .....	- 14 -
盈利预测和投资建议 .....	- 15 -
盈利预测 .....	- 16 -
投资建议 .....	- 16 -
风险提示 .....	- 16 -

## 图表目录

图表 1: 公司水污染治理业务板块 .....	- 5 -
图表 2: 博世科 2014 年主营业务收入占比 .....	- 5 -
图表 3: 博世科 2014 年主营业务毛利占比 .....	- 5 -
图表 4: 立足水污染治理，打造综合环境服务商 .....	- 6 -
图表 5: 全国工业废水排放量 .....	- 6 -
图表 6: 工业废水重金属和其他污染物排放量 .....	- 6 -
图表 7: 前四大行业废水排放量占比 .....	- 7 -
图表 8: 前四大行业 COD 排放量占比 .....	- 7 -
图表 9: 有机废水分类及处理基本工艺 .....	- 7 -
图表 10: 造纸业污水排放标准全面提升 .....	- 8 -
图表 11: 公司现有核心技术 .....	- 8 -
图表 12: 高浓度有机废水厌氧处理工艺流程 .....	- 9 -
图表 13: 难降解废水深度处理工艺流程 .....	- 9 -
图表 14: 制浆造纸清洁漂白二氧化氯制备工艺流程 .....	- 9 -
图表 15: 博世科二氧化氯制备系统-广西蒲庙造纸厂 .....	- 10 -
图表 16: 博世科二氧化氯制备系统-印度尼西亚 LONTAR 浆厂 .....	- 10 -
图表 17: 近 4 年公司研发费用情况 .....	- 10 -
图表 18: 博世科核心管理团队 .....	- 11 -
图表 19: 部分典型项目工程 .....	- 12 -
图表 20: 公司已签订未完工的主要合同 .....	- 12 -
图表 21: 国务院、财政部出台多项政策力推 PPP .....	- 13 -

图表 22: DACS 好氧动态堆肥塔 .....	- 14 -
图表 23: 生物质可再生能源.....	- 15 -
图表 24: 重金属污染治理标杆项目 .....	- 15 -
图表 25: 主营业务收入预测.....	- 16 -
图表 26: 博世科三张报表预测摘要.....	- 17 -

## 专业水污染治理整体解决方案提供商

- 博世科是国内领先的水污染治理整体解决方案提供商，主要立足于工业水污染治理领域；主营业务包括高浓度有机废水厌氧处理及难降解废水深度处理、重金属污染治理、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以制浆造纸、制糖等轻工行业为主。

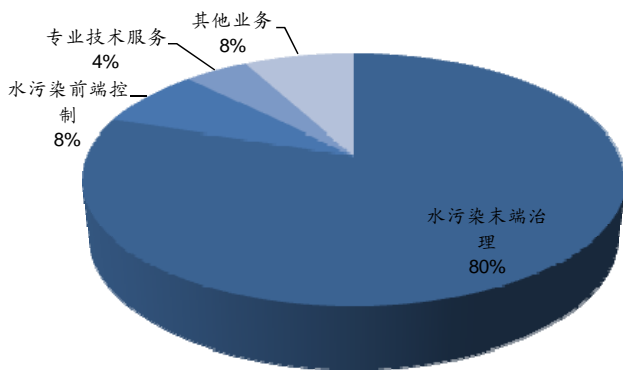
图表 1：公司水污染治理业务板块



来源：招股书，齐鲁证券研究所

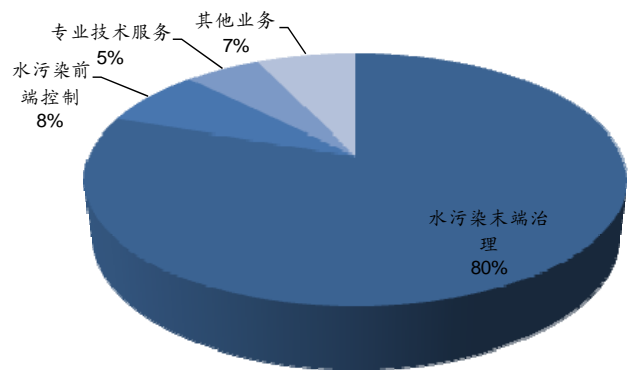
- 上市之前，公司业务开展以 EP 模式为主，EPC 模式和 BT 模式为辅；上市后资本实力壮大，将积极向 PPP 投融资建设为主体的模式转型，为客户提供全产业链解决方案。

图表 2：博世科 2014 年主营业务收入占比



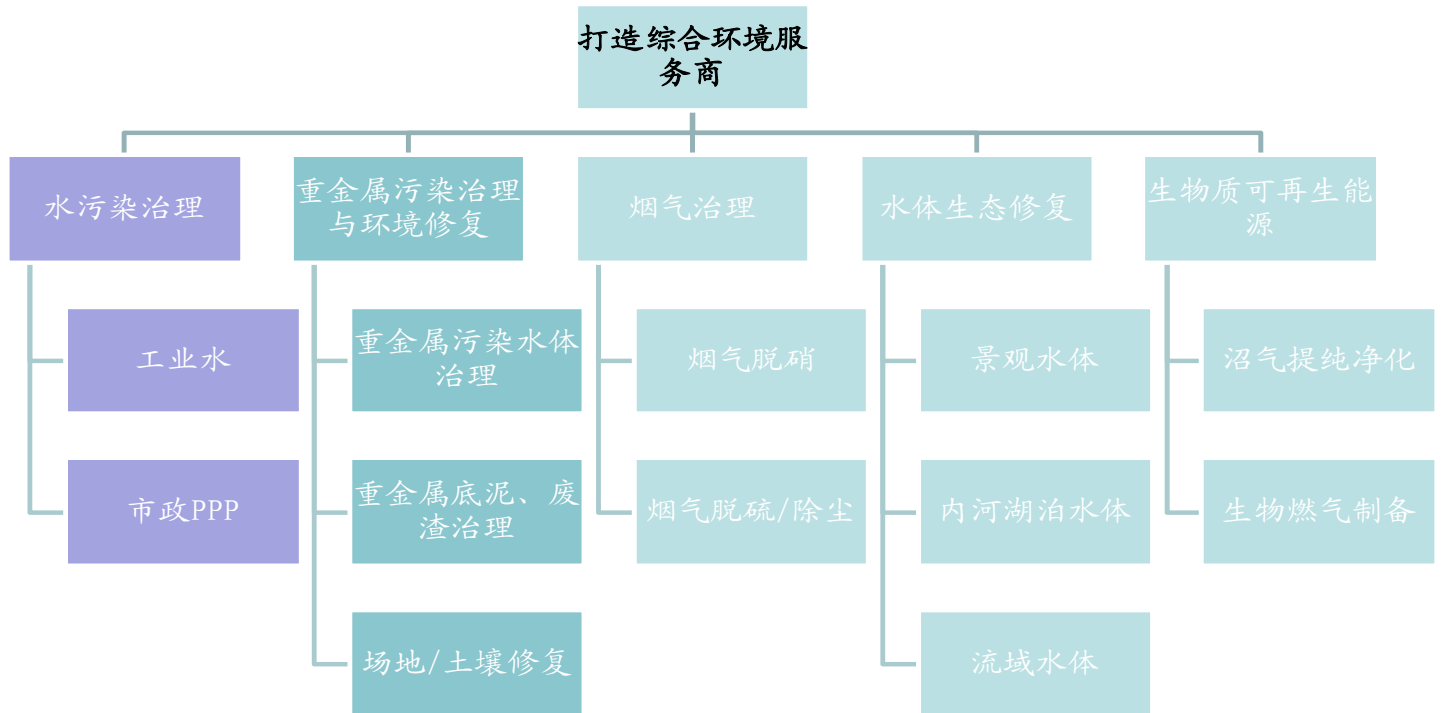
来源：招股书，齐鲁证券研究所

图表 3：博世科 2014 年主营业务毛利占比



- 除了水污染治理业务，公司在重金属污染治理、污泥治理、工业烟气治理以及生物质可再生能源利用等领域均有相关技术储备和标杆项目业绩，将视市场情况（大项目、技术壁垒高）选择性进行相关业务拓展。

图表 4: 立足水污染治理, 打造综合环境服务商



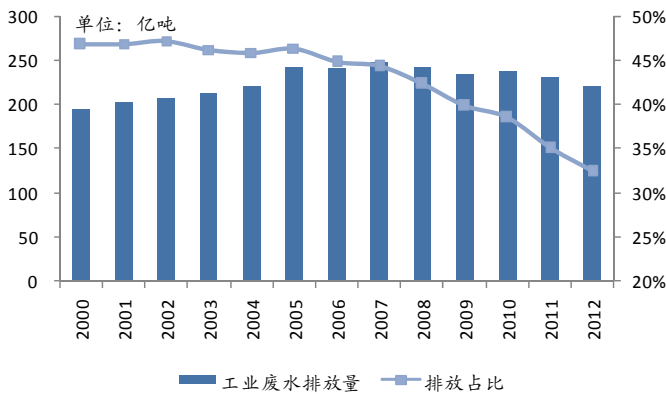
来源: 招股书, 齐鲁证券研究所

### 技术优势+项目经验, 工业水治理龙头

标准提高+监管加严, 工业废水处理进入快速发展期

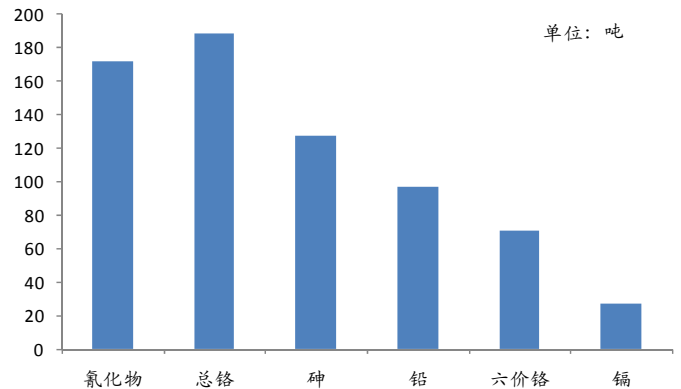
- 我国工业污水污染形势严峻, 排放量大且污染性强, 2012 年全国工业废水排放量 221.6 亿吨, 占废水排放总量的 32.3%; 工业废水中化学需氧量和氨氮排放量都极大, 并且含有汞、镉、六价铬等多种致癌重金属物质, 严重危害人体健康。

图表 5: 全国工业废水排放量



来源: 环保部, 齐鲁证券研究所

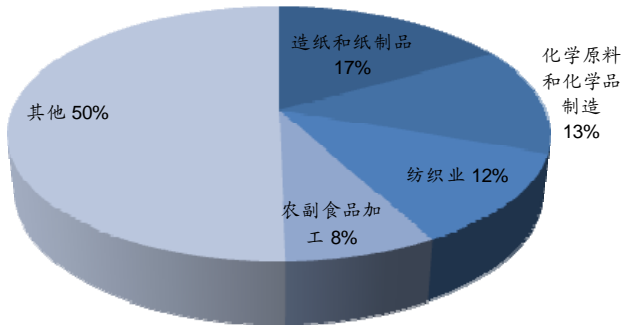
图表 6: 工业废水重金属和其他污染物排放量



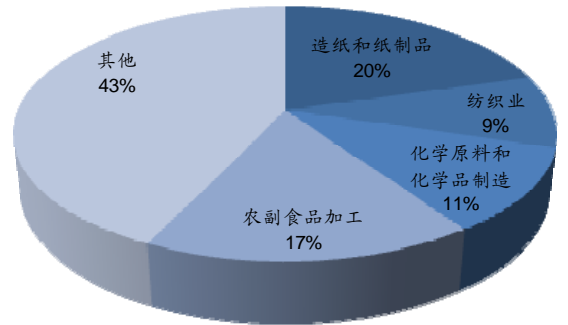
- 废水排放量位于前 4 位的行业依次为造纸和纸制品业, 化学原料及化学制品制造业, 纺织业, 农副食品加工业; 4 个行业的废水排放量

101.1 亿吨，占重点调查工业企业废水排放总量的 49.7%；从 COD 排放量看，上述 4 个行业化学需氧量排放量 173.6 万吨，占重点调查工业企业排放总量的 57.1%。

图表 7: 前四大行业废水排放量占比



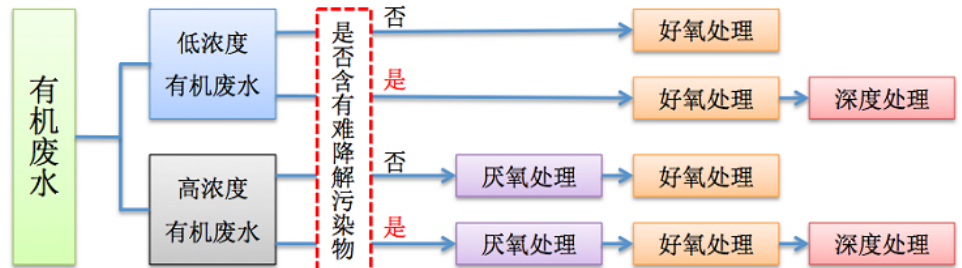
图表 8: 前四大行业 COD 排放量占比



来源: 环保部, 齐鲁证券研究所

- 工业废水处理行业中，其中高浓度有机废水通常含有难降解污染物，对环境水体的危害严重，且处理难度较大，经传统方法处理的外排废水已难以达到相关新环保标准的排放要求，需要通过采用强氧化剂的方式进一步深度处理。

图表 9: 有机废水分类及处理基本工艺



来源: 齐鲁证券研究所

- 水十条中特别强调狠抓工业污染防治，专项整治十大重点行业，集中治理工业集聚区水污染：
  - 制定造纸、焦化、氮肥、有色金属、印染、农副食品加工、原料药制造、制革、农药、电镀等行业专项治理方案，实施清洁化改造；
  - 2017 年底前，工业集聚区应按规定建成污水集中处理设施，并安装自动在线监控装置，京津冀、长三角、珠三角等区域提前一年完成。
- 目前随着工业污水排放标准全面提升以及环保监管的加严，从企业本身的经济性出发，我们认为整个工业污水处理的模式将从“谁污染、谁治理”逐渐转向“谁污染、谁出钱”交给第三方去做，工业废水第三方处理将进入快速发展期，而目前正处于发展初期。
  - 排放标准提高，处理难度加大：大部分高污染行业污水排放标准过于陈旧，随着环保形势的变化对下游企业的污染防治提出更高

要求，环保部针对各行业陆续制定了新版排放标准，收紧各项污染物的排放限值。

图表 10: 造纸业污水排放标准全面提升

排放限值 (mg/L)	新标准 (2008)			新标准-特别排放限值 (2008)			旧标准 (一级)		
	制浆企业	制浆和造纸联合生产企业	造纸企业	制浆企业	制浆和造纸联合生产企业	造纸企业	制浆企业	制浆和造纸联合生产企业	造纸企业
悬浮物	50	30	30	20	10	10	200	200	100
BOD5	20	20	20	10	10	10	150	150	60
COD	100	90	80	80	60	50	350	350	150
氨氮	12	8	8	5	5	5	--	--	--
总氮	15	12	12	10	10	10	--	--	--
总磷	0.8	0.8	0.8	0.5	0.5	0.5	--	--	--
可吸附有机卤素	12	12	12	8	8	8	--	--	--

来源：齐鲁证券研究所

- 违规成本提升倒逼释放潜在环保需求，工业废水处理进入快速成长期。新《环保法》已于 15 年 1 月 1 日开始实施，偷排或超标排放企业将受到连日巨额罚款或直接停产整改，扭转此前“守法成本高于违法成本”怪状，倒逼潜在工业废水处理需求加速释放。

### 完善技术体系和丰富标杆项目经验确保公司竞争优势

#### 1、完善的技术体系和研发优势

- 公司同时拥有水污染末端治理和水污染前端控制的核心设备系统，可根据污水特点和处理要求，向客户提供水污染治理设备系统集成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。

图表 11: 公司现有核心技术

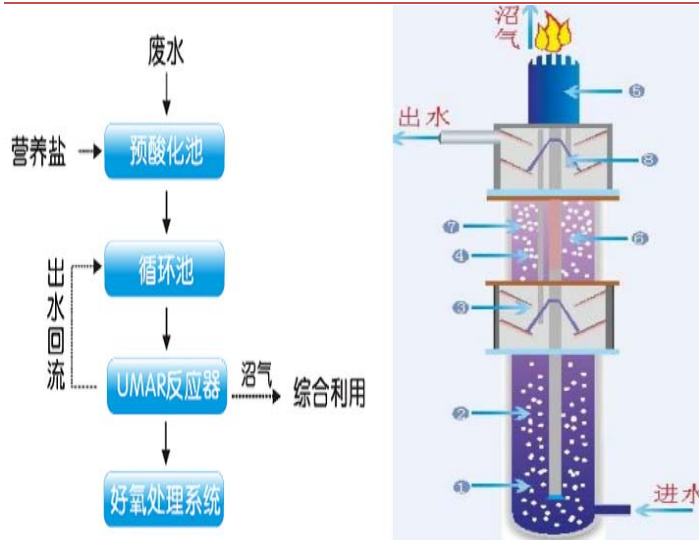


来源：公司资料，齐鲁证券研究所

- 水污染末端治理：包括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)，分别针对高浓度有机废水和难降解废水。

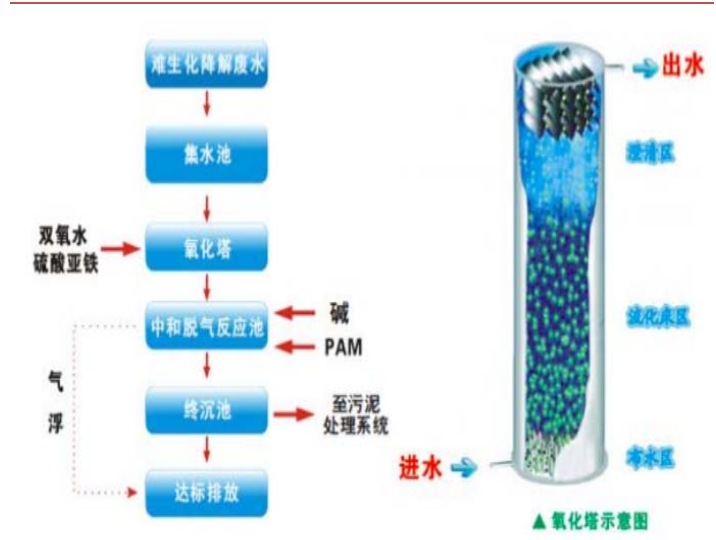


图表 12: 高浓度有机废水厌氧处理工艺流程



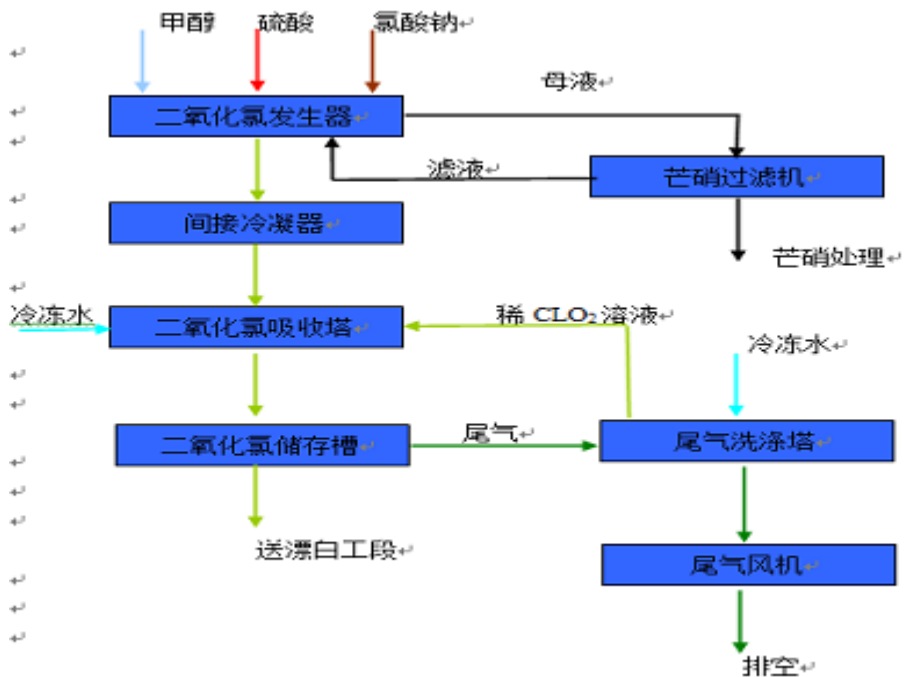
来源: 齐鲁证券研究所

图表 13: 难降解废水深度处理工艺流程



- 水污染前端控制: 于 2009 年成功掌握二氧化氯制备系统及相关技术, 并开发出制浆造纸清洁漂白二氧化氯制备系统, 有效降低制浆造纸漂白过程中污染物的排放量, 从而有利于降低末端废水治理难度, 协同效应强。

图表 14: 制浆造纸清洁漂白二氧化氯制备工艺流程



来源: 招股书, 齐鲁证券研究所

- 根据《水污染防治行动计划》要求, 2017 年底前, 造纸行业要完成纸浆无元素氯漂白改造或采取其他低污染制浆技术; 其中二氧化氯制备系统是无元素氯漂白技术的核心。
- 我国纸浆漂白工艺仍多采用传统的 CEH 三段漂白工艺, 该工艺耗水量大、废水排放量大, 且漂白废水中含有大量 COD、

BOD、AOX（难降解），以及含有 Cl<sup>-</sup>，如回用到碱回收，将对设备造成腐蚀，降低碱回收率。

- 根据“水十条”要求，2017 年底前造纸行业需完成纸浆无元素氯漂白改造。博世科二氧化氯制备系统打破了国外公司的技术封锁和市场垄断，经济技术指标达到了国际先进水平；市占率 40%以上，并实现国产化装备海外出口零突破。

图表 15: 博世科二氧化氯制备系统-广西蒲庙造纸厂



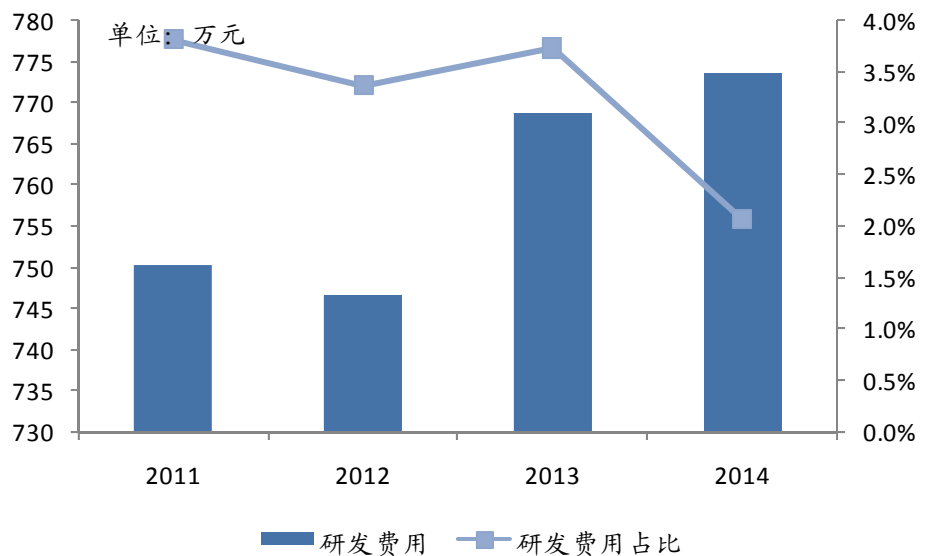
图表 16: 博世科二氧化氯制备系统-印度尼西亚 LONTAR 菜厂



来源：环保部，齐鲁证券研究所

- 公司通过保持较高比例研发投入、大力培养和引进人才，技术创新能力得到不断增强，并且通过科研平台的建立，进一步巩固公司的研发优势。
- 公司现有研发及技术人员 160 人（占总员工人数 33.68%），拥有自治区级技术中心、博士后科研工作站和院士专家企业工作站。

图表 17: 近 4 年公司研发费用情况



来源：招股书，齐鲁证券研究所

- 构建企业知识产权体系：目前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。
- 公司核心管理团队大多来源于广西大学，技术底蕴扎实；一方面为公司发展提供强大技术支持，另一方面助于公司吸收高校技术人才，做好人才储备保障。

**图表 18: 博世科核心管理团队**

姓名	职位	履历
王双飞	董事长	曾任广西大学轻工与食品工程学院院长、院党委副书记；2001年8月至2003年6月于美国造纸理工学院进行博士后研究。兼任广西环保产业技术协会常务理事，广西环保学会副理事长，中国造纸学会理事
杨崎峰	副董事长、副总经理	华南理工大学制浆造纸工程专业博士研究生毕业，曾任广西大学轻工与食品工程学院院长助理。被授予“首批广西知识产权中青年专家”。 <b>主要负责公司项目部及子公司湖南华化</b>
宋海农	董事、总经理	华南理工大学制浆造纸工程专业博士研究生毕业，2006年4月至2007年4月于瑞典皇家工学院进行博士后研究，曾任广西大学轻工与食品工程学院副院长。被授予“首批广西知识产权中青年专家”。目前还担任广西造纸学会副秘书长、中国人民政治协商会议第十一届广西壮族自治区委员会委员、南宁市专家咨询委员会委员、广西环保厅环境应急专家库专家成员， <b>目前主要负责公司总体管理和市场开拓工作，分管公司企管部、市场部、海外部、总工办、技术中心</b>
陈克复	合作院士	中国工程院院士，现为华南理工大学教授、博导。“植物资源化学与化工”国家级科技创新平台首席科学家兼主任。 <b>合作领域：在纸浆清洁化生产技术领域开展合作。</b>
曲久辉	合作院士	中国工程院院士，中国科学院生态环境研究中心研究员。现兼任中华环保联合会副主席、中国环境科学学会副理事长、中国可持续发展研究会副理事长、国家环境咨询委员会委员等职务。 <b>合作领域-针对水污染治理（电化学、高级氧化）、重金属污染控制、环境修复</b>
王明玉	特聘专家	曾在在美国环境保护总署罗伯特·克尔国家环境研究中心/地下水与生态系统修复国家实验室分部地下环境模拟中心，任资深研究员、项目主持（首席）科学家、技术负责人等职。 <b>合作领域-污染土壤修复、地下水污染治理、底泥处理、尾矿及矿区土壤修复等</b>

来源：齐鲁证券研究所

## 2、丰富的标杆项目经验，彰显实力

- 经过多年发展，公司已经形成了设计、配套、调试、管理、技术服务等全方位的能力，能够根据客户的生产经营特点提供量身定制的整体解决方案，并可将多项废水处理的关键技术系统集成于核心设备。
  - 针对高浓度有机废水，公司形成了以上流式多级处理厌氧反应器 UMAR 为核心设备的整体解决方案，目前公司已有 50 余套 UMAR 投入产业化应用。
  - 针对常规生化/物化两级处理很难达到排放标准的难降解废水，公司形成以上流式多相废水处理氧化塔 UHOFe 为核心设备的整体解决方案，目前已有 60 余套 UHOFe 投入产业化应用。
  - 公司承建的二氧化氯制备系统已有 9 套建成，其中南宁糖业股份有限公司蒲庙造纸厂二氧化氯制备系统是国内首条蔗渣浆 ECF 漂白生产线及当年国产产能最大的二氧化氯制备系统（8T/D）
- 公司在长期的水污染治理项目系统设计和实践过程中，已锻炼和培养了一支具备丰富系统设计经验、善于解决技术难题的技术团队，已在造纸、制糖、制药、淀粉、酒精、化工、重金属污染治理等多个行业领域累计完成了上百个水污染治理项目，具备可根据不同废水特性有针对性地进行水污染治理系统整体设计的能力。

- 公司在高浓度有机废水处理和难降解废水深度处理领域都处于国内领先水平，目前国内十大造纸企业中有七家企业使用公司技术。凭借上百个水污染治理项目的工程实践，公司已在业界树立起良好的工程业绩和品牌形象，为后续项目拓展奠定良好工程业绩和品牌形象保障。

**图表 19: 部分典型项目工程**

项目工程名称	项目情况
南宁糖业股份有限公司8吨/日二氧化氯制备系统项目	国内首条蔗渣浆ECF漂白生产线及当年投产的国产产能最大的二氧化氯制备系统，被列入“2010年中国造纸工业10项要闻”
株洲市清水塘工业废水综合处理利用一期工程	属于湘江流域株洲清水塘重金属污染治理工程重点项目，株洲清水塘被列入全国第一个获国务院批准的重金属污染治理试点方案——《湘江流域重金属污染治理实施方案》七大重点治理区域之一
株洲清水塘（大湖）重金属污染水塘综合治理工程	
APP金光集团（占碑和巴拉望工厂）日产12吨二氧化氯制备系统项目	系发行人于国外承建的二氧化氯制备系统项目，为国产二氧化氯制备系统走向国门起到了良好示范
广西博冠纸业有限公司年产5万吨漂白蔗渣浆污水处理工程	被中国环境保护产业协会列入2014年国家重点环境保护实用技术示范工程名录（第一批）”
南宁金浪浆业有限公司9000吨/日制浆废水深度处理工程	

来源：招股书，齐鲁证券研究所

### 在手订单充足，主业进入高成长期

- 经过多年发展，公司目前已树立起良好的市场品牌和工程业绩形象，在手订单充裕；截至目前，公司已签约尚未完工的合同金额 9 亿多元，2-3 季度还将进入新签订单高峰期，保证未来业绩高增。

**图表 20: 公司已签订未完工的主要合同**

签订日期	项目合同	金额	签订日期	项目合同	金额
		(万人民币)			(万人民币)
Mar-13	北极星纸浆工业联合体有限责任公司年产二十三万吨纸浆项目工业水处理站设备采购合同	68万美金	Jul-14	FIBER PAPERTECH ENGINEERING&TRADING LIMITED 日产35吨二氧化氯制备系统和术服务合同	1628万美金
Oct-13	宁远县七里岗垃圾筒易堆放场封场工程	1,411	Feb-14	广东银洲湖纸业基地A区污水处理厂25000吨/日高浓废水处理系统扩容改造项目设备销售及技术服务	996
Dec-13	白俄罗斯劳动英雄造纸厂20万吨涂布白卡纸项目15500吨/日污水处理厂+18000吨/日给水净化站系	2,166	Aug-14	东莞市泰昌纸业有限公司1.5万吨/日造纸废水厌氧新增项目设备	526
Dec-13	龙胜县拉麻垃圾场渗滤液处理站工程施工	838	Aug-14	株洲市城区污水处理厂升级改造霞湾、董家墩污水处理厂机械设备采购	1,908
Jan-14	浙江常林纸业有限公司搬迁项目5000吨/日废水处理工程设备销售	808	Sep-14	民歌湖水体修复工程（水质改善部分）技术服务	439
Mar-14	宁远县污泥处置工程	1,022	Jul-14	山东太阳宏河纸业有限公司污水处理厂设计施工EPC总承包	30,640
Jun-14	大化瑶族自治县贡川乡驻地环境综合整治工程承	360	Jul-14	金海浆纸日产35吨二氧化氯制备系统	12,000
Jun-14	安化县梅城污水处理厂及配套管网工程总承包	5,970	Oct-14	莱特3-4#玻璃炉窑高温SCR烟气除尘脱硝交钥匙	2,530
Jul-14	东莞建晖纸业有限公司3.5万吨/日废水深度处理工程和3万吨/日废水处理系统技改工程材料、设备购	1,980	Jun-14	环江毛南族自治县才秀河道沉积尾砂清理工程	534
Jul-14	东莞市潢涌银洲纸业有限公司2万吨/日深度处理项目材料设备、技术服务	573	Oct-14	广西宾阳县黎塘污水处理工程（一期）—管网施工	5496
Aug-14	东莞金洲纸业有限公司3万吨/日深度处理项目材料设备、技术服务	780	Nov-14	贵阳南明春梅酿造有限公司3000吨/日生产废水处理站改扩建工程	800

来源：招股书，齐鲁证券研究所

## 顺应行业趋势，瞄准市政 PPP

- PPP 模式作为缓解地方债务风险、拉动公用基础设施建设、倒逼政府职能转变的重要手段，从中央到地方均受到大力推广，成为水处理行业往后发展的主流模式。
  - **降低地方政府存量债务风险：**地方债务规范化发展，项目信用取代政府隐性担保；一定程度解决地方政府资产负债期限错配问题。
  - **创新融资方式，解决新建公共项目资金来源困境：**吸引社会资本参与，减轻地方政府投资支出压力，PPP 模式成为融资平台转型新方向。
  - **提高项目运营效率：**政府由购买资产转向购买服务，政府职能向“监管者”转变；由专业第三方公司负责项目运营，提高管理水平和运营效率。
- **国务院、财政部及发改委连发多个文件力推 PPP 模式，地方积极响应，多个省出台 PPP 模式指导意见，并推出开展 PPP 项目试点清单，形成全国范围内的上下联动。**

图表 21：国务院、财政部出台多项政策力推 PPP

日期	文件	发布机构	主要内容
Sep-14	《关于推广运用政府和社会资本合作模式有关问题的通知》	财政部	充分认识推广运用政府和社会资本合作模式的重要意义，做好制度设计和政策安排，开展项目示范，完善项目支持政策，包括项目合同文本、财政补贴管理等
Oct-14	《关于加强地方政府性债务管理的意见》	国务院	推广使用政府与社会资本合作模式，鼓励社会资本通过特许经营等方式参与城市基础设施等有一定收益的公益性事业投资和运营
Oct-14	《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》	财政部	对适宜开展政府与社会资本合作（PPP）模式的项目，要大力推广 PPP 模式；在建项目要优先通过 PPP 模式推进；通过 PPP 模式转化为企业债务的，不纳入政府债务
Nov-14	《关于政府和社会资本合作示范项目有关问题的通知》	财政部	确定天津新能源汽车公共充电设施网络等 30 个 PPP 示范项目；鼓励和引导地方融资平台公司存量项目转型为 PPP 项目等
Dec-14	《关于开展政府和社会资本合作的指导意见》	国务院	明确了政府和社会资本合作的主要原则，包括投资回报机制、风险分担机制等；确定政府和社会资本合作的项目范围及模式；加强政府和社会资本合作项目的规范管理；强化政府和社会资本合作的政策保障
Dec-14	《政府和社会资本合作项目通用合同指南》	发改委	从合同主体、合作关系、项目前期工作、收入和回报等方面进行说明和约定；意在提高公共服务质量和效率、公开透明和阳光运行、合法合规及有效执行
Mar-15	《关于推进开发性金融支持政府和社会资本合作有关工作的通知》	发改委、国开行	优先保障 PPP 项目的融资需求、积极为各地的 PPP 项目建设提供“投资、贷款、债券、租赁、证券”等综合金融服务
Mar-15	《关于市政公用领域开展政府和社会资本合作项目推介工作的通知》	财政部	通过市政公用领域开展 PPP 项目推介，推动建立健全费价机制、运营补贴、合同约定、信息公开、过程监管、绩效考核等一系列改革配套制度机制
Apr-15	《关于推进水污染防治领域政府和社会资本合作的实施意见》	财政部、环保部	在水污染防治领域形成以合同约定、信息公开、过程监管、绩效考核等为主要内容，多层次、一体化、综合性的 PPP 工作规范体系，实现合作双方风险分担、利益共享、权益融合。建立和完善水污染防治领域稳定、长效的社会资本投资回报机制。提出基本原则：存量为主、因地制宜、突出重点

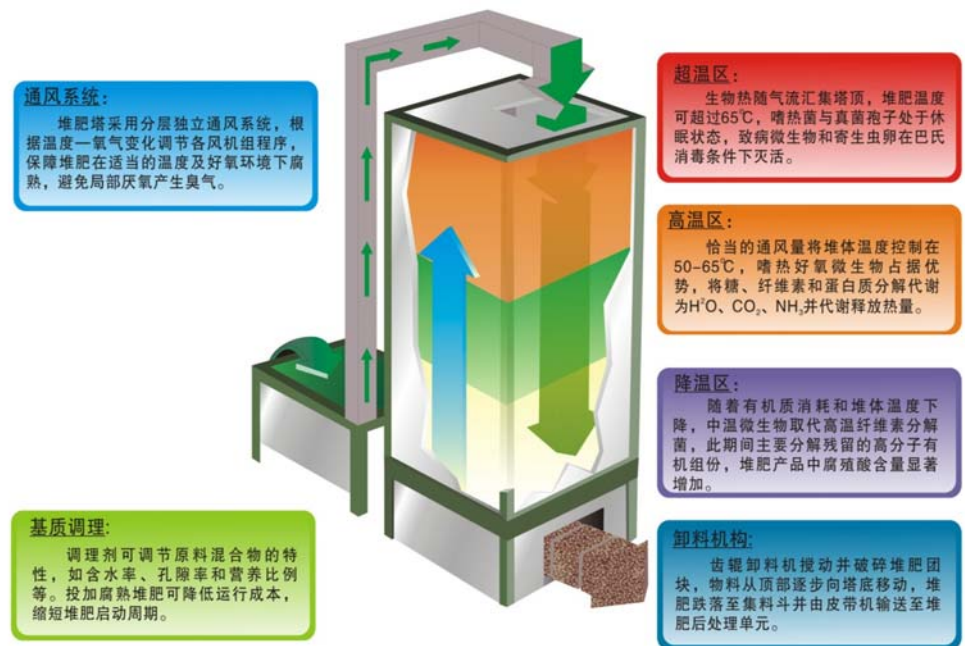
来源：齐鲁证券研究所

- 博世科是广西第一家上市环保公司，公司所在地南宁被列为“海绵城市”建设试点城市；公司作为当地上市公司，凭借强资本实力、标杆项目经验和品牌效应，有望参与当地 PPP 示范项目。
- 2015 年至 2017 年，南宁计划投资 95.19 亿元，在公共建筑、居住小区、市政道路、公园绿地、内河水系等具备改造实施条件的区域和项目开展海绵城市试点工程建设，打造总面积为 60.18 平方公里的海绵城市示范区；建设 494 个示范项目。
- 根据根据南宁市城建计划，今年计划安排建设项目 50 个，计划投资 28.18 亿元。

## 立足水污染治理，打造全方位综合环境服务商

- 立足于水污染治理领域优势，公司也积极向其他污染治理领域拓展，打造全方位综合环境服务商，特别是在重金属污染治理领域具备较强优势，有望在十三五期间迎来爆发。
- **污泥处理：**热水解+厌氧消化，好氧堆肥技术等等；已承接惠州福和纸业污泥处理系统改造工程、田阳市政污水处理厂污泥处理工程等项目。

图表 22: DACS 好氧动态堆肥塔



来源：齐鲁证券研究所

- **烟气治理：**与清华大学材料学院技术合作，引进国内领先的 SCR 脱硝催化剂生产技术，推出多功能蜂窝 SCR 脱硝催化剂、移动源 SCR 脱硝催化剂系列产品。公司将以福莱特浮法玻璃窑炉除尘脱硝的成功应用为基础，向全国玻璃行业全面推广高温电除尘+脱硝 B-SCR 技术。
- **水体生态修复：**包括控制点源污染的人工湿地净化技术、生态浮床技术、河道生态整治技术、水生植被生态恢复技术等。

- **生物质可再生能源：**针对我国生物燃气规模化高值化利用的技术需求，开发与集成高含固物料厌氧发酵设备，开发脱硫、脱氧、脱碳设备组合，集成生物燃气净化提纯及应用装置。

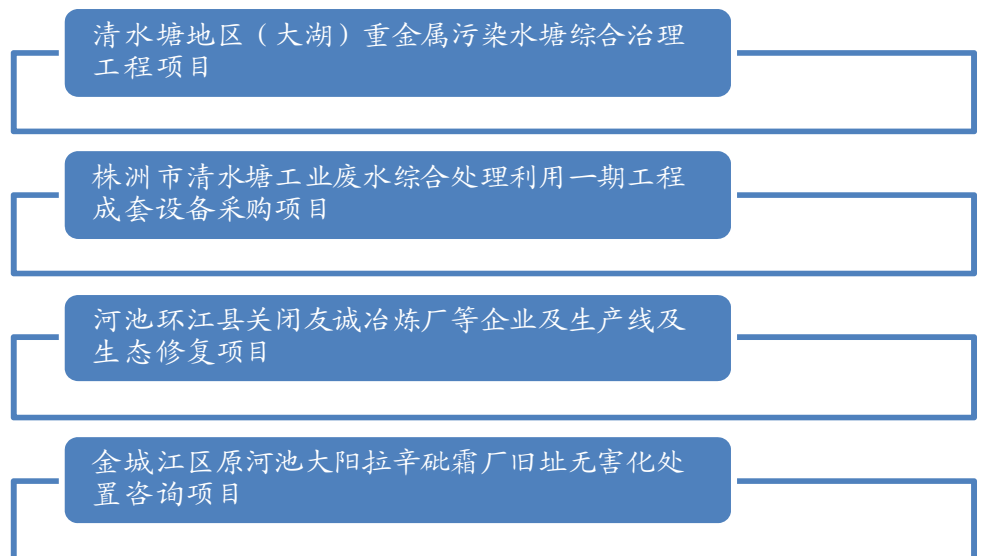
图表 23: 生物质可再生能源



来源：齐鲁证券研究所

- **重金属污染治理：**自 2010 年进入该领域，利用参与的湘江流域和广西河池地区重金属污染治理项目的工程经验和技術储备，大力拓展重金属污染土壤的生态修复技术、重金属处理药剂的开发与生产、重金属污染废水、废渣治理技术与设备。

图表 24: 重金属污染治理标杆项目



来源：齐鲁证券研究所

## 盈利预测和投资建议

**盈利预测**

- 不考虑未来可能承接的 PPP 订单，我们预计公司 2015-2017 年营业收入为 4.48、6.40、8.46 亿，净利润分别为 0.49、0.74、1.04 亿，同比增速分别为 57.3%、50.7%、40.3%；对应 EPS 分别为 0.79、1.19 和 1.68 元。

**图表 25：主营业务收入预测**

Segment results	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
水污染末端治理	153.7	173.5	155.6	224.1	330.0	445.5	601.4
其中：设备系统集成	144.1	80.4	144.7	150.9	280.0	395.5	551.4
建设工程	9.6	93.1	10.9	73.2	50.0	50.0	50.0
水污染前端控制	14.8	22.5	31.0	21.5	77.7	144.3	194.8
专业技术服务	27.6	20.7	8.4	12.7	20.0	20.0	20.0
其他业务			11.2	22.1	20.0	30.0	30.0
<b>主营业务收入</b>	<b>196.0</b>	<b>216.7</b>	<b>206.1</b>	<b>280.3</b>	<b>447.7</b>	<b>639.8</b>	<b>846.2</b>
水污染末端治理	101.5	115.1	98.7	149.1	222.6	300.0	404.5
其中：设备系统集成	93.0	54.2	92.1	99.0	187.6	265.0	369.5
建设工程	8.5	60.9	6.5	50.1	35.0	35.0	35.0
水污染前端控制	9.3	15.9	20.6	14.5	52.8	99.6	136.4
专业技术服务	17.2	11.3	5.8	7.6	14.0	14.0	14.0
其他业务	0.0	0.0	7.1	15.5	14.0	21.0	21.0
<b>主营业务成本</b>	<b>128.0</b>	<b>142.3</b>	<b>132.1</b>	<b>186.7</b>	<b>303.4</b>	<b>434.6</b>	<b>575.8</b>
水污染末端治理	34.0%	33.7%	36.6%	33.5%	32.5%	32.7%	32.8%
其中：设备系统集成	35.5%	32.6%	36.3%	34.4%	33.0%	33.0%	33.0%
建设工程	10.7%	34.6%	39.7%	31.5%	30.0%	30.0%	30.0%
水污染前端控制	37.3%	29.3%	33.8%	32.3%	32.0%	31.0%	30.0%
专业技术服务	37.6%	45.2%	30.9%	39.9%	30.0%	30.0%	30.0%
其他业务			36.2%	29.9%	30.0%	30.0%	30.0%
<b>主营业务毛利率</b>	<b>34.7%</b>	<b>34.3%</b>	<b>35.9%</b>	<b>33.4%</b>	<b>32.2%</b>	<b>32.1%</b>	<b>32.0%</b>

来源：齐鲁证券研究所

**投资建议**

- 公司主业工业水污染治理受益新环保法实施和监管加严，下游需求面临井喷；此外作为广西当地第一家上市环保公司，在 PPP 浪潮中，后续有望承接当地 PPP 水治理项目，届时将带来较大的订单弹性。
- 除了水污染治理，公司亦在重金属污染治理领域具备较强优势，技术实力强大+标杆项目经验足，待土壤修复行业进入高景气阶段，届时公司将具备较大爆发力。
- 作为 A 股纯正的工业水处理标的，公司目前市值仅 52 亿，考虑公司主业高景气度以及后续 PPP 项目拓展带来的订单弹性和十三五期间土壤修复业务带来的较强爆发力，我们看好公司市值成长空间，目标市值 100 亿，给予“买入”评级。

**风险提示**

- 项目拓展进度低于预期。



图表 26: 博世科三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	222	206	280	448	640	846
增长率		-7.1%	35.9%	59.7%	42.9%	32.3%
主营业务成本	-146	-132	-187	-303	-435	-576
% 销售收入	65.8%	64.1%	66.6%	67.8%	67.9%	68.0%
毛利	76	74	94	144	205	270
% 销售收入	34.2%	35.9%	33.4%	32.2%	32.1%	32.0%
营业税金及附加	-5	-2	-5	-8	-11	-14
% 销售收入	2.2%	1.0%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
营业费用	-7	-8	-11	-21	-29	-39
% 销售收入	3.1%	3.9%	3.8%	4.6%	4.6%	4.6%
管理费用	-23	-25	-27	-49	-67	-89
% 销售收入	10.2%	11.9%	9.8%	11.0%	10.5%	10.5%
息税前利润 (EBIT)	42	39	51	67	98	128
% 销售收入	18.7%	19.1%	18.1%	14.9%	15.3%	15.2%
财务费用	-6	-9	-10	-7	-10	-10
% 销售收入	2.5%	4.3%	3.7%	1.6%	1.6%	1.2%
资产减值损失	0	-3	-8	-8	-8	-6
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-1	-2	0	0	0	0
% 税前利润	n.a	n.a	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	35	26	32	52	79	112
营业利润率	16.0%	12.8%	11.4%	11.5%	12.4%	13.3%
营业外收支	2	4	3	3	3	3
税前利润	38	30	35	55	82	115
利润率	17.1%	14.7%	12.3%	12.2%	12.9%	13.6%
所得税	-4	-2	-3	-5	-8	-12
所得税率	11.3%	7.7%	9.7%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润	34	28	31	49	74	104
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	34	28	31	49	74	104
净利率	15.2%	13.6%	11.1%	11.0%	11.6%	12.3%

资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	45	88	102	200	170	150
应收款项	119	159	246	309	442	584
存货	25	43	57	83	119	158
其他流动资产	9	43	61	49	70	92
流动资产	198	333	466	641	800	984
% 总资产	58.0%	75.1%	78.2%	80.6%	82.1%	83.4%
长期投资	101	66	47	47	47	47
固定资产	26	32	57	69	80	92
% 总资产	7.7%	7.3%	9.5%	8.7%	8.2%	7.8%
无形资产	15	9	19	29	38	47
非流动资产	144	110	130	154	175	195
% 总资产	42.0%	24.9%	21.8%	19.4%	17.9%	16.6%
<b>资产总计</b>	<b>342</b>	<b>443</b>	<b>596</b>	<b>795</b>	<b>975</b>	<b>1,179</b>
短期借款	93	158	219	121	107	67
应付款项	77	89	138	223	306	405
其他流动负债	12	12	17	28	39	52
流动负债	182	259	374	371	452	524
长期贷款	0	0	0	20	40	60
其他长期负债	6	6	18	20	23	27
<b>负债</b>	<b>188</b>	<b>265</b>	<b>391</b>	<b>411</b>	<b>515</b>	<b>611</b>
普通股股东权益	155	178	204	384	460	568
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
<b>负债股东权益合计</b>	<b>342</b>	<b>443</b>	<b>596</b>	<b>795</b>	<b>975</b>	<b>1,179</b>

比率分析						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.72	0.60	0.67	0.79	1.19	1.68
每股净资产	3.32	3.83	4.40	6.19	7.42	9.16
每股经营现金净流	-0.61	-0.23	0.01	1.41	0.11	0.60
<b>回报率</b>						
净资产收益率	24.2%	16.9%	16.4%	12.8%	16.1%	18.3%
总资产收益率	9.8%	6.3%	5.2%	6.2%	7.6%	8.8%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	13%	-7%	36%	60%	43%	32%
净利润增长率	9%	-17%	12%	57%	51%	40%
总资产增长率	36%	29%	35%	33%	23%	21%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转率	2.00	1.69	1.54	1.74	1.74	1.74
存货周转率	5.92	3.89	3.73	3.65	3.65	3.65
应付账款周转率	2.51	2.40	3.16	3.04	3.04	3.04
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	30.86%	39.60%	57.02%	-15.43%	-5.06%	-3.96%
利息保障倍数	7.5	4.9	3.7	9.3	9.3	13.1
资产负债率	54.84%	59.81%	65.67%	51.69%	52.80%	51.84%

来源: 齐鲁证券研究所

#### 投资评级说明

**买入:** 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

**增持:** 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

**持有:** 预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

**减持:** 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。