

博世科 (300422) 深度研究报告

小公司&大平台，多栖发展打造环保全产业链 买入（首次）

盈利预测与估值

	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	505	735	1,029	1,196
同比(+/-%)	80.0%	45.7%	40.0%	16.2%
净利润(百万元)	43	71	104	123
同比(+/-%)	37.5%	64.9%	46.9%	18.1%
毛利率(%)	29.1%	28.8%	26.6%	27.5%
净资产收益率(%)	11.6%	7.4%	10.2%	11.2%
每股收益(元)	0.34	0.47	0.68	0.81
PE	102.91	74.65	50.82	43.02
PB	11.98	5.50	5.17	4.82

2016年7月19日

首席证券分析师 袁理

执业资格证书号码:

S0600511080001

021-60199782

yuanl@gsjq.com.cn

研究助理 翟堃

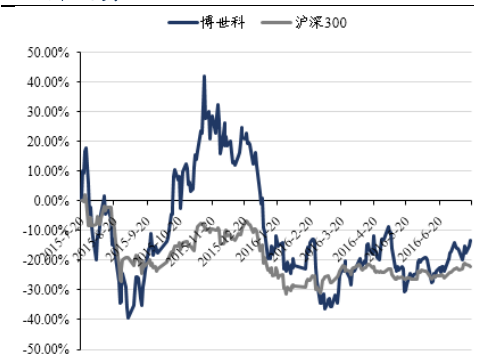
021-60199789

zhaik@dwzq.com.cn

投资要点:

- 污水前后端处理业务领先:** 1) 公司主营业务为高浓度有机废水的处理和造纸清洁漂白二氧化氯系统制备,是广西首批国家级高新技术企业,实际控制人、核心管理层均为高校教授出身; 2) 公司UMAR、UHOFe等工业废水处理工艺获国家级技术认可,技术实力强; 3) 造纸清洁漂白二氧化氯制备系统国内率先实现进口替代,设立海外子公司拓展海外市场。
- 多领域进军完善环保产业链:** 1) 环评: 以3024万元受让广西环科院环评业务及无形资产获取环评甲级资质,红顶中介脱钩+资质壁垒提高下环评市场集中度逐步提升,稀有甲级资质+上市公司背景下有望迎来二次飞跃,借助环评顶端轻资产优势和撬动更大规模订单; 2) 土壤修复: 深度布局广西、湖南等地土壤修复市场,重金属(株洲大湖)、有机物污染(南化厂)土壤修复均有大型示范项目案例,随“土十条”政策逐步推进以及后续法规、技术标准出台有望加速抢占土壤修复市场; 3) PPP: 凭借广西唯一环保上市公司背景和强融资能力积极拓展PPP项目,泗洪、澄江、花垣三地PPP项目投资总额达8.93亿元,同时与南宁、河池、贺州市人民政府分别签署战略合作协议,未来将为整个城市提供定制化的环境解决方案; 4) 监测检测: 设子公司博测检测,第三方检测市场放开下迎新增长点,打造监测检测、环评、设计咨询、工程、投融资运营的全产业链。
- 股权激励到位,借力资本迅速扩张:** 1) 以20.86元/股向高管和公司骨干共92人授予328.5万股限制性股票,考核要求2015-2017年净利润0.4、0.6、0.8亿元(2015年已完成考核),在手订单饱满(截至一季度末近17亿)保障业绩增长; 2) 拟募集5.5亿元投资泗洪、五龙冲PPP项目并补充流动资金,缓解高速发展下高资产负债率(2016Q1负债率62%)瓶颈,实际控制人参与认购20%、锁定三年彰显信心。
- 盈利预测与估值:** 根据公司目前在手订单以及业务未来发展的判断,我们预测公司2016-2018年实现EPS0.47、0.68、0.81元(按发行2500万股测算),对应PE75、51、43倍,首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示:** 订单拓展不及预期,非公开发行进度不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	34.76
一年最低价/最高价	46.21/24.70
市净率	11.76
流通A股市值(百万元)	2409

基础数据

每股净资产(元)	2.90
资产负债率(%)	62.46
总股本(百万股)	127
流通A股(百万股)	69

相关研究

- 行业变革加速,细分领域“十三五”掘金-2016年环保行业年度投资策略
2015年12月29日
- 环评行业深度-缺口巨大,撬动百倍资源;格局重塑,环境医院成形
2016年1月11日
- 环评行业系列报告之二:脱钩进展加速,整合效果显现
2015年5月22日

目 录

1. 拥有先进自主技术的区域环境综合治理服务商	4
1.1. 技术实力强，多点业务布局.....	4
1.2. 收入规模快速增长，海内外布局多点开花.....	6
2. 传统业务行业地位领先	7
2.2. 工业废水末端处理掌握核心技术	7
2.3. 造纸二氧化氯制备进口替代，走出国门	9
3. 多业态发展打造完整环保产业链.....	12
3.1. 获取环评甲级资质，轻资产模式加速扩张.....	12
3.2. 布局土壤修复，区域发展现潜力	16
3.3. PPP 加速拓展，保障未来业绩增长.....	19
3.4. 设立博测检测，受益监测检测市场化放开.....	21
4. 股权激励充分，借力资本扩张	21
4.1. 施行股权激励，人数多总额大.....	21
4.2. 定增助力大订单执行，大股东认购彰显决心.....	22
5. 盈利预测与估值	23
6. 风险提示	24

图表目录

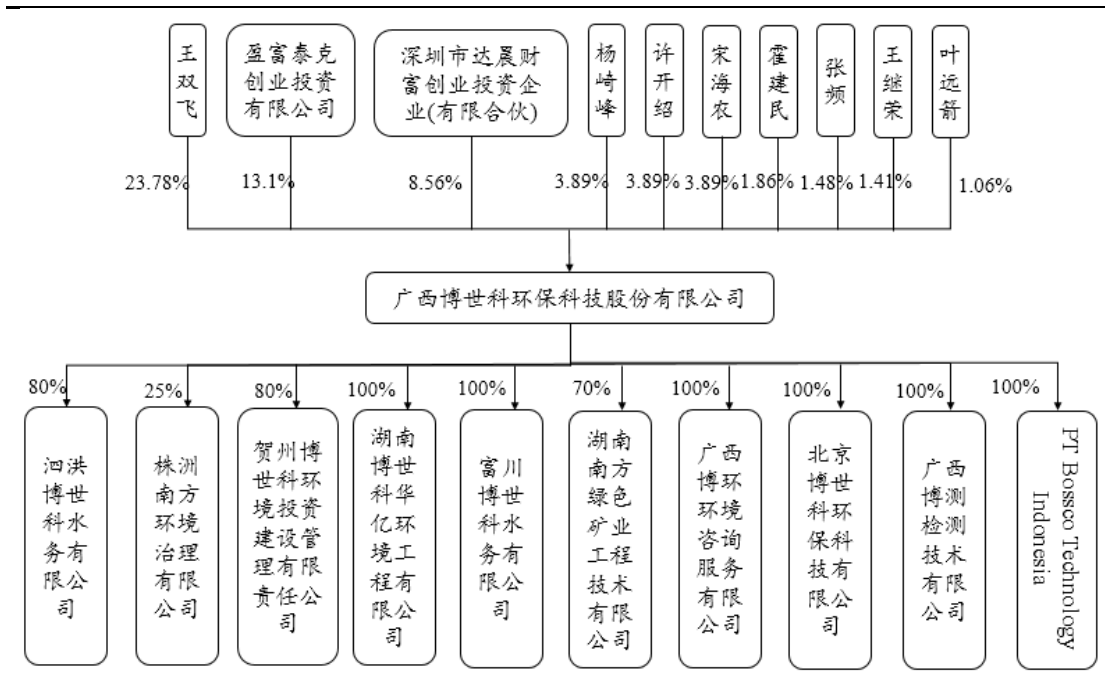
图表 1 博世科股权结构.....	4
图表 2 博世科核心团队简介.....	5
图表 3 博世科成立以来主业变更和大事记.....	5
图表 4 博世科营收和利润变化.....	6
图表 5 博世科期间费用变化.....	6
图表 6 博世科业务结构和盈利能力变化.....	7
图表 7 博世科不同地区营业收入对比.....	7
图表 8 我国历年工业及生活废水排放情况（单位：亿吨）.....	7
图表 9 有机废水处理流程.....	8
图表 10 公司掌握核心技术情况.....	9
图表 11 UMAR 技术工艺流程.....	9
图表 12 UHOFe 技术工艺流程.....	9
图表 13 国内历年纸浆生产量和消费量（万吨）.....	10
图表 14 近年中国纸浆制造行业利润.....	10
图表 15 二氧化氯制备系统及其配套设施.....	11
图表 16 未批先建下环评市场缺口扩大.....	12
图表 17 环评行业市场空间.....	12
图表 18 环评机构资质情况.....	13
图表 19 不同规模甲级环评机构数量（2016.4）.....	13
图表 20 环评 440 倍杠杆效应.....	14
图表 21 近年广西环科院各类型订单情况.....	14
图表 22 近年广西环科院各区域订单数量.....	14
图表 23 广西环科院近年各类型详细订单.....	15
图表 24 土壤污染物超标情况.....	17
图表 25 典型地块及其周边土壤污染状况.....	17
图表 26 土壤修复相关政策.....	18
图表 27 财政部示范 PPP 项目规模增加.....	20
图表 28 环保板块 PPP 加速落地.....	20
图表 29 博世科近期在手重要 PPP 订单情况.....	20
图表 30 环评、第三方检测市场化放开.....	21
图表 31 限制性股票激励完成情况.....	22
图表 32 限制性股票激励完成情况.....	22
图表 33 博世科货币资金.....	23
图表 34 博世科资产负债率.....	23
图表 35 公司非公开发行计划投资项目.....	23
图表 36 博世科盈利预测.....	25

1. 拥有先进自主技术的区域环境综合治理服务商

1.1. 技术实力强，多点业务布局

广西博世科环保科技股份有限公司成立于 1999 年 4 月，2010 年 8 月完成股改，2015 年 1 月 30 日在创业板上市。公司实际控制人为王双飞、杨崎峰、许开绍和宋海农，四人合计持有公司股份比例 35.45%。公司目前下属共 10 家子公司（含项目公司），其中 9 家为控股子公司。

图表 1 博世科股权结构



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

公司核心管理团队汇集了一批具有海外留学背景的高学历管理人员，9 名董事会成员中有 5 人拥有博士学位（其中独立董事博士学位 2 人），10 名高管团队中有 3 人拥有博士学位。其中**董事长王双飞、副董事长杨崎峰和总经理宋海农皆担任过教授，拥有国家级专家身份，对环保产业前沿领域有深刻认识**。截止 2016 年一季度，公司共获得授权专利 79 项，其中发明专利 14 项、实用新型 64 项，已获授权通知的有 1 项。拥有污水处理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现金技术，同时在烟气治理和土壤修复领域也拥有大量技术储备。

图表 2 博世科核心团队简介

姓名	职务	学位	出生日期	个人简介
王双飞	董事长, 董事	博士	1963	博士,教授,博士生导师,于美国造纸理工学院进行博士后研究,为新世纪“百千万人才工程”国家级人选,国务院学位委员会第七届学科评议组成员,享受国务院特殊津贴,先后担任广西大学轻工与食品工程学院副院长,院长,院党委副书记,教育部高等学校轻工与食品教学指导委员会委员和柳州两面针股份有限公司独立董事。自 2003 年起,曾任公司董事长,总经理等职务,现任公司董事长,兼任国务院学位委员会第七届学科评议组成员,广西造纸行业协会会长,广西环保产业协会副会长,广西环境科学学会副理事长。
杨崎峰	副董事长, 董事	博士	1975	博士,教授级高级工程师,于加拿大新不伦什维克大学进行博士后研究,2014 年被国家环保部评为“国家环境保护专业技术青年拔尖人才”,2014 年被广西知识产权局评为“首批广西知识产权中青年专家”。曾任广西大学轻工与食品工程学院轻化工程系主任,院长助理。自 2003 年起,曾任公司董事,副总经理等职,现任公司副董事长,副总经理,兼任子公司湖南博世科董事长,湖南绿矿副董事长。
宋海农	总经理	博士	1973	博士,教授级高级工程师,于瑞典皇家工学院进行博士后研究,为广西第十五批新世纪“十百千人才工程”第二层次人选,2014 年被广西知识产权局评为“首批广西知识产权中青年专家”。曾任广西大学轻工与食品工程学院轻化工程系主任,院长助理,副院长。自 2003 年起,曾任公司监事长,副总经理等职,现任公司董事,总经理,兼任子公司湖南博世科董事,贺州博世科董事,参股公司南方环境董事,还担任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,广西环保产业协会副会长,广西造纸学会副秘书长,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。

资料来源：公司公告，东吴证券研究

公司目前的**核心业务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**，是一家为客户提供系统方案设计、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，依靠自主核心技术，**拥有环境工程、给排水、固体废物处置、环保设施运营等多项国家甲级资质**的区域环境综合治理服务商。

图表 3 博世科成立以来主业变更和大事记

时间	主营业务和技术变化
1999 年-2002 年	制浆造纸技术的转让、技术咨询、造纸助剂和一次性纸餐具助剂的生产。
2003 年-2006 年	迅速发展水污染治理业务，主要从事气浮设备相关产品的生产销售和废水处理技术的研发，逐步确立以水污染治理为主营业务的发展方向。
2007 年-至今	加强高级水污染末端治理技术，成为国内高浓度有机废水厌氧处理和难降解废水深度处理系统等整体解决方案主要提供商之一。

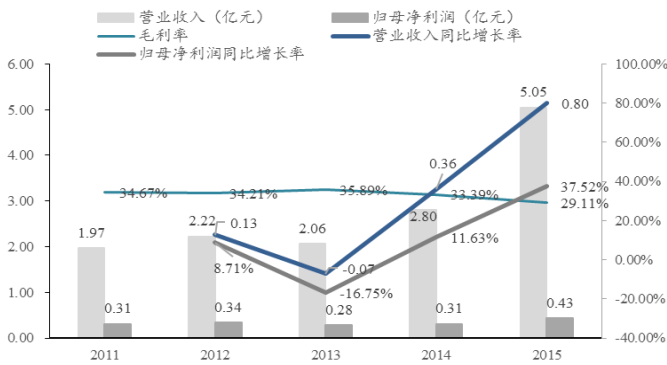
时间	大事件
2015 年 8 月	签约 3.07 亿泗洪县东南片区供水工程 PPP 项目，正式进军 PPP 领域
2015 年 11 月	20.86 元/股推出 328.5 万股限制性股票激励计划，覆盖高管和核心员工共 92 人
2016 年 4 月	以 2 亿中标“南化公司搬迁地块土壤治理修复工程设计施工总承包项目”，在土壤修复治理领域取得重要突破。
2016 年 5 月	3024 万元收购广西环科院环评业务及相关无形资产，掌握环评作为环保产业链最前端的设计咨询优势，助力轻资产跨越式扩张。
2016 年 6 月	设立全资子公司博测检测进军环境监测检测领域，打通环境监测检测、环评、设计咨询、工程实施、投融资运营的全产业链

资料来源：公司公告，东吴证券研究

1.2. 收入规模快速增长，海内外布局多点开花

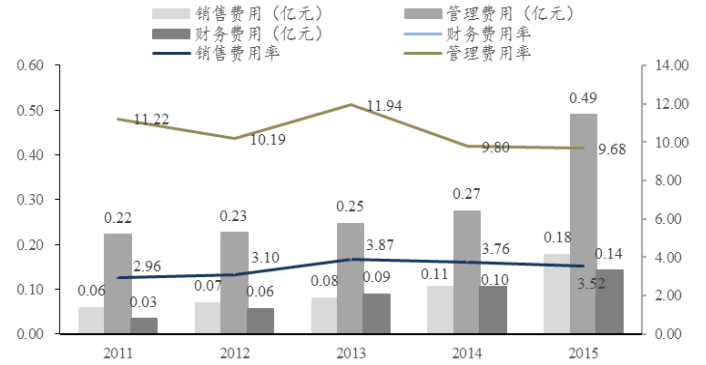
2015 年公司实现营业收入 5.05 亿元，同比增长 80.04%；实现营业利润 0.50 亿元，同比增长 30.63%；实现归属于上市公司普通股股东的净利润 0.43 亿元，同比增长 37.52%。APP 金光集团（巴拉望工厂）日产 35 吨二氧化氯制备系统项目（确认收入 9971.87 万元）和海南金海浆纸业有限公司二氧化氯制备系统项目（确认收入 1.03 亿元）大订单的确认是业绩主要贡献点。

图表 4 博世科营收和利润变化



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

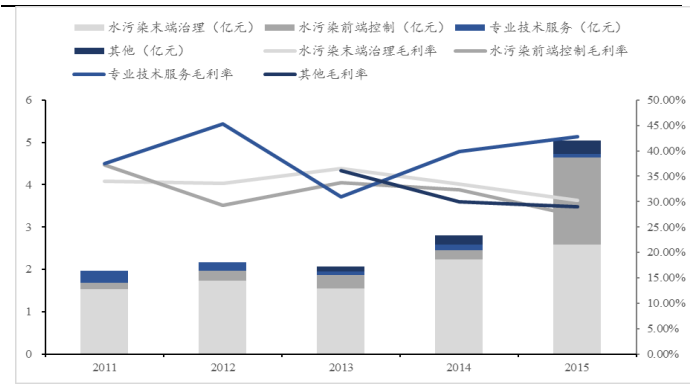
图表 5 博世科期间费用变化



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

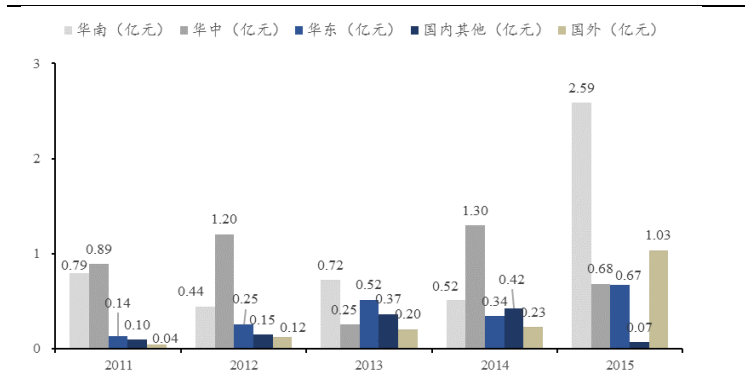
业务结构方面，公司水污染末端治理业务收入 2.59 亿元同比增长 15.62%，毛利率 30.22%；水污染前端控制收入 2.06 亿元同比增长 858.91%，毛利率 27.21%。从营业范围来看，公司已形成以广西本土为核心，辐射湖南、广东、云南、江苏、浙江等多个区域市场，且华中、华东地区以及海外地区的营业收入正在逐年增加。

图表 6 博世科业务结构和盈利能力变化



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 7 博世科不同地区营业收入对比



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

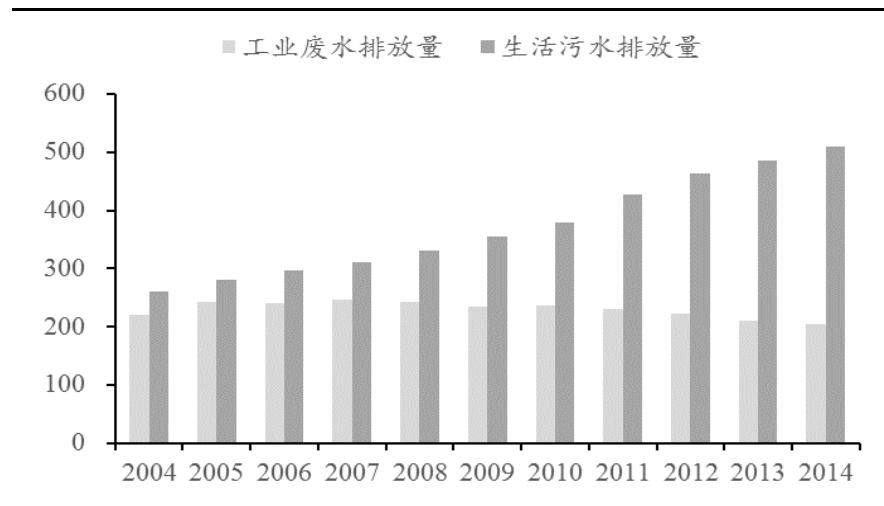
2. 传统业务行业地位领先

2.2. 工业废水末端处理掌握核心技术

2.2.1 工业废水处理仍存较大空间

近年来，随着国民经济发展和人们生活水平不断提高，我国废水排放总量不断增大，主要来自生活废水排放量的不断攀升。2004 年，全国生活污水排放量为 261.3 亿吨，而到 2014 年，生活污水排放量已达到 510.3 亿吨，较 2004 年增加了 95.29%，增长幅度近一倍。工业废水方面，由于近年来国家对环境污染的治理力度和资金投入不断加大，**工业废水排放量基本保持稳定，2004 年我国工业废水排放量为 221.1 亿吨，2014 年排放量为 205.3 亿吨，较往年排放量有小幅下降。**

图表 8 我国历年工业及生活污水排放情况 (单位：亿吨)



资料来源：环保部，东吴证券研究所

高浓度有机废水厌氧处理、难降解废水深度处理及重金属污染治理等主要是针对已产生的废水进行处理后达标排放，属于水污染末端治理方式。虽然工业废水排放量稳中有降，但我们预计工业废水处理领域仍有较大的

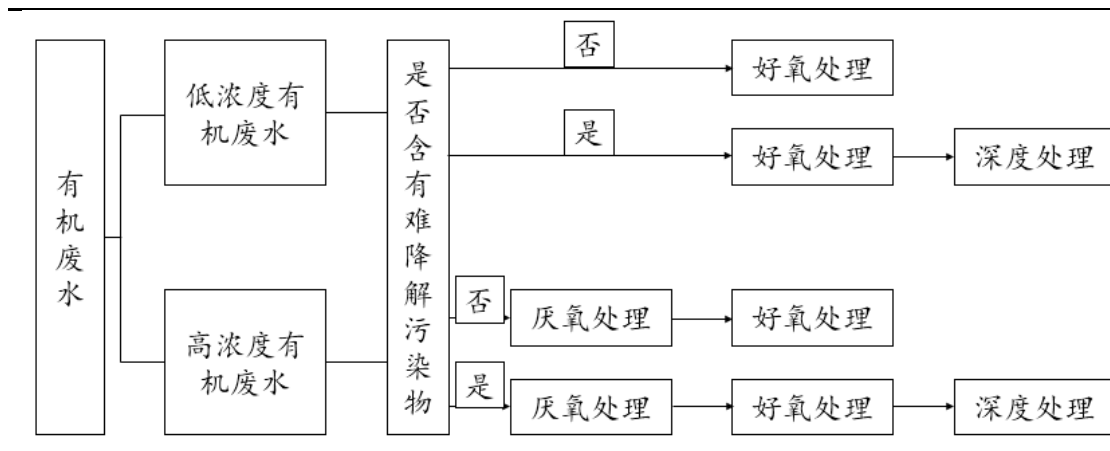
市场空间，主要原因如下：

- 当前工业废水仍存在偷排、不达标排放的现象，政策强监管力度下有望打破统计死角，促进缺口弥合。
- 工业废水较生活污水污染性强，政策重视度提升下排污费征收标准翻倍，且排放标准正在趋严，综合成本考量下企业将更倾向于对工业污水进行治理，且存在提标改造空间。
- 我国国情决定了很多政策推动都是“先城市后乡村”，预期未来乡镇地区工业废水治理执行力度有望提升，进一步打开市场空间。

2.2.2 业内企业创新不足，掌握技术有望在细分市场赢得优势

工业废水按产生行业不同可以分为冶金废水、造纸废水、炼焦煤气废水、金属酸洗废水、化学肥料废水、纺织印染废水、染料废水、制革废水、农药废水、电站废水等，目前主流的处理方法包括厌氧、好氧、深度处理或者该三种处理方法的组合，处理工艺相对生活污水需要较复杂的工艺流程，具备较高的行业壁垒和利润率。

图表 9 有机废水处理流程



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

我国废水处理市场以民营企业居多，企业规模普遍较小，市场集中度比较低，且能够提供成套设备及系统解决方案的企业较少。且受资金和技术条件的制约，行业内企业的创新能力普遍不足。随着行业竞争度的进一步提升，掌握核心技术、且能够提供综合解决方案的业内龙头企业在竞争中将争取更多份额。

公司可根据不同工业废水的特点和处理要求向客户提供设计制造有针对性的定制化的污水处理设备，主要核心技术设备系包括上流式多级处理厌氧反应器（UMAR，主要针对高浓度有机废水处理）和上流式多相废水处理氧化塔（UHOFe，主要针对难降解废水深度处理）。其中 UMAR

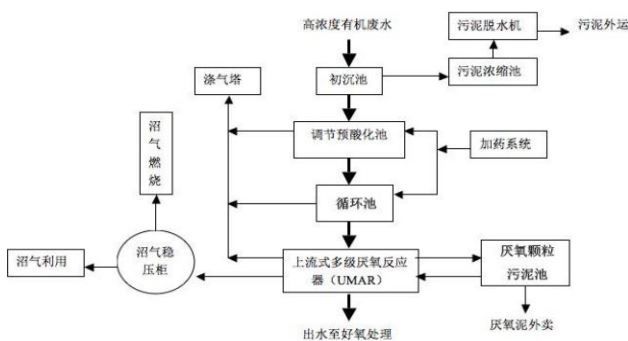
技术于 2013 年 9 月被国家科技部列为“国家重点新产品”，于 2014 年 7 月被中国环境保护产业协会列入“2014 年国家重点环境保护实用技术名录（第一批）”；UHOFe 技术于被国家科技部列为“2011 年度国家重点新产品计划立项项目”，于 2014 年 7 月被中国环境保护产业协会列入“2014 年国家重点环境保护实用技术名录（第一批）”。**先进的技术将支持公司在工业废水领域维持领先优势。**

图表 10 公司掌握核心技术情况

技术/设备名称	应用领域	简介	专利（截至 2015.12）	产业化应用数量
上流式多级处理厌氧反应器（UMAR）	高浓度有机废水处	第三代厌氧反应器，其集分级处理技术、高效布水技术、内循环技术、流化床技术和污泥颗粒化技术于一体，克服了传统厌氧技术效率上的不足，使厌氧处理技术的优势得以充分体现	已获得相关专利 12 项（其中发明专利 3 项、实用新型专利 9 项）	80 余套
上流式多相废水处理氧化塔（UHOFe）	难降解废水深度处理	集芬顿处理技术、流化床技术、异相氧化技术和载体覆膜技术于一体	已获得相关专利 7 项（其中发明专利 1 项、实用新型专利 6 项）	100 余套
氧化还原+整合絮凝沉淀+逆流连续砂滤	重金属污染治理	使废水中重金属离子快速絮凝沉淀及分离，最终实现废水中重金属离子含量达到国家相关控制标准	已获得相关专利 7 项（其中发明专利 2 项，实用新型专利 5 项）	

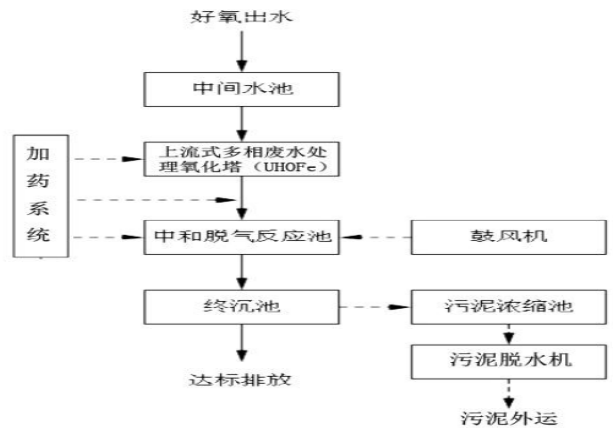
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 11 UMAR 技术工艺流程



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 12 UHOFe 技术工艺流程



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.3.造纸二氧化氯制备进口替代，走出国门

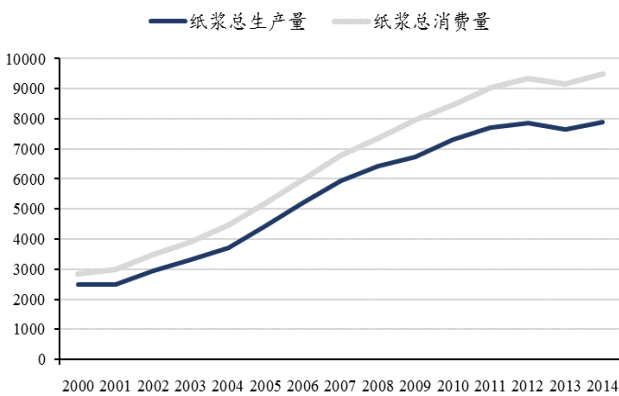
2.3.1 纸浆生产行业显疲惫，清洁生产成趋势

随着工业废水排放量的增加以及各类新产品、新工艺的推广，工业废水的浓度和复杂性不断提升，末端处理的处理难度和处理成本也在不断增

大。在此情况下，清洁生产已成为国家政策引导和环境污染治理的科学发展方向，对生产的前端过程进行控制从而减少污染物的排放越发重要。

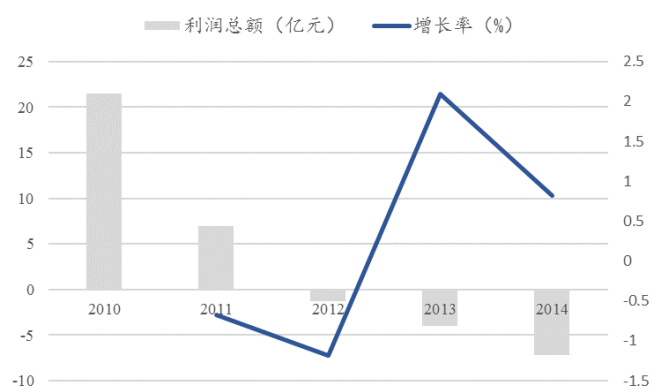
公司污染物前端控制的主要客户为造纸行业。随着经济的发展，我国纸浆的生产量和消费量逐年提升，但行业产能过剩、环保标准趋严下需求行业增长有所放缓，业内公司普遍出现亏损。2014 年纸浆制造行业利润总额亏损达 7.22 亿元，2011-2014 年亏损持续扩大。随着供给侧改革逐步推进，对清洁造纸技术进行推广，对高污染的落后造纸工艺进行淘汰势在必行。

图表 13 国内历年纸浆生产量和消费量（万吨）



数据来源：《中国纸业统计年鉴》，东吴证券研究所

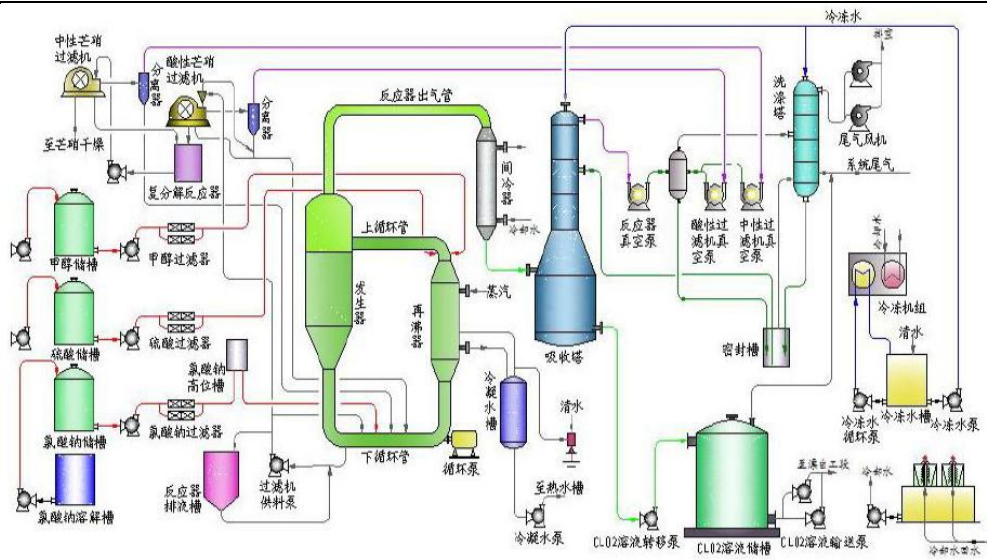
图表 14 近年中国纸浆制造行业利润



数据来源：中国产业信息，东吴证券研究所

《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%，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和导向支持，以二氧化氯漂白 (ECF 漂白) 为核心的无元素氯漂白技术是近期制浆造纸清洁漂白领域研发和推广的重点技术之一。ECF 漂白是指用二氧化氯替代元素氯作为漂白剂的漂白技术，和其他漂白技术相比具备纸浆质量好、生产成本较低等优点，现已主导世界漂白化学浆市场，欧洲和北美地区 ECF 纸浆市场占有率高达 96%，而我国 ECF 纸浆生产在整个化学浆生产中所占的比例不足 10%，远远落后于发达国家，更新换代空间巨大。

图表 15 二氧化氯制备系统及其配套设施



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

2.3.2 核心优势进口替代，走出国门拓展海外市场

2010 年之前，国内现场制备以供纸浆漂白用的大型二氧化氯制备系统大多来自进口，加拿大的 Eroc 公司、Cheistics 公司以及瑞典的 EKA 公司几乎垄断国内市场。进口设备的高价格（日产 8t 的装备全套需人民币 4000 万元左右）和较长的供货周期使一般造纸企业难以承受。

公司于研发的制浆造纸清洁漂白二氧化氯制备系统可与客户的 ECF 漂白生产线实现良好匹配，成为国内少数几家制浆造纸清洁漂白二氧化氯制备系统供应商之一，2010 年投产的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，同时也是当年国产产能最大的二氧化氯制备系统（8T/D）。公司建设的二氧化氯制备系统可相对过去国产设备将漂白率提高 2% 以上，且建造价格仅为进口设备的三分之一，综合优势明显。截至 2015 年 12 月 31 日，公司在二氧化氯制备系统技术上已获得 22 项专利，其中发明专利 4 项，实用新型专利 18 项，“纸浆漂白 BSC 型二氧化氯制备系统产业化”项目被国家科技部列为“2012 年度国家火炬计划立项项目”。

稳固国内龙头地位的同时，公司二氧化氯制备系统还积极实行“走出去”战略，2015 年公司承接的印尼 APP 金光集团 35 吨/天综合法二氧化氯项目正式开机投产，作为目前国产设计的最大产能的二氧化氯装置，标志着公司彻底打破了国外企业在该领域内的技术垄断。公司于 2016 年 6 月 29 日公告在印度尼西亚设立全资子公司 PT Bossco Technology Indonesia（注册资本 150 万美元），未来将借助印尼这一纸浆造纸大平台

进一步拓展海外市场。

3. 多业态发展打造完整环保产业链

公司发展战略创新，在专注于水处理主营业务的同时在市场、技术等
方面积极外延，在环评、土壤修复、PPP、监测检测等领域不断突破，全
产业链环境解决方案提供商逐渐形成。

3.1. 获取环评甲级资质，轻资产模式加速扩张

3.1.1 受益环评市场整合，顶端优势导流效果明显

环境影响评价（Environmental Impact Assessment，简称 EIA）是指针
对规划或者建设后项目有可能对环境产生的影响进行性预测分析，预先提
出解决对策，对可能出现的污染物进行跟踪监测并消减污染的影响。环评
行业下游客户主要工程项目建设单位，全行业收入增长与需要进行环评的
项目总投资的增长相关。“未批先建”（未开展环评即进行项目建设）现象
是制约行业发展的重要因素之一，新修订的《环境影响评价法》对未批先
建的罚款金额由 5~20 万元变更为项目投资总额的 1~5%，高罚款金额大
幅提升环评执行力度，政策不断收严下 50%潜在缺口将弥补，未来 5 年
市场空间将达到 541 亿元，且规划环评、后环评政策发力将从前后两端推
动提升环评市场空间，助力企业订单增加。

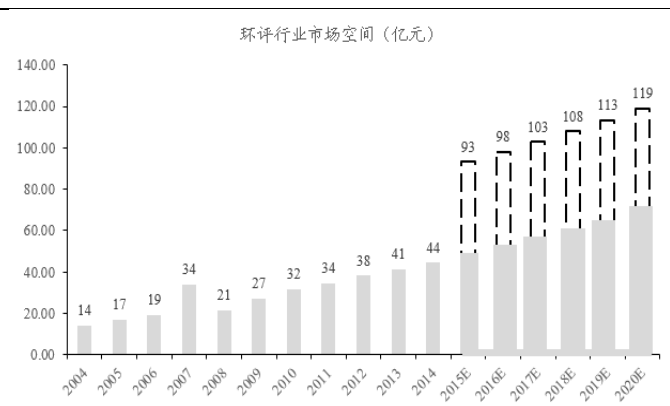
除建设项目环评外，政策逐步推荐环评向更事前的规划环评、事中的
环境监理、事后的后环评拓展，对应的环评总体市场空间有望达到建设项
目环评市场的 7 倍以上，更大幅度的提升环评市场空间。

图表 16 未批先建下环评市场缺口扩大



资料来源：环保部，东吴证券研究所

图表 17 环评行业市场空间



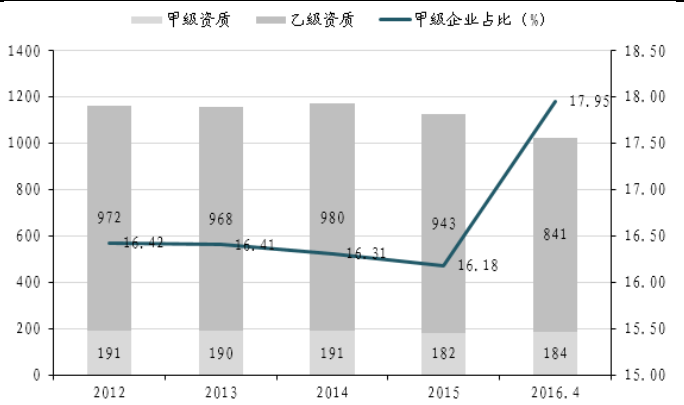
资料来源：环保部，东吴证券研究所

行业整合方面，环保部在 2015 年 3 月 17 日环保部党组会议上通过
了《环境保护部关于全国环保系统环评机构脱钩工作方案》，要求全国环
保系统具有环评资质的直属单位（红顶中介）通过注销资质、变更法人等
形式在股权、业务上与当地环保部门彻底脱离关系。以变更法人方式脱钩

的环评红顶中介由于失去过去体制内的资源优势，面临人才流失、资质重新核定、订单获取能力下降等风险，与市场化民营机构在竞争上将相对处于劣势，但通过将自身的环评业务转让给大型上市公司可最大化的将资质保留，同时可争取最优机制留住人才，实现二次飞跃。

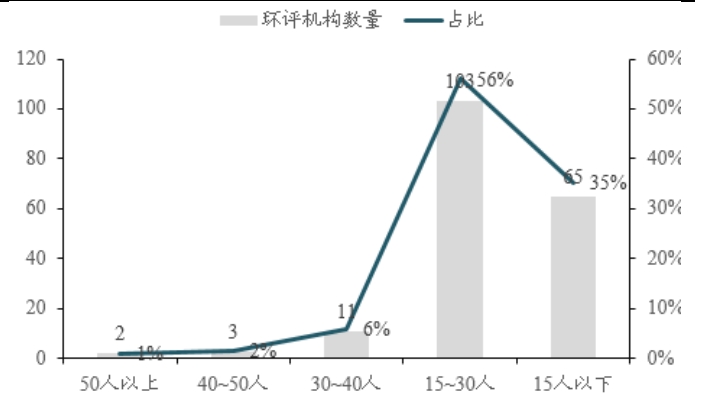
2015 年 9 月 28 日环保部出台的新版《建设项目环境影响评价资质管理办法》将建设项目按照甲、乙级进行分类，未取得甲类资质的企业不得编制甲类项目的环评报告书。且新《办法》大幅度提高了甲级和乙级环评机构所需的环评师必备人数要求，对甲乙两资质的环评工程师数量(总量&每类别)要求有了 50% 的增加，壁垒提高将大幅凸显甲级环评机构资质价值。年初以来环评机构共减少 100 家(乙级减少 102 家，甲级占比提升 2PCT 至 18%)，资质还未到期的甲级机构中有 114 家(占比 62%)环评师数量不达资质要求，标准提升下将有相当一部分小型环评机构因无法满足资质而注销，未来行业集中度有望进一步提升。

图表 18 环评机构资质情况



资料来源：环保部，东吴证券研究所

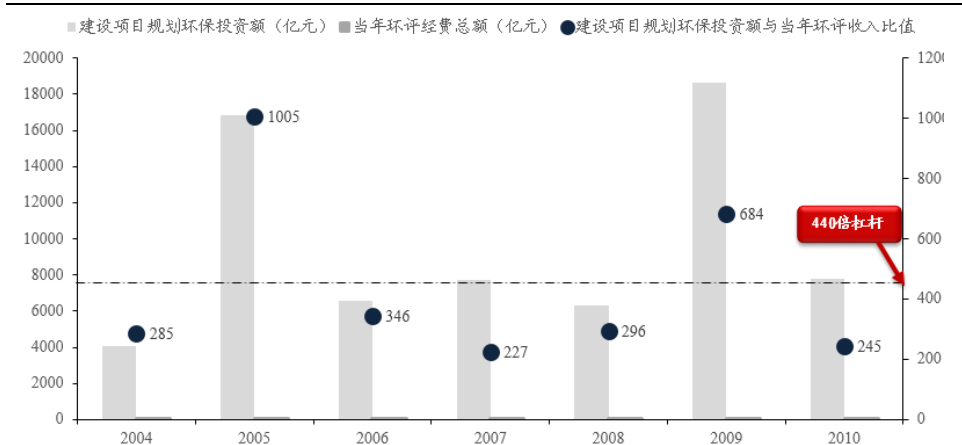
图表 19 不同规模甲级环评机构数量 (2016.4)



资料来源：环保部，东吴证券研究所

凭借在评价咨询端的优势，环评企业在项目初期就可以合理介入项目相关环保配套设施的建设，对项目可能造成的环境影响的消除进行分析、预测和评估，提出预防或者减轻不良环境影响的对策和措施，更早、更广、更有效的推动环境治理类订单的拓展。通过历史数据可以看出，历申报环境影响评价项目的环保投资自 2004 年以来基本维持在环评收入总额的 440 倍左右；在不考虑特殊年份(2005、2009)投资额大增的情况下，该比值也可达到 280 倍，上游地位高杠杆效应明显。

图表 20 环评 440 倍杠杆效应



资料来源：统计局，东吴证券研究所

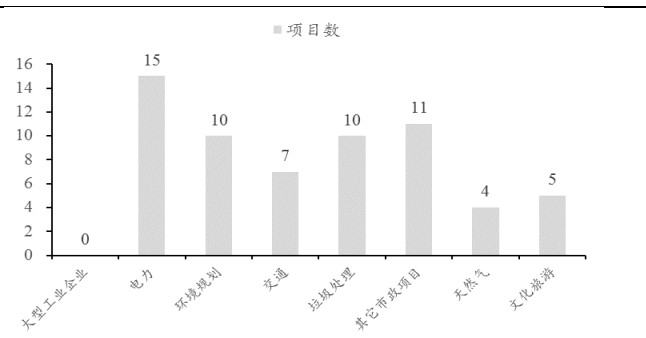
保监会 2016 年 7 月 4 日发布《保险资金间接投资基础设施项目管理办法》，鼓励险资拓宽投资渠道进入 PPP 领域。我们认为具备设计咨询等泛环评业务的上市环评企业凭借环评端入口优势，可以对 PPP 项目进行更合理、更有说服力的设计规划，提升投资意愿助力项目落地，完美解决地方政府痛点，且相对于工程类项目具有更优质现金流，在 PPP 大潮中受益明显。

3.1.2 获取甲级环评资质，深耕西南地区市场

公司 2016 年 5 月 7 日发布公告，以 3024 万元受让广西环科院全资子公司广西环科院环保有限公司的环评业务及相关无形资产，该业务于《关于建设项目环境影响评价资质申请审查情况的公示（2016 年 5 月 20 日）》中完成通过，未来环评业务将以子公司广西博环环境咨询服务有限公司为主体进行开展。

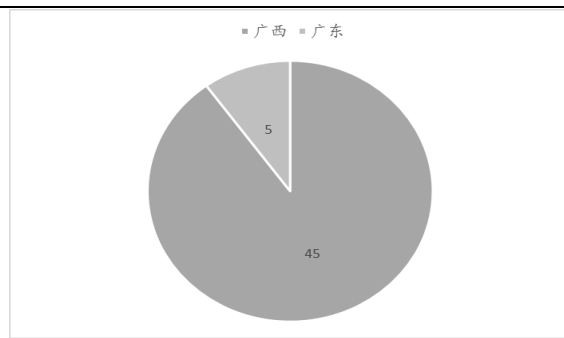
广西环科院共有环评师 22 名、岗位证书人员 30 人，是广西地区仅有的两家甲级环评资质企业之一，拥有冶金机电、建材火电、农林水利、交通运输、社会区域等 5 个甲级报告评价范围，轻工纺织化纤、化工石化医药等 2 个乙级报告书评价范围，是广西环保系统环保科技人员最为集中、人才知识结构涉及面最广的研究单位。

图表 21 近年广西环科院各类型订单情况



资料来源：广西环科院官网，东吴证券研究所

图表 22 近年广西环科院各区域订单数量



资料来源：广西环科院官网，东吴证券研究所

图表 23 广西环科院近年各类型详细订单

环境规划类	电力类
北部湾经济区有色金属产业发展规划	桂林市灵川县甘棠江水电站工程项目公示
广西壮族自治区工业和信息化发展“十二五”规划	资源县广源水电站
广西农垦柳州新兴产业园区概念规划（修编）	天峨县介里一级水电站
河池 南丹有色金属新材料工业园区（二期）总体规划（2012-2030）	右江区生物质直燃发电项目（即百色华鑫生物质直燃发电工程）
《巴马瑶族自治县甲篆乡总体规划（2011-2030）》	浦北县顿督滩水电站技改扩建工程
中山港马鞍山港区规划调整专项规划	宜州市双滩（北关）水电站工程
梧州市静脉产业园规划	广西融水县田寨水电站工程
隆林各族自治县登高工业园总体规划（2014~2035 年）	中广核兴业葵阳风电场工程
玉林市高新区总体规划（2014-2030 年）	广西南宁新福风电项目
广西隆林登高工业园总体规划（2014~2035 年）	都安县澄江河流域水电开发环境影响回顾性评价
中信大锰矿业有限责任公司大新锰矿资源开发利用规划	都安县龙颈水电站改建工程
广西北部湾经济区龙港新区总体规划	龙源广西钦南区低风速实验风电项目
文化旅游类	贺江流域干流(广西段)水电开发环境影响回顾性评价
南宁青秀山风景名胜旅游区北门区工程	贺州市厦岛水电站项目
广西经济管理干部学院新校区建设工程	贺州市信都水电站工程
广西龙象谷国际旅游度假区龙象谷水世界项目	大型工业企业类
广西主要支流贺江整治工程	广西百翔能源科技有限公司起动机硅溶胶蓄电池产业化基地项目
广西布洛陀山水休闲园项目	河池市鑫锋蓄电池有限责任公司年产 1000 万千瓦安时新型铅蓄电池异地技改搬迁及环境综合治理项目
广西大龙湖旅游综合服务区项目	金秀县江盟铁合金有限公司 1×12500kVA 矿热电炉项目变更
广西锦绣田园花卉体验区项目	广西贵港市华晨生物科技股份有限公司年产 6000 吨高活性干酵母建设工程
广西上林县得曼龙文化博览中心项目	贵港市港龙明珠环保皮革工业城有限公司年产 1000 万标准张皮革项目
桂平市白石山景区建设项目一期工程	田阳南华纸业有限公司新增 5 万吨/年漂白蔗渣浆技改扩建工程
南宁市五象新区核心区商务街项目	广西武鸣县皎龙酒精能源有限公司 5.3 万吨/年食用酒精技改项目
交通类	广西华象丝绸印染有限公司丝绸印染产业化项目
南宁伶俐通用机场项目	广西泰吉铝业有限责任公司高性能铝材一体化项目
南宁市竹溪大道-民族大道立交工程竣工环境保护验收	广西宏鑫生物科技有限公司饲料级一水硫酸锌资源综合利用项目
南宁市葫芦顶（鼎）大桥工程竣工环境保护验收	河池市生富冶炼有限责任公司年产 1.5 万吨锡金属及综合回收异地搬迁技改项目工程
福绵区成均至莲花山公路改造工程	南丹县吉朗铜业有限公司 30 吨/年精铜技改及综合回收项目原料变更环境影响报告
南宁市北大桥工程竣工环境保护验收	广西桂西稀土新材料科技有限公司年产 5000 吨高性能钕铁硼永磁材料项目
南宁市桃源大桥工程竣工环境保护验收	广西环江富鑫铸锻材料有限公司硫酸渣等固废综合利用项目
南宁市滨江路西段工程竣工环境保护验收	广西银亿科技矿冶有限公司 30kt/a 镍扩产综合回收技术改造项目环境影响报告书
垃圾处理类	广西成源矿冶有限公司锡多金属复杂矿与冶炼废渣循环利用新技术搬迁入园项目工程
桂林市山口垃圾焚烧发电工程项目	河池市生富冶炼有限责任公司年产 1.5 万吨锡金属及综合回收异地搬迁技改项目

防城港市生活垃圾焚烧发电厂项目	广西金荣纸业有限公司年产 9.8 万吨漂白蔗渣浆技改工程
防城港市生活垃圾焚烧发电厂固废处置场项目	贵港市港龙环保皮革工业城有限公司皮革项目一期工程
深圳市宝安区老虎坑垃圾焚烧发电厂三期工程	柳州五菱柳机动力有限公司年产 5 万台 V6 发动机项目环境影响报告书
广西来宾市垃圾焚烧发电厂项目扩建工程	珠海保税区摩天宇航空发动机维修有限公司扩建项目
宝安区老虎坑垃圾焚烧发电厂三期工程	广西都安鱼峰西江水泥有限公司 6000t/d 熟料新型干法水泥生产线技改扩建项目
北流市生活垃圾焚烧处理工程	广西玉林中金金属科技有限公司 50 万吨精制铁及 120 万吨精制镍铁深加工项目变更环境影响报告
珠海万山海洋开发试验区桂山岛垃圾堆场整治封场项目	兴业蔡阳海螺水泥有限责任公司二期 4000t/d 水泥熟料技改工程变更项目
凌云县利用水泥窑协同处置生活垃圾综合利用工程	广西贵港市甘化酒精有限公司年产 2 万吨糖蜜酒精生产项目
防城港市 5 万 t/a 固体废弃物综合利用项目环境影响	中船广西船舶及海洋工程有限公司中船钦州修船资源整合项目
其它市政类	广西龙州新翔生态铝业有限公司崇左龙州低品位难处理铝土矿综合利用项目
国电珠海高新区分布式能源站工程	中山市中拓凯蓝实业有限公司技改扩建项目
广西电子政务外网云计算中心项目	广东华捷钢管实业有限公司生产厂区搬迁及技术升级改造项目
河池 南丹工业园区重金属废水处理资源化项目	广西贵糖（集团）股份有限公司年产 10.89 万吨漂白浆搬迁技改工程
广西农村信用社联社广西金融广场项目	柳州乘龙专用汽车有限公司阳和专用车研发制造基地一期工程变更项目
贺州市路花水库工程项目	珠海科域生物工程有限公司新建生产项目
广西珍稀优质用材林可持续经营项目	百矿集团新山铝产业示范园煤电铝一体化项目
河池市金城江区五圩矿区河道重金属污染治理	天然气类
宜州市冠华丝绸印染项目	珠海天然气管道工程二期项目
灵川县中医医院整体搬迁建设项目	天然气南屏（门站）汽车加气站
广西南茂新能源汽车产业城项目	天然气前山储配站汽车加气站
玉林市交通商贸物流园基础设施建设项目	华城环保宝塔石化供气管道项目
	广东管道同昌河段天然气泄漏抢险工程永久管道项目

资料来源：广西环科院官网，东吴证券研究所

收购广西环科院环评业务是博世科拓展产业链、深耕广西区域战略的重要一步，**环评业务通过上市公司灵活的激励机制将进一步激发人才潜力，以更加市场化姿态重新进入环评市场；公司也可凭借环评甲级资质优势和上市公司影响力获取更多大规模订单，助力 PPP 领域大力拓展。**

3.2. 布局土壤修复，区域发展现潜力

3.2.1 “土十条”打开行业空间

根据 2014 年 4 月 17 日环保部与国土资源部联合发布的《全国土壤污染状况调查公报》，全国土壤总的超标率为 16.1%，其中轻微、轻度、中度和重度污染点位比例分别为 11.2%、2.3%、1.5% 和 1.1%，全国土壤环境状况总体不容乐观。土壤污染类型以无机型为主（重金属），有机型次之，复合型污染比重较小，无机污染物超标点位数占全部超标点位的

82.8%。土壤污染严重，进行治理刻不容缓。

图表 24 土壤污染物超标情况

污染物属性	污染物类型	点位超标率 (%)	不同程度污染点位比例 (%)			
			轻微	轻度	中度	重度
无机污染物	镉	7	5.2	0.8	0.5	0.5
	汞	1.6	1.2	0.2	0.1	0.1
	砷	2.7	2	0.4	0.2	0.1
	铜	2.1	1.6	0.3	0.15	0.05
	铅	1.5	1.1	0.2	0.1	0.1
	铬	1.1	0.9	0.15	0.04	0.01
	锌	0.9	0.75	0.08	0.05	0.02
	镍	4.8	3.9	0.5	0.3	0.1
有机污染物	六六六	0.5	0.3	0.1	0.06	0.04
	滴滴涕	1.9	1.1	0.3	0.25	0.25
	多环芳烃	1.4	0.8	0.2	0.2	0.2

资料来源：《全国土壤污染状况调查公报》，东吴证券研究所

图表 25 典型地块及其周边土壤污染状况

调查对象	调查数量	调查点位数	超标点位比例 (%)
重污染企业用地	690	5846	36.3
工业废弃地	81	775	34.9
工业园区	146	2523	29.4
固体废物集中处理处置场地	188	1351	21.3
采油区	13	494	23.6
采矿区	70	1672	33.4
污水灌溉区	55	1378	26.4
干线公路两侧	267	1578	20.3

资料来源：《全国土壤污染状况调查公报》，东吴证券研究所

目前我国土壤修复行业仍处于起步阶段，修复责任主体不明确、法律技术标准不完善下行业需求一直较弱，导致人员、技术和装备相对发达国家较为落后，亟待政策加码。国务院于 2016 年 5 月 31 日正式印发《土壤污染防治行动计划》(土十条)，从污染调查、推进立法、农用地分类管理、建设用地准入管理、源头保护、污染源监管、修复治理、加强研发、政府主导、严格考核十方面提出土壤污染防治要求，

- 1)考核指标上，分别要求 2020、2030 年全国土壤污染加重趋势遏制、稳中向好；全国受污染耕地安全利用率分别达到 90%、95%左右，污

染地块安全利用率分别达到 90%、95% 以上；

- **2) 修复责任主体上**，按“谁污染，谁治理”原则对污染方追责，无法追溯污染方的由所在县级地方政府最终负责，强化地方政府责任，保障修复落实力度；
- **3) 财政支持上**，中央、地方财政加大资金投入力度，借助 PPP 模式撬动更多治理项目落地；
- **4) 示范案例上**，2016 年底前在台州、黄石、常德、韶关、河池、同仁开展启动土壤污染综合防治先行区建设，2020 年前分批实施 200 个修复试点；2020 年前受污染耕地治理修复面积合计 1000 万亩。

为配合“土十条”推广，未来污染防治、城乡规划、土地管理、农产品质量安全配套政策有望进一步落地，**土壤污染防治法律法规体系和土壤修复技术标准进行全面完善**，推动行业空间加速释放。

图表 26 土壤修复相关政策

政策时间	发布部门	政策名称	政策要点
2008.6	环保部	《关于加强土壤污染防治工作的意见》	2010 年全面完成土壤污染状况调查，2015 年基本建立土壤污染防治监管体系，土壤环境监测网络进一步完善
2011.2	国务院	《重金属污染综合防治“十二五”规划》	确定内蒙古、江苏等 14 个重金属污染综合防治总店省份，138 个重点防治区域和 4452 家重点防控企业；到 2015 年重点区域铅汞铬等重金属污染排放比 2007 年削减 15%
2011.3	湖南省人民政府办公厅	《湘江流域重金属污染治理实施方案》	十二五末重金属企业数量及重金属排放量比 2008 年减少 50%，力求 2015 年铅汞铬等重金属污染排放总量在 2008 年基础上削减 70% 左右
2012.11	环保部、工信部、国土资源部、住建部	《关于保障工业企业场地再开发利用环境安全的通知》	提出对城镇工业企业污染场地管理的基本任务，开展污染场地的治理修复，以“谁污染谁负责”的原则确认责任主体
2013.1	国务院	《近期土壤环境保护和综合治理工作安排》	2015 年全面摸清我国土壤环境状况，建立严格的耕地和集饮用水水源地土壤修复环境保护制度，确保全国耕地土壤环境质量调查点位达标率不低于 80%；基本监测土壤环境治理监测网，对全国 60% 耕地和服务人口 50 万以上的集中饮用水水源地的土壤环境开展例行监测；力争到 2020 年建成国家土壤环境保护体系
2014.4.17	环保部、国土资源部	《全国土壤污染状况调查公报》	全国土壤总的超标率为 16.1%，其中轻微、轻度、中度和重度污染点位比例分别为 11.2%、2.3%、1.5% 和 1.1%，全国土壤环境状况总体不容乐观
2016.5.31		《土壤污染防治行动计划》	到 2020 年，受污染耕地安全利用率达到 90% 左右，污染地块安全利用率达到 90% 以上。到 2030 年，受污染耕地安全利用率达到 95% 以上，污染地块安全利用率达到 95% 以上
2017~2018 年		土壤环境保护法律、土壤修复技术规范等	

资料来源：政府网站，东吴证券研究所

3.2.2 掌握核心技术，提早布局土壤修复

公司于 2003 年 12 月成立湖南华亿环境工程有限公司，拓展污水处理主业的同时积极进军湖南地区重金属土壤修复市场，并于 2011 年 12 月承接了首个大型土壤修复项目——大湖 BT 项目，对 4,000 m³（重金属污染土壤和 67,333 m³ 重金属污染底泥进行无害化安全处置，示范项目奠定行业领先地位。2014 年 1 月，湖南华亿与湖南农业大学联合建立了“农业环境污染修复工程技术研究中心”，在桂阳县创建了典型性区域土壤重金属污染治理技术创新基地，开展土壤重金属修复研究，不断进行技术储备。

2016 年 4 月，公司 2 亿元中标南化公司搬迁地块土壤治理修复工程设计施工总承包项目。南化公司自成立到搬迁运行时间超过 50 年，产生大量有机物污染土壤，公司承接后将合计 1280.82 亩（其中股份公司 1 号地块 518.94 亩，集团公司 2 号地块 761.88 亩）共 663072.5m³（其中股份公司地块约 299857.5m³，集团公司地块约 363215m³）进行修复，预计 2016 年 10 月 30 日之前完工。南化项目 2 亿元的规模全国领先，且作为在有机物污染土壤的修复的重要布局，未来有望进一步巩固公司在土壤修复行业的地位。

根据“土十条”规定，2016 年底前在浙江省台州市、湖北省黄石市、湖南省常德市、广东省韶关市、广西壮族自治区河池市和贵州省铜仁市启动土壤污染综合防治先行区建设，其中湖南、广东、广西、贵州地区均为公司重点业务区域，未来公司将依托现有技术中心、博士后科研工作站、院士专家企业工作站等科研平台，进一步外延拓展土壤修复市场，带来业绩新的增长点。

3.3. PPP 加速拓展，保障未来业绩增长

3.3.1 PPP 模式应运而生

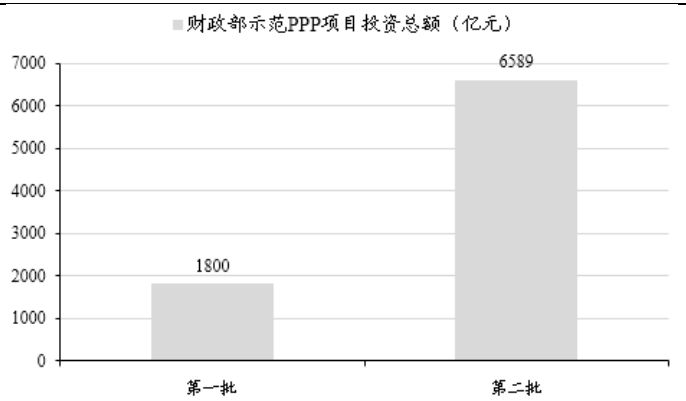
在地方政府向环保等公用事业领域投资规模不断模大，而地方债务问题的约束也使得往日单纯由政府部门投资建设的模式无以为继的情况下，PPP 成为了我国政策重点推荐的投融资模式。《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》(43 号文)的出台为地方政府寻求社会资本合作，开展 PPP 模式先河。

财政部第一批（2014 年 11 月）和第二批（2015 年 9 月）PPP 示范项目投资规模分别为 1800 亿、6589 亿，第二批规模为第一批规模的 3.66 倍，规模化落地明显，预计第三批 PPP 项目总投资额将超过前两批总和。2015 年环保板块新增 PPP 订单及框架协 45 个，涉及投资规模 465.11 亿元，占板块 2015 年总收入的 55%；2016 年年初至今新签 PPP 订单及框架

协议 34 个，涉及投资规模 275.92 亿元。

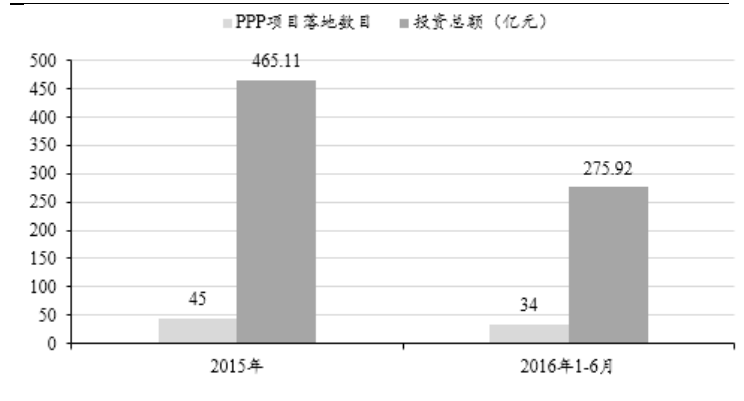
治理效果考核以及财政压力下地方政府更倾向于通过 PPP 模式对环保项目进行打包，PPP 模式大势所趋。且随着政策在融资、运作模式上的进一步引导，环保行业 PPP 发展有望加速。**保监会 2016 年 7 月 4 日发布《保险资金间接投资基础设施项目管理办法》，鼓励险资拓宽投资渠道进入 PPP 领域，大规模、回报稳定的 PPP 项目对于资金量大、资金成本低的险资具有充足吸引力，政策放开下未来有望加速落地。**

图表 27 财政部示范 PPP 项目规模增加



资料来源：WIND 资讯，东吴证券研究所

图表 28 环保板块 PPP 加速落地



资料来源：WIND 资讯，东吴证券研究所

3.3.2 顺应发展趋势，多订单在手加速布局 PPP

公司顺应行业发展趋势，凭借核心技术、品牌效应、市场资源、项目管理经验以及广西本土环保龙头企业的地位优势，积极谋求战略发展，通过区位优势不断开拓 PPP 业务等，**先后成功签订泗洪县东南片区域供水工程 PPP 项目、澄江县城镇供排水及垃圾收集处置 PPP 项目、五龙冲水库集中供水工程 PPP 项目，合计投资规模达 8.93 亿元。**

图表 29 博世科近期在手重要 PPP 订单情况

日期	项目名称	金额 (亿元)
2015.08	泗洪县东南片区域供水工程 PPP 项目	3.07
2016.04	澄江县城镇供排水及垃圾收集处置 PPP 项目	3.95
2016.05	五龙冲水库集中供水工程 PPP 项目	1.91

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

2015 年 6 月，公司**与南宁、河池、贺州市人民政府分别签署战略合作协议，对南宁市综合环境治理、河池市生态环境综合治理、贺州市生态环境修复产业等提供技术服务并开展相关项目建设工作。**我们认为公司作为广西地区唯一的上市公司区域性优势明显，战略协议的签署将使公司以更上游的姿态进入市场，**未来有望进一步为整个城市提供定制化的环境解决方案，更多 PPP 优质项目可期。**

3.4. 设立博测检测，受益监测检测市场化放开

公司 2016 年 6 月 29 日发布公告，拟使用自有资金对外投资设立全资子公司广西博测检测技术有限公司，经营范围包含环境影响监测、建设项目竣工环境保护验收、企事业单位污染物排放监测、生态调查、公共场所卫生检测与卫生学评价、辐射检测、食品检测、以及化工原料及产品质量的检测等。

根据环保部 2015 年发布的《关于推进环境监测服务社会化的指导意见》，引导社会环境监测机构进入环境监测的主战场，**提升政府购买社会环境监测服务水平，有利于整合社会环境监测资源**，激发社会环境监测机构活力，形成环保系统环境监测机构和社会环境监测机构共同发展的新格局。目前，**先河环保、聚光科技、理工环科等大型环境监测检测上市公司均已和政府部门签订环境监测服务推广合同**。为保障环境监测服务社会化的进一步推广，国务院于 2016 年 6 月决定成立政府购买服务改革工作领导小组，其中**国务院副总理张高丽担任组长，财政部部长楼继伟、国务院副秘书长丁向阳任副组长**，高级别的政策重视预示行业市场化水平不断提升，民营企业有望加速抢占市场份额。

图表 30 环评、第三方检测市场化放开



资料来源：政府网站，公司公告，东吴证券研究所

我们认为公司通过设立博测检测可以进一步切入正在市场化放开的环境监测检测市场，同时可以依托公司现有的技术和资源优势，**形成环境监测检测、环评、设计咨询、工程实施、投融资运营的全产业链，打造全方位的环境综合解决方案服务商**。

4. 股权激励充分，借力资本扩张

4.1. 施行股权激励，人数多总额大

公司 2015 年 11 月通过股权激励计划，并于 12 月调整计划，于 2015 年 12 月 3 日以 20.86 元/股向公司副总经理兼董事会秘书赵璇、副总经理周永信、副总经理农斌、副总经理何凝以及 88 名中层管理人员及核心技术（业务）人员共授予限制性股票总计 328.5 万股，占激励计划签署时公司股本总额 1.24 亿股的 2.65%。

图表 31 限制性股票激励完成情况

姓名	职务	获授的限制性股票数量（万股）	获授总量占授予总量的比例	占目前总股本的比例
周永信	副总经理	37	11.26%	0.30%
农斌	副总经理	33	10.05%	0.27%
赵璇	副总经理、董事会秘书	18	5.48%	0.15%
何凝	副总经理	4	1.22%	0.03%
中层管理人员、核心技术（业务）人员（88 人）		236.5	71.99%	1.91%
合计（92 人）		328.5	100%	2.65%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

根据要求，限制性股票的解锁条件为公司 2015 年、2016 年、2017 年营业收入分别达到 5 亿元、7.5 亿元、10 亿元以上，净利润分别达到 4000 万元、6000 万元、8000 万元以上。公司 2015 年实现营业收入为 5.05 亿元，净利润为 4299.20 万元，超额完成考核目标。

图表 32 限制性股票激励完成情况

解锁期	解锁时间	可解锁数量占限制性股票的比例	业绩考核目标	业绩完成情况（营业收入）	业绩完成情况（净利润）
第一个	2016.12.3~ 2017.12.3	40%	2015 年公司营业收入达 5 亿元及以上，且净利润达 4000 万元及以上	5.05 亿	4299.20 万
第二个	2017.12.3~ 2018.12.3	30%	2016 年公司营业收入达 7.5 亿元及以上，且净利润达 6000 万元及以上		
第三个	2018.12.3~ 2019.12.3	30%	2017 年公司营业收入达 10 亿元及以上，且净利润达 8000 万元及以上		

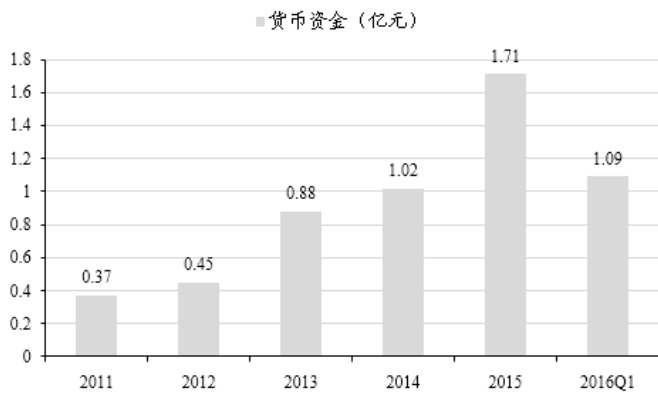
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

4.2. 定增助力大订单执行，大股东认购彰显决心

公司资产负债率一直维持在较高水平，且随着近年来的快速发展不断提升，**2016 年一季度负债率高达 62.46%**。截至 2016 年一季度末公司在手合同额累计达到 16.67 亿元（为 2015 年公司营业收入的 3.3 倍），但在

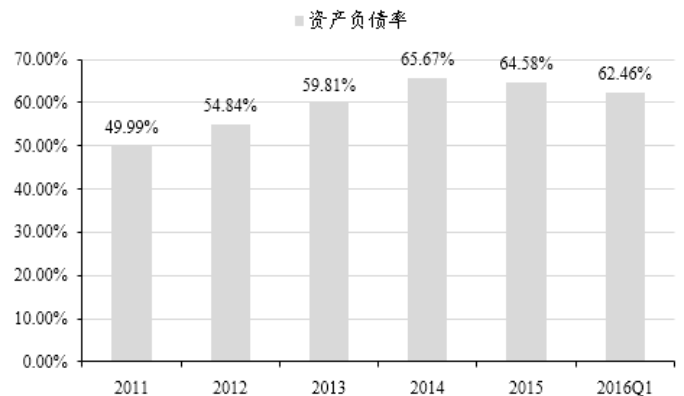
手货币资金仅为 1.09 亿元，高负债、在手现金有限已经难以支持公司持续增长的业务量，股权融资需求迫切。

图表 33 博世科货币资金



资料来源：WIND 资讯，东吴证券研究所

图表 34 博世科资产负债率



资料来源：WIND 资讯，东吴证券研究所

公司于 2016 年 1 月 13 日通过非公开发行股票预案，并于 2016 年 6 月 30 日进行第三次修订，拟向包括关联方广博投资在内的不超过 5 名特定对象非公开发行不超过 2500 万股，募集资金总额不超过 5.5 亿元。其中**广博投资（实际控制人为公司实际控制人王双飞、杨崎峰、许开绍和宋海农）认购不低于发行股份总数的 20%，锁定期 36 个月。**

此次募集资金用于投资泗洪县、花垣县的 PPP 项目以及补充流动资金，其中两个**PPP 项目内部收益率分别为 8.4%和 8.5%，在目前市场上的 PPP 项目中处于较高水平，大股东参与认购且三年长锁定期彰显对公司未来发展的信心。**

图表 35 公司非公开发行计划投资项目

项目名称	总投资额 (亿元)	募集资金拟投入金额	
		(亿元)	内部收益率
泗洪县东南片区域供水工程	3.07	2.00	8.4%
花垣县五龙冲水库集中供水工程	1.91	1.90	8.5%
补充流动资金	1.66	1.60	
合计	6.64	5.50	

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

5. 盈利预测与估值

根据公司目前在手订单以及业务未来发展的判断，我们预测公司 2016-2018 年实现 EPS0.47、0.68、0.81 元（按发行 2500 万股测算），对应 PE 75、51、43 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

6. 风险提示

订单拓展不及预期，非公开发行进度不及预期。

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 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 -5% 以下。

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>

