国联证券 GUOLIAN SECURITIES

2016 年 08 月 05 日

博 世 科（300422）\环保

——预中标沙洋县农村污水处理打包项目，污水处理不断发力

事件：公司预中标湖北省沙洋县乡镇污水处理厂PPP项目。项目包括新建沙洋县11个乡镇污水处理厂及厂外排水管网工程，总投资约1.1亿元，污水处理总规模2.03万m³/d。其中污水处理厂投资约3,623.97万，排水管网工程投资约7,416.32万元。污水处理总规模2.03万m³/d，排水管网247.872km，污水处理服务费补贴1.31元/m³，排水管网建设运营服务费补贴1.72元/m³，项目合作期共30年，政府支付购买服务费。

投资要点：

首单农村污水处理打包项目，看好项目落地进行复制推广

“沙洋县11个乡镇污水处理打包项目”为公司承接的第一个农村污水打包订单，政府支付污水处理费及管网运营费，支付信誉较高。订单金额虽不大，却有望为公司开拓农村污水处理市场打下坚实基础，项目落地后有助于公司后续在全国范围内进行复制和推广。

“水十条”、PPP政策不断加码，农村污水处理空间巨大

“水十条”计划指出，到2020年，全国所有县城和重点镇具备污水收集处理能力，新增完成环境综合整治的建制村13万个。目前，农村污水处理率为11.4%，全国建制镇建成区人口1.6亿。若完成政策目标，则农村污水处理发展空间巨大，粗略估算建设+运营有800亿空间。且目前财政部市政工程类PPP项目中，污水处理项目数量最多，仍看好污水处理快速发展。

公司污水处理持续发力，布局开展农村污水处理

公司已承接一系列小型污水处理厂及管网建设项目（15年至今新接污水处理项目5个，逐渐由提标改造向建设运营转换），已有充足项目经验。公司开展布局农村污水处理市场，并针对农村生活污水的处理，开发了MCO点源污水处理系统、AEW湿地处理系统，开发ACM生物反应器。公司定增5.5亿通过，将有1.6亿补充流动资金，资金压力较小，利于承接项目。

在手订单充足，股票激励计划助推业绩

公司2015年至今主要签订订单金额达15.5亿元，公司2015年股权激励共向92名激励对象，解锁期要求2016年营收达7.5亿元及以上，且净利润达6000万元及以上，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，看好公司股票激励达标，快速推进业绩增长。

投资建议： 推荐

首次覆盖

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	127/69
流通 A 股市值（百万元）	2,156
每股净资产（元）	2.96
资产负债率（%）	62.46
一年内最高/最低（元）	58.40/23.45

一年内股价相对走势

分析师 马宝德

执业证书编号：S0590513090001

电话：0510-85605730

邮箱：mabd@glsc.com.cn

联系人 张浩佳

电话：0510-85609581

邮箱：zhanghj@glsc.com.cn

相关报告

请务必阅读报告末页的重要声明

盈利预测与投资建议

我们预计公司 16-18 年实现归母净利润 0.65 亿、1.0 亿，1.45 亿，对应 EPS 分别为 0.53、0.78、1.14 元，对应当前股价 PE 分别为 58.5、39.7、27.2 倍，首次覆盖，给予公司“推荐”评级。

风险提示:

- 订单不及预期，行业竞争加剧，政策变化。

财务数据和估值	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	280.31	504.67	843.00	1344.00	1988.00
增长率（%）	35.89%	80.04%	67.04%	59.43%	47.92%
EBITDA（百万元）	49.80	71.63	100.07	173.40	287.63
净利润（百万元）	31.26	42.99	68.50	100.21	145.86
增长率（%）	11.63%	37.52%	59.33%	46.30%	45.56%
EPS（元/股）	0.246	0.338	0.538	0.787	1.146
市盈率（P/E）	127.64	92.82	58.26	39.82	27.36
市净率（P/B）	19.51	10.81	4.06	3.71	3.30
EV/EBITDA	32.20	58.37	52.30	37.13	26.16

数据来源：公司公告，国联证券研究所

图表 1：财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	76.11	133.12	8.43	13.44	19.88
应收账款+票据	245.74	448.20	716.96	1140.66	1607.07
预付账款	31.52	23.99	92.08	92.74	177.11
存货	56.96	81.40	202.93	249.83	411.25
其他	29.28	30.25	30.25	30.25	30.25
流动资产合计	439.61	716.95	1050.65	1526.92	2245.56
长期股权投资	7.96	7.99	7.99	7.99	7.99
固定资产	36.87	70.50	47.64	148.08	116.41
在建工程	19.73	132.11	132.11	0.00	0.00
无形资产	19.10	39.62	38.16	36.70	470.25
其他非流动资产	39.99	27.21	583.93	1650.93	2060.93
非流动资产合计	123.66	277.42	809.83	1843.70	2655.58
资产总计	563.27	994.37	1860.48	3370.63	4901.14
短期借款	219.00	319.00	619.84	1824.87	2910.30
应付账款+票据	82.24	211.11	268.00	420.00	670.00
其他	55.26	91.99	147.38	208.38	269.38
流动负债合计	356.50	622.09	1035.22	2453.25	3849.68
长期带息负债	0.00	0.00	-160.0	-160.0	-160.0
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	2.30	3.19	3.19	3.19	3.19
非流动负债合计	2.30	3.19	-156.8	-156.8	-156.8
负债合计	358.80	625.28	878.42	2296.45	3692.87
少数股东权益	-0.02	-0.12	-0.28	-0.51	-0.85
股本	46.50	127.29	152.29	152.29	152.29
资本公积	29.84	74.50	599.50	599.50	599.50
留存收益	128.15	167.42	230.54	322.90	457.32
股东权益合计	204.47	369.09	982.06	1074.18	1208.27
负债和股东权益总计	563.27	994.37	1860.48	3370.63	4901.14

现金流量表

单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
净利润	31.53	43.05	63.93	95.57	141.11
折旧摊销	6.07	8.00	7.62	16.43	31.43
财务费用	13.00	14.15	12.05	39.35	84.99
存货减少	-13.78	-24.44	-121.53	-46.90	-161.41
营运资金变动	-41.20	-128.86	-224.57	-211.36	-239.78
其它	6.33	13.41	-90.03	-470.31	-163.31
经营活动现金流	1.93	-74.68	-352.53	-577.22	-306.97
资本支出	38.86	132.31	450.00	580.00	680.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	4.41	4.41	4.41
投资活动现金流	-38.86	-132.31	-445.59	-575.59	-675.59
债权融资	60.80	100.00	140.84	1205.03	1085.43
股权融资	0.00	223.53	550.00	0.00	0.00
其他	-20.12	-44.95	-17.42	-47.21	-96.43
筹资活动现金流	40.68	278.57	673.43	1157.82	989.00
现金净增加额	**3.76**	**71.65**	**133.12**	**8.43**	**13.44**

利润表

单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	**280.31**	**504.67**	**843.00**	**1344.00**	**1988.00**
营业成本	186.72	357.77	606.00	965.00	1409.00
营业税金及附加	4.83	7.58	11.94	19.03	28.15
营业费用	10.55	17.74	32.62	50.53	74.75
管理费用	27.46	48.86	88.28	140.75	208.19
财务费用	10.46	14.12	12.25	39.56	85.19
资产减值损失	8.28	16.69	16.69	16.69	16.69
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-0.05	0.02	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	**31.97**	**41.92**	**75.21**	**112.43**	**166.02**
营业外净收益	2.65	7.80	5.19	5.19	5.19
利润总额	**34.62**	**49.72**	**80.40**	**117.62**	**171.21**
所得税	3.37	6.83	12.06	17.64	25.68
净利润	**31.25**	**42.89**	**68.34**	**99.98**	**145.53**
少数股东损益	-0.02	-0.10	-0.16	-0.23	-0.34
归属于母公司净利润	**31.26**	**42.99**	**68.50**	**100.21**	**145.86**

主要财务比率

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入	35.89%	80.04%	67.04%	59.43%	47.92%
EBIT	15.64%	45.52%	45.27%	69.80%	63.21%
EBITDA	16.69%	43.85%	39.70%	73.28%	65.87%
归属于母公司净利润	-16.75%	37.52%	59.33%	46.30%	45.56%
获利能力					
毛利率	33.39%	29.11%	28.11%	28.20%	29.12%
净利率	11.15%	8.50%	8.11%	7.44%	7.32%
ROE	15.29%	11.64%	6.97%	9.32%	12.06%
ROIC	13.92%	13.69%	13.24%	8.95%	7.79%
偿债能力					
资产负债率	63.70%	62.88%	47.21%	68.13%	75.35%
流动比率	1.23	1.15	1.01	0.62	0.58
速动比率	0.99	0.97	0.79	0.51	0.47
营运能力					
应收账款周转率	1.21	1.26	1.30	1.32	1.38
存货周转率	3.28	4.40	2.99	3.86	3.43
总资产周转率	0.50	0.51	0.45	0.40	0.41
每股指标（元）					
每股收益	0.25	0.34	0.54	0.79	1.15
每股经营现金流	0.02	-0.59	-2.77	-4.53	-2.41
每股净资产	1.61	2.90	7.72	8.44	9.50
估值比率					
市盈率	127.64	92.82	58.26	39.82	27.36
市净率	19.51	10.81	4.06	3.71	3.30
EV/EBITDA	32.20	58.37	52.30	37.13	26.16
EV/EBIT	36.67	65.70	56.61	41.02	29.37

数据来源：公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为－10%～10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券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。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

分公司机构销售联系方式

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话：021-38991500

传真：021-38571373

地区	姓名	固定电话
北京	张鸿韵	010-68790949-8006
北京	管峰	010-68790949-8007
北京	窦红丽	010-68790949-8030
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064