

# 博世科 (300422) 研究报告

## 土壤修复发力, PPP 扩张可期

买入 (维持)

### 盈利预测及估值

	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	121.39	88.05	59.94	50.74
PB	14.13	6.49	6.10	5.69

2016年8月28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](mailto:yuanl@gsjq.com.cn)

研究助理 翟堃

021-60199789

[zhaik@dwzq.com.cn](mailto:zhaik@dwzq.com.cn)

### 事件:

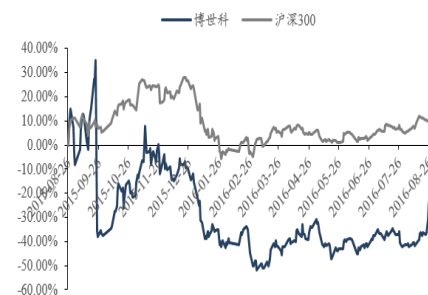
1) 公司发布 2016 年中报, 上半年实现收入 2.82 亿元, 同比增长 26.01%; 归母净利 0.21 亿元, 同比增长 4.24%; 扣非净利 0.16 亿元, 同比下降 12.40%。2) 拟以货币方式向博环环境增资 3,024.25 万元, 公司出资 2,674.25 万元, 12 名自然人出资 350 万元。3) 3400 万注册资本设立沙洋县乡镇污水处理 PPP 项目子公司。

### 投资要点:

■ **水污染前端控制收入下滑, 土壤修复贡献业绩支撑:** 1) 上半年水污染末端治理、水污染前端控制、专业技术服务、其他业务分别实现收入 1.33、0.09、0.06、1.32 亿元, 分别同比增长 38.50%、-90.47%、14873.82%、366.68%; 毛利率为 27.30%、33.01%、42.08%、31.17%, 分别提升 -5.93PCT、5.20PCT、5.07PCT、2.18PCT, 各业务毛利率总体维持在较高水平, **整体毛利率 28.65% 与上年同期的 30.29% 基本持平。** 2) **水污染前端控制业务收入下滑是拖累上半年业绩的主要因素**, 主要由于 2015 上半年 APP 金光 1 亿大单确认收入下可比基数较高(根据往年数据, 2011-2014 年收入均在 0.31 亿元以下); **其他业务(土壤修复等) 快速发展对业绩实现了较好支撑, 公司上半年实现了土壤修复药剂、热解设备的技术突破, 深耕广西、湖南市场下后续大单可期。**

■ **管理费用率提升, 应收账款增长:** 1) 上半年期间费用率为 18.52%, 较去年同期增加 1.7PCT。其中销售费用率、管理费用率、财务费用分别为 3.4%、**12.42%**、2.7%, 分别增加 -0.5PCT、**3.00PCT**、-0.82PCT。**管理费用率增长明显, 主要是由于加大了研发投入、管理人员薪酬, 以及计算了股权激励摊销。** 2) 应收账款为 **4.85 亿元**, 同比增长 **85.13%**, 应收账款占总资产比例 39.83%, 较去年同期上升 5.62PCT。**公司 EPC、EP 等模式资金回笼时间较长, 收入快速增长下应收账款规模相应提升。**

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	41.00
一年最低价/最高价	24.28/57.09
市净率	13.45
流通 A 股市值(百万元)	2842

### 基础数据

每股净资产(元)	3.05
资产负债率(%)	70.16
总股本(百万股)	127
流通 A 股(百万股)	69

### 相关研究

1. 小公司&大平台, 多栖发展打造环保全产业链  
2016年7月19日
2. PPP 再下一城, 全国化布局加速  
2016年8月5日

- **甲级环评资质纳入怀中，增资助力加速发展：**1) 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+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) 以货币方式向博环环境增资 3,024.25 万元，其中公司出资 2,674.25 万元，陈程、葛洁桦等 12 名自然人（环评师团队）出资 350 万元；增资完成后公司持股占比 82.61%，环评师团队持股占比 17.39%。3) 增资后环评子公司资本实力、竞争力将大幅提升，环评师团队进一步参与下利益更深度绑定，为进一步发展扩张打下基础。
- **PPP 立足广西，全国化布局：**1)公司凭借上市公司品牌优势和强融资能力不断开拓 PPP 业务市场，目前已在泗洪、澄江、花垣、湖北四地获得 PPP 项目，并与南宁、河池、贺州市人民政府分别签署战略合作协议，实现“立足广西、全国布局”发展姿态，PPP 项目在手总投资额 10.03 亿元。2) 公司在手 PPP 项目均为供水、污水处理、垃圾处理等有良好付费机制的项目，且回报率可观(8%以上)，未来完成后有望为公司贡献稳健业绩。
- **股权激励到位，借力资本扩张：**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），上半年新签合同金额 7.92 亿元（千万金额以上项目 6 个），当前在手合同额约为 18.05 亿元（千万以上金额项目 21 个）保障增长；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（已获证监会通过），缓解高速发展下高资产负债率瓶颈（2016H1 负债率 70.16%），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 PE 88、60、51 倍，维持“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。

图表 1 博世科盈利预测

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	<b>755.0</b>	<b>1456.9</b>	<b>1731.1</b>	<b>1920.2</b>	<b>营业收入</b>	<b>504.7</b>	<b>735.5</b>	<b>1029.3</b>	<b>1196.2</b>
现金	171.2	656.8	617.5	633.8	营业成本	357.8	523.5	756.0	867.2
应收款项	448.2	604.5	846.0	983.2	营业税金及附加	7.6	9.9	12.8	16.7
存货	81.4	129.1	186.4	213.8	营业费用	17.7	25.0	32.5	42.3
其他	54.2	66.5	81.1	89.4	管理费用	49.9	81.3	97.9	117.7
<b>非流动资产</b>	<b>287.0</b>	<b>300.3</b>	<b>296.2</b>	<b>290.2</b>	财务费用	14.1	9.6	5.7	6.7
长期股权投资	8.0	7.9	8.0	8.0	投资净收益	-0.1	0.0	0.0	0.0
固定资产	202.6	197.3	175.0	151.7	其他	-15.7	-13.7	-13.1	-12.5
无形资产	39.6	58.3	76.4	93.8	<b>营业利润</b>	<b>41.8</b>	<b>72.5</b>	<b>111.2</b>	<b>133.2</b>
其他	36.8	36.8	36.8	36.8	营业外净收支	8.0	10.0	10.0	10.0
<b>资产总计</b>	<b>1042.0</b>	<b>1757.2</b>	<b>2027.2</b>	<b>2210.4</b>	<b>利润总额</b>	<b>49.7</b>	<b>82.5</b>	<b>121.2</b>	<b>143.2</b>
<b>流动负债</b>	<b>646.2</b>	<b>758.8</b>	<b>956.3</b>	<b>1055.6</b>	所得税费用	6.8	11.6	17.0	20.1
短期借款	319.0	300.0	300.0	300.0	少数股东损益	-0.1	0.1	0.1	0.1
应付账款	211.1	286.8	414.2	475.2	<b>归属母公司净利润</b>	<b>43.0</b>	<b>70.9</b>	<b>104.2</b>	<b>123.1</b>
其他	116.1	172.0	242.1	280.4	EBIT	72.7	97.1	132.0	154.9
<b>非流动负债</b>	<b>26.7</b>	<b>36.7</b>	<b>46.7</b>	<b>56.7</b>	EBITDA	80.6	109.8	149.0	174.0
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	26.7	36.7	46.7	56.7	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
<b>负债总计</b>	<b>672.9</b>	<b>795.5</b>	<b>1003.0</b>	<b>1112.3</b>	每股收益(元)	0.34	0.47	0.68	0.81
少数股东权益	-0.1	-0.1	-0.0	0.1	每股净资产(元)	2.90	6.32	6.73	7.21
归属母公司股东权益	369.2	961.8	1024.3	1098.1	发行在外股份(百万股)	127.3	152.3	152.3	152.3
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1042.0</b>	<b>1757.2</b>	<b>2027.3</b>	<b>2210.5</b>	ROIC(%)	12.1%	12.0%	14.7%	15.7%
					ROE(%)	11.6%	7.4%	10.2%	11.2%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	毛利率(%)	29.1%	28.8%	26.6%	27.5%
经营活动现金流	-74.9	8.2	30.3	93.6	EBIT Margin(%)	14.4%	13.2%	12.8%	12.9%
投资活动现金流	-132.3	-25.2	-27.9	-28.2	销售净利率(%)	8.5%	9.6%	10.1%	10.3%
筹资活动现金流	278.6	502.6	-41.7	-49.2	资产负债率(%)	64.6%	45.3%	49.5%	50.3%
现金净增加额	71.4	485.6	-39.3	16.2	收入增长率(%)	80.0%	45.7%	40.0%	16.2%
企业自由现金流	-86.0	1.4	16.7	80.5	净利润增长率(%)	37.5%	64.9%	46.9%	18.1%

数据来源：东吴证券研究所

## 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>

