博世科（300422）研究报告

海外并购强化土壤版图，加速国际化进程

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	0.50	0.73	0.86
PE	116.83	79.29	53.97	45.69
PB	13.60	5.85	5.49	5.12

数据来源：WIND 资讯，东吴证券研究所

事件：

公司发布公告，1）拟通过在香港设立的全资子公司博世科环保投资（香港）有限公司收购加拿大瑞美达克土壤修复服务公司（ RemedX Remediation Service Inc.）100%股权及新建垃圾填埋场。2）拟以全资子公司香港博世科为出资主体对外投资设立全资孙公司加拿大博世科。

投资要点：

■ **迈出海外并购重要一步，拓展土壤和地下水修复市场：**

1）RX 公司 100%股权交易对价为 1300 万加币（按照最新汇率约对应人民币 6840 万元），公司拟通过自有资金、银行贷款或其他方式筹集资金。RX 公司 2014-2016 年分别实现收入 297、186、193 万加币，净利润 69、19、50 万加币，**2016 年净利率高达 26%**。

2）RX 公司业务主要包含三部分，A）环保修复工程和咨询业务：目前 RX 公司已实施了超过 2,000 例的地下水以及污染场地的环境修复项目。B）热解吸处理系统（RTTU）：对于挥发性有机污染场地，热处理技术是成熟可靠并能满足环境标准的快捷土壤修复技术。**RTTU 为 RX 公司的核心技术，收购完成后，公司将拥有该类技术的使用及申请专利的权利，未来有望应用于石油污染土壤治理，提升现有土壤修复业务的技术**。C）工业垃圾处理场运营：RX 公司设计建造并运行了具有 8 个独立处理单元的好氧/厌氧混合式生物固体堆肥处理厂，年处理能力达 5 万吨。

3）RX 公司未来新增的核心业务为 Breton（布雷顿）填埋场的建设与运营，**填埋场设计容量 522 万吨，预计 2017 年 6 月投入运营**。根据阿尔伯塔省能源监管局和环境署提供的数据推算，Breton 填埋场 100 公里服务范围内的石油污染土壤量约为 30-60 万吨/年。随着项目建设完成和投运，未来将为公司带来稳健现金流。

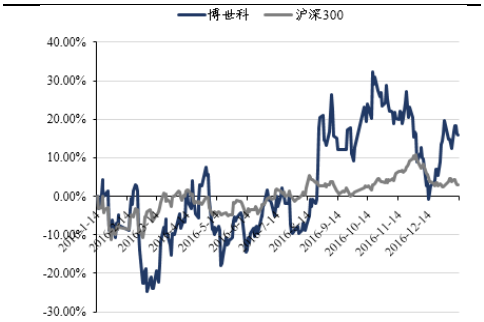
4）收购 RX 公司将使公司快速引入国外在土壤和地下水污染修复与咨询领域的先进成熟技术和场地实施经验，

2017 年 1 月 15 日

首席证券分析师　袁理
执业资格证书号码：S0600511080001
yuanl@dwzq.com.cn
021-60199782

研究助理　翟堃
zhaik@dwzq.com.cn
021-60199789

股价走势



市场数据

收盘价（元）	39.46
一年最低价/最高价	38.09/41.18
市净率	5.94
流通 A 股市值（百万元）	3109

基础数据

每股净资产（元）	6.65
资产负债率（%）	57.07
总股本（百万股）	127
流通 A 股（百万股）	70

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
3.土壤修复发力，PPP 扩张可期
2016 年 8 月 28 日
4.市政项目再下一城，订单饱满保障增长
2016 年 9 月 20 日
5. 三季度业绩发力，PPP 助推快速发展
2016 年 10 月 14 日
6. 饱满订单支撑快速增长，PPP 助力加速扩张
2016 年 10 月 28 日

请务必阅读正文之后的免责声明部分

未来在国际、国内的土壤和地下水修复市场占据领先优势。同时，在博世科全球化战略布局下， RX 公司的环保咨询业务将拓展至 Imperial oil（帝国石油）和中石化等石化企业，同时也将为公司积累北美地区的商业资源，全面推进海外市场拓展和技术引进，在**加快国际化进程的同时完成产业链的整合与延伸**。

- **借力资本加速订单执行，PPP 助推长远发展：1）**完成定增募资 5.5 亿元用于投资泗洪、五龙冲 PPP 项目并补充流动资金，用于投资泗洪、五龙冲 PPP 项目并补充流动资金，破除资金瓶颈加快订单执行节奏，实现进一步的业务扩张。**2）**认购方成都力鼎银科股权投资基金中心出资人包括成都银科创业投资有限公司（由**中国进出口银行**、成都投资控股集团有限公司、成都高新投资集团有限公司组建）、国美集团、上海混沌投资等，强大背景提升资本运作实力；上市公司**实际控制人控股的广博投资参与认购锁定三年，彰显对未来发展信心**。**3）**公司上市以来业务逐步向市场更大的市政污水领域拓展，**借助领先技术和品牌优势，PPP 模式加速推广下公司深耕广西市场，未来更多大单可期，保障业绩实现高速增长**。

- **盈利预测与估值：**我们预测公司 2016-2018 年实现 EPS0.50、0.73、0.86 元，对应 PE79、54、46 倍，**小市值（流通市值 28 亿）+高成长（股权激励要求 17 年业绩较 15 年实现翻倍），维持“买入”评级！**

- **风险提示：**订单执行不及预期，回款风险。

图表 1 博世科盈利预测

资产负债表（百万元）	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	**755.0**	**1456.9**	**1731.1**	**1920.2**
现金	171.2	656.8	617.5	633.8
应收款项	448.2	604.5	846.0	983.2
存货	81.4	129.1	186.4	213.8
其他	54.2	66.5	81.1	89.4
非流动资产	**287.0**	**300.3**	**296.2**	**290.2**
长期股权投资	8.0	7.9	8.0	8.0
固定资产	202.6	197.3	175.0	151.7
无形资产	39.6	58.3	76.4	93.8
其他	36.8	36.8	36.8	36.8
资产总计	**1042.0**	**1757.2**	**2027.2**	**2210.4**
流动负债	**646.2**	**758.8**	**956.3**	**1055.6**
短期借款	319.0	300.0	300.0	300.0
应付账款	211.1	286.8	414.2	475.2
其他	116.1	172.0	242.1	280.4
非流动负债	**26.7**	**36.7**	**46.7**	**56.7**
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	26.7	36.7	46.7	56.7
负债总计	**672.9**	**795.5**	**1003.0**	**1112.3**
少数股东权益	-0.1	-0.1	-0.0	0.1
归属母公司股东权益	369.2	961.8	1024.3	1098.1
负债和股东权益总计	**1042.0**	**1757.2**	**2027.3**	**2210.5**

现金流量表（百万元）	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	-74.9	8.2	30.3	93.6
投资活动现金流	-132.3	-25.2	-27.9	-28.2
筹资活动现金流	278.6	502.6	-41.7	-49.2
现金净增加额	71.4	485.6	-39.3	16.2
企业自由现金流	-86.0	1.4	16.7	80.5

利润表（百万元）	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	**504.7**	**735.5**	**1029.3**	**1196.2**
营业成本	357.8	523.5	756.0	867.2
营业税金及附加	7.6	9.9	12.8	16.7
营业费用	17.7	25.0	32.5	42.3
管理费用	49.9	81.3	97.9	117.7
财务费用	14.1	9.6	5.7	6.7
投资净收益	-0.1	0.0	0.0	0.0
其他	-15.7	-13.7	-13.1	-12.5
营业利润	**41.8**	**72.5**	**111.2**	**133.2**
营业外净收支	8.0	10.0	10.0	10.0
利润总额	**49.7**	**82.5**	**121.2**	**143.2**
所得税费用	6.8	11.6	17.0	20.1
少数股东损益	-0.1	0.1	0.1	0.1
归属母公司净利润	**43.0**	**70.9**	**104.2**	**123.1**
EBIT	72.7	97.1	132.0	154.9
EBITDA	80.6	109.8	149.0	174.0

重要财务与估值指标	2015	2016E	2017E	2018E
每股收益(元)	0.34	0.50	0.73	0.86
每股净资产(元)	2.90	6.75	7.19	7.71
发行在外股份(百万股)	127.3	142.5	142.5	142.5
ROIC(%)	12.1%	12.0%	14.7%	15.7%
ROE(%)	11.6%	7.4%	10.2%	11.2%
毛利率(%)	29.1%	28.8%	26.6%	27.5%
EBIT Margin(%)	14.4%	13.2%	12.8%	12.9%
销售净利率(%)	8.5%	9.6%	10.1%	10.3%
资产负债率(%)	64.6%	45.3%	49.5%	50.3%
收入增长率(%)	80.0%	45.7%	40.0%	16.2%
净利润增长率(%)	37.5%	64.9%	46.9%	18.1%

数据来源：WIND 资讯，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