

博世科 (300422) 研究报告

多板块发力助推业绩高增长，看好公司长期发展

买入 (维持)

盈利预测及估值

	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	829	2,005	3,309	4,798
同比(+/-%)	64.2%	141.9%	65.0%	45.0%
净利润(百万元)	63	150	247	353
同比(+/-%)	45.8%	138.7%	64.2%	43.0%
毛利率(%)	27.2%	26.5%	26.4%	26.2%
净资产收益率(%)	11.8%	14.3%	16.3%	16.5%
每股收益(元)	0.49	1.06	1.73	2.48
PE	94.69	43.77	26.82	18.71
PB	5.61	5.34	4.29	3.96

数据来源: WIND 资讯, 东吴证券研究所

事件:

公司发布 2016 年年报、利润分配预案及 2017 年一季度业绩预告: 1) 2016 年实现营收 8.29 亿, 同比增长 64.26%; 归母净利润 0.63 亿, 同比增长 45.79%。2) 每 10 股派发现金股利 0.60 元 (含税), 每 10 股转增 15 股。3) 2017 年一季度预计实现归母净利润 0.16-0.17 亿元, 同比增长 263%-293%。

投资要点:

- **各业务板块齐发力, 实际业绩增速接近 70%:** 2014-2016 年, 公司收入规模分别为 2.80 亿、5.05 亿、8.29 亿元, 同比增速为 35.89%、80.04%、64.26%, CAGR 为 58.99%; 归母净利润规模分别为 0.31 亿、0.43 亿、0.63 亿元, 同比增速为 11.60%、37.52%、45.80%, CAGR 为 30.80%。**考虑到公司 2016 年解锁 40% 的 2015 年股权激励股票带来超过 0.1 亿元的摊销费用, 2016 年实际归母净利润规模为 0.73 亿左右, 同比增速接近 70%! 公司各业务板块齐发力:** 1) 水污染治理业务增速为 71.33%, 增长主要来自于沙洋县乡镇污水处理项目和平桂管理区污水处理项目合计确认的 1.08 亿收入; 2) 供水工程业务增速为 659.01%, 增长主要来自于五龙冲项目和钦州项目确认的合计 0.96 亿收入; 3) 土壤修复业务实现收入 1.43 亿元, 主要来自于南化项目确认的 1.39 亿收入; 4) 其他类别业务增速为 102.72%, 主要来自于贺州铝电子产业脱硫岛及辅机设备采购项目确认的 0.49 亿收入。
- **费用管控能力良好, 多因素导致公司毛利率小幅下降:** 1) **费用管控能力良好,** 2014-2016 年, 公司费用率分别为 17.29%、15.99%、15.12%, 若将 2016 年解锁股权激励的摊销费用扣除后, 实际费用率为 13.91%。公司费用率逐年下降, 主要是由于收入增速快于销售增速, 同时再融资金到位降低了财务费用, 在公司实现良性发展的同时, 体现出较强的费用管控能力。2) **研发费用率逐**

2017 年 3 月 10 日

首席证券分析师袁理

执业资格证书号码: S0600511080001

yuanl@dwzq.com.cn

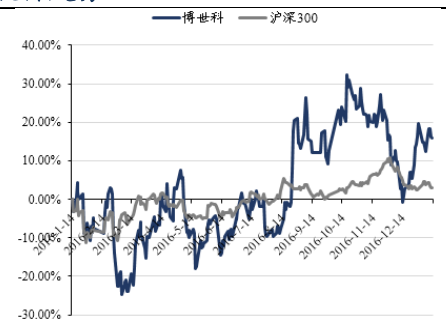
021-60199782

研究助理翟堃

zhaik@dwzq.com.cn

021-60199789

股价走势



市场数据

收盘价(元)	46.4
一年最低价/最高价	35/41.18
市净率	5.61
流通 A 股市值(百万元)	3266

基础数据

每股净资产(元)	7.00
资产负债率(%)	56.61
总股本(百万股)	142
流通 A 股(百万股)	70

相关研究

1. PPP 再下一城, 全国化布局加速
2016 年 8 月 5 日
2. 土壤修复发力, PPP 扩张可期
2016 年 8 月 28 日
3. 市政项目再下一城, 订单饱满保障增长
2016 年 9 月 20 日
4. 饱满订单支撑快速增长, PPP 助力加速扩张
2016 年 10 月 28 日
5. 湖北新设子公司, 后续 PPP 项目落地可期
2017 年 2 月 17 日
6. 重金属治理再下一城, 验证土壤修复持续拿单能力
2017 年 2 月 21 日
7. PPP、土壤修复双轮驱动, 业绩高增速仍可持续
2017 年 2 月 28 日

年提升，公司以技术起家，实际控制人王双飞为国务院学位委员会第六届、第七届学科评议组成员，享受国务院特殊津贴专家；总经理宋海农博士为享受国务院特殊津贴专家，2016 年入选国家中青年科技创新领军人才，列入广西第十五批新世纪“十百千人才工程”第二层次人选；副董事长杨崎峰博士为首批国家环境保护专业技术青年拔尖人才，技术底蕴深厚且研发实力不断增强，2014-2016 年，公司研发费用分别为 2.76%、3.17%、3.37%，逐年提升；3) 多因素导致毛利率有所下降，2014-2016 年，公司综合毛利率分别为 33.39%、29.11%、27.21%，毛利率下降主要是由两方面因素造成，一是行业竞争加剧，近年来受到政策引导，大型央企、民企纷纷进入环保行业，造成行业竞争日益激烈；二是随着公司逐步发展成为集前端环评、中端环境治理工程、后端运营服务于于一体的综合环境服务供应商，业务规模扩大造成毛利率有所下降。

- **收购 RX 迈出海外并购重要一步，拓展土壤和地下水修复市场：**1) RX 公司在手业务主要包含三部分：环保修复工程和咨询、热解吸处理系统 (RTTU)、工业垃圾处理场运营，未来新增核心业务为 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。2) 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，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。
- **在手订单饱满&借力资本加速订单执行，PPP 助推长远发展：**1) 根据公司年报披露，目前在手合同金额合计 28.89 亿元，其中 2016 年新签合同 20.63 亿元；在手合同中，PPP 合同金额合计 15.63 亿元，占比合同总额为 54.10%，2016 年新签 PPP 合同金额为 10.31 亿元，占比新签合同额为 49.98%，PPP 合同订单饱满，且在公司业务版图中的分量不断提升。2) 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，破除资金瓶颈加快订单执行节奏，实现进一步的业务扩张。3) 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。4) 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：**我们看好公司未来的成长性：1) 公司在手订单如期推进，业绩释放确定性较强；2) 资本助力+技术品牌优势，更多优质 PPP 项目落地可期；3) 一季报业绩高增速兑现，公司发展进入快车道趋势显现，因此上调盈利预测，预计公司 2017-2019 年实现 EPS1.06、1.73、2.48 元，对应 PE44、27、19 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)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1307.5	1438.3	1582.1	1740.3	营业收入	829.0	2005.5	3309.0	4798.1
现金	517.8	569.6	626.5	689.2	营业成本	603.6	1474.0	2345.8	3589.0
应收款项	736.4	810.1	891.1	980.2	营业税金及附加	10.3	22.9	37.2	54.0
存货	52.6	57.9	63.7	70.1	营业费用	23.3	58.2	94.4	136.9
其他	0.7	0.7	0.8	0.9	管理费用	85.2	173.8	260.1	376.5
非流动资产	990.1	1089.1	1198.0	1317.8	财务费用	16.8	6.5	6.1	39.7
长期股权投资	8.1	8.9	8.0	8.0	投资净收益	0.1	0.0	0.0	0.0
固定资产	97.2	106.9	117.6	129.4	其他	0.0	-111.1	-310.3	-178.0
无形资产	94.9	104.4	114.8	126.3	营业利润	58.8	159.0	255.0	424.0
其他	92.9	102.2	112.4	123.6	营业外净收支	10.9	10.0	20.0	10.0
资产总计	2297.6	2527.3	2780.1	3058.1	利润总额	69.8	169.0	275.0	434.0
流动负债	981.0	1079.1	1187.0	1305.7	所得税费用	8.6	18.6	28.3	44.7
短期借款	291.5	300.0	300.0	300.0	少数股东损益	-1.5	0.2	0.2	0.0
应付账款	518.9	451.3	575.0	575.0	归属母公司净利润	62.7	150.4	247.0	353.2
其他	0.0	0.0	0.0	0.0	EBIT	97.1	278.5	574.0	644.8
非流动负债	297.5	46.7	56.7	29.9	EBITDA	109.8	295.6	593.1	665.2
长期借款	264.9	0.0	0.0	0.0					
其他	0.0	46.7	56.7	29.9	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
负债总计	1278.5	1125.8	1243.7	1335.6	每股收益(元)	0.49	1.06	1.73	2.48
少数股东权益	21.9	49.7	60.1	50.2	每股净资产(元)	7.00	7.38	8.42	10.53
					发行在外股份(百万股)	142.5	142.5	142.5	142.5
归属母公司股东权益	1019.1	1351.9	1476.3	1672.3	ROIC(%)	11.7%	17.2%	24.5%	27.9%
负债和股东权益总计	2297.6	2527.3	2780.1	3058.1	ROE(%)	11.8%	14.3%	16.3%	16.5%
					毛利率(%)	27.2%	26.5%	26.4%	26.2%
现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	EBIT Margin(%)	11.7%	13.9%	17.3%	13.4%
经营活动现金流	-55.9	14.7	86.9	143.2	销售净利率(%)	7.6%	13.4%	16.7%	7.4%
投资活动现金流	-371.0	-490.7	-564.3	-620.7	资产负债率(%)	47.6%	50.2%	51.3%	72.8%
筹资活动现金流	742.3	417.9	480.5	538.2	收入增长率(%)	64.3%	35.2%	32.1%	45.0%
现金净增加额	315.5	-58.1	3.2	60.7	净利润增长率(%)	45.8%	139.9%	64.2%	43.0%
企业自由现金流	-26.4	-34.9	-40.1	-46.1					

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>

