

谨慎推荐 (维持)

博世科 (300422) 深度报告

风险评级：一般风险

迈向环境综合治理服务商，小市值高成长

2017年4月24日

投资要点：
黄秀瑜

SAC 执业证书编号：

S0340512090001

电话：0769-22119455

邮箱：hxy3@dgzq.com.cn

主要数据 2017年4月21日

收盘价(元)	38.37
总市值(亿元)	54.62
总股本(亿股)	1.42
流通股本(亿股)	0.70
ROE(TTM)	6.29%
12月最高价(元)	50.34
12月最低价(元)	27.35

股价走势


资料来源：东莞证券研究所，Wind

相关报告

- **具备高素质管理层及突出研发实力。**公司为广西地区环保龙头企业，核心管理人员均为博士出身，研发人员占公司总人数的四成，形成了较强的技术创新能力。
- **“一站式”环境治理服务平台有助于项目拓展。**公司业务涵盖水治理、土壤修复、固废处置等多元领域，还整体接收了广西环科院的环评甲级资质及布局检测市场，环境评价和环境治理能力协同发展，进一步完善环保全产业链，搭建“一站式”环境治理服务平台日趋成熟，对公司拓展订单具有积极作用。
- **污水处理领域拥有核心技术优势。**公司是国内轻工行业污水处理领域的一线品牌，拥有较强的技术优势，近年在农村污水处理领域也实现突破。核心领域体现在高浓度有机废水厌氧处理、难降解废水深度处理、制浆造纸清洁化生产、造纸与发酵典型废水资源化、农村生活污水处理等。
- **国内外布局，土壤修复业务有望快速增长。**公司属于国内稀缺的土壤修复专业企业之一。2017年初公司通过收购加拿大瑞美达克土壤修复公司100%股权，迈出布局国外土壤修复市场的第一步，同时引入先进成熟技术和丰富修复经验，增强土壤修复领域的竞争力。未来公司受益巨大空间的土壤修复市场逐步释放，土壤修复业务有望快速增长。
- **PPP订单规模持续增长，在手订单充裕。**2016年PPP业务市场的开拓、项目实施和运营均成效显著。截至目前，公司在手合同金额累计34.21亿元，是2016年收入的4.13倍。其中PPP项目在手合同金额累计20.95亿元，涵盖乡镇污水处理、市政供排水、水体生态修复、固废处置等多元领域。在手订单充足，对未来业绩增长具有良好支撑。
- **盈利预测与投资建议。**公司市值小，处于快速成长阶段，在手订单充足，预计2017年、2018年、2019年EPS分别为0.87元、1.42元、2.19元，对应PE分别为44倍、27倍、18倍，维持“谨慎推荐”的投资评级。
- **风险提示。**项目进度低于预期、市场竞争加剧、项目回款风险。

主要财务指标预测表

单位(百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万)	828.97	1,463.84	2,335.18	3,236.23
增长率(%)	64.26	76.59	59.52	38.59
净利润(百万)	62.68	124.04	201.95	311.68
增长率(%)	45.79	97.90	62.81	54.34
毛利率(%)	27.19	27.30	27.47	27.61
净利率(%)	7.56	8.47	8.65	9.63
ROE(%)	5.91	10.57	14.89	19.03
每股收益(元)	0.44	0.87	1.42	2.19

资料来源：东莞证券研究所，Wind

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。请务必阅读末页声明。

目 录

1.公司概况.....	3
1.1 主营业务	3
1.2 具备高素质管理层及突出研发实力	4
1.3 经营状况	4
1.4 “一站式” 环境治理服务平台有助于项目拓展	5
2.污水处理领域拥有核心技术优势	6
2.1 高浓度有机废水厌氧处理	6
2.2 难降解废水深度处理	6
2.3 制浆造纸清洁漂白二氧化氯制备	6
2.4 造纸与发酵典型废水资源化	7
2.5 农村生活污水处理	7
3.国内外布局土壤修复业务，发展潜力大	7
3.1 土壤修复方面主要优势	7
3.2 “土十条” 利好公司土壤修复业务	8
3.3 国内外布局，土壤修复业务有望快速增长	8
3.4 土壤修复订单逐步拓展	8
4. PPP 订单规模持续增长，在手订单充裕	9
5.股权激励和定增彰显管理层对公司发展的信心	10
5.1 实施股权激励激发员工活力	10
5.2 大股东定增价具有一定安全垫作用	10
6.盈利预测与投资建议	10
7.风险提示	11

插图目录

图 1：公司水污染治理业务板块图	3
图 2：公司研发人数占比	4
图 3：营业收入增长	4
图 4：净利润增长	4
图 5：2016 年主营业务收入构成	5
图 6：2016 年主营业务毛利构成	5
图 7：毛利率和净利率	5
图 8：期间费用率	5

表格目录

表 1：公司 PPP 模式与其他业务模式比较	9
表 2：公司 PPP 订单汇总	9
表 3：公司盈利预测简表	11
表 4：公司利润预测表	12

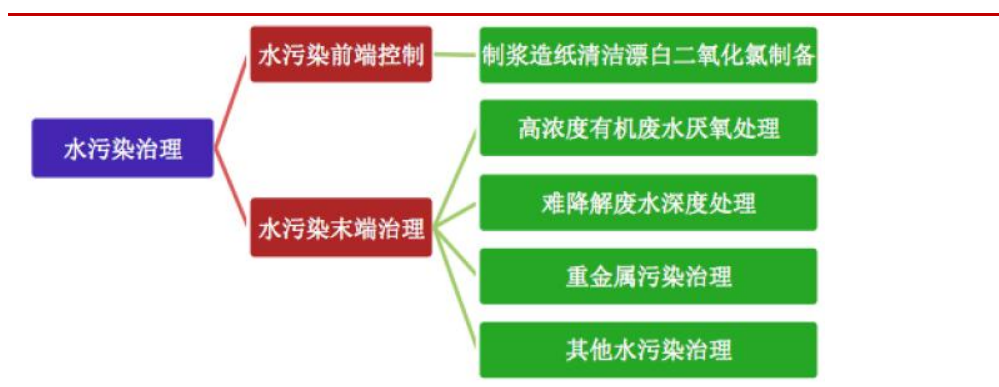
1.公司概况

1.1 主营业务

公司是广西地区最大的环保企业，核心业务为水污染治理，近年来不断拓展业务规模和辐射范围，从事的行业领域包括水处理及资源化利用、清洁化生产、固废处置及资源化利用、烟气治理、重金属污染治理及生态修复，逐步形成区域环境综合治理服务商。

公司的水污染治理业务分为水污染前端控制和水污染末端治理，核心业务主要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。

图1：公司水污染治理业务板块图



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

“水污染前端控制”是相对于“水污染末端治理”的一种水污染防治手段，清洁生产是“前端控制”的具体体现。它是指采用先进的工艺技术与设备，从源头遏制和削减污水排放来源及污染源的排放量。公司核心业务之一制浆造纸清洁漂白二氧化氯制备属于水污染前端控制范畴。

“水污染末端治理”是指在生产过程的末端，针对产生的污染物开发并实施有效的治理技术。公司核心业务高浓度有机废水厌氧处理及难降解废水深度处理、重金属污染治理属于水污染末端治理范畴。

公司主要以承接环保工程的方式开展业务，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等。涉及的行业客户主要包括制浆造纸、制药、市政等，已累计完成上百个废水处理工程。

2015年公司上市后，“走出去”步伐加快，形成了以广西本土为核心，辐射湖南、湖北、云南、江苏、贵州、河北、东南亚、北美等多个区域市场，开始呈现以点带面的区域性业务覆盖。

2016年公司转型发展，保持在传统高浓度有机废水前端控制、末端治理及细分领域清洁化生产市场竞争优势的基础上，公司加大力度布局和开拓市政供水和污水处理、土壤修复、城市黑臭水体治理、流域治理、固废处置等领域，一个具有区域特点、多元领域的

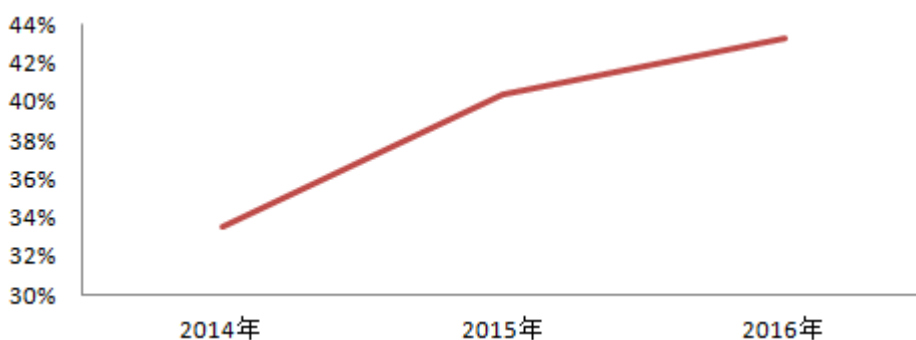
环境综合治理业务布局日渐完善。

1.2 具备高素质管理层及突出研发实力

管理团队上，公司汇集了一批具有海外留学背景的高学历管理人员，形成了一支年轻化的高素质管理团队。公司核心管理人员董事长王双飞先生、总经理宋海农先生、副总经理杨崎峰先生均为博士、教授或教授级高级工程师，具备多年的水处理行业的专业背景和从业经验。

技术研发上，公司为国家火炬计划重点高新技术企业、广西高新技术企业、创新型试点企业，拥有自治区级企业技术中心，并建有“博士后科研工作站”和“院士专家企业工作站”。公司构建以高层次人才为主体的研发团队，截至 2016 年末，公司拥有研发及技术人员 448 人，占公司总人数的比例为 43.28%，形成了较强的技术创新能力，为公司长期发展奠定了良好的人才支撑。截至 2016 年末，公司已取得专利 97 项，具备较强的技术优势和基础。

图2：公司研发人数占比



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

1.3 经营状况

2015 年初公司上市后，经营业绩加快增长，2016 年实现营业收入 8.29 亿元，同比增长 64.26%，实现归属于上市公司股东的净利润 0.63 亿元，同比增长 45.79%。

图3：营业收入增长

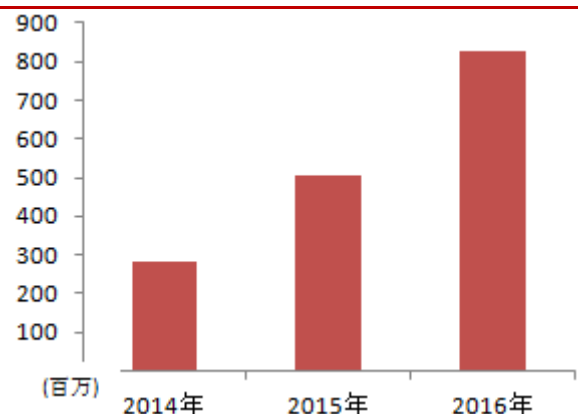
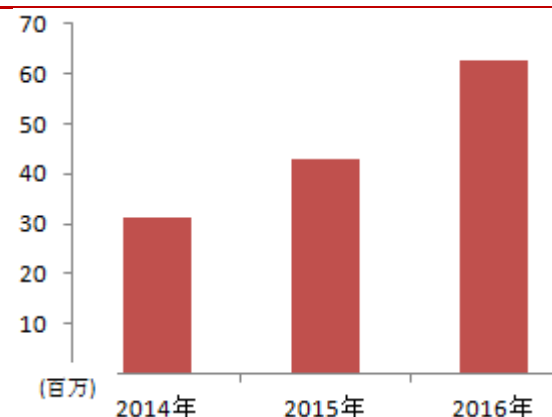


图4：净利润增长

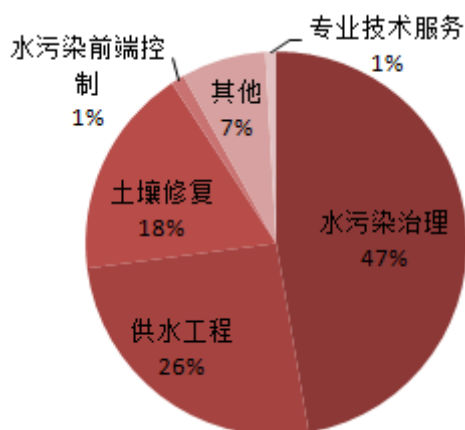


数据来源：公司公告，东莞证券研究所

数据来源：公司公告，东莞证券研究所

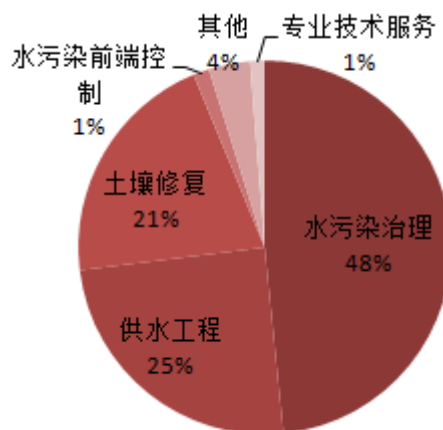
公司目前的主营业务收入主要来自于水污染治理、供水工程、土壤修复、水污染前端控制等。2016年，公司水污染治理、供水工程、土壤修复业务均实现快速增长，三者占主营业务收入的比重达到91%。其他业务收入主要来源于烟气治理等。

图5：2016年主营业务收入构成



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

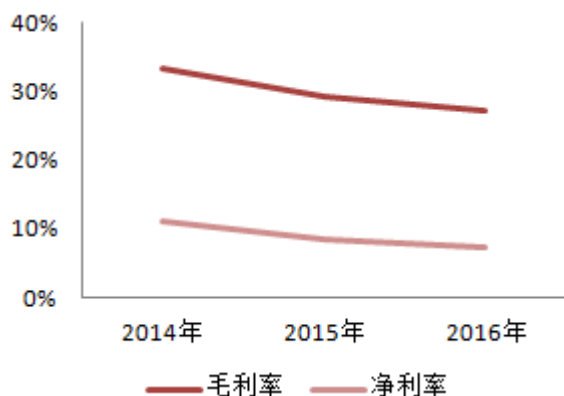
图6：2016年主营业务毛利构成



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

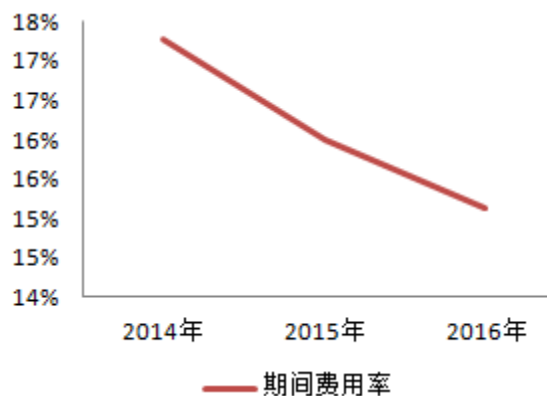
随着环保行业市场竞争的加剧，公司的毛利率水平有所下降，但幅度不大。费用方面控制良好，随着营业收入实现快速增长，期间费用率呈下降趋势。

图7：毛利率和净利率



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图8：期间费用率



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

1.4 “一站式”环境治理服务平台有助于项目拓展

公司业务除了涵盖水治理、土壤修复、固废处置等多元领域外，还整体接收了广西环科院的环评甲级资质以及布局检测市场。

2016年6月，公司通过子公司广西博环环境咨询服务有限公司整体接收广西环科院环保公司的环评甲级资质，资质有效期四年。公司整体接收环科院环保公司的环评业务，有利于增强公司的环境评价能力。环评业务的市场空间大、毛利率较高，是公司打通全产

业链的一个新布局，未来可以通过博环环境以环评业务为契机开拓环保服务业。

2016年6月，公司设立全资子公司广西博测检测技术有限公司，开展对外拓展监测、检测业务，打通公司检测、环评、设计咨询、工程实施、投融资运营的全产业链。

公司环境评价和环境治理能力协同发展，进一步完善环保全产业链，搭建“一站式”环境治理服务平台日趋成熟，对公司拓展订单具有积极作用。

2. 污水处理领域拥有核心技术优势

工业废水处理是技术难度最大、处理工艺最复杂的水污染治理，公司是国内轻工行业污水处理领域的一线品牌，拥有较强的技术优势，近年在农村污水处理领域也实现突破。核心领域体现在高浓度有机废水厌氧处理、难降解废水深度处理、制浆造纸清洁化生产、造纸与发酵典型废水资源化、农村生活污水处理等。

2.1 高浓度有机废水厌氧处理

公司高浓度有机废水多级厌氧处理技术已形成以上流式多级处理厌氧反应器（UMAR）为核心设备的系列化高浓度有机废水厌氧处理整体解决方案。

上流式多级处理厌氧反应器（UMAR）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）”，主要应用于高浓度有机废水处理，属于第三代厌氧反应器，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。

截至2016年末，已获得相关专利12项，目前已有上百套上流式多级处理厌氧反应器（UMAR）及其整体技术解决方案投入产业化应用。

2.2 难降解废水深度处理

公司难降解废水多相深度氧化技术已形成以上流式多相废水处理氧化塔（UHOFe）为核心设备的系列化难生物降解废水整体解决方案。

上流式多相废水处理氧化塔被国家科技部列为“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）”，主要用于难降解废水深度处理，其集芬顿处理技术、流化床技术、异相氧化技术和载体覆膜技术于一体。

截至2016年末，已获得相关专利8项，目前已有上百套上流式多相废水处理氧化塔及其整体技术解决方案投入产业化应用。

2.3 制浆造纸清洁漂白二氧化氯制备

在工业污水处理领域，污水产生量最大、污染负荷贡献大、处理难度大的是造纸行业的废水。在制浆造纸废水中，其中漂白废水的毒性最大。国家于2008年颁布的《制浆造纸工业水污染物排放标准》严格限制制浆造纸漂白过程有机卤化物（AOX）的排放量，

由此促进制浆造纸清洁生产应用市场加快释放。

公司是国内轻工行业污水处理领域的一线品牌，尤其在造纸行业污水处理领域，与国际最强的荷兰帕克公司媲美。国内大型造纸企业包括前十名中的七家造纸企业使用公司的污水处理技术。公司在该领域的市场占有率达到 40%。

公司于 2009 年掌握二氧化氯制备系统及相关技术，并开发出制浆造纸清洁漂白二氧化氯制备系统，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。2012 年 5 月，公司“纸浆漂白 BSC 型二氧化氯制备系统产业化”项目被国家科学技术部列为“2012 年度国家火炬计划立项项目”。公司作为主要完成单位的“大型还原法二氧化氯制备系统开发及其在纸浆无元素氯漂白中的应用”获“2015 年度广西科学技术进步奖一等奖”。截至 2016 年末，已获得相关专利 26 项。公司承建的二氧化氯制备系统已有 13 套建成，其中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 漂白生产线及当年国产产能最大的二氧化氯制备系统。

海外市场业务拓展取得突破。印尼是制浆造纸出口大国，对于清洁生产、环境污染治理有着较大需求，公司在印尼设立海外全资子公司，积极开拓海外市场。公司已向印尼 APP 金光集团提供了 3 套二氧化氯制备系统项目，其中 2015 年完成的印尼 APP 金光集团 35 吨/天综合法二氧化氯项目是目前国产设计的最大产能的二氧化氯装置，是我国第一套完全自主设计制造的纸浆漂白综合法装置，彻底打破了国外企业在该领域内的技术垄断。

2.4 造纸与发酵典型废水资源化

造纸和发酵典型废水具有废水量大、有机污染物浓度高等特点，是一种含有较大资源总量的废水。公司形成了针对造纸和发酵典型废水的资源化及超低排放处理技术体系，实现了废水生物质能（沼气）高效回收、再生水有效回用、污染物超低排放。该技术及设备已在国内外百余家造纸和发酵企业推广应用。该技术由公司董事长王双飞博士作为第一完成人、公司作为主要完成单位荣获 2016 年度国家科技进步二等奖。

2.5 农村生活污水处理

公司根据城镇、农村生活污水排放分散、水量和水质波动大、氮磷含量高等特点开发出厌氧-接触氧化除磷脱氮生物膜反应器（ACM 生物反应器），系统集厌氧、兼氧、好氧处理、高效沉淀为一体，在去除有机物的同时实现强化脱氮除磷，保证废水达标排放。

ACM 生物反应器具有占地面积小、投资低、处理效果好、能耗低、环境友好、沉淀效果好、污泥产量少、维护管理方便、处理模式灵活、耐冲击负荷能力强等特点。ACM 适用于规模为 100-2000m³/d 乡镇生活污水处理，该工艺入选广西住房和城乡建设厅“十三五”乡镇污水处理推荐工艺。

3.国内外布局土壤修复业务，发展潜力大

3.1 土壤修复方面主要优势

公司属于国内稀缺的土壤修复专业企业之一，业务涵盖矿山修复、污染场地修复、区域

流域性的综合治理等。在土壤修复业务领域拥有如下主要优势：

第一，核心技术储备：公司具备集前期场地调查、风险评估，中期系统技术研发、整体方案设计，后期设备系统集成、工程施工、项目管理等于一体的全方位服务产业链优势，形成矿山修复、场地修复、农田修复、流域治理的土壤修复系统，获得了相关领域专利 9 项。

第二，人才储备：公司在土壤修复领域拥有一批由博士、硕士为主的人才。

第三，综合服务优势：在承接项目方面，公司在土壤修复领域，同时具备咨询、环评、设计、研究开发、检测、场调风评、项目实施管理、投资等全产业链的综合服务能力。

3.2 “土十条”利好公司土壤修复业务

“土十条”出台后，我国土壤修复市场将逐步释放，公司的土壤修复业务迎来利好，具体体现在如下三点：

第一，“土十条”明确规定，2020 年底前需掌握重点行业企业用地中的污染地块分布及其环境风险情况，这意味着公司环境监测、场调风评的业务板块将大大扩展。

第二，“土十条”对农用地非常重视，确定在江西、湖北、湖南、广东、广西、四川、贵州、云南等省份污染耕地集中区域优先组织开展治理与修复，并明确指出继续在湖南长株潭地区开展重金属污染耕地修复及农作物种植结构调整试点。公司在农田修复领域已做了大量工作，尤其是在湖南地区建有农田修复示范基地，并在化学淋洗、植物修复、农耕调整及相应的设备改造等方面储备了丰富的经验。另外，广西河池是全国六个土壤修复示范区之一，公司作为当地企业区位优势凸显。

第三，“土十条”提出，要严防矿产资源开发污染土壤，全面整治历史遗留尾矿库。近年来，公司在重金属污染治理及土壤修复领域中，涉及到历史遗留尾矿库的治理方面，承接了大量的相关工程，储备了丰富的经验，有着相当的优势。

3.3 国内外布局，土壤修复业务有望快速增长

公司土壤修复板块形成了国内、国外的全方位布局。

国内布局方面，公司确立了南、北两条业务开拓主线，南方主线侧重于六个土壤污染防治先行区，包括广西河池、湖南常德、贵州铜仁、广东韶关、浙江台州和湖北黄石，同时兼顾云南、四川、重庆、江西等土壤修复重点省份；北方主线侧重于甘肃、陕西、山西、山东、辽宁等。

国外布局方面，通过收购加拿大瑞美达克土壤修复公司（RX 公司）100%股权，公司迈出了布局国外土壤修复市场的第一步。公司引入先进治理技术和丰富修复经验，增强土壤修复领域的竞争力。

3.4 土壤修复订单逐步拓展

2016 年，公司成功实施订单规模为 2 亿元的广西南宁化工厂搬迁地块土壤治理修复工程设计施工总承包项目，及订单规模为 0.4 亿元的河北盛华化工原厂址场地污染修复合同。

截至目前，公司土壤修复在手订单累计达到 2.33 亿元。未来公司受益巨大空间的土壤修复市场逐步释放，土壤修复业务有望快速增长。

4. PPP 订单规模持续增长，在手订单充裕

公司最初承接环保项目主要以 EP、EPC 模式为主，部分项目采用 BT 模式。2015 年以来，国家鼓励在环境保护等领域采用 PPP 模式，在此背景下，公司顺应环保领域发展趋势，凭借核心技术、市场资源以及广西本土环保龙头企业的地位优势，开拓 PPP 业务和第三方治理服务，推动公司向区域环境综合治理服务商发展。

表 1：公司 PPP 模式与其他业务模式比较

业务环节	PPP 项目	EP/EPC/BT 项目
设计	对外采购	对外采购或自行设计
采购	招标采购	比价或招标采购
建造	招标建造	主要由公司负责建造
施工	由中标主体负责现场施工	主要由公司负责现场施工
拥有	项目公司拥有特许经营权	对项目没有拥有及经营管理权
经营	特许经营期 30 年	
移交	特许运营期满后移交政府方	项目竣工验收后移交业主方

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

2016 年 PPP 业务市场的开拓、项目实施和运营均成效显著。2016 年公司新签订合同额 20.63 亿元，其中新签订 PPP 合同金额 10.31 亿元。截至目前，公司在手合同金额累计达到 34.21 亿元，是 2016 年营业收入的 4.13 倍，在手订单充足。其中，PPP 项目在手合同金额累计 20.95 亿元。

表 2：公司 PPP 订单汇总

时间	PPP 项目	项目投资金额（亿元）
2015 年 8 月	泗洪县东南片区区域供水工程 PPP 项目	3.07
2015 年 12 月	花垣县五龙冲水库集中供水工程 PPP 项目	1.91
2016 年 6 月	澄江县城镇供排水及垃圾收集处置 PPP 项目	3.95
2016 年 8 月	沙洋县乡镇污水处理厂 PPP 项目	1.10
2016 年 9 月	凤山县乡镇污水处理 PPP 项目	0.85
2016 年 11 月	宜州市七乡镇污水处理工程	1.15
2016 年 12 月	贺州市爱莲湖生态保护及基础设施建设 PPP 项目	2.82
2016 年 12 月	巍山县第二水厂及配套管网工程 PPP 项目	0.44
2017 年 2 月	临武县三十六湾、香花岭地区重金属污染综合治理工程——两江口至浸漕河段重金属治理项目（第二标段）	0.90
2017 年 3 月	花垣县环境综合治理 PPP 项目	2.36

2017年4月	古丈县城乡供排水一体化PPP项目	2.96
	合计：	21.51

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

公司 PPP 业务涵盖乡镇污水处理、市政供排水、水体生态修复、固废处置等多元领域，业务范围分布广西、江苏、湖南、云南及湖北，呈现由西南向中部地区延伸态势。公司业务涉及水处理、土壤修复、固废处置、烟气治理等多个领域，产业链相对全面，逐步形成区域环境综合治理服务商，也将形成拓展 PPP 项目的一个优势。未来 PPP 项目的成功实施有利于提升公司的盈利水平。

5.股权激励和定增彰显管理层对公司发展的信心

5.1 实施股权激励激发员工活力

2015 年公司以 20.86 元/股向高管、中层和核心技术骨干共 92 人授予 328.5 万股限制性股票，业绩考核要求是 2015-2017 年归属于上市公司股东的净利润分别达到 0.4 亿元、0.6 亿元、0.8 亿元及以上，三年复合增长率 37%。

解锁安排	绩效考核目标
第一次解锁	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；
第二次解锁	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；
第三次解锁	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。

5.2 大股东定增价具有一定安全垫作用

2016 年 9 月份，公司成功实施定增，向成都力鼎银科股权投资基金中心、银华基金管理公司、财通基金管理公司、鹏华资产管理（深圳）、西藏广博环保投资等 5 名发行对象发行 1519.34 万股，发行价格为 36.20 元/股，募集资金总额 5.5 亿元，用于泗洪县和花垣县两个 PPP 项目以及补充流动资金。公司实际控制人通过广博投资认购本次定增股份总数的 20%，约占目前总股本的 2.14%，锁定期为 36 个月。

6.盈利预测与投资建议

公司为广西地区环保龙头企业，具备高素质的管理团队和突出的研发实力，传统高浓度有机废水处理技术优势明显，在此基础上，积极布局市政供排水、黑臭水体、流域治理、土壤修复等多元领域，逐步形成区域环境综合治理服务商。

公司实施股权激励，激发员工积极性，大股东认购 20% 定增股份彰显其对公司未来发展的信心。公司市值小，处于快速成长阶段，在手订单充足，对未来业绩增长具有良好支撑。预计 2017 年、2018 年、2019 年 EPS 分别为 0.87 元、1.42 元、2.19 元，对应 PE 分

别为 44 倍、27 倍、18 倍，维持“谨慎推荐”的投资评级。

表 3：公司盈利预测简表

科目（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业总收入	828.97	1463.84	2335.18	3236.23
营业总成本	770.24	1332.08	2114.38	2890.03
营业成本	603.61	1064.14	1693.63	2342.74
营业税金及附加	10.33	16.10	23.35	32.36
销售费用	23.31	38.06	58.38	64.72
管理费用	85.16	139.06	221.84	291.26
财务费用	16.83	30.79	47.12	61.85
资产减值损失	30.99	43.92	70.06	97.09
其他经营收益	0.11	0.00	0.00	0.00
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.11	0.00	0.00	0.00
营业利润	58.84	131.76	220.80	346.21
加 营业外收入	11.54	10.00	10.00	10.00
减 营业外支出	0.56	0.00	0.00	0.00
利润总额	69.82	141.76	230.80	356.21
减 所得税	8.60	17.72	28.85	44.53
净利润	61.22	124.04	201.95	311.68
减 少数股东损益	-1.46	0.00	0.00	0.00
归母公司所有者的净利润	62.68	124.04	201.95	311.68
基本每股收益(元)	0.44	0.87	1.42	2.19

数据来源：Wind，东莞证券研究所

7.风险提示

项目进度低于预期风险。

市场竞争加剧导致毛利率下降风险。

项目回款风险。

表 4: 公司利润预测表

利润表:					现金流量表:				
科目(百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	科目(百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业总收入	828.97	1,463.84	2,335.18	3,236.23	净利润	61.22	124.04	201.95	311.68
营业成本	603.61	1,064.14	1,693.63	2,342.74	折旧与摊销	44.67	56.65	123.91	174.13
营业税金及附加	10.33	16.10	23.35	32.36	财务支出	18.16	30.79	47.12	61.85
销售费用	23.31	38.06	58.38	64.72	投资损失	-0.11	0.00	0.00	0.00
管理费用	85.16	139.06	221.84	291.26	净营运资本变动	-179.84	-514.29	-385.31	-396.55
财务费用	16.83	30.79	47.12	61.85	经营性现金流	-55.90	-302.80	-12.33	151.12
资产减值损失	30.99	43.92	70.06	97.09	资本支出	-371.01	-183.12	-165.99	-189.82
其他经营收益	0.11	0.00	0.00	0.00	其它投资	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	58.84	131.76	220.80	346.21	投资性现金流	-371.01	-183.12	-165.99	-189.82
利润总额	69.82	141.76	230.80	356.21	股权融资	553.50	-0.13	0.00	0.00
减 所得税	8.60	17.72	28.85	44.53	债券融资	747.35	248.76	245.72	81.85
净利润	61.22	124.04	201.95	311.68	股利分配及其它	-32.83	-42.58	-66.30	-91.46
减 少数股东损益	-1.46	0.00	0.00	0.00	筹资性现金流	1,268.02	206.06	179.42	-9.61
归母公司净利润	62.68	124.04	201.95	311.68	货币资金变动	841.10	-279.86	1.09	-48.32
资产负债表:					主要财务比率:				
科目(百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	科目(百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	517.80	237.93	239.03	190.71	成长能力 (YOY)				
应收账款	596.74	1,053.76	1,681.00	2,329.63	营业收入	64.26%	76.59%	59.52%	38.59%
预付账款	36.00	63.46	101.00	139.71	营业利润	40.91%	123.93%	67.57%	56.80%
存货	52.62	116.13	184.33	251.96	归母公司净利润	45.79%	97.90%	62.81%	54.34%
其它	104.35	176.30	271.92	370.80	盈利能力				
流动资产合计	1,307.51	1,647.58	2,477.28	3,282.81	销售毛利率	27.19%	27.30%	27.47%	27.61%
长期股权投资	8.09	8.09	8.09	8.09	销售净利率	7.56%	8.47%	8.65%	9.63%
固定资产合计	97.16	408.15	585.77	681.60	ROE	5.91%	10.57%	14.89%	19.03%
长期待摊费用	2.61	1.83	1.28	0.90	ROIC	8.59%	6.01%	9.41%	12.65%
其它	882.19	702.46	572.97	498.90	偿债能力				
非流动资产合计	990.06	1,120.53	1,168.11	1,189.49	资产负债率	54.45%	58.16%	63.21%	63.71%
资产总计	2,297.57	2,768.11	3,645.39	4,472.30	流动比率	1.33	1.33	1.36	1.40
短期借款	291.50	439.15	583.79	647.25	速动比率	1.28	1.24	1.26	1.29
应付账款	518.92	532.07	846.82	1,171.37	营运能力 (次)				
预收款项	29.83	52.58	83.69	115.76	资产周转率	0.50	0.58	0.73	0.80
其它	140.72	210.82	308.26	408.93	存货周转率	9.01	12.61	11.27	10.74
流动负债合计	980.96	1,234.62	1,822.56	2,343.31	应收账款周转率	1.70	1.77	1.71	1.61
长期借款	264.85	365.96	467.04	485.43	每股指标 (元)				
其它	-261.66	-95.88	-91.83	-3.65	每股收益	0.44	0.87	1.42	2.19
非流动负债合计	3.19	270.08	375.20	481.78	每股经营现金流	-39.27	-212.72	-8.66	106.16
负债合计	1,251.05	1,609.83	2,304.34	2,849.18	每股净资产	7.00	8.24	9.53	11.51
实收资本	142.48	142.35	142.35	142.35	每股股利	0.00	0.08	0.13	0.21
资本公积	674.37	674.37	674.37	674.37	估值指标 (倍)				
留存收益及其它	244.39	356.65	539.41	821.48	PE	87.14	44.03	27.05	17.52
所有者权益合计	1,061.23	1,173.36	1,356.13	1,638.20	PB	5.48	4.66	4.03	3.33
负债和权益总计	2,312.28	2,783.19	3,660.47	4,487.38	EV/EBITDA	36.52	20.99	11.96	8.13

数据来源: Wind, 东莞证券研究所

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上
风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100% 之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50% 之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20% 以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

分析师承诺：

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn