

博世科 (300422) 研究报告

2017年7月21日

上市以来最大单体项目落地，环境综合治理平台腾飞

买入（维持）

盈利预测及估值

	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	829	2,007	3,745	5,431
同比(+/-%)	64.3%	142.1%	86.7%	45.0%
净利润(百万元)	63	150	280	398
同比(+/-%)	45.8%	138.6%	86.9%	42.5%
毛利率(%)	27.2%	26.5%	26.4%	26.2%
净资产收益率(%)	6.3%	13.8%	22.3%	26.7%
每股收益(元)	0.18	0.42	0.78	1.12
PE	88.67	38.00	20.46	14.25
PB	5.70	5.23	4.53	3.81

数据来源：WIND 资讯，东吴证券研究所

事件：

公司公告，与广西北部湾、湖南博世科华亿组成联合体，预中标南宁市心圩江环境综合整治工程 PPP 项目，预中标金额为 26.32 亿。

投资要点：

- **上市以来最大单体项目落地，年内有望贡献部分业绩：**
 - 1) **项目概况：**项目总投资为 26.32 亿、年政府付费为 2.38 亿、税前全投资内部收益率为 5.23%、项目合作期为 22 年 10 个月（建设期不超过 34 个月），是公司自上市以来承接的最大单体项目。
 - 2) **注册资本：**根据 PPP 项目协议，建宁水务和联合体作为项目公司的初始股东，其中建宁水务认缴 2.51 亿，持股比例为 30%；联合体认缴 5.87 亿，持股比例为 70%，联合体中北部湾持股为 51%，公司和华亿持股比例分别为 18% 和 1%。
 - 3) **建设内容：**项目包括河道整治、河道补水、生态恢复、河道截污、污水处理厂、海绵城市、环境景观、信息监控等合计八个部分，最终建设目标是将心圩江打造成为一条具有防洪、生态、景观、文化等功能的健康河道。
 - 4) **2017 年有望贡献部分业绩：**根据 PPP 项目协议的产出要求和验收标准，公司需在**预中标公告发布之日起 2 个月内消除治理河道范围内黑臭河段长度（共 11km）的 40% 的黑臭水体，约 4.4km；在 2017 年 12 月 31 日前消除治理河道范围内的全部黑臭水体**，因此我们预计该项目从 2017 年期就有望贡献部分收入，增厚公司业绩。
- **顺应行业“点源-面源”治理趋势，环境综合治理平台腾飞可期：**
 - 1) **政策层面：**“十三五”环保生态规划相比“十二五”期间合计增加指标 19 个，其中包含空气质量 2 个、水环境质量 3 个、土壤环境质量 2 个、生态状况 5 个、区域

首席证券分析师袁理

执业资格证书号码：S0600511080001

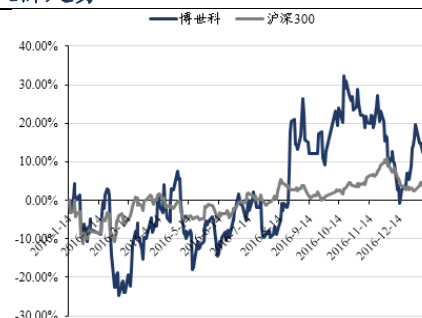
yuanl@dwzq.com.cn

021-60199782

研究助理：刘博

liub@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	15.96
一年最低价/最高价	11.98/20.48
市净率	5.64
流通 A 股市值(百万元)	2807

基础数据

每股净资产(元)(经分红除权调整)	2.83
资产负债率(%)	59.6
总股本(百万股)	356
流通 A 股(百万股)	176

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. 湖北新设子公司，后续 PPP 项目落地可期
2017 年 2 月 17 日
5. 环境综合治理平台雏形显现，更多综合治理类项目落地值得期待
2017 年 3 月 14 日
6. PPP 项目如期推进，更多综合治理项目落地值得期待
2017 年 3 月 24 日
7. PPP 项目再下一城，看好公司长期发展
2017 年 4 月 7 日
8. 预中标重金属废水治理项目，承接有色矿冶 & 湘江流域更多治理项目可期
2017 年 6 月 12 日
9. PPP 项目再下一城，全年业绩高增长无忧
2017 年 7 月 6 日

性污染物排放总量减少 3 个、生态保护修复 4 个，可见“十三五”期间面源治理指标数量提升。

2) **行业层面**：在 PPP 日趋规范和逐步推进的过程中，地方政府倾向于将原本小而散的环保项目打包成为规模较大、治理难度较高的环境综合治理类的 PPP 项目。

3) **公司层面**：因此在政策逐步由点源向面源调整、行业 PPP 项目日益综合化的形势下，公司顺应趋势，技术起家、沿产业链横向与纵向并行，一、横向上，在立足水处理传统业务的基础上，拓展土壤修复、固废处置和环境咨询业务领域；二、纵向上，立足于工业水处理技术和设备，逐步向市政水处理、黑臭河道治理、环境综合整治等水处理末端延伸，横向+纵向双轮驱动，打造环境综合治理平台。

4) **订单层面**：从 15 年千万级别订单居多、到 16 年单体项目金额超过 1 亿、到 17 年上半年 9.18 亿黑臭河道治理项目、再到此次 26 亿项目预中标，充分诠释公司步步为营、稳扎稳打的成长路径，目前在手未确认订单合计 69.09 亿（其中 PPP 项目 43.93 亿），伴随公司订单逐步进入集中释放期，公司“技术-项目-业绩”逻辑有望完美兑现，环境综合治理平台市值腾飞可期。

- **战略眼光独到，通过收购 RX 布局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 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。
- **盈利预测与估值**：我们看好公司未来的成长性：预计公司 2017-2019 年实现 EPS 0.42、0.78、1.12 元，对应 PE 38、20、14 倍，小市值（流通市值 28 亿）+高成长（股权激励要求 17 年业绩高增长），维持“买入”评级！
- **风险提示**：订单执行不及预期，回款风险。

图表 1：2017 年以来公司签订的部分项目情况

签订时间	项目名称	项目金额 (亿元)	备注
2017.2.21	临武县重金属污染综合治理工程项目	0.9	
2017.3.24	澄江县中水回用工程项目	0.65	
2017.4.11	北部湾表面处理中心项目投资合同	2	
2017.4.19	古丈县城乡供排水一体化 PPP 项目	2.96	合理利润率为 6.5%，折现率为 5%
2017.4.27	花垣县环境综合治理 PPP 项目	2.36	合理利润率为 6.5%，折现率为 5%
2017.6.9	常宁市水口山经济开发区重	3.05	

博世科 2017 年 7 月 21 日

	金属废水深度处理循环利用 扩建及管网建设工程（EPC） 项目		
2017.6.14	南宁市城市内河黑臭水体治 理工程 PPP 项目	9.18	全投资内部收益率 （税前）：5%
2017.7.3	株洲市攸县乡镇污水处理厂 及配套管网工程 PPP 项目	3.11	全投资内部收益率 （税后）：5.50%
2017.7.20	南宁市心圩江环境综合整治 工程 PPP 项目	26.32	全投资内部收益率 （税前）：5.23%
合计		50.53	

资料来源：公司公告、东吴证券研究所

图表 2 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	1877.9	3020.7	4199.6	营业收入	829.0	2006.7	3745.4	5430.8
现金	517.8	697.7	1291.6	1987.5	营业成本	603.6	1474.9	2756.6	4007.9
应收款项	700.4	899.8	1231.4	1502.8	营业税金及附加	10.3	30.5	56.9	82.5
存货	52.6	161.6	302.1	439.2	营业费用	23.3	86.9	182.0	266.7
其他	36.7	118.7	195.6	270.1	管理费用	85.2	217.9	408.2	602.7
非流动资产	990.1	1032.5	1110.1	1198.2	财务费用	16.8	20.6	14.9	6.7
长期股权投资	8.1	8.1	8.2	8.2	投资净收益	0.1	0.0	0.0	0.0
固定资产	721.5	747.1	808.3	880.6	其他	-31.0	-11.8	-11.3	-10.7
无形资产	94.9	111.7	128.0	143.8	营业利润	58.8	164.1	315.4	453.5
其他	165.5	165.5	165.5	165.5	营业外净收支	11.0	10.0	10.0	10.0
资产总计	2297.6	2910.3	4130.8	5397.8	利润总额	69.8	174.1	325.4	463.5
流动负债	981.0	1493.9	2536.3	3554.1	所得税费用	8.6	24.4	45.6	64.9
短期借款	292.5	300.0	300.0	300.0	少数股东损益	-1.5	0.1	0.3	0.4
应付账款	533.9	808.2	1510.5	2196.1	归属母公司净利润	62.7	149.6	279.5	398.2
其他	154.6	385.7	725.8	1058.0	EBIT	106.6	199.7	345.3	475.2
非流动负债	297.5	307.5	317.5	327.5	EBITDA	119.8	230.5	399.3	543.3
长期借款	264.9	264.9	264.9	264.9					
其他	32.7	42.7	52.7	62.7	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
负债总计	1278.5	1801.4	2853.9	3881.7	每股收益(元)	0.18	0.42	0.78	1.12
少数股东权益	21.9	22.0	22.2	22.4	每股净资产(元)	2.80	3.05	3.52	4.19
					发行在外股份(百万股)	142.5	356.2	356.2	356.2
归属母公司股东权益	997.1	1086.9	1254.6	1493.5	ROIC(%)	8.4%	12.8%	33.9%	94.4%
负债和股东权益总计	2297.6	2910.3	4130.8	5397.8	ROE(%)	6.3%	13.8%	22.3%	26.7%
					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(%)	12.9%	10.0%	9.2%	8.8%
经营活动现金流	-55.9	418.6	886.7	1046.9	销售净利率(%)	7.6%	7.5%	7.5%	7.3%
投资活动现金流	-371.0	-186.4	-181.0	-191.8	资产负债率(%)	55.6%	61.9%	69.1%	71.9%
筹资活动现金流	742.3	-52.3	-111.8	-159.3	收入增长率(%)	64.3%	142.1%	86.7%	45.0%
现金净增加额	315.5	179.9	593.9	695.9	净利润增长率(%)	45.8%	138.6%	86.9%	42.5%
企业自由现金流	-375.6	289.3	728.0	870.4					

数据来源: WIND 资讯, 东吴证券研究所 (股本变化是因为 5 月份权益分派已实施)

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>

