

分析师: 牟国洪

执业证书编号: S0730513030002

mough@ccnew.com 021-50588666-8039

研究助理: 唐俊男

tangjn@ccnew.com 021-50588666-8016

在手订单充裕, 水污染治理业务高速增长

——博世科(300422)中报点评

证券研究报告-中报点评

增持(首次)

市场数据(2017-08-29)

发布日期: 2017年08月30日

收盘价(元)	18.70
一年内最高/最低(元)	51.30/15.03
沪深300指数	3834.54
市净率(倍)	6.68
流通市值(亿元)	32.89

基础数据(2017-6-30)

每股净资产(元)	2.93
每股经营现金流(元)	-0.35
毛利率(%)	28.65
净资产收益率-摊薄(%)	5.07
资产负债率(%)	63.43
总股本/流通股(万股)	35606.89/17586.09
B股/H股(万股)	0/0

个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告

联系人: 李琳琳

电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

投资要点:

- **公司收入高速增长, 盈利增长超预期。** 17年上半年, 公司实现销售收入5.53亿元, 同比增长96.17%; 实现归母净利润0.53亿元, 同比增长156.09%。公司业绩增长的原因为PPP订单兑现, 结算收入增长。
- **水污染治理业务收入增长迅速, 预计17年全年高速增长。** 17年上半年, 公司水污染治理业务实现销售收入3.37亿元, 同比增长201.67%。增长的最主要原因为博白县镇级污水处理设施及陆川县北部片区村级污水处理项目确认收入, 预计17年全年水污染治理业务保持高速增长态势。
- **土壤修复业务增长不及预期, 预计下半年恢复增长。** 17年上半年, 公司土壤修复业务实现销售收入0.76亿元, 同比下降31.05%, 可能是土壤业务订单落地不及预期导致。上半年公司共获取2.13亿土壤修复订单。预计下半年土壤修复业务订单执行可能加快, 业务恢复性增长。
- **供水工程业务阶段性增长, 预计后续增长动力不足。** 国内的自来水供应市场已经饱和, 行业增长空间不大。17年上半年, 公司供水工程实现销售收入0.84亿元, 同比增长88.89%, 主要系花垣县五龙冲水库集中供水工程项目结算所致, 预计后续收入可能增长放缓。
- **期间费用率下行体现规模效应, 预计全年小幅回落。** 17年上半年, 公司三费合计支出7708万元, 同比增长47.72%。公司财务费用增长较快系资金需求增加。预计全年财务费用持续增长, 期间费用率下行。
- **首次给予公司“增持”投资评级。** 暂不考虑增发摊薄影响, 预计公司2017、18年EPS分别为0.40、0.69元。按照8月29日18.7元/股收盘价计算, 对应PE为46.9和27.2倍, 公司估值水平相对于行业偏高。考虑公司技术特色, 较强的拿单能力, 较高的订单收入比, 以及丰富的项目建设、运营经验, 首次给予公司“增持”投资评级。
- **风险提示:** 毛利率下降; 融资成本增加; PPP实施进度不及预期风险。

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	504.7	829.0	1,703.3	2,820.6	3,880.6
增长比率	80.0%	64.3%	105.5%	65.6%	37.6%
净利润(百万元)	43.0	62.7	142.0	245.1	350.7
增长比率	37.5%	45.8%	126.5%	72.6%	43.1%
每股收益(元)	0.12	0.18	0.40	0.69	0.98
市盈率(倍)	154.9	106.2	46.9	27.2	19.0

资料来源: 贝格数据, 中原证券

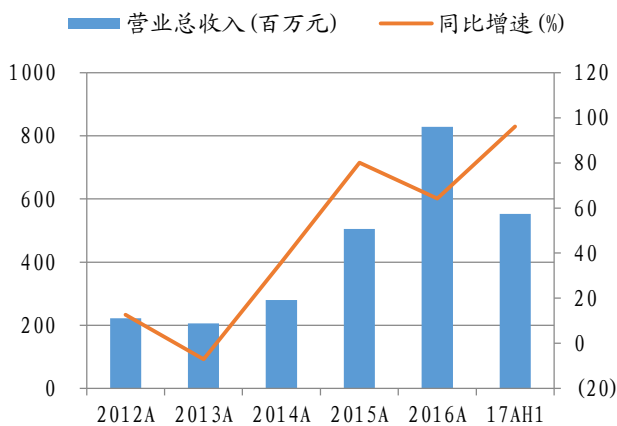
1. 事件

2017年8月28日，公司公布2017年半年度报告：上半年公司实现营业收入5.53亿元，同比增长96.17%；营业利润0.59亿元，同比增长232.92%；归母净利润0.53亿元，同比增长156.05%；基本每股收益0.15元，同比增长131.38%。

2. 点评

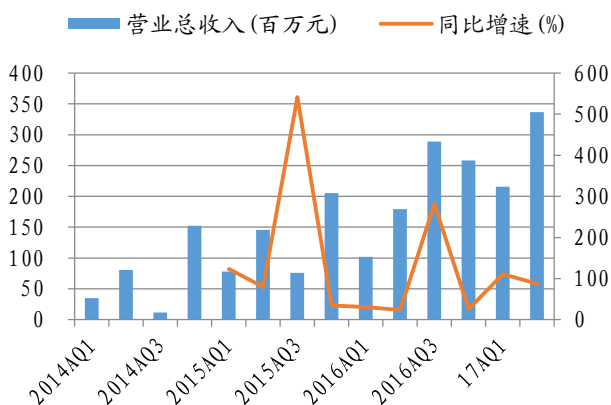
公司收入高速增长，盈利增长超预期。17年上半年，公司实现销售收入5.53亿元，同比增长96.17%；实现归母净利润0.53亿元，同比增长156.09%。单季度显示：第二季度营收、净利润分别为3.37亿元、0.37亿元，均创上市以来新高。公司业绩大幅增长的直接原因为前期中标的大量PPP订单兑现，结算收入增长。分业务来看，水污染治理业务构成核心增长动力，供水工程、专业技术服务及其他业务构成业绩重要增长点。

图 1：2012-17 年公司营业总收入及增速



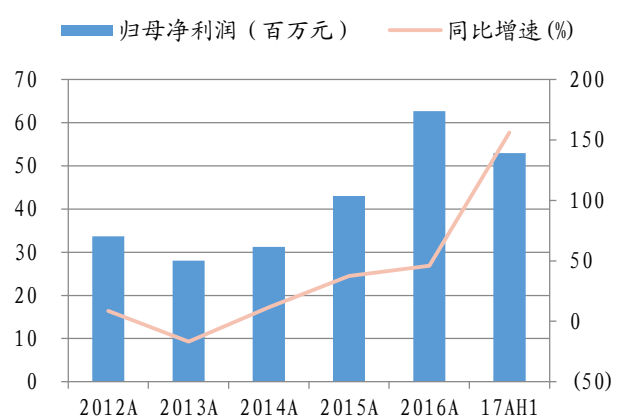
资料来源：Wind，中原证券

图 3：2014-17 公司季度营业总收入及增速



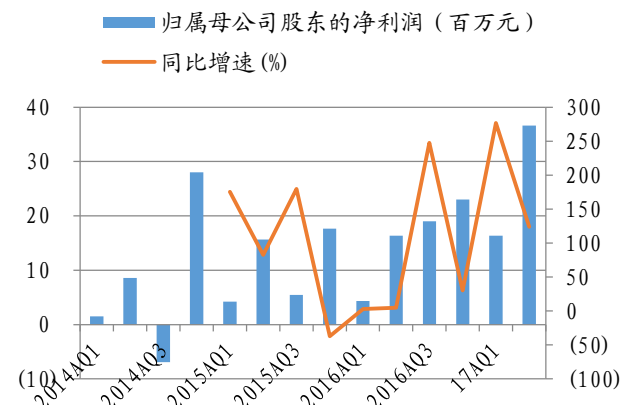
资料来源：Wind，中原证券

图 2：2012-17 年公司净利润及增速



资料来源：Wind，中原证券

图 4：2014-17 公司季度营业总收入及增速



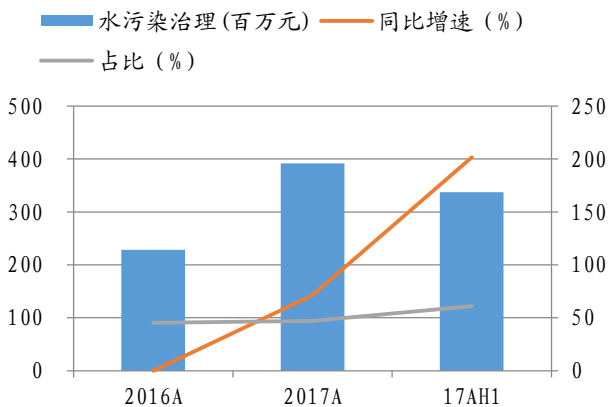
资料来源：Wind，中原证券

受益于水污染治理 PPP 订单落地，水污染治理业务收入增长迅速，预计 17 年全年高速增长。水污染治理业务作为公司的核心业务，包括传统市政污水处理、工业污水处理及水体修复等。17 年上半年，水污染治理业务实现销售收入 3.37 亿元，同比增长 201.67%，增长的最主

要原因为博白县镇级污水处理设施及陆川县北部片区村级污水处理项目确认收入。17 年作为“水十条”、“城市黑臭水体治理指南”的关键政策节点，出于政绩考核的压力，水环境治理/流域治理相关的 PPP 订单将会加速释放和落地。公司拥有上流式多级处理厌氧反应器(UMAR)、上流式多相废水处理氧化塔(UHOFe)、厌氧-接触氧化除磷脱氮生物膜反应器(ACM 生物反应器)等核心污水处理设备、丰富的项目实施经验，在项目获取上具备较强竞争力。16 年、17 年上半年，公司分别新签订水污染治理合同金额 12.60 亿、19.89 亿元，公司获取订单速度加快，预计 17 年全年公司的水污染治理业务继续保持高速增长态势。

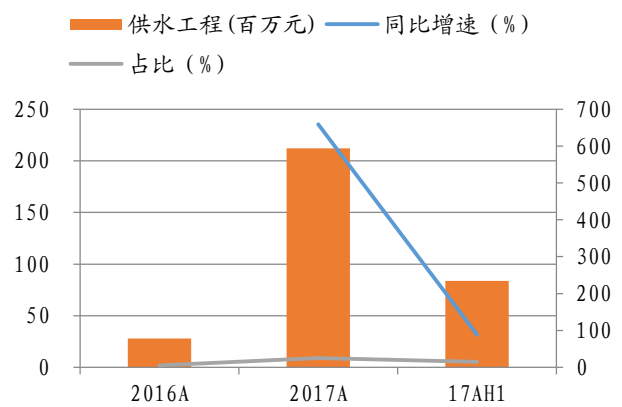
供水工程业务阶段性增长，预计后续增长动力不足。国内的自来水供应市场已经饱和，行业增长空间不大。17 年上半年，公司供水工程实现销售收入 0.84 亿元，同比增长 88.89%，主要系花垣县五龙冲水库集中供水工程项目结算所致。而 17 年上半年，公司新签订市政供水工程订单 1.33 亿元，订单获取速度有放缓迹象，预计后续收入可能增长放缓。

图 5: 2016-17 年公司水污染治理营收增速及占比



资料来源: Wind, 中原证券

图 6: 2016-17 年公司供水工程营收增速及占比

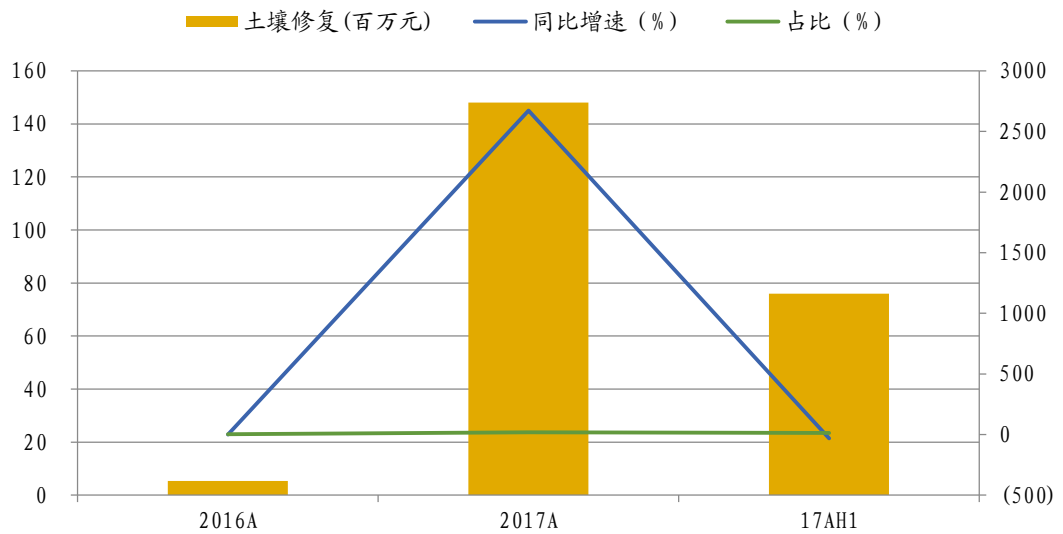


资料来源: Wind, 中原证券

土壤修复业务增长不及预期，17 年下半年有望恢复增长。“土十条”的土壤修复目标存在近十万亿的市场空间，前景较为广阔。17 年上半年，公司收购加拿大瑞美达克土壤修复服务公司 100% 股权，引进其在环保修复、工业垃圾处理、热解吸收系统方面的业务、技术，有望增强公司的技术储备、业务能力。

公司土壤修复业务实现销售收入 0.76 亿元，同比下降 31.05%。业绩下降的原因可能为土壤业务订单落地不及预期。17 年上半年公司共获取 2.13 亿土壤修复订单，已经接近去年全年 2.41 亿元的订单量。预计下半年土壤修复业务订单执行可能加快，业务恢复性增长。

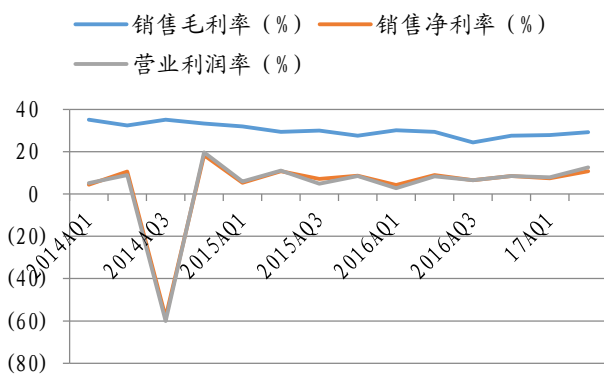
图 7：2016-17 年公司土壤修复业务营收增速及占比



资料来源：Wind，中原证券

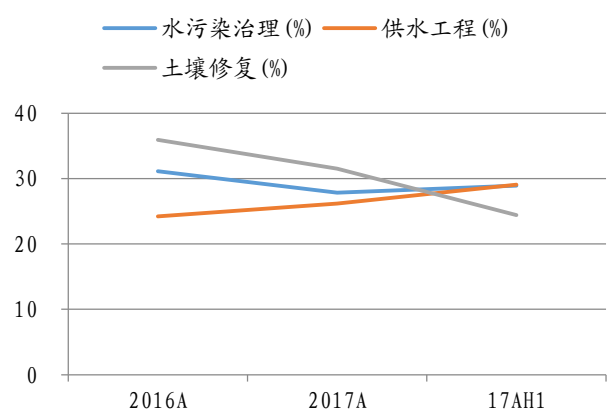
行业竞争趋于激烈，毛利率小幅下滑，预计全年小幅下降。17 年上半年，公司毛利率 28.65%，同比回落 1 个百分点。水污染治理、供水工程、土壤修复业务毛利率分别为 28.94%、29.07%、24.41%，同比变化-0.11、2.66、-7.59 个百分点。近三年来，公司毛利率呈现下滑趋势，主要原因在于：环保行业景气度提升吸引传统建筑央企、国企以及其他行业的公司跨界参与，行业竞争加剧。而流域治理、水污染治理涉及工程施工较多，竞争壁垒不高，因此毛利率下降。预计 17 年全年毛利率小幅度下降。

图 8：2014-17 年公司单季度盈利能力



资料来源：Wind，中原证券

图 9：2016-17 年公司各项业务毛利率

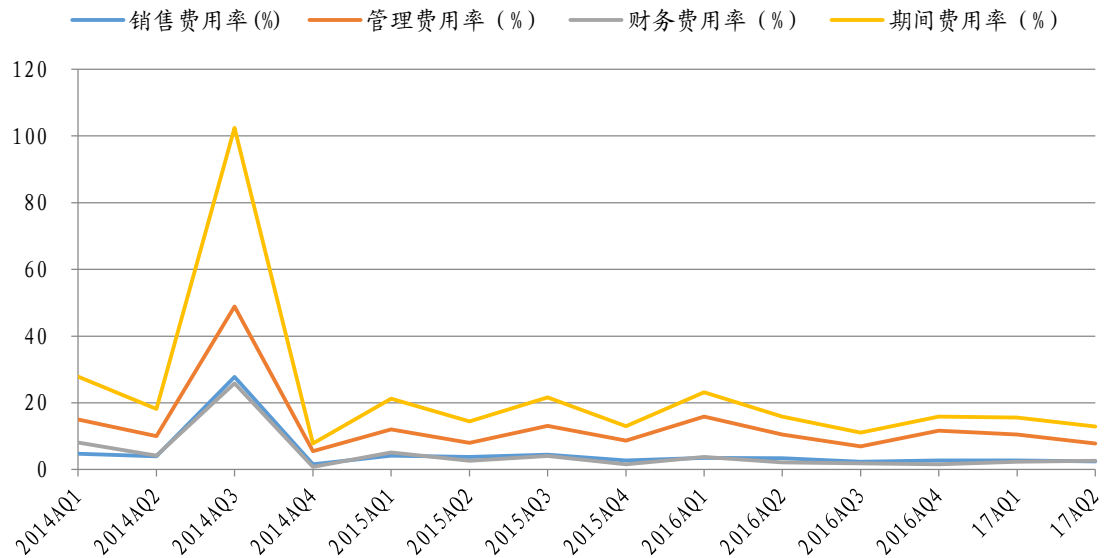


资料来源：Wind，中原证券

期间费用率下行体现规模效应，预计全年小幅回落。17 年上半年，公司三费合计支出 7708 万元，同比增长 47.72%，对应三项费用率为 13.95%，同比回落 4.58 个百分点。具体至单项费用：管理费用为 4911 万元，同比上升 40.35%；销售费用 1411 万元，同比增长 47.35%；财务费用 1385 万元，同比增加 82.05%，财务费用增长较快因为随着公司水污染治理项目的落地，资金需求较大幅度增加。截止 6 月 30 日，公司短期借款余额 4.11 亿元，比期初增加 40.92%；长期借款余额 5.78 亿元，同比增长 118.18%。预计全年财务费用持续增长，期间费用率持续

下行。

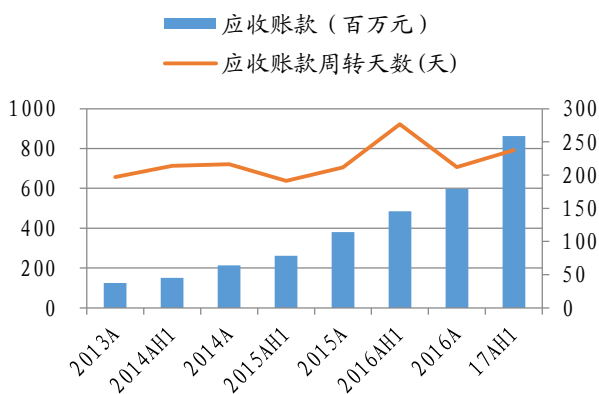
图 10: 2014-17 年公司单季度三项费用率



资料来源: Wind, 中原证券

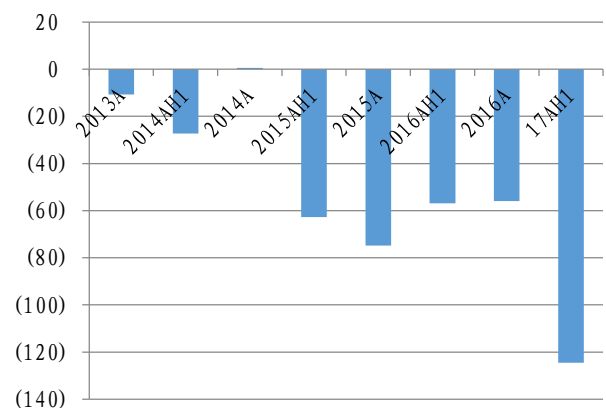
资金压力较大, 预计全年持续紧张。截止到 17 年 6 月 30 日, 公司账上应收账款余额 8.63 亿元, 同比增长 44.66%, 主要为工程结算量增加所致; 17 年上半年, 公司经营性净现金流量为 -1.25 亿元。2012-17 年, 公司经营性净现金流分别为: -28.34、-10.71、0.59、-74.89、-55.90、-124.53 百万元, 随着公司订单执行逐步增多, 后期资金压力增大, 预计公司经营性净现金流全年难以改观。

图 11: 2013-17 年公司应收账款余额及周转天数



资料来源: Wind, 中原证券

图 12: 2013-17 年公司经营性净现金流



资料来源: Wind, 中原证券

拿单能力强, 在手订单充裕, 预计后续业绩兑现力度大。在水环境综合治理订单加速释放及订单趋于向央企、国企集中的背景下, 公司 17 年上半年订单大幅度增加: 新增合同金额 24.46 元, 其中水污染治理订单 18.89 亿元、市政供水工程 1.33 亿元、土壤修复 2.13 亿元、相关技术服务 0.72 亿元。上半年订单量已经超过去年全年, 截至 8 月 28 日, 在手合同累计金额 97.55 亿元 (含预中标、中标、参股 PPP)。充足的订单储备为公司业绩兑现奠定基础。

表 1: 2016-17 新增订单情况

	2016A	2017AQ1	2017AH1
水污染治理订单金额 (亿元)	12.6	5.55	19.89
供水工程订单金额 (亿元)	3.63		1.33
土壤修复订单金额 (亿元)	2.41	1.36	2.13
相关技术服务订单金额 (亿元)	0.3506	0.1576	0.7156
合计 (亿元)	18.9906	7.0676	24.0656

资料来源: 公司公告, 中原证券

3. 盈利预测及投资建议

暂不考虑增发摊薄影响, 预计公司 2017、18 年 EPS 分别为 0.40、0.69 元。按照 8 月 29 日 18.7 元/股收盘价计算, 对应 PE 为 46.9 和 27.2 倍, 公司估值水平相对于行业偏高。公司技术特色比较明显, 作为广西省地方环保企业, 正在从西南地区向中部地区扩张。考虑公司较强的拿单能力, 较高的订单收入比, 及丰富的项目运营经验, 首次给予公司“增持”投资评级。

4. 风险提示

- 1) 落地项目增多, 资金紧张;
- 2) 行业竞争激烈, 毛利率下降;
- 3) 利率上升, 融资成本增加;
- 4) 实施进度不及预期风险。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	财务指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	504.7	829.0	1,703.3	2,820.6	3,880.6	成长性					
减: 营业成本	357.8	603.6	1,227.2	2,034.5	2,799.9	营业收入增长率	80.0%	64.3%	105.5%	65.6%	37.6%
营业税费	7.6	10.3	25.4	39.9	53.7	营业利润增长率	30.6%	40.9%	172.8%	72.1%	42.6%
销售费用	17.7	23.3	47.9	79.3	109.0	净利润增长率	37.5%	45.8%	126.5%	72.6%	43.1%
管理费用	48.9	85.2	168.9	280.9	390.0	EBITDA 增长率	31.7%	39.3%	200.7%	68.8%	35.2%
财务费用	14.1	16.8	42.4	78.9	102.9	EBIT 增长率	31.7%	35.4%	168.2%	75.0%	40.0%
资产减值损失	16.7	31.0	31.0	31.0	31.0	NOPLAT 增长率	25.9%	37.6%	168.2%	75.0%	40.0%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	83.5%	98.1%	95.4%	28.5%	7.5%
投资和汇兑收益	-0.1	0.1	-	-	-	净资产增长率	80.5%	176.1%	16.3%	17.4%	21.3%
营业利润	41.8	58.8	160.5	276.3	394.1	利润率					
加: 营业外净收支	8.0	11.0	-	-	-	毛利率	29.1%	27.2%	28.0%	27.9%	27.9%
利润总额	49.7	69.8	160.5	276.3	394.1	营业利润率	8.3%	7.1%	9.4%	9.8%	10.2%
减: 所得税	6.8	8.6	19.8	34.0	48.6	净利润率	8.5%	7.6%	8.3%	8.7%	9.0%
净利润	43.0	62.7	142.0	245.1	350.7	EBITDA/营业收入	12.6%	10.7%	15.7%	16.0%	15.7%
资产负债表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EBIT/营业收入	11.1%	9.1%	11.9%	12.6%	12.8%
货币资金	171.2	517.8	755.1	1,250.4	1,720.3	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	38	36	60	72	62
应收帐款	429.2	687.7	1,951.5	3,074.6	3,840.3	流动营业资本周转天数	145	71	111	152	144
应收票据	19.0	12.7	52.5	55.5	93.0	流动资产周转天数	435	448	464	500	509
预付帐款	24.0	36.0	86.0	116.2	162.0	应收帐款周转天数	234	243	279	321	321
存货	81.4	52.6	219.9	231.9	389.8	存货周转天数	49	29	29	29	29
其他流动资产	30.3	0.7	20.1	17.0	12.6	总资产周转天数	584	725	687	645	612
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	248	292	279	254	216
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	8.0	8.1	8.1	8.1	8.1	ROE	11.6%	6.3%	12.2%	17.9%	21.0%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	4.1%	2.7%	3.3%	4.1%	4.7%
固定资产	70.5	97.2	474.7	653.5	692.3	ROIC	19.6%	14.7%	19.9%	17.8%	19.4%
在建工程	132.1	624.3	435.2	266.8	143.3	费用率					
无形资产	39.6	94.9	115.9	130.1	130.6	销售费用率	3.5%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%
其他非流动资产	36.8	165.5	83.7	94.9	113.1	管理费用率	9.7%	10.3%	9.9%	10.0%	10.0%
资产总额	1,042.0	2,297.6	4,202.6	5,899.0	7,305.4	财务费用率	2.8%	2.0%	2.5%	2.8%	2.7%
短期债务	319.0	291.5	624.6	740.0	892.0	三费/营业收入	16.0%	15.1%	15.2%	15.6%	15.5%
应付帐款	261.4	565.7	1,188.1	1,845.0	2,510.6	偿债能力					
应付票据	20.1	14.9	56.2	61.8	100.6	资产负债率	64.6%	55.6%	70.3%	75.5%	76.2%
其他流动负债	45.8	108.8	115.9	146.9	197.3	负债权益比	182.3%	125.5%	236.7%	308.9%	320.4%
长期借款	-	264.9	793.6	1,472.9	1,675.6	流动比率	1.17	1.33	1.55	1.70	1.68
其他非流动负债	26.7	32.7	25.7	28.4	28.9	速动比率	1.04	1.28	1.44	1.62	1.57
负债总额	672.9	1,278.5	2,804.1	4,294.9	5,404.9	利息保障倍数	3.96	4.50	4.79	4.50	4.83
少数股东权益	-0.1	21.9	22.6	19.7	14.6	分红指标					
股本	127.3	142.5	356.2	356.2	356.2	DPS(元)	0.02	0.02	0.05	0.10	0.14
留存收益	310.4	896.8	806.0	1,014.4	1,315.9	分红比率	17.8%	13.7%	13.4%	15.0%	14.0%
股东权益	369.1	1,019.1	1,184.8	1,390.4	1,686.8	股息收益率	0.1%	0.1%	0.3%	0.6%	0.7%
现金流量表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	业绩和估值指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	42.9	61.2	142.0	245.1	350.7	EPS(元)	0.12	0.18	0.40	0.69	0.98
加: 折旧和摊销	8.0	13.6	64.3	96.0	112.8	BVPS(元)	1.04	2.80	3.26	3.85	4.69
资产减值准备	16.7	31.0	-	-	-	PE(X)	154.9	106.2	46.9	27.2	19.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	18.0	6.7	5.7	4.9	4.0
财务费用	14.2	18.2	42.4	78.9	102.9	P/FCF	-107.2	-47.2	-106.6	12.3	12.4
投资收益	0.1	-0.1	-	-	-	P/S	13.2	8.0	3.9	2.4	1.7
少数股东损益	-0.1	-1.5	-1.3	-2.8	-5.1	EV/EBITDA	38.6	28.8	27.1	16.7	12.1
营运资金的变动	-128.9	-238.4	-774.5	-483.7	-269.9	CAGR(%)	78.1%	78.0%	65.1%	78.1%	78.0%
经营活动产生现金流量	-74.9	-55.9	-527.0	-66.7	291.4	PEG	2.0	1.4	0.7	0.3	0.2
投资活动产生现金流量	-132.3	-371.0	-293.2	-117.3	-24.2	ROIC/WACC	2.1	1.6	2.1	1.9	2.1
融资活动产生现金流量	278.6	742.3	1,057.5	679.3	202.7	REP	2.6	1.8	2.0	1.8	1.5

资料来源: 贝格数据, 中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

分析师声明：

本报告署名分析师声明：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明：

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。

证券研究报告属于专业性报告，请在投资顾问指导下谨慎使用。投资者应当充分了解证券证券投资的高风险性，独立做出投资决定并自行承担投资风险。

本报告由中原证券股份有限公司制作，本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称中原证券）所有，未经中原证券书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。

获得中原证券书面授权的刊载、转发、引用，需要注明报告的出处为“中原证券股份有限公司”，且不得对刊载、转发的报告进行任何有悖原意的删节和修改，引用报告内容不得断章取义有悖原意。

本公司授权刊载转发机构名单在公司网站www.ccnew.com披露。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载信息、建议及推测不一致的报告，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

报告观点、结论和建议仅供投资者参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

特别声明：

在法律许可的情况下，本公司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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。