

博世科 (300422.SZ) : “水土共治”+核心技术支撑业绩高增长 ——调研简报

2017年9月14日

分析师

崔国涛

执业证书编号: S1380513070003

联系电话: 010-88300848

邮箱: cuiguotao@gkzq.com.cn

研究助理

梁晨

执业证书编号: S1380112050001

联系电话: 010-88300853

邮箱: liangchen@gkzq.com.cn

公司评级

当前价格(元): 19.23

本次评级: 尚未覆盖, 未评级

公司基本数据

总股本(百万股): 35606.89

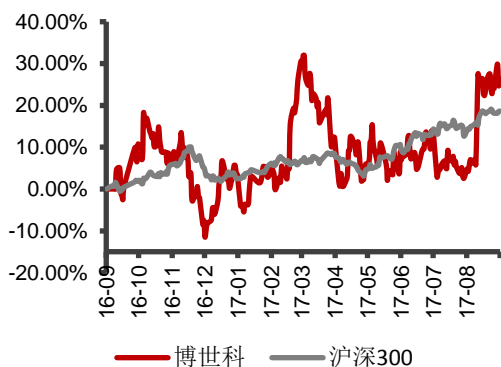
流通股本(百万股): 17586.09

流通A股市值(亿元): 33.82

每股净资产(元): 2.93

资产负债率(%): 63.43

博世科与沪深300走势比较



内容提要:

- **“水土共治”+前瞻性布局为公司弯道超车提供基础。**在城市污水处理市场接近饱和的阶段,公司2015年率先进军乡镇污水处理领域,抢占市场先机。土壤方面,公司拥有大量示范项目,如大湖和南化项目,此外,通过收购加拿大PX公司,提前布局油田修复和地下水修复市场。公司战略布局清晰,凭借核心技术深耕乡镇污水处理和土壤修复业务,实现“水土共治”目标,同时超前布局市场空间较大的修复和水环境业务,未来有望通过前瞻性布局实现弯道超车。
- **核心技术和自主研发能力支撑公司可持续发展。**公司以技术见长,具备多项自主研发的核心技术,其中,ACM生物反应器是公司切入乡镇水务业务的重要技术之一。乡镇、农村生活污水排放具有分散、水量小、水质波动大、氮磷含量高等特点。公司根据这些特点,自主研发了ACM生物反应器,此设备具备占地面积小、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。核心技术和设备研发将有力支撑公司进一步开拓市场,为公司的可持续发展提供源源不断的动力。
- **大型订单增多,支撑业绩持续增长。**2017年上半年,公司新签订合同额24.46亿元(含中标项目),其中,新签订水污染治理合同金额19.89亿元,市政供水工程类合同金额1.33亿元,土壤修复合同金额2.13亿元,相关技术服务合同金额7,155.55万元等。公司PPP项目在手合同额累计达到83.95亿元(含已中标、预中标、参股PPP项目等),已中标或已签订的PPP合同额累计达到35.53亿元,其中大型订单明显增加,包括9.18亿黑臭水体治理,与大型央企联合中标的心圩江和澄江项目。公司订单充足且质量逐步提高,项目体量持续增长,业务版图呈现由西南向中部、北部地区延伸态势,PPP项目建设期基本在1-2年,公司业绩有望迎来高增长期。
- **风险提示。**业务拓展速度不及预期,乡镇污水市场竞争加剧后毛利率降低风险,新兴市场政策风险,国内外二级市场系统性风险。

博世科是广西一家拥有核心技术的小市值综合环境服务提供商，未来有望通过内生外延增长成为百亿市值企业。近期我们对公司进行了调研，整理纪要如下供投资者参考。

1、公司基本情况

1.1 公司主营业务

公司主营业务为乡镇水务、土壤修复、水环境综合治理，业务范围覆盖环评、检测、咨询设计、研究开发、设备制造、工程建设、设施运营、投融资一体化等环保全产业链服务体系。

1.2 公司经营情况

2017年上半年公司实现营业收入5.52亿元，同比增长96.17%；归母净利润5297万元，同比增长156%，略超预期。业绩增长的主要原因系公司订单充足，各项目相继进入落地期，收入规模扩大所致。

公司最早做工业废水起家，2015年上市后开始转型，抓住PPP大机遇，切入到乡镇水务、黑臭水体治理、河道治理等领域。今年开始，公司基本面发生较大变化，订单规模也从1000万逐步提升到20多亿，竞争对手变成葛洲坝、北控等大央企。随着乡镇水务市场的进一步释放，公司有望迎来业绩高速增长期。

2、投资观点及盈利预测

2.1 “水土共治”+前瞻性布局为公司弯道超车提供基础

在城市污水处理市场接近饱和的阶段，公司2015年率先进军乡镇污水处理领域，抢占市场先机。土壤方面，公司拥有大量示范项目，如大湖和南化项目，此外，通过收购加拿大PX公司，提前布局油田修复和地下水修复市场。公司战略布局清晰，凭借核心技术深耕乡镇污水处理和土壤修复业务，实现“水土共治”目标，同时超前布局市场空间较大的修复和水环境业务，未来有望通过前瞻性布局实现弯道超车。

2.2 核心技术和自主研发能力支撑公司可持续发展

公司以技术见长，具备多项自主研发的核心技术，主要核心技术设备或系统包括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）、BSC型二氧化氯制备系统、厌氧-接触氧化除磷脱氮生物膜反应器（ACM生物反应器）及土壤修复相关治理技术及修复系统等。其中，ACM生物反应器是公司切入乡镇水务业务的重要技术之一。乡镇、农村生活污水排放具有分散、水量小、水质波动大、氮磷含量高等特点，公司根据这些特点，自主研发了ACM生物反应器，此设备具备占地面积小、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。核心技术和设备研发将有力支撑公司进一步开拓市场，为公司的可持续发展提供源源不断的动力。

2.3 大型订单增多，支撑业绩持续增长

2017年上半年，公司新签订合同额24.46亿元（含中标项目），其中，新签订水污染治理合同金额19.89亿元，市政供水工程类合同金额1.33亿元，土壤修复合同金额2.13亿元，相关技术服务合同金额7,155.55万元等。公司PPP项目在手合同额累计达到83.95亿元（含已中标、预中标、参股PPP项目等），已中标或已签订的PPP合同额累计达到35.53亿元，其中大型订单明显增加，包括9.18亿黑臭水体治理，与大型央企联合中标的心圩江和澄江项目。公司订单充足且质量逐步提高，项目体量持续增长，业务版图呈现由西南向中部、北部地区延伸态势，PPP项目建设期基本在1-2年，公司业绩有望迎来高增长期。

表1：公司2015年至今主要财务指标及盈利预测（WIND一致预期）

	2018E	2017E	2016A	2015A
营业收入(百万元)	2866.20	1658.10	828.97	504.67
(+/-)%	72.86	100.02	64.26	80.04
归属于母公司的净利润(百万元)	269.63	151.04	62.68	42.99
(+/-)%	78.52	140.97	45.79	37.52
每股收益(元)	0.76	0.42	0.49	0.35
市盈率(倍)	25.40	45.33	101.17	107.46

资料来源：WIND，国开证券研究部

注：表中2015、2016年估值指标以当年最后一个交易日收盘价进行计算，2017年预测值则以2017年9月13日收盘价进行计算。此外，2017年5月公司实施权益分派，每10股转增15股，派0.60元。

3、调研问答环节

3.1 博世科连续几年呈现快速增长的势头，未来几年公司业绩会来自哪些板块的贡献？哪些板块是公司发展的重点？

公司拥有核心技术、研发优势、资质优势的业务板块都会做。首先，公司会继续稳固传统优势的领域如工业污水处理、清洁生产等；其次，未来几年会加大力度发展如市政、给排水、乡镇污水处理、安全供水、土壤修复、流域治理和黑臭水体治理等领域。新兴板块如县级以下环境综合处理、黑臭水体治理、流域治理、土壤修复等是公司重点跟踪的板块，这些也是公司具有夯实的基础、先进核心的技术、优质的业务和较好完成能力的板块。而传统的工业污水处理、清洁生产是公司具有领先优势的板块，不仅如此，公司在该领域保持持续研发创新的能力，新建3000多平方米的技术中心实验室为研发提供源源不断的动力支持。

3.2 自2017年一季度以来，公司的业务订单呈现井喷态势，为什么公司能够拿到如此多的订单？公司能够在众多环保类上市公司中脱颖而出，除了技术上的优势，在团队建设和区域定位上是否有自己的独特之处？公司未来的市场布局是如何考量的？

公司的订单签订数额从最初的几千万、上亿至目前的几十亿，这一过程是公司在发展中一步一个脚印的必然结果。首先，公司从小订单中积累了技术优势和项目经验，然后逐步推广到大订单中；其次，做工业污水的技术含量更高，从工业污水领域转到市政领域的技术难度较小；最后，至三年前起公司已经提前布局黑臭水体治理业务，包括基础调研、突发应急处理等。公司把服务精神贯彻至项目的始终，获得了政府方的认可和信任。有了技术积累和业绩支持，公司的订单逐渐增多。

3.3 公司订单承接数量增多，是否面临资金压力？有哪些方式填补资金的缺口？

环保行业的资金缺口是每个公司都具有的，是该行业的特性。公司通过各种渠道积极筹措资金。在2017年6月公司已经拿到了发行公司债的证监会批文；其次，公司拥有其他更灵活的资金获取途径，并且与银行保

持了良好的合作关系等。目前公司承接的几个大项目都是与大型央企国企组成联合体共同开展，公司主要提供技术、设备支持和工程建造，融资压力被分散消化。

3.4 公司目前的订单总额、新增总额，PPP项目的金额有多少？

截至2017年半年度披露日，公司在手合同额累计达到97.55亿元（含已中标、预中标、参股PPP项目等），已中标或已签订的合同额累计达到49.13亿元，其中PPP项目在手合同额累计达到83.95亿元（含已中标、预中标、参股PPP项目等），已中标或已签订的PPP合同额累计达到35.53亿元。

3.5 公司开展的环评业务，对后续项目的引流是否落地？具体体现在哪一方面？

博世科的一大特色是全产业链，公司在收购了广西环境保护科学研究院的环评业务之后，产业链变得更齐全。环评的特点是站在全产业链的最前端，在内部有协同作用，能够第一时间获得项目信息，更早了解跟踪项目进展。战略布局上环评先行。目前公司的环评布局发展进度很快，在国内十几个省拥有自己的分支机构，且对博世科后期的项目跟踪十分有效，能够提升公司的竞争能力。

3.6 公司倾向集中式污水处理还是分散式？未来有发展的领域是什么？

基于行业发展情况，公司更倾向于县域以下的，即乡镇和农村分散式污水处理，未来3年公司可能会有重大突破，但同时公司也会争取8-10万吨的项目。公司清楚未来5-10年哪些行业会兴起，并会提前储备相关技术，目前来看，安全供水和地下水修复会是未来发展不错的领域。

3.7 公司的核心技术是ACM生物反应器（厌氧-接触氧化除磷脱氮生物膜反应器），在其他业务板块公司是否掌握核心技术？目前正在研发的技术有哪些？

公司在每一个业务领域都拥有自己一个或多个核心技术，即只在擅长的领域发挥最大效能。同时公司成立了多个事业部，从研发到设备加工到

后期运营都有一系列的团队负责。工业治污、城乡环境、固废治理、新能源、环境服务业五大板块都有自己的团队，即为了保证公司拥有持续的创新研发能力。例如，针对有机物污染土壤，完成土壤热脱附设备在项目现场开展的工艺参数优化，并引进瑞美达克油泥热脱附处理技术，进一步拓宽热脱附修复技术应用范围；完成微生物中试实验，工艺参数得到有效优化，开展微生物菌剂在石油污染土壤小试工作，进一步拓展微生物修复核心技术的应用领域等。

图 1：博世科南宁水生态修复示范工程（治理前水质为地表水劣五类）



资料来源：国开证券研究部

图 2：博世科南宁水生态修复示范工程（治理后水质为地表水三类）



资料来源：国开证券研究部

3.8 公司土壤修复现状、布局？

土壤修复方面，公司从09年就开始储备技术和做项目，重金属和化工厂项目是目前的重点。未来环保趋严，公司会有更多的机会。此外，公司的基础工作做得很扎实，所以会有一些示范项目，比如说大湖项目，规模最大，影响力最大，卡位非常好，后续公司也会逐步拓展。

下一步，土壤修复四大板块：场地修复、矿山修复、油田修复、农田修复将是公司重点发展方向。去年地域分布有南北事业部和国外部，今年公司将会更加细致，按华北，华南，华中等划分。

图 3: 博世科南化项目



资料来源: Wind 资讯, 国开证券研究部

图 4: 博世科南化项目 (化学气味明显)



资料来源: Wind 资讯, 国开证券研究部

3.9 市政污水, 乡镇污水爆发性增长, 水十条, 乡镇污水相对市政来说滞后, 这个市场是不是因为某些边界条件发生变化, 付费模式、治理方式、水费水价, 有哪些不一样? 除了生活污水和畜禽养殖是不是混合处置, 怎么收费?

主要是国家要求乡镇一定要处理污水。以前是一个项目给很多企业做, 现在是打包给一个企业来做, 所以大公司都很感兴趣。但是就公司而言, 竞争优势在于有核心技术, 包括: ACM, 分散式净化槽等, 很多央企是没有技术的。

付费方面, 一般是县来付, 但是不一定, 比如澄江是市里面负担60%, 县里面负担40%。未来3-5年一定会做乡镇安全供水, 到时由供水来收污水费, 形成良性循环, 只要喝自来水就一定要付污水处理费。现在是财政补贴, 未来一定会落实到居民。

4、风险提示

业务拓展速度不及预期, 乡镇污水市场竞争加剧后毛利率降低风险, 新兴市场政策风险, 国内外二级市场系统性风险。

分析师简介承诺

崔国涛，机械行业研究员，北京理工大学工学学士，对外经济贸易大学经济学硕士，6年行业研究经验，曾就职于天相投资顾问有限公司，2011年加入国开证券研究部，负责机械行业研究工作。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册登记为证券分析师。

梁晨，2011年毕业于英国圣安德鲁斯大学，硕士，2011年至今就职于国开证券有限责任公司。

我们保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

国开证券投资评级标准

■ 行业投资评级

强于大势：相对沪深300指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大势：相对沪深300指数跌幅10%以上。

■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300指数跌幅10%以上。

■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

免责声明

国开证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券有限责任公司（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。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和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。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。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

国开证券研究部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层