

三季度业绩增速放缓，在手订单充裕支撑未来成长

分析师: 顾敏豪

执业证书编号: S0730512100001

gumh00@ccnew.com 021-50588666-8012

研究助理: 唐俊男

tangjn@ccnew.com 021-50588666-8016

——博世科(300422)季报点评

证券研究报告-季报点评

增持(维持)

市场数据(2017-10-30)

收盘价(元)	18.59
一年内最高/最低(元)	51.30/15.03
沪深300指数	4009.72
市净率(倍)	6.64
流通市值(亿元)	32.69

发布日期: 2017年10月31日

基础数据(2017-9-30)

每股净资产(元)	3.02
每股经营现金流(元)	-0.50
毛利率(%)	28.69
净资产收益率-摊薄(%)	7.70
资产负债率(%)	63.78
总股本/流通股(万股)	35606.89/17586.09
B股/H股(万股)	0/0

事件: 近日, 公司发布三季报, 17年前三季度公司实现营业总收入 9.22 亿元, 同比增长 61.61%; 实现归母净利润 0.83 亿元, 同比增长 108.46%, 基本每股收益 0.24 元, 同比增长 88.53%。

点评:

- **单季度营收增长放缓, 盈利增长基本符合预期。** 公司 17 年前三季度分别实现营业收入 2.16、3.37、3.70 亿元, 分比同比增长 111.21%、87.61%、27.93%, 分季度营收增速逐步放缓。而第一、第二、第三季度分别实现归母净利润 0.16、0.37、0.30 亿元, 分别同比增长 276.98%、124%、56.65%, 盈利增长好于收入增速。在手 PPP 项目逐步兑现, 结算收入增加是主要原因。具体分业务来看, 水污染治理业务构成核心增长动力, 其中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带来 17 年上半年相关业务收入增长 201.67%; 花垣县五龙冲水库集中供水工程项目结算带来供水工程收入 17 年半年度增长 88.89%。从公司手中的订单结构来看, 17 年上半年水污染治理业务、供水工程新增合同金额分别达到 18.89、1.33 亿元, 预计全年水污染治理业务持续高速增长, 供水工程业务后续收入增速可能放缓。

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

1 《博世科(300422)中报点评: 在手订单充裕, 水污染治理业务高速增长》 2017-08-30

- **综合毛利率小幅提升, 预期全年保持平稳。** 公司 17 年前三季度销售毛利率 28.69%、销售净利率 8.78%, 分别提升 1.68、1.92 个百分点。短期看, 公司盈利水平有所好转。但是公司毛利率从 13 年以来维持缓慢下行趋势, 这与行业景气度较高、同时竞争壁垒不高而吸引传统建筑央企、国企以及其他行业公司跨界进入导致竞争加剧有关。从当前市场订单向行业龙头积聚的趋势来看, 持续获取优质订单难度仍然不小, 预计 17 年公司综合毛利率保持平稳。

- **期间费用率小幅下行, 财务费用增长迅速, 发行可转债有望缓解资金压力。** 公司 17 年前三季度三项费用合计 1.3 亿元, 同比增长 54.73%, 期间费用率 14.13%, 同比回落 0.63 个百分点。分项费用来看, 销售费用、管理费用、财务费用分别为 0.25、0.8、0.25 亿, 分别同比增长 54.61%、46.15%、91.56%。财务费用增长较为迅速, 主要原因为新项目落地, 资金需求量大, 短期借款与长期借款大幅增长导致利息费用增长。17 年前三季度公司经营活动现金净流量-1.79 亿元, 延续近两年来为负数的状态。17 年 9 月 15 日, 公司发布公告拟发行不超过 4.3 亿元可转换债券, 用于南宁市城市内河黑臭水体治理工程 PPP 项目。公司有望利用可转债的较低利息成本, 缓解目前资金压力, 加速项目落地。

- **在手订单充裕, 预计后续业绩持续兑现。** 17 年来公司获取订单速度明

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

显加快，前三季度公司新增工程类订单 62 个，已签合同金额 11.96 亿元；新增特许经营类订单 9 个，已签合同金额 19.27 亿元。截止到三季报披露日，公司在手合同额累计达到 99.82 亿元（含已中标、预中标、参股 PPP 项目等）。公司与广西北部湾投资集团有限公司、中国中车集团、中铁一局集团市政工程公司等分别组成联合体中标大额 PPP 项目。这一方式有利于借助央企、地方国企的资源及融资优势获取订单。目前公司在手订单充裕，奠定业绩向上弹性基础。

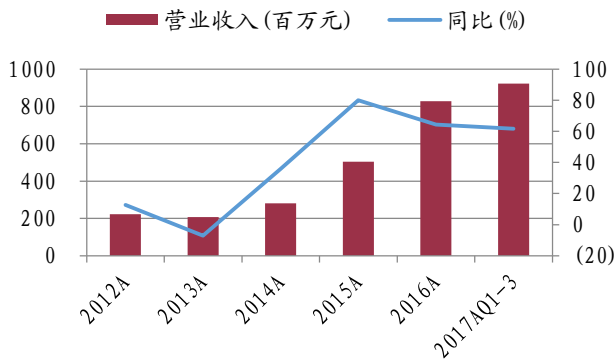
- **维持公司“增持”投资评级。**暂不考虑发行可转换债券转股影响，预计公司 2017、18 年全面摊薄 EPS 分别为 0.4、0.69 元，按照 10 月 30 日 18.59 元/股收盘价计算，对应 PE 分别为 46.6 和 27 倍，相对于行业估值及公司未来的成长预期基本合理，维持公司“增持”投资评级。

风险提示：资金紧张，融资成本增加；项目建设进度不及预期。

	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)	154.0	105.6	46.6	27.0	18.9

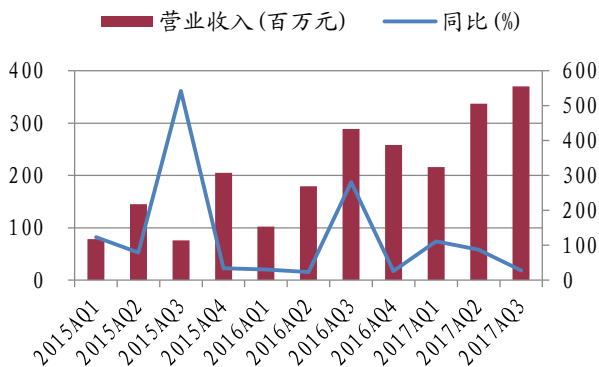
资料来源：贝格数据，中原证券

图 1: 2012-17 年公司营业收入及同比增速



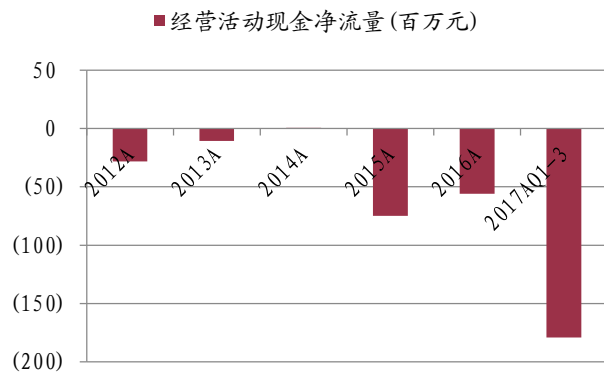
资料来源: Wind, 中原证券

图 3: 2015-17 年公司分季度营业收入及同比增速



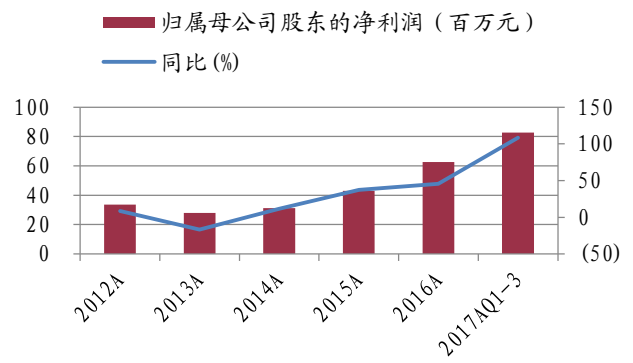
资料来源: Wind, 中原证券

图 5: 2012-17 年公司经营活动现金净流量



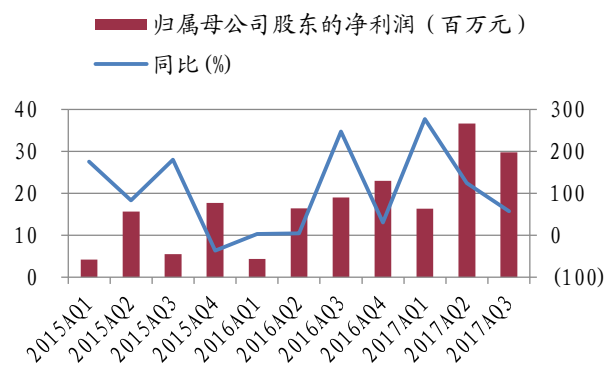
资料来源: Wind, 中原证券

图 2: 2012-17 年公司归母净利润及同比增速



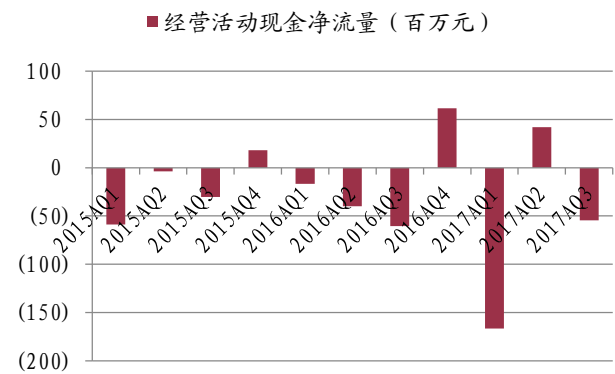
资料来源: Wind, 中原证券

图 4: 2015-17 年公司分季度归母净利润及同比增速



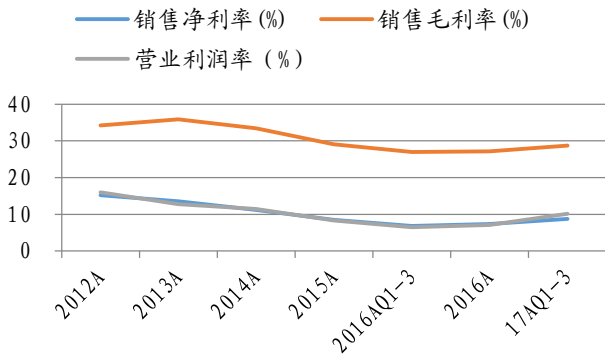
资料来源: Wind, 中原证券

图 6: 2015-17 年公司分季度经营活动现金净流量



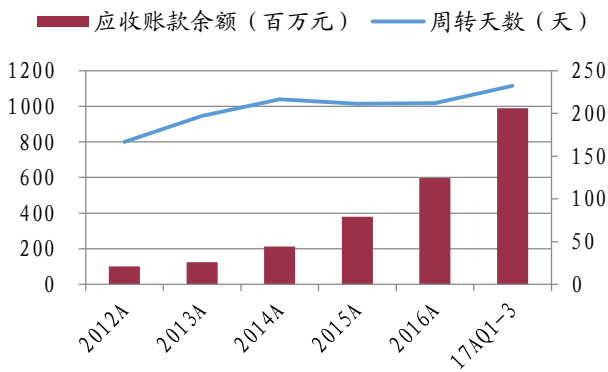
资料来源: Wind, 中原证券

图 7: 2012-17 年公司盈利能力



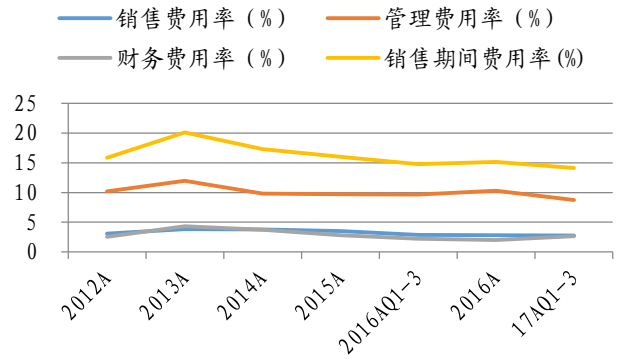
资料来源: Wind, 中原证券

图 9: 2012-17 年公司应收账款及周转天数



资料来源: Wind, 中原证券

图 8: 2012-17 年公司三项费用率



资料来源: Wind, 中原证券

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%	42.7%
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	103.0	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%	16.2%	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	624.7	740.1	892.1	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%	236.8%	309.0%	320.5%
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	2,804.3	4,295.1	5,405.1	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	356.1	356.1	356.1	DPS(元)	0.02	0.02	0.05	0.10	0.14
留存收益	310.4	896.8	805.8	1,014.2	1,315.7	分红比率	17.8%	13.7%	13.4%	15.0%	14.0%
股东权益	369.1	1,019.1	1,184.4	1,390.0	1,686.4	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	4.70
资产减值准备	16.7	31.0	-	-	-	PE(X)	154.0	105.6	46.6	27.0	18.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	17.9	6.6	5.7	4.8	4.0
财务费用	14.2	18.2	42.4	78.9	103.0	P/FCF	-106.5	-46.9	-106.1	12.2	12.3
投资收益	0.1	-0.1	-	-	-	P/S	13.1	8.0	3.9	2.3	1.7
少数股东损益	-0.1	-1.5	-1.3	-2.8	-5.1	EV/EBITDA	38.4	28.6	26.9	16.6	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	1.9	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。