

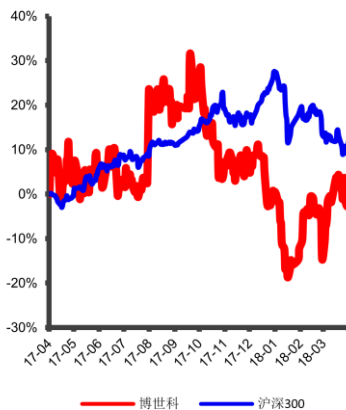
分析师 王剑辉
 电话 010-56511920
 邮箱 wangjianhui1@sczq.com.cn
 执业证书 S0110512070001

研究助理 万莉
 电话 010-56511909
 邮箱 wanli@sczq.com.cn

交易数据 2018/04/25

| | |
|-------------|-------------|
| 总市值(亿元) | 57.46 |
| 总股本(亿股) | 3.56 |
| 流通A股(亿股) | 2.64 |
| PE(TTM) | 38.83 |
| PB(LF) | 5.36 |
| 12个月价格区间(元) | 12.53-21.27 |

一年内股价走势图



事件：

4月24日晚，博世科发布2017年年度报告，实现营业收入14.68亿元，同比增长77.15%，实现归母净利润1.47亿元，同比增长134.06%，符合预期；同时发布2018年一季度报告，实现营业收入5.20亿元，同比增长140.82%，实现归母净利润6058.24万元，同比增长270.82%，亦符合预期。

点评：

业绩维持高增，水治理业务是主要增长来源。从分项业务来看，2017年公司环境综合治理业务实现收入13.84亿元，占主营业务收入的94.23%，同比增长68.68%，其中水治理收入9.55亿元（+143.88%），供水工程收入1.75亿元（-17.43%），土壤修复收入2.09亿元（+41.44%），固废处理收入0.36亿元（+531.95%），水治理业务体量最大，固废业务增速最快；公司专业技术服务收入7684.30万元，同比大幅增长907.14%，主要来自控股子公司博环环境环评业务收入；2017年公司运营收入从无到有，实现794.38万元，主要是广西龙胜县渗滤液项目和钦州钦北区污水处理厂的运营收入，未来公司运营资产规模有望不断扩大。

成本费用管控成效显著，盈利能力持续提升。2017年公司主营业务毛利率28.88%，同比提升1.69%，主要受益于水治理业务毛利提升，分项业务毛利率分别为水治理30.22%（+2.37%），供水工程26.82%（+0.64%），土壤修复22.54%（-8.97%），2018Q1毛利率30.49%，亦提升明显；费用管控成效显著，2017年公司期间费用率13.94%，同比下降1.18个pct，三项费用均有所下降，其中销售费用率2.73%（-0.08%），管理费用率9.29%（-0.98%），财务费用率1.92%（-0.11%），2018Q1期间费用率亦有所下降主要得益于管理费用下降。2017年销售净利率9.87%（同比+2.48%），2018Q1销售净利率11.35%，盈利能力持续改善。

运营情况有所改善，负债规模不断增大。2017年应收账款周转率为1.89次，相比2016年改善0.19次，从账龄来看，计提坏账准备的应收账款60.34%的应收账款在一年以内，2017年公司存货周转率为12.03次，同比增加3.02次，改善明显。2017年公司资产负债率67.00%，同比增加11.35个pct，2018Q1资产负债率提升至69.11%，负债规模不断扩大，主要由于公司处于高速发展期，随着公司承做项目数量、订单金额的不断增长，公司业务发展对营运资金的需求随之增大。现金流情况无明显改善，2017、2018Q1经营净现金流分别为-1.50亿元，-1.89亿元。

订单充裕项目优质，后续业绩增长基础牢固。截止2018年4月24日，公司在手合同（未确认收入部分）累计达121.96亿元（含中标及预中标项目、参股PPP项目），其中水污染治理合同额100.55亿元，供水工程合同额13.12亿元，土壤修复合同额2.27亿元，固废处置合同额2.10亿元，其他业务合同额2.60亿元，专业技术服务合同额1.32亿元，逐步形成高质量订单储备体系。另外，公司有5个项目入选了财政部第四批PPP示范项目库，示范项目数量同行业居前。充裕、质地优良的在手项目，为后续业绩增长打下坚实基础。

持续探索融资方式，可转债发行取得新进展。2015年2月，公司首次公开发行1550万股，募集资金1.2亿元，此后相继通过股权激励、非公开发行的方式筹集资金约6.0亿元。2018年4月24日，公司公开发行可转换公司债券申请获得中国证监会核准批复，将发行4.30亿元可转换公司债券，期限6年，募集资金将全部投入南宁市城市内河黑臭水体治理工程PPP项目。这将大大缓解公司的资金压力，增强南宁项目业绩的确定性，有助于降低融资成本。

重点布局三大领域，市场前景广阔。公司以水环境治理、乡镇污水处理、土壤修复为主攻方向。三大领域前景广阔，公司作为行业的先行者，有望受益。

- ◇ **水环境治理：**自“水十条”发布后，政府对黑臭水体治理和河道治理的重视程度逐渐提升，“河长制”、“湖长制”也在持续推进中。根据《重点流域水污染防治规划（2016-2020年）》，“十三五”流域水污染防治中央项目储备库匡算投资约7000亿元，其中水环境综合治理项目投资2704亿元，城镇污水处理及配套设施建设项目投资3161亿元，农业农村污染防治项目投资462亿元，相关治理需求持续释放。公司在黑臭水体和流域治理方面已积累了丰富的项目经验，技术基础扎实，大额订单获取常态化，在行业内处于领先地位，有望凭借技术、经验和口碑保持优势。
- ◇ **乡镇污水治理：**乡镇污水治理不仅是贯彻乡村振兴战略，还是解决环境设施不平衡问题的重要内容。根据十三五规划要求，到2020年底，城市、县城和建制镇污水处理率分别达到95%，85%（东部90%）和70%（中西部50%），截至2017年底，中央财政农村环境保护专项资金规模已达430亿元，主要用于农村污水垃圾处理、饮用水水源地保护、畜禽养殖污染防治等，随着《农村人居环境整治三年行动方案》等政策的持续推进，预计未来投入农村环境保护的专项资金规模仍将持续增加，农村环境综合治理市场前景广阔，市场打开的步伐加速。公司持续拓展乡镇污水业务，尤其是有收费权和政府补助的优质项目，落地项目遍地开花，打下良好基础。
- ◇ **土壤修复：**土壤修复是2017年中央经济工作会议强调的“生态修复”的重要内容。根据“土十条”的要求，到2020年，受污染耕地安全利用率达到90%左右，污染地块安全利用率达到90%以上；到2030年，受污染耕地安全利用率达到95%以上，污染地块安全利用率达到95%以上。随着“土十条”的落实和推进，行业标准将逐步建立，盈利模式将逐步完善，订单有望在十三五后期释放。公司是国内最早从事土壤修复行业的企业之一，2017年公司收购加拿大RX公司，引进油田土壤修复和地下水修复技术，公司2017年土壤修复业务增速41.44%，我们也能看到一些土壤市场空间释放的苗头，公司有望凭借技术、影响力从后续土壤修复订单放量中获益。

投资建议：从短期来看，公司2017年和2018年Q1业绩维持高增奠定了良好的发展基础，在手订单丰富，业绩增长有保障，可转债发行获证监会通过，有助于缓解公司的资金压力；从长期来看，我们认为公司重点布局的黑臭水体、乡镇污水、土壤修复等细分领域前景广阔，公司作为行业先行者，有望获益。建议长期关注。

风险提示：项目进度不及预期，技术被赶超的风险，回款风险，偿债风险。

分析师简介

王剑辉，环保行业分析师，北京大学文学士，佛罗里达利恩大学商学院 MBA，15 年证券行业从业经验。

免责声明

本报告由首创证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券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，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准：

| | 评级 | 说明 |
|--------|----|-------------------------|
| 股票投资评级 | 买入 | 相对沪深 300 指数涨幅 15%以上 |
| | 增持 | 相对沪深 300 指数涨幅 5%-15%之间 |
| | 中性 | 相对沪深 300 指数涨幅 - 5%-5%之间 |
| | 减持 | 相对沪深 300 指数跌幅 5%以上 |
| 行业投资评级 | 看好 | 行业超越整体市场表现 |
| | 中性 | 行业与整体市场表现基本持平 |
| | 看淡 | 行业弱于整体市场表现 |