

充沛订单保障业绩高增，乡镇污水及土壤修复领域值得期待

——博世科(300422.SZ)公司动态点评

公司点评

邱懿峰(分析师)	黄红卫(联系人)	赵腾辉(联系人)
qiuyifeng@xsdzq.cn	010-69004537	010-83561349
证书编号: S0280517080002	huanghongwei@xsdzq.cn	zhaotenghui@xsdzq.cn
	证书编号: S0280118010010	证书编号: S0280118020015

● 业绩同比增长134.06%，毛利率回升，费用管控良好：

2018年4月24日，公司发布2017年年报，公司实现营业收入14.69亿元(+77.15%)，实现归母净利润1.47亿元(+134.06%)；公司发布2018年一季报，公司实现归母净利润0.61亿元(+270.82%)。公司2017年及2018年一季度毛利率分别为28.88%(+2.69pct)、30.49%(+1.69pct)，毛利率回升明显。公司费用整体管控良好，其中销售费用率2.73%(-0.08pct)、管理费用率9.29%(-0.98pct)、财务费用率1.92%(-0.11pct)。

● 新签合同同比增长368.73%，充沛订单保障业绩高增：

2017年，公司新签订合同额97.13亿元(含中标及预中标项目、参股PPP项目)，同比增长368.73%。截至2018年4月24日，公司在手合同(指未确认收入部分)累计达121.96亿元(含中标及预中标项目、参股PPP项目)，是2017年营收的8.3倍，是支撑业绩后续继续高增长的有力保障。

● 乡镇污水处理及土壤修复技术积累深厚，市场潜力较大：

乡镇水处理前景广阔，公司借力PPP，从单一传统工业污水处理拓展至市政水务处理市场，抢占乡镇水务蓝海。土壤修复空间巨大，公司扎根西南，占据有利地势，提前布局土壤修复市场。

● 4.3亿可转债获证监会核准批文，保障项目加速进行：

4.3亿可转债将用于南宁市城市内河黑臭水体治理工程PPP项目，项目是公司作为控股社会资本方的单体最大订单规模(项目总投资9.18亿元)。可转债有助于保障项目加速进行，从而起到良好的示范效应，为公司后续拿单提供积极的影响。

● 公司业绩高增长可期，维持“推荐”评级：

我们预计公司2018-2020年净利润分别为2.75、4.18、5.75亿元，对应EPS分别为0.77、1.17和1.62元。当前股价对应2018-2020年分别为20.9、13.8和10.0倍。92号文过后，“PPP项目操作规范、运营实力突出、拿单能力强”的低估值民营环保龙头公司估值有望回归，维持“推荐”评级。

● 风险提示：PPP项目进展不及预期

财务摘要和估值指标

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	829	1,469	2,690	4,491	6,561
增长率(%)	64.3	77.2	83.2	66.9	46.1
净利润(百万元)	62.7	147	275	418	575
增长率(%)	45.8	134.1	87.5	51.8	37.7
毛利率(%)	27.2	28.9	29.2	29.3	29.3
净利率(%)	7.6	10.0	10.2	9.3	8.8
ROE(%)	6.0	11.2	17.3	20.9	22.4
EPS(摊薄/元)	0.18	0.41	0.77	1.17	1.62
P/E(倍)	91.68	39.2	20.9	13.8	10.0
P/B(倍)	5.76	5.0	4.0	3.1	2.4

推荐(维持评级)

市场数据	时间 2018.04.24
收盘价(元):	16.15
一年最低/最高(元):	12.53/46.0
总股本(亿股):	3.56
总市值(亿元):	57.46
流通股本(亿股):	2.64
流通市值(亿元):	42.58
近3月换手率:	106.74%

股价一年走势



收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	7.35	10.71	-10.06
绝对	3.8	-3.35	-1.42

相关报告

《黑臭水体PPP项目订单释放加速，2018年Q1业绩大幅超预期》2018-04-10

《在手订单充足，项目进展顺利》2017-10-27

《高质量订单推进公司稳步增长，水土共治双翼齐飞》2017-10-13

1、事件：

2018年4月24日，公司发布2017年年报，公司实现营业收入14.69亿元，同比增长77.15%；实现归母净利润1.47亿元，同比增长134.06%；实现扣非净利润1.24亿元，同比增长132.29%。2017年利润分配方案为：每10股派发现金股利0.42元（含税）。公司4.3亿元可转债获得证监会核准批文。

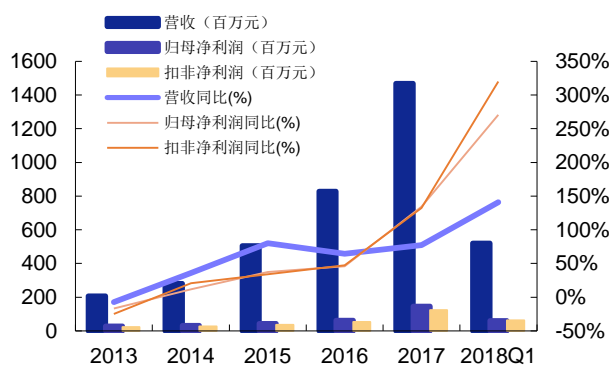
公司发布2018年一季度报，公司实现营业收入5.20亿元，同比增长140.82%；实现归母净利润0.61亿元，同比增长270.82%；实现扣非净利润0.62亿元，同比增长319.80%。

2、点评：

2.1、归母净利润同比增长134.06%，毛利率回升，费用管控良好

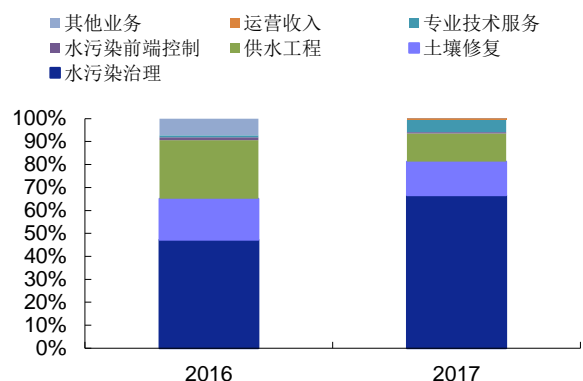
公司2017年实现营业收入14.69亿元，同比增长77.15%；实现归母净利润1.47亿元，同比增长134.06%。其中，水污染治理势头最猛，共实现营收9.55亿元，同比增加143.88%，营收占比也由2016年的47.24%上升到了2017年的65.03%，是业绩高速增长的主要贡献点。公司2017年整体毛利率28.88%，同比增长了1.69个百分点；2018年一季度整体毛利率30.49%，同比增长了2.69个百分点。公司费用整体管控良好，其中销售费用率2.73%（-0.08pct）、管理费用率9.29%（-0.98pct）、财务费用率1.92%（-0.11pct）。

图1：公司2017年及2018年一季度业绩迅猛增长



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图2：水污染治理营收占比增加



资料来源：Wind，新时代证券研究所

表1：公司营收主要贡献的项目（业务）详情（万元）

分类	项目/业务	确认收入（万元）	合计贡献（万元）
环境综合治理	南宁市城市内河黑臭水体治理工程项目设计-采购-施工（EPC）工程总承包项目	15,280.76	
	博白县镇级污水处理设施建设项目工程总承包项目	8,021.07	
	贺州爱莲湖生态保护及基础设施建设项目	9,381.71	
	钟山县镇级污水处理设施建设施工总承包项目	7,070.82	
	花垣县五龙冲水库集中供水工程设计、采购、施工总承包项目	7,984.90	56,037.18
	南宁化工集团有限公司及南宁化工股份有限公司搬迁地块土壤治理修复工程设计施工总承包项目	4,520.46	
	临武三十六湾、香花岭地区重金属污染综合治理工程-两江口至浸漕河段重金属治理项目	3,777.46	
专业技术服务	控股子公司博环环境环评业务	5,020.35	5,020.35
项目运营	广西龙胜县拉麻生活垃圾卫生填埋场渗滤液处理站托管运营项目	175.04	515.84

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

2.2、2017年新签合同同比增长368.73%，充沛订单保障业绩高增

2017年，公司新签订合同额97.13亿元（含中标及预中标项目、参股PPP项目），同比增长368.73%。其中，水污染治理合同额86.37亿元，供水工程合同额3.93亿元，土壤修复合同额3.52亿元，固体废弃物处置合同额1.26亿元，其他业务合同额0.43亿元；新签订环境服务业合同额1.62亿元，其中，环评业务合同额1.42亿元。2018年一季度，公司新签订合同额13.35亿元（含中标及预中标项目、参股PPP项目），较上年同期增加6.28亿元。

表2：公司新签订单金额（亿元）

业务分类	2016	2017	2018Q1
水污染治理（亿元）	12.6	86.37	10.36
供水工程（亿元）	3.63	3.93	1.73
土壤修复（亿元）	2.41	3.52	0.78
固体废弃物处置（亿元）		1.26	
环境服务业（亿元）		1.62（环评1.42亿元）	0.32（环评0.28亿元）
其他业务（亿元）	1.99	0.43	0.16
合计（亿元）	20.63	96.7	13.35

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

截至2018年4月24日，公司在手合同（指未确认收入部分）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，固体废弃物处置合同额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。公司在手订单金额是2017年营收的8.3倍，是支撑业绩后续继续高增长的有力保障。

2.3、PPP订单质量优质，无惧92号文影响

截至2018年4月24日，公司PPP项目累计投资额达103.54亿元（含已中标、预中标、参股PPP项目等），由公司作为控股社会资本方的PPP项目累计投资额达55.13亿元。公司PPP订单质量优质，5个项目入选国家财政部第四批PPP示范项目名单。同时，我们统计了“公司公告、公司官网及中国采购网”披露的公司PPP订单情况，再与财政部PPP库项目进行比对，未发现博世科退库PPP项目，公司几乎未受92号文影响。公司相继联合中标投资额26.32亿元的南宁市心圩江环境综合整治工程PPP项目、投资额22.10亿元的澄江县农村生活污水处理及人居环境提升工程政府和社会资本合作（PPP）项目，三个大型订单的获取证明了市场对公司能力的认可。

2.4、环评业务利于PPP业务开拓，环境服务业与环境实体业协同发展

2016年5月，公司通过子公司博环环境整体接收广西环科院的环评甲级资质，获得国家环保部核准并已取得资质证书，开展相关业务。环评项目具有封闭运营、现金流稳定的优势。目前，公司环评合同过亿，业务顺利开展，2017年营收1.42亿元。此外，分散在全国各地的环评业务还可强化地方层面的政企关系，有利于公司PPP业务开展。随着公司环境服务业（设计、环评、检测）持续升级，环境服务业与环境实体业迎来协同发展。

2.5、乡镇污水处理及土壤修复技术积累深厚，市场潜力较大

乡镇水处理前景广阔，公司借力 PPP，从单一传统工业污水处理拓展至市政水务处理市场，抢占乡镇水务蓝海。公司乡镇污水 PPP 聚焦在有收费权和补助项目，补助资金占比超过 70%，极大地规避项目风险。土壤修复空间巨大，公司扎根西南，占据有利地势，提前布局土壤修复市场。公司大湖 BT 项目奠定基础，南化项目成为标杆，并收购加拿大瑞美达克，完善土壤与地下水修复技术，走向海外市场。2017 年，公司土壤修复合同订单 3.52 亿（+46.06%），在化工场地修复、矿山修复、渗坑修复、油田治理业绩较好，资质和业绩排全国前三。

2.6、4.3 亿可转债获证监会核准批文，保障项目加速落地

2018 年 4 月 24 日，公司 4.3 亿可转债获证监会核准批文。本次募集资金主要用于南宁市城市内河黑臭水体治理工程 PPP 项目，项目总投资为 91,800 万元，项目公司资本金为 27,501.31 万元。我们认为，可转债落地将有助于缓解公司资金压力，保障项目顺利加速落地。同时，本次南宁市城市内河黑臭水体治理工程 PPP 项目刷新了公司作为控股社会资本方的单体订单规模，是公司实力得到市场认可的一次重要的体现，公司顺利完成本项目将起到良好的示范效应，增强未来在 PPP 项目方面的拿单能力。

3、投资建议：公司业绩高增长可期，维持“推荐”评级

公司业务覆盖环评监测、咨询设计、装备制造、工程建设、投资运营等环保全产业链服务体系，开展水、大气、固废、土壤生态修复等全方位、多领域的区域综合治理，成为以技术为核心竞争力的综合环境服务提供商。公司依托水治理深厚技术&黑臭水体 PPP 订单快速释放，业绩迎来快速增长，我们预计公司 2018-2020 年净利润分别为 2.75、4.18、5.75 亿元，对应 EPS 分别为 0.77、1.17 和 1.62 元。当前股价对应 2018-2020 年分别为 20.9、13.8 和 10.0 倍。92 号文过后，“PPP 项目操作规范、运营实力突出、拿单能力强”的低估值民营环保龙头公司估值有望回归，维持“推荐”评级。

4、风险提示：

PPP 项目进展不及预期，乡镇污水处理及土壤修复业务推进不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	1308	1715	3033	4611	6630	营业收入	829	1469	2690	4491	6561
现金	518	458	536	895	1307	营业成本	604	1044	1904	3175	4638
应收账款	597	955	1887	2857	4074	营业税金及附加	10	13	23	38	56
其他应收款	91	79	232	288	472	营业费用	23	40	73	123	179
预付账款	36	54	111	164	237	管理费用	85	136	250	417	609
存货	53	121	196	332	439	财务费用	17	28	31	100	186
其他流动资产	13	49	71	75	101	资产减值损失	31	51	95	159	232
非流动资产	990	2206	3657	5738	8031	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	8	168	168	168	168	投资净收益	0	1	0	0	0
固定资产	97	268	1525	2992	4604	营业利润	59	167	314	479	660
无形资产	95	363	648	1064	1534	营业外收入	12	5	5	5	5
其他非流动资产	790	1407	1317	1514	1726	营业外支出	1	2	2	2	2
资产总计	2298	3921	6689	10348	14661	利润总额	70	170	317	482	663
流动负债	981	1846	4117	7084	10619	所得税	9	25	46	70	97
短期借款	292	490	1775	3710	5879	净利润	61	145	271	412	566
应付账款	519	783	1590	2367	3415	少数股东损益	-1	-2	-4	-6	-9
其他流动负债	171	573	752	1007	1325	归属母公司净利润	63	147	275	418	575
非流动负债	298	781	1007	1295	1511	EBITDA	103	252	471	841	1267
长期借款	265	561	786	1074	1290	EPS(元)	0.18	0.41	0.77	1.17	1.62
其他非流动负债	33	221	221	221	221						
负债合计	1279	2627	5124	8379	12131						
少数股东权益	22	133	129	123	114	主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
股本	142	356	356	356	356	成长能力					
资本公积	674	464	464	464	464	营业收入(%)	64.3	77.2	83.2	66.9	46.1
留存收益	222	361	611	998	1533	营业利润(%)	40.9	183.1	88.4	52.5	37.9
归属母公司股东权益	997	1161	1436	1846	2417	归属于母公司净利润(%)	45.8	134.1	87.5	51.8	37.7
负债和股东权益	2298	3921	6689	10348	14661	获利能力					
						毛利率(%)	27.2	28.9	29.2	29.3	29.3
						净利率(%)	7.6	10.0	10.2	9.3	8.8
						ROE(%)	6.0	11.2	17.3	20.9	22.4
						ROIC(%)	5.0	7.4	7.7	7.9	8.0
						偿债能力					
						资产负债率(%)	55.6	67.0	76.6	81.0	82.7
						净负债比率(%)	3.9	58.2	142.0	213.6	249.4
						流动比率	1.3	0.9	0.7	0.7	0.6
						速动比率	1.3	0.9	0.7	0.6	0.6
						营运能力					
						总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
						应收账款周转率	1.7	1.9	1.9	1.9	1.9
						应付账款周转率	1.7	1.6	1.6	1.6	1.6
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.18	0.41	0.77	1.17	1.62
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.67	0.64	0.26	1.09	1.93
						每股净资产(最新摊薄)	2.80	3.26	4.04	5.19	6.79
						估值比率					
						P/E	91.68	39.17	20.89	13.76	9.99
						P/B	5.76	4.95	4.00	3.11	2.38
						EV/EBITDA	56.66	27.1	17.6	12.2	9.8

现金流量表(百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	-56	-150	91	387	686
净利润	61	145	271	412	566
折旧摊销	14	29	78	184	308
财务费用	17	28	31	100	186
投资损失	-0	-1	0	0	0
营运资金变动	-173	-395	-289	-308	-374
其他经营现金流	25	43	0	0	0
投资活动现金流	-371	-764	-1529	-2264	-2601
资本支出	371	695	1451	2081	2294
长期投资	0	-159	0	0	0
其他投资现金流	0	-229	-78	-184	-308
筹资活动现金流	742	777	231	302	159
短期借款	-28	199	0	0	0
长期借款	265	296	226	288	216
普通股增加	15	214	0	0	0
资本公积增加	531	-210	0	0	0
其他筹资现金流	-42	280	5	14	-57
现金净增加额	316	-137	-1207	-1576	-1756

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

邱懿峰，美国德克萨斯大学金融学硕士，南开大学国贸系本科，2015年就职于银河证券研究部，拥有两年以上行业研究经验，2017年加入新时代证券，现任环保行业首席分析师

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649
	手机：13811830164
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258
	手机：18221821684
	邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
深圳	史月琳 销售经理
	固话：0755-82291898
	手机：13266864425
	邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层	邮编：100086
上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼	邮编：200120
广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1501室	邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>