

博世科(300422)

水务业务版图显著扩大，多业务协同助力公司发展

买入(维持)

2018年5月6日

证券分析师 袁理

执业证书编号: S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

研究助理 刘博

liub@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,469	3,622	5,259	7,604
同比(%)	77.2%	146.6%	45.2%	44.6%
净利润(百万元)	147	299	433	627
同比(%)	134.1%	103.8%	44.7%	45.0%
每股收益(元)	0.41	0.84	1.22	1.76
P/E	45.12	22.02	15.16	10.51

事件:

1) 公司发布 2017 年年报, 全年实现营收 14.69 亿, 同比增长 77.15%; 归母净利润为 1.47 亿, 同比增长 134.06%; 扣非后归母净利润为 1.24 亿, 同比增长 132.29%。2) 公司发布 2018 年一季报, 实现营收 5.20 亿, 同比增长 140.82%; 归母净利润 0.61 亿, 同比增长 270.82%; 扣非后归母净利润为 0.62 亿, 同比增长 319.80%。3) 公司发行 4.3 亿可转债事项获得证监会核准批文。

投资要点

■ 2017 年&2018 年一季度业绩亮眼, 在手订单饱满奠定持续高增长基础

根据公司 2017 年年报和 2018 年一季报: 1) 2017 年全年实现营收 14.69 亿, 同比增长 77.15%; 归母净利润为 1.47 亿, 同比增长 134.06%; 扣非后归母净利润为 1.24 亿, 同比增长 132.29%。2) 2018 年一季度实现营收 5.20 亿, 同比增长 140.82%; 归母净利润 0.61 亿, 同比增长 270.82%; 扣非后归母净利润为 0.62 亿, 同比增长 319.80%, 整体来看, 业绩增速超出市场预期。

订单层面: 2017 年, 公司新签订合同额 97.13 亿, 其中水污染治理合同额 86.37 亿, 供水工程合同额 3.93 亿, 土壤修复合同额 3.52 亿, 固体废弃物处置合同额 1.26 亿, 其他业务合同额 0.43 亿; 新签订环境服务业合同额 1.62 亿, 其中, 环评业务合同额 1.42 亿。累计合同额为 121.96 亿, 其中, 水污染治理合同额 100.55 亿, 供水工程合同额 13.12 亿, 土壤修复合同额 2.27 亿, 固体废弃物处置合同额 2.10 亿, 其他业务合同额 2.60 亿, 专业技术服务合同额 1.32 亿, 在手饱满订单为公司业绩持续高增长奠定坚实基础。

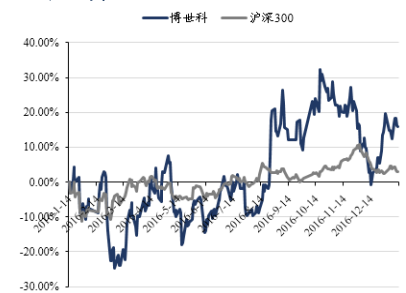
■ 核心技术确保高毛利率水平, 期间费用控制能力良好

由于公司在项目实施中所采用的设备绝大部分都是由公司自主研发和生产, 因此技术优势确保公司项目和业务维持在接近 30% 的高毛利率水平上, 2017 年公司毛利率为 28.88%, 同比上升 1.69 个百分点; 2018 年一季度毛利率进一步提升至 30.49%, 同比上升 2.69 个百分点。

费用方面: 2017 年销售费用为 0.40 亿, 同比增长 72.07%; 管理费用为 1.36 亿, 同比增长 60.14%; 财务费用为 0.28 亿, 同比增长 67.87%, 总体来看, 2017 年期间费用率为 13.94%, 同比下降 1.18 个百分点, 在公司收入和利润规模快速增长的同时, 期间费用率不升反降, 体现出公司良好的费用控制能力。

现金流方面, 2017 年经营性净现金流为 -1.50 亿, 与去年同期相比减少 0.94

股价走势



市场数据

收盘价(元)	18.50
一年最低/最高价	12.53/21.27
市净率(倍)	5.39
流通 A 股市值(百万元)	4877

基础数据

每股净资产(元)	3.43
资本负债率(%)	69.11
总股本(百万股)	356
流通 A 股(百万股)	264

相关研究

1. 河北项目落地, 示范效应彰显 --20180318
2. 深耕湖北区域市场, 乡镇污水项目再下一城--20171228
3. 三季度业绩增速环比提升, 固废龙头扬帆远航--20171025
4. 布局河北市场已久, 雄安新区内项目落地水到渠成 --20170925
5. PPP 项目再中标, 静待下半年业绩表现 -20170904
6. 定增事项完成, 市值腾飞可期 -20170817

亿，主要原因是支付货款、工程款及其他与经营活动有关的现金等增加影响所致；投资活动净现金流为-7.64 亿，主要是购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金增加影响所致；筹资活动净现金流为 7.77 亿，主要是公司向银行借款增加影响所致。

■ 转债获得批文，多重手段保障项目资金来源

根据公司公告，发行 4.3 亿可转债事项获得证监会核准批文，考虑到在澄江项目和心圩江项目中，公司在 SPV 中采用只参股不控股的形式（持股比例分别为 23%、19%），资金需求主要来自于项目资本金。目前公司在手资金宽裕，可转债 4.3 亿已经拿到批文，再加上项目回款以及其他的融资手段，我们预计未来可动用的资金规模将达到十亿元以上，保障在手项目顺利推进是大概率事件。

■ 顺应行业“点源-面源”治理趋势，环境综合治理平台腾飞可期

1) 政策层面：“十三五”环保生态规划相比“十二五”期间合计增加指标 19 个，其中包含空气质量 2 个、水环境质量 3 个、土壤环境质量 2 个、生态状况 5 个、区域性污染物排放总量减少 3 个、生态保护修复 4 个，可见“十三五”期间面源治理指标数量提升。

2) 行业层面：在 PPP 日趋规范和逐步推进的过程中，地方政府倾向于将原本小而散的环保项目打包成为规模较大、治理难度较高的环境综合治理类的 PPP 项目。

3) 公司层面：因此在政策逐步由点源向面源调整、行业 PPP 项目日益综合化的形势下，公司顺应趋势，技术起家、沿产业链横向与纵向并行，一、横向上，在立足水处理传统业务的基础上，拓展土壤修复、固废处置和环境咨询业务领域；二、纵向上，立足于工业水处理技术和设备，逐步向市政水处理、黑臭河道治理、环境综合整治等水处理末端衍生，横向+纵向双轮驱动，打造环境综合治理平台。

4) 订单层面：从 15 年千万级别订单居多、到 16 年单体项目金额超过 1 亿、到 17 年上半年 9.18 亿黑臭河道治理项目、再到下半年 26、22 亿项目接连中标，充分诠释公司步步为营、稳扎稳打的成长路径，目前在手未确认订单总额超过 100 亿（其中大部分为 PPP 项目），伴随公司在手订单逐步进入集中释放期，公司“技术-项目-业绩”逻辑有望完美兑现，环境综合治理平台市值腾飞可期。

■ 战略眼光独到，通过收购 RX 布局土壤和地下水修复市场

1) RX 公司在手业务主要包含三部分：环保修复工程和咨询、热解吸处理系统(RTTU)、工业垃圾处理场运营，未来新增核心业务为 Breton (布雷顿) 填埋场的建设与运营，填埋场设计容量 522 万吨，于 2017 年 6 月投入运营。根据阿尔伯塔省能源监管局和环境署提供的数据推算，Breton 填埋场 100 公里服务范围内的石油污染土壤量约为 30-60 万吨/年。随着项目建设完成和投运，未来将为公司带来稳健现金流。2) 收购 RX 公司将使公司快速引入国外在土壤和地下水污染修复与咨询领域的先进成熟技术和场地实施经验，未来在国际、国内的土壤和地下水修复市场占据领先优势。同时，在博世科全球化战略布局下，RX 公司的环保咨询业务将拓展至 Imperial oil 和中石化等石化企业，同时也将为公司积累北美地区的商业资源，全面推进海外市场拓展和技术引进，在加快国际化进程的同时完成产业链的整合与延伸。

■ 盈利预测与投资评级：考虑到公司业绩释放受 PPP 项目清库和资金成本影响较大，我们预计公司 2018、2019、2020 年归母净利润分别为 2.99、4.33、6.27 亿，对应 EPS 分别为 0.84、1.22、1.76 元，PE 分别为 22、15、11 倍，维持“买入”评级。

■ 风险提示：订单执行不及预期，回款风险。

博世科三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	1715	4492	4543	8490	营业收入	1469	3622	5259	7604
现金	458	722	1048	1515	减:营业成本	1044	2576	3750	5422
应收账款	955	2871	2684	5349	营业税金及附加	13	28	40	58
存货	121	307	316	585	营业费用	40	116	161	225
其他流动资产	182	592	495	1041	管理费用	136	333	451	654
非流动资产	2206	3518	4629	6296	财务费用	28	81	143	211
长期股权投资	168	327	487	646	资产减值损失	51	156	227	328
固定资产	268	938	1539	2333	加:投资净收益	1	0	0	0
在建工程	1209	1639	1925	2559	其他收益	0	0	0	0
无形资产	363	418	486	564	营业利润	167	333	486	706
其他非流动资产	198	196	193	193	加:营业外净收支	3	6	7	7
资产总计	3921	8011	9173	14787	利润总额	170	339	493	712
流动负债	1846	5659	6446	11424	减:所得税费用	25	43	66	94
短期借款	490	2391	3365	5629	少数股东损益	-2	-3	-5	-9
应付账款	783	2428	2247	4513	归属母公司净利润	147	299	433	627
其他流动负债	573	841	834	1282	EBIT	223	427	659	964
非流动负债	781	777	744	780	EBITDA	252	499	796	1174
长期借款	561	556	523	560	重要财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
其他非流动负债	221	221	221	221	每股收益(元)	0.41	0.84	1.22	1.76
负债合计	2627	6435	7189	12204	每股净资产(元)	3.26	4.06	5.22	6.93
少数股东权益	133	130	125	116	发行在外股份(百万股)	356	356	356	356
归属母公司股东权益	1161	1445	1858	2466	ROIC(%)	7.4%	7.9%	9.4%	9.2%
负债和股东权益	3921	8011	9173	14787	ROE(%)	11.2%	18.8%	21.6%	23.9%
现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	毛利率(%)	28.9%	28.9%	28.7%	28.7%
经营活动现金流	-150	-131	769	223	销售净利率(%)	10.0%	8.3%	8.2%	8.2%
投资活动现金流	-764	-1384	-1248	-1876	资产负债率(%)	67.0%	80.3%	78.4%	82.5%
筹资活动现金流	777	-122	-169	-144	收入增长率(%)	77.2%	146.6%	45.2%	44.6%
现金净增加额	-137	-1636	-648	-1797	净利润增长率(%)	134.1%	103.8%	44.7%	45.0%
折旧和摊销	29	72	137	210	P/E	45.12	22.02	15.16	10.51
资本开支	695	1153	952	1507	P/B	5.67	4.56	3.54	2.67
营运资本变动	-395	-579	62	-816	EV/EBITDA	27.10	16.90	11.39	9.32

数据来源: WIND 资讯, 东吴证券研究所

免责声明

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

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

