

2018年06月25日

宋秋忆

H70445@capital.com.tw

目标价(元)

16.8RMB

公司基本信息

产业别	公用事业
A 股价(2018/6/22)	13.91
深证成指(2018/6/22)	9409.95
股价 12 个月高/低	21.22/12.5
总发行股数(百万)	355.82
A 股数(百万)	263.63
A 市值(亿元)	36.67
主要股东	王双飞
	(21.28%)
每股净值(元)	3.39
股价/账面净值	4.10
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-14.3 -4.7 -15.8

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
------	------	----

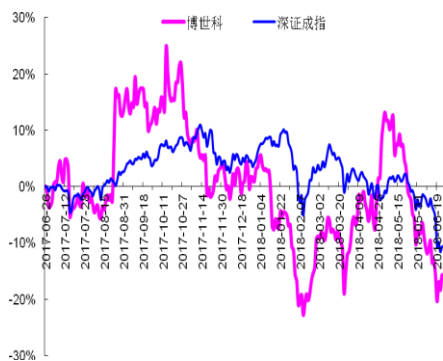
产品组合

水污染治理	94.23%
专业技术服务	5.23%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	7.3%
----	------

股价相对大盘走势



博世科(300422.SZ)

首次评级 Buy 买入

水治理在手订单充裕，布局土壤前景看好

结论与建议：

公司小体量高弹性，近两年水治理业务迎来订单高峰，公司 17 年订单单体规模突破 20 亿，并逐渐打破地域限制，目前水治理在手订单已超 100 亿，未来业绩有保障；同时公司积极布局土壤治理，当下大气治理、水治理已取得阶段性成果，土壤治理政策预期强，未来万亿市场有望打开。目前为公司建设项目高峰期，在陆续建成投入运营后，预计明年运营收入将实现高增长；公司环评监测业务位于环保产业链前端，业务增速明显，轻资产业务板块将成公司新的利润增长点。

预计公司 2018-2019 年归母净利润分别为 2.72/3.89 亿元，同比增长 86%/43%。EPS 为 0.767/1.095 元，目前股价对应 18/19 年 PE 为 18/13 倍。首次评级，给以“买入”评级，目标价 16.8 元（对应 2018PE 22 倍）。

- **水治理迎来订单高峰，突破规模和地域限制：**2020 年水十条目标考核邻近，水治理行业迎来订单高峰，公司 2017 年新签水污染订单 86 亿，较 16 年增长近 7 倍，目前水治理在手合同额已达 100 亿。同时，公司新签订单的单体规模突破 20 亿，在水治理项目中属第一梯队，农村污水业务突破地域限制，在广西各县市、湖南、湖北、云南、江苏等遍地开花。
- **提前布局土壤治理，政策加速预期强：**当下大气治理和水治理已取得一定阶段性成果，未来土壤治理政策有望快速出台、落地。中国土壤治理尚处于起步阶段，预计十三五期间，有望释放 1517 亿场地修复和 4420 亿耕地修复市场空间。公司提前布局土壤治理，收购加拿大 RX 公司突破油田污染处置技术，国内揽获白洋淀上游渗坑治理项目，示范意义强。土壤布局初见成效，静待市场放量。
- **资金充足有保障：**公司目前资金充足，18 年一季末货币资金 2.83 亿元，公司公开发行可转换债已获得证监会批文，拟发行 4.3 亿可转换债用于南宁市城市内河黑臭水体项目，公司还拟向银行申请 70 亿综合授信额度。目前公司在手订单 122 亿，资金需求多来自于项目 20-30% 的资本金，且公司在项目公司也多采用只参股不控股的形式，资金有保障，融资顺利开展未来项目将快速落地。
- **盈利预测：**预计公司 2018/2019 年收入分别为 25.40/33.50 亿元，同比增长 73%/32%，归母净利润 2.72/3.89 亿元，同比增长 86%/43%，EPS 为 0.767/1.095 元，当前股价对应 18 年/19 年 PE 为 18/13 倍。首次覆盖，给以“买入”评级，目标价 16.8 元（对应 18 年 PE 22 倍）。

年度截止 12 月 31 日		2015	2016	2017	2018E	2019E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	42.99	62.68	146.70	272.94	389.53
同比增减	%	37.52%	45.79%	134.06%	86.05%	42.72%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.121	0.176	0.412	0.767	1.095
同比增减	%	37.52%	45.79%	134.06%	86.05%	42.72%
A 股市盈率(P/E)	X	115.70	79.36	33.91	18.22	12.77
股利 (DPS)	RMB 元	0.010	0.021	0.024	0.077	0.109
股息率 (Yield)	%	0.07%	0.15%	0.17%	0.55%	0.78%

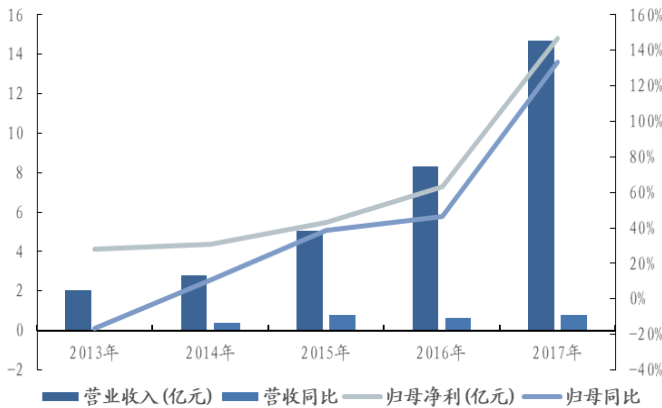
## 一、公司简介

博世科成立于1999年，2015年在创业板上市，是广西首家创业板上市的科技型企业。公司最早从事工业废水处理业务，后逐步转型发展环境综合治理服务、专业技术服务以及专业运营管理等业务，以承接环保工程或项目投资、建设、运营的方式开展业务。目前董事长王双飞持有公司21.28%股份，股权较为稳定。

公司近3年营收规模快速增长，主要系公司订单增长，营收三年复合增长率74%，归母净利润三年复合增长68%。公司毛利率和净利率结束了下滑的趋势，同比有所回升，毛利率29%，上升2pct，净利率10%，上升3pct。公司三费控制较好，期间费用保持下降趋势，2017年三费占比14%，较去年下降1pct。

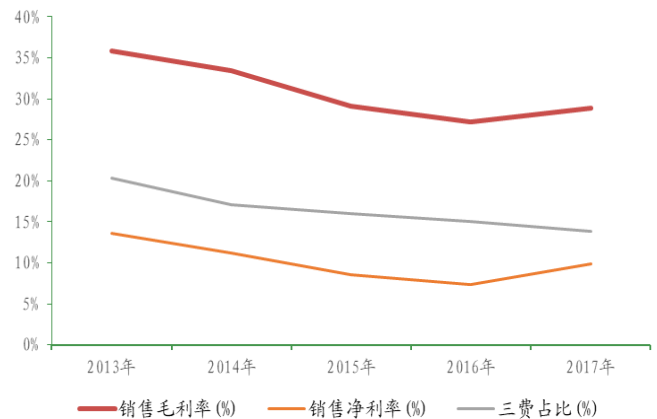
2018年一季度实现营收5.2亿元，同比增长141%，实现归母净利润6058万元，同比增长271%。公司通常上半年为投标准备阶段，收入确认多集中于第四季度。2016年/2017年一季度收入占总收入比重分别为12%/15%，一季度开局良好，18年业绩有望高增。

图1 公司营业收入、净利润变化情况（亿元）



资料来源：公司年报、群益金鼎证券整理

图2 公司营业收入结构（2017年）



资料来源：公司年报、群益金鼎证券整理

图3 公司营业收入、净利润变化情况（亿元）

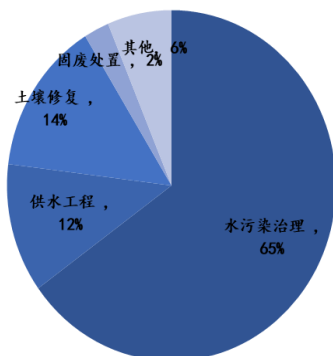
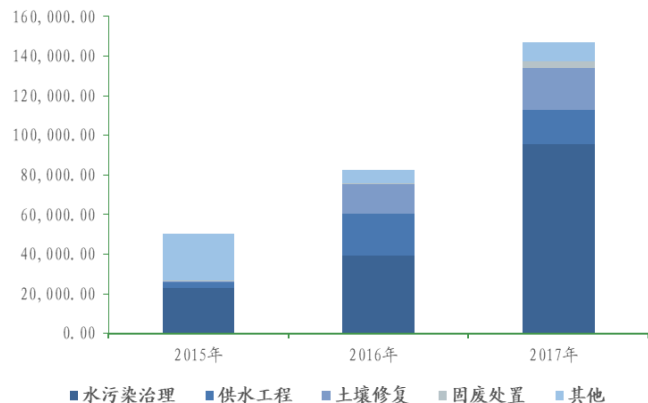


图4 公司营业收入结构（2017年）



资料来源：公司年报、群益金鼎证券整理

资料来源：公司年报、群益金鼎证券整理

分业务来看，水污染治理、供水工程、土壤修复和固废处置分别占比 60%、12%、14%和 2%。其中水污染治理业务增长迅速，由 2016 年的 8.20 亿增至 2017 年 13.84 亿，同比增长 68%，主要得益于水治理行业的高度景气。

公司重视技术开发，2017 年研发费用占营收比例为 3.09%，占管理费用比例为 33.30%，拥有研发人员 815 人，占公司在岗人数的 42%。公司汇聚了一批具有海外留学背景的高学历管理人员，董事长王双非先生获得国家科学技术进步二等奖，公司及下属子公司已取得专利 114 项，专利技术成果转化率达到 70%，拥有自主研发的 ACM 生物反应器等核心技术，用于设计制造针对性的环境治理设备，为承接环境综合治理订单提供强大的技术支撑。

目前资金充足，18 年一季末货币资金 2.83 亿元，公司公开发行可转换债已获得证监会批文，拟发行 4.3 亿可转换债，募集资金将全部用于南宁市城市内河黑臭水体项目，公司还拟向银行申请 70 亿综合授信额度。目前公司在手订单 122 亿，资金需求多来自于项目 20-30%的资本金，且公司在项目公司也多采用只参股不控股的形式，资金投入有限，融资顺利开展未来项目将快速落地。

## 二、水治理迎治理高峰，订单突破规模、地域限制

### 1、政策加码促水治理迎来治理高峰

水十条对阶段性水环境治理提出了明确治理目标，到 2020 年长江、黄河等七大重点流域水质优良（达到或优于 III 类）比例总体达到 70%以上，劣 V 类比例控制在 5%以下，地级及以上城市建成区黑臭水体均控制在 10%以上。为完成“水十条”相应目标，到 2020 年需要投入资金约 4-5 万亿元，其中近三年投入约为 2 万亿元，需各级地方政府投入约 1.5 万亿，未来 5 年水环境保护产品和设备的增长速度预计为 15%-20%，水环境服务业增长幅度大约为 30%-40%。

**治理结果与领导考核挂钩，“河长制”直击痛点：**1) 2016 年底环保部制定了水十条考核规定，自 2017 到 2020 年，逐年对上年度各地实施情况年度考核，考核结果将作为对各级领导班子和领导干部综合考核评价的重要依据，未通过考核地区和领导干部将被问责甚至约谈。2) 2017 年国内全面推行河长制，由党政领导担任“河长”负责各自河流的污染治理、流域和资源保护工作，落实到人头的举措直击痛点，目前全面推行河长制已取得重大进展，出台了省市县乡四级工作方案，建立 6 项配套制度，设立乡级及以上河长 31 万民、村级河长 62 万民。

**黑臭水体迎来“期中考”，离最终目标仍有距离：**近日黑臭水体整治环境保护专项行动已开启，生态环境部联合住房城乡建设部成立专项督查组，对全国 36 个重点城市和部分地级城市开展现场督查，对问题整改情况进行巡查、提出约谈建议，对问题严重的城市人民政府开展环境保护专项督察，距离十三五计划提出的 2020

年目标已不到三年，黑臭水体治理迎来“期中考”。

根据《中国环境状况公报》，2016年七大流域总体情况 I~III 类水占比 71.2%，劣 V 类水占比 9.1%。其中，海河污染严重亟待治理，I~III 类水占比 37.3%，劣 V 类水占比 41.0%，另外黄河、松花江、淮河、辽河与水十条目标（I~III 类水占比 70%，劣 V 类水占比 5%）还有一定距离。

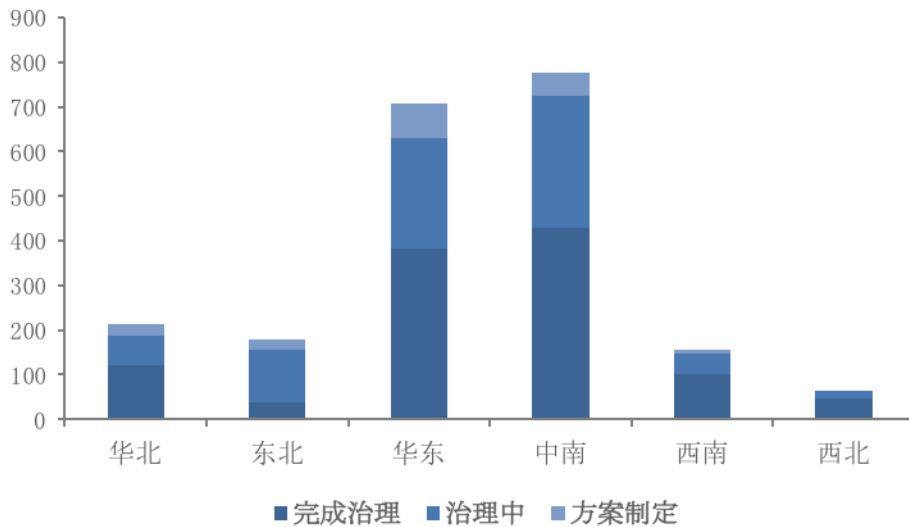
根据全国黑臭水体整治信息发布平台，全国已认定的黑臭水体有 2100 条，其中 53% 已完成治理，38% 在治理中，9% 已完成方案制定。分地区来看，华北、华东和中南黑臭水体目前已完成治理的分别占比 57%、54%、55%，东北完成治理的占比仅 21% 比较落后，而西南、西北地区已完成治理 65%、75%，位于地区治理前列。水十条要求 2020 年以前，地级及以上城市建成区黑臭水体均控制在 10% 以上，目前全国平均仅完成治理 53%，未来黑臭水体治理进度将加快，释放万亿市场空间。

表 1、2016 年七大流域水质情况

河流	总体情况	国考断面	I~III 类水	劣 V 类水
长江	水质良好	510	82.3%	3.5%
黄河	轻度污染	137	59.1%	13.9%
珠江	水质良好	165	89.6%	3.6%
松花江	轻度污染	108	60.2%	6.5%
淮河	轻度污染	180	53.3%	7.2%
海河	重度污染	161	37.3%	41.0%
辽河	轻度污染	106	45.3%	15.1%
平均水平		1617	71.2%	9.1%

资料来源：《中国环境状况公报》、群益金鼎证券整理

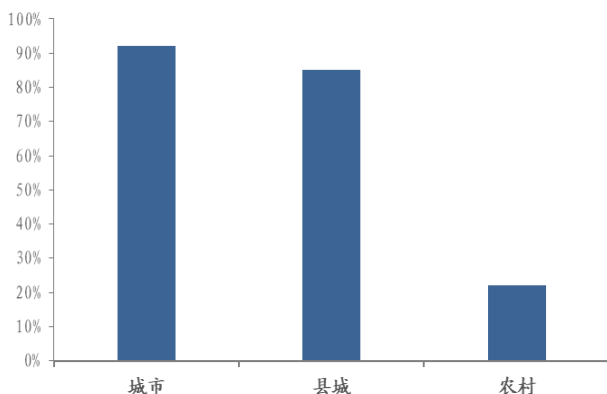
图 5 全国黑臭水体治理情况



资料来源：全国城市黑臭水体整治信息发布平台、群益金鼎证券整理

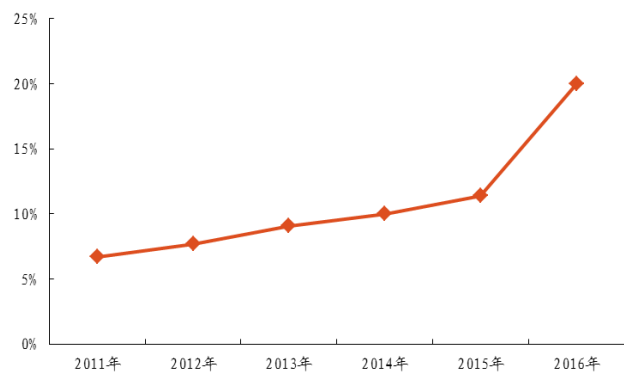
**农村污水处理广阔蓝海：**我国大中型城市污水处理取得了显著的成就，全国县城污水处理率达 82.1%，小城镇、农村因为人口分散、财政力度有限等原因，存在巨大的短板，2016 年中国对生活污水进行处理的行政村仅为 20%，农村生活污水治理率 22%。今年发布的乡村振兴战略，方案聚焦农村生活垃圾治理、梯次推进农村生活污水治理等，截止 2017 年底，中央财政农村环境保护专项资金规模已达 430 亿元，用于农村污水垃圾处理等，预计农村污水处理行业产值到 2020 年有望增至 840 亿元，2035 年有望 2000 亿元，农村环境综合治理市场前景广阔。

图 6 污水处理率对比 (%)



资料来源：公司年报、群益金鼎证券整理

图 7 生活污水处理的行政村比例 (单位：%)



资料来源：前瞻产业研究院、群益金鼎证券整理

## 2) 突破规模、地域限制，在手订单充裕

公司 17 年新签水污染治理合同达 86.37 亿元，较 16 年水污染合同 12.6 亿元增长了近 7 倍，目前水污染治理在手合同额已达 100 亿元，在手订单支撑业绩持续、稳定增长。

单体规模突破 20 亿，实力获验证：公司单体订单规模持续上升，从 2015 年平均千万级别的订单，到 2016 年几亿级别到 2017 年新签两单规模突破 20 亿，在水治理项目中处于较高水平。公司作为一个小市值公司，能够参与 20 亿规模的复杂项目，是公司自身实力上升的一大验证。

与国企合作，优势互补：公司考虑到订单规模过大带来的资金压力较大，采用了与有资金优势的国企合作来联合投标、共同承接订单的形式。以南宁市心圩江 PPP 项目为例，该项目总投资额高达 26 亿元，博世科选择了和北部湾投资集团合作，由北部湾作为联合体发起人，博世科只持股 19%。北部湾投资是以投资为主的国企，拥有资金优势，博世科拥有环保类产品和技術，双方优势互补，因此博世科得以在最小的资金占用下承接了接近一半的业务体量，实现了技术溢价。

三大项目将贡献主要收入，偿付能力佳：目前公司拥有三个水系治理的大项目，规模超 60 亿，南宁城内黑臭水体因为环保部督查的关系，进展较快，目前已完成工程的 20% 左右，澄江县和心圩江项目推进顺利，将在 2018 年贡献主要业绩。从偿付能力来看，公司两大项目所在地南宁市财政收入已突破 600 亿大关，财政保障和改善民生力度不断加大，项目推进有保障；另一大项目所在地澄江县将在十三五期间投入 145 亿实施流域生态治理、截污治污工程等，项目偿付能力佳。

表 2、公司 17 年新签大额合同

地区	项目名称	总投资	项目资本金	公司持股	联合体牵头人	建设运营期
广西	南宁市心圩江环境综合整治工程 PPP 项目	26.32 亿	8.38	19%	广西北部湾投资集团	10 个月+22 年
云南	澄江县农村生活污水处理及人居环境提升 PPP 项目	22.1 亿	6.63	23%	中国中车	2 年+23 年
广西	南宁市城市内河黑臭水体治理工程 EPC 项目	9.18 亿	—	51%	广西北部湾水务集团	—

资料来源：公司公告、群益金鼎证券整理

农村污水治理技术领先，突破地域限制：公司在乡镇污水处理领域拥有技术优势，公司自主研发的 ACM 生物反应器，采用一体化设计，具有占地省、能耗低、剩余污泥少、处理模式灵活等优点，能够实现整套设备可移动，目前已入选广西自治区推荐“十三五”乡镇污水处理推荐工艺，获得实用新型专利 1 项。公司的 ACM 生物反应器突破地域限制，订单遍地开花，已经成功推广到广西各市县、湖南省、湖北省、江苏省、云南省等地区，农村污水蓝海市场将持续增长，公司跨地区获取订单快速打开市场。

表 2、公司农村污水治理订单突破地域限制

公告日期	项目名称	金额（亿）	建设期+运营期	类型	地区
------	------	-------	---------	----	----

2016.8.5	沙洋县乡镇污水处理厂 PPP 项目	1.1	1+29 年	PPP	湖北
2016.9.20	钟山县镇级污水处理设施建设工程施工总承包项目	1.1	325 天	-	广西
2016.10.27	宜州市北山等七个乡镇污水处理工程特许经营项目	1.15	1 年	-	广西
2017.3.11	花垣县环境综合治理 PPP 项目	2.36	1+29 年	PPP	湖南
2017.3.24	澄江县污水处理厂中水回用工程项目	0.65	25 年	PPP	云南
2017.6.10	常宁市水口山经济开发区重金属废水深度处理循环利用扩建及管网建设工程 (EPC)	3.06	360 天	EPC	湖南
2017.8.23	株洲市攸县乡镇污水处理厂及配套管网工程 PPP 项目	3.11	污水厂 1+29 年; 管网 1+15 年	PPP	湖南
2017.8.31	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	22.1	2+23 年	PPP	云南
2017.11.25	宣恩县乡镇污水处理厂及配套管网工程 PPP 项目	3.97	1+29	PPP	湖北
2018.1.4	石首市乡镇生活污水处理 PPP 项目	2.83	2+28	PPP	湖北

资料来源：公司公告、群益金鼎证券整理

### 三、土壤治理政策预期强，公司提前布局静待万亿市场释放

**大气治理、水治理初见成效，土壤治理政策预期强：**大气、水、土壤污染防治三大战役已经打响，2017 年是“大气十条”第一阶段的收官之年，全国燃煤机组已基本完成超低排放改造任务，空气质量改善成效显著；水污染防治方面，目前根据“水十条”流域治理、城市黑臭水体治理和农村污水治理等方面具体目标正在加紧治理，2017 年底迎来中期考核。接下来，将是土壤污染治理的加速落地之旅。我国第一部土壤污染防治领域单行法《土壤污染防治法》，已于 18 年年初通过了草案第二次审议，有望在今年正式颁布。

表 3、土壤治理规划时间表

类型	预计时间	规划细则
法规	2018 年	颁布《土壤污染防治法》
数据	2018 年	查明农用地土壤污染的面积、分布
	2018 年	构建全国土壤环境信息化管理平台
	2020 年	掌握重点待业企业用地中的污染地块分布
	2020 年	土壤环境质量监测点位所有县（市、区）全覆盖
试点治理	2017 年起	开展污水与污泥、废气与废渣协同治理试点
	2017 年	部分产粮（油）大县和蔬菜产业重点县治理试点
	2020 年	200 个土壤污染治理与修复技术应用试点项目

资料来源：公开资料整理、群益金鼎证券整理

**土壤污染详查推进，专项资金落地：**近期各省市陆续开展全国土壤污染状况详查，“土十条”规定，要在 2018 年底前，摸清农用地污染的面积、分布及其对农

产品质量的影响，主要围绕有色矿、冶炼、石油开采、石油加工、化工、农药、焦化、单独、制革等土壤污染重点行业中的污染地块分布及其环境风险情况，提出有针对性的污染防治、风险防控等措施。针对土壤修复的资金支持力度也在不断扩大，17年中央财政安排专项资金65亿元，十三五期间，中央财政累计安排专项资金150亿元，将启动新一批土壤污染治理与修复积水应用试点。

**近万元市场待挖掘：**中国土壤治理尚处于起步阶段，目前土壤治理产值占总环保产值比重仅为0.5%，而发达国家土壤修复占环保产值30%左右，产业上升空间巨大。根据前瞻产业研究院测算，我国工业污染产地约160万亩，市场空间约为1万亿；待修复耕地污染面积3.92亿亩，市场空间8.84万亿；待修复矿山294万亩，市场空间约为2770亿元；预计十三五期间，工业场地、农业耕地的修复比例分别为15%和5%，则有望释放1517亿场地修复和4420亿耕地修复市场空间。

**收购RX布局土壤和地下水修复：**公司17年以1300万加币收购加拿大瑞美达克土壤修复服务公司（RX公司），提前布局油田污染处置及地下水修复领域，其核心技术RTTU热处理系统已经广泛应用于加拿大、英国及非洲等地的燃料坑与钻井污水坑的修复工作，公司成功运营Breton填埋场并将RTTU热备逐步国产化，表明公司在土壤修复和地下水治理业务实现技术新突破。

**业务布局初见成效，白洋淀项目示范意义大：**公司17年新签土壤修复合同额3.52亿元，目前在手合同额为2.27亿元。公司形成南方湘江流域和北方河北省的业务主线，涵盖重金属污染治理、土壤及地下水修复、海岸线生态修复等。公司17年还启动了河北省保定市首批污染渗坑治理项目——蠡县魏家佐村、王家营村渗坑治理工程，该项目位于白洋淀上游，距离雄安新区主城区不足50公里，两个渗坑治理收到中央环保督察组、河北省以及媒体的高度关注，具有示范标杆意义，对雄安新区及白洋淀治理也具有重要意义。公司土壤治理市场布局已经初见成效，静待市场放量。

#### 四、盈利预测

公司近两年显著受益于水治理行业的高度景气，迎来水治理业务的订单高峰，17年突破单体规模和地域的限制，目前水治理在手订单已超百亿。此外，公司积极布局土壤治理，目前大气、水、土壤治理三大战役中，大气治理和水治理已取得阶段性成果，土壤治理有望加快步伐，政策落地预期强，万亿市场起航。公司建设项目陆续建成投入运营后，运营收入将有望实现高增；公司环评监测业务作为轻资产板块位于环保产业链前端，增速明显，未来有望成为利润新增增长点。

预计公司2018/2019年收入分别为25.40/33.50亿元，同比增长73%/32%，归母净利润2.72/3.89亿元，同比增长86%/43%，EPS为0.767/1.095元，当前股价对应18年/19年PE为18/12倍。首次覆盖，给以“买入”评级，目标价16.8元（对应18年PE22倍）。



## 五、风险提示

- 1、债券发行额不及预期
- 2、项目开工不及预期

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy ( $ER \geq 30\%$ ); 买入 Buy ( $30\% > ER \geq 10\%$ )

中性 Neutral ( $10\% > ER > -10\%$ )

卖出 Sell ( $-30\% < ER \leq -10\%$ ); 强力卖出 Strong Sell ( $ER \leq -30\%$ )

## 附一：合并损益表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017	2018E	2019E
营业收入	505	829	1,469	2,540	3,350
经营成本	358	604	1,044	1,800	2,380
营业税金及附加	8	10	13	23	30
销售费用	18	23	40	66	84
管理费用	49	85	136	211	248
财务费用	14	17	28	66	90
资产减值损失	17	31	51	60	70
投资收益	(0)	0	1	1	2
营业利润	42	59	167	315	450
营业外收入	8	12	5	6	8
营业外支出	0	1	2	4	5
利润总额	50	70	170	317	453
所得税	7	9	25	48	68
少数股东损益	(0)	(1)	(2)	(3)	(5)
归属于母公司股东权益	43	63	147	273	390

## 附二：合并资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017	2018E	2019E
货币资金	171	518	458	526	605
应收账款	448	700	1,042	1,563	2,345
存货	81	53	121	194	291
流动资产合计	755	1,308	1,715	2,349	3,335
长期股权投资	8	8	168	176	185
固定资产	70	97	268	309	355
在建工程	132	624	1,209	1,390	1,598
非流动资产合计	76	260	562	1,658	2,762
<b>资产总计</b>	<b>1,042</b>	<b>2,298</b>	<b>3,921</b>	<b>5,882</b>	<b>8,235</b>
流动负债合计	646	981	1,846	2,953	4,430
非流动负债合计	27	298	781	1,172	1,758
负债合计	673	1,279	2,627	4,125	6,188
少数股东权益	-0	22	133	211	315
股东权益合计	369	997	1,161	1,546	1,732
<b>负债及股东权益合计</b>	<b>1,042</b>	<b>2,298</b>	<b>3,921</b>	<b>5,882</b>	<b>8,235</b>

## 附三：合并现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017	2018E	2019E
经营活动产生的现金流量净额	-75	-56	-150	-218	-291
投资活动产生的现金流量净额	-132	-371	-764	-869	-933
筹资活动产生的现金流量净额	279	742	777	1,156	1,303
现金及现金等价物净增加额	71	315	-137	69	79

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不在此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。