

业绩增速符合预期，实现有质量的高增长 买入（维持）

2018年10月31日

证券分析师 袁理

执业证号：S0600511080001
021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

证券分析师 刘博

执业证号：S0600518070002
liub@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	1,469	2,964	4,297	6,222
同比（%）	77.2%	101.9%	44.9%	44.8%
净利润（百万元）	147	299	433	627
同比（%）	134.1%	103.6%	45.0%	44.9%
每股收益（元/股）	0.41	0.84	1.22	1.76
P/E（倍）	27.00	13.18	9.07	6.29

投资要点

事件：公司发布三季报，前三季度实现营收 18.92 亿，同比增长 105.12%；实现归母净利润 1.75 亿，同比增长 111.59%；扣非后归母净利润为 1.77 亿，同比增长 134.87%。

■ **增速符合预期，实现有质量的高增长**：根据公司公告，前三季度实现营收 18.92 亿，同比增长 105.12%；实现归母净利润 1.75 亿，同比增长 111.59%；扣非后归母净利润为 1.77 亿，同比增长 134.87%。其中三季度单季实现收入 7.43 亿，同比增长 101.06%；实现归母净利润 0.69 亿，同比增长 131.53%；扣非后归母净利润为 0.74 亿，同比增长 167.61%。前三季度公司毛利率为 29.91%，同比提升 1.22 个百分点；净利率为 9.13%，同比提升 0.35 个百分点，在保持高增速的同时，盈利能力有所提升，实现有质量的高增长。

■ **在手订单饱满，为业绩持续高增长提供助力**：根据公司公告，前三季度新签合同合计 32.79 亿，其中 EPC、EP 类合同合计 15.68 亿；分内容来看，水污染防治合同额 22.77 亿、供水工程 1.74 亿、土壤修复 4.57 亿（含油泥处置及地下水修复）、环卫合同 2.02 亿、专业技术服务合同 1.23 亿、其他业务合同 0.46 亿。截至三季度末，公司在手合同累计额 131.77 亿，其中水污染治理合同 109.11 亿、供水工程 12.74 亿、土壤修复合同 3.92 亿、固废处置合同 2.67 亿、其他业务合同 1.58 亿、专业技术服务合同 1.75 亿。PPP 项目中公司累计投资额为 104.32 亿，其中公司作为社会资本方控股的 PPP 项目投资额为 56 亿；EPC、EP 类合同合计 20.44 亿；运营类在手合同额 5 亿；专业技术服务合同 1.75 亿，在手订单饱满，为业绩持续高增长提供助力。

■ **期间费用率小幅下降，现金流状况仍有待改善**：前三季度公司销售费用为 0.33 亿，同比增长 30.78%，主要是收入规模扩大带来的费用增加；管理费用（加回研发费用调整后）为 1.62 亿，同比增长 101.54%，主要是管理人员薪酬增加、以及公司加强对新产品的开发力度，导致研发费用增加所致。财务费用为 0.70 亿，同比增长 185.47%，主要是银行贷款增加带来相应利息支出增加所致。综合来看，前三季度期间费用率为 14.03%，与去年同期相比下降 1 个百分点，在收入高增速的同时公司费用控制良好。前三季度公司应收账款为 15.60 亿，占比营收为 82.44%，同比下降 24.92 个百分点。现金流方面，前三季度公司经营净现金流为 -2.50 亿，无论是同比还是环比来看，现金流状况仍然有待改善。

■ **盈利预测与投资评级**：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 13、9、6 倍，维持“买入”评级。

■ **风险提示**：订单执行不及预期，回款风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	11.07
一年最低/最高价	9.75/19.35
市净率(倍)	2.71
流通 A 股市值(百万元)	2918.95

基础数据

每股净资产(元)	4.09
资产负债率(%)	72.56
总股本(百万股)	355.82
流通 A 股(百万股)	263.68

相关研究

- 1、《博世科 (300422)：业绩符合市场预期，转债发行为业绩增长保驾护航》2018-07-04
- 2、《博世科：年报&一季报业绩高增速，转债获批助推公司持续成长》2018-05-06
- 3、《博世科：湖北项目再落一子，打造乡镇污水处理龙头值得期待》2018-01-05

事件：公司发布三季报，前三季度实现营收 18.92 亿，同比增长 105.12%；实现归母净利润 1.75 亿，同比增长 111.59%；扣非后归母净利润为 1.77 亿，同比增长 134.87%。

增速符合预期，实现有质量的高增长

根据公司公告，前三季度实现营收 18.92 亿，同比增长 105.12%；实现归母净利润 1.75 亿，同比增长 111.59%；扣非后归母净利润为 1.77 亿，同比增长 134.87%。其中三季度单季实现收入 7.43 亿，同比增长 101.06%；实现归母净利润 0.69 亿，同比增长 131.53%；扣非后归母净利润为 0.74 亿，同比增长 167.61%。前三季度公司毛利率为 29.91%，同比提升 1.22 个百分点；净利率为 9.13%，同比提升 0.35 个百分点，在保持高增速的同时，盈利能力有所提升，实现有质量的高增长。

在手订单饱满，为业绩持续高增长提供助力

根据公司公告，前三季度新签合同合计 32.79 亿，其中 EPC、EP 类合同合计 15.68 亿；分内容来看，水污染防治合同额 22.77 亿、供水工程 1.74 亿、土壤修复 4.57 亿（含油泥处置及地下水修复）、环卫合同 2.02 亿、专业技术服务合同 1.23 亿、其他业务合同 0.46 亿。截至三季度末，公司在手合同累计额 131.77 亿，其中水污染治理合同 109.11 亿、供水工程 12.74 亿、土壤修复合同 3.92 亿、固废处置合同 2.67 亿、其他业务合同 1.58 亿、专业技术服务合同 1.75 亿。PPP 项目中公司累计投资额为 104.32 亿，其中公司作为社会资本方控股的 PPP 项目投资额为 56 亿；EPC、EP 类合同合计 20.44 亿；运营类在手合同额 5 亿；专业技术服务合同 1.75 亿，在手订单饱满，为业绩持续高增长提供助力。

期间费用率小幅下降，现金流状况仍有待改善

前三季度公司销售费用为 0.33 亿，同比增长 30.78%，主要是收入规模扩大带来的费用增加；管理费用（加回研发费用调整后）为 1.62 亿，同比增长 101.54%，主要是管理人员薪酬增加、以及公司加强对新产品的开发力度，导致研发费用增加所致。财务费

用为 0.70 亿，同比增长 185.47%，主要是银行贷款增加带来相应利息支出增加所致。综合来看，前三季度期间费用率为 14.03%，与去年同期相比下降 1 个百分点，在收入高速增长的同时公司费用控制良好。前三季度公司应收账款为 15.60 亿，占比营收为 82.44%，同比下降 24.92 个百分点。现金流方面，前三季度公司经营性净现金流为 -2.50 亿，无论是同比还是环比来看，现金流状况仍然有待改善。

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。

盈利预测与估值

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 13、9、6 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	1,715	3,465	3,934	6,745	营业收入	1,469	2,964	4,297	6,222
现金	458	591	856	1,240	减:营业成本	1,044	2,114	3,064	4,437
应收账款	955	2,177	2,362	4,211	营业税金及附加	13	23	33	47
存货	121	230	279	459	营业费用	40	82	118	171
其他流动资产	182	467	437	835	管理费用	136	258	374	542
非流动资产	2,206	3,177	4,121	5,529	财务费用	28	32	40	56
长期股权投资	168	327	487	646	资产减值损失	51	128	186	269
固定资产	268	798	1,304	1,966	加:投资净收益	1	0	0	0
在建工程	1,209	1,438	1,652	2,159	其他收益	0	0	0	0
无形资产	363	418	486	564	营业利润	167	328	482	700
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	3,921	6,642	8,055	12,274	利润总额	170	334	489	707
流动负债	1,846	4,326	5,378	8,988	减:所得税费用	25	42	65	93
短期借款	490	1,742	2,639	4,329	少数股东损益	-2	-6	-9	-14
应付账款	783	1,852	1,967	3,564	归属母公司净利润	147	299	433	627
其他流动负债	573	732	772	1,095	EBIT	223	404	617	903
非流动负债	781	745	701	716	EBITDA	252	470	736	1,084
长期借款	561	524	481	495					
其他非流动负债	221	221	221	221	重要财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
负债合计	2,627	5,071	6,080	9,704	每股收益(元)	0.41	0.84	1.22	1.76
少数股东权益	133	127	118	104	每股净资产(元)	3.26	4.06	5.22	6.93
归属母公司股东权益	1,161	1,445	1,858	2,466	发行股份(百万股)	356	356	356	356
负债和股东权益	3,921	6,642	8,055	12,274	ROIC(%)	7.4%	8.8%	10.1%	10.2%
					ROE(%)	11.2%	18.6%	21.5%	23.9%
现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	毛利率(%)	28.9%	28.7%	28.7%	28.7%
经营活动现金流	-150	31	514	301	销售净利率(%)	10.0%	10.1%	10.1%	10.1%
投资活动现金流	-764	-1,037	-1,063	-1,589	资产负债率(%)	67.0%	76.3%	75.5%	79.1%
筹资活动现金流	777	1,139	815	1,672	收入增长率(%)	77.2%	101.9%	44.9%	44.8%
现金净增加额	-137	133	265	384	净利润增长率(%)	134.1%	103.6%	45.0%	44.9%
折旧和摊销	29	66	120	181	P/E	27.00	13.18	9.07	6.29

数据来源: 贝格数据, 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>

