

分析师: 顾敏豪

执业证书编号: S0730512100001

gumh00@ccnew.com 021-50588666-8012

研究助理: 唐俊男

tangjn@ccnew.com 021-50588666-8016

## 盈利高增长, 关注回款和现金流状况

——博世科(300422)季报点评

### 证券研究报告-季报点评

**增持(维持)**

市场数据(2018-10-26)

发布日期: 2018年10月29日

收盘价(元)	11.12
一年内最高/最低(元)	19.40/9.75
沪深300指数	3173.64
市净率(倍)	3.41
流通市值(亿元)	29.32

基础数据(2018-9-30)

每股净资产(元)	4.09
每股经营现金流(元)	-0.70
毛利率(%)	29.91
净资产收益率-摊薄(%)	12.04
资产负债率(%)	72.56
总股本/流通股(万股)	35581.53/26368.13
B股/H股(万股)	0/0

个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

**相关报告**

- 1 《博世科(300422)公司点评报告: 订单规模持续增长, 全年业绩预增 115%-144.9%》 2018-01-17
- 2 《博世科(300422)季报点评: 三季度业绩增速放缓, 在手订单充裕支撑未来成长》 2017-10-31
- 3 《博世科(300422)中报点评: 在手订单充裕, 水污染治理业务高速增长》 2017-08-30

**联系人: 李琳琳**
**电话:** 021-50588666-8045

**传真:** 021-50587779

**地址:** 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

**事件:**

公司发布三季报, 前三季度公司实现营业总收入 18.92 亿元, 同比增长 105.12%; 归属于上市公司股东的净利润 1.75 亿元, 同比增长 111.59%; 经营活动产生的现金流量净额-2.50 亿元, 同比下滑 39.72%; 基本每股收益 0.50 元。

**点评:**

- **业绩高速增长, 基本符合预期。** 18 年前三季度, 公司营业总收入和净利润维持高速增长。分季度来看, 公司 Q3 实现营业总收入 7.43 亿元、净利润 0.69 亿元, 分别同比增长 101.06%、131.53%。公司营收高速增长主要受在手工程施工及 PPP 订单充裕, 工程结算项目较多影响。前三季度, 公司销售毛利率 29.91%, 同比提升 1.21 个百分点; 销售期间费用率 10.76%; 同比下滑 3.37 个百分点; 资产减值损失/营业总收入为 4.13%, 同比持平; 销售净利率 9.13%, 同比基本持平。因此, 公司净利润增长主要原因为: 收入规模扩大、盈利能力提升及期间费用的控制。四季度为公司收入确认及结算旺季, 考虑到在手订单及公司融资情况, 预计全年业绩保持高速增长。
- **负债规模扩大, 财务费用增长显著。** 公司持续扩大在市政供水、水体修复、工业废水处理、固废处理等领域的市场规模, 主要模式为工程施工和特许经营模式, 资金需求较大。截止到三季度末, 公司短期借款 7.48 亿元, 较年初增长 52.71%; 长期借款 12.41 亿元, 较年初增长 121.37%; 应付债券 2.98 亿元。公司融资渠道相对通畅, 有息负债规模迅速扩张。因此, 这导致公司资产负债率快速提升到 72.56%; 并且, 18 年前三季度财务费用 7035.01 万元, 同比增长 185.47%, 显著高于营收增速。公司在手订单较为充裕, 但经营活动现金流持续为负, 需要持续的资金投入做大规模, 预计公司未来仍面临较大的资金需求。
- **应收账款较多, 经营活动现金流持续承压。** 截止到三季度末, 公司应收票据及应收账款 15.63 亿元, 同比增长 62.31%。其中, 应收票据 335.89 万元, 应收账款 15.60 亿元。前三季度, 受应收账款规模扩张影响, 公司计提资产减值损失 7809.69 万元, 同比增长 95.95%。18Q1-3 公司销售商品、提供劳务收到的现金为 7.72 亿元, 占营业总收入的 40.80%; 经营活动产生的现金流量净额-2.50 亿元, 同比下滑 39.72%。公司应收账款占资产比例较高、经营活动现金流持续为负, 与行业属性存在关系。四季度为集中回款期, 但预计应收账款持续增长、经营活动现金流偏紧趋势难以显著改观。
- **在手订单较多, 关注项目融资情况。** 前三季度, 公司新增合同金额 32.79 亿元, 其中, 水污染治理合同 22.77 亿元、供水工程 1.74 亿元、土壤

修复合同 4.54 亿元、城乡环卫合同 2.02 亿元，专业技术服务合同 1.23 亿元。从订单获取角度来看，公司巩固在供水和水环境修复领域的竞争地位，并扩大业务范围至环卫领域。公司累计在手合同 131.77 亿元，充足的订单储备构成未来收入及利润增长的必备条件。

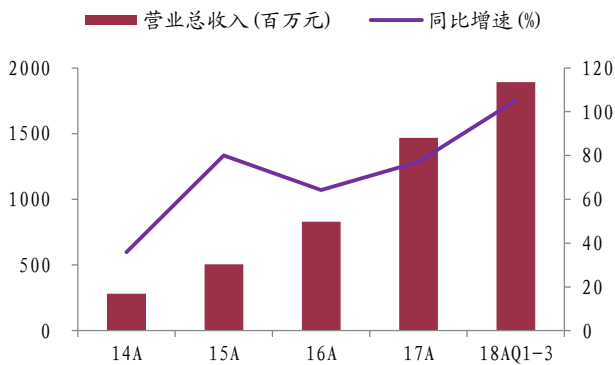
- **维持公司“增持”投资评级。** 暂不考虑可转换债券转股影响，预计公司 2018、19 年全面摊薄 EPS 分别为 0.77、1.05 元，按照 10 月 26 日 11.12 元/股收盘价计算，对应 PE 分别为 14.4 和 10.6 倍。目前公司估值水平相对于成长预期偏低，维持“增持”投资评级。

**风险提示：负债总额高速增长，资产负债率提升迅速，偿债压力增加风险；工程项目建设进度不及预期；应收账款持续增长，回款放缓风险。**

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	829.0	1468.5	2609.3	3764.2	5089.6
增长比率	64.3%	77.2%	77.7%	44.3%	35.2%
净利润(百万元)	62.7	146.7	274.3	373.1	501.0
增长比率	45.8%	134.1%	87.0%	36.0%	34.3%
每股收益(元)	0.18	0.41	0.77	1.05	1.41
市盈率(倍)	63.1	27.0	14.4	10.6	7.9

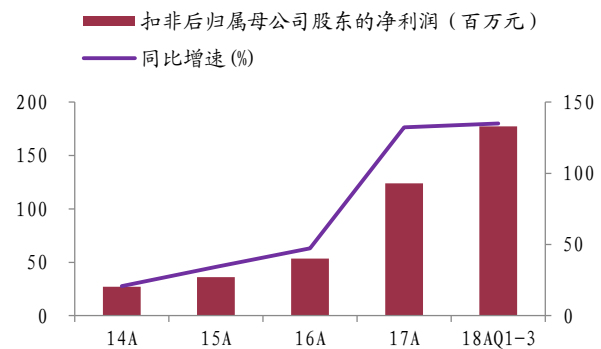
资料来源：贝格数据，中原证券

图 1: 18 年前三季度公司营业总收入保持高速增长



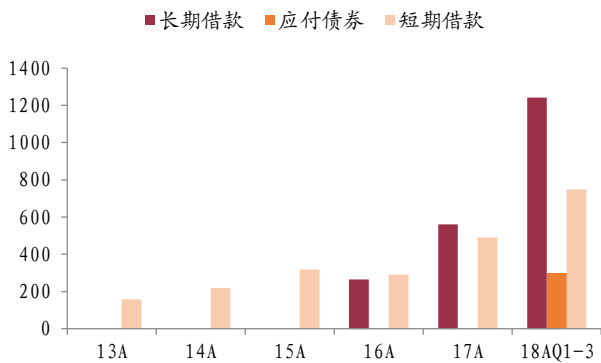
资料来源: Wind, 中原证券

图 2: 18 年前三季度公司扣非后净利润快速增长



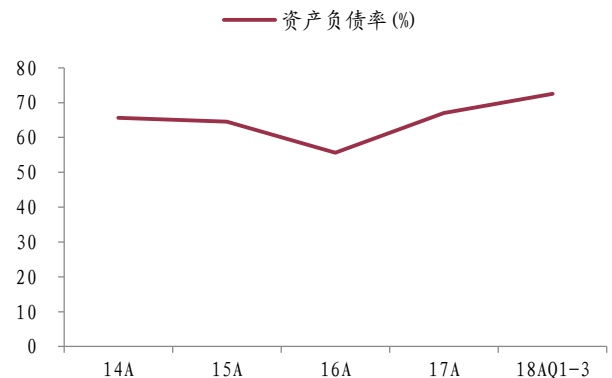
资料来源: Wind, 中原证券

图 3: 18 年前三季度公司有息负债规模扩张



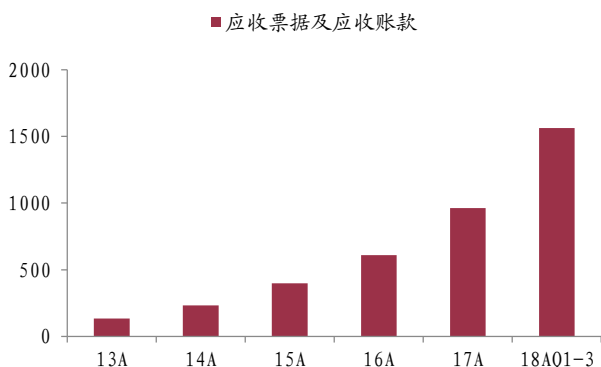
资料来源: Wind, 中原证券

图 4: 18 年前三季度公司资产负债率提升至高位



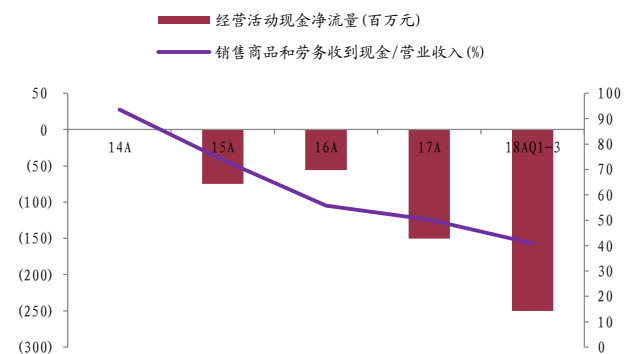
资料来源: Wind, 中原证券

图 5: 13-18 年公司应收票据及应收账款规模持续增长



资料来源: Wind, 中原证券

图 6: 18 年前三季度公司经营活动现金流走弱



资料来源: Wind, 中原证券

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>829.0</b>	<b>1468.5</b>	<b>2609.3</b>	<b>3764.2</b>	<b>5089.6</b>	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	603.6	1,044.4	1,850.0	2,668.8	3,608.5	营业收入增长率	64.3%	77.2%	77.7%	44.3%	35.2%
营业税费	10.3	12.6	31.4	45.2	61.1	营业利润增长率	40.9%	183.1%	99.7%	34.9%	33.5%
销售费用	23.3	40.1	70.5	101.6	137.4	净利润增长率	45.8%	134.1%	87.0%	36.0%	34.3%
管理费用	85.2	136.4	169.6	244.7	330.8	EBITDA 增长率	39.3%	137.1%	122.2%	47.7%	33.7%
财务费用	16.8	28.3	74.6	134.3	185.7	EBIT 增长率	35.4%	144.1%	115.1%	44.3%	35.2%
资产减值损失	31.0	51.0	90.6	130.6	176.6	NOPLAT 增长率	37.6%	150.8%	108.1%	43.2%	34.6%
<b>加: 公允价值变动收益</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	投资资本增长率	98.1%	110.5%	78.7%	33.9%	31.4%
投资和汇兑收益	0.1	0.6	-	-	-	净资产增长率	176.1%	27.0%	20.6%	21.5%	23.8%
<b>营业利润</b>	<b>58.8</b>	<b>166.6</b>	<b>332.7</b>	<b>449.0</b>	<b>599.4</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	11.0	3.1	-10.0	-10.0	-10.0	毛利率	27.2%	28.9%	29.1%	29.1%	29.1%
<b>利润总额</b>	<b>69.8</b>	<b>169.7</b>	<b>322.7</b>	<b>439.0</b>	<b>589.4</b>	营业利润率	7.1%	11.3%	12.8%	11.9%	11.8%
减: 所得税	8.6	24.8	48.4	65.8	88.4	净利润率	7.6%	10.0%	10.5%	9.9%	9.8%
<b>净利润</b>	<b>62.7</b>	<b>146.7</b>	<b>274.3</b>	<b>373.1</b>	<b>501.0</b>	EBITDA/营业收入	10.7%	14.4%	17.9%	18.4%	18.2%
<b>资产负债表</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	EBIT/营业收入	9.1%	12.6%	15.2%	15.2%	15.2%
货币资金	517.8	457.7	813.3	1,173.3	1,586.4	<b>运营效率</b>					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	36	45	93	136	137
应收帐款	687.7	1,033.7	2,227.9	2,791.0	4,277.8	<b>流动营业资本周转天数</b>	71	19	46	78	97
应收票据	12.7	8.4	64.1	145.1	279.1	流动资产周转天数	448	371	363	392	412
预付帐款	36.0	53.7	105.1	123.9	185.8	应收帐款周转天数	243	211	225	240	250
存货	52.6	121.1	290.1	377.1	625.2	存货周转天数	29	21	28	32	35
其他流动资产	0.7	40.8	45.6	39.9	42.1	总资产周转天数	725	762	720	713	702
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	292	340	361	376	368
持有至到期投资	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
长期股权投资	8.1	167.5	167.5	167.5	167.5	ROE	6.3%	12.6%	19.2%	21.2%	22.6%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	2.7%	3.7%	4.2%	4.4%	4.4%
固定资产	97.2	268.4	1,074.3	1,767.8	2,111.6	ROIC	14.7%	18.6%	18.4%	14.8%	14.8%
在建工程	624.3	1,208.5	1,025.1	915.1	1,132.1	<b>费用率</b>					
无形资产	94.9	363.4	539.9	708.0	867.9	销售费用率	2.8%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%
其他非流动资产	165.5	198.1	157.8	183.1	177.0	管理费用率	10.3%	9.3%	6.5%	6.5%	6.5%
<b>资产总额</b>	<b>2,297.6</b>	<b>3,921.4</b>	<b>6,510.7</b>	<b>8,391.9</b>	<b>11,452.6</b>	财务费用率	2.0%	1.9%	2.9%	3.6%	3.6%
短期债务	291.5	490.1	1,404.1	1,557.8	1,770.1	三费/营业收入	15.1%	13.9%	12.1%	12.8%	12.8%
应付帐款	565.7	807.6	1,659.0	1,973.5	3,038.3	<b>偿债能力</b>					
应付票据	14.9	30.1	52.1	96.2	144.4	资产负债率	55.6%	67.0%	76.0%	77.4%	79.5%
其他流动负债	108.8	518.0	455.3	454.4	575.8	负债权益比	125.5%	203.0%	317.1%	342.4%	387.8%
长期借款	264.9	560.5	1,285.8	2,297.6	3,433.1	流动比率	1.33	0.93	0.99	1.14	1.27
其他非流动负债	32.7	220.8	93.4	115.6	143.3	速动比率	1.28	0.86	0.91	1.05	1.15
<b>负债总额</b>	<b>1,278.5</b>	<b>2,627.2</b>	<b>4,949.8</b>	<b>6,495.1</b>	<b>9,104.9</b>	利息保障倍数	4.50	6.54	5.33	4.27	4.17
<b>少数股东权益</b>	<b>21.9</b>	<b>133.4</b>	<b>133.4</b>	<b>133.4</b>	<b>133.4</b>	<b>分红指标</b>					
股本	142.5	356.1	355.8	355.8	355.8	DPS(元)	0.02	0.04	0.08	0.10	0.14
留存收益	896.8	824.9	1,071.8	1,407.6	1,858.5	分红比率	13.7%	10.2%	10.0%	10.0%	10.0%
<b>股东权益</b>	<b>1,019.1</b>	<b>1,294.2</b>	<b>1,560.9</b>	<b>1,896.8</b>	<b>2,347.7</b>	股息收益率	0.2%	0.4%	0.7%	0.9%	1.3%
<b>现金流量表</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
净利润	61.2	144.9	274.3	373.1	501.0	EPS(元)	0.18	0.41	0.77	1.05	1.41
加: 折旧和摊销	13.6	29.1	71.0	118.4	149.4	BVPS(元)	2.80	3.26	4.01	4.96	6.22
资产减值准备	31.0	51.0	-	-	-	PE(X)	63.1	27.0	14.4	10.6	7.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.0	3.4	2.8	2.2	1.8
财务费用	18.2	40.9	74.6	134.3	185.7	P/FCF	-28.0	-21.2	12.1	9.5	8.6
投资收益	-0.1	-0.6	-	-	-	P/S	4.8	2.7	1.5	1.1	0.8
少数股东损益	-1.5	-1.8	-	-	-	EV/EBITDA	16.7	22.2	12.6	9.7	8.3
营运资金的变动	-238.4	-32.2	-640.2	-413.3	-686.3	CAGR(%)	82.7%	51.2%	85.6%	82.7%	51.2%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>-55.9</b>	<b>-150.2</b>	<b>-220.2</b>	<b>212.5</b>	<b>149.8</b>	PEG	0.8	0.5	0.2	0.1	0.2
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-371.0</b>	<b>-764.0</b>	<b>-874.8</b>	<b>-864.3</b>	<b>-872.2</b>	ROIC/WACC	1.8	2.3	2.3	1.9	1.9
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>742.3</b>	<b>777.3</b>	<b>1,450.6</b>	<b>1,011.8</b>	<b>1,135.5</b>	REP	0.9	1.1	0.8	0.8	0.7

资料来源: 贝格数据, 中原证券

### 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

### 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，本公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。