

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 11.66  
合理价格区间(元): 15.51~17.58

**王玮嘉** 执业证书编号: S0570517050002  
研究员 021-28972079  
wangweijia@htsc.com

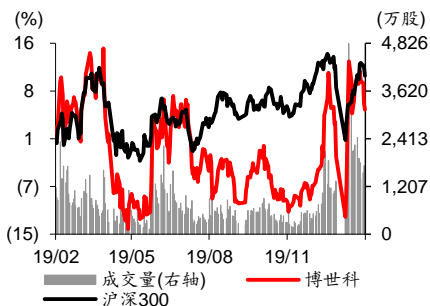
**吴祖鹏** 0755-82492080  
联系人 wuzupeng@htsc.com

**施静** 010-56793967  
联系人 shi\_jing@htsc.com

相关研究

- 1《博世科(300422 SZ,买入): 业绩符合预期, 业务结构持续优化》2019.08
- 2《博世科(300422,买入): 业绩基本符合预期, 股权激励计划彰显信心》2019.04
- 3《博世科(300422,买入): 3Q 净利+132%, 在手订单充裕支撑高增长》2018.10

一年内股价走势图



资料来源: Wind

## 现金流明显好转,业务结构持续优化

### 博世科(300422)

**业务结构好转, 维持“买入”评级**

2019 年公司实现营收/营业利润/归母净利润分别同比+19%/+18%/+21%, 业绩处于前期业绩预告的下半区间。目前公司不断优化业务结构, 在手订单充裕, 伴随存量 PPP 项目逐步进入运营期, 预计未来可形成稳定的经营现金流入。预计 2019-21 年归母净利润为 2.9/3.7/4.6 亿元(前值: 3.2/4.4/5.2 亿元), 给予公司 2020 年 15-17x 目标 P/E, 对应目标价 15.51-17.58 元, 维持“买入”评级。

**业绩处于前期预告下半区间, 在手订单充裕驱动业绩持续放量**

根据公司业绩快报, 2019 年公司实现营业收入/营业利润/归母净利润 32.40/3.27/2.85 亿元, 同比+19%/+18%/+21%, 业绩处于前期预告的下半区间。目前公司在手订单充裕, 截至 2019 年三季度末, 公司新增订单 25.2 亿元, 公司在手合同累计 103.6 亿元, 是公司 2018 年营收 3.8 倍, 其中水污染治理/供水工程/土壤修复/固废处置分别为 68.3/12.8/5.3/6.1 亿元, 充足订单将有效保障公司未来业绩增长。

**业务结构向运营模式转型, 2019 年经营性现金流明显好转**

2019 年经营性现金流量净额为 1.1 亿元, 上年同期为-0.4 亿元, 现金流显著好转, 主要受以往订单结构的影响, 全年公司存量 PPP 项目逐步进入运营期, 预计未来可形成稳定的经营现金流入。公司不断优化业务结构, 向产业链高端领域延伸, 新签订单主要围绕回款周期短的 EPC&EP 项目(根据公司公告, 前三季度 EPC 和 EP 类项目新增订单 19.8 亿元, 在新增订单总额中占比 79%)及专业技术服务, 预计未来工程类收入占比或将下降, 经营性现金流有望持续改善。

**公开增发事项获批, 多管齐下降低资金压力**

根据公司业绩快报测算得, 截至 2019 年底, 公司资产负债率达 80.5%, 较 19Q3 末环比增长 4pct, 主因系目前公司 PPP 订单规模仍较大, 落实项目所需资金压力较大。根据公司公告, 公司增发已获证监会过, 募资规模不超过 7.1 亿元, 此举有望驱动公司顺利完成存量 PPP 项目投资建设。此外, 公司还将在推进可转债转股、引入战略投资者(但不会涉及实控人变更)等方面积极作为, 在业务方面, 公司将进一步提升设备销售占比, 减少 PPP 项目, 加快现金回笼, 多角度入手以期缓解资金压力。

**适当下调 2019-21 年盈利预测, 给予“买入”评级**

考虑到 19 年业绩较我们前期预期偏低, 我们适当下调 2019-21 年归母净利润预测分别为 2.9/3.7/4.6 亿元(前值: 3.2/4.4/5.2 亿元), 对应 EPS 0.80/1.03/1.30(前值: 0.90/1.24/1.25), 参考可比公司 2020 年 P/E 均值为 16.6 倍, 给予公司 2020 年 15-17x 目标 P/E, 对应目标价 15.51-17.58 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 项目进度不及预期, 新中标项目数量不及预期等。

公司基本资料

总股本(百万股)	355.84
流通 A 股(百万股)	253.33
52 周内股价区间(元)	9.57-12.84
总市值(百万元)	4,149
总资产(百万元)	8,589
每股净资产(元)	4.92

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,469	2,724	3,241	3,863	4,550
+/-%	77.15	85.49	18.98	19.19	17.77
归属母公司净利润(百万元)	146.70	235.26	285.09	368.00	463.11
+/-%	134.06	60.37	21.18	29.09	25.84
EPS(元, 最新摊薄)	0.41	0.66	0.80	1.03	1.30
PE(倍)	28.28	17.64	14.55	11.27	8.96

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 可比公司估值表 (2020/2/26)

公司名称	股票代码	股价	市值(mn)	市盈率 (x)		市净率 (x)		净资产收益率 (x)		数据来源
				2019/8/29	2019/8/29	19E	20E	19E	20E	
国祯环保	300388	11.30	7,578	22.71	17.96	2.54	2.29	11%	13%	Wind
碧水源	300070	9.49	30,032	21.86	18.42	1.49	1.39	7%	8%	Wind
高能环境	603588	11.28	7,607	17.68	13.48	2.56	2.21	14%	16%	Wind
平均值			15,072	20.75	16.62	2.20	1.96	11%	12%	
中间值			7,607	21.86	17.96	2.54	2.21	11%	13%	
博世科	300422	11.66	4,149	14.55	11.27	2.30	1.93	17%	19%	华泰

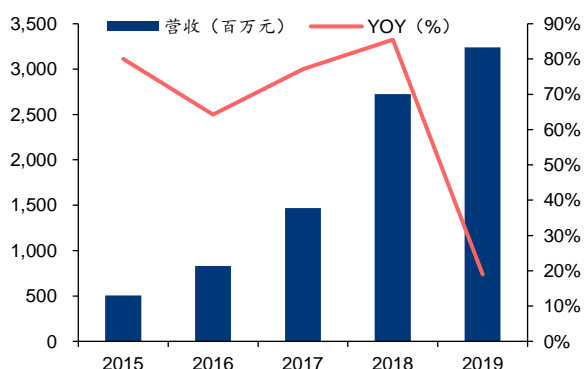
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表2: 盈利预测调整表

项目	原预测 (调整前)			现预测 (调整后)			变化幅度(pct)		
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
收入增速 (%)	40.2%	31.4%	12.5%	19.0%	19.2%	17.8%	-21.2	-12.2	5.3
毛利率 (%)	28.5%	27.8%	27.9%	27.7%	27.6%	27.6%	-0.8	-0.2	-0.3
期间费用率 (%)	10.9%	9.9%	9.2%	10.5%	9.7%	8.9%	-0.4	-0.2	-0.3
净利率 (%)	8.4%	8.8%	9.1%	8.8%	9.5%	10.2%	0.4	0.7	1.1
归母净利润 (百万元)	321	441	515	285	368	463	-11%	-17%	-10%
EPS (元)	0.90	1.24	1.45	0.80	1.03	1.30	-11%	-17%	-10%

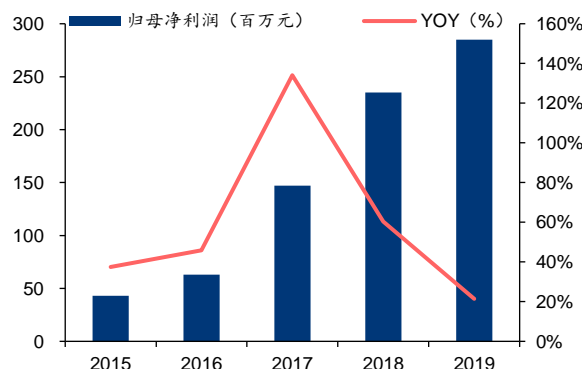
资料来源: 华泰证券研究所

图表3: 公司营收情况 (百万元)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

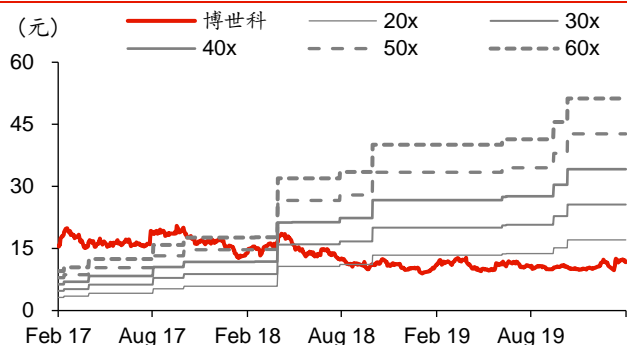
图表4: 公司归母净利润情况 (百万元)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

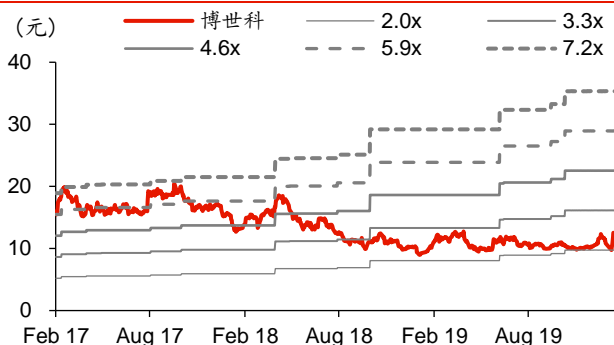
**PE/PB - Bands**

图表5: 博世科历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表6: 博世科历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1,715	2,901	3,198	3,747	4,516
现金	457.69	732.17	246.43	266.21	437.22
应收账款	954.57	1,707	2,486	2,964	3,490
其他应收账款	79.15	108.65	209.47	249.68	294.05
预付账款	53.66	85.10	102.45	122.16	143.90
存货	121.05	149.00	32.11	22.97	27.06
其他流动资产	49.26	119.86	121.03	122.43	123.97
非流动资产	2,206	3,624	4,442	5,412	6,504
长期投资	167.53	321.61	321.61	321.61	321.61
固定投资	268.40	486.76	1,198	1,832	2,254
无形资产	363.39	759.30	1,125	1,870	2,589
其他非流动资产	1,407	2,056	1,798	1,388	1,339
资产总计	3,921	6,526	7,640	9,159	11,020
流动负债	1,846	2,965	3,982	5,364	6,894
短期借款	490.11	832.48	1,526	2,510	3,544
应付账款	783.00	1,168	1,407	1,677	1,976
其他流动负债	572.75	964.60	1,049	1,176	1,374
非流动负债	781.35	1,841	1,675	1,469	1,369
长期借款	560.51	1,129	1,181	975.01	875.29
其他非流动负债	220.84	711.83	493.83	493.83	493.83
负债合计	2,627	4,806	5,657	6,832	8,263
少数股东权益	133.36	188.00	183.44	177.56	170.15
股本	356.07	355.82	355.82	355.82	355.82
资本公积	464.26	465.73	465.73	465.73	465.73
留存公积	360.61	580.93	978.87	1,328	1,766
归属母公司股东权益	1,161	1,531	1,800	2,149	2,587
负债和股东权益	3,921	6,526	7,641	9,159	11,020

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	(150.23)	(39.80)	108.97	603.36	749.22
净利润	146.70	235.26	285.09	368.00	463.11
折旧摊销	29.15	47.15	101.53	193.55	276.63
财务费用	28.25	102.43	133.38	127.20	116.51
投资损失	(0.61)	2.54	2.54	2.54	2.54
营运资金变动	(415.72)	(519.68)	(409.00)	(82.05)	(102.16)
其他经营现金	62.00	92.49	(4.56)	(5.89)	(7.41)
投资活动现金	(763.96)	(1,096)	(1,141)	(1,165)	(1,371)
资本支出	694.55	909.57	1,134	1,159	1,365
长期投资	159.22	182.49	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(89.81)	4.11	6.39	6.39	6.39
筹资活动现金	777.26	1,294	(53.92)	(418.23)	(306.92)
短期借款	198.61	342.36	693.21	984.51	1,034
长期借款	295.66	568.52	52.19	(206.21)	(99.72)
普通股增加	213.59	(0.25)	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(210.10)	1.46	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	279.51	382.26	(799.32)	(1,197)	(1,241)
现金净增加额	(136.93)	158.38	(1,086)	(980.22)	(928.99)

### 利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,469	2,724	3,241	3,863	4,550
营业成本	1,044	1,947	2,344	2,795	3,293
营业税金及附加	12.59	26.24	29.17	34.77	40.95
营业费用	40.12	54.27	58.34	69.54	81.89
管理费用	136.38	137.55	148.61	177.13	208.60
财务费用	28.25	102.43	133.38	127.20	116.51
资产减值损失	50.97	100.09	106.96	127.49	150.14
公允价值变动收益	0.00	0.38	0.38	0.38	0.38
投资净收益	0.61	(2.54)	(2.54)	(2.54)	(2.54)
营业利润	166.59	277.20	326.45	420.38	528.10
营业外收入	4.89	2.49	9.30	9.77	10.25
营业外支出	1.78	13.53	13.53	14.21	14.92
利润总额	169.70	266.15	322.22	415.94	523.43
所得税	24.77	34.65	41.69	53.82	67.73
净利润	144.93	231.50	280.53	362.12	455.71
少数股东损益	(1.77)	(3.76)	(4.56)	(5.89)	(7.41)
归属母公司净利润	146.70	235.26	285.09	368.00	463.11
EBITDA	261.14	604.88	761.30	979.12	1,201
EPS (元, 基本)	0.41	0.66	0.80	1.03	1.30

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	77.15	85.49	18.98	19.19	17.77
营业利润	183.12	66.40	17.77	28.77	25.62
归属母公司净利润	134.06	60.37	21.18	29.09	25.84
获利能力 (%)					
毛利率	28.88	28.52	27.68	27.65	27.63
净利率	9.99	8.64	8.80	9.53	10.18
ROE	13.60	17.48	17.11	18.64	19.56
ROIC	13.54	18.84	15.55	14.67	13.97
偿债能力					
资产负债率 (%)	67.00	73.65	74.04	74.60	74.98
净负债比率 (%)	46.09	46.33	51.65	53.43	55.48
流动比率	0.93	0.98	0.80	0.70	0.66
速动比率	0.86	0.93	0.80	0.69	0.65
营运能力					
总资产周转率	0.47	0.52	0.46	0.46	0.45
应收账款周转率	1.89	2.05	1.55	1.42	1.41
应付账款周转率	1.60	2.00	1.82	1.81	1.80
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.41	0.66	0.80	1.03	1.30
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.42)	(0.11)	0.31	1.70	2.11
每股净资产(最新摊薄)	3.26	4.30	5.06	6.04	7.27
估值比率					
PE (倍)	28.28	17.64	14.55	11.27	8.96
PB (倍)	3.57	2.71	2.30	1.93	1.60
EV_EBITDA (倍)	15.89	6.86	5.45	4.24	3.45

资料来源:公司公告, 华泰证券研究所预测

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com