



定增远非单单缓解资金压力，更看重战投共振效应

博世科(300422)

评级:	买入	股票代码:	300422
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	13.9/9.73
目标价格:	17.17	总市值(亿)	42.49
最新收盘价:	11.94	自由流通市值(亿)	39.37
		自由流通股数(百万)	329.75

事件概述

2020年7月23日，公司公告公开增发结果，本次公开增发不超过49,871,023股人民币普通股(A股)，发行价格为11.63元/股，募集资金总额为不超过579,999,997.49元(含发行费用)。募集资金用于北部湾资源再生环保服务中心(一期)、湖南博世科环保产业园(二期)基地建设以及补充流动资金。

分析判断:

▶ 定增远非单单改善资产负债，战投引入将助力公司二次创业

此次定增网下机构投资者有效申购共6户，包括广州环保投资集团有限公司、广西环保集团及重庆环保产业股权投资基金管理有限公司等，能够非常明显的看出，这3家机构并非简单的财务投资者，后期与公司的进一步合作可期。早在2019年5月，公司就发布公告称，拟引进国有战略投资者广西环保产业投资集团有限公司，并与其签署了《战略合作框架协议》，此次定增落地便是广西环保产业投资集团与博世科正式开启战略合作的正式开局。博世科作为自治区内目前唯一环保上市公司，合作有助于公司在自治区内的污水处理、土壤修复、固体废物处置、垃圾处置等领域获取更多的业务资源和资金支持，提升公司在广西环保圈的行业地位和综合竞争力。广州环保投资集团有限公司作为广州市政府直属的全资国有企业，业务覆盖大固废领域，垃圾焚烧业务立足广州，总体处理能力达到26000吨/日，此前博世科专注于水保护领域，相信两家的合作，能在水+固废领域碰撞出更多火花。重庆方面，今年3月17日，公司与重庆固废公司签署《战略合作框架协议》，双方拟在土壤修复、固废处置等领域建立长期合作关系，切实推进渝桂两地环保产业快速发展。本次定增共募集资金5.8亿元，但意义却并非单在改善资产负债结构，提高公司抗风险能力上，我们从3家战投机构的引入来看，双方更加看重的是未来的发展和合作，相信此次定增的落地，可以为公司未来发展提供充足后劲，助力公司二次创业成功，真正成长为国内有技术、有耐力、走的远的环保企业。

▶ 募投项目优质，专注固废及装备制造领域。

公司本次募集资金主要用于北部湾资源再生环保服务中心(一期)、湖南博世科环保产业园(二期)基地建设以及补充流动资金。北部湾资源再生环保服务中心(一期)定位为区域性、综合性工业废物处理处置项目，计划总投资3.37亿元，建设期2年，建成后危废处理处置规模6.4万吨/年，其中焚烧处理1.65万吨/年，固化填埋处理3万吨/年，物化处理1万吨/年，蚀刻液综合利用0.75万吨/年，项目建成投产后，将快速提升公司固废业务水平，增厚业绩。湖南博世科为公司在广西区域外拓展华中区域和长江流域市场业务的主要基地，湖南博世科环保产业园项目建设内容包括环保高精装备生产制造车间、一体化污水处理设备生产制造车间等，项目建成后，湖南博世科将形成合计年产400台高速高效离心鼓风机、高速离心压缩机、透平真空泵和混合器，以及年产240台一体化污水处理设备的能力，同时进一步增强环保全产业链服务能力，服务范围将涵盖科技孵化、技术研发、工程设计、环境影响评价、环境监测、环境检测等，届时湖南子公司将成为公司拓展华中及广东市场的主要后方基地。

▶ 业务结构优化运营提升明显，现金流有望持续改善。

2019年开始，公司主动求变，不再主动获取单体PPP项目，在手PPP项目优胜劣汰，逐步退出一些边际不清、因政府方原因长期无法实施或长期无法进入运营的PPP项目，进一步提升公司PPP业务整体质量。同时公司多数存量PPP项目转入运营期，形成稳定的经营现金流入，2019年公司实现运营收入1.62亿元，同比增长

173.43%。公司成立专门项目回款小组，回款金额与各部门业绩挂钩，加强回款管理。随着公司业务转型逐步完成，公司现金有望持续流入，改善过去几年经营性现金流持续流出的情况，叠加定增完成能多方面缓解公司资金压力。

投资建议

公司如今通过去杠杆、改善业务结构，提高运营收入占比，舍弃部分不增收的 PPP 项目等方式降低大额资本支出，改善现金流。同时本次定增完成，意义远不止缓解公司资金压力，更长远的是为公司引入战略合作伙伴，拓展未来业务范围及领域，提供二次创业的机会。我们维持之前预测，预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 40.96 亿元、50.16 亿元、63.05 亿元，分别同比增加 26.3%、22.5%、25.7%；归母净利润分别为 3.58 亿元、4.41 亿元、5.31 亿元，同比增长 26.7%、23.1%、20.5%；对应 EPS 为 1.01/1.24/1.49 元。给予 2020 年 17 倍估值，对应目标价 17.17 元，维持“买入”评级。

风险提示

- 1) 债务融资不及预期；
- 2) 项目回款不及预期；
- 3) 订单获取不及预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,724	3,244	4,096	5,016	6,305
YoY (%)	85.5%	19.1%	26.3%	22.5%	25.7%
归母净利润(百万元)	235	282	358	441	531
YoY (%)	60.0%	20.3%	26.7%	23.1%	20.5%
毛利率 (%)	28.5%	28.9%	29.7%	29.6%	29.2%
每股收益 (元)	0.66	0.79	1.01	1.24	1.49
ROE	15.3%	15.8%	10.5%	8.1%	6.7%
市盈率	18.10	15.04	11.87	9.64	8.00

资料来源：Wind，华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	3,244	4,096	5,016	6,305	净利润	278	353	434	523
YoY (%)	19.1%	26.3%	22.5%	25.7%	折旧和摊销	74	56	55	56
营业成本	2,307	2,881	3,530	4,461	营运资金变动	-469	-427	156	161
营业税金及附加	18	30	35	43	经营活动现金流	105	44	719	821
销售费用	66	88	104	132	资本开支	-1,347	-1,568	-1,550	-1,578
管理费用	168	184	211	240	投资	140	0	0	0
财务费用	170	180	222	241	投资活动现金流	-1,214	-1,564	-1,544	-1,570
资产减值损失	-1	0	0	0	股权募资	36	0	0	0
投资收益	8	4	6	8	债务募资	2,465	1,752	934	935
营业利润	323	411	503	605	筹资活动现金流	1,242	1,692	861	852
营业外收支	-6	-6	-6	-6	现金净流量	136	172	36	104
利润总额	317	405	497	599	主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
所得税	39	52	63	76	成长能力 (%)				
净利润	278	353	434	523	营业收入增长率	19.1%	26.3%	22.5%	25.7%
归属于母公司净利润	282	358	441	531	净利润增长率	20.3%	26.7%	23.1%	20.5%
YoY (%)	20.3%	26.7%	23.1%	20.5%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.79	1.01	1.24	1.49	毛利率	28.9%	29.7%	29.6%	29.2%
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	净利率率	8.6%	8.6%	8.7%	8.3%
货币资金	1,219	1,390	1,427	1,531	总资产收益率 ROA	3.1%	2.8%	2.7%	2.5%
预付款项	73	112	131	164	净资产收益率 ROE	15.8%	10.5%	8.1%	6.7%
存货	244	282	343	440	偿债能力 (%)				
其他流动资产	2,281	2,892	3,487	4,346	流动比率	0.79	0.92	0.91	0.91
流动资产合计	3,817	4,677	5,388	6,482	速动比率	0.72	0.84	0.83	0.83
长期股权投资	281	281	281	281	现金比率	0.25	0.27	0.24	0.22
固定资产	637	2,095	3,869	5,980	资产负债率	78.2%	71.8%	66.0%	61.7%
无形资产	853	1,093	1,310	1,514	经营效率 (%)				
非流动资产合计	5,366	8,137	11,216	14,661	总资产周转率	0.35	0.32	0.30	0.30
资产合计	9,182	12,813	16,604	21,143	每股指标 (元)				
短期借款	1,031	1,031	1,031	1,031	每股收益	0.79	1.01	1.24	1.49
应付账款及票据	2,532	2,665	3,359	4,314	每股净资产	5.03	9.59	15.30	22.22
其他流动负债	1,279	1,407	1,544	1,740	每股经营现金流	0.29	0.12	2.02	2.31
流动负债合计	4,842	5,104	5,934	7,085	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	1,442	3,194	4,128	5,063	估值分析				
其他长期负债	900	900	900	900	PE	15.04	11.87	9.64	8.00
非流动负债合计	2,342	4,094	5,028	5,963	PB	2.08	1.24	0.78	0.54
负债合计	7,184	9,198	10,962	13,048					
股本	356	356	356	356					
少数股东权益	208	203	196	188					
股东权益合计	1,998	3,616	5,641	8,095					
负债和股东权益合计	9,182	12,813	16,604	21,143					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

晏溶：2019年加入华西证券，现任环保公用行业首席分析师。华南理工大学环境工程硕士毕业，中级工程师，曾就职于广东省环保厅直属单位，6年行业工作经验+1年买方工作经验+3年卖方经验。

周志璐：2020年4月加入华西证券，现为环保公用组研究助理，澳大利亚昆士兰大学会计学硕士。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。