

## 博世科 (300422) 深度研究报告

**强推 (维持)**

目标价: 14.40 元

当前价: 11.24 元

**迎来拐点, 轻装前行**

- ❖ **技术起家, 引入国资战投增强综合实力。**公司 1999 年创立以来立足水污染治理技术, 形成了水污染治理、土壤修复、供水工程、固废处置及二氧化氯制备及清洁化生产、环保装备制造、环保项目运营、环保专业技术服务等多领域、全产业链布局。2019 年公司与广西环保产业投资集团签署了《战略合作框架协议》, 有望依靠广西环保产业平台背景, 发挥博世科技术优势, 在污水处理、土壤修复、固废处置等方面开展深入合作。
- ❖ **环保投资与融资端供需向好。环保需求端提升:** 由于 2019 年 9 月国常会决议 2020 年提前下达专项债禁止投向土储等房地产项目影响, 2020 年投向重心明显改变, 2020 年 Q1 环保方向专项债发行额 977 亿元, 同比大幅增长 430.98%, 环保行业需求端的投入需求明显上升。**资金供给端改善落地:** 环保上市公司的公司债自 2017 年大幅下滑后逐年回升, 2019 年发债总额升至 109 亿元, 同比增长 102.23%; 市场利率也由 2017 年的 6.63% 下降至 2019 年的 4.92%。**PPP 保持稳健发展, 环保类项目优于行业整体:** 环保类 PPP 项目尽管受到行业整体影响规模下降, 但 2020 年 1 月净新增项目的量与投资额增速均出现回升, 且环保类项目个数和金额在 PPP 整体领域的占比反而实现了提升。
- ❖ **公司业务结构积极调整, 业绩受商业模式影响波动。**受 PPP 等投资类业务调整、行业整体增速和疫情影响, 公司 2019 年归母净利润同比增长 21.4% 至 2.85 亿元, 2020Q1 净利润同比下降 14.68%。从业务结构来看, 主要收入来自水处理、土壤修复和环境领域的综合运营服务, 2019 年水处理和土壤修复收入占比分别为 77.99%、10.95%。按业务运营属性拆分, 2019 年运营收入为 1.6 亿元, 同比大幅增长 173%, 优质现金流业务占比显著提升。
- ❖ **增量项目结构持续优化, 存量项目运营占比提升。**2019 年公司新增合同额 39.75 亿, 其中 PPP 合同额同比下降 77%, 工程类 (EP、EPC) 订单新增额 30.25 亿, 占比高达 76.10%, 投资类新增订单占比仅 7.55%; 同时从业务类型来看, 土壤修复、消毒设备等**短周期工程业务是新增订单的主体。**而在手项目中的投资类项目均进入了落地执行阶段, 确认收入的同时拥有现金流的运营业务占比提升, **截至 2019 年末, 运营期订单金额大幅增加 78.74% 至 0.70 亿元。**另外从现金流来看, 2019 年全年经营性净现金流 1.05 亿元, 较上年同期的 -0.43 亿出现边际改善。
- ❖ **运营业务全面布局, 疫情带来消杀和废水处理催化。**公司立足广西资源优势, 在环卫、危废等运营领域持续发力, 目前拥有危废 19.9 万吨的在建产能以及超 5.79 亿的环卫项目。另外新冠肺炎疫情加速了医疗污水、消杀设备等领域的空间释放。仅广西省 337 家二级以上医院有望带来 10.5 亿废水提标改造空间和 2 亿元的消杀设备需求。而公司在含氯消毒剂制备设备和医疗废水处理领域技术成熟且已有成熟案例, 短期释放的大量需求有望进一步扩大公司体量。
- ❖ **盈利预测及投资建议。**考虑到公司业务结构调整提速, 我们预计公司 2020-2022 归母净利润分别为 3.6 (前值为 6.5)、4.5、5.9 亿元, 同比增长 28%、24%、31%, 对应 PE 为 11、9、7 倍。考虑到公司业务结构改善带来估值提升, 对标行业估值水平并结合 DCF 估值, 我们给予 2020 年目标估值 14 倍, 对应目标价 14.4 元/股, 维持“强推”评级。
- ❖ **风险提示:** 业务调整速度不及预期; 融资情况改善不及预期; 市场竞争加剧。

**主要财务指标**

	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万)	3,244	3,746	4,384	5,080
同比增速(%)	19.1%	15.5%	17.0%	15.9%
归母净利润(百万)	282	360	449	588
同比增速(%)	20.1%	27.7%	24.4%	30.9%
每股盈利(元)	0.79	1.01	1.26	1.65
市盈率(倍)	14	11	9	7
市净率(倍)	2	2	2	1

资料来源: 公司公告, 华创证券预测

注: 股价为 2020 年 06 月 22 日收盘价

**华创证券研究所**
**证券分析师: 庞天一**

电话: 010-63214659

邮箱: pangtianyi@hcyjs.com

执业编号: S0360518070002

**证券分析师: 黄秀杰**

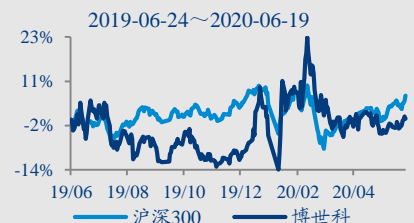
电话: 021-20572561

邮箱: huangxiujie@hcyjs.com

执业编号: S0360520050002

**公司基本数据**

总股本(万股)	35,584
已上市流通股(万股)	32,975
总市值(亿元)	40.0
流通市值(亿元)	37.06
资产负债率(%)	79.1
每股净资产(元)	5.2
12 个月内最高/最低价	14.17/9.64

**市场表现对比图(近 12 个月)**

**相关研究报告**

《博世科 (300422) 2018 年中报点评: 业绩符合预期, 转债发行成功助力 PPP 业绩兑现》

2018-08-24

《博世科 (300422) 2018 年三季度报点评: 在手订单充沛, 全年业绩可期》

2018-10-26

## 投资主题

### 报告亮点

通过自上而下的分析，从环保投资的供需两侧预判行业方向，并进一步跟踪 PPP 领域最新情况，发现环保类项目发展优于行业整体。同时通过对订单结构详细拆分，对公司未来业务结构进行前瞻性判断，并针对业务结构的改善，将不同类型的订单清晰反映到短期和中期的收入和盈利能力上。估值部分参考 DCF 模型、行业 PE 和 ROE-PB 等多种估值方法的结果进行综合评估，从而对估值区间给出更稳健的参考。

### 投资逻辑

**从行业角度来看**，专项债等推动地方环保投入进一步增强（需求端）和宽松背景（供给端）是行业整体前进的核心拉动力量。

**从公司角度来看**，经历业务调整后，公司订单结构率先改善，2019 年公司新增合同额中工程类（EP、EPC）订单新增额 30.25 亿，占比高达 76.10%，投资类新增订单占比仅 7.55%，且土壤修复、消毒设备等短周期工程业务是新增订单的主体。进一步从未来业务结构来看，随着运营类业务占比的提升和现金流的改善，公司的估值水平有望得到结构性提升，对比 2020 年 11 倍的估值水平无论是相对行业还是针对自身结构来看均处于低估状态。

# 目录

一、技术起家，引入国资战投增强综合实力.....	5
（一）公司创立早，具备先进技术优势.....	5
（二）股权结构稳定，积极引入国资.....	5
二、环保投资热度起，供需逐步走强.....	6
（一）环保类专项债 2020 年发行规模大幅提升.....	6
（二）融资环境改善，资金端供给优化落地.....	6
（三）环保类 PPP 项目稳健增长，表现优于 PPP 领域整体.....	7
三、公司各维度迎拐点.....	8
（一）水污染治理收入贡献大，盈利能力稳定.....	8
（二）订单结构积极调整，兼顾效率与质量.....	9
（三）现金流出现边际改善.....	10
四、运营业务全面布局，疫情带来消杀和废水处理催化.....	11
（一）积极布局环卫、危废等运营业务，公司业务结构改善.....	11
（二）疫情对医疗废水和消杀设备带来催化.....	12
五、投资建议.....	12
（一）盈利预测.....	12
（二）估值分析.....	13
六、风险提示.....	15

# 图表目录

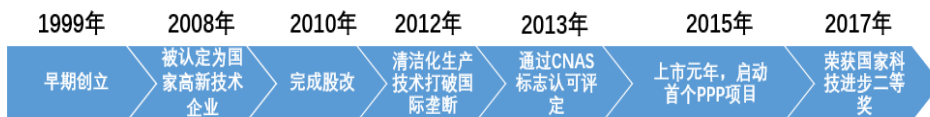
图表 1	公司发展历程.....	5
图表 2	公司股权结构.....	5
图表 3	公司募资 7.10 亿用于公司项目和补充公司流动资金.....	5
图表 4	环保类专项债明显上升.....	6
图表 5	环保上市公司融资需求回暖.....	7
图表 6	2020 年市场利率逐渐下降.....	7
图表 7	净入库项目个数保持增长.....	7
图表 8	净入库项目投资总额降幅较大.....	7
图表 9	净入库环保项目显著减少.....	8
图表 10	环保类 PPP 项目个数占比提升.....	8
图表 11	2019 年公司收入中水污染治理是主要贡献.....	8
图表 12	公司收入增速受行业和模式调整影响下降.....	8
图表 13	公司归母净利润增速下滑.....	9
图表 14	公司整体的盈利能力近年相对维稳.....	9
图表 15	工程类订单占比逐渐提升.....	9
图表 16	2018 水污染治理新增订单额占比较大.....	9
图表 17	2019 生产制造和短期修复工程新增额占比大.....	9
图表 18	2018 水污染治理在手合同占比较大.....	10
图表 19	2019 项目存量整体结构优化.....	10
图表 20	2019 年大额投资高峰期已过.....	10
图表 21	2019 年经营性现金流出现改善.....	11
图表 22	公司积极布局环卫领域.....	11
图表 23	公司危废项目情况.....	11
图表 24	公司业务布局兼顾发展速度与现金流周转.....	12
图表 25	仅广西自治区内水污染治理、消杀设备的增量空间超 10 亿元.....	12
图表 26	公司业务收入拆分.....	13
图表 27	公司运营收入占比稳步提升.....	14
图表 28	毛利率更高的运营毛利占比增幅大于收入.....	14
图表 29	可比公司业务和对应估值.....	14
图表 30	公司 DCF 估值敏感性分析.....	14

## 一、技术起家，引入国资战投增强综合实力

### (一) 公司创立早，具备先进技术优势

公司 1999 年创立以来立足水污染治理技术，通过多项核心技术与设备的研发与应用，形成了水污染治理、土壤修复、供水工程、固废处置及二氧化氯制备及清洁化生产、环保装备制造、环保项目运营、环保专业技术服务等多领域、全产业链布局，并在扎根广西的基础上走向全国，承接各项国内大型环保项目。

图表 1 公司发展历程

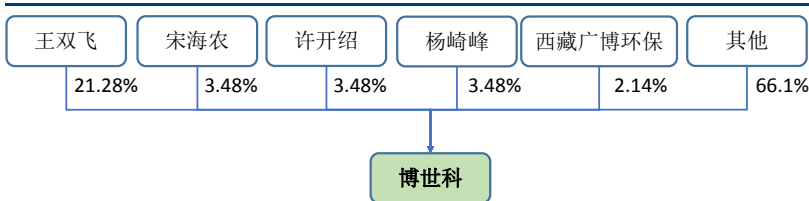


资料来源：公司官网，公司招股说明书，华创证券

### (二) 股权结构稳定，积极引入国资

公司实际控制人为王双飞、宋海农、杨崎峰和许开绍，除持有公司股份外，四人还共持有西藏广博环保投资有限公司 50% 的股份，西藏广博环保投资有限公司持有博世科 2.14% 的股份，股权结构近年较为稳定。2019 年博世科与国有战略投资者广西环保产业投资集团签署了《战略合作框架协议》，有望通过股权投资、业务深度合作等方式建立长期战略合作关系，依靠广西环保产业平台背景，发挥博世科技术优势，在污水处理、土壤修复等方面开展深度合作。

图表 2 公司股权结构



资料来源：Wind，华创证券

公司计划公开发行股票不超过 7,000 万股，合计募集金额 7.10 亿元（含发行费用），用于北部湾资源再生环保服务中心项目（一期）、湖南博世科环保产业园（二期）基地建设项目和补充公司流动资金。本次募集资金主要用于处理工业危险废物的北部湾资源再生环保服务中心项目，以及帮助基础研发和设备能力提升的湖南博世科环保产业园项目，有利于公司优化业务结构、进一步加强研发优势。同时财务状况得以改善，风险抵御能力将得到提高。

图表 3 公司募资 7.10 亿用于公司项目和补充公司流动资金

项目名称	项目总投资（万元）	拟以募集资金投入（万元）
北部湾资源再生环保服务中心项目（一期）	33,748.98	29,000.00
湖南博世科环保产业园（二期）基地建设项目	29,626.14	21,000.00
补充流动资金	21,000.00	21,000.00
合计	84,375.12	71,000.00

资料来源：公司公告，华创证券

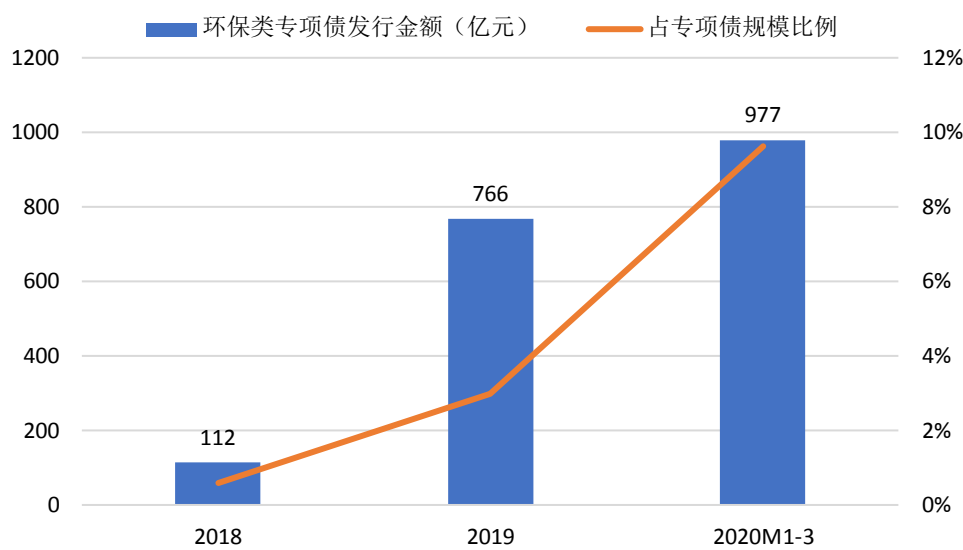


## 二、环保投资热度起，供需逐步走强

### （一）环保类专项债 2020 年发行规模大幅提升

在环保行业需求端方面，地方政府环保投入受投向政策影响，2020 年明显转向环保。2018 年政府发行涉及环保类别的专项债券 112 亿元，2019 年政府发行涉及环保类别的专项债券 766 亿元，同比增长 583.00%。由于 2019 年 9 月国常会决议 2020 年提前下达专项债禁止投向土储等房地产项目影响，2020 年投向重心明显改变，2020 年 Q1 环保方向专项债券发行额 977 亿元，同比大幅增长 430.98%，环保行业需求端的投入明显上升。

图表 4 环保类专项债明显上升

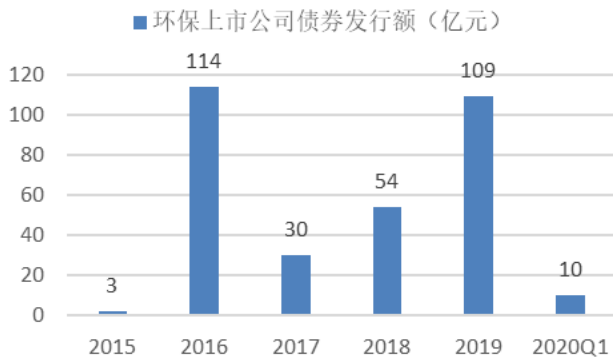


资料来源：Wind，华创证券

### （二）融资环境改善，资金端供给优化落地

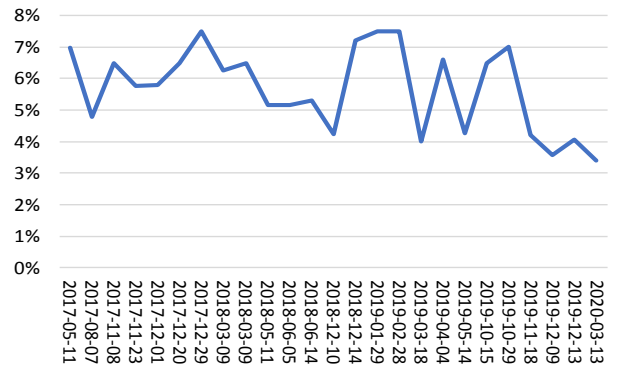
融资环境改善助推环保企业融资规模扩大，同时融资成本降低。2019 年以来稳健货币政策使环保企业的融资环境改善预期逐步落地，环保上市企业在融资规模和融资成本方面均有所好转。其中，环保上市公司的公司债自 2017 年大幅下滑后逐年回升，2017 年发债总额仅为 30 亿元，2019 年发债总额升至 109 亿元，同比增长 102.23%。市场利率方面，自 2017 年逐年回落，由 2017 年的 6.63% 下降至 2019 年的 4.92%。短期融资规模方面，也整体呈现出上升趋势。2019 年，环保行业全年发行短期融资债券 40 亿元，而 2020 年仅第一季度便发行短期融资债券 19.6 亿元，达 2019 年全年 50% 左右，对应市场利率也同样维持低位，2020 年一季度市场利率仅为 2.42%，同比明显降低，资金端的供给优化已经落地。

图表 5 环保上市公司融资需求回暖



资料来源: Wind, 华创证券

图表 6 2020 年市场利率逐渐下降

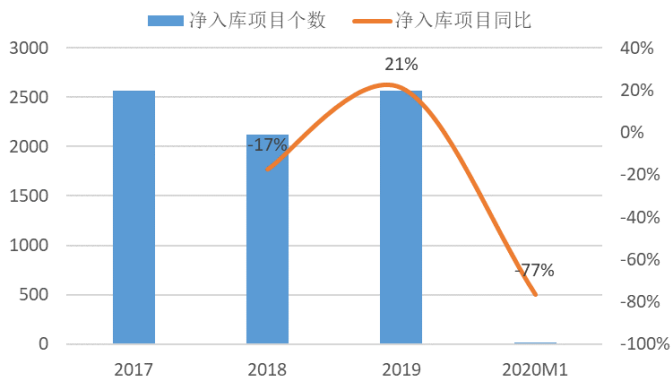


资料来源: Wind, 华创证券

### (三) 环保类 PPP 项目稳健增长, 表现优于 PPP 领域整体

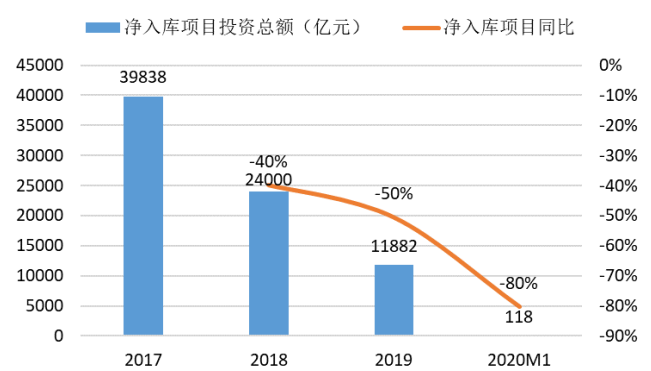
PPP 领域仍保持冷静发展, 但环保类项目相比市场整体有所改善。在 2018 年经历政府监管趋严导致的清库存情况后, 整体规模虽然保持上升, 但每年净投资总额呈显著下降趋势, 新项目的入库一方面社会资本端的谨慎程度会更高, 另一方面入库审核仍秉承了严格标准, 叠加清库的调整, 行业整体仍保持相对稳健的发展, 2020 年 1 月净入库的项目个数/总投资额同比分别下滑 77% 和 80%。

图表 7 净入库项目个数保持增长



资料来源: 财政部, 华创证券

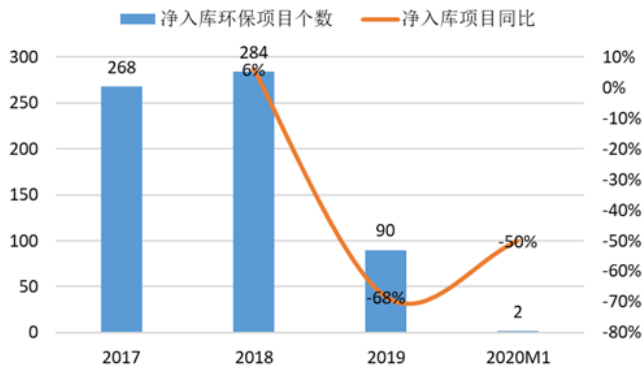
图表 8 净入库项目投资总额降幅较大



资料来源: 财政部, 华创证券

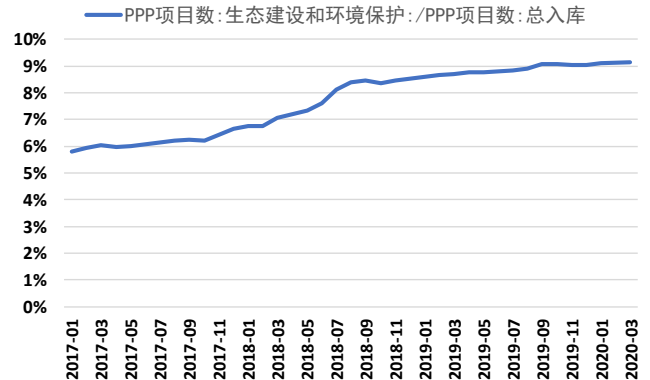
环保类 PPP 项目比重提升, 近年维持稳健增长。环保类 PPP 项目 2017-2019 年与 PPP 领域整体的变动方向保持一致, 但 2020 年 1 月净新增项目的量与投资额增速均出现回升, 其中投资额同比提升 40%。同时从占比角度看, 在经历 2017 年底-2018 年初的多重政策压力导致的 PPP 领域整体清库存后, 环保类项目个数和金额在 PPP 整体领域的占比反而实现了提升, 在 2018-2020M1 都维持稳健增长的态势。

图表 9 净入库环保项目显著减少



资料来源: Wind, 华创证券

图表 10 环保类 PPP 项目个数占比提升



资料来源: Wind, 华创证券

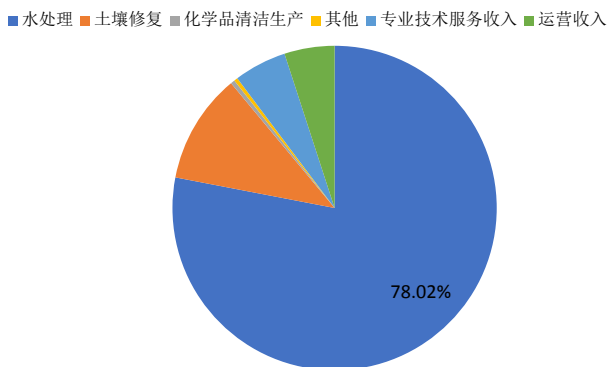
### 三、公司各维度迎拐点

#### (一) 水污染治理收入贡献大, 盈利能力稳定

收入利润增速有所回落, 水污染治理收入占比大。受 PPP 等投资类业务调整和行业整体增速影响, 公司 2019 年实现收入 32.4 亿元, 同比增长 19%。公司主要收入来自水污染治理、土壤修复和环境领域的综合运营服务, 2019 年水处理和土壤修复收入占比分别为 77.99%、10.95%。按业务运营属性进行拆分, 2019 运营收入为 1.6 亿元, 同比大幅提升 173%, 占总收入比例大幅提升至 5%。

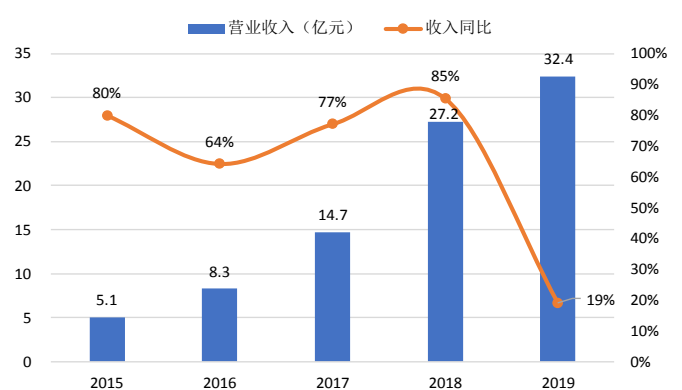
盈利能力相对维稳。尽管公司收入增速有所波动, 公司依托自身技术和项目质量使近年毛利率仍保持相对稳定, 2019 毛利率同比提升 1.26pct 至 28.88%, 各板块毛利率也基本一致, 2019 年水处理、土壤修复的毛利率分别为 29.03%、23.69%, ROE 提高主要由于快速扩张带来的杠杆率提升。

图表 11 2019 年公司收入中水污染治理是主要贡献



资料来源: 公司公告, 华创证券

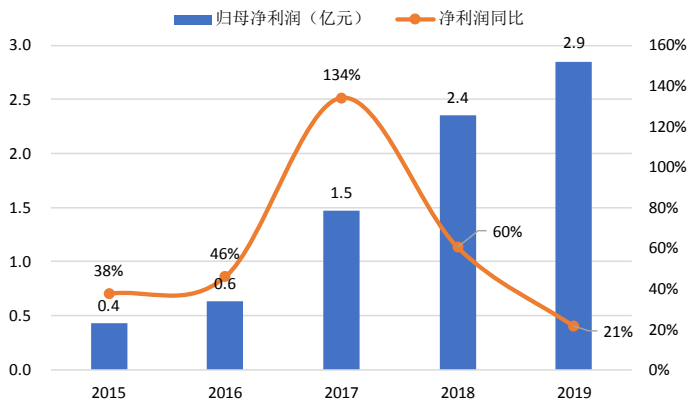
图表 12 公司收入增速受行业和模式调整影响下降



资料来源: 公司公告, 华创证券

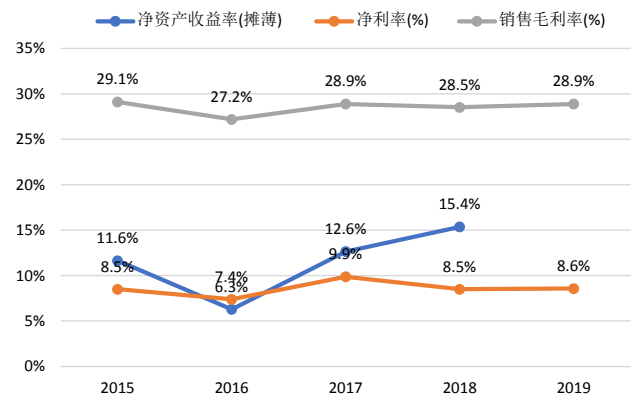


图表 13 公司归母净利润增速下滑



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 14 公司整体的盈利能力近年相对维稳

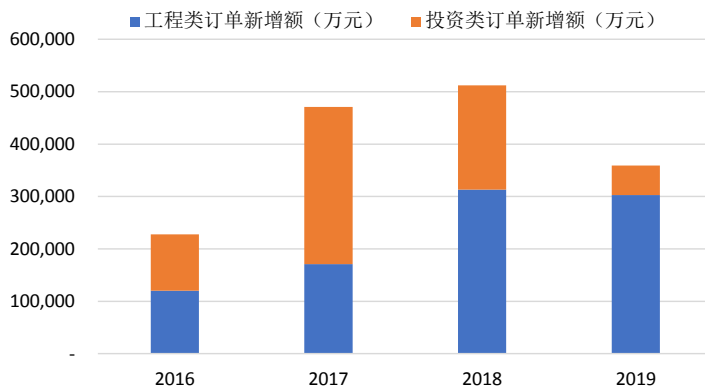


资料来源: 公司公告, 华创证券

## (二) 订单结构积极调整, 兼顾效率与质量

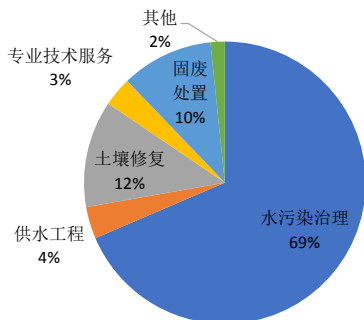
经历重投资业务的调整后, 公司新增订单结构持续优化。2019 年公司新增合同额 39.75 亿, 其中 PPP 合同额同比下降 77%, 工程类 (EP、EPC) 订单新增额 30.25 亿, 占比高达 76.10%, 投资类新增订单占比仅 7.55%。同时从业务类型来看, 生产制造和短周期的修复类工程业务是新增订单的主体, 2019Q1-Q3 土壤修复合同额 3.38 亿元 (含油泥处置及地下水修复项目合同)、二氧化氯及清洁化生产业务合同额 7.06 亿元, 占新增订单额的比例合计 41.45%。

图表 15 工程类订单占比逐渐提升



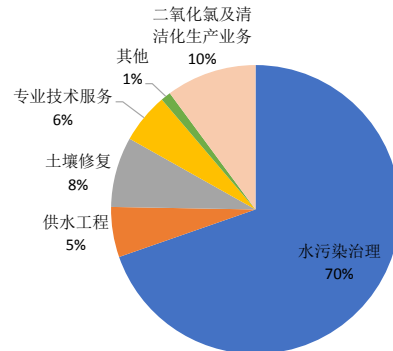
资料来源: Wind, 华创证券

图表 16 2018 水污染治理新增订单额占比较大



资料来源: Wind, 华创证券

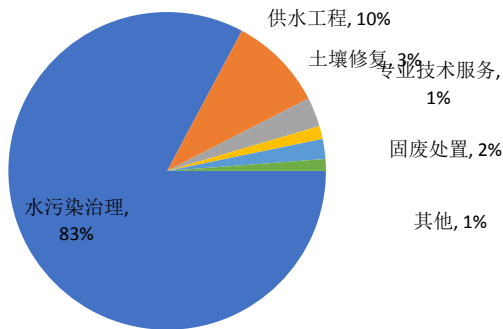
图表 17 2019 生产制造和短期修复工程新增额占比较大



资料来源: Wind, 华创证券

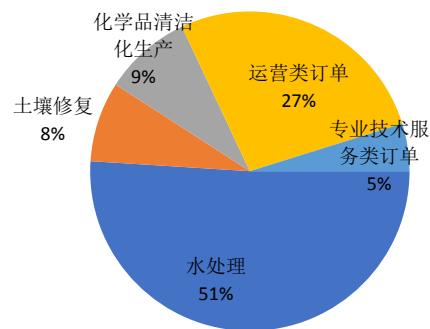
在手运营及短周期项目规模与占比实现提升。截至 2019 年末, 公司约 41.99 亿元在手订单中(不含 PPP 项目), 水处理占比约 50.80%, 土壤修复占比约 8.09%, 化学品清洁化生产占比约 8.85%, 运营类订单占比约 27.07%, 专业技术服务类订单占比约 4.80%。

图表 18 2018 水污染治理在手合同占比较大



资料来源: Wind, 华创证券

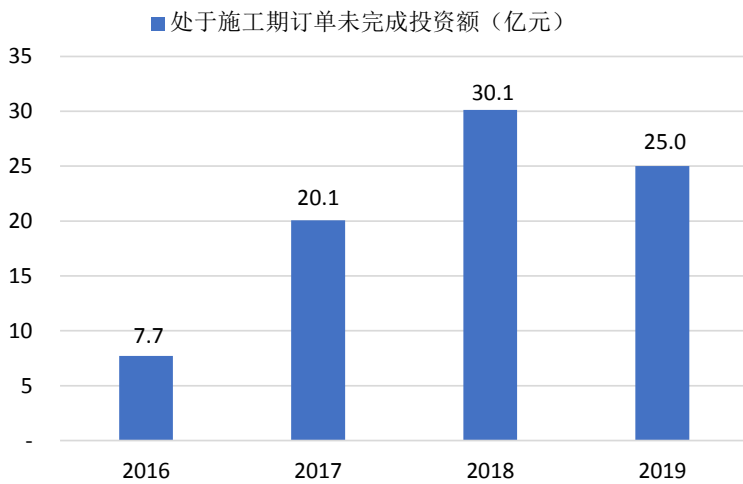
图表 19 2019 项目存量整体结构优化



资料来源: Wind, 华创证券

投资类订单中的建造部分呈减少趋势, 运营期订单增加。截至 2019 年末, 公司处于施工期的未完成投资额为 25.01 亿元, 同比下降 16.97%。之前的 PPP 项目都已经进入了落地执行阶段, 投资订单高增期后, 经历 1-2 年的建设期, 目前投资类订单的执行重点逐步向运营转移, 截至 2019 年末, 运营期订单金额大幅增加 78.7% 至 0.7 亿元。

图表 20 2019 年大额投资高峰期已过



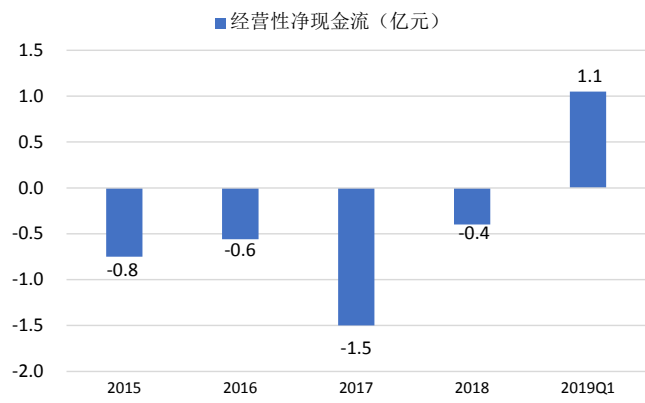
资料来源: Wind, 华创证券

### (三) 现金流出现边际改善

经营性现金流承压, 在手现金触底回升, 投资强度下降有利于周转。结构调整后 2019 年起公司整体现金流情况大幅好转, 2019 年公司经营性净现金流由 2018 年度 -0.43 亿元大幅转正至 1.05 亿元, 对应公司 2019 年销售商品提供劳务收到的现金占营业收入的比重为 60.80%, 同比增长 29.97pct。

考虑到建造过程中采用完工百分比模式按月收款, 2019H2 营商环境改善对回款情况提供支撑, 不存在无法收回款项的风险, 同时公司投资强度下降, 投资类项目逐步进入运营的阶段, 因此公司未来现金流有望继续改善。

图表 21 2019 年经营性现金流出现改善



资料来源: Wind, 华创证券

#### 四、运营业务全面布局, 疫情带来消杀和废水处理催化

##### (一) 积极布局环卫、危废等运营业务, 公司业务结构改善

目前公司一方面投资类项目逐渐进入运营阶段, 另一方面同时积极布局环卫、危废等行业。2019 年公司与贺州市签订 5.80 亿环卫服务项目, 主要负责购买、更换、维修以及新增垃圾清运车车用大箱、垃圾桶, 果皮箱等, 以及中转站、公厕日常的维护、维修保养及修复、翻新等。

图表 22 公司积极布局环卫领域

项目名称	中标时间	区域	项目规模 (亿元)
万秀区环卫作业及市容秩序辅助管理工作采购项目	2019 年 12 月 24 日	广西壮族自治区梧州市	0.62
苍梧县城乡环卫一体化项目运营服务	2019 年 7 月 8 日	广西壮族自治区梧州市	0.15
广西大学校园环卫绿化及教职工住宅物业服务采购	2019 年 6 月 26 日	广西壮族自治区南宁市	0.45
大理海东新城南片区环卫市场化项目	2018 年 9 月 29 日	云南省大理市	0.15

资料来源: 采标网, 华创证券

危废方面, 公司目前正在建北部湾危废项目, 总处理能力 6.4 万吨/年; 另外百色市危废项目正在进行可行性研究, 项目总投资 1.96 亿元, 拥有危废处置量和产能 5 万吨/年。

图表 23 公司危废项目情况

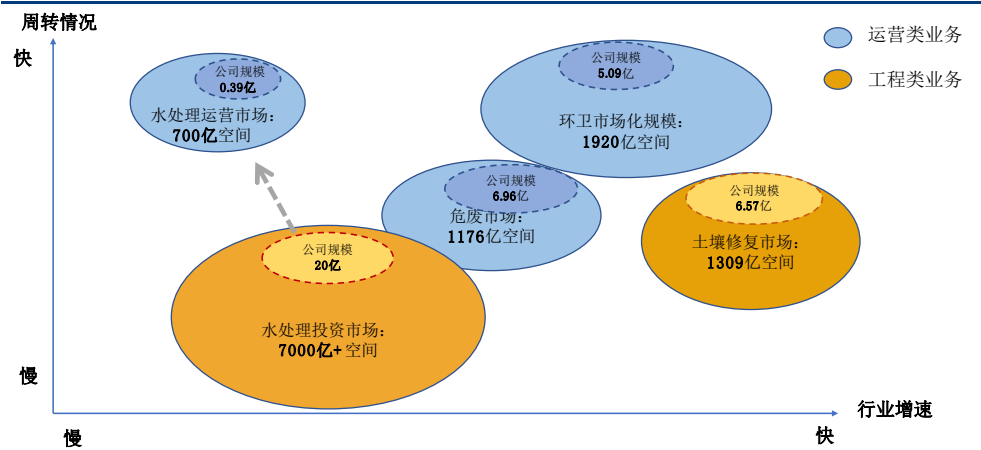
项目名称	项目概况	产能	总投资 (亿元)
北部湾资源再生环保服务中心项目	区域性、综合性工业废物处理处置项目, 项目建设规模为处理危险废物 6.4 万吨/年	焚烧处理 1.65 万吨/年; 固化填埋处理 3 万吨/年; 物化处理 1 万吨/年; 蚀刻液综合利用 0.75 万吨/年	3.4
百色市工业固体废物资源化处置项目	对中和渣场和氰化渣堆场进行技术改造, 改造成危险废物柔性填埋场和刚性填埋场	危险废物柔性填埋场: 5 万吨/年 危险废物刚性填埋场: 1000 吨/年	2.0

资料来源: 公司公告, 华创证券

因此从公司当前布局来看, 对于不同发展阶段的市场以及工程/运营业务布局形成了有梯度而主次明确的格局。其中建造-运营转换过程中造成的现金流和业绩增速波动期已经度过, 业务结构已经实现了根本性优化, 而短周期的

工程项目进一步提升了公司的现金流能力，同时工程类业务中土壤修复等高增速行业也对公司的整体增速形成一定保障。在此基础上，围绕自身技术和资源优势，进一步扩大运营业务的体量，其中协同效应强的危废和高增长的环卫业务在客户、发展阶段等维度也形成互补，完善运营业务的综合矩阵。

图表 24 公司业务布局兼顾发展速度与现金流周转



资料来源：公司公告，Wind，生态环境部：《城镇污水处理及再生利用设施建设十三五规划》，环境司南，华创证券测算

## （二）疫情对医疗废水和消杀设备带来催化

新冠肺炎疫情发生以来，各地积极推进医疗废物、医疗污水的处理工作，拥有成熟的含氯消毒剂制备设备（次氯酸钠、二氧化氯）的生产制造能力，公司的 MCO/MCI、消毒罐槽、次氯酸钠发生器、二氧化氯发生器等消杀设备已成功应用于广西壮族自治区内区人民医院邕武医院和上林县人民医院等 9 家医院。

根据广西壮族自治区公开招标信息中医院医疗废水提标改造、消毒设备的采购量价，我们对不同级别医院的需求做分梯度的假设，预计自治区内超 600 家医院为应对疫情而对污水提标改造投资规模约为 10.5 亿元，消杀设备的购买需求约为 2.0 亿元。公司开发的 InSH 型号次氯酸钠制备系统，适用场景广泛，在医院基础上有望进一步拓展至酒店、饭店及养殖业等场景，同时疫情的长期防控下自治区外需求也有望进一步提升公司消杀设备的终端市场规模。

图表 25 仅广西壮族自治区内水污染治理、消杀设备的增量空间超 10 亿元

医院等级	医院数量	改造污水量 (吨/日)	吨投资 (万元)	总投资 (亿元)	消毒设备需求量 (台)	消毒设备单价 (万元)	消毒设备空间 (亿元)
三级医院	126	200	3	7.6	3	30	1.1
二级医院	211	50	2	2.1	2	15	0.6
其他	287	20	1.5	0.9	1	8	0.2
合计	624	-	-	10.5	-	-	2.0

资料来源：采招网，人民网，广西省卫健委网站，华创证券测算

## 五、投资建议

### （一）盈利预测

总体来看，公司在手订单充足，将有效保障公司未来业绩增长。我们预计公司 2020-2022 营业收入将同比增长 16%、17%、16%至 37、44、50 亿元，考虑到运营业务占比逐步提升，毛利率整体维稳在 29%，2020-2022 归母净利

润预计分别为 3.6 亿（前值为 6.5）、4.5 亿、5.9 亿元，同比增长 28%、24%、31%。

图表 26 公司业务收入拆分

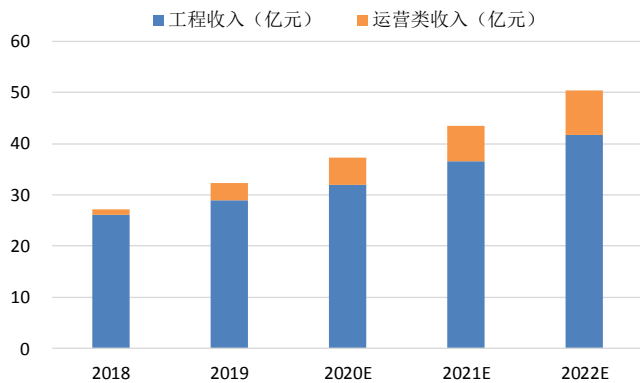
单位: 亿元		2019	2020E	2021E	2022E
水污染治理	收入	25	30	36	43
	YOY	23%	21%	20%	18%
	毛利率	29.4%	29.9%	30.7%	31.2%
土壤修复	收入	3.6	2.6	2.2	2.1
	YOY	-3%	-26%	-15%	-4%
	毛利率	24%	27%	27%	27%
设备与制剂	收入	0.14	0.3	0.4	0.6
	YOY	-75%	100%	50%	40%
	毛利率	35%	30%	30%	30%
专业服务	收入	1.7	1.9	2.2	2.5
	YOY	50%	15%	15%	10%
	毛利率	38.0%	35.0%	35.0%	35%
运营类业务	收入	1.6	1.9	2.2	2.4
	YOY	173%	20%	15%	10%
	毛利率	26.7%	17.6%	18.0%	18%
总计	收入	<b>32.2</b>	<b>37.5</b>	<b>43.5</b>	<b>50.4</b>
	YOY	19%	16%	17%	16%
	毛利率	29%	29%	30%	31%

资料来源: Wind, 华创证券

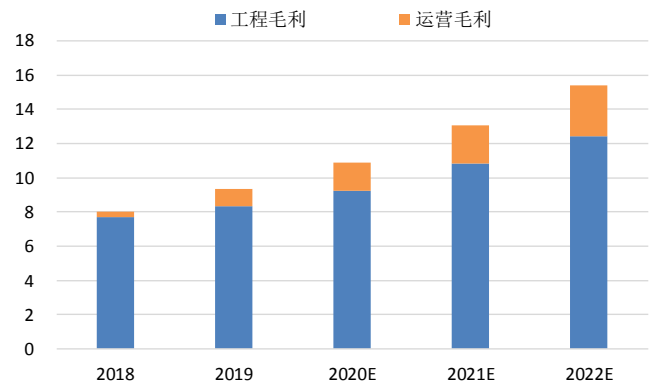
## （二）估值分析

### （1）相对估值：运营收入利润提升拉动整体估值水平提升

在上文对公司未来发展前景展望的基础上，若进一步收入和毛利进行业务结构占比的测算，我们预计运营期的水处理、环卫、危废等运营收入有望从 2018 年的 4% 上升至 2021 年的 16% 的水平，同时考虑到随着建造占比的降低，运营的毛利占比有望更快提升，由 2018 年的不足 3% 上升至 2021 年的 17%。因此更为稳定的业绩和现金流增长也为公司的估值结构带来进一步的改善。

**图表 27 公司运营收入占比稳步提升**


资料来源: Wind, 华创证券

**图表 28 毛利率更高的运营毛利占比增幅大于收入**


资料来源: Wind, 华创证券

与同行业碧水源、国祯环保对比, 尽管公司目前工程业务占比较其他两家公司更大, 但考虑到目前公司订单结构已经明显好转, 改善带来的弹性有望更加凸显。根据市场对工程类业务和运营类业务不同的估值, 若给予 2020 年工程类约 12 倍估值、运营类业务 24 倍估值, 则公司 2020 年对应目标估值为 14 倍。

**图表 29 可比公司业务和对应估值**

	2019 收入结构		PE	
	工程及其他	运营	2020E	2021E
碧水源	86%	14%	18	15
国祯环保	67%	33%	17	14
博世科	90%	10%	10	8

资料来源: 公司公告, Wind, 华创证券, 其中碧水源、国祯环保估值采用市场一致预期

## (2) DCF: 未来现金流折现, 整体价值明显被低估

采用现金流折现法进行估算, 考虑到公司未来主要项目进入运营期后现金流有望显著改善, 假设永续增长率为 1%, 我们发现估值对永续增长率和 WACC 整体敏感度相对较低, 以相对较高的历史 WACC 水平折现得到每股权益价值为 22.4 元。

**图表 30 公司 DCF 估值敏感性分析**

永续增长率	WACC	9.2%	9.7%	10.17%	10.7%	11.2%
	0.0%		21.3	23.4	23.4	21.3
0.5%		20.4	22.4	22.4	20.4	17.1
1.0%		20.4	22.4	22.4	20.4	17.1
1.5%		21.3	23.4	23.4	21.3	17.8
2.0%		23.4	25.9	25.9	23.4	19.4

资料来源: 华创证券

综合来看我们认为公司当前估值水平仍处于相对低估位置, 结合分业务的分部相对估值和 DCF 估值, 我们给予公司 2020 年 14 倍 PE, 对应目标价为 14.4 元, 维持“强推”评级。



## 六、风险提示

业务调整速度不及预期；融资情况改善不及预期；市场竞争加剧。

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,219	971	865	1,198
应收票据	0	0	0	0
应收账款	2,038	2,239	2,688	3,076
预付账款	73	83	97	111
存货	244	280	324	373
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	243	284	331	385
流动资产合计	3,817	3,857	4,305	5,143
其他长期投资	163	182	212	243
长期股权投资	281	289	287	288
固定资产	637	919	1,261	1,606
在建工程	3,143	4,049	4,320	4,365
无形资产	853	916	925	892
其他非流动资产	288	278	286	284
非流动资产合计	5,365	6,633	7,291	7,678
<b>资产合计</b>	<b>9,182</b>	<b>10,490</b>	<b>11,596</b>	<b>12,821</b>
短期借款	1,031	1,531	1,731	1,881
应付票据	897	897	1,070	1,225
应付账款	1,634	1,819	2,120	2,437
预收款项	223	247	291	337
合同负债	0	0	0	0
其他应付款	101	101	101	101
一年内到期的非流动负债	689	689	689	689
其他流动负债	267	309	314	339
流动负债合计	4,842	5,593	6,316	7,009
长期借款	1,442	1,792	1,792	1,792
应付债券	330	330	330	330
其他非流动负债	570	587	571	568
非流动负债合计	2,342	2,709	2,693	2,690
<b>负债合计</b>	<b>7,184</b>	<b>8,302</b>	<b>9,009</b>	<b>9,699</b>
归属母公司所有者权益	1,790	1,985	2,389	2,932
少数股东权益	208	203	198	190
<b>所有者权益合计</b>	<b>1,998</b>	<b>2,188</b>	<b>2,587</b>	<b>3,122</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>9,182</b>	<b>10,490</b>	<b>11,596</b>	<b>12,821</b>

**现金流量表**

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	<b>105</b>	<b>673</b>	<b>869</b>	<b>1,084</b>
现金收益	522	746	894	1,052
存货影响	-95	-36	-44	-49
经营性应收影响	-312	-258	-497	-441
经营性应付影响	1,238	208	518	517
其他影响	-1,248	13	-1	5
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1,214</b>	<b>-1,370</b>	<b>-781</b>	<b>-540</b>
资本支出	-1,687	-1,383	-780	-541
股权投资	41	-8	2	0
其他长期资产变化	432	21	-3	1
<b>融资活动现金流</b>	<b>1,242</b>	<b>449</b>	<b>-194</b>	<b>-211</b>
借款增加	961	850	200	150
股利及利息支付	-213	-339	-368	-370
股东融资	36	710	0	0
其他影响	458	-98	-62	-27

资料来源：公司公告，华创证券预测

**利润表**

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>3,244</b>	<b>3,746</b>	<b>4,384</b>	<b>5,080</b>
营业成本	2,307	2,648	3,067	3,530
税金及附加	18	20	28	33
销售费用	66	76	80	93
管理费用	168	194	218	253
研发费用	164	189	221	256
财务费用	170	258	293	289
信用减值损失	-59	-30	-36	-33
资产减值损失	-1	45	36	38
公允价值变动收益	-3	-2	-2	-2
投资收益	8	3	3	4
其他收益	27	25	25	25
<b>营业利润</b>	<b>323</b>	<b>403</b>	<b>503</b>	<b>659</b>
营业外收入	2	11	10	10
营业外支出	8	9	9	9
<b>利润总额</b>	<b>317</b>	<b>405</b>	<b>504</b>	<b>660</b>
所得税	39	50	62	81
<b>净利润</b>	<b>278</b>	<b>355</b>	<b>442</b>	<b>579</b>
少数股东损益	-4	-5	-7	-9
<b>归属母公司净利润</b>	<b>282</b>	<b>360</b>	<b>449</b>	<b>588</b>
NOPLAT	427	581	699	833
EPS(摊薄) (元)	0.79	1.01	1.26	1.65

**主要财务比率**

	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	19.1%	15.5%	17.0%	15.9%
EBIT 增长率	32.2%	36.1%	20.3%	19.1%
归母净利润增长率	20.1%	27.7%	24.4%	30.9%
<b>获利能力</b>				
毛利率	28.9%	29.3%	30.0%	30.5%
净利率	8.6%	9.5%	10.1%	11.4%
ROE	14.1%	16.5%	17.4%	18.8%
ROIC	8.8%	9.9%	11.1%	12.1%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	78.2%	79.1%	77.7%	75.7%
债务权益比	203.3%	225.2%	197.7%	168.5%
流动比率	78.8%	69.0%	68.2%	73.4%
速动比率	73.8%	64.0%	63.0%	68.1%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转天数	208	206	202	204
应付账款周转天数	219	235	231	232
存货周转天数	31	36	35	36
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.79	1.01	1.26	1.65
每股经营现金流	0.30	1.89	2.44	3.05
每股净资产	5.03	5.58	6.71	8.24
<b>估值比率</b>				
P/E	14	11	9	7
P/B	2	2	2	1
EV/EBITDA	18	12	10	9

## 环保与公用事业组团队介绍

### 组长、高级分析师：庞天一

吉林大学工学硕士。2017年加入华创证券研究所。2019年新浪金麒麟环保行业新锐分析师第一名。

### 分析师：黄秀杰

清华大学工学硕士。2018年加入华创证券研究所。2019年新浪金麒麟环保行业新锐分析师第一名团队成员。

### 助理研究员：王兆康

华威大学硕士。2018年加入华创证券研究所。2019年新浪金麒麟环保行业新锐分析师第一名团队成员。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	高级销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjian@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500