

2016年06月13日

证券研究报告·动态跟踪报告

百利科技 (603959) 工程科技

增持 (首次)

当前价: 39.92 元

目标价: ——元



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

专注于石化和煤化工领域的工程服务民营龙头

投资要点

- **国内石化工程勘察设计行业领先企业。**公司是专业从事工程咨询、设计和工程总承包业务的科技型工程公司，主要服务于石油化工、现代煤化工行业，公司在合成纤维、合成橡胶及合成树脂服务领域居全国领先地位。
- **行业规模稳步增长，结构优化步伐加快。**近年来，我国石化行业固定资产投资规模保持增长态势，与此同时，2015年合成材料、精细化学品等附加值较高的行业增速明显高于其他行业。其中，合成材料制造业固定资产投资完成额占石化行业总体完成额的比例从2009年的4.9%增至2015年的8.6%，行业结构优化步伐加快。随着我国经济的不断发展和产业结构的不断优化，对于合成材料的需求量也在日益增长，公司作为工程勘察设计细分领域龙头面临较大的机遇。
- **三大合成材料工程服务国内领先，下游订单充足。**在合成纤维领域，公司掌握核心技术和丰富经验，设计了国内规模最大的己内酰胺工程项目；在合成橡胶领域，公司率先完成了SBCs、异戊橡胶和溶聚丁苯橡胶生产装置的工程设计，是国内少数同时在多个合成橡胶领域具备工程业绩的公司；在合成树脂领域，公司参与了国内最早的环氧树脂装置的引进与工程设计，填补了国内空白。此外在材料煤化工领域，近3年公司承接了14项工程咨询设计项目，其中包括超21亿元的潞宝项目。在油气加工储运领域，公司承接的合同金额近年来不断增长，2012年~2015年合计达16.4亿元，对上游的开拓力度加大。预计随着公司五大领域各项目的推进，2016年公司业绩将迎来大幅度增长，长期看公司成长性良好，未来不排除在新材料开发，新工艺技术研究方面出现突破的可能。
- **募投项目围绕公司优势领域，提升核心竞争力。**此次募投项目为“技术中心升级建设项目”和“扩大工程总承包业务所需流动资金项目”，将继续围绕公司主业，开展“丁烷-丁烯脱氢制丁二烯”、“双氧水流化床生产技术开发”、“大型己内酰胺工程技术研究及己内酰胺精制新技术试验”技术开发工作，形成具有自主知识产权的技术工艺包。募集资金的投入将在保证公司已承揽合同顺利履行的同时，为承揽新合同提供资金保障并提高中标率。
- **盈利预测与投资建议。**预计16-18年EPS分别为0.39元、0.49元和0.59元，对应的动态PE分别为102倍、82倍和67倍，我们看好公司未来发展，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示：**下游需求持续低迷的风险；客户集中度较高的风险；项目建设进展不及预期的风险。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	450.46	533.22	631.45	748.05
增长率	-31.50%	18.37%	18.42%	18.47%
归属母公司净利润(百万元)	74.87	87.34	109.36	132.82
增长率	4.74%	16.65%	25.21%	21.46%
每股收益EPS(元)	0.33	0.39	0.49	0.59
净资产收益率ROE	16.24%	10.36%	11.69%	12.70%
PE	119	102	82	67
PB	19.40	10.60	9.56	8.55

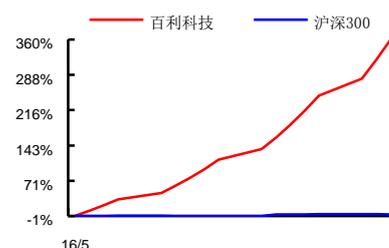
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 商艾华
 执业证号: S1250513070003
 电话: 021-50755259
 邮箱: shah@swsc.com.cn

联系人: 张汪强
 电话: 021-68415687
 邮箱: zqw@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	2.24
流通A股(亿股)	2.24
52周内股价区间(元)	8.68-39.92
总市值(亿元)	89.42
总资产(亿元)	12.00
每股净资产(元)	2.76

相关研究

目 录

1. 公司概况：国内石化工程勘察设计行业领先企业.....	1
2. 合成材料工程服务市场广阔，公司竞争优势明显.....	2
2.1 行业规模稳步增长，结构优化步伐加快.....	2
2.2 公司三大合成材料工程服务国内领先，新领域持续开拓中.....	6
2.3 下游订单充足，营收有望大幅增长.....	11
3. 募投项目围绕公司优势领域，提升核心竞争力.....	13
4. 盈利预测与估值.....	15
5. 风险提示.....	15

图 目 录

图 1：公司 2011 年以来营业收入及增速	1
图 2：公司 2011 年以来净利润及增速	1
图 3：2015 年公司主营业务收入构成	1
图 4：2015 年公司毛利构成	1
图 5：2011 年以来公司毛利率和净利率变化	2
图 6：2011 年以来公司三费率变化	2
图 7：公司股权结构图	2
图 8：润滑油行业与上下游行业之间的关联情况	3
图 9：2009~2015 年石化行业固定资产投资完成额及增速	3
图 10：2009~2015 年合成材料制造业固定资产投资完成额	3
图 11：2005~2015 年我国合成纤维产量	4
图 12：2009~2015 年合成纤维单（聚合）体固定资产投资金额	4
图 13：2007~2015 年我国天然橡胶消费量和产量变化	4
图 14：2009~2015 年天然橡胶进口量及进口依赖度	4
图 15：2007~2015 年我国合成橡胶产量和消费量变化	5
图 16：我国合成橡胶制造业固定资产投资完成额及增速	5
图 17：2009~2015 年我国合成树脂产量和消费量变化	5
图 18：我国合成树脂进出口量、进口依赖度及自给率	5
图 19：我国合成树脂制造业固定资产投资完成额及增速	6
图 20：我国合成橡胶制造业主营业务收入及增速	6
图 21：合成纤维的聚酰胺产品链	6
图 22：合成橡胶产品链	7
图 23：2012~2015 年公司合成树脂领域新增合同数目	8
图 24：2012~2015 年公司合成树脂领域平均合同金额	8
图 25：现代煤化工及材料型煤化工的主要内容	9
图 26：潞宝项目收入占合同总额比例情况	9
图 27：潞宝项目销售收入占全部销售收入的比例	9
图 28：2012~2015 年公司油气加工储运领域新增合同数目	10
图 29：2012~2015 年公司油气加工储运领域平均合同金额	10
图 30：2012~2015 年公司工程咨询设计业务合同金额	11
图 31：2012~2015 年公司工程总承包业务合同金额	11
图 32：2011~2015 年公司营收构成	11
图 33：2011~2015 年公司毛利构成	11

表 目 录

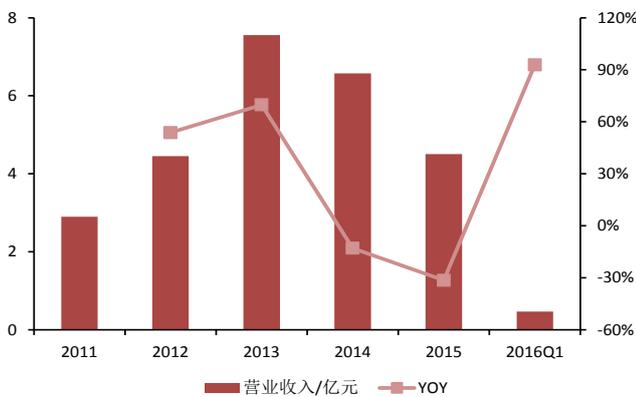
表 1：公司合成橡胶领域的主要成就	7
表 2：2014 年中国 SBS 生产企业产能情况	7
表 3：公司 2015 年油气加工领域新增项目	10
表 4：公司“十二五”高端石化化工产品发展重点领域工程项目业绩	12
表 5：公司募投项目情况	13
表 6：技术中心升级建设项目主要内容	13
表 7：公司目前正在履行的主要工程总承包合同	14
表 8：分业务业绩预测	15
附表：财务预测与估值	16

1. 公司概况：国内石化工程勘察设计行业领先企业

百利科技是一家专业从事工程咨询、设计和工程总承包业务的科技型工程公司，主要服务于石油化工和现代煤化工行业，覆盖合成纤维、合成橡胶、合成树脂、材料型煤化工和油气加工储运等五大业务领域。公司在合成纤维、合成橡胶和合成树脂的服务领域居领先地位。

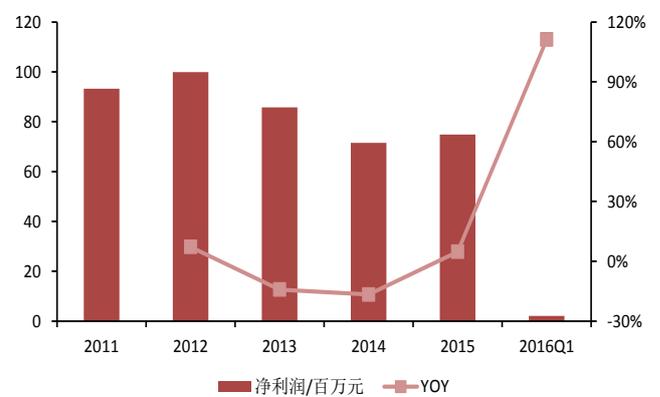
2015 年公司营业收入为 4.5 亿元，同比下降 31.5%，净利润为 7487 万元，同比增长 4.7%。公司营收下滑较大的主要原因是近年来宏观经济增速持续放缓，导致下游企业项目建设投资增速放缓，项目建设投资意愿减弱。2016 年一季度公司实现营业收入 4651 万元，净利润 204.0 万元，分别同比增长 92.8%和 111.2%，业绩同比有显著提升。

图 1：公司 2011 年以来营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券

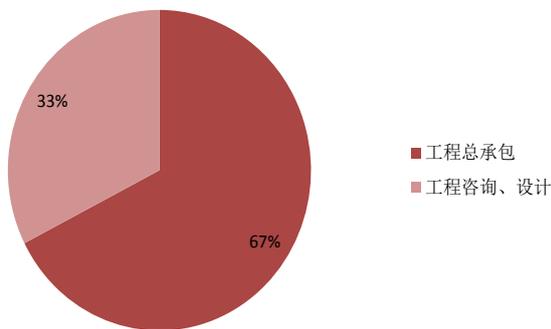
图 2：公司 2011 年以来净利润及增速



数据来源：公司公告，西南证券

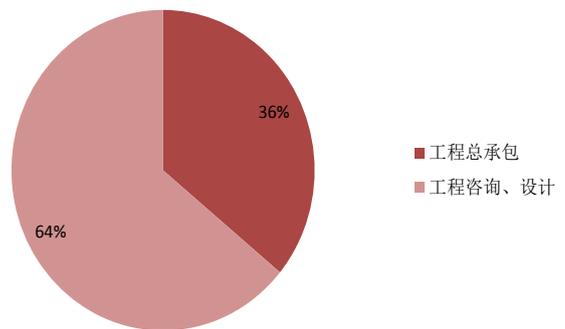
工程总承包业务是公司营业收入的主要来源，2015 年工程总承包实现营收 3.0 亿元，占比达 67%，总包业务毛利率达 19.6%，高于行业平均水平。公司第二大业务工程咨询、设计业务毛利贡献率较高，2015 年凭借 1/3 的营收贡献了 2/3 的毛利，毛利率达 72.4%。

图 3：2015 年公司主营业务收入构成



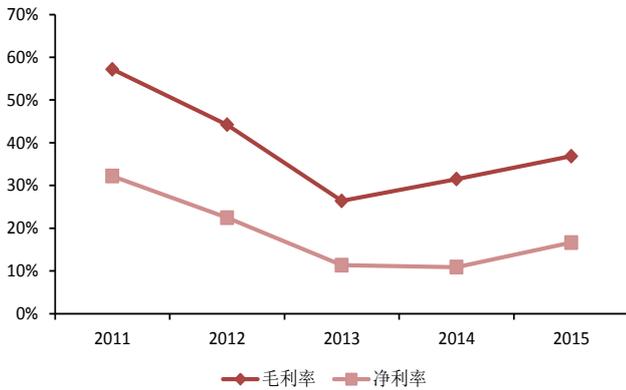
数据来源：公司公告，西南证券

图 4：2015 年公司毛利构成

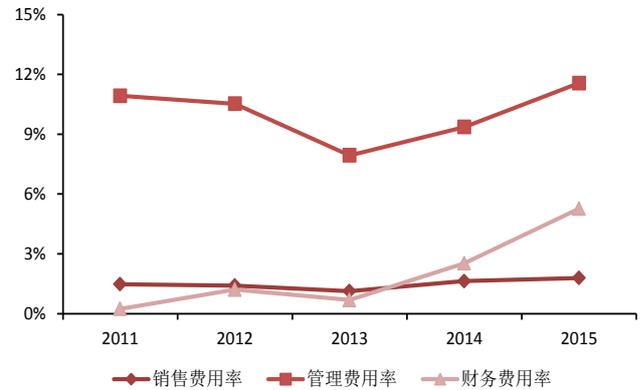


数据来源：公司公告，西南证券

2015 年公司综合毛利率和净利率继续提升，较 2014 年同期分别增加 5.4 个百分点和 5.8 个百分点。2015 年公司管理费用率和财务费用率有一定的提升，主要是随着公司带资承包工程总承包业务的扩大和银行借款的增加，相应的管理支出和利息支出有所提升。

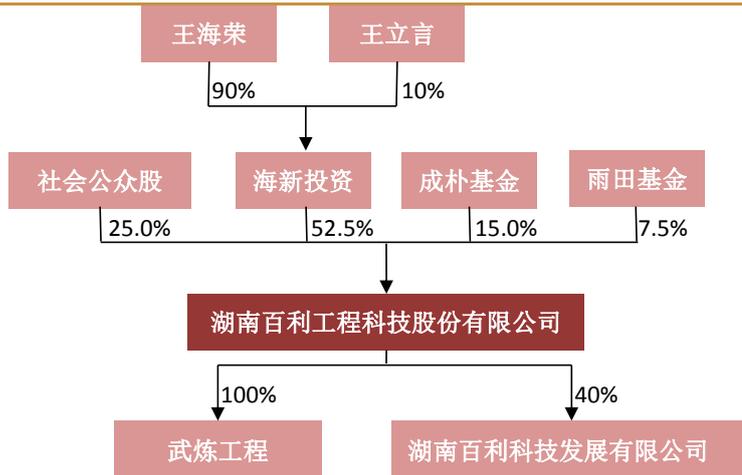
图 5: 2011 年以来公司毛利率和净利率变化


数据来源: 公司公告, 西南证券

图 6: 2011 年以来公司三费率变化


数据来源: 公司公告, 西南证券

公司控股股东是湖南海新投资有限公司, 持有公司 52.5% 的股份, 实际控制人是王海荣和王立言, 合计持有海新投资 100% 的股权。

图 7: 公司股权结构图


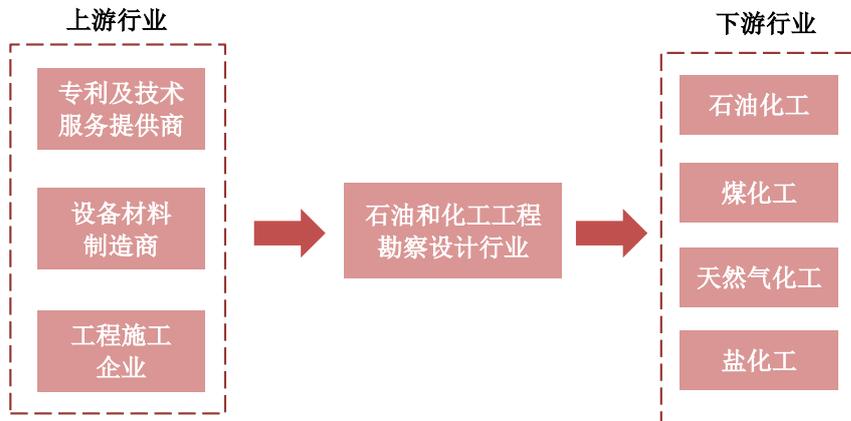
数据来源: 公司公告, 西南证券

2. 合成材料工程服务市场广阔, 公司竞争优势明显

2.1 行业规模稳步增长, 结构优化步伐加快

工程勘察设计为工程建设项目的决策与实施提供勘察、咨询、设计和工程总承包等服务, 下游为包括石油化工、煤化工、天然气化工和盐化工等行业服务, 其发展空间与下游工程建设之间存在着紧密的联系, 石化行业的稳步发展和固定资产投资的快速增长是牵引工程勘察设计行业快速发展的源动力。

图 8：润滑油行业与上下游行业之间的关联情况



数据来源：招股说明书，西南证券

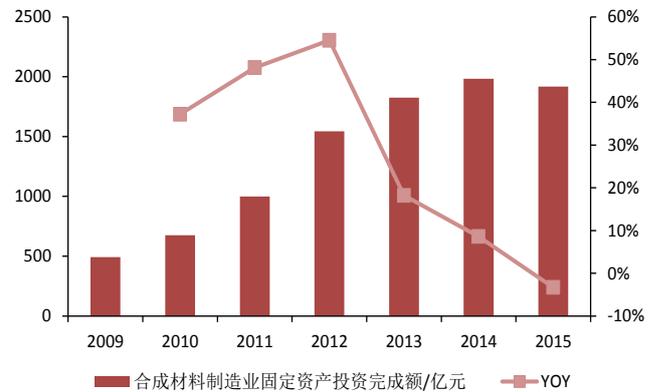
近年来，我国石化行业固定资产投资规模保持增长态势，但增速自 2012 年开始受宏观经济影响不断下滑。与此同时，石化行业转型升级正在推进，2015 年合成材料、专用化学品、精细化学品等附加值较高的行业增加值增速明显高于其他行业，开始在石化行业占据较大比重。其中，合成材料制造业固定资产投资完成额占石化行业总体完成额的比例从 2009 年的 4.9% 增至 2015 年的 8.6%，行业结构优化步伐加快。

图 9：2009~2015 年石化行业固定资产投资完成额及增速



数据来源：wind，西南证券

图 10：2009~2015 年合成材料制造业固定资产投资完成额



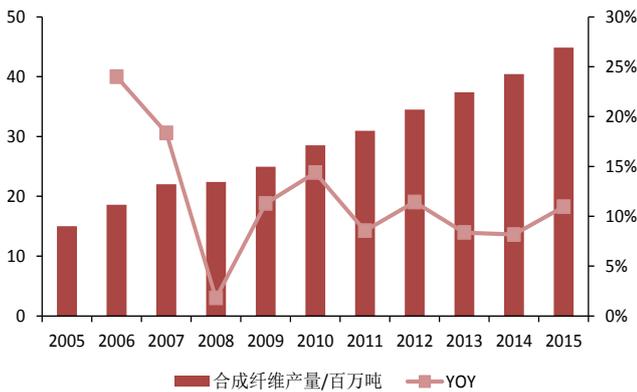
数据来源：wind，西南证券

2016 年，“石油和化学工业十三五发展指南”指出，未来石化行业两大首要任务是“稳增长，调结构”，预计未来几年全行业主营业务收入年均增长 7% 左右，到 2020 年达到 18.4 万亿元。合成材料、精细化工品等战略性新兴产业占比明显提高，新经济增长点带动成效显著，行业发展的质量和效益明显增强。

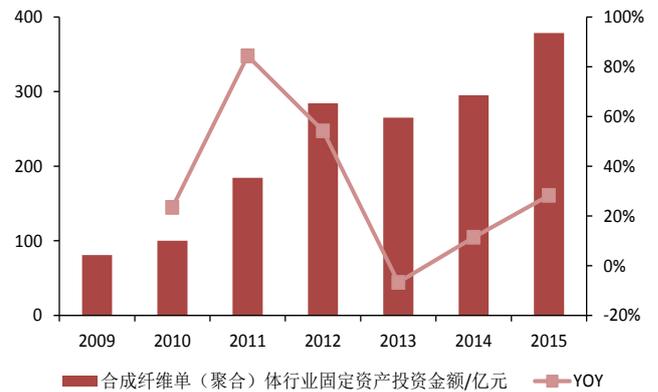
合成纤维

合成纤维不但是纺织工业的原料，还是医疗卫生、国防工业、航空航天等行业的重要材料，需求占纤维总需求量的 50% 以上。在绝大多数国家中，其发展速度高于 GDP 增速，在国民经济中占有重要地位。我国合成纤维产量已经由 2005 年的 1500 万吨增至 2015 年的 4487 万吨，年均复合增长率达 11.6%。

行业生产规模的不断发展带动了固定资产投资持续增长, 2009 年我国合成纤维单体(聚合)行业固定资产投资金额为 81.0 亿元, 2015 年增长至 378.5 亿元, 年均复合增长率达 29.3%。我国在“石油和化学工业十三五发展指南”中对合成纤维行业支持力度较大, 预计未来合成纤维行业的发展必将朝着高端化、绿色化的方向发展, 具备自主研发能力的技术领先型工程公司发展前景广阔。

图 11: 2005-2015 年我国合成纤维产量


数据来源: 国家统计局, 西南证券

图 12: 2009-2015 年合成纤维单(聚合)体固定资产投资金额


数据来源: wind, 西南证券

合成橡胶

从 2001 年起我国就已成为世界第一大天然橡胶进口国, 天然橡胶消费量占全球的 1/3 以上, 对外依存度超 70%。天然橡胶资源的匮乏为我国合成橡胶发展提供了广阔的市场机会。

图 13: 2007-2015 年我国天然橡胶消费量和产量变化


数据来源: 中国橡胶信息贸易网, 西南证券

图 14: 2009-2015 年天然橡胶进口量及进口依赖度


数据来源: 海关总署, 西南证券

我国合成橡胶工业是在自主创新和引进技术的基础上起步, 在不断丰富和完善的过程中发展壮大起来的。我国合成橡胶生产能力已占全世界的 18.8%, 产量占 17.7%, 消费量占 26.0%, 已经成为全球主要的合成橡胶生产国和消费国之一。2007-2015 年我国合成橡胶产量和消费量均成递增趋势, 并存在一定的供需缺口。

图 15: 2007~2015 年我国合成橡胶产量和消费量变化


数据来源: 国家统计局, 西南证券

图 16: 我国合成橡胶制造业固定资产投资完成额及增速


数据来源: wind, 西南证券

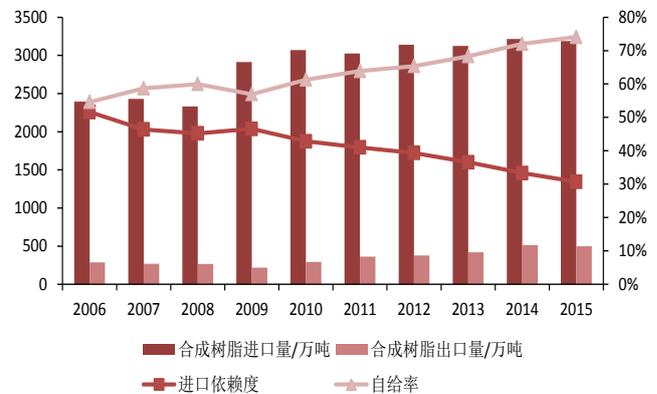
与此同时,我国合成橡胶制造业固定资产投资也呈现快速增长的态势,行业固定资产投资完成额从2009年的89.5亿元增长至2015年的182.2亿元,年均复合增速达12.6%。预计未来随着供需缺口的持续存在,我国合成橡胶业将继续保持增长趋势。

合成树脂

近年来,我国合成树脂行业发展迅速,合成树脂的产量从2009年的3562万吨增长至2015年的7691万吨,年均复合增长率为13.7%。除了总产量持续增长以外,我国合成树脂行业也在朝着品种牌号多样化、产品结构高端化的方向稳步发展。

图 17: 2009~2015 年我国合成树脂产量和消费量变化


数据来源: 国家统计局, 西南证券

图 18: 我国合成树脂进出口量、进口依赖度及自给率


数据来源: 海关总署, 西南证券

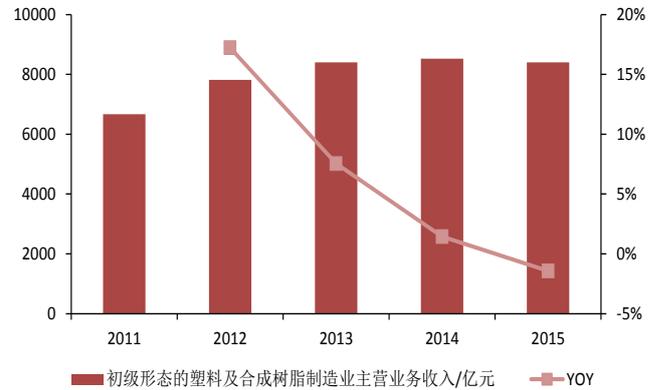
虽然我国合成树脂增长迅速,但是行业对外依存度依然较高。2015年全年我国合成树脂进口3187万吨,同期合成树脂出口量仅为498.1万吨。我国合成树脂对外贸易数量逆差较大,2015年自给率仅为74.1%,说明国内生产能力距离市场需求规模仍然差距甚远,我国合成树脂行业未来仍然有着巨大的发展空间。

图 19: 我国合成树脂制造业固定资产投资完成额及增速



数据来源: wind, 西南证券

图 20: 我国合成橡胶制造业主营业务收入及增速



数据来源: wind, 西南证券

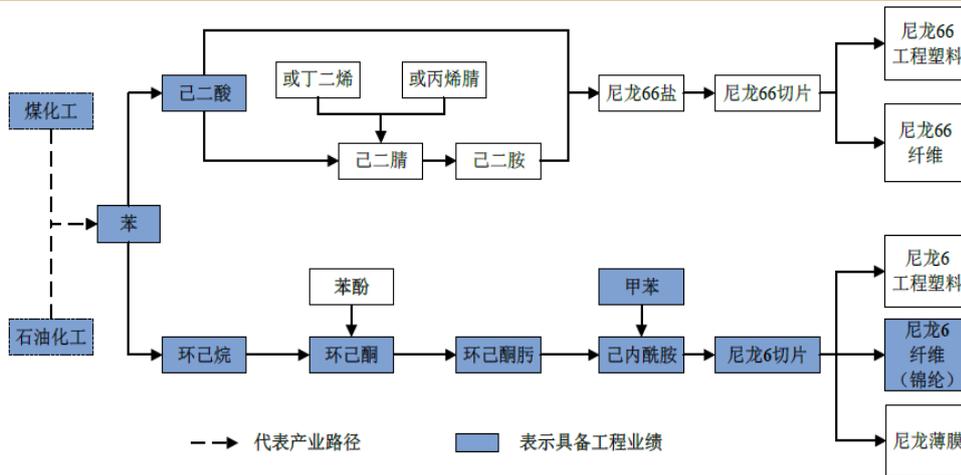
在巨大的需求刺激下,我国合成树脂行业的建设投资发展迅速。2009 年至 2015 年,我国初级形态的塑料及合成树脂制造业固定资产投资完成金额从 254.7 亿元增长至 805.1 亿,年均复合增长率为 21.1%。2011 年至 2015 年,我国初级形态的塑料及合成树脂制造业主营业务收入稳步增长,年均复合增长率为 6.0%。预计未来我国合成树脂行业将继续保持增长。

2.2 公司三大合成材料工程服务国内领先,新领域持续开拓中

合成纤维领域

公司在合成纤维的聚酰胺产品链工程设计领域具备领先的工程技术优势,工程业绩覆盖了环己酮、己内酰胺、尼龙 6 切片、尼龙 6 纤维等聚酰胺产品链的核心环节,目前公司市场占有率达 50% 以上。

图 21: 合成纤维的聚酰胺产品链



数据来源: 公司公告, 西南证券

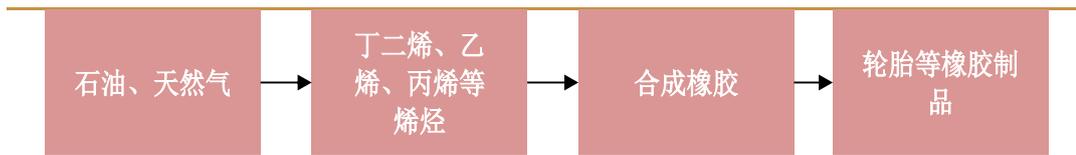
在聚酰胺纤维主要原料——己内酰胺领域,公司是国内同时掌握甲苯法、磷酸羟胺法(HPO)和氨肟化法(HAO)生产己内酰胺工程设计技术并具有工程业绩的工程公司,全程参与氨肟化法生产己内酰胺中试研发、工程放大和工艺攻关,设计了国内规模最大的己内酰

胺全厂性工程项目——浙江恒逸 20 万吨/年己内酰胺项目，在国内己内酰胺工程设计市场居领先地位。

合成橡胶领域

在合成橡胶领域，公司不仅具备多种合成橡胶的工程技术服务能力，还以高技术门槛、高附加值、绿色环保型的高端产品为突破，率先完成了包括 SBCs（含 SIS、SBS、SEBS 等）、异戊橡胶、溶聚丁苯橡胶在内的难度较高的生产装置工程设计，是国内少数同时在 SBCs、异戊橡胶、溶聚丁苯橡胶、顺丁橡胶等多个合成橡胶领域具备工程业绩的工程公司。

图 22：合成橡胶产品链



数据来源：公司公告，西南证券

公司在合成橡胶领域具备领先的技术开发和工程设计技术优势，设计了国内首套 20 万吨/年 SBS 装置、国内首套万吨级 SEBS 装置、第一套工业化 SIS 装置以及国内单套产能最大的 SIS 装置，并实现一次开车成功；开发并设计了国内第一套异戊橡胶工业化生产装置填补了国内无法自主生产异戊橡胶的空白；公司完成了国内第一套国产化的溶聚丁苯橡胶生产装置设计，实现了一次开车成功和连续、规模化生产。

表 1：公司合成橡胶领域的主要成就

公司合成橡胶领域主要项目	特点
20 万吨/年 SBS 装置	国内首套
万吨级 SEBS 装置	国内首套
工业化 SIS 装置	国内首套、全球单套产能最大
异戊橡胶工业化生产装置	国内首套
溶聚丁苯橡胶生产装置设计	国内首套

数据来源：招股说明书，西南证券

表 2：2014 年中国 SBS 生产企业产能情况

中国 SBS 主要生产企业	产能/万吨
台湾李长荣（惠州）塑胶公司	30
中石化巴陵石油化工有限公司	20
宁波科元塑胶有限公司	10
中石化北京燕山石油化工有限公司	9
中石化茂名石油乙烯工业公司	8
中石油新疆独山子石油化工有限公司	8
天津乐海渤天化工有限公司	6
山东聚圣科技	4

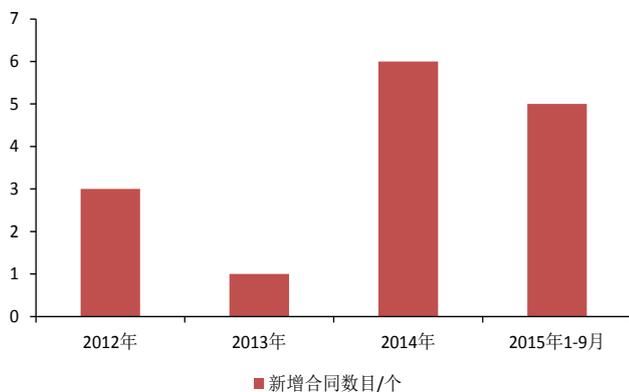
数据来源：招股说明书，西南证券

2015年,公司合计承接了45项合成橡胶领域的工程咨询及工程设计项目,参与完成的新一代高性能苯乙烯类热塑弹性体成套技术还获得2014年国家科学技术进步二等奖;另外,公司还在丁二烯、异戊二烯等合成橡胶主要原料领域积极进行技术储备,开拓合成橡胶产品链上游原料工程服务市场,拓展公司的业务领域。

合成树脂领域

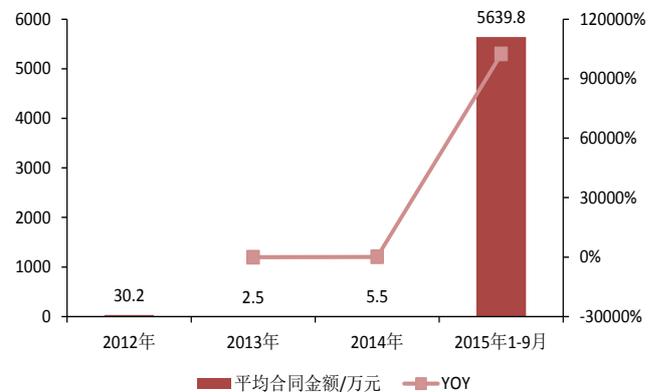
自上世纪八十年代初,公司就已经从事环氧树脂的设计、开发工作,通过吸收和改进前期引进的技术,采用国产化技术设计了多套环氧树脂装置。公司参与了国内最早的环氧树脂装置的引进与工程设计工作,陆续设计了多套邻甲酚醛环氧树脂、双酚A酚醛环氧树脂、功能性粉末涂料用环氧树脂和水性环氧树脂等特种环氧树脂装置,填补了国内空白。

图 23: 2012~2015 年公司合成树脂领域新增合同数目



数据来源:公司公告,西南证券

图 24: 2012~2015 年公司合成树脂领域平均合同金额



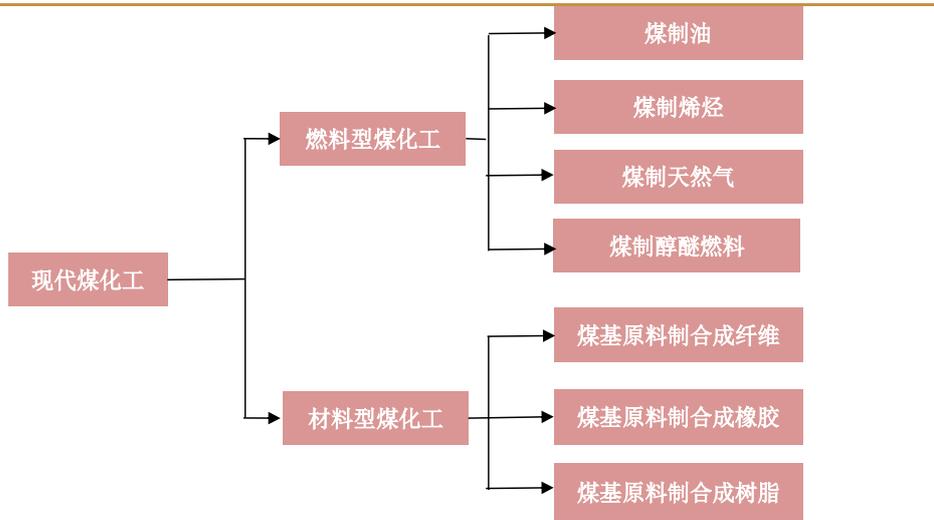
数据来源:公司公告,西南证券

2010年公司承接了“巴陵石化分公司5万吨/年特种树脂及配套扩建工程”工程设计项目,其中1万吨/年国产化邻甲酚醛环氧树脂装置产品质量达到超高纯度邻甲酚醛环氧树脂的要求,是当时国内唯一、全球单套产能最大的邻甲酚醛环氧树脂装置。2015年,公司合计承接了14项合成树脂领域的工程咨询及工程设计项目,平均合同金额达5640万元,随着项目的稳步实施,合成树脂业务有望给公司业绩带来较大幅度的增长。

材料型煤化工领域

材料型煤化工是现代煤化工行业的一个重要子行业,其着眼于用煤替代石油作为基础原料生产合成纤维、合成橡胶以及合成树脂等合成材料。

图 25: 现代煤化工及材料型煤化工的主要内容

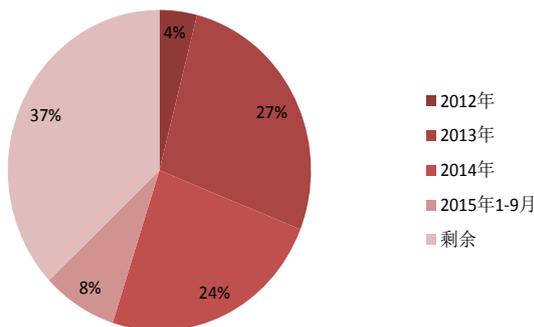


数据来源: 公司公告, 西南证券

由于我国能源结构呈现“富煤、贫油”的特点, 发展现代煤化工对我国能源结构的调整具有重要意义, 有利于推动石油替代战略的实施, 保障我国的能源安全, 促进后石油时代化学工业可持续发展。

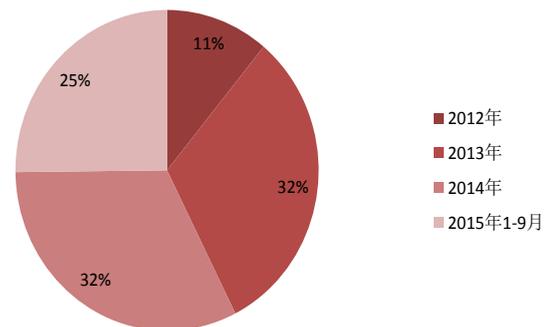
公司承接了山西阳煤丰喜肥业(集团)有限责任公司、旭阳煤化工集团有限公司、太原化学工业集团有限公司、石家庄焦化集团有限责任公司等大型企业及其下属企业共计 14 项材料型煤化工的工程咨询、设计项目, 承接了合同总金额超过 21 亿元的潞宝项目。其中, 潞宝项目是长治市煤化工领域循环经济示范项目、山西省国家资源型经济转型综合配套改革重大项目和 2015 年山西省重点工程项目。

图 26: 潞宝项目收入占合同总额比例情况



数据来源: 公司公告, 西南证券

图 27: 潞宝项目销售收入占全部销售收入的比例



数据来源: 公司公告, 西南证券

近年来潞宝项目为公司营收做出了较大的贡献, 该项目总价高达 21.5 亿元。2013-2015 年 1-9 月的工程总承包业务收入主要来源于潞宝项目。截至目前, 潞宝项目已经接近尾声, 预计项目建成后, 会释放较高的利润。

油气加工储运领域

油气加工储运居于石油化工行业的上、中游，是石油化工行业重要的子行业和基础性行业。2011年，公司收购并整合了在油气加工储运领域拥有丰富工程业绩和工程实施经验的武炼工程，使得公司工程服务的范围贯穿石油化工上、中、下游产业链。2012年以来公司承接了合计16.4亿的油气加工储运项目。

表 3: 公司 2015 年油气加工领域新增项目

序号	项目名称 (或合同名称)	单位名称	项目类别	合同金额 (万元)
1	总图管理、技术服务等服务协议	中国石油化工股份有限公司武汉分公司	设计项目	216.00
2	大和天然气输气管道工程 (干线) 工程总承包合同	鄂尔多斯市新圣天然气管道有限公司	总包项目	34,962.89
3	大和天然气输气管道工程 (支线) 工程总承包合同	鄂尔多斯市新圣天然气管道有限公司	总包项目	11,586.76
4	12万吨/年烯烃分离、10万吨/年 D系列溶剂油项目	山西潞安煤基清洁能源有限责任公司	设计项目	328.00
5	污水处理达标升级项目设计	中石化胜利油田分公司石油化工总厂	设计项目	279.90

数据来源: 公司公告, 西南证券

图 28: 2012~2015 年公司油气加工储运领域新增合同数目



数据来源: 公司公告, 西南证券

图 29: 2012~2015 年公司油气加工储运领域平均合同金额



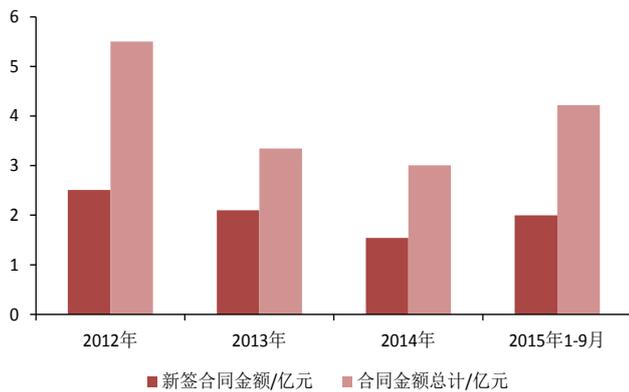
数据来源: 公司公告, 西南证券

2012~2015年，公司油气加工储运业务领域的新签合同数量较多，平均合同金额提高较快。主要原因是，一方面，国家环保政策的倒逼，给油品升级市场带来新的机遇，炼油化工行业产品升级提质、节能降耗、挖潜增效给公司带来发展空间；另一方面，公司在油气加工储运业务领域的订单形式在报告期初以设计合同为主。预计未来公司将进一步加强油气加工储运领域的服务，进一步开拓这一市场。

2.3 下游订单充足，营收有望大幅增长

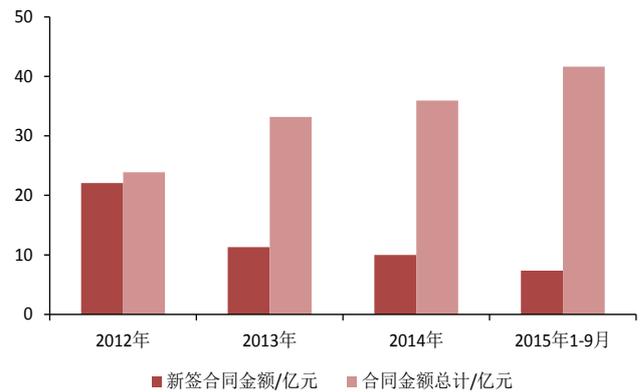
2015 年度，公司新签合同金额达 9.6 亿，其中工程咨询设计合同金额 2.7 亿，工程总承包合同金额 7.4 亿。公司每年新签项目合同金额呈逐年下降趋势，但以前年度未完成的存续项目订单大幅增长，导致新签项目加上存续项目金额呈逐年递增态势。2015 年 1-9 月公司合同合计金额为 45.8 亿元，为 2014 年营业收入的 7.0 倍，为 2013 年营业收入的 6.1 倍，预计随着存续订单施工的推进，公司营业收入有望大幅度提升。

图 30：2012~2015 年公司工程咨询设计业务合同金额



数据来源：公司公告，西南证券

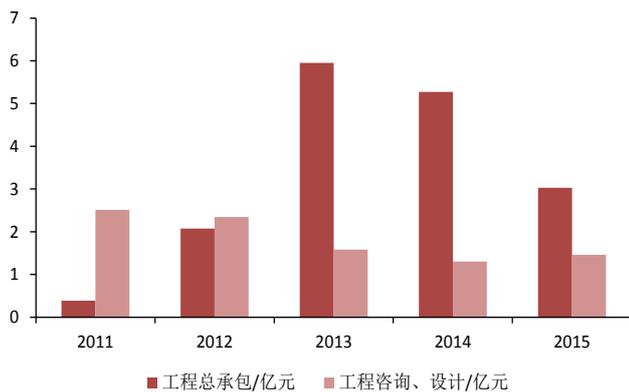
图 31：2012~2015 年公司工程总承包业务合同金额



数据来源：公司公告，西南证券

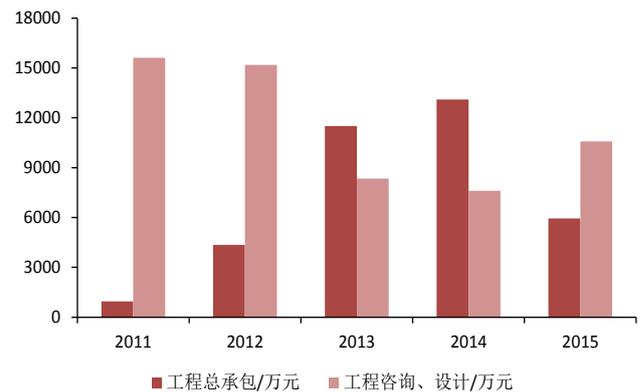
近年来，公司积极致力于工程总承包业务的拓展，营收从 2011 年的 0.4 亿元已经增至 2015 年的 3.0 亿元，增幅达 74 倍。毛利占比也在逐年提升，从 2011 年的 6.1% 提升至 2015 年的 56.2%，增加了 50.1 个百分点。目前公司正在履行的主要工程总承包合同金额达 50 亿元，后续订单依然充足。

图 32：2011~2015 年公司营收构成



数据来源：公司公告，西南证券

图 33：2011~2015 年公司毛利构成



数据来源：公司公告，西南证券

表 4: 公司“十二五”高端石化化工产品发展重点领域工程项目业绩

重点产品名称	项目名称
己内酰胺	山西潞宝兴海新材料有限公司煤焦化工产品材料化深加工项目（一期）
	沧州旭阳化工有限公司10万吨/年己内酰胺项目
	福建巴陵己内酰胺有限公司福建20万吨/年己内酰胺建设工程设计项目
	中国石油化工股份有限公司石家庄炼化分公司己内酰胺装置完善改造设计项目
	浙江恒逸己内酰胺有限公司年产20万吨己内酰胺项目
	中国石油化工股份有限公司巴陵分公司30万吨/年己内酰胺装置挖潜改造项目
	中国石油化工股份有限公司巴陵分公司20万吨/年己内酰胺装置挖潜改造项目
	石家庄化纤有限责任公司己内酰胺6.5改16工程10万吨/年环己酮肟化项目
尼龙工程塑料、特种聚酯	岳阳巴陵石化化纤有限公司5万吨/年锦纶聚合项目
	巴陵分公司己内酰胺事业部己内酰胺重残液与聚合浓缩液生产1.5万吨/年切片改造项目
	江苏瑞美福实业有限公司2.5万吨/年锦纶6聚合项目
	中国石油化工股份有限公司直接注塑尼龙6切片研发项目
	湖南金帛化纤有限公司3万吨/年锦纶聚合项目
	营口化纤厂4, 000T/Y改性聚酯切片工程
	山东方明化工股份有限公司3万吨/年尼龙6膜级切片装置
合成橡胶及弹性体	中国石化集团资产经营管理有限公司巴陵石化分公司6万吨/年特种锂系聚合物项目
	淄博齐鲁乙烯鲁华化工有限公司1.5万吨/年异戊橡胶工业化项目
	浙江传化合成材料有限公司10万吨/年顺丁橡胶项目
	山东华懋新材料有限公司5万吨/年顺丁橡胶项目
	山东华懋新材料有限公司5万吨/年丁苯橡胶项目
	淄博鲁华泓锦化工股份有限公司5万吨/年异戊橡胶项目
	山东红阳化工科技有限公司3万吨/年异戊橡胶新技术项目
	山东聚圣科技有限公司3万吨/年溶聚丁苯橡胶工程设计项目
	中国石化集团资产经营管理有限公司巴陵石化分公司SBS凝聚节能降耗项目
	中国石化集团资产经营管理有限公司巴陵石化分公司20万吨/年SBS项目
中国石化集团资产经营管理有限公司巴陵石化分公司2万吨/年SEBS项目	
己二酸	山东华鲁恒升化工股份有限公司14万吨/年己二酸项目
	山西阳煤丰喜肥业（集团）有限责任公司临猗分公司7万吨/年己二酸项目
双酚 A	岳阳石油化工总厂环氧树脂厂5000t/a盐酸法双酚A工业试验项目
电子级环氧树脂	岳阳石油化工总厂环氧树脂厂500吨/年邻甲酚醛环氧树脂中试项目
	中国石化集团资产经营管理有限公司巴陵石化分公司5万吨/年特种环氧树脂及配套扩建工程之1万吨/年邻甲酚醛环氧树脂项目
降解塑料	中海石油化学股份有限公司二氧化碳塑料装置设备与工艺技术改造
无卤阻燃剂	岳阳石油化工总厂氮系阻燃材料生产装置建设工程2000t/aMCA项目

数据来源：招股说明书，西南证券

2016年，随着潞宝项目接近尾声、滕州润达项目年底中交开车、SEBS项目进入详细设计阶段，预计公司业绩将大幅增长。

3. 募投项目围绕公司优势领域，提升核心竞争力

百利科技此次以 6.03 元/股的价格发行 5600 万股，募集资金总额 3.1 亿元，主要用于“技术中心升级建设项目”和“扩大工程总承包业务所需流动资金项目”。

表 5：公司募投项目情况

序号	项目名称	投资金额/万元	拟使用募集资金/万元	已投入募集资金
1	技术中心升级建设项目	4860.00	4860.00	0
2	扩大工程总承包业务所需流动资金项目	82133.90	25831.00	25831.00
合计		86, 993.90	30, 691.00	25831.00

数据来源：公司公告，西南证券

技术中心升级建设项目

该项目将继续围绕公司主营业务及优势业务领域，在己内酰胺生产新技术、紧缺合成橡胶原料（丁二烯、异丁烯、异戊二烯等）、聚甲醛高端改性、高端乙丙橡胶、聚异丁烯新品种等方面形成具有自主知识产权的工艺技术、工程技术和关键设备。公司将依托技术中心，计划开展“丁烷-丁烯脱氢制丁二烯中试研究项目”以及“聚甲醛先进技术中试研究和高端牌号开发项目”的中试研究工作，并形成具有自主知识产权的成套技术工艺包。

表 6：技术中心升级建设项目主要内容

项目	具体项目	主要内容
技术中心的研发方向	聚酰胺产品链领域	围绕公司在己内酰胺领域现有的技术领先优势，通过优化工艺提升己内酰胺产品品质、开发己内酰胺节能降耗新技术，将聚酰胺产品链向上下游进行延伸，具备提供覆盖聚酰胺产品链中主要原料、单体、聚合以及最终产品装置的工程技术服务能力。
	合成橡胶领域	完善合成橡胶产品链技术，开发新品种、新牌号合成橡胶生产技术，以满足异戊橡胶、丁苯橡胶、稀土系顺丁橡胶、SBCs、ABS 树脂、丁腈橡胶等高端产品领域的生产技术需求；并将公司的技术优势扩展至丁二烯、异戊二烯等高端合成橡胶紧缺原料的生产与加工技术领域。
	合成树脂领域	在现有合成树脂设计经验与工程技术基础上，开发特种环氧树脂和其他树脂或塑料产品的生产技术。
	材料型煤化工领域	开发利用煤化工产品继续加工生产高附加值产品的技术，完善和改进利用传统煤化工生产的粗苯、甲醇等产品生产聚酰胺纤维、聚甲醛等高附加值合成材料的工程技术，缓解传统煤化工产品产能过剩矛盾，并拓展合成材料的原料来源。
	配套技术开发	开展催化剂与工艺配方开发、特殊废液等环保技术的开发和大型设备的工程化开发。
技术中心研发计划及研发内容	近期研发计划（1-3 年）	在未来三年内，公司主要以现有工程业务与技术为基础，通过自主开发，改进与优化现有工程技术、延伸现有业务的产品链，开发满足开展工程设计业务要求的工艺包，扩大市场占有率；同时，适当拓宽业务范围，开发相对成熟的新技术。
	中期研发计划（3-5 年）	未来三至五年内，采用自主研发、合作开发与消化吸收国外先进技术相结合的方式，以开发新一代生产技术为主，完善成熟技术为辅，开发具有国际先进水平的己内酰胺生产成套技术。
	远期研发计划（5-10 年）	在未来五至十年内，将自主研发与合作开发相结合，以开发新技术和新品种为重点，在拓宽合成纤维、合成橡胶和合成树脂及其原料业务领域基础上，争取实现同类产品生产技术的新突破，使公司技术水平具备国际影响力。

项目	具体项目	主要内容
拟进行的中试研究内容	丁烷-丁烯脱氢制丁二烯中试研究项目	将为国内首次开发 10 万吨/年丁烷-丁烯脱氢制丁二烯工艺包提供设计和工程依据, 并最终形成具有完全自主知识产权的成套生产技术, 为我国丁二烯生产提供新的技术, 也为解决我国丁二烯资源紧缺的局面开辟了新的途径。预计合成法生产丁二烯将占我国丁二烯市场份额的 30% 以上。该中试研究项目的技术产业化前景良好, 具有较强的市场竞争力。
	聚甲醛先进技术中试研究和高端牌号开发项目	形成拥有完全自主知识产权的 6 万吨/年聚甲醛成套技术工艺包。该项目的顺利实施将打破境外聚甲醛生产技术对国内市场的垄断, 将显著降低国内业主在装置建设中需要支付的技术许可费, 有效减少业主的项目建设支出, 具备替代进口技术的成本优势, 最终推动国内聚甲醛行业及相关产业的发展。

数据来源: 招股说明书, 西南证券

技术中心建设周期为 16 个月, 预计项目建成后, 将有效提升公司在优势业务领域的技术水平和研发能力, 从而推动公司业绩稳步增长。

扩大工程总承包业务所需流动资金项目

该项目旨在为公司快速发展的工程总承包业务补充流动资金。公司计划在三大合成材料、材料型煤化工、油气加工储运等既有业务领域加大工程总承包业务的开发力度, 将公司在工程设计领域的技术优势向下游服务领域延伸, 顺应工程总承包成发展主流的大趋势, 主动提升工程总承包业务规模。

表 7: 公司目前正在履行的主要工程总承包合同

序号	单位名称	项目名称 (或合同名称)	合同金额 (万元)	签约时间
1	山东省滕州瑞达化工有限公司	山东省滕州瑞达化工有限公司 6 万吨/年聚丁烯-1 建设项目 (一期) 工程总承包项目	26970.00	2015.06
2	鄂尔多斯市新圣天然气管道有限公司	鄂尔多斯市新圣天然气管道有限公司大和天然气输气管道工程 (干线) 工程总承包项目	34962.89	2015.06
3	鄂尔多斯市新圣天然气管道有限公司	鄂尔多斯市新圣天然气管道有限公司大和天然气输气管道工程 (干线) 工程总承包项目	11586.76	2015.06
4	东营华驰新能源科技有限公司	东营华驰新能源科技有限公司 30 万吨/年蒽油加氢项目工程总承包合同	52800.00	2014.11
5	辽宁缘泰石油化工有限公司	辽宁缘泰石油化工有限公司 20 万吨/年丁辛醇项目 (一期) 加氢联合装置建设项目工程总承包合同	46924.83	2014.11
6	河北石焦化工有限公司	河北石焦化工有限公司 2×10 万吨/年环己酮扩建改造建设工程总承包项目	112872.73	2013.12
7	山西潞宝兴海新材料有限公司	山西潞宝兴海新材料有限公司煤焦化工产品材料化深加工项目 (一期) EPC 合同	214789.00	2012.06

数据来源: 招股说明书, 西南证券

随着公司业务规模的扩大, 依靠股东原始资金投入和自身滚动积累的资金已不能满足业务快速发展的需要, 2010 年公司开始通过银行贷款补充流动资金, 但由于公司自身资产规模的限制, 能够通过资产抵押获得银行贷款的额度相较于发展工程总承包业务所需的流动资金而言十分有限。募集资金的投入将在保证公司已承揽合同顺利履行的同时, 为公司承揽新合同提供资金保障并提高中标率。

4. 盈利预测与估值

假设 1: 公司工程总承包业务稳步发展, 预计 2016~2018 营业收入增速维持在 20%, 毛利率分别为 23%, 24%和 25%;

假设 2: 预计 2016~2018 公司工程咨询与设计业务营业收入增速维持在 15%的行业平均水平, 毛利率维持在 70%;

假设 3: 公司三费率无明显变化。

基于以上假设, 我们预测公司 2016-2018 年分业务收入成本如下表:

表 8: 分业务业绩预测

单位: 万元		2015A	2016E	2017E	2018E
工程总承包	收入	30,282.12	36,338.54	43,606.25	52,327.50
	增速	-42.58%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	19.62%	23.00%	24.00%	25.00%
工程咨询、设计	收入	14,590.34	16,778.89	19,295.72	22,190.08
	增速	12.04%	15.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	72.44%	70.00%	70.00%	70.00%
合计	收入	44,872.46	53,117.44	62,901.98	74,517.59
	增速	-31.76%	18.37%	18.42%	18.47%
	毛利率	36.79%	37.85%	38.11%	38.40%

数据来源: 公司公告, 西南证券

预计公司 2016-2018 年的营业收入分别为 5.3 亿元、6.3 亿元和 7.5 亿元, 归母净利润分别为 8700 万元、1.1 亿元和 1.3 亿元, EPS 分别为 0.39 元、0.49 元、0.59 元, 对应的动态 PE 分别为 102 倍、82 倍和 67 倍, 我们看好公司未来发展, 首次覆盖给予“增持”评级。

5. 风险提示

- 1) 下游需求持续低迷的风险;
- 2) 客户集中度较高的风险;
- 3) 项目建设不及预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	450.46	533.22	631.45	748.05	净利润	74.87	87.34	109.36	132.82
营业成本	284.45	331.42	390.80	460.80	折旧与摊销	9.36	5.15	5.15	5.15
营业税金及附加	3.30	3.90	4.62	5.48	财务费用	23.72	5.24	2.93	3.74
销售费用	8.06	13.33	15.79	18.70	资产减值损失	12.10	12.00	12.00	12.00
管理费用	52.08	69.32	82.09	97.25	经营营运资本变动	-79.87	-58.61	-147.71	-154.15
财务费用	23.72	5.24	2.93	3.74	其他	-2.44	-40.49	0.27	-1.17
资产减值损失	12.10	12.00	12.00	12.00	经营活动现金流净额	37.74	10.63	-18.01	-1.61
投资收益	0.10	0.00	0.00	0.00	资本支出	11.48	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-12.33	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-0.85	0.00	0.00	0.00
营业利润	66.85	98.02	123.22	150.09	短期借款	-164.00	-80.00	0.00	0.00
其他非经营损益	18.87	1.98	1.97	1.97	长期借款	116.25	0.00	0.00	0.00
利润总额	85.72	99.99	125.20	152.06	股权融资	0.00	310.00	0.00	0.00
所得税	10.84	12.65	15.84	19.24	支付股利	0.00	-14.97	-17.47	-21.87
净利润	74.87	87.34	109.36	132.82	其他	11.11	-55.99	-2.93	-3.74
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-36.64	159.04	-20.40	-25.61
归属母公司股东净利润	74.87	87.34	109.36	132.82	现金流量净额	0.26	169.67	-38.40	-27.22
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	95.24	264.91	226.50	199.28	成长能力				
应收和预付款项	778.83	820.06	1007.03	1194.81	销售收入增长率	-31.50%	18.37%	18.42%	18.47%
存货	157.76	183.81	216.74	255.56	营业利润增长率	-24.29%	46.62%	25.72%	21.80%
其他流动资产	3.77	4.47	5.29	6.26	净利润增长率	4.74%	16.65%	25.21%	21.46%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-13.21%	8.48%	21.13%	21.08%
投资性房地产	29.78	29.78	29.78	29.78	获利能力				
固定资产和在建工程	49.97	46.05	42.13	38.21	毛利率	36.85%	37.85%	38.11%	38.40%
无形资产和开发支出	28.06	26.83	25.61	24.38	三费率	18.62%	16.48%	15.96%	16.00%
其他非流动资产	17.99	17.98	17.98	17.98	净利率	16.62%	16.38%	17.32%	17.76%
资产总计	1161.40	1393.89	1571.07	1766.28	ROE	16.24%	10.36%	11.69%	12.70%
短期借款	80.00	0.00	0.00	0.00	ROA	6.45%	6.27%	6.96%	7.52%
应付和预收款项	363.06	342.75	426.53	509.03	ROIC	11.16%	12.23%	12.92%	13.47%
长期借款	198.75	198.75	198.75	198.75	EBITDA/销售收入	22.18%	20.33%	20.79%	21.25%
其他负债	58.59	9.03	10.53	12.30	营运能力				
负债合计	700.41	550.53	635.82	720.08	总资产周转率	0.40	0.42	0.43	0.45
股本	168.00	224.00	224.00	224.00	固定资产周转率	6.56	11.11	14.32	18.62
资本公积	18.18	272.18	272.18	272.18	应收账款周转率	0.72	0.90	0.97	0.94
留存收益	274.82	347.18	439.07	550.02	存货周转率	2.26	1.94	1.95	1.95
归属母公司股东权益	460.99	843.36	935.25	1046.20	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	64.76%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	460.99	843.36	935.25	1046.20	资产负债率	60.31%	39.50%	40.47%	40.77%
负债和股东权益合计	1161.40	1393.89	1571.07	1766.28	带息债务/总负债	39.80%	36.10%	31.26%	27.60%
					流动比率	2.07	3.63	3.34	3.18
					速动比率	1.75	3.10	2.84	2.69
					股利支付率	0.00%	17.15%	15.97%	16.47%
业绩和估值指标					每股指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	99.93	108.40	131.30	158.98	每股收益	0.33	0.39	0.49	0.59
PE	119.43	102.38	81.77	67.32	每股净资产	2.06	3.77	4.18	4.67
PB	19.40	10.60	9.56	8.55	每股经营现金	0.17	0.05	-0.08	-0.01
PS	19.85	16.77	14.16	11.95	每股股利	0.00	0.07	0.08	0.10
EV/EBITDA	68.38	80.89	67.08	55.57					
股息率	0.00%	0.17%	0.20%	0.24%					

数据来源: Wind, 西南证券

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投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

北京地区

赵佳（地区销售总监）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

广深地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

任骁

0755-26820395

18682101747

rxiao@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

赵晨阳（上海办公）

021-68416926

15821921712

zcy@swsc.com.cn