

战略级新产品即将爆发，成功转向多元成长驱动

——博实股份深度报告

首次覆盖报告

郭泰(分析师)

021-68865595

guotai@xsdzq.cn

证书编号: S0280518010004

2018年产品服务收入占比升至38%、非传统石化约占25%；2019年高温机器人呈几何式增长，环保装备贡献可观收入和利润，智能货运移载设备或成下一个爆发产品；公司成长动力由周期属性的石化自动化设备已成功转型为多元成长驱动，周期属性减弱、成长持续性强化。我们预计，2019-2021年公司归母净利润3.16、4.05和5.01亿元，复合增速约40%；结合PE、PB和PB-ROE估值，首次覆盖给予“推荐”评级。

● 毛利率与净利率重回升势，预计2019年业绩增长50%-80%

2018年公司毛利率39%、净利率18%，2019Q1为45%和24%、时隔3年“同时”重回40%和20%以上。2018年公司销售商品收到现金15亿元、高出收入64%；2019Q1公司预收11.8亿(+64%)、存货11.2亿(+105%)，远高于2018年设备类收入5.7亿元，公司预计2019年归母净利润增长50%-80%。

● 战略级新产品即将或临近爆发，工艺环保装备贡献可观利润

公司战略级高温机器人具备世界领先水平，2017-2018年获新疆、内蒙、宁夏等十多家电石企业订单，预计2019年将呈几何式增长。我们测算，中国电石企业高温机器人需求45亿元，保守预计矿热炉领域高温机器人需求超100亿元。我们测算，2019Q1公司工艺环保装备预收款约5.2亿元(+188%)、存货约2.7亿元(+86%)，预计2019年该业务将贡献可观的收入和利润。2018年另一战略级产品智能货运移载设备已完成多种型号设计、调试与定型等，并签订三个千万级合同，未来有望成为类似于高温机器人的爆发级别产品。

● 打造石化后处理环节现代服务商，多元动力促业绩持续增长

2015-2018年公司升级与丰富粉粒料成套智能化设备类型，智能货运移载设备将公司产品延伸至入库、库存和出库环节，一体化托管运营服务提升公司在石化后段处理的综合服务能力和持续性，公司有望成为石化后处理环节现代服务商。2018年公司一体化托管服务收入约占38%、非传统石化收入约占25%；预计2019-2021年产品服务收入复合增速超15%，原有智能设备向食品、建材等行业加速应用，战略级新产品逐一即将或临近爆发，工艺环保装备贡献可观收入和利润，呈多元动力驱动业绩持续增长、周期属性减弱。

● 风险提示：下游需求增长不及预期；新产品、新领域扩展不及预期

财务摘要和估值指标

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	788	916	1,487	1,877	2,278
增长率(%)	25.5	16.2	62.4	26.2	21.3
净利润(百万元)	130	182	316	405	501
增长率(%)	18.0	40.6	73.6	28.1	23.7
毛利率(%)	36.4	38.7	41.8	41.4	41.7
净利率(%)	16.4	19.9	21.2	21.6	22.0
ROE(%)	6.1	7.7	14.0	16.2	18.0
EPS(摊薄/元)	0.13	0.18	0.31	0.40	0.49
P/E(倍)	70.5	50.2	28.9	22.6	18.2
P/B(倍)	4.7	4.4	4.0	3.6	3.2

推荐(首次评级)

市场数据	时间 2019.07.12
收盘价(元):	8.93
一年最低/最高(元):	7.55/14.89
总股本(亿股):	10.23
总市值(亿元):	91.31
流通股本(亿股):	8.23
流通市值(亿元):	73.49
近3月换手率:	36.06%

股价一年走势



收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	3.76	10.38	38.94
绝对	6.95	5.87	48.36

相关报告

目 录

1、 成功转向多元成长驱动，重磅新产品临近爆发.....	4
1.1、 周期属性转为多元成长驱动，2018 年盈利加速.....	4
1.2、 2019 年归母净利润增长 50%-80%、2020 年较高增长可期.....	5
1.3、 石化行业现代服务供应商，重磅新产品临近爆发.....	6
2、 高端战略新品爆发增长，环保工艺装备进入收获阶段.....	7
2.1、 预计中国矿热炉高温机器人总需求超 100 亿元.....	7
2.2、 智能货运移栽设备有望成为下一个爆发级产品.....	9
2.3、 环保装备订单充足，即将贡献可观收入和利润.....	10
3、 原有业务不断延伸，打造石化后处理环节现代服务商.....	11
3.1、 石化景气持续和扩展应用推动粉粒料设备增长.....	11
3.2、 预计 2019-2021 年产品服务收入复合增速超 15%.....	12
3.3、 远期目标打造石化化工后处理环节现代服务商.....	13
4、 盈利预测与投资建议.....	14
4.1、 预计 2019-2021 年博实股份归母净利润复合增速约 40%.....	14
4.2、 结合 PE、PB 和 PB-ROE 估值，首次覆盖给予推荐评级.....	14
5、 风险提示.....	16
5.1、 下游石化、化工需求增长不及预期的风险.....	16
5.2、 新产品交付和新领域开拓不及预期的风险.....	16
附： 财务预测摘要.....	17

图表目录

图 1: 2017-2019Q1 博实股份收入及归母利润加速增长.....	4
图 2: 2015-2018 年博实产品服务和其他业务持续增长.....	4
图 3: 2013 年公司产品服务及其他业务占比 15.2%.....	4
图 4: 2018 年公司产品服务及其他业务占比超 60%.....	4
图 5: 2018-2019Q1 博实股份盈利能力回升.....	4
图 6: 2018 年机器人智能成套占其他业务比重约 40%.....	4
图 7: 2017-2019Q1 公司预收款快速增长并创新高.....	5
图 8: 2017-2019Q1 公司存货快速增长并创新高.....	5
图 9: 2009-2018 年连续 10 年保持盈利、现金流转好.....	5
图 10: 2017-2019Q1 销售商品收到现金大幅好于收入.....	5
图 11: 2019 年博实股份预报归母利润增速区间上移.....	5
图 12: 2017-2019Q1 博实股份归母净利润较快增长.....	5
图 13: 传统电石出炉环节工作环境.....	7
图 14: 金泰氯碱神木电石出炉机器人工作环境.....	7
图 15: 神木电石远程操作电石出炉机器人工作环境.....	7
图 16: 截止 2018 年博实股份高温机器人应用分部.....	7
图 17: 中国电石行业消费量与产量基本持平.....	8
图 18: 2018 中国电石行业产能利用率提升至约 61%.....	8
图 19: 2018 年硅锰、镍铁和硅铁产能合计超过电石.....	8
图 20: 2019 年 5 月电石、硅铁产能开工率同比提升.....	8
图 21: 博实股份智能货运移栽设备示意图.....	9
图 22: 传统人工搬运工作环境.....	9

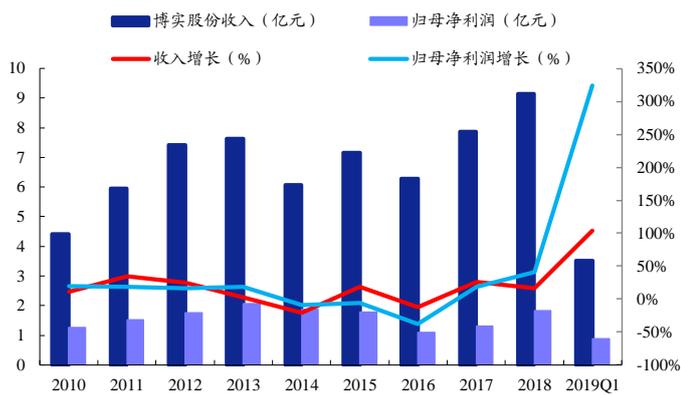
图 23: 中国劳动力人口数量和占比持续下降	9
图 24: 2012-2017 年中国年轻劳动力人口占比持续下降	9
图 25: 博实股份智能物流分拣与堆垛机	9
图 26: 博实股份智能物流系统之激光导航 AGV	9
图 27: 博实工艺环保装备业务由博奥环境和 P&P 执行	10
图 28: 中国惠州全球最大规模湿法制硫酸装置	10
图 29: 博实合并报表预收与母公司之间差额持续增长	10
图 30: 博实合并报表存货与母公司之间差额持续增长	10
图 31: 2018 年公司粉粒料自动化设备收入回升	11
图 32: 2018 年公司粉粒料自动化设备毛利率回升	11
图 33: 2018-2019 年 5 月石化行业固投增速回升	11
图 34: 2019 年中石化和中石油化工及炼化投资加速	11
图 35: 博实股份产品服务收入连续十年增长	12
图 36: 2018 年博实股份产品服务毛利率趋稳	12
图 37: 十三五石化和化工行业增加值年均增长 8%	13
图 38: 十三五主要石化和化工产品需求量增长	13
图 39: 博实股份在石化化工行业后处理环节具备打造现代服务商潜力	13
图 40: 博实股份 ROE 处于上行趋势	15
图 41: 中国 10 年至 20 年国债到期收益率平均为 3.45%	15
表 1: 博实股份部分战略新产品竞争及应用举例	6
表 2: 博实股份签订金额较大合同举例	6
表 3: 预计中国电石行业高温机器人总需求约 45 亿元	8
表 4: 博实股份签订环保工艺装备金额较大合同举例	10
表 5: 博实股份粉粒料智能化设备新产品研发梳理举例	12
表 6: 博实股份产品服务业务签订单 7 年长期大订单	12
表 7: 2019-2021 年博实股份各项业务收入及毛利率预测	14
表 8: 可比公司估值比较	15

1、成功转向多元成长驱动，重磅新产品临近爆发

1.1、周期属性转为多元成长驱动，2018 年盈利加速

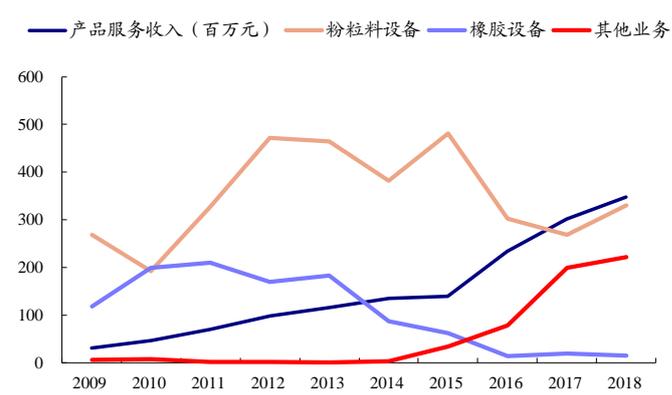
2017-2018 年公司积极开闢智能设备向食品、建材、粮食等行业应用与研发战略新产品，一体化托管服务收入持续增长。2018 年公司收入创历史新高 9.2 亿元、增长 16.2%，其中产品服务占比 38%、非传统石化领域约占 25%，由周期属性的石化自动化设备成功转型多元成长驱动；毛利率和净利率回升至 38.7%和 17.9%，归母净利润 1.82 亿元、增长 40.6%；2019Q1 收入加速增长、盈利能力继续提升。

图1： 2017-2019Q1 博实股份收入及归母净利润加速增长



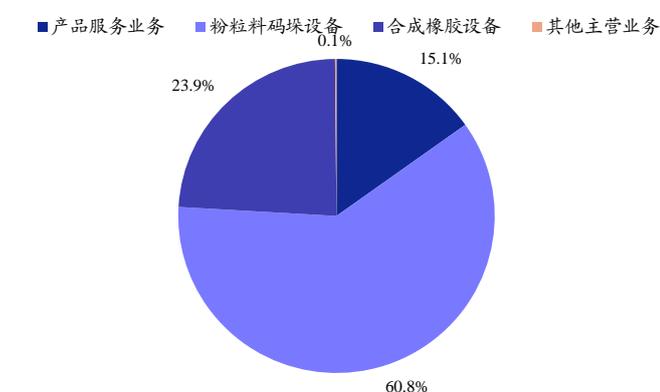
资料来源：公司公告、新时代证券研究所

图2： 2015-2018 年博实产品服务和其他业务持续增长



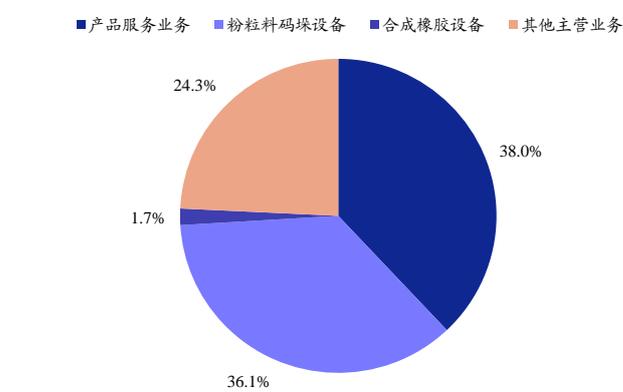
资料来源：公司公告、新时代证券研究所

图3： 2013 年公司产品服务及其他业务占比 15.2%



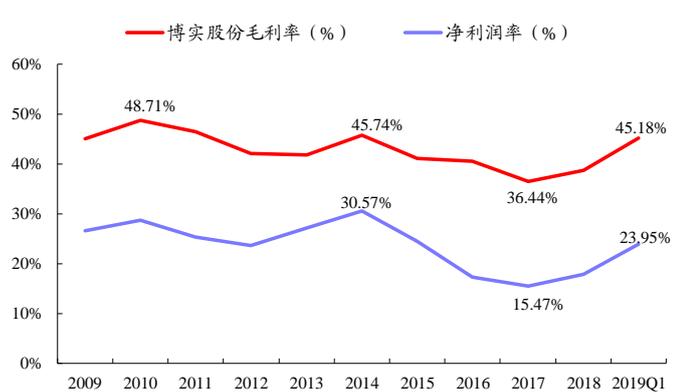
资料来源：公司公告、新时代证券研究所

图4： 2018 年公司产品服务及其他业务占比超 60%



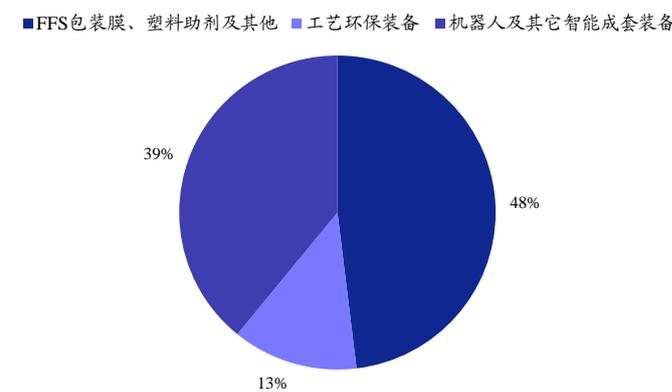
资料来源：公司公告、新时代证券研究所

图5： 2018-2019Q1 博实股份盈利能力回升



资料来源：公司公告、新时代证券研究所

图6： 2018 年机器人智能成套占其他业务比重约 40%



资料来源：公司公告、新时代证券研究所

1.2、2019 年归母净利润增长 50%-80%、2020 年较高增长可期

公司各类智能化产品和工艺环保装备大多属于定制化产品，采取以销定产的模式，签订商务合同并收到客户预付和进度款后，公司才组织生产、发货、安装与调试验收等。2019Q1 公司预收款再创新高 11.8 亿元、同比增 64%，存货 11.2 亿元、同比增 105%，预收款和存货均大幅高于 2018 年公司设备类收入 5.68 亿元、且维持高速增长。考虑到公司设备类交货周期约 6-18 个月，2018 年公司销售商品等收到现金 15 亿元、较收入高出 64%，我们预计 2019-2020 年公司归母净利润维持较高增速可期；公司已在 2018 年报中预告 2019 年归母净利润增长 50%-80%。

图7： 2017-2019Q1 公司预收款快速增长并创新高



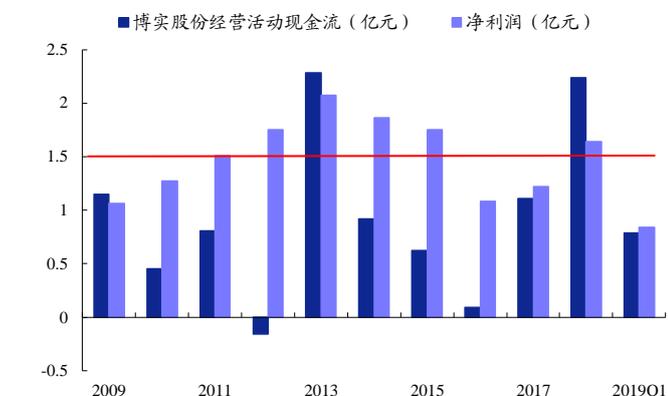
资料来源：公司公告、新时代证券研究所

图8： 2017-2019Q1 公司存货快速增长并创新高



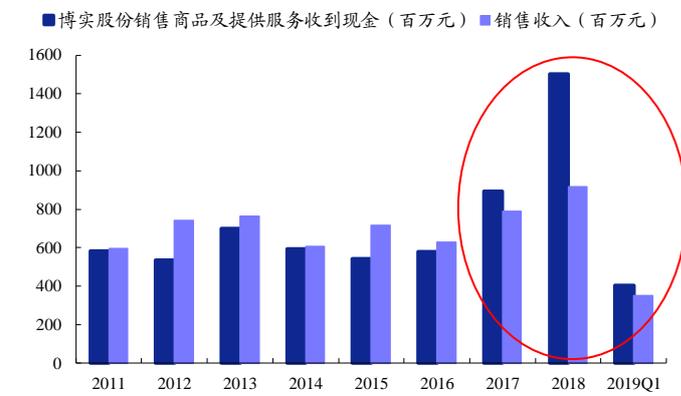
资料来源：公司公告、新时代证券研究所

图9： 2009-2018 年连续 10 年保持盈利、现金流转好



资料来源：公司公告、新时代证券研究所

图10： 2017-2019Q1 销售商品收到现金大幅好于收入



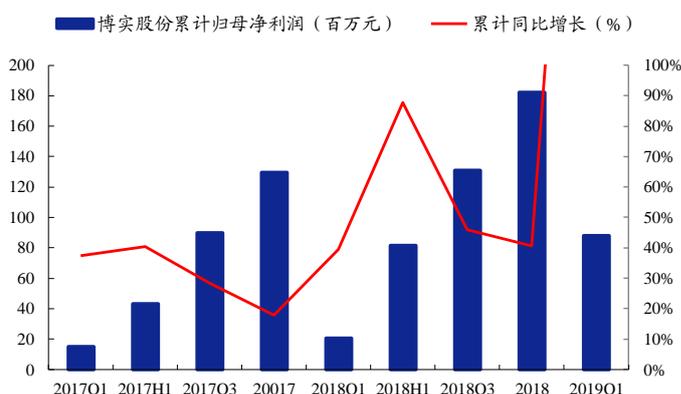
资料来源：公司公告、新时代证券研究所

图11： 2019 年博实股份预报归母净利润增速区间上移



资料来源：公司公告、新时代证券研究所

图12： 2017-2019Q1 博实股份归母净利润较快增长



资料来源：公司公告、新时代证券研究所

1.3、石化行业现代服务供应商，重磅新产品临近爆发

2015-2018年博实股份升级粉粒料成套智能化设备、并丰富产品类型，智能货运移载设备将公司产品延伸至入库、库存和出库环节，一体化托管运营服务提升公司在石化后段处理的综合服务能力和持续性，公司有望成为石化后处理环节现代服务商，具备服务国际一流化工企业的实力，例如中石化、万华化学等。战略级新产品高温机器人2018年收入约8683万元、预计2019年收入将呈几何式增长；智能货运移载设备已签订三个千万级合同，有望成为类似于高温机器人的爆发级别产品；工艺环保装备及技术在手订单充足，预计2019年将贡献可观的收入和利润。

表1：博实股份部分战略新产品竞争及应用举例

战略新产品名称	竞争实力	市场化应用程度	下游行业	代表客户	扩展应用行业
智能高温炉作业机器人	世界领先	成熟应用	电石	中泰化学、神木电石、君正集团等	工业硅，硅铁、锰铁、铬铁、钨铁、硅锰合金等冶金工业
智能货运移载装备	行业独创	现场调试使用	粮食、化工	益海嘉里	批量规格袋式、箱式包装的行业替代人工搬运等
智能物流系统	—	已签订商务合同	—	—	需工厂自动化物流的所有行业
环保工艺装备	行业先进	现场安装交付	石化、炼化	中石油华东、浙江石化、寰球工程、齐鲁石化等	有节能减排及环保要求的其他领域
微创腹腔镜手术机器人	国内领先	临床试验测试	医院	—	医疗科研单位
主从一体式手术机器人	国内领先	启动产品注册程序	医院	—	医疗科研单位

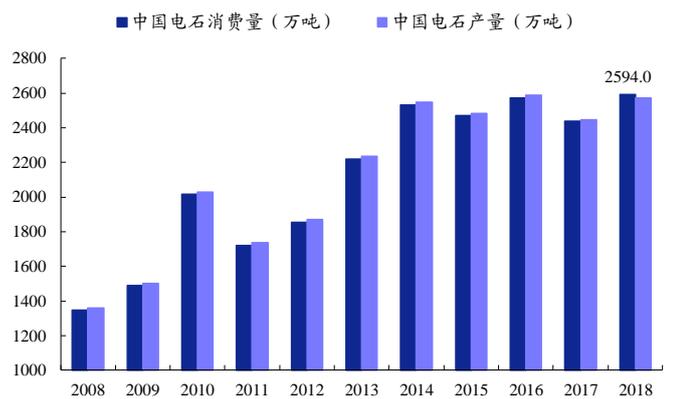
资料来源：公司公告、新时代证券研究所

表2：博实股份签订金额较大合同举例

公告时间	客户主体	合同内容	合同金额 (万元)	执行主体
2016年1月	中泰矿冶	高温炉前作业机器人	10800	博实自动化
2017年7月	兰州寰球工程有限公司	重膜包装码垛生产线	6518	博实自动化
2017年8月	浙江石油化工	硫磺回收装置、硫磺称重包装码垛成套设备、乙烯公用工程FFS包装码垛成套设备	9730	博实自动化
2018年3月	俄罗斯-下卡姆斯克石化总厂	合成橡胶后处理成套设备	4765	博实自动化
2018年6月	辽宁宝来化工(双聚)	包装码垛设备、拉伸套膜包装机	7485	博实自动化
2018年10月	万华化学集团物资	包装码垛设备及大袋包装机	8259	博实自动化
2019年1月	北京石油化工工程	包装码垛机组及配套输送机采购合同	4020	博实自动化
2019年1月	中国石化工程建设有限公司	包装码垛机组采购合同	5540	博实自动化
2019年3月	中化泉州石化	全自动称重、包装、码垛、套膜系统采购合同	5761	博实自动化
2019年3月	天津渤化化工	包装码垛及物流输送系统采购合同	4096	博实自动化
小计			66974	

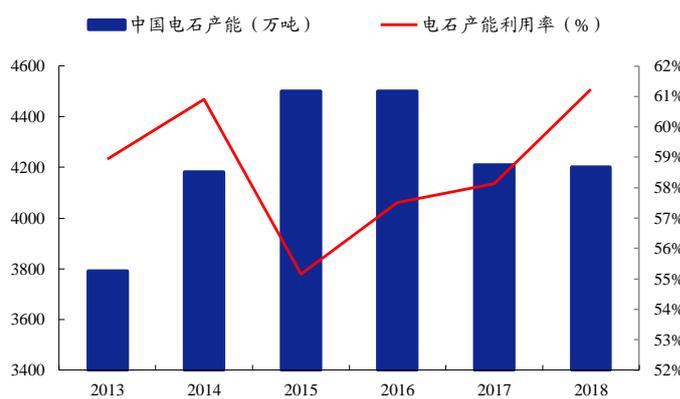
资料来源：公司公告、新时代证券研究所

图17: 中国电石行业消费量与产量基本持平



资料来源: 国家统计局、WIND、新时代证券研究所

图18: 2018 中国电石行业产能利用率提升至约 61%



资料来源: 百川资讯、新时代证券研究所

根据国家统计局和百川资讯数据, 2014-2018 年中国电石消费量 2400-2600 万吨, 其中 2018 年为 2594 万吨、同比增长约 10%; 2018 年中国电石产能约 4200 万吨、基本与 2017 年持平, 产能利用率约 61.5%。我们测算, 中国电石行业生产操作更换对高温机器人的总需求约 45 亿元。

表3: 预计中国电石行业高温机器人总需求约 45 亿元

中国电石消费量 (万吨)	产能利用率 (%)	产能 (万吨)	假设更新率 (%)	实际更新产能 (万吨)
2600	62%	4194	70%	2935
假设平均单炉产能 (万吨)		3	4	5
预计共计炉数 (座)		978	734	587
单炉机器人数量 (台)		3	3	3
总需求 (台)		2935	2202	1761
单台均价 (万元)		180	200	220
预计总需求规模 (亿元)		53	44	38
平均总需求规模 (亿元)			45	

资料来源: 国家统计局、百川资讯、新时代证券研究所预测

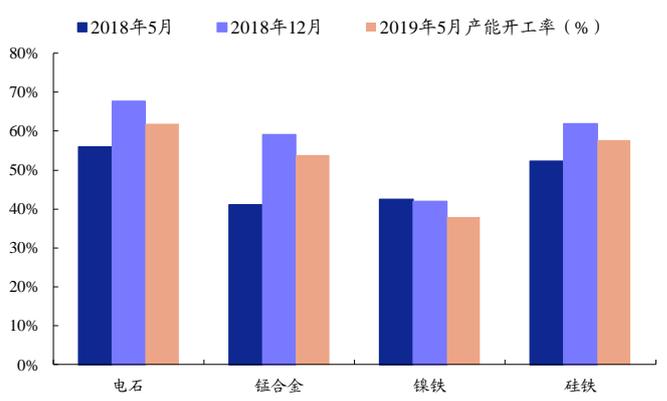
电石炉只是矿热炉的一种, 工业硅、硅锰、硅铁、镍铁、锰铁等合金冶金工艺环境与电石类似, 博实研发的高温机器人再开发后可用于上述产业。博实计划 2019 年完成硅铁和硅锰行业出炉机器人样机制造与测试, 而工业硅炉高温机器人已进入现场测试, 基于电石领域的经验, 其他矿热炉高温机器人产业化时间或缩短。根据百川资讯和铁合金在线, 仅硅锰、镍铁和硅铁产能合计 6964 万吨、高出电石产能 66%。参考电石领域高温机器人需求, 矿热炉领域高温机器人总需求超过 100 亿元。

图19: 2018 年硅锰、镍铁和硅铁产能合计超过电石



资料来源: 百川资讯、铁合金在线、新时代证券研究所

图20: 2019 年 5 月电石、硅铁产能开工率同比提升

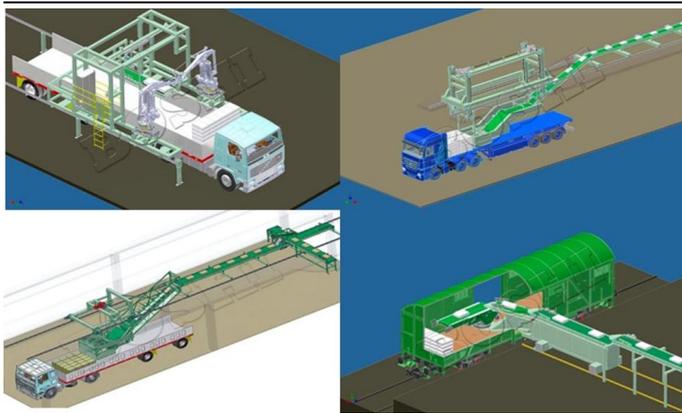


资料来源: 百川资讯、新时代证券研究所

2.2、智能货运移栽设备有望成为下一个爆发级产品

2014年1月博实与19名员工共同出资研发智能货运移栽设备，其中公司持股51%，其余由员工持股。智能货运移栽设备能将批量规格袋式、箱式物料全自动移动和装载到集装箱或货车内，能大幅降低搬运工劳动强度和用工成本，下游应用极为广泛。2015年7月博实某型号智能货运移栽设备在益海嘉里成功通测试，截止2018年该类产品已完成多种型号设计、调试与定型等，并在粮食、化工、添加剂等使用，签订三个千万级合同。展望未来，中国劳动力人口下降趋势成立，搬运工成本持续上升，公司智能货运移栽设备或成为类似于高温机器人的爆发级别产品。

图21: 博实股份智能货运移栽设备示意图



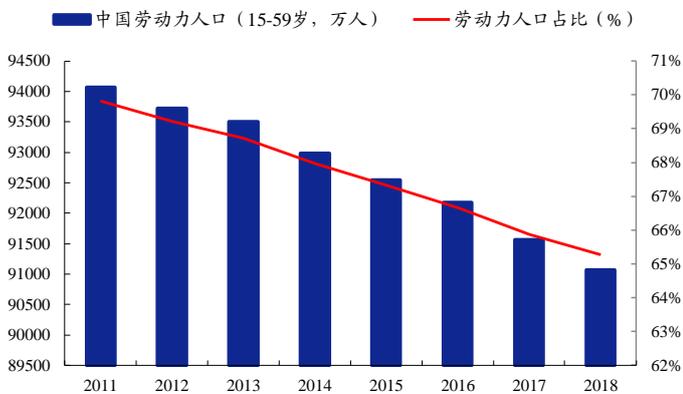
资料来源: 博实股份网站、新时代证券研究所

图22: 传统人工搬运工作环境



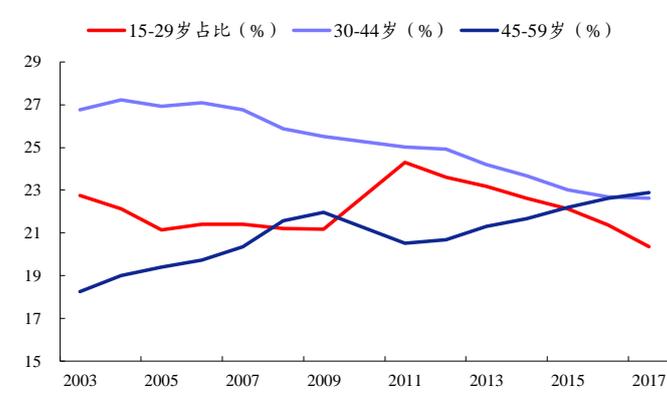
资料来源: 百度图片、新时代证券研究所

图23: 中国劳动力人口数量和占比持续下降



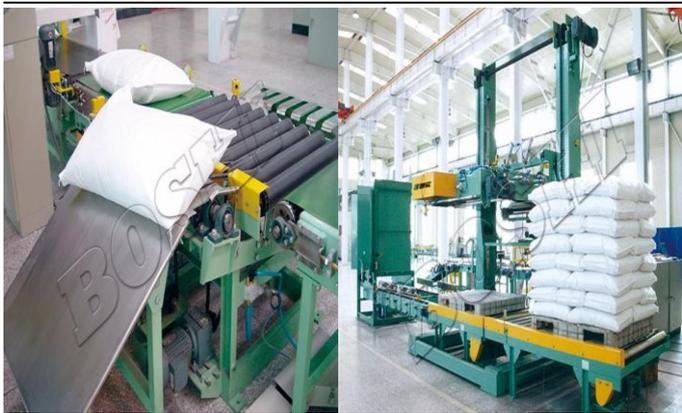
资料来源: 国家统计局、新时代证券研究所

图24: 2012-2017年中国年轻劳动力人口占比持续下降



资料来源: 国家统计局、新时代证券研究所

图25: 博实股份智能物流分拣与堆垛机



资料来源: 博实股份网站、新时代证券研究所

图26: 博实股份智能物流系统之激光导航AGV

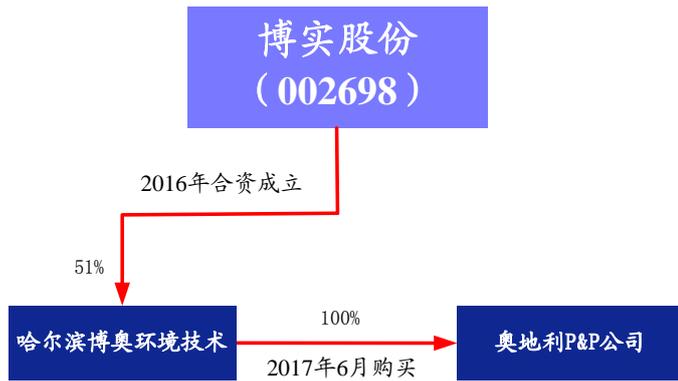


资料来源: 博实股份网站、新时代证券研究所

2.3、环保装备订单充足，即将贡献可观收入和利润

博实股份环保工艺装备业务由其控股子公司博奥环境和孙公司奥地利 P&P 执行，核心技术 SOP 废酸及废酸性气制硫酸工艺来自于 P&P。1991 年以来，P&P 产品在多个国家的炼化、粘胶纤维、化工、医药、纺织等行业成功应用，国内成功案例为山东海龙废气处理工厂和华本生物等。SOP 酸性气制硫酸工艺能将各种含废气中的硫化物回收为商品级硫酸、硫回收率达 99.9%，并且能将反应过程中多余热量回收再利用，适用于炼油炼化、煤化工、化工、粘胶纤维、有色冶炼等行业。

图27： 博实工艺环保装备业务由博奥环境和 P&P 执行



资料来源：公司公告、新时代证券研究所

图28： 中国惠州全球最大规模湿法制硫酸装置



资料来源：百度图片、新时代证券研究所

图29： 博实合并报表预收与母公司之间差额持续增长



资料来源：公司公告、新时代证券研究所

图30： 博实合并报表存货与母公司之间差额持续增长



资料来源：公司公告、新时代证券研究所

博实股份在石化、化工领域拥有广泛的客户资源，2017 年 6 月收购奥地利 P&P 后顺利地将其 SOP 技术导入至客户需求中，截止 2019 年 5 月仅博实公告的工艺环保装备及技术包合同金额 5.24 亿元。根据博实股份合并报表与母公司报表之间的差额，我们预计 2019Q1 博实工艺环保业务预收款约 5.18 亿元、同比增 188%，存货约 2.73 亿元、同比增长 86%。根据该业务 18-24 个月的交付周期，预计 2019 年工艺环保装备及技术将为公司贡献可观的收入和利润。

表4： 博实股份签订环保工艺装备金额较大合同举例

公告时间	客户主体	合同内容	合同金额 (万元)	执行主体
2017 年 6 月	中国石油华东设计分公司	工艺技术专用设备、专利特许和工艺包工程设计	4859	博奥环境
2017 年 7 月	中国寰球工程有限公司	湿法废酸再生装置专用设备、催化剂和工艺包	5386	P&P 公司
2017 年 8 月	中国石油华东-锦州石化	废酸再生装置工艺设备、专利特许和工艺包	5454	博奥环境
2017 年 8 月	中国石化-齐鲁石化	废酸再生项目专用设备和工艺包	4698	P&P 公司

2018年2月	中国石化-镇海炼化	废酸再生装置专用设备、工艺包设计	4127	P&P公司
2018年3月	兰州寰球工程、中国寰球工程	废酸再生单元专利专用设备、催化剂	3884	博奥环境、P&P
2018年3月	山东昌邑石化	10万吨/年废酸再生装置专用设备、催化剂等	10566	P&P公司
2018年4月	中国石化-扬子石化	3万吨/年废酸再生装置专用设备、工艺包设计	4143	P&P公司
2018年12月	山东京博	3万吨废酸再生装置合同	4989	博奥环境、P&P
2019年5月	盛虹炼化(连云港)	废酸再生装置专用设备合同及专利许可等	4258	博奥环境
小计			52364	

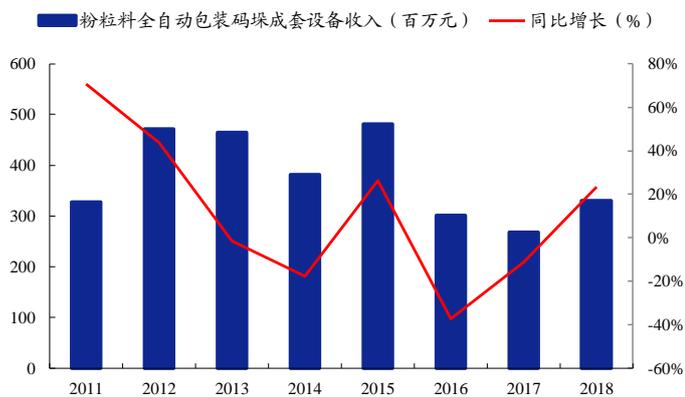
资料来源：公司公告、新时代证券研究所

3、原有业务不断延伸，打造石化后处理环节现代服务商

3.1、石化景气持续和扩展应用推动粉粒料设备增长

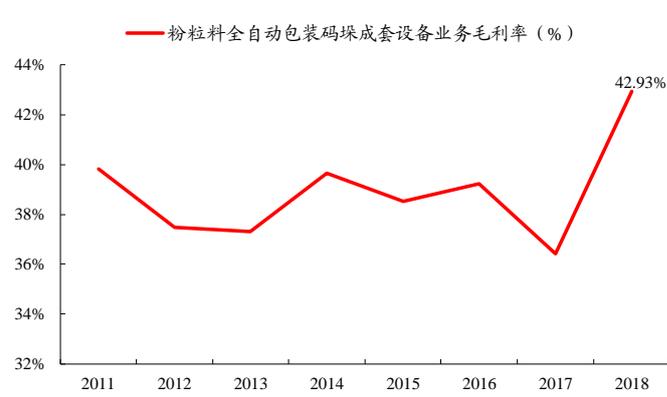
高温机器人、智能货运移载设备和工艺环保装备是博实股份2014年之后开闢的战略级新产品或新业务，而粉粒料自动化设备则是博实股份的起家业务，主要包含称重、包装和码垛等成套化智能型产品，客户主要为中石油、中石化、中化集团和万华化学等石化企业。2018年至2019年5月石油加工和化学原料及化学品固投增速加速回升，2018-2019Q1公司粉粒料业务收入加速回升、毛利率重新回到40%以上。根据中石油和中石化预测，2019年中石油炼油及化工投资388亿元、同比增长153%，中石化化工板块投资233亿元、同比增长约19%，合计投资621亿元、同比增长78%，投资规模仅次于2009年的677.7亿元。

图31：2018年公司粉粒料自动化设备收入回升



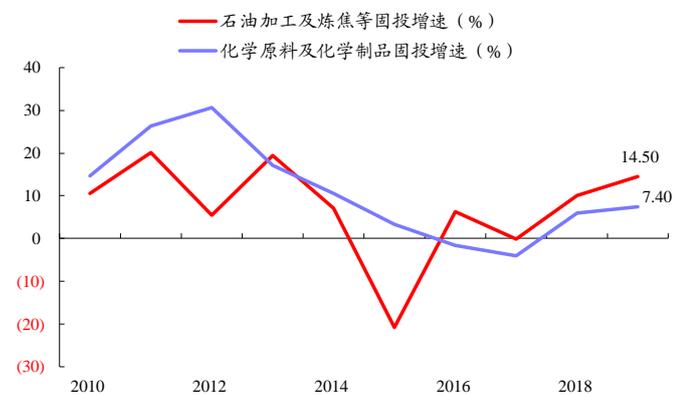
资料来源：公司公告、新时代证券研究所

图32：2018年公司粉粒料自动化设备毛利率回升



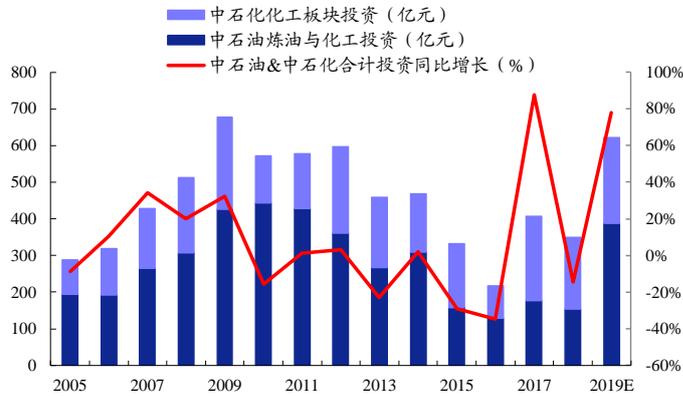
资料来源：公司公告、新时代证券研究所

图33：2018-2019年5月石化行业固投增速回升



资料来源：国家统计局、新时代证券研究所

图34：2019年中石化和中石油化工及炼化投资加速



资料来源：中石油和中石化公告及预测、新时代证券研究所

实际上2017H2-2019Q1公司粉粒料设备除深耕石化化工领域客户外，产品精

度、速度智能化也有不小升级，并将产品推广至粮食、饲料、食品和建材等领域。综合以上分析，我们预计 2019-2020 年公司粉粒料设备需求景气度趋势仍将持续。

表5：博实股份粉粒料智能化设备新产品研发梳理举例

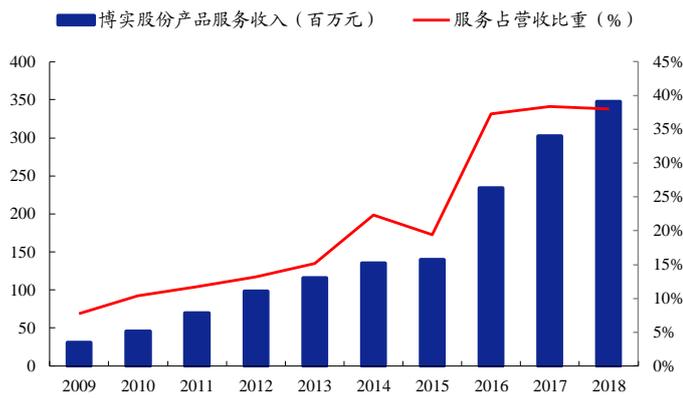
粉料新产品名称	应用领域	产品功能	企业效益	产品进度
无膜袋全自动包装机	粮食、饲料	透气料袋包装自动化	替代人工、提高包装效率	已小批量应用
面粉全自动包装机	食品	替代人工包装	提高效率、降低人工成本	完成核心技术
水泥全自动包装码垛套膜成套设备	建材	提高扬尘粉料包装速度	提高生产效率	加工采购阶段
PVC 包装码垛成套设备	化工	更换传统设备	降低运行成本、利于环保	加工试制阶段
AC 发泡剂微米级粉料自动包装设备	化工	提高称重精度和包装速度	改善企业生产环境	用户现场试运行
维生素 C 自动包装装备	食品	提高效率、替代人工	包装快速、密封良好等要求	用户现场安装调试
宠物饲料包装自动化设备	饲料	生产智能化	提高效率	用户现场测试
小苏打全自动包装生产线	食品	更新升级产品	提高效率	用户现场试运行
C5 树脂自动包装机	化工	改善操作环境	降低包装成本	用户现场试运行
粒碱自动包装机研制	化工	改善操作环境	避免粉尘对操作人员的伤害	样机生产加工

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

3.2、预计 2019-2021 年产品服务收入复合增速超 15%

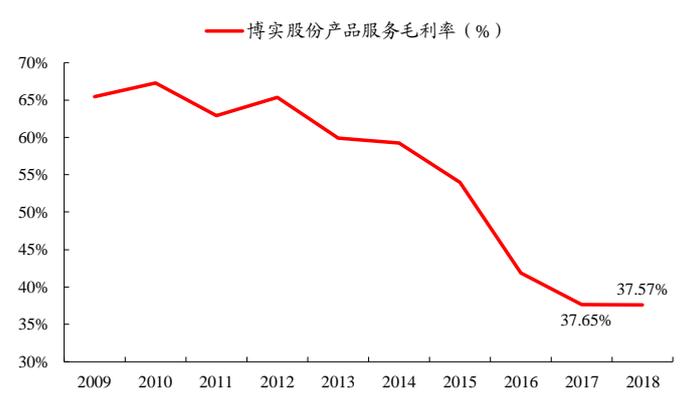
产品服务业务是博实股份基于已售成套设备等为客户提供的一体化托管服务，根据产销量按月或季度确认收入，2009-2018 年收入复合增速 31%、并连续 10 年保持增长，其中 2018 年收入 3.48 亿元、占营业总收入的 38%。因与神华托管服务涵盖包装材料，2016-2017 年产品服务毛利率有所下降，但随其内部结构占比变化 2018 年毛利率环比已持平。基于产品服务的持续性、新客户开闢，我们预计 2019-2021 年公司产品服务收入增速超过 15%、毛利率有望企稳小幅回升。

图35：博实股份产品服务收入连续十年增长



资料来源：公司公告、新时代证券研究所

图36：2018 年博实股份产品服务毛利率趋稳



资料来源：公司公告、新时代证券研究所

表6：博实股份产品服务业务签订单 7 年长期大订单

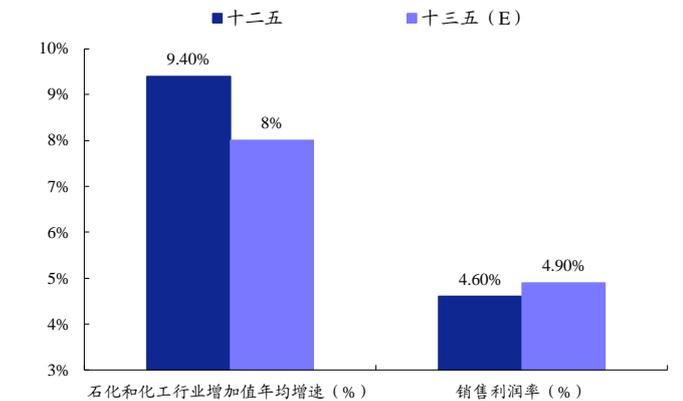
合同签订时间	客户主体	合同内容	合同金额 (万元)	合同期限 (年)	年均合同额 (万元)
2015 年 8 月	神华榆林化工分公司	双聚产品及副产硫酸铵包装运营服务	53200	7	7600
2016 年 3 月	神华新疆煤化工	双聚、硫磺、硫酸铵包装一体化托管服务	65000	7	9400
合计			118200		17000

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

3.3、 远期目标打造石化化工后处理环节现代服务商

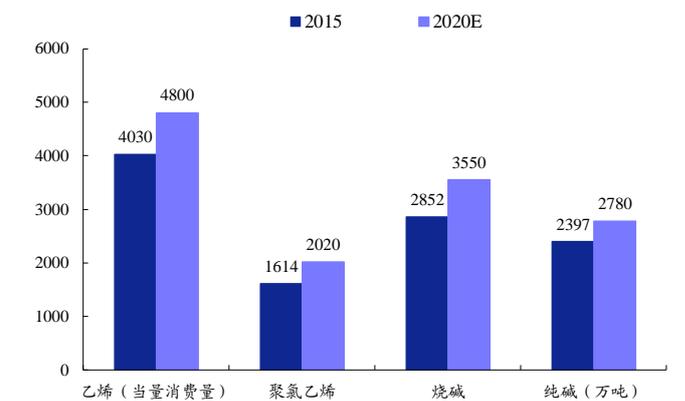
根据石化工业规划，“十三五”期间主要石化、化工产品需求量增长、行业增加值年均增长 8%；2020 年信息化综合集成企业比例达 35%、较 2015 年提升 13.8 个百分点，基本建立石化化工智能工厂标准体系，建成 80 家以上智能工厂，在石化、煤化工、轮胎、化肥等领域建成一批智能工厂和数字车间；提高危险工艺自动化控制水平，鼓励危险化学品企业智能化改造；促进生产型制造向服务型制造转变。

图37: 十三五石化和化工行业增加值年均增长 8%



资料来源: 石化和化学工业十三五发展规划、新时代证券研究所

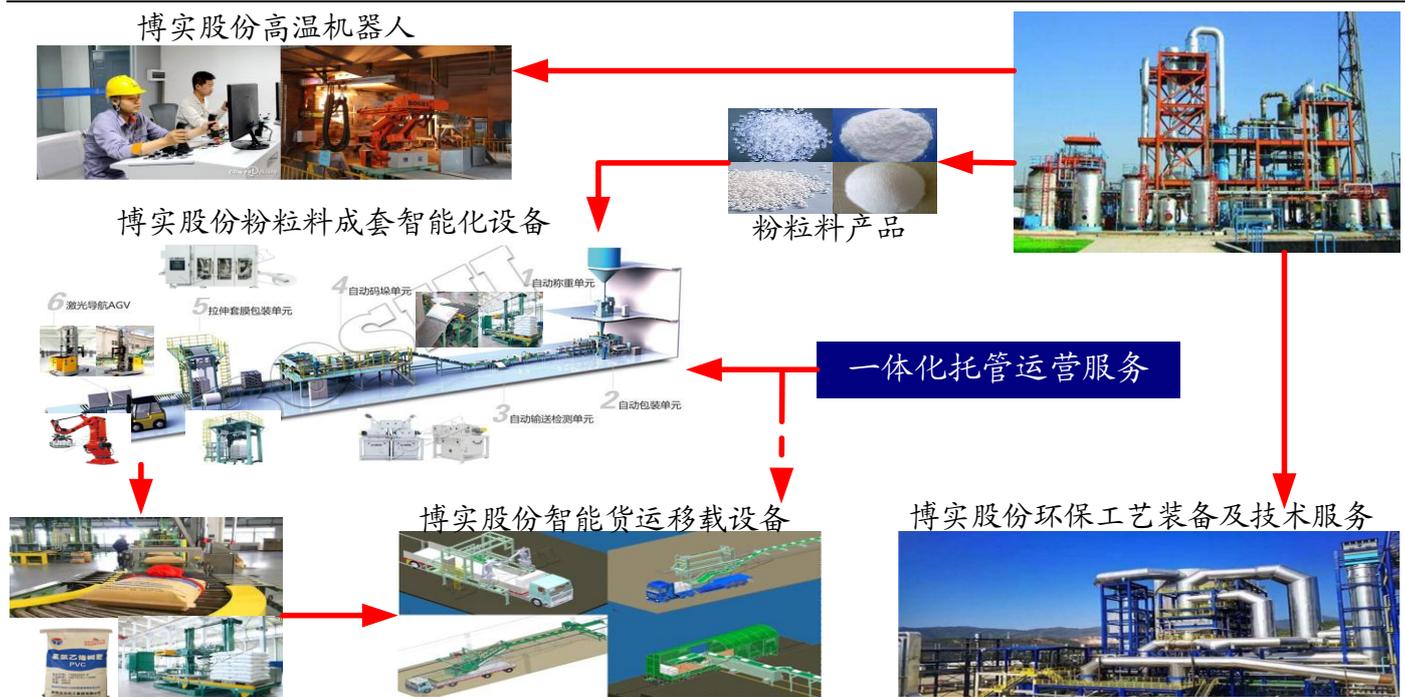
图38: 十三五主要石化和化工产品需求量增长



资料来源: 石化和化学工业十三五发展规划、新时代证券研究所

石化行业超 90%企业已实现前段上料、中段反应生产环节生产过程自动化控制，工艺先进且很少需要人工干预；但产品后处理环节的称重、包装、入库、库存管理、出库等信息化与智能化程度参差不齐、占用大量劳动力人工，建立智能工厂的关键在于提升后段处理的智能化水平。2015-2018 年博实股份升级粉粒料成套智能化设备、并丰富产品类型，智能货运移载设备将公司产品延伸至入库、库存和出库环节，一体化托管运营服务提升公司在石化后段处理的综合服务能力和持续性，公司有望成为石化后处理环节现代服务商，具备服务国际一流化工企业的实力。

图39: 博实股份在石化化工行业后处理环节具备打造现代服务商潜力



资料来源: 百度图片、博实股份网站、新时代证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1、预计 2019-2021 年博实股份归母净利润复合增速约 40%

我们预计 2019-2021 年博实股份营业总收入 14.87、18.77 和 22.77 亿元，同比增长 62%、26% 和 21.3%；归母净利润 3.16、4.05 和 5.01 亿元，同比依次增长 74%、28% 和 23.7%，复合增速约 40%；对应摊薄 EPS 为 0.31、0.40 和 0.49 元。

表7： 2019-2021 年博实股份各项业务收入及毛利率预测

百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E	
产品服务业务	营业收入	302.12	347.62	403.24	483.89	566.15
	YoY	29.01%	15.06%	16.00%	20.00%	17.00%
	毛利率	37.65%	37.57%	37.50%	38.00%	38.50%
粉粒料全自动包装码垛成套设备	营业收入	267.77	330.43	413.04	536.95	644.34
	YoY	-11.24%	23.40%	25.00%	30.00%	20.00%
	毛利率	36.41%	42.93%	43.00%	42.50%	42.50%
合成橡胶后处理成套设备	营业收入	18.94	15.46	77.30	73.44	69.76
	YoY	36.75%	-18.37%	400.00%	-5.00%	-5.00%
	毛利率	47.84%	49.74%	55.00%	50.00%	50.00%
FFS 包装膜、塑料助剂及其他	营业收入	61.59	106.74	122.75	147.30	170.87
	YoY	-8.40%	73.32%	15.00%	20.00%	16.00%
	毛利率	23.51%	17.58%	19.00%	20.00%	20.00%
工艺环保装备	营业收入	48.40	28.48	227.84	307.58	399.86
	YoY		-41.16%	700.00%	35.00%	30.00%
	毛利率	17.85%	32.55%	44.00%	44.00%	46.00%
机器人及其它智能成套装备	营业收入	89.23	86.83	243.12	328.22	426.68
	YoY	725.44%	-2.69%	180.00%	35.00%	30.00%
	毛利率	54.43%	53.17%	52.00%	50.00%	48.00%
合计	营业总收入	788.05	915.56	1487.29	1877.37	2277.66
	YOY	25.53%	16.18%	62.45%	26.23%	21.32%
	综合毛利率	36.43%	38.71%	41.78%	41.43%	41.69%

资料来源：公司公告、新时代证券研究所预测

4.2、结合 PE、PB 和 PB-ROE 估值，首次覆盖给予推荐评级

根据可比公司 PE 估值，给予博实股份 2019 年 40 倍 PE 估值。目前 A 股上市公司与博实股份业务类似的有机器人、克来机电、埃斯顿、拓斯达和永创智能等。按照 WIND 一致预期和彭博资讯预期数据（2019 年 7 月 12 日），上述可比公司对应 2018-2019 年算术平均 PE 分别为 52.45 倍和 36.65 倍，参考可比公司 2019 年算术平均 PE 估值，考虑博实股份 2019-2021 年归母净利润复合增速约 40%，给予博实股份 2019 年 40 倍 PE 估值。

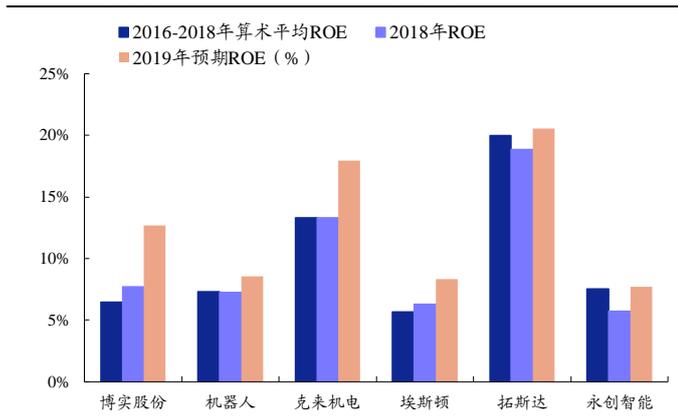
表8: 可比公司估值比较

股票代码	公司简称	收盘价 (元)		摊薄 EPS(元)				PE				PB	当前市 值 (亿元)
		19/7/12	2017	2018	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E	2019 (LF)		
300024.SZ	机器人	15.13	0.28	0.29	0.37	0.46	54.04	52.17	40.89	32.89	3.80	236	
603960.SH	克来机电	25.00	0.28	0.37	0.63	0.86	89.29	67.57	39.68	29.07	8.79	44	
002747.SZ	埃斯顿	8.36	0.11	0.12	0.17	0.24	76.00	69.67	49.18	34.83	4.42	70	
300607.SZ	拓斯达	35.13	1.06	1.32	1.82	2.46	33.14	26.61	19.30	14.28	4.93	46	
603901.SH	永创智能	7.86	0.16	0.17	0.23	0.33	49.13	46.24	34.17	23.82	2.72	35	
算术平均							60.32	52.45	36.65	26.98	4.93		
002698.SZ	博实股份	8.93	0.13	0.18	0.31	0.40	70.49	50.15	28.89	22.55	4.45	91	

资料来源: 博实股份来自新时代证券研究所预测, 其他可比公司数据来自于 WIND

根据可比公司 PB 估值, 给予博实股份 2019 年 5 倍 PB 估值。上述 5 家可比公司对应 2019 年算术平均 PB 为 4.93 倍, 我们预计 2019 年博实股份净资产为 24.9 亿元, 参考可比公司 2019 年算术平均 PB 估值, 且考虑 2019-2021 年博实股份盈利能力提升, 给予博实股份 2019 年 5 倍 PB 估值。

图40: 博实股份 ROE 处于上行趋势



资料来源: 博实股份来自新时代证券研究所预测, 其他可比公司数据来自于 WIND、新时代证券研究所

图41: 中国 10 年至 20 年国债到期收益率平均为 3.45%



资料来源: 中债估值中心、新时代证券研究所

根据 PB-ROE 估值, 给予博实股份 2019 年 4.3 倍 PB 估值。2016-2018 年博实股份算术平均 ROE (归母净利润/归母所有者权益) 为 6.47%, 2018 年为 7.68%、且呈上升趋势。我们预计, 2019-2021 年博实股份 ROE 依次为 12.69%、14.71% 和 16.32%, 算术平均 ROE 为 14.6%、平均净资产为 27.7 亿元。根据 PB-ROE 估值, 参考中国 10 年、15 年和 20 年期国债到期收益率算术平均值 3.45%, 给予博实股份 4.3 倍 PB 估值。

综合 PE、PB 和 PB-ROE 估值方法, 且考虑 2019-2021 年博实股份归母净利润复合增速约 40%、ROE 上行、经营活动现金流维持较好趋势等, 首次覆盖给予博实股份“推荐”评级。

5、风险提示

5.1、下游石化、化工需求增长不及预期的风险

公司传统产品主要应用于石化、化工行业，2017年初至今下游石化、化工行业企业盈利出现增长，企业投资意愿开始增强、设备改造计划有望加快实施。但近年来国家对环保要求日趋严格，下游石化、化工投资或受环保因素影响增长不及预期，将影响公司传统产品需求的增长。

5.2、新产品交付和新领域开拓不及预期的风险

公司近些年来投入多款新产品的自主研发，2017年初以来新产品在客户现场中试进展良好，但是否最终满足客户要求，以及客户的采购量等将影响公司新产品的交付和新签合同。此外，虽然公司在石化、化工行业已深耕多年、客户资源也比较丰富，但如果新签订的石化、化工行业的环保订单执行如达不到客户要求，将影响未来该业务的扩展。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	1976	2733	3493	4047	4652	营业收入	788	916	1487	1877	2278
现金	58	201	384	512	607	营业成本	501	561	866	1100	1328
应收票据及应收账款合计	623	691	914	1166	1282	营业税金及附加	10	11	16	19	22
其他应收款	11	14	27	25	38	营业费用	66	105	143	171	191
预付账款	34	63	72	78	91	管理费用	109	82	94	107	118
存货	606	1103	1444	1610	1979	研发费用	0	44	62	77	87
其他流动资产	643	661	652	656	654	财务费用	2	2	-3	-8	-11
非流动资产	673	711	804	875	948	资产减值损失	25	2	16	16	17
长期投资	266	287	317	347	378	公允价值变动收益	2	1	1	-2	-4
固定资产	209	210	278	318	360	其他收益	36	44	40	42	41
无形资产	70	71	69	67	69	投资净收益	27	33	32	40	44
其他非流动资产	128	143	140	143	142	营业利润	141	187	365	476	606
资产总计	2649	3443	4297	4922	5600	营业外收入	0	0	10	13	15
流动负债	556	1234	1653	1998	2323	营业外支出	2	2	2	2	2
短期借款	12	10	11	10	11	利润总额	140	185	373	487	618
应付票据及应付账款合计	94	100	177	189	244	所得税	18	21	42	56	74
其他流动负债	450	1124	1466	1799	2068	净利润	122	164	331	431	544
非流动负债	82	77	71	63	56	少数股东损益	-8	-18	15	26	44
长期借款	45	43	37	30	23	归属母公司净利润	130	182	316	405	501
其他非流动负债	37	33	33	33	33	EBITDA	169	211	395	512	648
负债合计	638	1310	1724	2062	2379	EPS(元)	0.13	0.18	0.31	0.40	0.49
少数股东权益	83	68	83	109	152						
股本	682	682	1023	1023	1023						
资本公积	222	229	93	93	93						
留存收益	1010	1138	1312	1528	1808						
归属母公司股东权益	1928	2065	2490	2752	3069						
负债和股东权益	2649	3443	4297	4922	5600						

现金流量表(百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	111	224	236	302	372
净利润	122	164	331	431	544
折旧摊销	27	29	29	37	44
财务费用	2	2	-3	-8	-11
投资损失	-27	-33	-32	-40	-44
营运资金变动	-29	66	-92	-117	-167
其他经营现金流	16	-4	4	-0	5
投资活动现金流	-81	-32	-167	-31	-98
资本支出	37	33	67	38	44
长期投资	-3	-42	-30	-30	-30
其他投资现金流	-47	-42	-129	-23	-83
筹资活动现金流	14	-51	115	-143	-179
短期借款	12	-2	1	-1	0
长期借款	45	-2	-6	-7	-7
普通股增加	0	0	341	0	0
资本公积增加	21	7	-136	0	0
其他筹资现金流	-64	-54	-85	-135	-172
现金净增加额	45	142	183	128	95

主要财务比率					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入(%)	25.5	16.2	62.4	26.2	21.3
营业利润(%)	47.4	32.1	95.5	30.3	27.3
归属于母公司净利润(%)	18.0	40.6	73.6	28.1	23.7
获利能力					
毛利率(%)	36.4	38.7	41.8	41.4	41.7
净利率(%)	16.4	19.9	21.2	21.6	22.0
ROE(%)	6.1	7.7	14.0	16.2	18.0
ROIC(%)	10.2	12.2	25.9	30.3	34.1
偿债能力					
资产负债率(%)	24.1	38.1	40.1	41.9	42.5
净负债比率(%)	1.3	-5.5	-12.6	-16.3	-17.7
流动比率	3.6	2.2	2.1	2.0	2.0
速动比率	2.0	1.0	1.0	1.0	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	1.3	1.4	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	6.7	5.8	0.0	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.13	0.18	0.31	0.40	0.49
每股经营现金流(最新摊薄)	0.28	0.07	0.23	0.30	0.36
每股净资产(最新摊薄)	1.89	2.02	2.24	2.49	2.80
估值比率					
P/E	70.5	50.2	28.9	22.6	18.2
P/B	4.7	4.4	4.0	3.6	3.2
EV/EBITDA	52.2	41.6	21.6	16.6	13.0

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

郭泰，首席机械行业分析师，上海交通大学硕士，证券从业经验6年，2017年12月进入新时代证券研究所。2013-2017年曾先后就职于中信建投证券和国泰君安证券，任机械行业分析师。2014年新财富军工行业第1名团队成员，2015年新财富机械行业第6名，2016年金牛奖装备制造业第3名，2017年新财富机械行业入围。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京 郝颖 销售总监

固话：010-69004649

邮箱：haoying1@xsdzq.cn

上海 吕筱琪 销售总监

固话：021-68865595 转 258

邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn

广深 吴林蔓 销售总监

固话：0755-82291898

邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>