

其他化学制品

署名人: 张镭

S0960511020006

0755-82026705

zanglei@cjis.cn

参与人: 宋哲建

S0960207090131

0755-82026810

songzhejian@cjis.cn

6-12个月目标价: 16.5元

当前股价: 13.64元

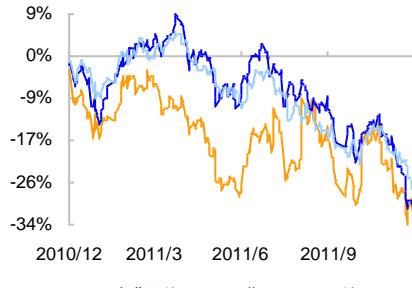
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2191.15
总股本(百万)	180
流通股本(百万)	88
流通市值(亿)	12
EPS	0.47
每股净资产(元)	7.19
资产负债率	6.47%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
宝莫股份	-14.11	-19.86	-7.65
化工	-16.09	-21.05	-22.48
沪深300指数	-8.80	-11.28	-17.81


相关报告
宝莫股份
002476
推荐
油田业务稳中有升, 募投项目值得期待
投资要点:

- 采油专用 PAM 是公司主要收入 (76%) 和利润来源 (80%)。公司作为中石化三采助剂 PAM 的一级战略供应商, 中石化的采购持续有保障, 即这一块可以作为公司的安全边际之一, 按照 2010 年的情况计算, 仅胜利油田就可以稳定实现至少 5000 万左右的经营利润。一般与中石化每半年签订一次合同。2010 年签订销售合同 23300 吨, 执行 19890 吨。2011 年共签订销售合同 26780 吨 (执行到 2012 年 3 月 31 日), 订单同比增长 15%。2011 年开始在大港、长庆和新疆等油田进入规模供应阶段。
- 丙烯腈是公司的主要原材料 (2010 年占年度采购总额的比例为 55.88%), 原材料、半成品 (AM) 成本占产品总成本的比例在 50-70%。长期看, 公司与中石化的供货关系将更融洽, 采油用 PAM 毛利率上下波动会比较小, 维持在 20-25% 的毛利率是正常水平和理想状态。
- 募投项目 2012 年开始贡献业绩: (1) 1 万吨阳离子 PAM。水处理这块业务, 市场仍需耐心布局, 水处理费额度的制约以及水处理企业整体运营成本较低, 是制约这一市场快速发展的主要原因, 政策层面的变化是爆发性增长的机会。这个没有的话, 就是平稳增长。公司目前在和一些专业化的水公司谈合作的事情, 希望实现统销, 既打开市场又节省营销费用。 (2) 1 万吨表面活性剂。十二五期间, 驱油用表面活性剂需求量将从 12 万吨增长到 18 万吨, 胜利油田二元复合驱技术经过长期技术积累和试验, 已经日趋成熟, 公司募投项目将适时获取更多市场份额。
- 公司的成长性是确定的, 2010-2013 年 3 年复合增速 30% 的是有保障的, 更高的增速取决于①污水处理市场出现政策性利好②中石化提高国内稳产上产的目标③丙烯腈价格低迷并且持续。我们认为公司适合长期投资, 一是大行业小公司, 成长需要时间, 二是股本小, 短期波动大、不易把握。在 12 年募投项目顺利投产、13 年水处理剂业务拓展顺畅的情况下, 预计 11、12 年、13 年公司每股 EPS 分别为 0.44 元、0.55-0.60 元、0.65-0.70 元, 按照 12 年 30 倍 PE, 1 年内目标价 16.5 元。

风险提示: 募投项目市场开拓不力

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	515	623	698	828
收入同比(%)	23%	21%	12%	19%
归属母公司净利润	57	79	102	123
净利润同比(%)	33%	39%	29%	21%
毛利率(%)	20.4%	19.8%	22.4%	22.6%
ROE(%)	6.6%	8.5%	10.1%	11.1%
每股收益(元)	0.32	0.44	0.57	0.69
P/E	53.99	38.90	30.06	24.85
P/B	3.56	3.30	3.02	2.75
EV/EBITDA	24	22	17	15

资料来源: 中投证券研究所

目 录

一、采油专用 PAM 是公司坚固的安全边际	3
二、主要原材料丙烯腈呈向下趋势，毛利率略有提升	5
三、耐心布局污水处理业务，稳步推进募投项目	6
四、分阶段看公司成长性	8
四、投资建议	8

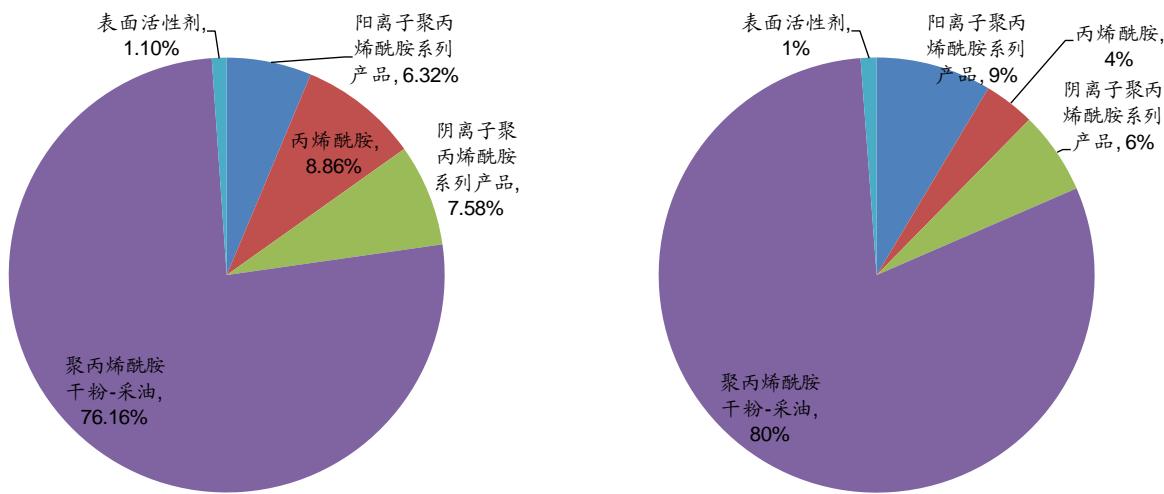
一、采油专用 PAM 是公司坚固的安全边际

公司的主营业务为采油专用聚丙烯酰胺（采油专用 PAM）、阴离子型聚丙烯酰胺系列产品（阴离子 PAM）、阳离子型聚丙烯酰胺系列产品（阳离子 PAM）、微生物法丙烯酰胺（AM）、驱油用表面活性剂的研发、生产和销售。

采油专用 PAM 是主要收入和利润来源（见图 1）。采油用 PAM 在 2011 年之前几乎全部卖给胜利油田，销售给胜利油田的占年度销售额的比例为 75.45%，公司是胜利油田三次采油专用 PAM 的一级战略供应商，供应量占其用量的 55% 以上。

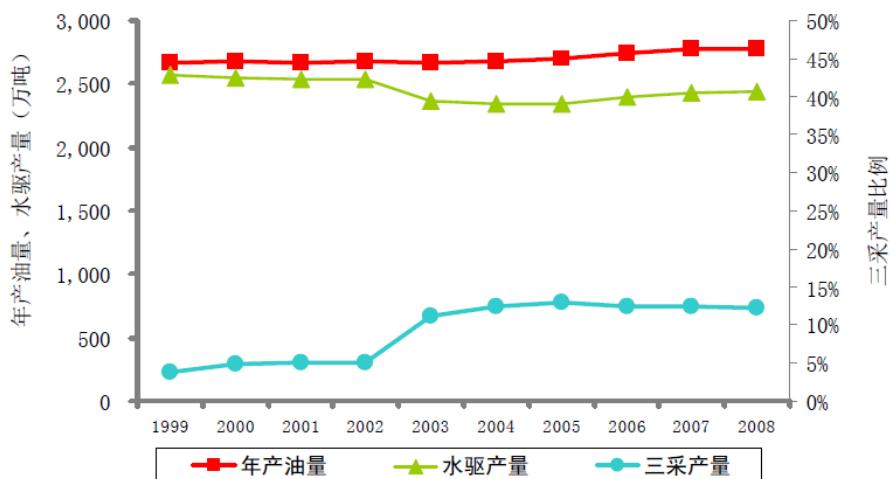
公司已经与中石化达成了相关的协议，即作为中石化三采助剂 PAM 的一级战略供应商，中石化的采购持续有保障，即这一块可以作为公司的安全边际之一，按照 2010 年的情况计算，仅胜利油田就可以稳定实现 5000 万左右的经营利润（最保守估计）。

图 1 2010 年宝莫股份主营业务收入（左）和营业利润（右）来源情况



资料来源：中投证券研究所

图 2 胜利油田三采助剂需求量将逐年提升（三采产量将适时再上一个平台）



资料来源：招股说明书、中投证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

三次采油是指通过向油田注化学物质增加油田采收率，有较强的技术壁垒。公司在三次采油上有很强的技术优势，因为胜利油田的地质条件比较差，对产品的要求很高，普通的聚丙烯酰胺在高温下无法提供合适的粘度，而且公司生物法的成本也低。

表 1 地质条件对比 (胜利油田更复杂)

地质状况	常规条件	大庆油田	胜利油田
地层温度	40 ± 10	45	>65
配置水矿化度	<1000	400 ~ 800	>5000
含水	低含水	<90	93 ~ 97
原油粘度	<60	2.45 ~ 10.6	40 ~ 130

资料来源：公司公告、中投证券研究所

胜利油田提出的“十二五”期间“三采”增油 601 万吨的目标，计划对剩余 I、II 类油藏进行二元复合驱技术推广应用，对III类油藏加大开采。未来对公司产品的需求增加问题不大。

表 2 胜利油田油藏分类

分类	地层温度 (℃)	地层水矿化度	地质储量 (万吨)	占储量比例
一类油藏	<70	<10000	27230	0.25
二类油藏	<80	<20000	26772	0.25
三类油藏	<93	>20000	45707	0.43
四类油藏	边水、大孔道	—	7940	0.07

资料来源：公司公告、中投证券研究所

公司 2010 年共获取订单 5.38 亿元，较 2009 年增加 1.62 亿元。

一般与中石化每半年签订一次合同。2010 年签订销售合同 23300 吨，执行 19890 吨。2011 年共签订销售合同 26780 吨（执行到 2012 年 3 月 31 日），订单同比增长 15%。2011 年开始在大港、长庆和新疆等油田进入规模供应阶段。

二、主要原材料丙烯腈呈向下趋势，毛利率略有提升

丙烯腈是公司的主要原材料（2010 年占年度采购总额的比例为 55.88%），原材料、半成品（AM）成本占产品总成本的比例在 50-70%。

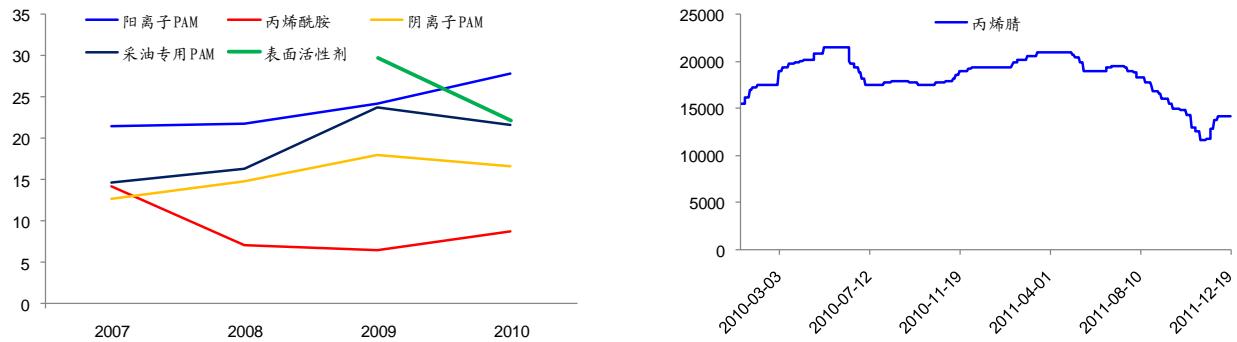
表 3 宝莫股份主要产品产能产量

	2010 年	2011 年	吨售价 (2011Q3)
采油专用 PAM			19000 元
阴离子 PAM	33000 吨	33000 吨	17500 元
阳离子 PAM	2,000 吨	12000 吨	28500 元
驱油用表面活性剂	500 吨	10500 吨	12000 元

资料来源：公司公告、中投证券研究所

定价模式决定了毛利率基本维持稳定，季度上看略有波动，幅度在 5%以内。先签框架性采购协议，在丙烯腈原料大幅波动的时期，协商结算价格。

图 3 公司主要产品的毛利率情况及丙烯腈价格走势（华东地区，元/吨）



资料来源：招股说明书、中投证券研究所

1 吨 PAM 需要用 0.75 吨丙烯腈。丙烯腈价格今年来一直在降低，开工率也逐步下降，近期有回升迹象。整体而言公司的采购成本与 2010 年相当，下半年因原材料价格下降、产品价格调整滞后，毛利率略有上升。

丙烯腈价格主要受化纤影响，因此全年呈现下降趋势。丙烯腈主要用于生产腈纶、ABS 树脂、丙烯酰胺、丁腈橡胶以及己内酰胺、多元醇聚合物等。

但开工率决定了丙烯腈价格年前采购或导致价格略有提升。2010 年全国丙烯腈产能 120 万吨，预计到 2015 年国内丙烯腈能力将增至 140 万吨/年。目前（12 月）丙烯腈开工率 8-9 成（吉林石化开工 7 成左右，抚顺石化开工 9 成，上海赛科开工 8 成）。

长期看，公司与中石化的供货关系将更融洽，采油用 PAM 毛利率上下波动会比较小，维持在 20-25%的毛利率是正常水平和理想状态。

三、耐心布局污水处理业务，稳步推进募投项目

水处理这块业务，政策性的制约十分明显，市场仍需耐心布局，募投项目 2012 年开始贡献业绩。

水处理费额度的制约以及水处理企业整体运营成本较低，是制约这一市场快速发展的主要原因。因此，政策层面的变化是爆发性增长的机会。这个没有的话，就是平稳增长。公司目前在和一些专业化的水公司谈合作的事情，希望实现统销，既打开市场又节省营销费用。

国内聚丙烯酰胺（PAM）的消费结构主要仍以油田开采为主，与美国 60% 用于水处理相比，仍存在较大的差距，水处理剂的升级是必然趋势。

表 4 国内 PAM 消费结构

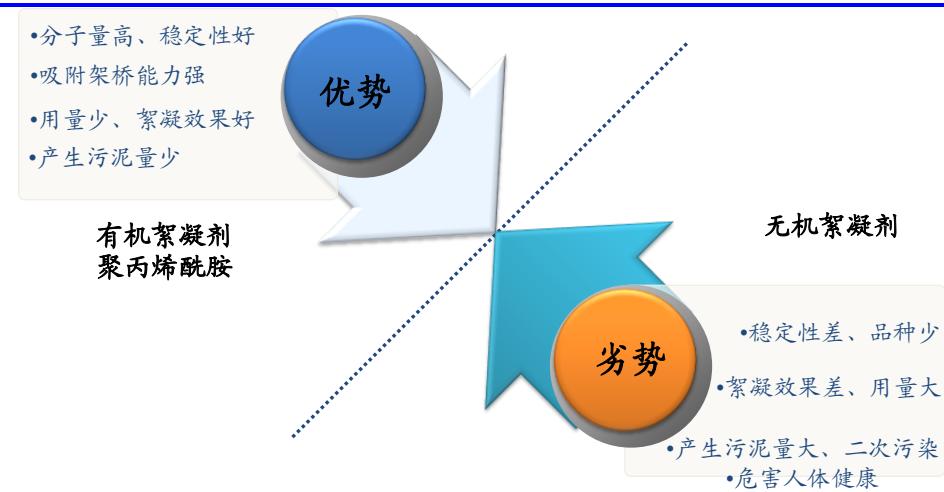
聚丙烯酰胺消费结构	销售前 5 名
油田开采（68%）	大庆炼化、宝莫、万达、恒聚、爱森
水处理（17%）	爱森、天润、宝莫、亚士兰及巨成
造纸（11%）	亚士兰、麦尔、爱森、天润、汽巴

资料来源：中投证券研究所

阳离子 PAM 用于污水处理的絮凝剂用，国外污水处理的絮凝剂 70% 以上用的是聚丙烯酰胺类产品，国内不到 20%，主要用的是明矾、铁铝盐等无机絮凝剂，其对人体有一定害处，主要是成本有优势。

根据水利部的规划，“十二五”期间，我国污水回用率将达到 10%，预计再生水利用投资额将达到 230 亿。截至 2010 年年底，全国 36 个大中城市对居民收取的污水处理费平均只有 0.78 元/立方米，尚未达到 2007 年国务院《关于印发节能减排综合性工作方案的通知》规定的“污水处理费吨水原则上不低于 0.8 元”的要求。

图 5 阳离子 PAM 作为有机絮凝剂与无机絮凝剂的优劣对比



资料来源：招股说明书、中投证券研究所

污泥处理上，公司的产品阳离子聚丙烯酰胺优势更大一些，污泥处理上聚丙烯酰胺的效用具有一定不可替代性，预计“十二五”期间国家预计规划了新增污泥处理能力 4.7 万吨/天，对阳离子聚丙烯酰胺需求约 9 万吨。

四、表面活性剂在复合驱油技术中前景广阔

在石油开采行业的三次采油技术中，聚丙烯酰胺的功能是驱油主剂，单独使用时叫做“聚合物驱”；表面活性剂、碱等其他化学品作为驱油助剂，与聚丙烯酰胺复配后称作于“二元复合驱”、“三元复合驱”。“十二五”期间，驱油用表面活性剂需求量将从12万吨增长到18万吨，公司募投项目年产1万吨将适时获取更多市场份额。

驱油用表面活性剂在三次采油中利用其界面活性，可显著降低油、水的界面张力，促进原油自岩石上脱附及有效分散，实现对残余油的驱动，提高洗油效率，

随着国内油田开发复合驱的大规模应用，该领域市场潜力巨大，需求将快速增长，但存在一定的技术壁垒，产能利用率更多的看匹配程度。宝莫股份采用胜利油田地质科学研究院研发的烷醇酰胺和烷基聚氧乙烯醚磺酸盐表面活性剂合成技术，生产适用于胜利油田油藏的驱油用表面活性剂系列产品，该产品在界面张力、耐温、耐盐、吸附性以及配伍性等方面取得了重大突破，是胜利油田目前使用驱油用表面活性剂的升级产品，具有较好的市场应用前景。

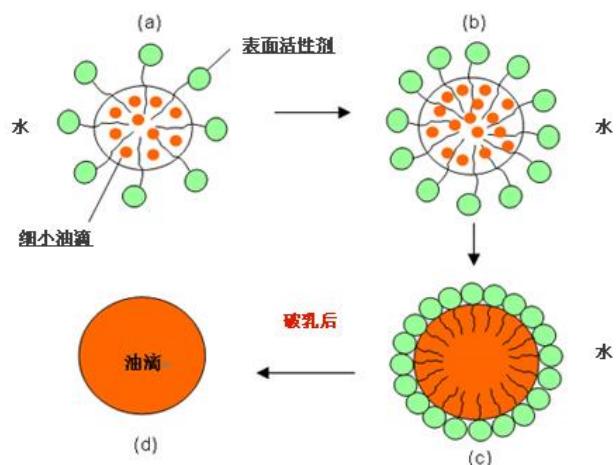
胜利油田二元复合驱技术经过长期技术积累和试验，已经日趋成熟。

针对三元复合驱存在的问题，开展二元复合驱技术攻关，创立“油剂相似富集、阴非加合增效、聚表抑制分离”的二元复合驱理论，解决了在无碱条件下体系的界面张力超低问题，研制了二元复合驱油体系。

2003年在孤东油田七区西南馆五至馆六段油层开展了二元复合驱先导试验。先导试验区地质储量为277万吨，注聚前综合含水高达98.0%，采出程度36.3%。2003年9月实施聚合物投注，累积注入溶液0.6倍孔隙体积，中心井区综合含水由98.3%最低降至60.4%，日产油由10.4吨上升到127.5吨，目前已提高采收率18.0%，试验获得成功。

先导试验获得成功后，2008年进行了工业化推广应用，截至2010年底，先后在孤岛、孤东、胜坨及埕东等4大主力油田实施二元复合驱项目12个，动用地质储量1.03亿吨，已累积增加原油产量367万吨，2010年年增油量占胜利油田化学驱年增油量的50%，增加可采储量1052万吨，可提高采收率10.2%，成为胜利油田产量的重要增长点。

图6 表面活性剂的作用机理



资料来源：招股说明书、中投证券研究所

五、分阶段看公司成长性

我们认为公司的成长性来自三方面因素的推动:

(1) 12年看产能。扩产的产能匹配市场的增长，将保持住稳定的毛利率。

由于公用公用工程，扩产的两个项目在10月份同时建成(1万吨/年驱油用表面活性剂、1万吨阳离子型聚丙烯酰胺)，对2011年无业绩贡献。

2012年1月试产，假设1个季度内达产，预计对12年贡献营业收入(产销率按照65%计算)预计达2个亿，按照2010年的两种产品的综合毛利率18%计算，贡献毛利润约3600万。

(2) 3年内看市场开拓。从注重区域化经营走向更广阔的国内市场以及国际市场。

大庆、胜利、辽河、华北、大港等油田均已进入生产后期，只有通过三次采油技术才能保证产量，公司从地区性经营逐步扩展全国市场的努力，方向上是正确的，属于顺势而为。

从三采的方式上看，过去十多年胜利油田“聚合物+表面活性剂”的方式取得成功，为公司的产品销售提供了很大的空间。当然，每进入一个新油田都需要前期的试验和探索，市场的开拓进度是阶跃式的发展，每上升到一个平台，相比公司的规模业务增量都将是巨大的。

(3) 5年内看业务升级。从产品提供商转变为服务提供商。

公司已经着手布局从产品的生产商转变为服务的提供商，或者叫方案解决，创建国家认定的企业技术中心就是关键的一步。我们认为，PAM国内的需求增长是稳步的，但长期看，公司提高毛利率的手段主要在提供更多的服务，即产品的使用方案，转型的效果是需要逐年进行验证的。

六、投资建议

公司的成长性是确定的，2010-2013年年均30%的增速是有保障的，更高的增速取决于①污水处理市场出现政策性利好②中石化提高国内稳产上产的目标③丙烯腈价格低迷并且持续④三采的国际市场开拓进程加快。

我们认为公司适合长期投资，一是大行业小公司，成长需要时间，二是股本小，短期波动大、不易把握。在12年募投项目顺利投产、13年水处理剂业务拓展顺畅的情况下，预计11、12年、13年公司每股EPS分别为0.44元、0.55-0.60元、0.65-0.70元，按照12年30倍PE，1年内目标价17元。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	704	877	985	1125
现金	453	640	707	791
应收账款	82	102	116	136
其他应收款	2	2	3	3
预付账款	11	11	13	15
存货	75	72	81	98
其他流动资产	81	49	64	81
非流动资产	218	190	162	132
长期投资	0	0	0	0
固定资产	175	158	135	108
无形资产	18	19	21	22
其他非流动资产	25	13	6	3
资产总计	922	1067	1146	1257
流动负债	60	137	131	140
短期借款	0	52	39	37
应付账款	47	71	78	89
其他流动负债	13	14	14	14
非流动负债	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
负债合计	60	137	131	140
少数股东权益	0	0	0	0
股本	120	180	180	180
资本公积	625	565	565	565
留存收益	118	184	270	372
归属母公司股东权益	863	930	1015	1117
负债和股东权益	922	1067	1146	1257

现金流量表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	-52	147	100	110
净利润	57	79	102	123
折旧摊销	31	30	31	32
财务费用	5	-1	0	0
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-147	38	-34	-47
其他经营现金流	2	1	1	1
投资活动现金流	-34	-1	-3	-3
资本支出	34	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	0	-1	-3	-3
筹资活动现金流	496	41	-30	-24
短期借款	-80	52	-13	-2
长期借款	-40	0	0	0
普通股增加	30	60	0	0
资本公积增加	619	-60	0	0
其他筹资现金流	-33	-11	-17	-21
现金净增加额	411	187	67	83

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	515	623	698	828
营业成本	410	499	542	641
营业税金及附加	2	2	3	3
营业费用	10	11	12	15
管理费用	16	19	22	26
财务费用	5	-1	0	0
资产减值损失	0	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	73	91	118	143
营业外收入	3	2	3	3
营业外支出	0	1	1	1
利润总额	76	93	120	145
所得税	19	14	18	22
净利润	57	79	102	123
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	57	79	102	123
EBITDA	109	120	150	175
EPS (元)	0.47	0.44	0.57	0.69

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	22.9%	20.8%	12.1%	18.6%
营业利润	26.1%	25.7%	29.6%	21.2%
归属于母公司净利润	32.7%	38.8%	29.4%	21.0%
获利能力				
毛利率	20.4%	19.8%	22.4%	22.6%
净利率	11.0%	12.7%	14.6%	14.9%
ROE	6.6%	8.5%	10.1%	11.1%
ROIC	14.2%	22.6%	29.2%	33.7%
偿债能力				
资产负债率	6.5%	12.9%	11.5%	11.1%
净负债比率	0.00%	37.89%	29.97	26.44%
流动比率	11.81	6.38	7.50	8.03
速动比率	10.56	5.85	6.88	7.33
营运能力				
总资产周转率	0.79	0.63	0.63	0.69
应收账款周转率	6	6	6	6
应付账款周转率	7.09	8.47	7.26	7.68
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.32	0.44	0.57	0.69
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.29	0.82	0.56	0.61
每股净资产(最新摊薄)	4.79	5.16	5.64	6.20
估值比率				
P/E	53.99	38.90	30.06	24.85
P/B	3.56	3.30	3.02	2.75
EV/EBITDA	24	22	17	15

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上

推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%

中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内

回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上

中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平

看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张镭, 中投证券研究所首席行业分析师, 清华大学经济管理学院 MBA。

宋哲建, 中投证券研究所石油化工行业分析师, 清华大学化工系学士、硕士, 2011 年初加入中投证券。主要覆盖石化、油服、煤化工和部分化纤, 重点关注中石化、中海油服、英力特、荣盛石化、通源石油、惠博普、海默科技等公司。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司 (以下简称“中投证券”) 提供, 旨为派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们将对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务
中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际
大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海市

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦
16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434