

宝莫股份(002476)

聚丙烯酰胺领先企业，能源环保双核推动

研究员：熊杰
执业证书编号：S0570209030305
电话：025-83290889
E-mail：jet_x@sohu.com
地址：南京市中山东路90号

发行基本资料

化工	
发行股数(万)	3000
发行后总股本(万)	12000
发行方式	公开发行
发行日期	2010.09.01
保荐机构	中投证券

每股收益(元)	0.48
每股净资产(元)	2.06
总资产(百万元)	383.14
资产负债率(%)	51.98
净资产收益率(%)	23.27
每股经营性现金流(元)	0.91

公司合理价格区间： 19.9-22.8

投资要点：

- 山东宝莫生物化工股份有限公司的前身是东营胜利油田聚合物有限公司，主要从事丙烯酰胺、聚丙烯酰胺及其衍生物的开发和生产，是国内大型聚丙烯酰胺供应商之一，也是我国第二大采油专用聚丙烯酰胺制造商。公司现有丙烯酰胺生产能力3万吨/年，阴离子聚丙烯酰胺3.3万吨/年，阳离子聚丙烯酰胺2000吨/年，驱油用表面活性剂500吨/年，在国内聚丙烯酰胺生产企业中居第二位。
- 聚丙烯酰胺是全球使用量最大的水溶性高分子化合物，具有“百业助剂”、“工业味精”之称，应用范围非常广泛。2009年全球聚丙烯酰胺的总消费量约105万吨，中国消费量约42万吨。国际市场中，聚丙烯酰胺主要用于造纸行业和水处理行业，这两大领域占聚丙烯酰胺产量的80%，而美国这一数据达到85%。而在中国，油田开采依旧是聚丙烯酰胺的主要需求市场，近年来水处理、造纸、纺织等领域的应用逐渐扩大，2009年中国消费聚丙烯酰胺41.7万吨，其中三次采油用量23.5万吨，占56%；水处理用量10.7万吨，占26%；造纸业用量6.3万吨，占14%。从总量来看，中国已经成为全球最大的聚丙烯酰胺生产国和消费国，未来随着油田开采难度的不断加大、水处理需求的迫切增加，预计聚丙烯酰胺需求还将保持强劲增长。
- 在阴离子聚丙烯酰胺方面，公司拥有较强的客户优势，中石油大庆油田和中石化胜利油田是应用聚合物驱油最广泛的油田，两家每年三次采油聚合物用量占国内三次采油聚丙烯酰胺总用量的80%以上。公司是胜利油田驱油聚合物的主要供应商之一，市场占有率达到50%以上，并相应开发了驱油用表面活性剂产品以提供更加广阔的产品和技术服务。
- 根据目前公司募集资金项目的建设状况，1万吨阴离子PAM项目已经建成，将在10年开始体现业绩，而阳离子PAM和表面活性剂的建设周期也相对较短，将在2011年开始体现业绩，我们预测公司2010-2012年每股收益分别为0.57、0.78和0.99元。考虑到公司在聚丙烯酰胺行业的领先地位、较高的技术水平和客户优势，以及未来三年的业绩高成长性，我们认为可以按照2010年35-40倍动态市盈率进行估值，公司合理价格区间为19.9-22.8元。

主要经营指标

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(亿)	4.19	5.46	7.38	9.67
收入增长率	-22.72	30.17	35.17	30.97
净利润(百万)	0.43	0.68	0.94	1.19
净利润增长率	23.45	59.28	37.13	27.15
EPS(元)(摊薄后)	0.36	0.57	0.78	0.99

一、 公司简介

山东宝莫生物化工股份有限公司的前身是东营胜利油田聚合物有限公司，主要从事丙烯酰胺、聚丙烯酰胺及其衍生物的开发和生产，是国内大型聚丙烯酰胺供应商之一，也是我国第二大采油专用聚丙烯酰胺制造商，先后承担了 3 项国家级研发项目，荣获科学技术部、财政部、国家计委、国家经贸委“九五国家重点科技攻关计划重大科技成果奖”、中国石油和化学工业协会“科技进步一等奖”、杜邦科技创新奖，年产 1.3 万吨超高分子量阴离子型聚丙烯酰胺项目列入国家发展计划委员会“十五国家高技术产业化示范工程”。目前公司拥有阴离子聚丙烯酰胺及采油专用聚丙烯酰胺产能 3.3 万吨、阳离子聚丙烯酰胺产能 500 吨、驱油用表面活性剂产能 2000 吨。

二、 公司股权状况

表 1: 公司股权结构

	公开发行前		公开发行后	
	持股量 (万股)	持股比例 (%)	持股量 (万股)	持股比例 (%)
长安集团	5300	58.89%	5300	44.17%
山东省高新投 (SLS)	1600	17.78%	1600	13.33%
宁波万商集	900	10.00%	900	7.50%
山东康乾	600	6.67%	600	5.00%
上海双建	300	3.33%	300	2.50%
夏春良	200	2.22%	200	1.67%
鲁信投资 (SLS)	100	1.11%	100	0.83%
社会公众股	—	—	3000	25.00%
合计	9000	100.00%	12000	100.00%

资料来源：招股说明书

公司此次发行前的总股本为 9000 万股，本次拟发行不少于 3000 万股流通股，发行后总股本不少于 12000 万股。胜利油田长安控股集团有限公司是公司控股股东，发行前持公司 58.89% 的股权，长安集团、山东康乾和夏春良先生作为本公司股东是一致行动人。在本次发行前合计持有本公司 67.78% 股份，在本次发行后将合计持有本公司 50.83% 股份。

三、 行业公司状况

1、聚丙烯酰胺行业

聚丙烯酰胺是全球使用量最大的水溶性高分子化合物，具有“百业助剂”、“工业味精”之称，应用范围非常广泛。2009 年全球聚丙烯酰胺的总消费量约 105 万吨，中国消费量约 42 万吨。国际市场中，聚丙烯酰胺主要用于造纸行业和水处理行业，这两大领域占聚丙烯酰胺产量的 80%，而美国这一数据达到 85%。而在中国，油田开采依旧是聚丙烯酰胺的主要需求市场，近年来水处理、造纸、纺织等领域的应用逐渐扩大，2009 年中国消费聚丙烯酰胺 41.7 万吨，其中三次采油用量 23.5 万吨，占 56%；水处理用量 10.7 万吨，占 26%；造纸业用量 6.3 万吨，占 14%。从总量来看，中国已经成为全球最大的聚丙烯酰胺生产国和消费国，未来随着油田开采难度的不断加大、水处理需求的迫切增加，预计聚丙烯酰胺需求还将保持强劲增长。

阴离子聚丙烯酰胺是我国应用最广泛的驱油聚合物，占总用量的 90% 以上。随着我国现有

油田质量的下降，未来三次采油需求将不断提高，未来采油用聚丙烯酰胺将保持 8% 的增长速度；聚丙烯酰胺及其衍生物占我国高分子絮凝剂总量的 80%，尤其是阳离子型聚丙烯酰胺已被列为国家鼓励品种，适用于胶体物质含量高的废水、污泥脏水和有色废水处理，城镇饮用水、工业用水废水以及城市污水都将广泛运用；此外，造纸行业的运用也是聚丙烯酰胺的新增长需求领域。

2、依托采油市场，扩大产能拓展新领域

公司是国内聚丙烯酰胺主要生产企业之一，拥有丙烯酰胺和聚丙烯酰胺一体化生产装置，现有丙烯酰胺生产能力 3 万吨/年，阴离子聚丙烯酰胺 3.3 万吨/年，阳离子聚丙烯酰胺 2000 吨/年，驱油用表面活性剂 500 吨/年，在国内聚丙烯酰胺生产企业中居第二位。

在阴离子聚丙烯酰胺方面，公司拥有较强的客户优势，中石油大庆油田和中石化胜利油田是应用聚合物驱油最广泛的油田，两家每年三次采油聚合物用量占国内三次采油聚丙烯酰胺总用量的 80% 以上。公司是胜利油田驱油聚合物的主要供应商之一，市场占有率达到 50% 以上，并相应开发了驱油用表面活性剂产品以提供更加广阔的产品和技术服务。

四、募投资金项目分析

公司本次募集资金将全部用于和公司主营业务相关的项目及主营业务发展所需的营运资金。本次募集资金将主要用于以下项目：

表 2. 公司募投项目

序号	项目名称	建设期	项目进展	投资额（万元）
1	年产 1 万吨阴离子聚丙烯酰胺项目	8 个月	已投产	8,409
2	年产 1 万吨阳离子聚丙烯酰胺项目	12 个月	未启动	9,955
3	年产 1 万吨驱油用表面活性剂项目	8 个月	在建	6,200
	合计			24,564

数据来源：招股说明书

上述募投项目投产后，将逐步优化公司的产品结构，将使得公司在进一步巩固三次采油市场的优势地位的同时，在水处理、造纸等市场领域扩大份额，不断提高公司产品市场占有率，缓解目前公司产能负荷过高的状况。

五、盈利预测与估值

根据目前公司募集资金项目的建设状况，1 万吨阴离子 PAM 项目已经建成，将在 10 年开始体现业绩，而阳离子 PAM 和表面活性剂的建设周期也相对较短，将在 2011 年开始体现业绩，我们预测公司 2010-2012 年每股收益分别为 0.57、0.78 和 0.99 元。考虑到公司在聚丙烯酰胺行业的领先地位、较高的技术水平和客户优势，以及未来三年的业绩高成长性，我们认为可以按照 2010 年 35-40 倍动态市盈率进行估值，公司合理价格区间为 19.9-22.8 元。

表 3: 公司盈利预测表

单位：万元	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	41945.66	54600.64	73803.68	96660.69
营业成本	32731.13	42386.48	57529.97	75607.99
营业税金及附加	275.45	334.55	468.96	610.31
营业费用	729.58	866.80	1186.79	1568.88
管理费用	1382.10	1493.95	2146.88	2818.30

财务费用	959.03	-10.67	-379.52	-259.48
资产减值损失	120.60	154.65	154.08	148.69
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	5747.76	9374.88	12696.52	16165.99
营业外收入	172.92	86.53	100.94	108.13
营业外支出	175.85	127.62	126.69	135.19
利润总额	5745.33	9333.79	12670.77	16138.93
所得税	1463.79	2514.13	3318.98	4248.08
净利润	4281.54	6819.66	9351.79	11890.85
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	4281.54	6819.66	9351.79	11890.85
EBITDA	9524.06	14040.26	21197.26	28413.14
EPS（元，摊薄）	0.36	0.57	0.78	0.99

资料来源：华泰证券研究所

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

一报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现20%以上；

推荐：相对强于市场表现5%~20%；

观望：市场表现-5%~+5%之间波动；

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责条款：

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或征价。我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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。