

宝莫股份 (002476.SZ) 化学原料行业

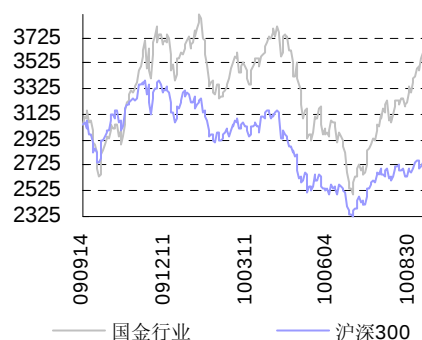
新股研究

上市定价(人民币): 23.22-25.80 元
目标价格(人民币): 18.06-19.61 元

长期竞争力评级: 等于行业均值

市场数据(人民币)

发行价(元)	23.00
发行A股数量(百万股)	30.00
总股本(百万股)	120.00
国金化学原料指数	3607.51
沪深300指数	2962.32
中小板指数	6897.70



具有技术与市场先行优势的聚丙烯酰胺供应商

公司基本情况(人民币)

项 目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.289	0.357	0.516	0.719	1.086
每股净资产(元)	1.85	2.04	7.80	8.42	9.51
每股经营性现金流(元)	0.19	0.91	0.70	0.99	1.30
市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
行业优化市盈率(倍)	15.30	36.45	36.45	36.45	36.45
净利润增长率(%)	34.49%	23.44%	44.67%	39.32%	50.97%
净资产收益率(%)	20.86%	23.27%	6.62%	8.54%	11.42%
总股本(百万股)	90.00	90.00	120.00	120.00	120.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

基本结论、价值评估与投资建议

- 公司主要从事丙烯酰胺、聚丙烯酰胺(PAM)及其衍生物的研究开发、生产销售和技术服务。目前拥有阴离子 PAM33,000 吨/年、阳离子 PAM2,000 吨/年和驱油用表面活性剂 500 吨/年的生产能力。在采油专用 PAM 制造领域国内排名第二, 全国市场占有率 6.17%。
- 据弗若斯特沙利文公司预测, 2008~2015 年, 聚丙烯酰胺在石油开采、采矿、造纸及水处理四大应用领域的市场将以 7.4% 的年均复合率增长, 到 2015 年, 市场规模将达到 25.1 亿美元。市场发展的主要动力来自于下游行业的复苏、与产品相关的技术服务带来的利润以及新兴市场的快速成长等。
- 国内约 56% 的 PAM 用于三次采油领域。三次采油旨在利用化学、生物等物质改善油、气、水以及岩石之间的关系与性能, 开采出更多的石油。现今我国东部“老”油田大部分已进入高含水后期开发, 石油对外依存度高, 三次采油成为老油田稳产的主要措施之一。公司作为中石化的一级战略供应商, 拥有一整套全球领先的 PAM 生产工艺, 2009 年占到胜利油田 PAM 总用量的 51.98%, 十几年来对大庆油田提供的聚丙烯酰胺产品累计超过 10 万吨。技术与先行市场优势亦使公司较易进入其他油田市场。
- 在 PAM 下游消耗占比 1/4 的水处理市场, 阳离子型 PAM 已被列入《当前国家鼓励发展的环保产业设备(产品)目录》, 特别适用于污泥脏水和有色废水等的处理。目前国内污水处理率不到 75%, 与发达国家上世纪末已到 80% 相差甚远。未来在节能减排政策趋严、污水处理投入加大的情况下, 阳离子 PAM 未来 10 年的复合增长率有望达到 10%。公司相关产品优质, 可替代进口, 并保持较高的盈利能力。
- 此次募集资金拟投资建设年产 1 万吨阳离子 PAM、年产 1 万吨阴离子 PAM 以及年产 1 万吨驱油用表面活性剂项目, 项目建成后, 公司规模优势进一步加大, 发展前景看好。
- 我们预计公司 2010~2012 年主营业务收入分别为 539、711、1,016 百万元, 归属于母公司净利润 62、86、130 百万元, 每股收益 0.52、0.72、1.09 元。结合可比公司情况, 我们给予公司 2010 年 35-38 倍 PE, 合理区间为 18.06-19.61 元。根据中小板新进化工类上市公司情况, 结合目前市场状况, 预计公司上市首日价格区间为 23.22-25.80 元。

刘波

分析师 SAC 执业编号: S1130206110211
(8621)61038283
liubo@gjzq.com.cn

内容目录

公司简介：全国第二大采油专用聚丙烯酰胺制造商	3
公司在三次采油用聚丙烯酰胺领域享有先行优势与技术优势	4
三次采油意义重大	4
门槛高，品质与规模成进入关键	5
中石化一级战略供应商，技术与先行市场优势是公司根本立足点	6
驱油用表面活性剂--与聚丙烯酰胺相辅相成	6
水处理—未来快速发展的市场，公司产品可替代进口	7
阳离子聚丙烯酰胺-水处理市场空间不断扩大	7
国内高端阳离子产品供给不足，公司产品可替代进口	8
募集资金投向	9
盈利预测与估值	9
附录：三张报表预测摘要	12

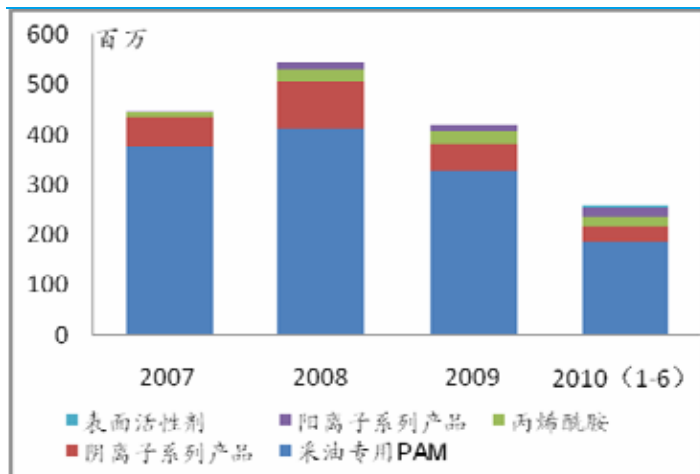
图表目录

图表 1：营业收入构成情况	3
图表 2：毛利构成情况	3
图表 3：公司主要产品及用途	3
图表 4：报告期内主要产品毛利率	3
图表 5：发行前后公司股本结构	4
图表 6：国内聚丙烯酰胺下游消费结构（2009）	4
图表 7：全球（除中国）聚丙烯酰胺下游消费（2009）	4
图表 8：近几年中石化、中石油部分海外并购项目	5
图表 9：我国石油对外依存度不断提高	5
图表 10：大庆、胜利油田近几年三次采油占总产量比	5
图表 11：主要企业采油用 PAM 产量（2009）	6
图表 12：公司向胜利油田供应的主要产品情况	6
图表 13：我国近年来城市污水处理率情况	7
图表 14：我国污水处理率较低	7
图表 15：近几年污水处理领域聚丙烯酰胺用量	8
图表 16：今年国内阳离子聚丙烯酰胺供需情况	8
图表 17：国内阳离子聚丙烯酰胺主要厂家产量（2009）	8
图表 18：募集资金投向	9
图表 19：报告期内公司产品产销率	9
图表 20：可比公司估值情况	10
图表 21：中小板化工类新股上市首日情况	10
图表 22：销售预测表	12

公司简介：全国第二大采油专用聚丙烯酰胺制造商

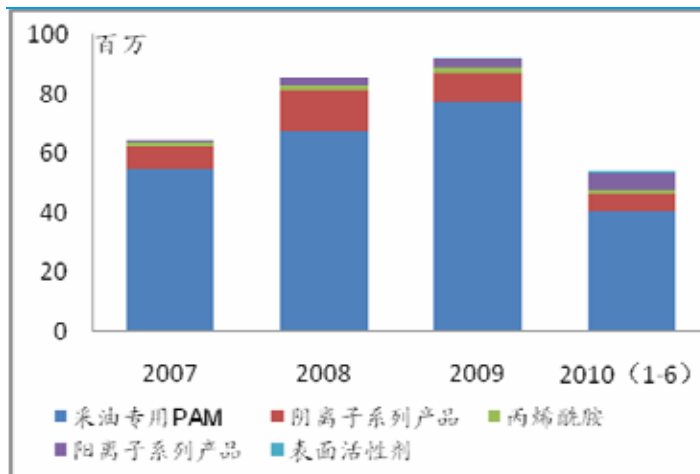
- 公司主要从事丙烯酰胺、聚丙烯酰胺及其衍生物的研究开发、生产销售和技术服务。目前拥有阴离子聚丙烯酰胺 33,000 吨/年、阳离子聚丙烯酰胺 2,000 吨/年和驱油用表面活性剂 500 吨/年的生产能力。在采油专用聚丙烯酰胺制造领域国内排名第二，全国市场占有率 6.17%，中石化三次采油领域的市场占有率 50%以上。

图表 1：营业收入构成情况



来源：公司招股书。国金证券研究所

图表 2：毛利构成情况

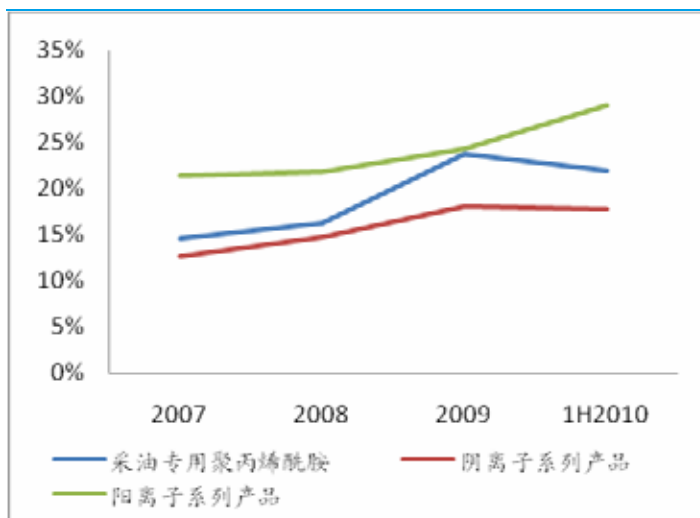


图表 3：公司主要产品及用途

主要产品		用途
阴离子聚丙烯酰胺	采油专用	油田三次采油
	系列化产品	水处理、采矿、造纸
阳离子聚丙烯酰胺		水处理、造纸
驱油用表面活性剂		与聚丙烯酰胺复配用于油田驱油

来源：国金证券研究所

图表 4：报告期内主要产品毛利率



图表 5：发行前后股本结构

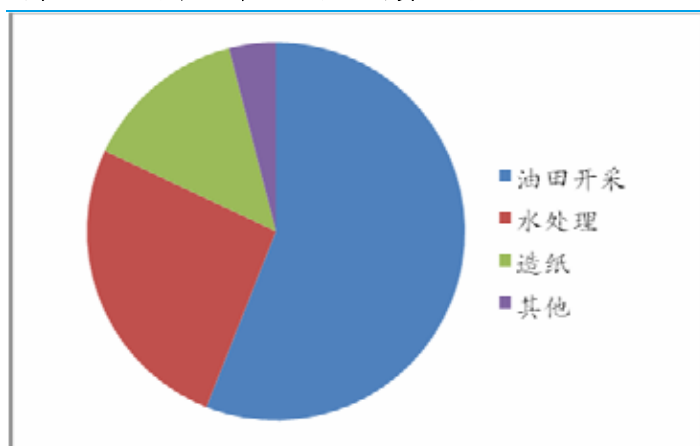
股东名称	本次发行前		本次发行后	
	股数（万股）	比例	股数（万股）	比例
有限售条件的股份				
长安集团	5,300	58.89%	5,300	44.17%
山东省高新投（SLS）	1,600	17.78%	1,600	13.33%
宁波万商集	900	10.00%	900	7.50%
山东康乾	600	6.67%	600	5.00%
上海双建	300	3.33%	300	2.50%
夏春良	200	2.22%	200	1.67%
鲁信投资（SLS）	100	1.11%	100	0.83%
本次发行股份			3,000	25.00%
合计	9,000	100.00%	12,000	100.00%

来源：公司招股书。国金证券研究所

公司在三次采油用聚丙烯酰胺领域享有先行优势与技术优势

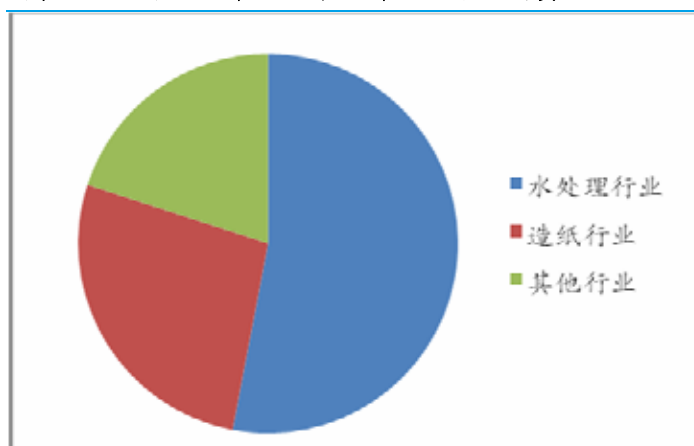
- 聚丙烯酰胺是全球使用量最大、应用最广泛的合成类水溶性高分子化合物，素有“百业助剂”之称。我国是全球最大的聚丙烯酰胺生产与消费大国，2009 年产量 43 万吨，占全球产量近 40%，表观消费量 42 万吨，主要用于三次采油以及水处理领域。

图表 6：国内聚丙烯酰胺下游消费结构（2009）



来源：公司招股书。国金证券研究所

图表 7：全球（除中国）聚丙烯酰胺下游消费（2009）



三次采油意义重大

- 油田开采分为三个阶段，一次采油主要依靠天然能量，采收率仅为 10%-15%，二次采油则为人工注水（气）保持油层压力，采收率在 20%-25%；而三次采油是利用物理、化学、生物等新技术、新物质，改善油、气、水以及岩石之间的关系与性能，开采出更多的石油。
- 不可否认，未来相当长一段时间内，石油仍将是全球最重要的基础能源。我们预计未来全球石油供需局势将较为紧张，而油价将维持高位并随经济增长逐步上移。对于我国来说，近几年石油对外依存度迅速上升，2009 年已超过 50%，目前东部“老”油田大部分已进入高含水后期开发，而西部石油资源开发又在短期内难有大突破，三次采油成为老油田稳产的主要措施之一，具有重要战略意义。

- 另外一个三次采油的领域来自国内几大石油公司“走出去”策略。近几年，中石油、中石化等积极并购海外油田，其中绝大部分为已经过一次开采的“老油田”，以后亦将以二次、三次采油为主。

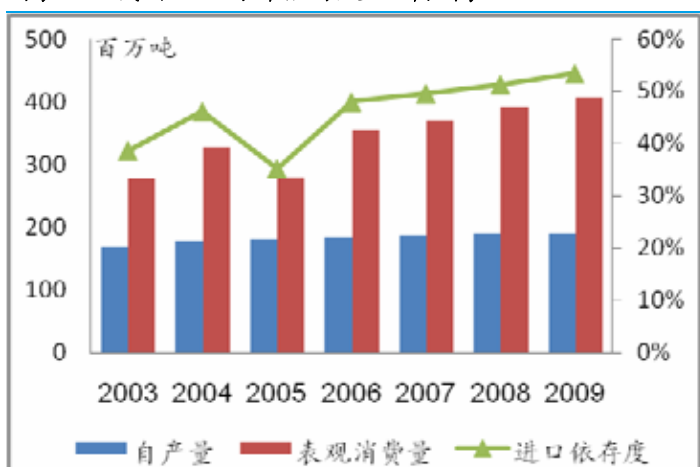
图表 8：近几年中石化、中石油部分海外并购项目

时间	买方	卖方	交易标的	进度
2008.6	中石化集团	澳大利亚 AED Oil 公司	帝汶海 Puffin 油田 60%权益	完成
2008.12	中石化子公司中国石化国际石油勘探开发有限公司	加拿大 Tanganyika Oil 公司	加拿大 Tanganyika Oil 公司 100%股权	完成
2009.8	中石化子公司中国石化国际石油勘探开发有限公司	瑞士的 Addax 石油公司	Addax 公司 100%股权	完成
2009.8	中化集团全资子公司中化英国公司	埃默拉尔德能源公司	埃默拉尔德能源公司 100%股权	完成
2009.11	中石油子公司曼格什套投资公司	曼格什套油气公司	曼格什套油气公司 100%股份	完成
2010.2	中石油	阿萨巴斯卡油砂公司	Mackay River 和 Dover 油砂项目的 60%开采权益	完成
2010.3	中石化下属全资子公司 SHI（中石化（香港）国际有限公司）	中石化集团下属的全资子公司 SOOGL	Sonangol Sinopec International Limited 55%股权	进行中
2010.4	中石化	美国康菲石油公司	加拿大 Syncrude 公司油砂项目 9.03%的股份	进行中

来源：国金证券研究所

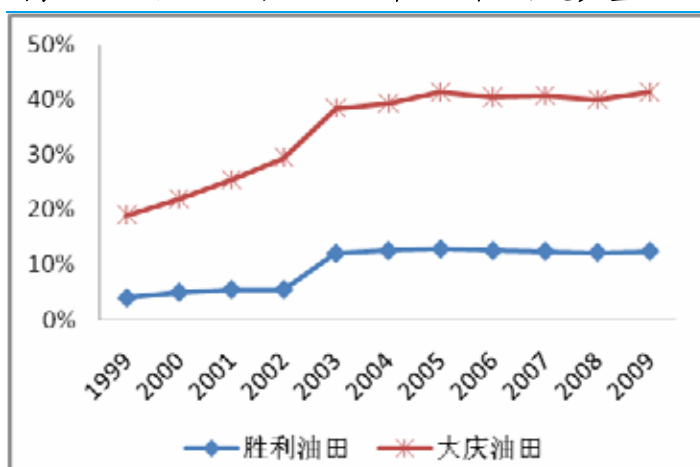
- 近年来我国三次采油量不断上升，从 1996 年的 359 万吨，到 2000 年首次突破 1,000 万吨达到 1,050 万吨，到 2008 年已超过 1,500 万吨，占到当年采油总量的 8%左右。
- 1986 年，我国制定了“化学驱是我国东部油田提高采收率技术研究主攻方向”的方针。而在化学驱之中，阴离子聚丙烯酰胺是目前应用最广泛的驱油聚合物，约占国内驱油聚合物总用量的 90%以上。据胜利油田资料显示，每吨聚丙烯酰胺可增油 100 吨左右，产出约是投入的 10 倍。行业内统计，2009 年我国石油开采领域消费聚丙烯酰胺约 23.5 万吨，2010 年需求量将达到 25 万吨左右。

图表 9：我国石油对外依存度不断提高



来源：国家统计局。公司招股书。国金证券研究所

图表 10：大庆、胜利油田近几年三次采油占总产量比



门槛高，品质与规模成进入关键

- 因三次采油动用油藏的地质条件复杂，而聚丙烯酰胺产品的品质对采油效果影响大，大中型油田对聚丙烯酰胺产品的分子量、耐温抗盐性能以及溶解性的要求高，对生产供应商采取严格的准入制度。在评估程序上，油田三次采油助剂进入市场需经过如下的评估程序：技术认可→生产线抽样→主要指标复核→综合性能对比评价→专家审议→现场试注→注入产品主要指标复查→专家评议→申请准入→纳入三次采油助剂管理。

中石化一级战略供应商，技术与先行市场优势是公司根本立足点

- 生产规模角度，公司作为国内聚丙烯酰胺生产龙头企业，现有聚丙烯酰胺产能 3 万吨/年，阴离子聚丙烯酰胺 3.3 万吨/年。

图表 11：主要企业采油用 PAM 产量（2009）

序号	公司	三次采油 PAM (吨)	PAM 系列化 (吨)
1	中国石油大庆炼化公司	127,499	1,415
2	山东宝莫生物化工股份有限公司	20,676	4,982
3	爱森(中国)絮凝剂有限公司	14,000	73,000
4	北京恒聚化工集团有限公司	12,000	29,226
5	郑州正力聚合物科技有限公司	8,200	850
6	安徽天润化学工业股份有限公司	,500	29,466
7	山东万达化工有限公司	3,000	3,000
8	安徽巨成精细化工有限公司	1,000	13,000

来源：全国功能高分子行业委员会。公司招股书。国金证券研究所

- 在三次采油市场，中石油大庆油田和中石化胜利油田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。公司作为中石化的一级战略供应商，十多年来深入了解胜利油田的地质条件，提供的聚丙烯酰胺产品累计超过 10 万吨，2009 年占到胜利油田聚丙烯酰胺总用量的 51.98%。
- 胜利油田是国内地质条件最为复杂、开采难度最大的油田之一。公司依托先进的新型合成技术与工艺路线，进一步提高产品分子量，合成出国际领先的分子量达 3,500 万的产品；提高产品耐温抗盐性能与溶解性，产品多项技术指标优于其他供应商。

图表 12：公司向胜利油田供应的主要产品情况

产品	适应范围	技术指标	市场地位
CA-70	胜利油田一类油藏	产品分子量 1800 万以上，粘度 12.5MPA.S	产品性能国内领先，成功替代了进口产品
CA-75	胜利油田二类油藏	产品分子量 2200 万以上，粘度 13MPA.S；产品溶解性好	胜利油田二类油藏驱油剂市场主导地位
CA-85	胜利油田三类油藏	产品分子量达到 3000 万，粘度 15MPA.S；溶解性能好，具有较好的粘弹性能和耐温抗盐性能	驱油性能领先国内同类产品

来源：公司招股书。国金证券研究所

驱油用表面活性剂--与聚丙烯酰胺相辅相成

- 驱油用表面活性剂在三次采油中可降低油、水的界面张力，实现对残余油的驱动，提高采收率。经验表明，添加了活性剂、碱等成分的“复合驱”较聚丙烯酰胺等“单一聚合物驱”，可进一步提高石油采收率 3%-7%。
- 2009 年国内驱油用表面活性剂产能约 14 万吨，大于需求量，但产品难满足市场要求，有效产能不足。2010 年，公司新增驱油用表面活性剂产品的销售。采用烷醇酰胺和烷基聚氧乙烯醚磺酸盐表面活性剂合成技术，产品在界面张力、耐温、耐盐、吸附性等方面取得重大突破。
- 公司于 2009 年下半年开始生产表面活性剂。我们认为，公司该产品最大的优势在于可与自产聚丙烯酰胺共同使用，效用相辅相成，凭借聚丙烯酰胺在市场上（尤其是胜利油田）的占有率迅速打开市场空间。

水处理—未来快速发展的市场，公司产品可替代进口

阳离子聚丙烯酰胺-水处理市场空间不断扩大

- 中国是人均水资源重度贫乏国。水资源总量约为 2.74 万亿立方米，约占全球水资源总量的 7%；但人均水资源仅 2,071 立方米，相当于全球平均水平的四分之一。随着工业化、城市化进程的加快，水污染问题随之扩散至各领域，进一步加剧了水资源的紧张，污水处理及再生利用成为经济发展与水资源保护不可或缺的组成部分。
- 我国污水处理发展迅速，但仍大有发展潜力。截止 2009 年底，我国仍有 141 个城市、1,600 多个县城没有污水处理厂投入运营，而有 17,000 多个建制镇污水处理设施基本空白，全国城镇污水处理率不到 70%，这与大部分发达国家上世纪末就已达到 80%以上的处理率相差较大。2010 年，全国城市污水处理率要达到 75%。未来几年据国家环保总局等《2008-2020 年中国环境经济形势分析与预测》，在处理水平正常提高的情况下，“十二五”与“十三五”时期的废水治理投入（含治理投资和运行费用）将分别达到 10,583 亿元和 13,922 亿元。

图表 13：我国近年来城市污水处理率情况



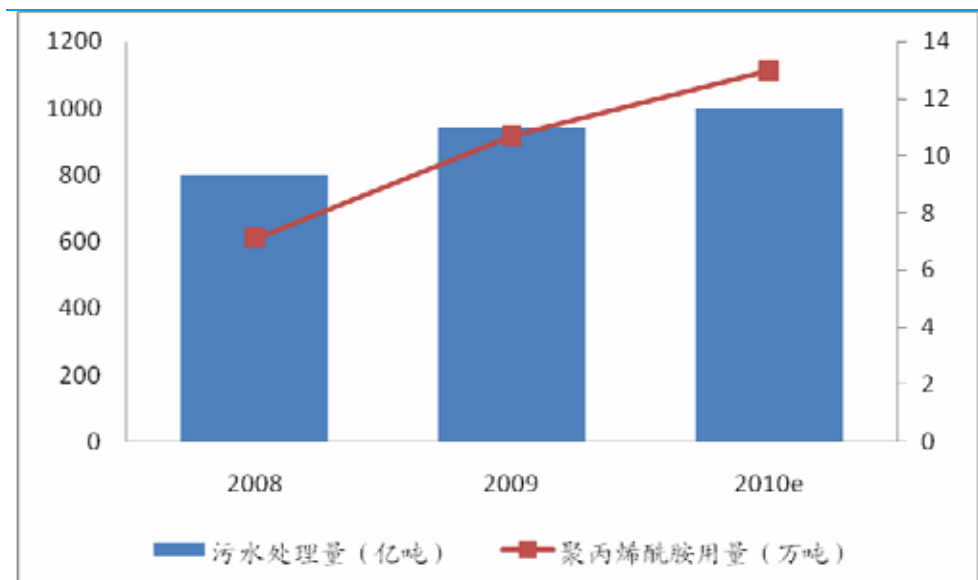
来源：国家统计局。互联网资料。国金证券研究所

图表 14：我国污水处理率较低

国家	污水处理率
美国	2007 年已达 100%
英国	2004 年已达 100%
德国	1998 年已达 97%
俄罗斯	2004 年已达 90%
日本	1995 年已达 75%
欧美发达国家	上世纪末平均在 80%以上
我国	至今不到 75%

- 目前国内聚丙烯酰胺及其衍生物约占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入《当前国家鼓励发展的环保产业设备（产品）目录（2007 年修订）》，特别适用于胶体物质含量高的废水、污泥脏水和有色废水处理。按照 2010 年我国污水处理率 70%计算，水处理总量在 918 亿吨左右，则对于聚丙烯酰胺的需求在 13 万吨，其中阳离子聚丙烯酰胺 9.1 万吨。未来在节能减排（尤其是污水处理）日益受到关注的情况下，阳离子聚丙烯酰胺市场空间将不断扩大，未来 10 年的复合增长率有望达到 10%。

图表 15：近几年污水处理领域聚丙烯酰胺用量

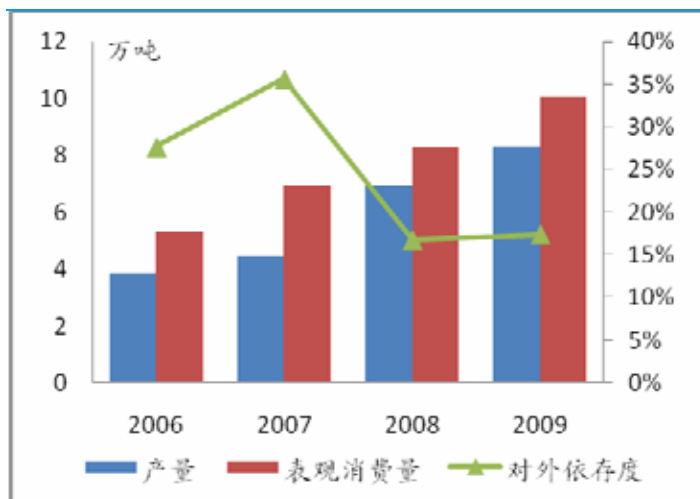


来源：全国功能高分子行业委员会。公司招股书。国金证券研究所

国内高端阳离子产品供给不足，公司产品可替代进口

- 目前国内阳离子型聚丙烯酰胺供给不足，还需大量进口，对外依存度高，行业利润率始终保持在较高水平。

图表 16：今年国内阳离子聚丙烯酰胺供需情况



来源：全国功能高分子行业委员会。公司招股书。国金证券研究所

图表 17：国内阳离子聚丙烯酰胺主要厂家产量（2009）

公司	产量（吨）
东营诺尔化工有限公司	6,500
爱森（中国）絮凝剂有限公司	5,000
北京恒聚化工集团有限公司	4,000
江苏聚成精细化工有限公司	3,200
无锡新宇化工有限公司	2,400
北京希涛化工有限公司	2,100
威海金钰环保科技有限公司	2,000
合计	25,200

- 公司自 2004 年起自主研发微生物法生产丙烯酰胺与二甲基二烯丙基氯化铵，2007 年下半年投产一条年产能 500 吨阳离子聚丙烯酰胺生产线，投产以来一直处于满负荷生产状态，其产品品质优良，各项指标达到预计水平。与国内其他技术工艺相比，其优越性体现在：

- 采用水溶液聚合方法：具有工艺简单，成本较低，操作安全、方便，不必回收溶剂等优点。
- 自主研发阳离子聚丙烯酰胺专用有机无机复合引发体系：引发温度低，能耗少；反应平稳，易于控制；反应时间短，生产周期短。

- 产品分子量、阳离子度以及离子度分布可控，溶解时间短，可应用于多种类型的污水处理剂。

募集资金投向

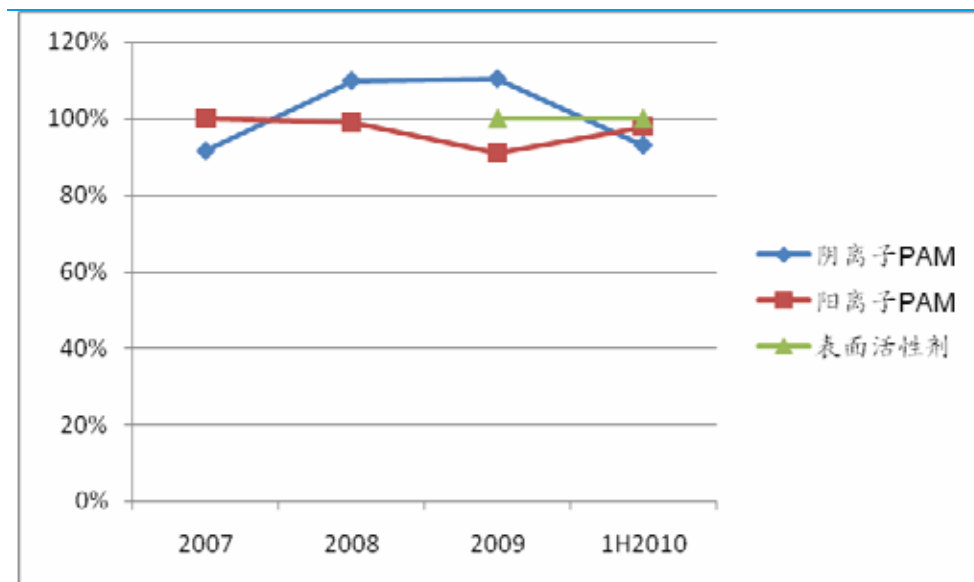
- 此次公司拟公开发行不少于 3,000 万股普通股，募集资金主要投向以下项目：

图表 18：募集资金投向

	项目名称	项目建设期	项目总投资 (万元)
1	年产 1 万吨阴离子型聚丙烯酰胺项目	8 个月	8,409
2	年产 1 万吨阳离子型聚丙烯酰胺项目	12 个月	9,955
3	年产 1 万吨驱油用表面活性剂项目	8 个月	6,200

来源：公司招股书。国金证券研究所

图表 19：报告期内公司产品产销率



来源：公司招股书。国金证券研究所

- 报告期内公司不断扩建产能，造成产能利用率的一定波动，从产销率上分析，公司产品销售情况良好。募投项目中阴离子聚丙烯酰胺项目达产后，不仅可以满足公司对于适用于三类油藏区块的驱油用新型耐温抗盐阴离子聚丙烯酰胺产品的供给，又可专门投入阴离子系列化产品的生产，满足水处理等行业的产品需求。而对于阳离子项目，公司产品已经多方客户试用认可，具备扩大生产规模的条件。另外表面活性剂项目已进行先导性试验，完全满足胜利油田三次采油的高端要求，未来可与公司采油用 PAM 搭配销售使用，二者相辅相成，前景看好。

盈利预测与估值

- 主要假设
 - 公司期间费用率保持相对稳定；
 - 主要产品销售情况见销售预测表；

- 基于上述假设，我们预计公司 2010~2012 年主营业务收入分别为 539、711、1,016 百万元，归属于母公司净利润 62、86、130 百万元，每股收益 0.516、0.719、1.086 元。

图表 20：可比公司估值情况

	股票代码	9 月 13 日 收盘价	EPS (元)			PE		
			2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
多氟多	002407	62.50	0.66	0.95	1.67	94.91	66.14	37.43
雅克科技	002409	30.11	0.76	1.09	1.41	39.61	27.53	21.36
传化股份	002010	16.02	0.75	0.96	1.28	21.27	16.73	12.52
德美化工	002054	19.90	0.77	0.91	1.11	25.86	21.75	17.87
平均						45.41	33.04	22.30
宝莫股份			0.52	0.72	1.09			

来源：朝阳永续。国金证券研究所

- 目前国内尚没有同类上市公司，我们选取上述生产电解铝助剂多氟多、塑料助剂雅克科技、染料助剂传化股份以及德美化工等企业作为比照，考虑到公司产品与上述公司的差异，给予公司 2010 年 35-38 倍 PE，合理区间为 18.06-19.61 元。
- 根据中小板新进化工类上市公司情况，结合目前市场状况，我们预计公司上市首日价格区间为 23.22-25.80 元。

图表 21：中小板化工类新股上市首日情况

证券代码	证券简称	首发上市日期	首发市盈率(摊薄)	上市首日开盘价 (元)	上市首日涨跌幅%
002455.SZ	百川股份	2010-8-3	33.28	33.00	64.95
002453.SZ	天马精化	2010-7-20	40.43	20.10	45.92
002450.SZ	康得新	2010-7-16	52.59	19.01	41.20
002442.SZ	龙星化工	2010-7-6	36.76	13.50	20.88
002440.SZ	闰土股份	2010-7-6	30.29	28.10	-5.13
002409.SZ	雅克科技	2010-5-25	46.88	30.56	8.83
002407.SZ	多氟多	2010-5-18	59.68	39	-5.03
002408.SZ	齐翔腾达	2010-5-18	43.10	26.88	-7.55
002391.SZ	长青股份	2010-4-16	50	76.1	45.10
002389.SZ	南洋科技	2010-4-13	50.85	89	172.67
002386.SZ	天原集团	2010-4-9	39.38	25.6	91.99
002382.SZ	蓝帆股份	2010-4-2	47.03	55.2	66.31
002360.SZ	同德化工	2010-3-3	32.85	35.9	62.18
平均			43.32		46.33

来源：聚源数据，国金证券研究所

图表 22：销售预测表

项 目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
采油专用PAM						
平均售价 (元/吨)	18,920.68	18,249.42	15,774.59	17,800.00	17,500.00	17,500.00
增长率 (YOY)		-3.55%	-13.56%	12.84%	-1.69%	0.00%
销售数量 (千吨)	19.88	22.56	20.68	20.80	25.00	30.00
增长率 (YOY)		13.48%	-8.34%	0.60%	20.19%	20.00%
销售收入 (百万元)	376.09	411.65	326.16	370.24	437.50	525.00
增长率 (YOY)		9.46%	-20.77%	13.51%	18.17%	20.00%
毛利率	14.65%	16.35%	23.74%	21.90%	22.00%	22.00%
销售成本 (百万元)	320.99	344.35	248.73	289.16	341.25	409.50
增长率 (YOY)		7.28%	-27.77%	16.25%	18.02%	20.00%
毛利 (百万元)	55.10	67.31	77.43	81.08	96.25	115.50
增长率 (YOY)		22.16%	15.04%	4.72%	18.71%	20.00%
占总销售额比重	84.09%	75.85%	77.76%	68.69%	61.58%	51.67%
占主营业务利润比重	85.40%	78.75%	84.03%	73.65%	67.62%	54.88%
阴离子系列						
平均售价 (元/吨)	14,735.30	13,271.70	12,022.62	15,050.00	15,000.00	15,000.00
增长率 (YOY)		-9.93%	-9.41%	25.18%	-0.33%	0.00%
销售数量 (千吨)	3.87	7.00	4.52	4.50	6.00	10.00
增长率 (YOY)		80.98%	-35.42%	-0.39%	33.33%	66.67%
销售收入 (百万元)	56.96	92.84	54.31	67.73	90.00	150.00
增长率 (YOY)		63.00%	-41.50%	24.70%	32.89%	66.67%
毛利率	12.67%	14.76%	18.07%	17.74%	17.00%	17.00%
销售成本 (百万元)	49.74	79.14	44.50	55.71	74.70	124.50
增长率 (YOY)		59.10%	-43.77%	25.20%	34.09%	66.67%
毛利 (百万元)	7.22	13.70	9.81	12.01	15.30	25.50
增长率 (YOY)		89.89%	-28.38%	22.42%	27.35%	66.67%
占总销售额比重	12.73%	17.11%	12.95%	12.56%	12.67%	14.76%
占主营业务利润比重	11.19%	16.03%	10.65%	10.91%	10.75%	12.12%
阳离子系列						
平均售价 (元/吨)	20,707.75	22,507.70	22,027.48	23,200.00	22,000.00	22,000.00
增长率 (YOY)		8.69%	-2.13%	5.32%	-5.17%	0.00%
销售数量 (千吨)	0.12	0.53	0.52	1.65	3.00	8.00
增长率 (YOY)		321.78%	-0.80%	216.19%	81.82%	166.67%
销售收入 (百万元)	2.58	11.84	11.49	38.28	66.00	176.00
增长率 (YOY)		358.44%	-2.91%	233.02%	72.41%	166.67%
毛利率	21.41%	21.83%	24.26%	28.99%	26.00%	26.00%
销售成本 (百万元)	2.03	9.26	8.71	27.18	48.84	130.24
增长率 (YOY)		355.99%	-5.93%	212.22%	79.67%	166.67%
毛利 (百万元)	0.55	2.58	2.79	11.10	17.16	45.76
增长率 (YOY)		367.43%	7.90%	297.95%	54.63%	166.67%
占总销售额比重	0.58%	2.18%	2.74%	7.10%	9.29%	17.32%
占主营业务利润比重	0.86%	3.02%	3.03%	10.08%	12.06%	21.74%
表面活性剂						
平均售价 (元/吨)			11,538.00	11,623.93	12,000.00	12,000.00
增长率 (YOY)			0.74%	0.74%	3.24%	0.00%
销售数量 (千吨)			0.12	0.80	3.00	7.00
增长率 (YOY)				555.74%	275.00%	133.33%
销售收入 (百万元)			1.41	9.30	36.00	84.00
增长率 (YOY)				560.62%	287.13%	133.33%
毛利率			29.79%	22.00%	21.00%	21.00%
销售成本 (百万元)			0.99	7.25	28.44	66.36
增长率 (YOY)				633.92%	292.10%	133.33%
毛利 (百万元)			0.42	2.05	7.56	17.64
增长率 (YOY)				387.87%	269.54%	133.33%
占总销售额比重			0.34%	1.73%	5.07%	8.27%
占主营业务利润比重			0.46%	1.86%	5.31%	8.38%
丙烯酸酯						
平均售价 (元/吨)			7,937.00	13,365.00	13,500.00	13,500.00
增长率 (YOY)				68.39%	1.01%	0.00%
销售数量 (千吨)			3.29	4.00	6.00	6.00
增长率 (YOY)				21.73%	50.00%	0.00%
销售收入 (百万元)	11.63	26.42	26.08	53.46	81.00	81.00
增长率 (YOY)		127.14%	-1.28%	104.98%	51.52%	0.00%
毛利率	14.16%	7.11%	6.51%	7.20%	7.50%	7.50%
销售成本 (百万元)	9.98	24.54	24.38	49.61	74.93	74.93
增长率 (YOY)		145.79%	-0.65%	103.46%	51.03%	0.00%
毛利 (百万元)	1.65	1.88	1.70	3.85	6.08	6.08
增长率 (YOY)		14.05%	-9.59%	126.70%	57.83%	0.00%
占总销售额比重	2.60%	4.87%	6.22%	9.92%	11.40%	7.97%
占主营业务利润比重	2.55%	2.20%	1.84%	3.50%	4.27%	2.89%
销售总收入 (百万元)	447.26	542.75	419.46	539.00	710.50	1016.00
销售总成本 (百万元)	382.75	457.28	327.31	428.91	568.16	805.53
毛利 (百万元)	64.51	85.47	92.15	110.09	142.35	210.48
平均毛利率	14.42%	15.75%	21.97%	20.42%	20.03%	20.72%

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	447	543	419	539	711	1,016
增长率		21.3%	-22.7%	28.5%	31.8%	43.0%
主营业务成本	-383	-457	-327	-429	-568	-806
% 销售收入	85.5%	84.2%	78.0%	79.6%	80.0%	79.3%
毛利	65	85	92	110	142	210
% 销售收入	14.5%	15.8%	22.0%	20.4%	20.0%	20.7%
营业税金及附加	-2	-4	-3	-4	-5	-7
% 销售收入	0.4%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	-7	-8	-7	-9	-11	-15
% 销售收入	1.5%	1.4%	1.7%	1.6%	1.5%	1.5%
管理费用	-5	-14	-14	-16	-21	-25
% 销售收入	1.2%	2.7%	3.3%	3.0%	3.0%	2.5%
息税前利润 (EBIT)	51	60	68	82	106	163
% 销售收入	11.4%	11.0%	16.3%	15.2%	14.9%	16.1%
财务费用	-8	-11	-10	1	10	12
% 销售收入	1.9%	2.0%	2.3%	-0.2%	-1.4%	-1.1%
资产减值损失	-1	-2	-1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	41	47	57	83	116	175
营业利润率	9.2%	8.6%	13.7%	15.4%	16.3%	17.2%
营业外收支	-2	0	0	0	0	0
税前利润	39	46	57	83	116	175
利润率	8.8%	8.6%	13.7%	15.4%	16.3%	17.2%
所得税	-14	-12	-15	-21	-29	-44
所得税率	34.4%	25.4%	25.5%	25.5%	25.5%	25.5%
净利润	26	35	43	62	86	130
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	26	35	43	62	86	130
净利率	5.8%	6.4%	10.2%	11.5%	12.1%	12.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	26	35	43	62	86	130
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	26	29	29	38	52	61
非经营收益	10	10	11	5	1	1
营运资金变动	-43	-57	-2	-22	-21	-37
经营活动现金净流	19	17	82	84	119	155
资本开支	-49	-43	-28	-145	-131	-27
投资	0	0	0	-1	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-49	-43	-28	-146	-131	-27
股权募资	18	0	0	690	-11	0
债权募资	-1	52	-32	-90	-20	0
其他	-8	-11	-10	-5	-1	-1
筹资活动现金净流	9	42	-43	595	-33	-1
现金净流量	-21	17	11	533	-45	128

来源: 公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	15	46	42	575	530	658
应收款项	39	70	84	63	83	119
存货	124	56	33	71	93	132
其他流动资产	15	5	6	11	13	18
流动资产	193	177	166	719	720	927
% 总资产	54.8%	46.9%	43.4%	69.0%	64.2%	71.6%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	158	183	201	305	383	348
% 总资产	44.8%	48.5%	52.5%	29.2%	34.2%	26.9%
无形资产	1	16	14	16	17	18
非流动资产	159	200	217	323	402	368
% 总资产	45.2%	53.1%	56.6%	31.0%	35.8%	28.4%
资产总计	352	377	383	1,043	1,122	1,295
短期借款	100	152	80	0	0	0
应付款项	102	52	71	69	91	129
其他流动负债	18	6	9	8	11	15
流动负债	221	211	159	77	101	144
长期贷款	0	0	40	30	10	10
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	221	211	199	107	111	154
普通股股东权益	132	166	184	936	1,011	1,141
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	352	377	383	1,043	1,122	1,295

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.215	0.289	0.357	0.516	0.719	1.086
每股净资产	1.462	1.847	2.044	7.799	8.424	9.509
每股经营现金净流	0.210	0.192	0.909	0.697	0.991	1.295
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	19.60%	20.86%	23.27%	6.62%	8.54%	11.42%
总资产收益率	7.32%	9.20%	11.17%	5.94%	7.69%	10.06%
投入资本收益率	14.39%	14.01%	16.74%	6.31%	7.72%	10.57%
增长率						
主营业务收入增长率	N/A	21.32%	-22.72%	28.50%	31.82%	43.00%
EBIT增长率	N/A	17.87%	14.06%	19.72%	29.30%	54.36%
净利润增长率	N/A	34.49%	23.44%	44.67%	39.32%	50.97%
总资产增长率	N/A	7.03%	1.60%	172.10%	7.65%	15.39%
资产管理能力						
应收账款周转天数	10.1	30.9	64.3	40.0	40.0	40.0
存货周转天数	59.2	71.9	49.6	60.0	60.0	60.0
应付账款周转天数	43.0	52.5	61.4	55.0	55.0	55.0
固定资产周转天数	124.3	100.8	174.9	165.0	150.2	90.4
偿债能力						
净负债/股东权益	64.71%	63.85%	42.16%	-58.24%	-51.47%	-56.79%
EBIT利息保障倍数	6.1	5.5	7.1	-61.1	-10.5	-14.1
资产负债率	62.66%	55.91%	51.99%	10.23%	9.93%	11.89%

定价区间的说明:

上市定价: 预期该股票上市当日均价区间;
目标价格: 预期未来 6-12 个月内该股票目标价格区间;
询价价格: 建议询价对象申报的询价价格区间。

长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于企业基本面, 评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明:

行业优化市盈率中, 在扣除行业内所有亏损股票后, 过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除, 预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明:

强买: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 20%以上;
买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 10%-20%;
持有: 预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -10%-10%;
减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 10%-20%;
卖出: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61038311

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 200011

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8832

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-82805115

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室