

石油化工

署名人: 芮定坤

S0960109074123

010-63222951

ruidingkun@cjis.cn

宝莫股份

002476

推荐

关注下游污水污泥处理

宝莫股份参加了我们的策略会, 交流主要的要点如下。

投资要点:

- 公司主要生产阴离子和阳离子聚丙烯酰胺, 对应的下游有 2 个: 三次采油和污水污泥处理。三次采油是指通过向油田注化学物质增加油田采收率, 污水处理中用作絮凝剂沉降杂质。
- **三次采油**上公司有很强的技术优势, 目前主要销售在胜利油田上, 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, 胜利油田对公司的订单未来贡献业绩的安全边际。另外长庆、新疆等油田也在做先导试验, 如果试验成功, 可能会有**订单推动式**的机会。
- **污水污泥处理**: 这块业务我们认为成长性更好, 未来有超预期的可能。阳离子聚丙烯酰胺用于污水处理絮凝剂, 未来会逐渐替代低成本产品无机絮凝剂, 国外污水处理的絮凝剂 70%以上用的是聚丙烯酰胺类, 国内不到 20%, 国家刚上调了污水处理费, 十二五期间污水处理对产品的需求预计保持在 30%左右, 另外**污泥处理**上公司的阳离子聚丙烯酰胺具有一定不可替代性, 十二五期间国家规划了新增污泥处理能力 4.7 万吨/天, 对应阳离子聚丙烯酰胺需求约 9 万吨。
- 公司 10 年业绩的增量不多, 主要的增长在 2012 年, 募投的 10000 吨阳离子聚丙烯酰胺投产, 同时公司现在还有 2 亿多的超募资金可能会增加产能, 这些产能可能也能在 2012 年贡献业绩, 污水处理行业也是国家重点支持的行业, 可以给与一定高估值, 我们预测公司 10-12 年 EPS 分别为 0.52、0.72 和 1.13 元/股, 给与公司推荐的评级, 目标价 35-40 元。**短期看公司大的投资机会要等**, 可能来自于超募资金, 可能来自于污水处理需求超预期(公司现在没有销售队伍, 打开市场需要时间, 污水污泥处理量在十二五的增加也需要建设时间)。

风险提示: 原材料价格波动、下游需求增长低于预期。

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	419	597	706	1015
同比(%)	-23%	42%	18%	44%
归属母公司净利润(百万元)	43	63	86	135
同比(%)	23%	47%	37%	57%
毛利率(%)	22.0%	20.1%	20.2%	20.7%
ROE(%)	23.3%	11.3%	13.9%	18.5%
每股收益(元)	0.36	0.52	0.72	1.13
P/E	87.56	59.71	43.49	27.74
P/B	20.38	6.76	6.03	5.13
EV/EBITDA	57	38	32	22

资料来源: 中投证券研究所

6-12 个月目标价: 36.00 元

当前股价: 31.24 元

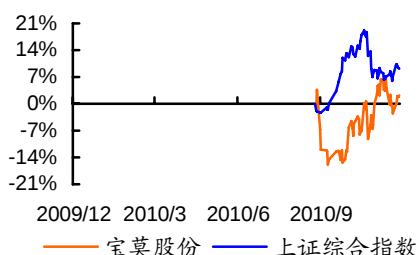
评级调整: 首次

基本资料

上证综合指数	2893.74
总股本(百万)	120
流通股本(百万)	30
流通市值(亿)	9
EPS (TTM)	
每股净资产(元)	1.53
资产负债率	52.0%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
宝莫股份	9.31	-1.45	0.00
上证综合指数	1.93	11.35	13.03



相关报告

一、策略会交流纪要

公司主要的下游有 2 个：三次采油和污水污泥处理，对应的分别是公司的阴离子和阳离子聚丙烯酰胺。

三次采油是指通过向油田注化学物质增加油田采收率，**三次采油**上公司有很强的技术优势，目前主要销售在胜利油田上，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更低。

根据胜利油田提出的“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 1 胜利油田和大庆油田相比地质条件更差，对产品要求更高

地质状况	常规条件	大庆油田	胜利油田
地层温度	40±10	45.00	> 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
动态非均质	无大孔道	无大孔道	大孔道普遍

资料来源：中投证券研究所

表 2 胜利油田 1-4 类油藏情况

分类	地层温度(℃)	地层水矿化度(mg/l)	地质储量(万吨)	占储量比例
一类油藏	< 70	< 10000	27230.00	0.25
二类油藏	< 80	< 20000	26772.00	0.25
三类油藏	< 93	> 20000	45707.00	0.43
四类油藏	边水、大孔道	——	7940.00	0.07

资料来源：中投证券研究所

另外长庆、新疆等油田也在做先导试验，如果试验成功，可能会有一些增量，当然这 1 块属于订单推定的机会，需要跟踪。

污水污泥处理:

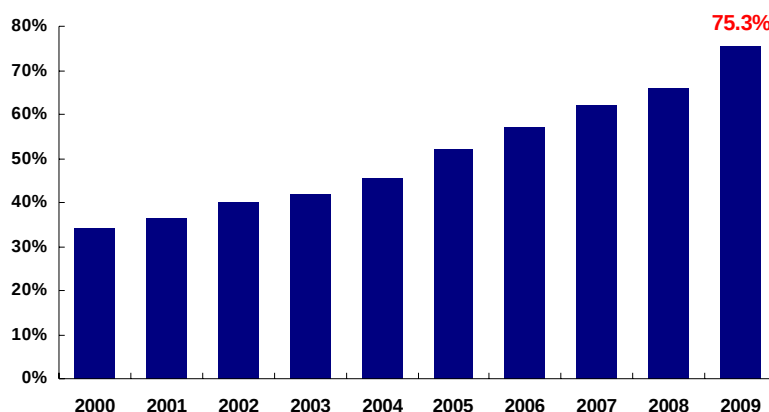
这1块我们认为成长性更好,未来有超预期的可能。

阳离子聚丙烯酰胺用于污水处理,国外污水处理的絮凝剂70%以上用的是聚丙烯酰胺类产品,国内只有20%以下,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,国家刚刚上调了污水处理费0.4元/方,有利于有机絮凝剂的替代升级,我们认为随着未来国内对健康的重视程度提高,同时污水处理量的增加,发展增速较快。

发达国家污水处理率一般都在90%以上,国内还在70%左右,县城和建制镇污水处理率依然较低仅10%。09年底国内城镇污水处理能力超过1亿立方米/日,十二五国家预计新增污水处理9000万吨/日升级改造5000万吨/日。

预计未来十年我国污水处理行业还有15%左右的增长。我们预计十二五期间,对阳离子聚丙烯酰胺的需求在30%左右。如果说国家有政策推动或公司市场做的好,还有超预期的可能。

图1 国内城市污水处理率 单位: %



资料来源:中投证券研究所

表3 无机和有机污水处理絮凝剂对比

类型	种类	化学名	使用状况
无机絮凝剂	铝盐絮凝剂	明矾(AS)、聚合氯化铝(PAC)	现在用量很大
	铁盐絮凝剂	三氯化铁、聚合硫酸铁(PFS)、聚合氯化铁(PFC)	
	铁铝复合絮凝剂	聚合氯化铝铁、聚合硫酸氯化铝铁、聚合硫酸铝铁	储存稳定性缺陷明显
	改性活化硅酸类絮凝剂	聚硅酸硫酸铁(PFSS)、聚硅酸硫酸铝(PASS)、聚硅氯化铝(PASC)等	
有机絮凝剂	天然有机高分子	甲壳素、改性淀粉等	来源有限、相对单一
	合成有机高分子	聚丙烯酰胺复配产品	使用后金属残留物非常少
		丙烯酰胺共聚物复配产品	

资料来源:中投证券研究所

污泥处理:

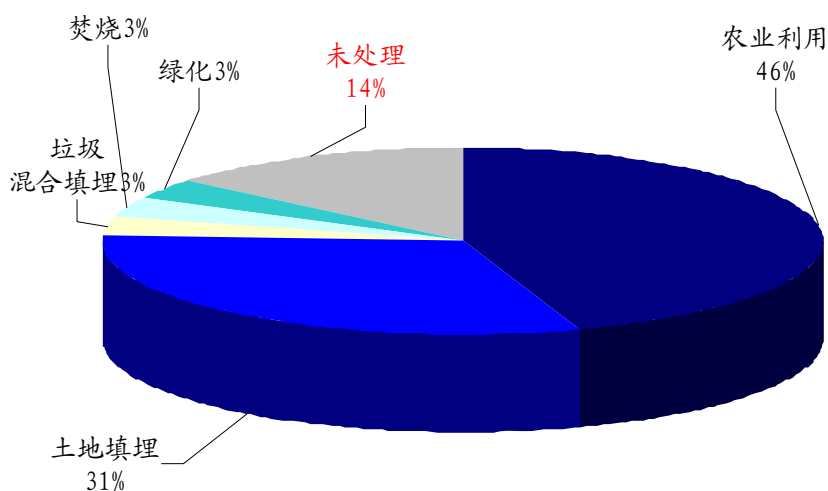
污泥处理上,公司的产品阳离子聚丙烯酰胺优势更大一些,污泥处理上聚丙烯酰胺的效用具有一定不可替代性,十二五期间国家预计规划了新增污泥处理能力 4.7 万吨/天,对应对阳离子聚丙烯酰胺需求约 9 万吨。

环保部等六部委近日先后下发两份文件,要求进一步提高对污泥的处理。环保部要求,污水处理厂新建、改建和扩建时,污泥处理设施应当与污水处理设施同时规划、建设和投入运行,不具备污泥处理能力的现有污水处理厂,应当在该通知发布之日起两年内建成并运行污泥处理设施。

现在政策推行的力度还要观察,同时其对下游产品需求的影响还需要时间,我们认为对公司产品需求的推动是好的,但是影响需要时间。

图 2 我国污泥处理现状

单位: %



资料来源: 中投证券研究所

二、投资建议: 推荐

公司 10 年业绩的增量不多,主要的增长在 2012 年,募投的 10000 吨阳离子聚丙烯酰胺投产,同时公司现在还有 2 亿多的超募资金可能会增加产能,这些产能可能也能在 2012 年贡献业绩,污水处理行业也是国家重点支持的行业,可以给与一定高估值,我们给与公司推荐评级,目标价 35-40 元。

公司未来的投资机会要等待,可能来自于超募资金的新建项目,或者污水处理市场的打开(公司现在没有销售队伍,打开市场需要时间)。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010	2011	2012
流动资产	166	483	417	598	营业收入	419	597	706	1015
现金	42	329	229	326	营业成本	327	477	563	806
应收账款	81	88	112	162	营业税金及附加	3	4	4	6
其它应收款	2	3	4	5	营业费用	7	9	11	16
预付账款	6	9	10	15	管理费用	14	16	19	28
存货	33	52	60	86	财务费用	10	7	-0	0
其他	2	2	3	4	资产减值损失	1	1	1	1
非流动资产	217	244	374	370	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	201	210	346	337	营业利润	57	83	107	158
无形资产	14	19	23	26	营业外收入	2	1	1	1
其他	1	15	6	7	营业外支出	2	1	1	1
资产总计	383	728	791	968	利润总额	57	84	108	159
流动负债	159	133	129	177	所得税	15	21	22	24
短期借款	80	0	0	0	净利润	43	63	86	135
应付账款	69	81	103	144	少数股东损益	0	0	0	0
其他	10	52	26	32	归属母公司净利润	43	63	86	135
非流动负债	40	40	40	60	EBITDA	67	101	121	177
长期借款	40	40	40	60	EPS (元)	0.36	0.52	0.72	1.13
其他	0	0	0	0					
负债合计	199	173	169	237	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2009	2010	2011	2012
股本	90	120	120	120	成长能力				
资本公积	6	284	284	284	营业收入	-22.7	42.4	18.1	43.9
留存收益	88	151	218	327	营业利润	23.0	44.5	28.9	47.8
归属母公司股东权益	184	554	622	731	归属于母公司净利润	23.5	46.6	37.3	56.8
负债和股东权益	383	728	791	968	获利能力				
					毛利率	22.0	20.1	20.2	20.7
					净利率	10.2	10.5	12.2	13.3
					ROE	23.3	11.3%	13.9	18.5
					ROIC	19.2	27.1	20.0	29.4
					偿债能力				
					资产负债率	52.0	23.8	21.4	24.5
					净负债比率	60.25	23.07	23.63	25.35
					流动比率	1.04	3.62	3.22	3.38
					速动比率	0.84	3.24	2.76	2.90
					营运能力				
					总资产周转率	1.10	1.08	0.93	1.15
					应收账款周转率	6	7	7	7
					应付账款周转率	5.94	6.36	6.10	6.50
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.36	0.52	0.72	1.13
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.68	0.76	0.60	0.96
					每股净资产(最新摊薄)	1.53	4.62	5.18	6.09
					估值比率				
					P/E	87.56	59.71	43.49	27.74
					P/B	20.38	6.76	6.03	5.13
					EV/EBITDA	57	38	32	22

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

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 $\pm 10\%$ 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

芮定坤, 中投证券研究所石化行业分析师, 清华大学化工系学士、清华大学工商管理硕士, 4 年化工行业实业工作经历。2008 年加入中投证券, 2010 年获得新财富最佳分析师石化行业第 4 名, 2009、2010 年证券市场周刊最佳分析师水晶球奖第 4 名。

主要研究覆盖公司: 中石油、中石化、中海油服、海默科技、辽通化工、沈阳化工、广汇股份、荣盛石化、三聚环保、宝莫股份、宝利沥青等。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在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。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434