

评级：强烈推荐（首次覆盖） 化工原材料

公司研究报告

第一创业研究所
巨国贤 S1080209110062
联系人：张伟保
电 话：0755-82485029
邮 件：zhangweibao@fcsc.cn

宝莫股份（002476）**——近看能源环保给力，远观项目订单推动****摘要：****交易数据**

52 周内股价区间（元）	24.66-35.78
总市值（百万元）	3,447.60
流通股本（百万股）	30.00
流通股比率（%）	25.00%

资产负债表摘要(09/10)

股东权益	847.48
每股净资产	7.06
市净率	4.07
资产负债率	21.5%

相关报告

- **聚丙烯酰胺（PAM）行业受到国家产业政策支持，公司作为国内专注于聚丙烯酰胺研发和生产的行业龙头，未来发展空间广阔。**聚丙烯酰胺产品在我国主要应用在三次采油和污水处理，涉及到能源和环保领域，国家明确指出支持发展聚丙烯酰胺行业。公司作为国内专注于聚丙烯酰胺研发和生产的行业龙头，受益于产业政策支持，前景可期。
- **高效环保的生化合成工艺代表全球领先水平，构成公司核心竞争力。**公司利用基因工程酶催化技术连续法生产丙烯酰胺，具有环保、能耗低、稳定性好以及转化率高等优点，其合成成本低于行业水平 10% 左右，代表了生物法合成化学品的世界最高水平，公司拥有该行业的核心竞争力。
- **国内石油缺口越来越大以及油价不断创新高，将加速阴离子 PAM 三次采油市场规模扩大。**在国际油价不断创新高的大背景下，我国的石油缺口越来越大，截止到 2010 年我国石油进口依存度已上升至 53%，严重威胁到我国的能源战略安全。目前我国新增油田有限，大部分油田已进入二次开采末期，通过加大三次采油来实现国内石油保产、增产已成为必然趋势。使用阴离子 PAM 进行三次采油是目前最有效最经济的途径，每吨 PAM 可增油量 100 吨左右，当国际油价 70 美元/桶时，三次采油的产出是投入的 10 倍左右，经济效益十分显著，三次采油规模的迅速扩大必将带来阴离子 PAM 需求的增加。
- **环保政策东风助推公司水处理剂业务蓬勃发展，公司募投的阳离子 PAM 水处理剂值得期待。**污水污泥处理行业是国家重点支持的行业，近期国家刚刚上调污水处理费 0.4 元/方，而且十二五期间国家规划了新增污泥处理 1715 万吨/年，预计将新增阳离子 PAM9~10 万吨。公司目前水处理剂已经替代进口，2000 吨生产量供不应求，募投项目建成投产后将解决产能瓶颈，公司该块业务值得期待。
- **长庆、新疆等油田试验成功后，有望使公司业绩超预期。**目前公司的产品已经在长庆、新疆等油田进行先导试验，如果试验成功后，双方将形成稳定的合作关系，公司也将获得稳定的订单。公司作为国内三次采油专用 PAM 的研发和生产龙头企业，有望获得试验成功，值得密切关注。
- **首次给予公司“强烈推荐”投资评级** 预计 2010-2012 年公司每股收益为 0.51 元、0.72 元和 1.14 元，根据最新股价为 26.53 元，对应的 PE 分别为 52 倍、36 倍和 23 倍，给予“强烈推荐”的投资评级。



目 录

1、公司简介	3
1.1、公司股权结构	3
1.2、公司主营业务规模及行业地位	3
1.3、三次采油专用阴离子PAM是公司的主要利润来源	4
1.4、公司管理层能力及公司治理结构	5
2、行业分析：我国是全球聚丙烯酰胺最大产销国	5
2.1、全球聚丙烯酰胺消费需求稳步增长，我国是最大产销国	5
2.2、三次采油符合国家能源战略布局，力度不断加大	7
2.3、水处理市场为未来阳离子PAM打开想象空间	9
3、公司分析：聚丙烯酰胺行业龙头	11
3.1 公司三次采油专用聚丙烯酰胺代表着全球领先水平	11
3.2 阳离子PAM成为公司未来主要利润增长点	12
3.3 表面活性剂未来市场空间巨大	14
4、公司竞争优势	14
5、风险提示	15
6、盈利预测	15
6.1、基本假设	15
6.2、盈利预测	17



1、公司简介：聚丙烯酰胺行业龙头

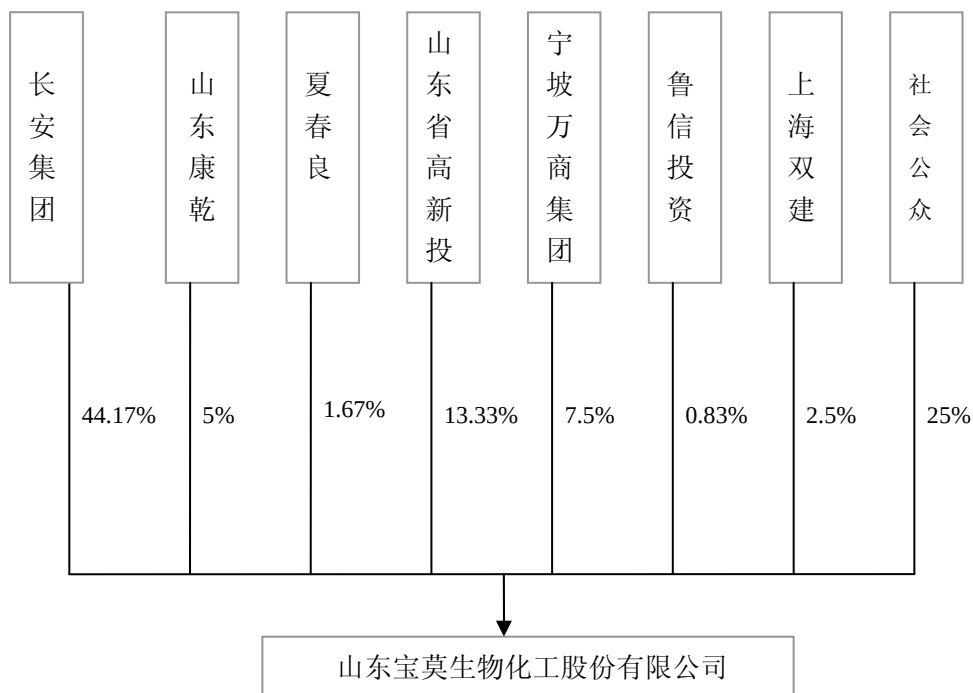
公司是国内大型聚丙烯酰胺（PAM）供应商之一，我国三次采油专用聚丙烯酰胺龙头企业。公司十多年来专注于聚丙烯酰胺的研发和生产，已掌握不同油藏地质条件的产品质量要求，并对产品进行了多次大的技术改进和更新换代，为三次采油提供了质量可靠的产品，被中石化列为“一级战略供应商”，与中石化形成了牢固的合作关系，而且已经取得了中石油“能源一号”的入网资格。

1.1、公司股权结构

公司的前身是成立于 1996 年的东营胜利油田聚合物有限公司，2005 年整体变更并成立为山东宝莫生物化工股份有限公司。长安集团持有公司 58.89%的股权，为本公司的控股股东，长安集团夏春良等 11 名高管为公司的实际控制人。公司股东长安集团、山东康乾和夏春良先生是一致行动人，发行后将合计持有本公司 50.83%的股份。

宝莫股份的股权结构如下：

图 1：公司股权结构图



数据来源：招股意向书、第一创业研究所

1.2、公司主营业务规模及行业地位

公司是国内大型聚丙烯酰胺（PAM）供应商之一，我国三次采油专用聚丙烯酰胺龙头企业，三次采油专用 PAM 全国市场占有率 6.17%，在中石化三次采油领域占有率达到 51.98%。主要项目产能及利用率情况有：

（1）三次采油专用 PAM 产品 2.03 万吨，阴离子 PAM 系列产品 0.3



万吨，两者共线生产，根据市场情况调节生产，2009年募投项目投产后两者总产能达到3.3万吨，连续三年产能利用率超过105%；

(2) 阳离子PAM水处理产品2000吨，2011年8月募投项目投产后产能达到12000吨，09年产能利用率104%；

(3) 驱油用表面活性剂500吨，2011年4月募投项目投产后产能达到10500吨，09年产能利用率97%；

表 1:云天化主要产品历年产量及未来预测 单位: 吨

产品	2008	2009	2010E	2011E	2012E
采油专用 PAM	20000	20300	23000	27000	29000
阴离子 PAM 系列产品	3000	2700	5000	6000	7000
阳离子聚丙烯酰胺	500	500	1600	4000	10000
驱油用表面活性剂	0	122	1000	6000	13000

数据来源: 招股意向书、第一创业证券研究所

1.3、三次采油专用阴离子 PAM 是公司的主要利润来源

采油专用聚丙烯酰胺为公司支柱产品，是营业收入和利润的最主要来源，09年占比分别达到了84.06%和83.89%。随着公司新产品阳离子聚丙烯酰胺和阴离子表面活性剂逐步得到市场认可并不断扩大销售规模，未来采油专用聚丙烯酰胺在公司收入的比重将会有所下降。

图 2: 公司主营业务收入构成

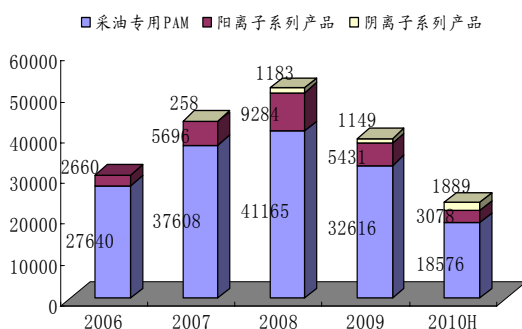
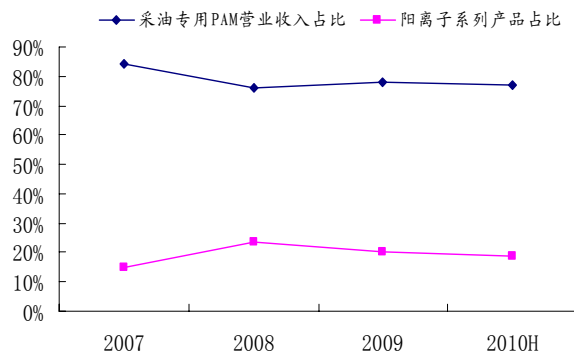
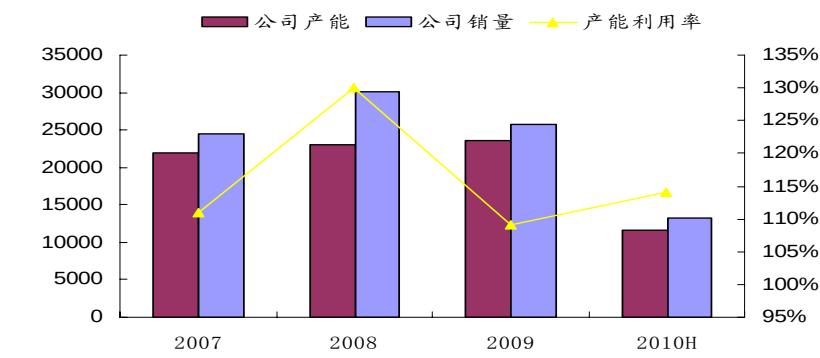


图 3: 三次采油专用 PAM 为公司主要收入来源



数据来源: 招股意向书、第一创业研究所

图 4: 近三年公司主营产品采油专用聚丙烯酰胺产销量和产能利用率





数据来源：招股意向书、第一创业研究所

09 年公司阴离子聚丙烯酰胺产能为 2.3 万吨；阳离子聚丙烯酰胺只有一条生产线，年产能 500 吨，后来扩产到 2000 吨；驱油专用表面活性剂只有一条中试装置，年产能 500 吨，由于上游需求增速较快，公司的聚丙烯酰胺产品供不应求，近几年一直处于超负荷生产，产能利用率超过 100%，公司面临产能瓶颈。

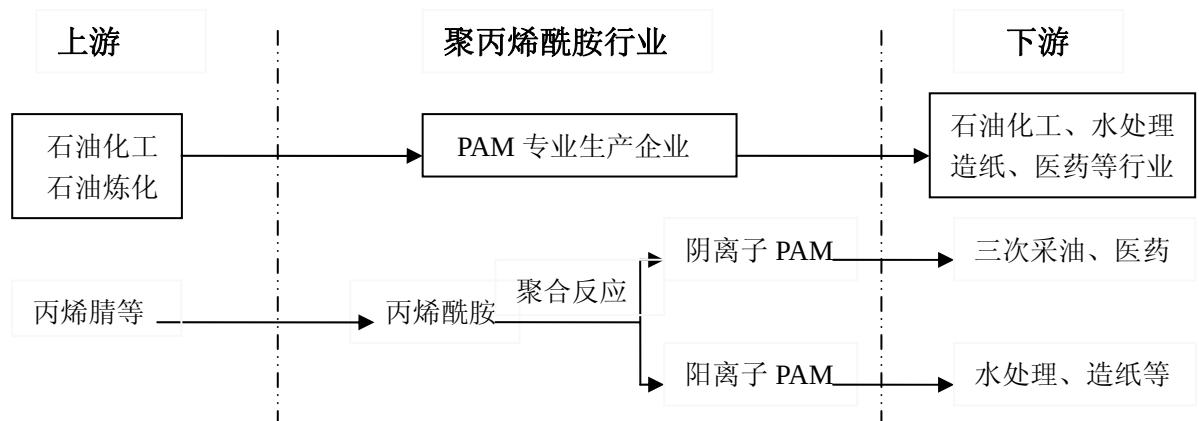
1.4、公司管理层能力及公司治理结构

公司的前身是成立于 1996 年的东营胜利油田聚合物有限公司，管理层大部分都是硕士以上的高级经济师或工程师，几乎都在胜利油田工作多年，对石化行业有着深刻的把握，并且有丰富的经验。公司的董事长夏春良先生曾历任历任东营市委办公室副主任、主任、市委副秘书长，东营区委副书记、副区长等。公司控股股东长安集团有夏春良等 11 名高管发起，为公司的实际控制人。

2、行业分析：我国是全球聚丙烯酰胺最大产销国

聚丙烯酰胺（PAM）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，广泛应用于水处理行业、三次采油、造纸行业以及医药行业等，具有“百业助剂”、“工业味精”之称。

图 5：聚丙烯酰胺上下游产业链



数据来源：第一创业证券研究所整理

2.1、全球聚丙烯酰胺消费需求稳步增长，我国是最大产销国

07 年以来全球聚丙烯酰胺市场需求年复合增长率达到 18%，我国已成为最大的产销国。聚丙烯酰胺以其良好的絮凝作用和表面吸附作用广泛应用于水处理、造纸、三次采油等行业，07-09 年全球消费量分别为 75 万吨、87 万吨和 104 万吨，年复合增长率达到 18%，09 年中国的消费量和生产量分别达到了 42 万吨和 43.2 万吨，已超过全球的 40%，成为了聚丙烯酰胺最大的产销国。



图 6: 全球聚丙烯酰胺产销及增长情况

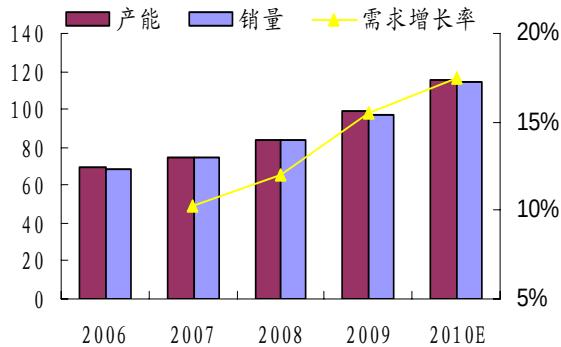
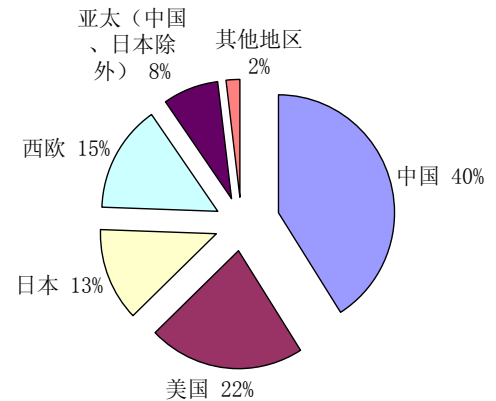
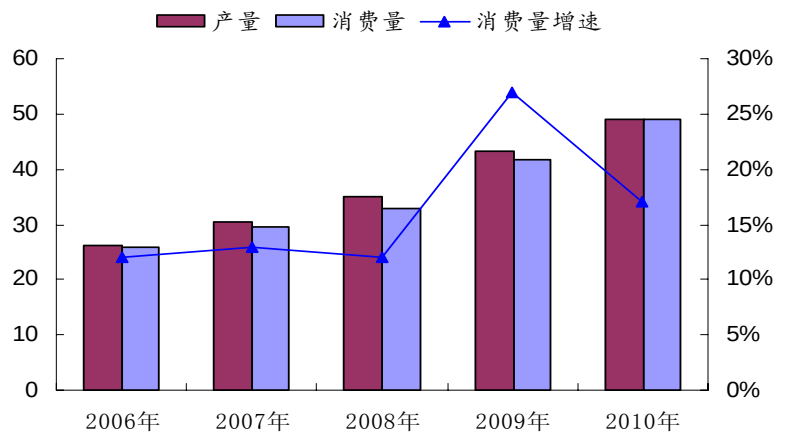


图 7: 09 年全球聚丙烯酰胺消费构成



数据来源:《聚丙烯酰胺发展现状》、第一创业证券研究所

图 8: 近几年我国聚丙烯酰胺产销量及消费量增速情况



数据来源:《聚丙烯酰胺发展现状》、第一创业证券研究所

全球聚丙烯酰胺消费集中在水处理和造纸行业，而中国集中在三次采油和水处理行业。消费结构上看，我国与世界其他国家有很大差异，2009 年全球（除中国）聚丙烯酰胺的应用主要集中在水处理和造纸行业，约占全球消费量的 80%，而中国聚丙烯酰胺则主要集中在三次采油行业，约占全国消费量的 56%，在水处理和造纸行业的占比只有 40%，与国外相差较大。随着我国环保力度的加大以及造纸行业的高速发展，新增聚丙烯酰胺的消费量在不断提高。

图 9: 2009 年全球（除中国）聚丙烯酰胺消费结构

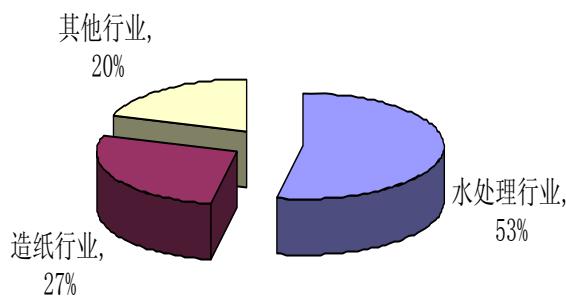
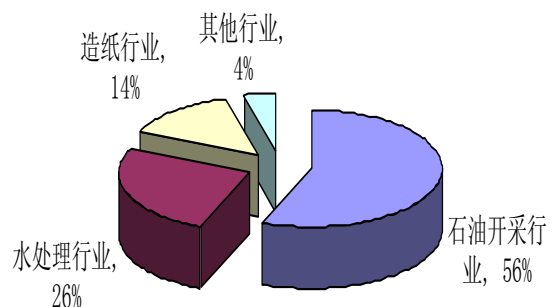


图 10: 2009 年中国聚丙烯酰胺消费结构



数据来源:招股意向书、第一创业研究所



表 2: 2006-2010 年我国聚丙烯酰胺消费情况及预测 (单位: 万吨)

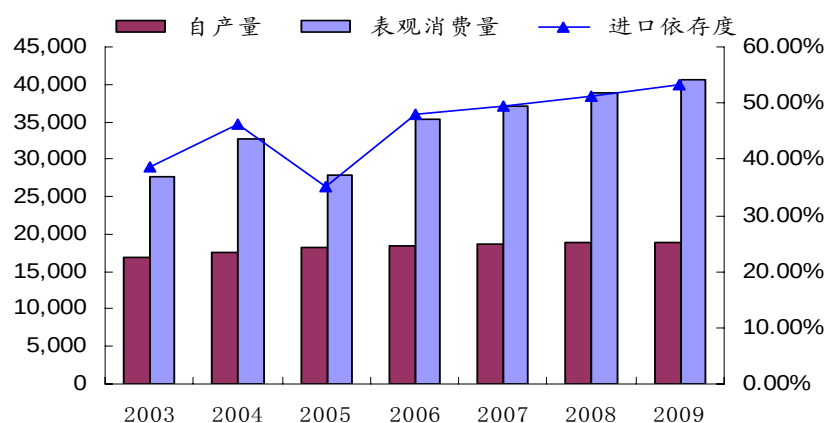
	2006	2007	2008	2009	2010E
三次采油	15	17	21	23.5	25
水处理	6.2	7.9	9.9	12.1	14.7
造纸	3.5	4.9	6.8	8.1	10
其他	1.2	1.5	3	5	7.6

数据来源:《聚丙烯酰胺发展现状》、第一创业证券研究所

2.2、三次采油符合国家能源战略布局, 力度不断加大

我国石油缺口不断加大, 石油进口依存度已超过 50%。随着我国工业的高速发展, 石油产量增速远小于需求增速, 导致石油进口依存度迅速上升, 截止至 2009 年底我国石油进口依存度已超过 50%, 预计 10 年将达到 58%, 已经严重威胁到我国能源安全问题。

图 11: 2003-2009 年我国石油自产量、表观消费量及对外依存度



数据来源: 国家统计局、第一创业证券研究所

三次采油已成为提高油田产量的重要手段, 符合国家能源战略布局, 其力度不断加大。近年来我国大部分油田相继老化, 已经进入二次采油后期, 新油田又探明不足, 在这种情况下, 三次采油已成为实现石油稳产增产的重要手段, 其力度也在不断加大。1996 年我国三次采油产量为 359 万吨, 到 2000 年已突破 1000 万吨, 09 年达到 1500 多万吨, 约占当年产油量的 8%。

图 12: 1996-2009 年大庆油田三次采油力度不断加大

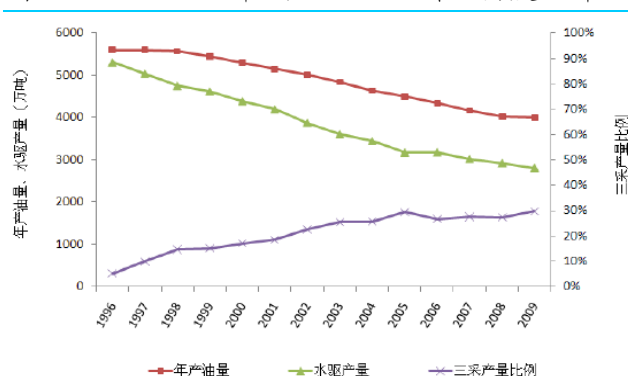
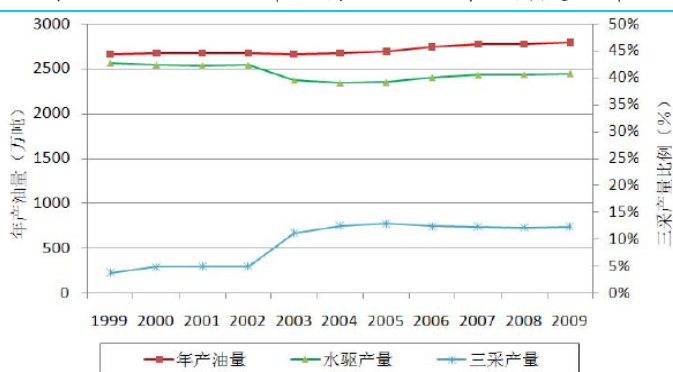


图 13: 1996-2009 年胜利油田三次采油力度不断加大



数据来源: 招股意向书、第一创业证券研究所



使用阴离子 PAM 进行三次采油能大幅提高原油开采率，经济效益十分显著。大庆油田和胜利油田是我国进行三次采油的主力军，两大油田阴离子 PAM 使用量占全国三次采油专用 PAM 总用量的 80% 以上。根据两大油田的资料显示，大庆油田每吨聚丙烯酰胺可增加产油量 150 吨，胜利油田地质条件最复杂，开采难度最大，每吨聚丙烯酰胺可增油 100 吨左右，提高石油开采率 10% 左右，通过综合经济评价，在国际油价 70 美元/桶的情况下，胜利油田使用阴离子 PAM 进行三次采油的产出是投入的 10 倍左右，随着国际油价的节节攀升，经济效益十分显著。

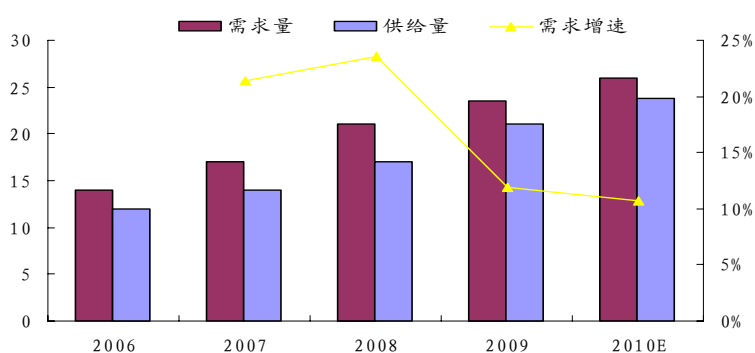
表 3：胜利油田使用阴离子 PAM 进行三次采油经济效益情况

原油价格(美元/桶)	15	30	60	70	80
盈亏平衡时增油量	49	27	12	10	9
经济效益(产投比)	2.1	3.7	8.3	10	11.2

数据来源：第一创业研究所整理

国内三次采油专用 PAM 高端产品供给不足。虽然我国阴离子 PAM 产销量巨大，但能够真正应用在三次采油方面的供给不足。根据全国功能高分子行业委员会资料，2009 年我国石油开采领域消费聚丙烯酰胺约 23.5 万吨，国内供给只有 21 万吨左右，10 年将达到 25 万吨，供需缺口将达到 3 万吨。国内主要生产厂家有大庆炼化和宝莫股份。其中大庆炼化是大庆油田的下属企业，产品主要供给中石油大庆油田，基本不对外销售，因此宝莫股份是流通市场上最大的三次采油 PAM 运营商。

图 14：三次采油专用 PAM 国内供需情况（单位：万吨）



数据来源：招股意向书、第一创业研究所整理

表 4：国内三次采油专用 PAM 主要生产厂家

公司名称	三次采油 PAM (吨)	合成方法
中国石油大庆炼化	127499	化学法
宝莫股份	20677	生物法
爱森(中国)	14000	生物法
恒聚化工	12000	生物法
天润化工	4500	化学法
正力	8200	化学法
巨成精化	1000	化学法
万达化工	3000	化学法

数据来源：招股意向书、第一创业研究所整理



2.3、水处理市场为未来阳离子 PAM 打开想象空间

使用阳离子 PAM 进行水处理受到国家产业政策的支持。随着环保力度的加大,07 年公布的《当前国家鼓励发展的环保产业设备(产品)目录(2007 年修订)》将阳离子聚丙烯酰胺列入目录;2008 年,科技部、财政部和国家税务总局联合发布《高新技术企业认定管理办法》,明确指出聚丙烯酰胺是符合国家重点支持的高新技术领域中“环境友好的新型水处理剂及其他高效水处理材料”的高新技术产品。

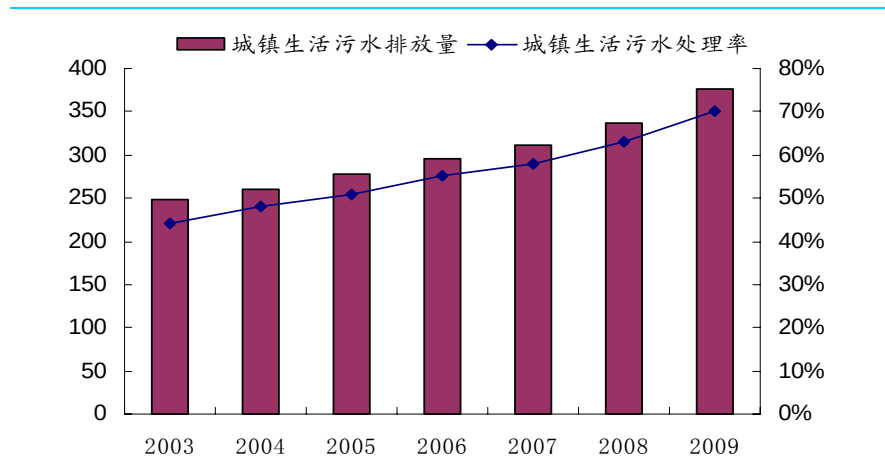
表 5: 国家公布的相关聚丙烯酰胺法规政策

时间	相关政策法规
2005/12	《产业结构调整指导目录(2005 年本)》
2006/11	《“十一五”化学工业科技发展纲要》
2007/04	《当前国家鼓励发展的环保产业设备(产品)目录(2007 年修订)》
2007/11	《国家环境保护“十一五”规划》
2008/7	《高新技术企业认定管理办法》

数据来源: 第一创业研究所整理

我国污水处理任务艰巨。随着我国工业化和城市化进程不断推进,工业废水和城市污水排放量逐年增加,其中生活污水已经由 03 年的 247.6 亿吨增加到了 09 年的 382 亿吨,工业废水也由 03 年的 212.4 亿吨增加到 09 年的 246.3 亿吨,而污水处理方面,09 年我国城市污水处理率仅 73%,与日本、美国等发达国家近 100%的污水处理率相比还有相当大的差距,污水治理任务相当艰巨。

图 15: 我国城镇生活污水排放与污水处理情况

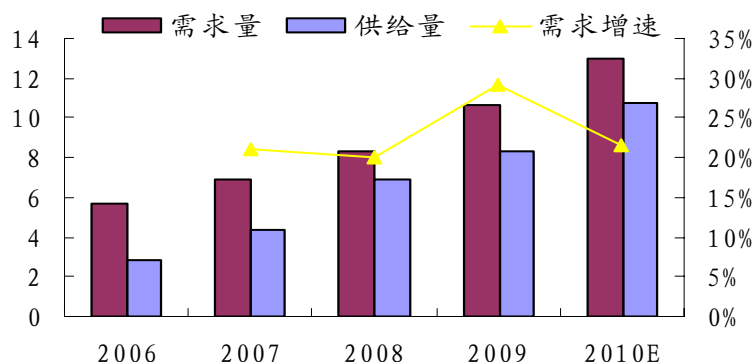


数据来源: 国家统计局、第一创业研究所

阳离子 PAM 市场前景广阔。阳离子 PAM 作为最主要的有机高分子絮凝剂具有高效低耗,易处理等特点,广泛应用于污水处理、污泥脱水和原水净化等水处理市场。随着环保力度的加大以及我国对原水水质的要求越来越高,阳离子 PAM 水处理剂以其高效低耗、处理能力强、后处理简单、没有二次污染的优势逐步取代无矾絮凝剂,07 年以来需求量增速达到 30%以上。尽管如此,09 年水处理用聚丙烯酰胺 10.7 万吨,仅占国内总消费量的 23%,与国外 53%相比仍有较大差距,未来市场空间非常广阔。



图 16: 国内阳离子 PAM 供求情况 (单位: 万吨)



数据来源: 招股意向书、第一创业研究所

表 6: 国内水处理絮凝剂分类及使用状况

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)	已逐渐不能满足水质需要
	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、聚合硫酸铝铁	
	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	储存稳定性缺陷明显
有机絮凝剂	天然有机高分子	甲壳素、改性淀粉等	来源有限、相对分
	合成有机高分子	聚丙烯酰胺复配产品 丙烯酰胺共聚物复配产品	使用后金属残留物非常少

数据来源: 招股意向书、第一创业研究所

我国高端阳离子 PAM 水处理剂产能严重不足, 仍需大量进口。国内的阳离子 PAM 企业生产规模相对较小, 生产技术相对国外有较大差距, 生产出的高端产品远远满足不了国内需求。09 年我国阳离子 PAM 消费量约 10.7 万吨, 其中国内厂家产量仅 8.5 万吨, 预计 10 年国内消费量将达到 13 万吨以上, 而新增产能有限, 市场缺口仍然很大。

表 7: 国内阳离子 PAM 供求情况 (单位: 万吨)

年份	产量/万吨	进口量/万吨	表观消费量/万吨
2007	4.4	2.5	6.9
2008	6.9	1.39	8.29
2009	8.3	1.75	10.05

数据来源: 招股意向书、第一创业研究所

表 8: 国内阳离子 PAM 主要生产企业



公司名称	产量（吨）
东营诺尔化工有限公司	6500
爱森（中国）絮凝剂有限公司	5000
北京恒聚化工集团有限公司	4000
江苏聚成精细化工有限公司	3200
无锡新宇化工有限公司	2400
北京希涛化工有限公司	2100
威海金钰环保科技有限公司	2000
宝莫股份	2000

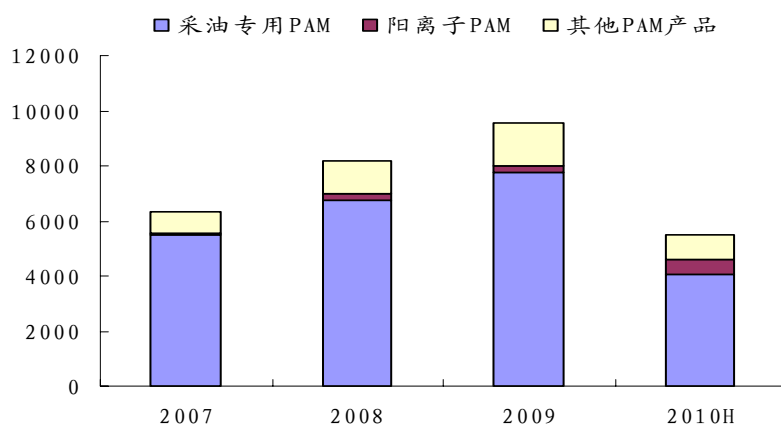
数据来源：招股意向书、第一创业研究所

3、公司分析：聚丙烯酰胺行业龙头

3.1 公司三次采油专用聚丙烯酰胺代表着全球领先水平

三次采油专用 PAM 是公司的主要利润来源。公司作为国内三次采油专用聚丙烯酰胺的第二大生产供应商，拥有国际领先的酶催化连续法生产技术，凭借十多年积淀下来的研发实力开发出分子量能达到 3500 万以上，且溶解性非常好的高端产品，成功替代了国外进口产品。07~09 年其收入分别占总收入的 84.06%、75.85%和 77.76%，毛利平均占比也达到了 80%，是公司的主要利润来源。

图 17：公司近几年利润构成情况（单位：万元）



数据来源：招股意向书、第一创业研究所

公司生产的三次采油专用 PAM 代表着世界先进水平。公司利用基因工程酶催化技术连续法生产的阴离子 PAM，其分子量能达到 2500 万以上，国内外很少企业能够做到，代表了生物法合成化学品的世界最高水平。目前公司是中石化三次采油的主要供应商，已经成为中石化“一级战略供应商”，形成了稳定的合作关系，而且还取得了中石油“能源一号”入网资格，未来公司将进入更多的原油开采企业。

表 9：中石化供应商分类

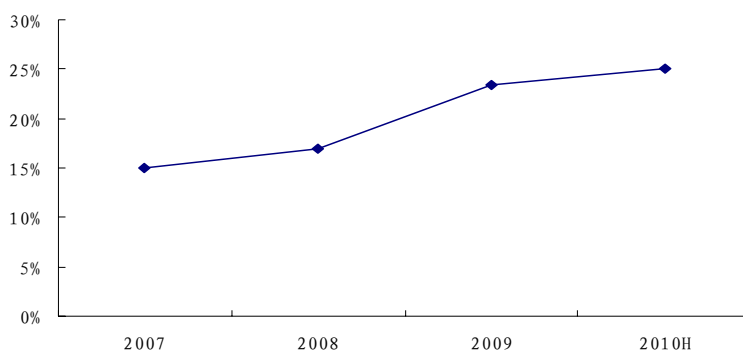


供应商级别	类别	条件	管理方法
一级网络供应商	战略供应商	对涉及中石化生产建设安全稳定运行的关键供应商	伙伴关系管理，建立长期稳定战略合作关系
	主力供应商	对中石化销售大宗物资、且业绩较好、履约能力的供应商	合作关系管理
	一般合格供应商	以上以外的一级网络供应商	规范竞争关系管理
	备案供应商	为解决生产建设急需的一级供应商网络的供应商	一对一交易管理
二级网络供应商	二级主力供应商	二级产品中业绩好的供应商	合作关系管理
	二级一般合格产品供应商	二级产品中除主力供应商之外的供应商	竞争关系管理

数据来源：招股意向书、第一创业研究所

国内三次采油专用 PAM 高端产品供应不足，公司产品成功替代进口。虽然我国是聚丙烯酰胺世界第一大生产国，但能够应用在三次采油方面的高端产品并不能满足国内需求，仍需从国外进口。公司在十多年的产品研发基础上，成功研发出分子量在 3500 万以上的聚丙烯酰胺高端产品，能够应用于目前地质条件最为复杂、开采难度最大的胜利油田，成功替代国外进口产品。09 年公司生产的三次采油专用 PAM 在中石化胜利油田市场占有率超过 50%，并成功打入中石油市场，已开始给大港和长庆油田供货。

图 18: 公司 07 年以来三次采油专用 PAM 毛利率情况



数据来源：招股意向书、第一创业研究所

公司拥有成本优势，毛利率较高。公司利用基因工程酶催化技术连续法生产丙烯酰胺，具有环保、能耗低、稳定性好以及转化率高等优点，合成每吨 PAM 只需丙烯腈 0.62 吨左右，而化学法则需要 0.68 吨左右，就此一项就节省成本 900 元/吨左右，再加上能耗以及环保优势，PAM 合成成本低于行业 1000 元/吨以上，具有明显的成本优势。公司 07 年以来三次采油专用 PAM 毛利率就维持在较高水平，并逐年提高，平均毛利率在 20% 以上。

随着全球原油资源的枯竭，原油价格将不断攀升，各国将不得不加大三次采油的力度，未来三次采油专用聚丙烯酰胺的需求量也将大幅增加，公司将凭借其雄厚的研发实力，国际领先的生化聚合技术挤占更多的市场份额，实现公司的飞跃发展。

3.2 阳离子 PAM 成为公司未来主要利润增长点

公司依托研发优势，阳离子单体制备技术达到国际水平，技术壁垒较高。公司经过多年的研发，自主开发了阳离子单体 DMDAAC 改进后一体法合成工



艺，相对传统工艺具有反应周期短、纯度高、收率高的特点，达到了国际先进水平。公司还采用独特的有机—无机符合英法体系和支化聚合物的生产控制技术，可以根据客户的需求有针对性的生产各种产品系列，具有较高的技术壁垒。

表 10: 公司阳离子单体合成优势比较

项目	一步法	两步法	改进后的一步法
反应时间	30 小时	48 小时	26 小时
产品收率	89%	57%	93%
产品纯度	低	高	很高

数据来源：招股意向书、第一创业研究所

国内高端阳离子 PAM 供应不足，公司产品成功替代进口。国内阳离子 PAM 生产企业规模相对较小、技术不成熟、产品单一、质量不稳定，和国外存在一定差距，高端产品仍需大量进口。公司生产的阳离子 PAM 市场反映良好，成功替代进口产品，大大降低了水处理企业成本。

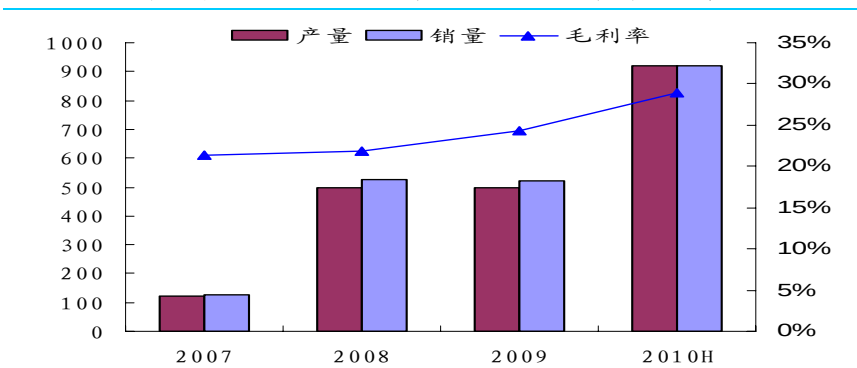
表 11: 近年来国内阳离子 PAM 供求情况

年份	产量/万吨	进口量/万吨	表观消费量/万吨
2007	4.4	2.5	6.9
2008	6.9	1.39	8.29
2009	8.3	1.75	10.05

数据来源：招股意向书、第一创业研究所

公司阳离子 PAM 产品供不应求。公司现有一条阳离子 PAM 生产线一条，07 年下半年投产，产能 500 吨。投产后，公司产品供不应求，生产线一直处于满负荷生产状态，09 年底公司又扩产到 2000 吨。公司阳离子 PAM 产品自销售以来，毛利率一直在逐步提升，截至 10 年上半年已达到 28.99%。

图 19: 07 年以来公司阳离子 PAM 产销量及毛利率情况（单位：吨）



数据来源：招股意向书、第一创业研究所

1 万吨阳离子 PAM 募投项目将成为公司未来主要利润增长点。未来满足客户需求不断增长的需求，在公司将阳离子 PAM 生产线扩建至 2000 吨以后，公司又募投了 1 万吨的项目，该项目预计 2011 年下半年建成投产。公司已经与北京首创签署了《战略合作框架协议》，致力打造水处理行业的龙头地位。北京首创承诺，在同等条件下优先使用本公司的系列产品，保证了公司未来产品的销售。



3.3 表面活性剂未来市场空间巨大

公司成功开发出高端表面活性剂。公司通过公司与胜利油田地址科学研究院合作，利用其在三次采油领域的产品研发优势，成功开发出了适合胜利油田二元复合驱的高端表面活性剂。公司 09 年中试装置投产，生产出的产品应用在胜利油田，经济效益和社会效益显著，专家组一致认为达到了国内领先水平。

国内高端驱油用表面活性剂市场供应严重不足，有利公司抢占高端市场。09 年国内驱油用表面活性剂设计产能有 12 万吨，而实际产量约 10 万吨，表观消费量 11 万吨，随着个油田二元复合驱的应用，10 年国内需求量将达到 12 万吨以上，预计 2015 年将超过 18 万吨，而新增产能有限，高端表面活性剂供给将严重不足，为公司未来抢占高端市场提供了广阔的空间。

公司 1 万吨表面活性剂将成为公司 11 年新利润增长点。鉴于表面活性剂和三次采油专用 PAM 必须具有很好的伍配性，厂家一般倾向于采购同一企业的聚合物和表面活性剂，未来公司表面活性剂将配同三次采油专用 PAM 一起销售，销售费用将大大降低，且销售压力较小。按照公司目前最低的 22.9% 的毛利率计算，项目投产后每年将为公司贡献 2900 多万元。

4、公司竞争优势

公司作为国内聚丙烯酰胺龙头企业，与中石化和北京首创等大型客户建立了广泛的合作，说明公司具有其独特的优势。

(1) 技术优势

公司利用基因工程酶催化技术连续法生产丙烯酰胺，具有环保、能耗低、稳定性好以及转化率高优点，是目前世界上最先进的生产合成工艺。其生产的三次采油专用 PAM 技术指标大大高于同行业水平，代表着世界最高技术标准；阳离子 PAM 和三次采油专用表面活性剂生产技术和产品质量也代表着国内领先水平。

(2) 研发优势

公司作为国家高新技术企业，拥有十多年的三次采油专用 PAM 研发经验，设立了省级企业技术中心及博士后流动站，聘请了中国工程院院士沈庚初作为技术中心专家委员会主任，引进专、兼职学科带头人，实施技术创新，先后承担了多次国家级攻关项目，荣获多项科技成果，还被授予“国家高技术产业化示范工程”匾牌，研发优势非常明显。

(3) 规模优势

公司为国内聚丙烯酰胺生产龙头企业之一，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 3.5 万吨/年，募投项目投产后，公司将拥有 4.5 万吨聚丙烯酰胺和 1 万吨表面活性剂产能，在国内处于前列。装置采用先进的自动控制系统，生产过程实现全密闭物流输送，关键的干燥设备采用英国进口流化床干燥器。先进的生产设备保证产品质量的稳定性，领先的生产能力和产能规模使公司产品在成本控制、市场形象等方面具有明显优势。

(4) 环保优势

公司采用生物酶催化法绿色生产工艺进行生产，三废排放较少，具有明显



的环保优势。生物酶催化技术具有工艺简单、全封闭操作、低能耗、高转化率的优点，使用的化学品用量少，种类少，因此公司在生产环节排放的三废较少，且容易处理。

(5) 区位优势

公司所在地山东东营市地处环渤海三角洲中心位置，交通运输方便，高速公路、铁路、航空四通八达，靠近连云港、峰山港化学品码头，交通十分便利。同时公司周边市场容量大，背靠中国第二大油田——胜利油田和华泰股份、晨鸣纸业、太阳纸业等造纸企业，为公司市场开拓提供了良好条件。

5、风险提示

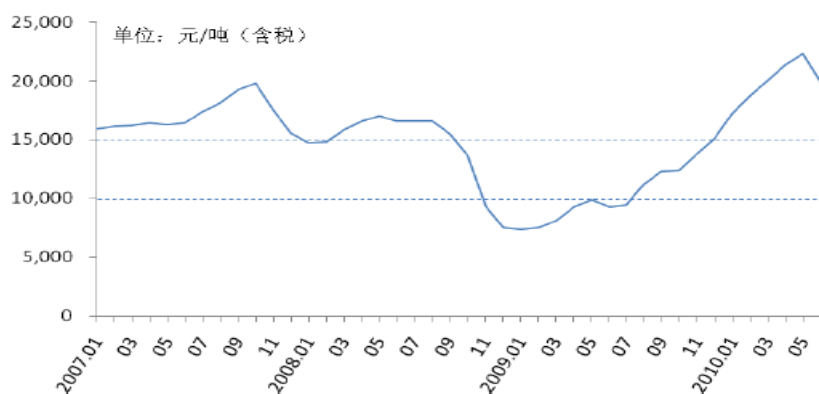
(1) 客户集中度较高

我国陆地石油开采基本上由中石油、中石化两大集团控制，属于垄断行业。中石油和中石化下属大庆油田和胜利油田三次采油用聚丙烯酰胺量占全国三次采油 PAM 用量的 80% 以上，因此国内三次采油 PAM 消费量主要集中在两大油田。公司被中石化列为一级战略供应商，形成了较为牢固的合作关系，2007 年、2008 年、2009 年公司对中国石化的销售收入分别占总收入的 84.06%、74.07%、77.48%，公司存在客户集中度较高的风险。

(2) 原材料价格波动风险

丙烯腈是公司生产的最主要原材料，其采购成本占总成本的 50%~70%，丙烯腈的价格波动直接影响到公司的盈利能力。丙烯腈是一种重要的石油化工原料，上上游受石油价格波动影响，下游受腈纶和 ABS 行业需求影响（亚洲约 80% 丙烯腈用于腈纶和 ABS 生产）。近年来腈纶和 ABS 行业发展状况很不稳定，全球石油价格也剧烈波动，导致丙烯腈价格波动幅度较大，给公司的盈利能力也带来了较大波动风险。

图 20：近年来国内丙烯腈价格走势



数据来源：招股意向书、第一创业研究所

6、盈利预测

6.1、基本假设

- (1) 新增产能 1 万吨阴离子 PAM 和 2000 吨阳离子 PAM 于 09 年底已经投产，但基于市场开拓周期较长，假设 10 年产能分别释放 0.3 万吨和 0.1 万吨，11 年释放 0.5 万吨和 0.1 万吨。
- (2) 基于公司为三次采油专用 PAM 细分龙头，具有技术研发、稳定的大客户



以及品牌优势，有一定的议价能力，且根据原材料价格走势采用半年定价模式，可以通过价格上涨来转移原料成本的上涨，假设未来三年三次采油专用 PAM 毛利率维持在 22% 左右。

(3) 公司原材料丙烯腈成本占总成本的 70% 左右，价格走势紧随石油价格，波动幅度较大，基于长期以来的综合情况以及对未来价格走势的判断，假设 10 年、11 年、12 年丙烯腈平均价格分别为 17000 元/吨、17500 元/吨和 18000 元/吨。

(4) 公司 2010 年被技部认定为高新技术企业，公司 10 年、11 年、12 年的所得税分别为 25%、15%、15%。

表 12: 宝莫股份分产品销售收入和毛利率从预测

产品		2008	2009	2010E	2011E	2012E
采油专用 PAM	销量 (吨)	22674	20677	23000	28000	32000
	均价 (元/吨)	18155	15775	18120	17900	17600
	收入 (万元)	41165.2	32616.5	41676	50120	56320
	成本 (万元)	34434.7	24873.3	32440.6	38858	43732.5
	毛利 (万元)	6730.5	7743.2	9235.402	11262	12587.5
	毛利率	16.35%	23.74%	22.16%	22.47%	22.35%
阳离子 PAM	销量 (吨)	526	522	1600	4000	10000
	均价 (元/吨)	22508	22027	22790	21460	20890
	收入 (万元)	1183.9	1149.8	3646.4	8584	20890
	成本 (万元)	925.5	870.8	2629.4	6339.3	15565.1
	毛利 (万元)	258.4	279	1017	2244.7	5324.9
	毛利率	21.83%	24.26%	27.89%	26.15%	25.49%
阴离子 PAM 系列产品	销量 (吨)	5894	4517	5000	6000	7000
	均价 (元/吨)	15751	12023	14612	13896	13657
	收入 (万元)	9284.1	5431.1	7306	8337.6	9559.9
	成本 (万元)	7913.7	4449.7	6054.5	6932.7	7997.8
	毛利 (万元)	1370.4	981.3998	1251.5	1404.9	1562.1
	毛利率	14.76%	18.07%	17.13%	16.85%	16.34%
聚丙烯酰胺	销量 (吨)	2856	3285	4000	7000	9000
	均价 (元/吨)	9250	7937	12864	13675	13249
	收入 (万元)	2642	2607.7	5145.6	9572.5	11924.1
	成本 (万元)	2454.1	2437.9	4776.1	8817.2	11009.5
	毛利 (万元)	187.9	169.8	369.5	755.3	914.6
	毛利率	7.11%	6.51%	7.18%	7.89%	7.67%
表面活性剂	销量 (吨)		122	1000	4000	9000
	均价 (元/吨)		11538	11643	12985	13562
	收入 (万元)		140.7	1164.3	5158	12205.8
	成本 (万元)		98.8	862.2	3940.2	9597.4
	毛利 (万元)		41.9	302.1	1217.8	2608.4
	毛利率		29.79%	25.94%	23.61%	21.37%
营业收入合计		54275.3	41945.6	58938.3	81772.1	110899.8
营业收入增长率		21.30%	-22.70%	40.50%	38.70%	35.60%
毛利总计		8547.2	9215.3	12175.5	16884.7	22997.5
毛利增长率		30.10%	7.80%	32.10%	38.60%	36.20%
综合毛利率		15.74%	21.97%	20.65%	20.64%	20.73%

数据来源：第一创业研究所



6.2、盈利预测

表 13: 宝莫股份盈利预测

资产负债表					单位: 百万元	利润表					单位: 百万元
会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产		166.3	915.5	1,067.9	1,277.4	一、营业收入	542.7	419.5	589.4	817.7	1,109.0
货币资金		42.4	731.0	803.3	921.3	减: 营业成本	457.2	327.3	482.3	684.9	892.9
交易性金融资产		0.0	0.0	0.0	0.0	营业税金及附加	3.6	2.8	2.9	3.6	5.9
应收款项		82.6	120.8	173.5	237.5	销售费用	7.6	7.3	7.9	8.3	11.3
预付款项		6.3	12.9	19.8	26.4	管理费用	14.4	13.8	12.6	19.8	38.9
存货		33.1	48.7	69.1	90.1	财务费用	10.9	9.6	6.4	-0.7	-1.1
其他流动资产		1.8	2.1	2.1	2.1	资产减值损失	2.2	1.2	-1.2	1.2	1.4
非流动资产		216.9	204.3	172.1	140.0	加: 公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股权投资		0.0	0.0	0.0	0.0	投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
债权与公允价值资产		0.0	0.0	0.0	0.0	其中: 联营企业收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产		201.0	170.6	138.0	105.5	二、营业利润	46.7	57.5	78.5	100.7	159.8
在建工程		0.0	13.8	14.2	14.7	加: 营业外收入	0.0	1.7	0.6	0.6	0.7
油气和生物性资产		0.0	0.0	0.0	0.0	减: 营业外支出	0.26	1.8	0.0	0.0	0.0
无形及递延性资产		14.5	18.5	18.5	18.5	三、利润总额	46.5	57.5	79.1	101.3	160.5
其它非流动资产		1.4	1.4	1.4	1.4	减: 所得税费用	11.8	14.6	17.9	15.2	24.1
资产总计		383.1	1,119.8	1,240.0	1,417.4	四、净利润	34.6	42.8	61.3	86.1	136.4
流动负债		159.2	214.7	248.8	289.8	归属母公司净利润	34.6	42.8	61.3	86.1	136.4
短期借款		80.0	115.0	115.0	115.0	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款		68.8	85.9	119.3	156.0	五、总股本(百万股)	120.0	120.0	120.0	120.0	120.0
预收帐款		0.7	0.6	0.8	1.1	EPS (元)	0.29	0.36	0.51	0.72	1.14
其它流动负债		9.6	13.1	13.8	17.8						
非流动负债		40.0	37.6	37.6	37.6	主要财务比率					
长期借款		40.0	37.6	37.6	37.6	会计年度		2009	2010E	2011E	2012E
专项及预计负债		0.0	0.0	0.0	0.0	成长能力					
其它非流动负债		0.0	0.0	0.0	0.0	营业收入		-22.7%	40.5%	38.7%	35.6%
负债合计		199.2	252.2	286.4	327.4	营业毛利		7.8%	16.2%	24.1%	62.7%
少数股东权益		0.0	0.0	0.0	0.0	主业盈利		14.1%	22.6%	20.8%	58.3%
股本		90.0	120.0	120.0	120.0	母公司净利		23.5%	43.1%	40.5%	58.4%
资本公积与其它		17.6	636.9	636.9	636.9	获利能力					
留存收益		76.4	110.7	196.8	333.2	毛利率		22.0%	18.2%	16.2%	19.5%
股东权益合计		184.0	867.5	953.6	1,090.1	主业盈利/收入		16.3%	14.2%	12.4%	14.4%
负债和股东权益		383.1	1,119.8	1,240.0	1,417.4	ROS		10.2%	10.4%	10.5%	12.3%
						ROE		23.3%	7.1%	9.0%	12.5%
						ROIC		14.1%	6.0%	7.8%	11.0%
现金流量表					单位: 百万元	偿债能力					
会计年度		2009	2010E	2011E	2012E	资产负债率		52.0%	22.5%	23.1%	23.1%
经营活动现金流		81.8	52.8	72.0	117.3	利息保障倍数		4.5	9.5	-116.6	-120.0
净利润		42.8	61.3	86.1	136.4	速动比率		0.83	4.03	4.01	4.09
折旧摊销		29.4	23.1	33.7	34.0	经营现金净额/当期债务		1.02	0.46	0.63	1.02
财务费用		9.8	6.4	-0.7	-1.1	营运能力					
投资损失		0.0	0.0	0.0	0.0	总资产周转率		1.09	0.53	0.66	0.78
营运资金变动		-1.6	-50.0	-47.1	-51.9	应收款天数		70.93	73.81	76.40	77.08
其它变动		1.4	11.9	0.0	0.0	存货天数		36.35	36.32	36.32	36.33
投资活动现金流		-27.9	-18.6	-0.4	-0.4	每股指标 (元)					
资本支出		-27.9	-18.6	-0.4	-0.4	主业盈利/股本		0.57	0.70	0.84	1.33
长期投资		0.0	0.0	0.0	0.0	每股经营现金流		0.68	0.44	0.60	0.98
其它变动		0.0	0.0	0.0	0.0	每股净资产		1.53	7.23	7.95	9.08
筹资活动现金流		-42.9	654.4	0.7	1.1	估值比率					
债务融资		-32.4	32.6	0.0	0.0	P/E		80.72	56.39	40.13	25.33
权益融资		0.0	655.3	0.0	0.0	P/B		18.79	3.98	3.62	3.17
其它变动		-10.4	-33.4	0.7	1.1	P/S		8.24	5.86	4.23	3.12
汇率变动影响		0.0	0.0	0.0	0.0	EV/EBITDA		27.35	27.15	20.81	14.08
现金净增加额		11.0	688.6	72.3	118.0						

数据来源: 第一创业研究所

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后的段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

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, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内, 股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张杨路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120