



基础化工/原材料

宝莫股份 (002476)

2 万吨新产能下半年现身, 所得税率有望下降

魏涛
0755-23976212
weitao@gtjas.com
S0880511010033

本报告导读:

公司 2011 年下半年将有 2 万吨新产能投放, 新合同价格提高, 今年毛利率将有所改善。公司入选山东省高新技术企业, 有望享受 15% 所得税。

投资要点:

- 公司 2010 年实现销售收入 5.15 亿元, 同比增加 22.88%; 净利润 0.57 亿元, 同比增长 32.69%; 实现每股收益 0.57 元。公司综合毛利率受原材料价格上涨影响, 下降至 20%; 净利率由于期间费用率的下降, 上升至 11%。2010 年分红方案为每 10 股分红 1 元, 转增 5 股。
- 预计 1 万吨阳离子 PAM 募投项目将于 2011 年 8 月建成、1 万吨表面活性剂募投项目将于 2011 年 10 月建成, 届时公司将拥有总产能 5.5 万吨。2011 年增长动力主要来自: 1) 继续消化 2009 年底建成的 1 万吨阴离子 PAM; 2) 新增 2 万吨产能预计下半年贡献约 4000 吨阳离子 PAM+ 表面活性剂产量; 3) 原料丙烯酰胺剩余 1 万吨产能的外销。
- 公司 2010 年综合毛利率下滑 1.5 个百分点, 分产品来看则有升有降。阴离子 PAM 产品的原材料丙烯腈、表面活性剂原材料环氧丙烷等相对年初涨价较多, 公司主要采用大合同定价方式, 通常在年初合同中约定产品售价, 新合同价格提高, 2011 年毛利率水平预计将有所回升。
- 公司立足于三次采油市场, 大力推广造纸水处理行业应用。公司将受益于我国油田全面进入三次采油阶段所带来的 PAM 需求增长, 并将与首创股份共同推进水处理行业的市场化运作。
- 我们预测公司 2011-2013 年 EPS 为 0.75、1.25、1.68 元, “谨慎增持”评级。公司已入选山东省高新技术企业, 但目前未取得证书, 预计获取证书的把握很大。被评为高新技术企业后公司可享受 15% 的所得税税率优惠。若按 15% 所得税率估算, 公司 2011-2013 年 EPS 将为 0.85、1.42、1.91 元。

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	419	515	675	905	1,113
(+/-)%	-23%	23%	31%	34%	23%
经营利润 (EBIT)	68	78	114	195	258
(+/-)%	14%	14%	47%	71%	32%
净利润	43	57	90	150	201
(+/-)%	23%	33%	59%	66%	34%
每股净收益 (元)	0.36	0.47	0.75	1.25	1.68
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率 (%)	16.3%	15.0%	16.9%	21.6%	23.2%
净资产收益率 (%)	23.3%	6.6%	9.7%	14.2%	16.3%
投入资本回报率 (%)	19.5%	14.2%	10.9%	23.1%	30.3%
EV/EBITDA	26.7	26.5	20.6	11.5	8.5
市盈率	77.8	58.6	36.9	22.2	16.6
股息率 (%)	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 谨慎增持

上次评级: 首次

目标价格: 30.00

上次预测:

当前价格: 27.76

2011.04.14

交易数据

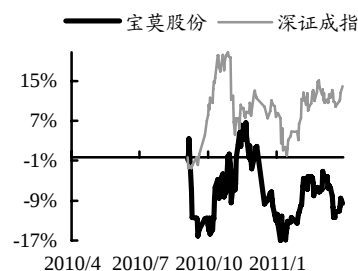
52 周内股价区间 (元)	24.66-35.78
总市值 (百万元)	3,331
总股本/流通 A 股 (百万股)	120/30
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	25%
日均成交量 (百万股)	1
日均成交值 (百万元)	21

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	863
每股净资产	7.19
市净率	3.9
净负债率	0%

EPS (元)	2010A	2011E
Q1	-	-
Q2	0.24	-
Q3	0.11	-
Q4	0.13	-
全年	0.47	-

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-2%	4%	0%
相对指数	-3%	0%	-4%

相关报告

《受益国内油田老化, 面临行业发展机遇》
2010.08.29

模型更新时间: 2011.04.14

股票研究

原材料
基础化工

宝莫股份 (002476)

评级: **谨慎增持**

上次评级: 首次

目标价格: **30.00**

上次预测:

当前价格: 27.76

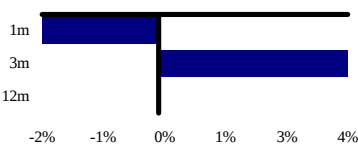
公司网址

www.slcapam.com

公司简介

公司是国内大型聚丙烯酰胺供应商之一,我国第二大采油专用聚丙烯酰胺制造商,致力于丙烯酸胺、聚丙烯酰胺及其衍生物的开发和生产。公司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。公司先后承担了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“科技进步奖”、中国石化集团“科技进步奖”。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

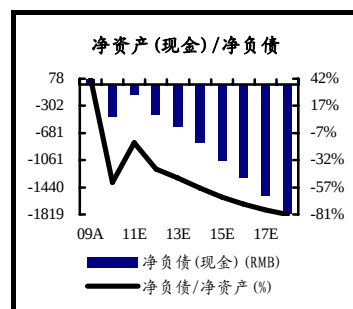
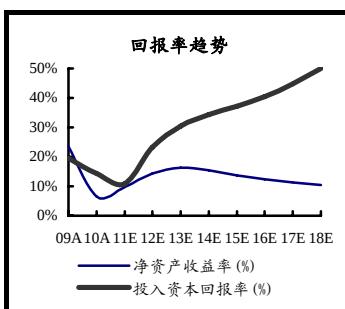
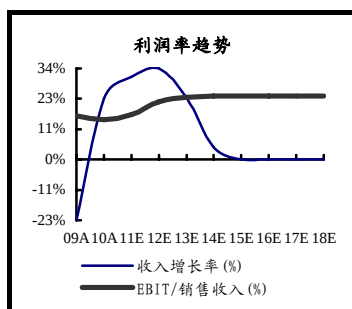
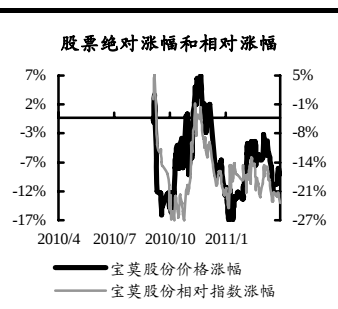
24.66-35.78

市值 (百万)

3,331

财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入	419	515	675	905	1,113
营业成本	327	410	525	663	798
税金及附加	3	2	3	4	4
销售费用	7	10	12	16	19
管理费用	14	16	21	27	33
EBIT	68	78	114	195	258
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
财务费用	10	5	-6	-5	-10
营业利润	57	73	120	200	268
所得税	15	19	30	50	67
少数股东损益	0	0	0	0	0
净利润	43	57	90	150	201
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	42	453	152	42,409	600
其他流动资产	0	2	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产合计	201	198	550	331	286
无形资产及其他资产	14	18	22	26	29
资产合计	383	922	1,039	1,173	1,354
流动负债	159	60	109	115	116
非流动负债	40	0	1	3	6
股东权益	184	863	929	1,055	1,232
投入资本(IC)	262	410	778	634	638
现金流量表					
NOPLAT	51	58	85	146	193
折旧与摊销	28	31	41	59	65
流动资金增量	28	-145	-40	-71	-46
资本支出	-28	-34	-396	157	-23
自由现金流	79	-90	-310	291	189
经营现金流	82	-52	93	138	220
投资现金流	-28	-34	-396	157	-23
融资现金流	-43	496	1	-22	-21
现金流净增加额	11	411	-301	272	175
财务指标					
成长性					
收入增长率	-22.7%	22.9%	30.9%	34.1%	23.0%
EBIT 增长率	14.1%	13.6%	46.7%	71.4%	32.3%
净利润增长率	23.5%	32.7%	58.7%	66.1%	34.4%
利润率					
毛利率	22.0%	20.4%	22.2%	26.8%	28.3%
EBIT 率	16.3%	15.0%	16.9%	21.6%	23.2%
净利率	10.2%	11.0%	13.4%	16.6%	18.1%
收益率					
净资产收益率(ROE)	23.3%	6.6%	9.7%	14.2%	16.3%
总资产收益率(ROA)	11.2%	6.2%	8.7%	12.8%	14.9%
投入资本回报率(ROIC)	19.5%	14.2%	10.9%	23.1%	30.3%
运营能力					
存货周转天数	50	48	54	52	50
应收账款周转天数	64	58	53	48	42
总资产周转天数	331	462	530	27	30
净利润现金含量	1.91	-0.91	1.04	0.92	1.09
资本支出/收入	7%	7%	59%	-17%	2%
偿债能力					
资产负债率	52.0%	6.5%	10.6%	10.1%	9.0%
净负债率	42.2%	-52.5%	-16.2%	-39.9%	-48.2%
估值比率					
PE	77.8	58.6	36.9	22.2	16.6
PB	13.6	3.9	3.6	3.2	2.7
EV/EBITDA	26.7	26.5	20.6	11.5	8.5
P/S	6.0	6.5	4.9	3.7	3.0
股息率	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%



1. 公司 2010 年收入恢复增长， 净利润率持续提高

公司 2010 年实现销售收入 5.15 亿元，同比增加 22.88%；实现净利润 0.57 亿元，同比增长 32.69%；实现每股收益 0.57 元。公司综合毛利率受原材料价格上涨影响，下降至 20%，而净利率由于期间费用率的下降，同比有所上升，为 11%。2010 年拟分红方案为每 10 股分红 1 元，转增 5 股。

图 1: 公司业务总收入及同比

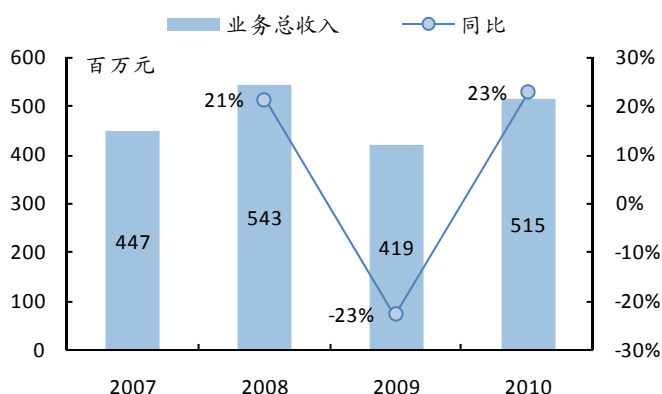


图 2: 公司净利率及同比

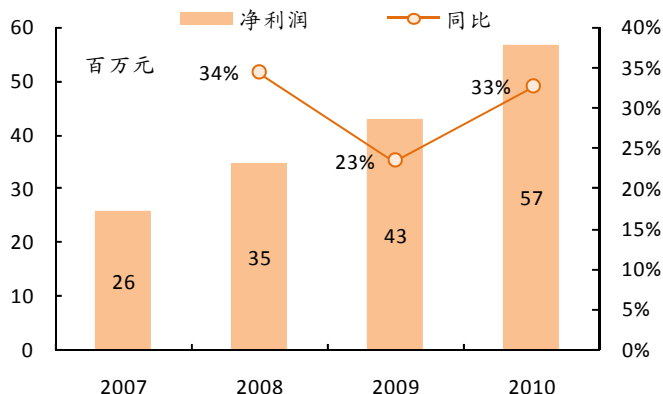


图 3: 公司毛利率及利润率波动

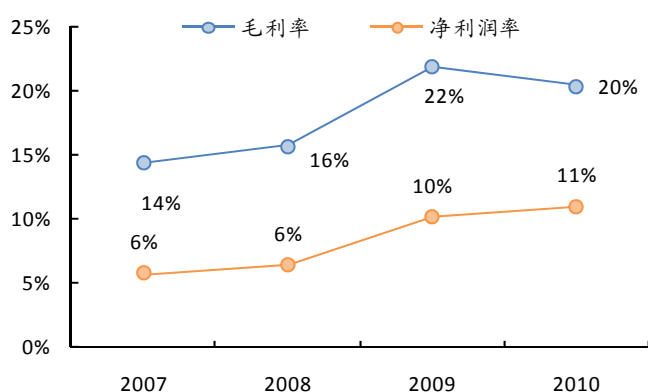
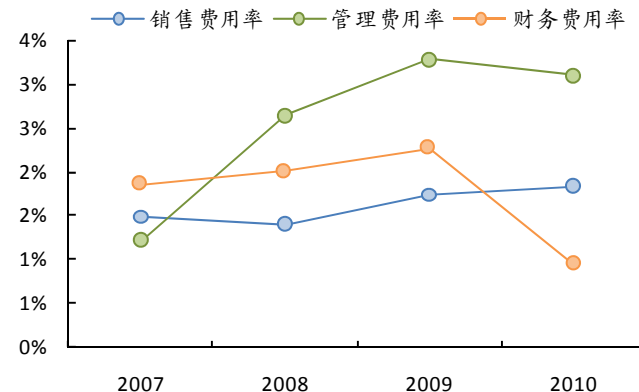


图 4: 公司期间费用率变化



资料来源: wind、国泰君安证券

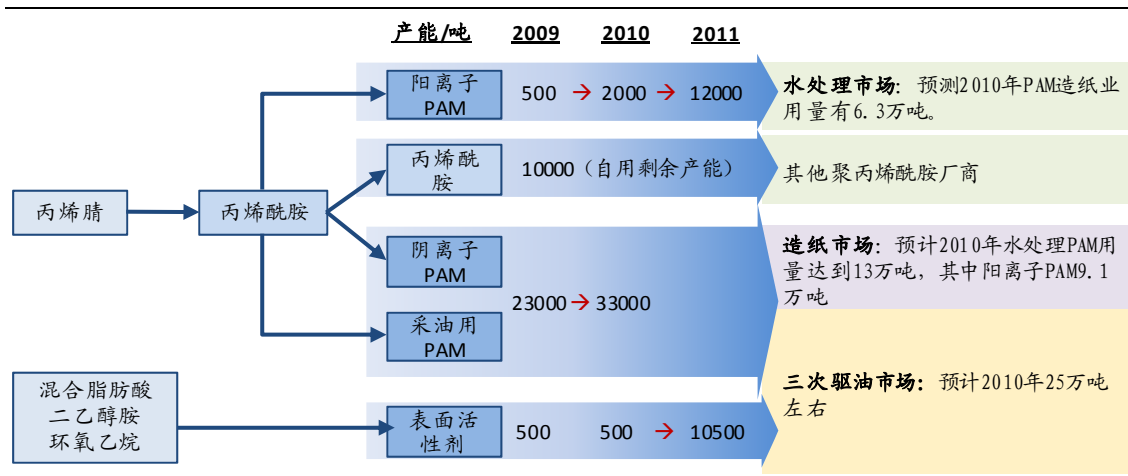
1.1.2 万吨新产能将于 2011 年下半年建成

公司产品可分为阴离子聚丙烯酰胺 (PAM) (包括采油用聚丙烯酰胺干粉、阴离子聚丙烯酰胺产品系列,二者共用生产线)、阳离子聚丙烯酰胺产品系列、丙烯酰胺、及驱油用表面活性剂。其中,采油用聚丙烯酰胺干粉与表面活性剂主要用于油田三次采油;阴离子 PAM 产品系列应用于造纸;阳离子 PAM 主要应用于水处理行业。

2009 年 12 月公司 1 万吨阴离子 PAM 项目建成,阳离子 PAM 生产线由 500 吨扩建至 2000 吨。截止 2010 年公司拥有 3.5 万吨聚丙烯酰胺产能,500 吨驱油用表面活性剂中试产能。预计 1 万吨阳离子 PAM 募投项目将于 2011 年 8 月建成、1 万吨表面活性剂募投项目将于 2011 年 10 月建成,届时公司将拥

有总产能 5.5 万吨。新增的 2 万吨产能预计能为 2011 年贡献约 4000 吨产量。

图 5: 公司产品、产能及下游消费市场分析



资料来源: 国泰君安证券

1.2. 2010 年各产品均有一定增长, 2011 年新增产能将显现

采油用 PAM 为公司的主要产品, 2010 年实现收入 3.89 亿元, 同比增长 19.45%, 占总收入的 76%, 销量为 2.33 万吨。阴离子聚丙烯酰胺 2010 年收入 0.38 亿元, 同比下降 28.74%。这是由于 2010 年 1 万吨新增产能的配套设施需配备齐全, 为了尽量保证采油用 PAM 的产量, 公司下调了阴离子 PAM 产量。2011 年将不存在这个问题, 阴离子 PAM 将恢复增长。新增 1 万吨产能可在 2010 年全年仅生产了 5462 吨, 2011 年将充分释放, 估计 2011 年两者共产量可达 3 万吨。阳离子 PAM 2010 年实现收入 0.32 亿元, 同比增长 181.2%; 表面活性剂收入 561 万元, 同比增长 297%。两者目前产能较小, 公司加大市场推广力度, 增长幅度加大。丙烯酰胺目前富裕产能 1 万吨, 2010 年实现收入 0.45 亿元, 同比 73.85%, 主要是受益于丙烯酰胺产品涨价。

2011 年公司业绩增长动力将主要来源于如下 3 方面: 1) 2009 年底建成的 1 万吨阴离子 PAM 的消化; 2) 下半年将新增约 4000 吨阳离子 PAM+表面活性剂产量; 3) 原料丙烯酰胺剩余 1 万吨产能的外销。

图 6: 公司各产品销售收入变化

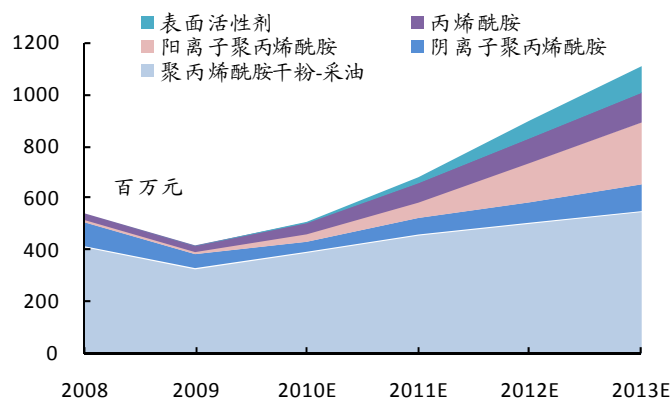
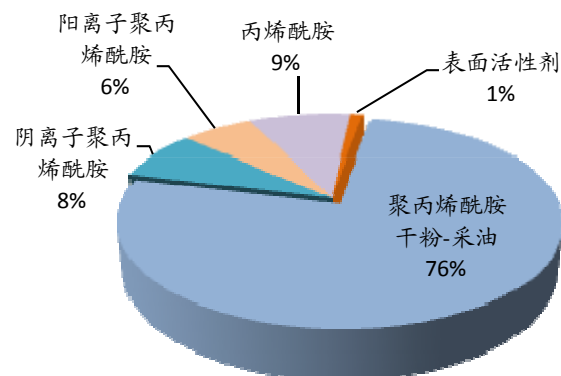


图 7: 2010 年公司各产品占总收入比



资料来源: wind、国泰君安证券

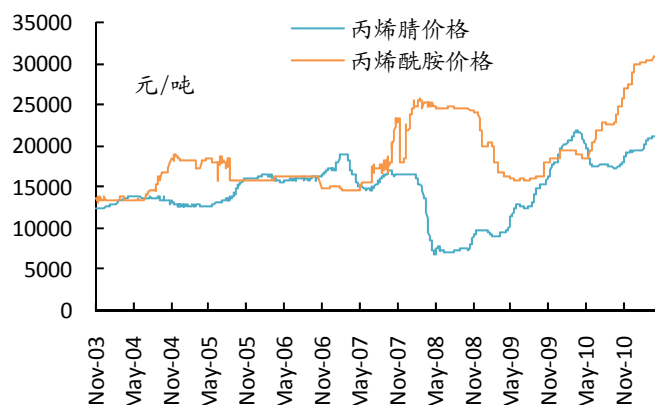
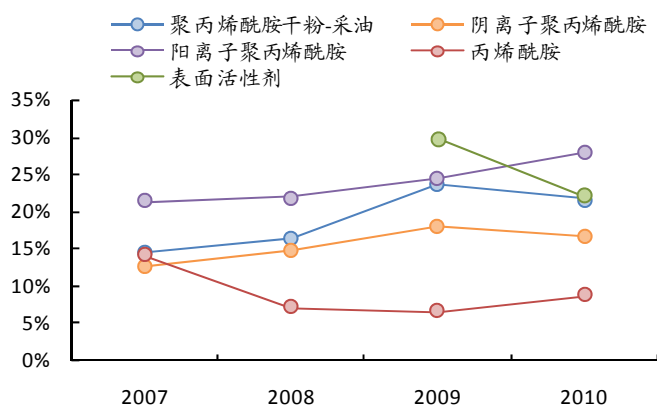
1.3. 原材料涨价降低毛利率，新合同价格提高毛利率将回升

公司 2010 年综合毛利率下滑 1.5 个百分点，分产品来看则是有升有降：采油用 PAM 下滑 2 个百分点；阴离子 PAM 下滑 1.4 个百分点；表面活性剂下滑 7.7 个百分点；阳离子 PAM 提高 3.6 个百分点；丙烯酰胺提高 2.3 个百分点。

阴离子 PAM 产品的原材料丙烯腈、表面活性剂原材料环氧丙烷等相对年初均涨价较多，公司主要采用大合同定价方式，通常在年初的合同中约定产品售价，对产品价格波动能力应变较弱。2010.10.23 公司与中石化胜利油田分公司签订 2010 年第二批聚丙烯酰胺采购框架协议，协议价格为 19800 元/吨(含税)，相比 2010 年有所提高。今年年初原材料高位，后续合同价格不会低于这个价格，2011 年毛利率水平预计将有所回升。阳离子 PAM 产品毛利率有所上升，这是由于公司不断开发出新的阳离子系列产品，结构升级带动毛利率提升；丙烯酰胺的毛利率提高，一方面是由于丙烯酰胺与丙烯腈的价差增加，盈利空间提升；另一方面，公司对丙烯酰胺生产线进行技改，降低了生产成本。

图 8: 公司主要产品毛利率变动

图 9: 丙烯腈及丙烯酰胺产品价格



资料来源: wind、化工在线、国泰君安证券

2. 立足三次采油市场，大力推广造纸水处理行业应用

公司依托中石化三次采油市场逐渐发展采油专用 PAM，与中石化形成了稳固的合作关系，成为为其一级战略供应商，还取得了中石油“能源一号”入网资格。2009 年公司生产的采油专用 PAM 占中石化胜利油田超过 50% 的市场份额，并成功进入中石油市场，开始向大港、长庆油田供货。

“十二五”期间，随着各油田三次采油规模的扩大，采油专用 PAM 和驱油表面活性剂的需求量将保持递进式增长。胜利油田“十二五”规划提出，进一步加大三次采油投入，提高聚丙烯酰胺和表面活性剂用量，逐步动用温度、矿化度更高的三类油藏，确保年增油 150 万吨以上。

三次采油的 PAM 市场具有较高的集中度和进入壁垒。国内专业做驱油用 PAM 主要有大庆炼化公司 (12.7 万吨) 和宝莫股份 (2.3 万吨)，占国内采油专

用 PAM 市场超过 65%。行业进入壁垒较高：1. 认证过程复杂而漫长，从生产线抽样到综合性能对比到现场试注再到产品指标复查再到专家评议，需要 2-3 年时间；2. 驱油用 PAM 和普通 PAM 相比品质更高。3. 这两家有油田背景。预计未来这部分市场仍以大庆炼化和宝莫股份为主，而大庆炼化公司现在只订单生产大庆油田所需的 PAM，没有市场化，未来可能会为中石油下油田供给 PAM。因此，公司将受益于我国油田全面进入三次采油阶段所带来的 PAM 需求增长。随着油藏难动用程度的提高，改进耐温抗盐性能是产品升级和提高竞争力的重要技术方向。

在造纸、水处理方面，聚丙烯酰胺主要用作造纸分散剂、水处理絮凝剂。从全球聚丙烯酰胺市场看，水处理是聚丙烯酰胺产品的第一大应用领域，占总用量的 50% 以上，但我国目前还处于发展初期。“十二五”期间，我国将在 5 年内新增污泥处理能力 1700 万吨/年以上，污泥脱水对阳离子 PAM 的需求将比“十一五”末增加 9 万吨左右。相比三次采油，这部分市场具有客户分散、需求差异大、产品品种多等特点，需要公司大力进行市场推广。目前公司与首创股份进行战略合作，共同推进水处理行业的市场化运作，在污染处理方面进行深层次协作。

3. 盈利预测

主要盈利假设：

- 1) 受原油等上涨因素，预计 2011 年原材料价格仍将处于高位。
- 2) 2 万吨募投产能顺利按计划投放。

我们预测公司 2011-2013 年 EPS 为 0.75、1.25、1.68 元，给予“谨慎增持”评级。公司已入选山东省高新技术企业，但目前未取得证书，预计能获取证书的把握很大。被选为高新技术企业后，公司可享受 15% 的所得税税率优惠。若按 15% 所得税率估算，公司 2011-2013 年 EPS 将为 0.85、1.42、1.91 元。

作者简介:**魏涛:**

S0880511010033

0755-23976212

weitao@gtjas.com

魏涛:2000年毕业于武汉大学化学系,理学学士;2005年毕业于武汉大学商学院会计系,会计学硕士。先后任职于中石化江汉分公司、华西证券研究部,四年证券从业经验。2007年8月加入国泰君安证券,现任销售交易总部基础化工行业研究员。在2009年中国最佳证券分析师评选中获明星分析师和最佳独立见解分析师奖。2010年入围新财富基础化工行业最佳分析师。

胡珏(贡献作者):

S0880110110131

0755-23976112

hujue008738@gtjas.com

清华大学理学硕士,国泰君安化工研究员助理。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		