

云维股份 (600725.SS/600725 CH)

产能扩张、资产注入推动业绩高速增长

Rmb29.17

增持

首次评级

公司拜访

V 廖明正

w 886.2.2181.8730

x steven.liao@kgi.com.tw

V 张琼钢 (Coordinator)

w 86.21.6125.8680

焦化资产的注入使得公司今年的业绩较去年增长

150%以上

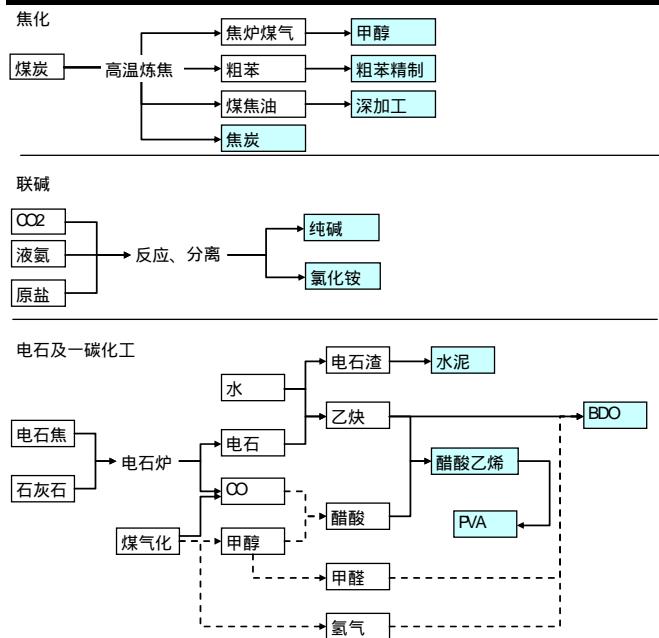
增发项目以及未来进一步的资产注入将使公司未来几年保持高速增长

目标价位 32.7 元，给予「增持」评级

公司简介

云南云维股份有限公司（以下简称“云维股份”）通过近几年的资产收购、新建产能等方式，从一个单纯的聚乙稀醇（PVA）生产企业发展成为一个综合性的煤化工企业。目前其业务主要分布在煤焦化、煤电石化工以及氯碱化工，拥有电石、PVA、醋酸乙烯、焦炭、纯碱、氯化铵等丰富的产品，未来还会通过资产注入、自行建设等方式向煤气化以及煤化工下游延伸，围绕煤化工这个核心将企业做大做强。

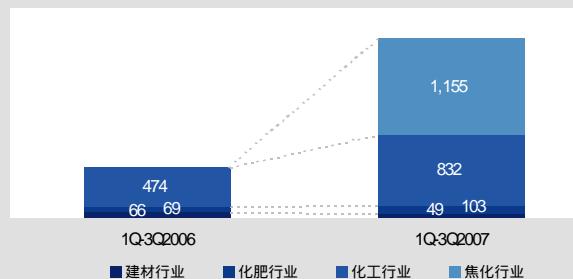
图一：公司产业链



资料来源：公司调研 集团整理

图二：焦化资产的注入使得公司 3 季度业绩大增

主营业务收入，百万人民币



资料来源：公司公告

图三：公司产能持续增加

股份公司	现有产能(千吨)	新增产能(千吨)	备注
PVA	28		
醋酸乙烯	85		
电石	90		
水泥	400		
纯碱	200		
氯化铵	200		
大为焦化	焦炭 1,050		
(54.8%)	甲醇 100		
大为制焦	洗精煤 4,000		
(90.91%)	焦炭 2,000		
			50万吨去年年底建成，其它今年陆续建成投产
云维精制	甲醇 200		2007年11月底建成
(100%)	BDO 100		2007年年底建成
		300	2007年5月建成投产
云维乙炔	醋酸 200		将于2008年年底建成
(82%)	电石 600		正处土地征用阶段
	醋酸乙烯 200		
	BDO 25		
大为制氨	合成氨 500		年底建成，明年运行顺利注入
(未注入)			之后将择机注入公司

资料来源：公司调研

原有的电石/PVA、纯碱稳定发展

PVA 是性能良好的水溶性高分子聚合物，应用广泛。我国一共有 13 家生产企业，产能 59 万吨/年，占世界总产量的 55%。由于 PVA 生产工艺流程长、投资大、技术门槛高，20 年以来我国未曾建过新厂，只是对原有的装置进行技改扩建，供应规模稳定。由于经济增长较快，我国对 PVA 的需求年增长率在 9% 以上，推动 PVA 的价格持续上涨，目前价格同比上涨 15%。对于云维股份来说，公司有着多年的 PVA 生产经验，技术水准较高。但是由于云南省用电紧张，特别是一季度枯水季节，电石生产开工率低，成本增加，产量降低。目前，公司已与云南省达成协议，公司的电石生产做为下游生产的必须原料，不作为高能耗产业的限电对象，未来用电紧张的情况将有所缓解。纯碱作为重要的工业基础原料，广泛应用于建材、化工、有色金属冶炼，在国家政策调控下供给增长缓慢、下游需求增长迅速，价格稳步提高，目前市场价格较年初上涨了 6% 左右，盈利状况良好。

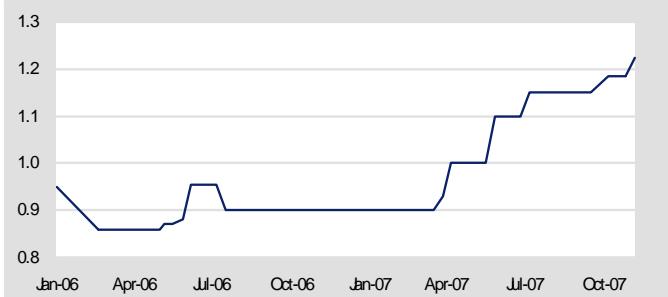
新收购的焦化资产业绩超出预期

公司非公开发行股票于今年 8 月完成，收购了大为制焦和大为焦化的部分股权，并于今年开始合并报表，使得公司

今年业绩大幅增长。我国由于下游钢铁产能增长较快，2007年中国粗钢产量将继续增长 10-13.4%，而焦炭由于国家逐步淘汰污染重、能耗高的炼焦炉，2006 年共关停 2,000 万吨左右的产能。因此焦炭供应较为紧缺，加上上有煤炭价格持续上涨，推动了焦炭价格今年有较大幅度的提高。

图四：焦炭价格持续上涨

云南昆明地区焦炭市场价，千元/吨



资料来源：中国煤炭资源网 (www.sxcoal.com)

云维股份位于煤炭资源丰富的云南省，焦煤资源丰富、价格较低，目前到厂价 700 多元/吨。云南省每年焦炭的需求量为 1 千多万吨，省内产能仅能满足 80% 左右的需求。公司目前拥有 305 万吨/年的焦炭产能除了供应省内需求外，还向东盟地区出口一部分。云维股份采用的是具有先进水准的侧装捣固炼焦炉，扩大煤源，降低成本；同时提高产品品质，增加收益；另外，公司还回收焦炉气生产甲醇，不仅降低二氧化碳的排放量，而且使得焦炭的综合成本较传统工艺下降 100/吨；公司还进行粗苯精制和煤焦油的深加工，充分利用附产物，提高综合盈利水准。

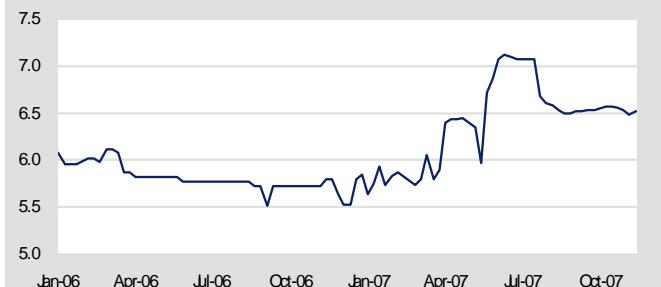
增发项目：产业链向精细化工延伸

此次公开增发募集资金将主要用于 20 万吨醋酸和 2.5 万吨 1,4-丁二醇 (BDO) 项目的建设。醋酸是一种重要的化工原料，由于下游产品发展迅速，对醋酸的强劲需求，价格有所上涨，目前维持在 6,500 元/吨。由于我国醋酸产能的急剧扩张，2007-2008 我国将有由依赖部分进口转为依赖出口来消化过剩产能。但对于云维股份来说，醋酸将有很大一部分用于生产醋酸乙烯进而生产 PVA，是产业链向上延伸的一部分，将降低 PVA 的生产成本。

BDO 是一种重要的有机化工和精细化工原料，BDO 下游产品需求增长迅速，我国 BDO 产品始终处于供不应求状态，价格一直维持高位，有很高的盈利空间。山西三维目前 BDO 的毛利率高达 50%，由于云维股份将采用的生产方法和产品结构与山西三维类似，因此，可以预计该项目将有较好的盈利能力。

图五：醋酸价格维持高位

上海中山化工市场醋酸 (99%) 市场价，千元/吨



资料来源：化工在线 (www.chemsino.com)

其它项目和资产

公司与云南省电力投资有限公司共同出资组建的云南云维乙炔化工有限公司（以下简称“乙炔化工”）计划建设 60 万吨电石、20 万吨醋酸乙烯、2.5 万吨 BDO，该项目目前正处于征地阶段；另外公司还持有云南四方云电投能源有限公司 18% 的股份，该公司计划建设总装机容量 60 万千瓦的热电项目，建成之后，云维股份的用电不仅会得到保证，还可以享受一定的优惠电价。母公司 50 万吨壳牌合成氨项目明年运行稳定之后也将择机注入上市公司，届时公司将形成更加完整的产业链。

公司评价与投资建议

集团公司将优质资产持续注入上市公司以及上市公司不断进行产业链延伸，未来几年公司将高速发展，并且公司在相关领域拥有先进的技术，因此，我们看好公司的发展。不考虑云维乙炔化工和壳牌合成氨项目，同时也不考虑此次增发对股本的摊薄，我们预测公司 07-09 年 EPS 分别为 0.62 元，1.09 元，1.95 元，给予公司 08 年 30 倍 PE，目标价为 32.7 元，上涨空间 12.1%，给予「增持」评级。

至12月31日	主营收入 (百万元)	主营利润 (百万元)	营业利润 (百万元)	EBITDA (百万元)	净利润 (百万元)	每股盈利 (元)
2006A	879	146	66	159	64	0.39
2007F	3,027	509	336	449	180	0.62
2008F	4,760	909	652	834	316	1.09
2009F	6,263	1,398	1,066	1,352	564	1.95
至12月31日	EV/Sales (X)	EV/EBIT (X)	EV/EBITDA (X)	市盈率 (X)	EV/Inv. C (X)	净资产回报率 (%)
2006A	1.2	15.4	6.4	12.7	1.3	13.4
2007F	3.4	30.2	22.6	47.1	2.6	17.6
2008F	2.6	19.0	9.2	26.8	2.1	18.7
2009F	2.0	11.6	14.9	15.0	1.8	26.8
产业	化工	52周股价(低/高):				5.6 - 38.8
12个月目标价(人民币元)	32.7	市值(十亿元/美金百万):				8/1,085
上涨/下跌空间 (%)	12.1	流通在外股数(百万股):				290
上涨空间排名 (percentile %)	43	不受大股东掌控股数(百万股):				76
股利收益率-12/07估 (%)	0.3	外资持有股数(百万股):				NA
每股净值-12/07估(人民币元)	5.3	3 个月平均日成交量(百万股):				2.1
价格每股净值比-12/07估 (X)	5.5	股价绝对表现 % (3, 6, 12个月)				2.6; 43.2; 409
净负债比率-12/07估 (%)	108.6	股价相对表现 % (3, 6, 12个月)				4.2; 18.9; 108.6

资产负债表

至12月31日(百万元)	2005A	2006A	2007F	2008F	2009F
资产总额	812	985	5,127	7,308	8,223
流动资产	212	221	1,583	1,218	1,619
现金及短期投资	34	55	743	218	489
存货	70	80	320	400	450
应收帐款及票据	61	51	220	250	280
其它流动资产	47	36	300	350	400
非流动资产	600	764	3,544	6,090	6,604
长期投资	32	132	151	172	190
固定资产	557	621	3,213	5,698	6,164
什项资产	10	10	180	220	250
负债总额	359	487	3,579	5,472	5,852
流动负债	356	484	1,805	2,426	2,638
应付帐款及票据	125	77	400	500	600
短期借款	190	308	655	1,126	1,188
什项负债	41	99	750	800	850
长期负债	3	3	1,774	3,046	3,214
长期借款	0	0	1,771	3,043	3,211
其它负债及准备	3	3	3	3	3
股东权益总额	453	498	1,549	1,836	2,371
普通股本	165	165	290	290	290
资本公积	142	139	861	861	861
保留盈余	147	194	397	684	1,220

资料来源：公司资料及集团整理

主要财务比率

至12月31日(百万元)	2005A	2006A	2007F	2008F	2009F
年成长率(%)					
营业收入	107.9	28.9	244.3	57.2	31.6
营业利益	175.8	19.5	410.0	94.1	63.4
EBITDA	76.0	18.7	183.3	85.7	62.0
税后纯益	493.3	18.4	182.3	75.9	78.5
每股盈余	493.3	18.4	60.5	75.9	78.5
获利能力分析(%)					
营业毛利率	17.4	16.6	16.8	19.1	22.3
营业利益率	8.1	7.5	11.1	13.7	17.0
EBITDA 利益率	19.6	18.0	14.8	17.5	21.6
税后纯益率	7.9	7.2	7.6	8.7	11.2
平均资产报酬率	7.3	7.1	7.5	6.7	9.1
平均净值报酬率	12.5	13.4	17.6	18.7	26.8
稳定性\偿债能力分析					
毛负债比率(%)	41.9	61.8	156.6	227.1	185.5
净负债比率(%)	34.4	50.8	108.6	215.2	164.9
利息保障倍数(X)	6.1	5.8	5.1	4.5	6.3
利息及短期债保障倍数(X)	0.3	0.2	0.5	0.5	0.8
Cash Flow Int. Coverage (X)	19.8	13.0	9.4	4.0	5.9
Cash Flow/Int. & SF Debt (X)	1.1	0.6	0.9	0.5	0.7
流动比率(X)	0.6	0.5	0.9	0.5	0.6
速动比率(X)	0.4	0.3	0.7	0.3	0.4
净负债(Rmb百万)	153.0	204.6	967.8	2,816.7	3,930.2
每股资料分析(人民币元)					
每股盈余	0.3	0.4	0.6	1.1	1.9
每股现金盈余	0.8	0.9	1.0	1.7	2.9
每股净值	2.7	3.0	5.3	6.3	8.2
每股营收	4.1	5.3	10.4	16.4	21.6
EBITDA/shr	0.3	0.4	1.2	2.2	3.7
每股股利	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
资产运用状况					
资产周转率(X)	0.9	1.0	1.0	0.8	0.8
应收帐款周转天数	32.8	21.1	26.5	19.2	16.3
存货周转天数	37.4	33.2	38.6	30.7	26.2
应付帐款周转天数	66.8	31.9	48.2	38.3	35.0
现金转换循环天数	3.4	22.3	16.9	11.5	7.6

资料来源：公司资料及集团整理

损益表

至12月31日(百万元)	2005A	2006A	2007F	2008F	2009F
营业收入	682	879	3,027	4,760	6,263
营业成本	563	734	2,519	3,851	4,865
营业毛利	119	146	509	909	1,398
营业费用	64	80	173	257	332
营业利益	55	66	336	652	1,066
利息收入净额	(11)	(13)	(64)	(144)	(168)
利息收入	0	0	4	5	4
利息支出	11	14	68	148	171
投资收益净额	0	0	0	0	0
其它营业外收入净额	11	12	5	5	5
税前纯益	55	65	277	514	903
所得税费用	1	1	47	98	199
非常项目税后利润	54	64	230	416	704
非常项目(包括少数股东权益)	0	(0)	(50)	(100)	(140)
税后纯益	54	64	180	316	564
EBITDA	134	159	449	834	1,352
每股盈余(人民币元)	0.33	0.39	0.62	1.09	1.95

资料来源：公司资料及集团整理

现金流量表

至12月31日(百万元)	2005A	2006A	2007F	2008F	2009F
营运活动之现金流量	214	178	644	588	1,010
本期纯益	54	64	230	416	704
折旧及摊提	78	93	113	182	286
本期运用资金变动	81	22	301	(10)	20
其它营业资产及负债变动	0	0	0	0	0
投资活动之现金流量	(214)	(257)	(2,893)	(2,728)	(800)
资本支出净额	(205)	(156)	(2,705)	(2,667)	(751)
本期长期投资变动	(2)	(100)	(19)	(21)	(18)
其它资产变动	(7)	(0)	(170)	(40)	(30)
Free Cash Flow	(1)	(78)	(2,250)	(2,140)	211
融资活动之现金流量	6	99	2,988	1,714	201
现金增资	(6)	(19)	871	(29)	(29)
本期负债变动	12	118	2,118	1,743	230
其它长期负债变动	(0)	0	(0)	0	0
本期产生现金流量	6	21	738	(425)	412

资料来源：公司资料及集团整理

ROIC 报酬率 (Return on Invested Capital)

至12月31日	$1 - \frac{\text{营业成本}}{\text{营业收入}} + \frac{\text{折旧及摊提}}{\text{营业收入}} + \frac{\text{销管费用}}{\text{营业收入}} = \text{营业利润率}$			
2005A	71.1%	11.5%	9.3%	8.1%
2006A	72.9%	10.5%	9.1%	7.5%
2007F	79.5%	3.7%	5.7%	11.1%
2008F	77.1%	3.8%	5.4%	13.7%
2009F	73.1%	4.6%	5.3%	17.0%
至12月31日	$1 / \frac{\text{营业运用资金}}{\text{营业收入}} + \frac{\text{净固定资产}}{\text{营业收入}} + \frac{\text{什项资产}}{\text{营业收入}} = \text{资本周转率}$			
2005A	0.1	0.8	0.0	1.1
2006A	0.0	0.7	0.0	1.3
2007F	(0.1)	1.1	0.1	0.9
2008F	(0.0)	1.2	0.0	0.8
2009F	(0.0)	1.0	0.0	1.0
至12月31日	$\text{营业利润率} \times \text{资本周转率} \times 1 - \text{有效现金税率} = \text{税后 ROIC}$			
2005A	8.1%	1.1	97.3%	8.7%
2006A	7.5%	1.3	97.7%	9.7%
2007F	11.1%	0.9	83.0%	8.6%
2008F	13.7%	0.8	81.0%	9.1%
2009F	17.0%	1.0	78.0%	13.0%

资料来源：公司资料及集团整理

