



云维股份 (600725.SS/600725 CH)

甲醇价格大幅上涨推动业绩增长

Rmb39.09

增持

维持

动态更新

财测上修

吕 王志霖

☎ 886.2.2181.8730

✉ stephen.wang@kgi.com.tw

吕 张琼钢 (Coordinator)

☎ 86.21.6125.8680

■ 甲醇价格大幅上涨，公司今年业绩将超出之前预期

■ BDO、醋酸、电石等项目较计划略有推迟

■ 维持目标价 50 元，重申「增持」评级

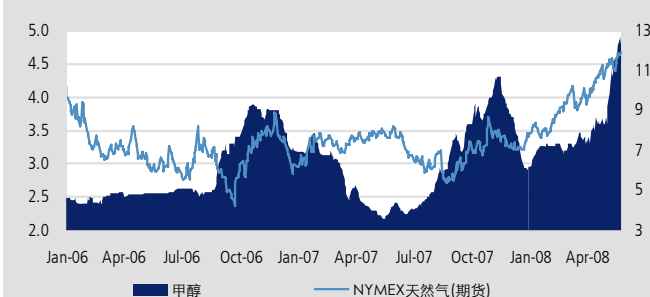
甲醇价格大幅上涨

自 4 月中旬开始，国内甲醇价格大幅上涨，最初是受煤炭价格上涨导致成本上升，同时部分企业检修导致供应不足两方面推动的，而 5 月 12 日四川发生的大地震，导致四川部分甲醇企业停产的同时，导致西北地区到华南、华东市场的运输面临问题，推动国内甲醇价格进一步上涨，目前华东地区甲醇价格已经接近 5,000 元/吨。

进口甲醇方面，由于国际天然气价格持续上涨，国际甲醇价格高位运行，进口甲醇价格也持续上涨，目前，欧洲甲醇报价 fob432-433 美元/吨，美国甲醇报价 fob426-430 美元/吨，中国港口甲醇到岸价 485-495 美元/吨，比前一周上涨了 42.5 美元/吨。另外，由于石油价格大幅上涨，国内甲醇汽油的消费量增长约 30%。因此，在成本推动和需求拉动下，甲醇的价格将高位振荡。

图一：近期甲醇和天然气价格持续大幅上涨

国内甲醇价格，千元/吨（左轴）；国际天然气价格，美元/mmbtu（右轴）



资料来源：化工在线 (chemsino.com)

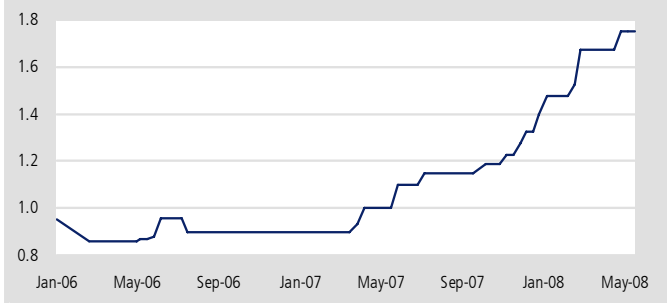
云维股份目前年产甲醇 30 万吨，由于是炼焦副产物，成本很低，煤炭涨价对其成本的影响较小，因此，公司甲醇这块业务的利润将大幅上升。

焦炭盈利能力稳定

焦炭的价格虽然受炼焦煤价格上涨的推动而大幅上涨，目前昆明地区价格已达到 1,800 元/吨，同比上涨 1 倍，但由于不能完全转移成本，整个行业的盈利能力在下滑，部分企业已经接近盈亏平衡点。云维股份由于采用先进的侧装捣固炼焦炉，扩大煤源，副产甲醇，并进行煤焦油深加工，成本相对较低，盈利能力稳定。

图二：国内焦炭价格持续大幅上涨

昆明地区三级冶金焦炭价格，千元/吨



资料来源：中国煤炭资源网 (www.sxcoal.com)

在建项目情况

在建的年产 2.5 万吨 1, 4-丁二醇 (BDO)、20 万吨醋酸、5 万吨碳黑项目将于分别于明年一季度、明年中期、以及明年上半年建成投产。另外，云维乙炔项目正在积极运作，预计将于今年开工建设，这些项目的建成投产将进一步推动公司业绩的增长。

公司评价与投资建议

由于甲醇价格大幅上涨，上调 08 年每股收益 1.43 元至 1.65 元，考虑到主要项目建成略有推迟，略微下调 09-10 年每股收益 2.07 元、2.31 元至 1.93 元、2.28 元，维持目标价 50 元，相当于 08 年 30 倍 PE，09 年 24 倍 PE，重申「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)
2007A	3,320	568	362	463	193	0.66
2008F	6,644	1,172	773	1,156	478	1.65
2009F	7,502	1,315	888	1,294	661	1.93
2010F	9,931	1,693	1,127	1,543	560	2.28
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 (%)
2007A	2.2	20.7	16.1	32.8	1.9	19.2
2008F	1.9	16.4	9.2	23.7	3.0	28.1
2009F	1.6	13.4	11.0	20.2	2.6	25.9
2010F	1.1	9.5	9.2	17.2	2.3	24.1
产业	化工					
12个月目标价(人民币元)	50.0					
市值(十亿元/美金百万)	11 / 1,575					
流通在外股数(百万股)	290					
不受大股东掌控股数(百万股)	76					
股利收益率-12/08估(%)	0.8					
每股净值-12/08估(人民币元)	6.5					
价格每股净值比-12/08估(x)	6.0					
净负债比率-12/08估(%)	70.4					
52周股价(低/高)	15.6 - 40.6					
3个月平均日成交量(百万股)	1.6					
股价绝对表现 % (3, 6, 12个月)	5.8; 54.4; 92.1					
股价相对表现 % (3, 6, 12个月)	35.3; 121.2; 141					



资产负债表

至12月31日 (百万元)	2006A	2007A	2008F	2009F	2010F
资产总额	985	5,138	6,044	6,651	7,373
流动资产	221	1,163	2,421	3,224	4,303
现金及短期投资	55	216	737	1,378	1,971
存货	80	371	644	728	969
应收帐款及票据	51	234	437	493	653
其它流动资产	36	342	604	625	709
非流动资产	764	3,975	3,623	3,427	3,070
长期投资	132	152	152	152	152
固定资产	621	3,597	3,241	3,035	2,668
什项资产	10	226	230	240	250
负债总额	487	3,634	4,149	4,225	4,315
流动负债	484	1,837	2,581	2,764	3,242
应付帐款及票据	77	480	750	847	1,128
短期借款	308	680	725	667	458
什项负债	99	676	1,107	1,250	1,655
长期负债	3	1,797	1,568	1,460	1,073
长期借款	0	1,575	1,346	1,238	851
其它负债及准备	3	222	222	222	222
股东权益总额	498	1,504	1,895	2,426	3,058
普通股本	165	290	290	290	290
资本公积	139	870	870	870	870
保留盈余	194	344	735	1,266	1,898

资料来源：公司资料及凯基证券集团预估

主要财务报表分析

至12月31日 (百万元)	2006A	2007A	2008F	2009F	2010F
年成长率 (%)					
营业收入	28.9	277.6	100.1	12.9	32.4
营业利益	19.5	448.5	113.8	14.8	26.9
EBITDA	18.7	191.8	149.8	12.0	19.3
税后纯益	18.4	202.7	147.9	17.2	18.0
每股盈余	18.4	72.1	147.9	17.2	18.0

获利能力分析 (%)

营业毛利率	16.6	17.1	17.6	17.5	17.0
营业利益率	7.5	10.9	11.6	11.8	11.3
EBITDA 利益率	18.0	13.9	17.4	17.3	15.5
税后纯益率	7.2	7.4	8.9	9.5	9.6
平均资产报酬率	7.1	8.0	10.5	11.2	13.6
平均净值报酬率	13.4	19.2	28.1	25.9	24.1

稳定 \ 偿债能力分析

毛负债比率 (%)	61.8	149.9	109.2	78.5	42.8
净负债比率 (%)	50.8	135.5	70.4	21.7	Net cash
利息保障倍数(X)	5.8	4.4	5.8	7.4	11.7
利息及短期债保障倍数 (X)	0.2	0.5	0.9	1.2	2.1
Cash Flow Int. Coverage (X)	13.0	6.8	6.9	9.6	15.5
Cash Flow/Int. & ST Debt (X)	0.6	0.7	1.1	1.5	2.8
流动比率 (X)	0.5	0.6	0.9	1.2	1.3
速动比率 (X)	0.3	0.4	0.7	0.9	1.0
净负债 (Rmb百万)	204.6	1,146.1	1,686.3	930.2	(67.6)

每股资料分析 (人民币元)

每股盈余	0.4	0.7	1.6	1.9	2.3
每股现金盈余	0.9	1.0	3.0	3.3	3.7
每股净值	3.0	5.2	6.5	8.4	10.5
每股营收	5.3	11.4	22.9	25.9	34.2
EBITDA/shr	0.4	1.2	2.7	3.1	3.9
每股股利	0.1	0.3	0.1	0.1	0.1

资产运用状况

资产周转率 (X)	1.0	1.1	1.2	1.2	1.4
应收帐款周转天数	21.1	25.7	24.0	24.0	24.0
存货周转天数	33.2	40.8	35.4	35.4	35.6
应付帐款周转天数	31.9	52.8	41.2	41.2	41.5
现金转换循环天数	22.3	13.7	18.2	18.2	18.1

资料来源：公司资料及凯基证券集团预估

损益表

至12月31日 (百万元)	2006A	2007A	2008F	2009F	2010F
营业收入	879	3,320	6,644	7,502	9,931
营业成本	734	2,753	5,472	6,186	8,238
营业毛利	146	568	1,172	1,315	1,693
营业费用	80	206	399	428	566
营业利益	66	362	773	888	1,127
利息收入净额	(13)	(76)	(120)	(88)	(43)
利息收入	0	5	17	37	59
利息支出	14	81	136	125	101
投资收益净额	0	0	0	0	0
其它营业外收入净额	12	(14)	0	0	0
税前纯益	65	272	654	800	1,084
所得税费用	1	27	65	88	130
非常项目税前利润	64	245	588	712	954
非常项目 (包括少数股东权益)	(0)	(52)	(110)	(151)	(293)
税后纯益	64	193	478	560	661
EBITDA	159	463	1,156	1,294	1,543
每股盈余(人民币元)	0.39	0.66	1.65	1.93	2.28

资料来源：公司资料及凯基证券集团预估

现金流量表

至12月31日 (百万元)	2006A	2007A	2008F	2009F	2010F
营运活动之现金流量	178	546	933	1,197	1,571
本期纯益	64	245	588	712	954
折旧及摊提	93	101	382	406	416
本期运用资金变动	22	200	(37)	79	201
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	(257)	(3,312)	(30)	(210)	(60)
资本支出净额	(156)	(3,074)	(26)	(200)	(50)
本期长期投资变动	(100)	(19)	(0)	0	0
其它资产变动	(0)	(219)	(4)	(10)	(10)
Free Cash Flow	(78)	(2,766)	903	987	1,511
融资活动之现金流量	99	2,979	(272)	(194)	(625)
现金增资	(19)	813	(87)	(29)	(29)
本期负债变动	118	1,947	(185)	(165)	(596)
其它长期负债变动	0	219	(0)	0	0
本期产生现金流量	21	213	632	793	886

资料来源：公司资料及凯基证券集团预估

ROIC 报酬率 (Return on Invested Capital)

至12月31日	1- 营业成本 / 营业收入	+ 折旧及摊提 / 营业收入	+ 销管费用 / 营业收入	= 营业利益率
2006A	72.9%	10.5%	9.1%	7.5%
2007A	79.9%	3.0%	6.2%	10.9%
2008F	76.6%	5.8%	6.0%	11.6%
2009F	77.0%	5.4%	5.7%	11.8%
2010F	78.8%	4.2%	5.7%	11.3%
至12月31日	1/ 营业运用资金 / 营业收入	+ 净固定资产 / 营业收入	+ 什项资产 / 营业收入	= 资本周转率
2006A	0.0	0.7	0.0	1.3
2007A	(0.0)	1.1	0.1	0.9
2008F	0.0	0.5	0.0	1.8
2009F	0.0	0.4	0.0	2.2
2010F	0.0	0.3	0.0	3.4
至12月31日	营业利益率 x	资本周转率 x	1- 有效现金税率	= 税后 ROIC
2006A	7.5%	1.3	97.7%	9.7%
2007A	10.9%	0.9	90.1%	8.6%
2008F	11.6%	1.8	90.0%	19.2%
2009F	11.8%	2.2	89.0%	23.3%
2010F	11.3%	3.4	88.0%	33.5%

资料来源：公司资料及凯基证券集团预估