



云维股份 (600725.SS/600725 CH)

业绩出现下滑

Rmb7.76

持有

从 增持

评级调降

财测下修

吕 王志霖

886.2.2181.8730

stephen.wang@kgi.com.tw

吕 张琼钢 (Coordinator)

86.21.6125.8680

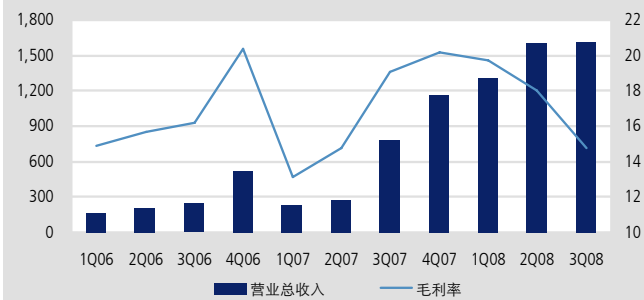
- 主要产品价格下跌是公司三季度业绩开始下滑的主要原因
- 大量新建产能推动公司业绩增长, 增发通过有望缓解资金压力
- 目标价 8.3 元, 下调评级至「持有」

主要产品价格下跌, 业绩下滑

3Q08 云维股份主营业务收入 16.17 亿元, 净利润 0.65 亿元, 主营业务收入基本与二季度持平, 但净利润大幅下滑 42%, 低于之前的预期。公司主要的产品价格出现下跌, 而成本跌幅较小, 是造成三季度利润率较二季度大幅下滑的主要原因。

图一: 公司业绩显现下滑趋势

主营业务收入, 百万元 (左轴); 毛利率, 百分比 (右轴)



资料来源: 公司公告

焦炭由于下游钢铁行业不景气, 价格下跌、销量下降, 目前昆明地区三级冶金焦的价格已经跌至 1,800 元/吨, 较高点下跌了 26.5%。云维股份目前焦炭的产量较平时减少了 30-40%。随着炼焦煤价格的下跌, 焦炭的价格将进一步下跌, 这种不景气的局面将继续维持一段时间。

炼焦副产物甲醇、煤焦油的价格也持续下跌, 甲醇的价格较高点下跌了 59%, 煤焦油的价格较高点下跌了 28%。

纯碱因下游需求减少, 其价格也缓慢下滑, 目前较高点下跌了 10% 左右, 氯化铵因尿素价格大幅下跌, 较高点

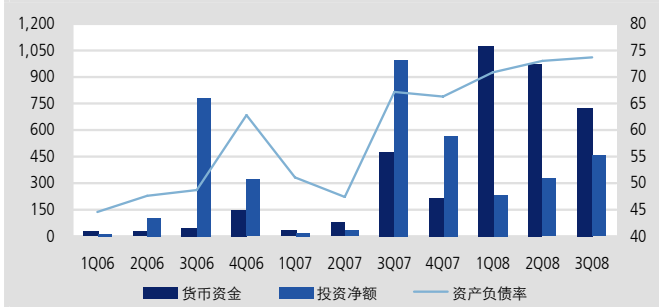
下跌了 40% 左右, 原材料方面, 原盐价格稳定, 煤炭价格下跌幅度较小, 因此, 毛利率有所下降。醋酸乙烯、聚乙烯醇的需求相对较为稳定, 但价格因石油价格下跌也有所下跌。

大量项目在建, 增发有望缓解资金压力

年产 2.5 万吨 BDO、20 万吨醋酸、5 万吨碳黑项目将于明年陆续建成投产。另外, 近期大为制焦参股了泸西大为焦化有限公司 (占注册资本金的 40.82%), 将建设 95 万吨/年焦炭、10 万吨/年甲醇、5 万吨/年双氧水, 预计将于 2010 年建成投产。这些项目的建成将使公司业绩持续增长。但, 另一个方面也造成了公司高企的资产负债率。近期, 公司公开增发申请获得证件会有条件通过, 有望缓解公司的资金压力。

图二: 公司现金、投资和负债情况

金额, 百万元 (左轴); 资产负债率, 百分比 (右轴)



资料来源: 公司公告; 凯基证券集团

公司评价与投资建议

根据目前的市场情况和公司新建产能的进展情况, 我们下调 08-10 年的 EPS 由 1.67 元、2.15 元、2.83 元至 0.96 元、0.83 元、1.76 元。根据目前 A 股的估值水准, 下调 09 年 20 倍 PE 至 10 倍 PE, 目标价由 43 元下调至 8.3 元, 由「增持」下调为「持有」。

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	5,700	913	639	1,022	277	0.96
2009F	5,539	827	550	983	511	0.83
2010F	6,814	1,153	813	1,275	240	1.76
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	0.9	8.3	4.3	8.1	1.1	17.3
2009F	0.8	7.7	5.2	9.4	0.9	13.3
2010F	0.5	4.0	4.3	4.4	0.7	23.8
产业						
				化工	52 周股价 (低/高):	7.8 - 40.6
12个月目标价 (人民币元)				8.3	市值 (十亿元/美金百万):	2.3/313
上涨/下跌空间 (%)				7.0	流通在外股数 (百万股):	290
上涨空间排名 (percentile, %)				14	不受大股东掌控股数 (百万股):	91
股利收益率-12/08估 (%)				1.3	外资持有股数 (百万股):	N.A.
每股净值-12/08估 (人民币元)				5.8	3 个月平均日成交量 (百万股):	2.5
价格每股净值比-12/08估 (x)				1.3	股价绝对表现 % (3, 6, 12个月)	-69.1; -75.2; -76.9
净负债比率-12/08估 (%)				180.7	股价相对表现 % (3, 6, 12个月)	-53.1; -50.5; -27.4



资产负债表

至12月31日 (百萬元)	2006A	2007A	2008F	2009F	2010F
資產總額	985	5,138	7,083	6,647	6,868
流動資產	221	1,163	2,053	2,440	2,913
現金及短期投資	55	216	269	737	1,035
存貨	80	371	798	785	943
應收帳款及票據	51	234	469	455	448
其他流動資產	36	342	518	462	487
非流動資產	764	3,975	5,030	4,207	3,955
長期投資	132	152	159	159	159
固定資產	621	3,597	4,601	3,769	3,506
什項資產	10	226	271	280	290
負債總額	487	3,634	5,389	4,741	4,480
流動負債	484	1,837	2,857	2,666	2,936
應付帳款及票據	77	480	918	904	1,086
短期借款	308	680	799	655	487
什項負債	99	676	1,140	1,108	1,363
長期負債	3	1,797	2,532	2,075	1,544
長期借款	0	1,575	2,531	2,074	1,543
其他負債及準備	3	222	1	1	1
股東權益總額	498	1,504	1,695	1,906	2,388
普通股本	165	290	290	290	290
資本公積	139	870	870	870	870
保留盈餘	194	344	534	745	1,227

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 (百萬元)	2006A	2007A	2008F	2009F	2010F
年成長率 (%)					
營業收入	28.9	277.6	71.7	(2.8)	23.0
營業利益	19.5	448.5	76.8	(13.9)	47.7
EBITDA	18.7	191.8	120.9	(3.8)	29.7
稅後純益	18.4	202.7	43.8	(13.3)	112.8
每股盈餘	18.4	72.1	43.8	(13.3)	112.8

獲利能力分析 (%)

營業毛利率	16.6	17.1	16.0	14.9	16.9
營業利益率	7.5	10.9	11.2	9.9	11.9
EBITDA 利益率	18.0	13.9	17.9	17.7	18.7
稅後純益率	7.2	7.4	6.0	5.1	8.3
平均資產報酬率	7.1	8.0	5.6	4.1	8.3
平均淨值報酬率	13.4	19.2	17.3	13.3	23.8

穩定 \ 償債能力分析

毛負債比率 (%)	61.8	149.9	196.5	143.2	85.0
淨負債比率 (%)	50.8	135.5	180.7	104.5	41.7
利息保障倍數(X)	5.8	4.4	2.6	2.3	4.4
利息及短期債保障倍數(X)	0.2	0.5	0.6	0.6	1.2
Cash Flow Int. Coverage (X)	13.0	6.8	3.1	3.1	6.8
Cash Flow/Int. & ST Debt (X)	0.6	0.7	0.7	0.8	1.9
流動比率 (X)	0.5	0.6	0.7	0.9	1.0
速動比率 (X)	0.3	0.4	0.4	0.6	0.7
淨負債 (Rmb百萬元)	204.6	1,146.1	2,550.2	2,526.2	1,493.5

每股資料分析 (人民幣元)

每股盈餘	0.4	0.7	1.0	0.8	1.8
每股現金盈餘	0.9	1.0	2.3	2.3	3.4
每股淨值	3.0	5.2	5.8	6.6	8.2
每股營收	5.3	11.4	19.6	19.1	23.5
EBITDA/shr	0.4	1.2	2.2	1.9	2.8
每股股利	0.1	0.3	0.1	0.1	0.1

資產運用狀況

資產周轉率 (X)	1.0	1.1	0.9	0.8	1.0
應收帳款周轉天數	21.1	25.7	30.0	30.0	24.0
存貨周轉天數	33.2	40.8	51.1	51.7	50.5
應付帳款周轉天數	31.9	52.8	58.8	59.5	58.2
現金轉換循環天數	22.3	13.7	22.3	22.2	16.4

资料来源：公司资料及凯基证券集团预估

損益表

至12月31日 (百萬元)	2006A	2007A	2008F	2009F	2010F
營業收入	879	3,320	5,700	5,539	6,814
營業成本	734	2,753	4,787	4,712	5,661
營業毛利	146	568	913	827	1,153
營業費用	80	206	274	277	341
營業利益	66	362	639	550	813
利息收入淨額	(13)	(76)	(243)	(225)	(159)
利息收入	0	5	8	18	31
利息支出	14	81	251	242	190
投資收益淨額	0	0	0	0	0
其他營業外收入淨額	12	(14)	(5)	0	0
稅前純益	65	272	391	326	653
所得稅費用	1	27	52	44	90
非常專案前稅後利潤	64	245	340	282	564
非常專案 (包括少數股東權益)	(0)	(52)	(63)	(41)	(53)
稅後純益	64	193	277	240	511
EBITDA	159	463	1,022	983	1,275
每股盈餘 (人民幣元)	0.39	0.66	0.96	0.83	1.76

资料来源：公司资料及凯基证券集团预估

現金流量表

至12月31日 (百萬元)	2006A	2007A	2008F	2009F	2010F
營運活動之現金流量	178	546	786	750	1,287
本期純益	64	245	340	282	564
折舊及攤提	93	101	382	432	462
本期運用資金變動	22	200	64	36	261
其他營業資產及負債變動	0	0	0	0	0
投資活動之現金流量	(257)	(3,312)	(1,437)	391	(210)
資本支出淨額	(156)	(3,074)	(1,386)	400	(200)
本期長期投資變動	(100)	(19)	(7)	0	0
其他資產變動	(0)	(219)	(45)	(9)	(10)
Free Cash Flow	(78)	(2,766)	(651)	1,140	1,077
融資活動之現金流量	99	2,979	766	(630)	(727)
現金增資	(19)	813	(87)	(29)	(29)
本期負債變動	118	1,947	1,075	(601)	(698)
其他長期負債變動	0	219	(221)	0	0
本期產生現金流量	21	213	115	510	350

资料来源：公司资料及凯基证券集团预估

ROIC 報酬率 (Return on Invested Capital)

至12月31日	1 - $\frac{\text{營業成本}}{\text{營業收入}}$	+ $\frac{\text{折舊及攤提}}{\text{營業收入}}$	+ $\frac{\text{銷管費用}}{\text{營業收入}}$	= 營業利益率
2006A	72.9%	10.5%	9.1%	7.5%
2007A	79.9%	3.0%	6.2%	10.9%
2008F	77.3%	6.7%	4.8%	11.2%
2009F	77.3%	7.8%	5.0%	9.9%
2010F	76.3%	6.8%	5.0%	11.9%
至12月31日	1/ $\frac{\text{營業運用資金}}{\text{營業收入}}$	+ $\frac{\text{淨固定資產}}{\text{營業收入}}$	+ $\frac{\text{什項資產}}{\text{營業收入}}$	= 資本周轉率
2006A	0.0	0.7	0.0	1.3
2007A	(0.0)	1.1	0.1	0.9
2008F	(0.0)	0.8	0.0	1.2
2009F	(0.0)	0.7	0.1	1.4
2010F	(0.0)	0.5	0.0	1.9
至12月31日	營業利益率	x 資本周轉率	x 1 - 有效現金稅率	= 稅後 ROIC
2006A	7.5%	1.3	97.7%	9.7%
2007A	10.9%	0.9	90.1%	8.6%
2008F	11.2%	1.2	86.8%	11.4%
2009F	9.9%	1.4	86.5%	11.9%
2010F	11.9%	1.9	86.3%	19.7%

资料来源：公司资料及凯基证券集团预估