

云维股份 (600725.SS/600725 CH)

公司业绩将逐渐走出困境

Rmb13.46

减持

从 持有

评级调降

财测下修

✓ 王志霖

✓V 886.2.2181.8730

✗ stephen.wang@kgi.com.tw

✓ 张琼钢 (Coordinator)

✓V 86.21.6125.8680

四季度产品价格和成本倒置，出现大幅亏损是导致

2008 年业绩远低于预期得主要原因

下游行业需求的逐渐回升，以及价格、成本逐渐形成新的平衡，公司将走出低谷

目标价 9 元，下调评级至「减持」

四季度产品价格成本倒挂，导致业绩大幅下滑

2008 年云维股份主营业务收入 53.29 亿元，略低于我们之前 57 亿元的预测；净利润 1.33 亿元，每股收益 0.46 元，远低于我们之前每股收益 0.96 元的预测（市场平均预测为 1.09 元/股）。这主要是四季度，产品价格大幅下跌，云维股份的主要产品焦炭、甲醇、PVA、纯碱、醋酸乙烯等产品的价格从 2008 年三季度末开始大幅下跌，最高点到最低点的跌幅分别达到 50%、70%、60%、50%，而主要原材料主焦煤的最大跌幅仅为 35% 左右，产品价格跌幅远大于成本跌幅，加上之前由于原料供应紧张，公司库存了较多的高价原料，导致成本和价格倒置，进而导致四季度出现高达 1.4 亿元的亏损。

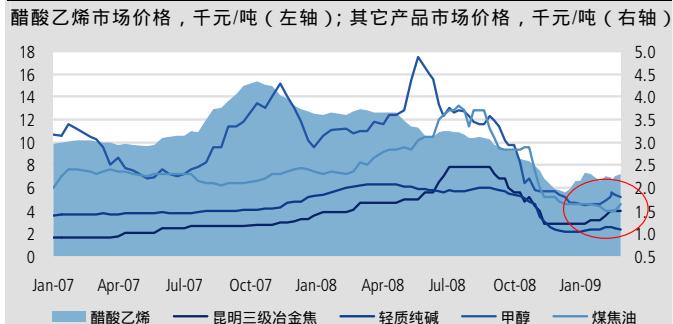
主要产品价格逐渐企稳

今年年初，随着产品价格急速下跌，跌破成本线后，价格逐渐企稳，并且春节过后，随着下游需求逐渐上升，多数化工产品价格出现小幅反弹，云维股份的主要产品焦炭、甲醇、PVA、纯碱、醋酸乙烯等产品的价格分别较最低点反弹了 25%、10%、18%、6%、28%，并且基本摆脱亏损的局面，经营情况较去年四季度有大幅改善，但目前盈利能力不仅与 2008 年上半年无法相比，甚至较 2007 年还是差很多。

未来一段时间，我们认为行业情况基本维持目前状况，或者略有好转，不太可能出现 08 年四季度大幅亏损的情况，也不太可能大幅好转，主要是经济不景气，导致下游需求比较疲弱：焦炭的下游—钢铁行业，根据中钢协的预测，2009 年国内钢铁的需求将同比下降 10%；PVA 的下游—纺织行业，由于出口订单大幅下降，需求不可

避免的下滑；纯碱的下游玻璃、氧化铝、日化产品，受经济下滑影响，开工率一直较低；甲醇行业，一方面需求下降，另一方面产能扩展太快，导致供大于求。因此，09 年的业绩不容乐观。

图一：主要产品价格企稳，并略有回升



资料来源：化工在线 (chemsino.com) 中国煤炭资源网 (www.sxcoal.com)

大量项目在建，期待增发缓解资金压力

目前公司有大量在建工程，截至 2008 年底云维股份在建工程近 18 亿元，达到现有固定资产总额的 54%，大量的在建项目使得公司的资金压力很大，目前资产负债率高达 74%，并且不少项目目前还处于建设初期，未来对资金的需求量会更大，由于短期业绩很难有大幅改善，对资金压力的缓解还有赖于公开增发再融资的尽快实现。

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 09-10 年的 EPS 由 0.96 元、0.83 元至 0.4 元、0.6 元，给予 2011 年 0.95 元的 EPS 预测。根据目前 A 股的估值水平，给予 2010 年 15 倍 PE，目标价由 8.3 元上调至 9.0 元，由于目前估值过高，而行业短期无法彻底复苏，我们下调评级由「持有」至「减持」。

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)
2008A	5,329	683	367	613	133	0.46
2009F	5,578	719	385	651	117	0.40
2010F	6,277	845	469	794	175	0.60
2011F	6,928	985	569	927	275	0.95
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 (%)
2008A	1.9	27.3	10.6	54.7	1.7	8.6
2009F	1.2	18.0	16.3	33.3	1.2	7.1
2010F	1.0	13.8	10.6	22.3	1.1	9.8
2011F	0.9	10.4	10.6	14.2	1.0	13.6
产业	化学	52 周股价 (低/高):				
12 个月目标价 (人民币元)	9.0	市值 (十亿元/美金百万):				7.8 - 39.1
上涨/下跌空间 (%)	(33.1)	流通在外股数 (百万股):				4/542
上涨空间排名 (percentile, %)	14	不受大股东掌控股数 (百万股):				290
股利收益率 12/09 估 (%)	N.A.	外资持有股数 (百万股):				91
每股净值 12/09 估 (人民币元)	5.9	3 个月平均日成交量 (百万股):				N.A.
价格每股净值比 12/09 估 (X)	2.3	股价绝对表现 % (3, 6, 12 个月)				24.9; -4.8; -65.4
净负债比率 12/09 估 (%)	176.7	股价相对表现 % (3, 6, 12 个月)				18.5; 4.6; -25.9