

二甲醚业务 2009 年将注入

2008 年年报点评

报告关键点：

- 2008年业绩公司大幅下滑
- 二甲醚业务2009年将注入上市公司
- 调低评级为“增持 - A”

报告摘要：

- 2008年业绩公司大幅下滑 四季度出现亏损** 2008年实现主营收入7.83亿元，同比增长11.42%，实现归属上市公司股东的净利润846万元，同比下降49.31%，每股收益0.036元，扣除非经产性损益后的净利润仅为46.8万元，扣除非经产性损益后的每股收益0.002元。08年四季度由于产品价格的显著下滑，销售不畅，导致四季度出现亏损。
- 二甲醚业务2009年将注入上市公司**：资产注入方案已经报到证监会，等待批准，估计2009年上半年内实施定向增发。同时，公司承诺，将新奥集团的二甲醚和甲醇在建项目陆续注入上市公司。一系列注入完成后，公司将逐步转型为醇醚燃料替代能源企业。
- 二甲醚盈利能力不容乐观**：由于2008年石油价格的崩溃，导致二甲醚的替代对象液化气的价格大幅下降，带动二甲醚的价格回落到2650元/吨，行业的盈利能力大幅下滑，需求疲软导致全行业开工率仅为20~30%。我们估计原油价格近期继续在低位徘徊，二甲醚盈利能力不容乐观。公司的二甲醚原料由国际主要的甲醇供应商梅森供应，价格较低，在1600元/吨左右，和同行业比较，公司的成本较低。同时，公司开发了少量气雾剂型的二甲醚产品，毛利率显著高于燃料型的产品。但面临供需过剩的行业态势，盈利能力较2008年明显降低。
- 调低评级为“增持 - A”**：我们预计二甲醚资产注入后，09年摊薄每股收益为0.13元，2010年不考虑甲醇资产注入摊薄每股收益为0.19元，如果考虑2009年甲醇资产注入，摊薄每股收益为0.33元，调低评级为“增持 - A”。

评级：

增持-A

上次评级：买入-A

目标价格：

7.50 元

期限：6 个月 上次预测：25.00 元

现价：6.94 元

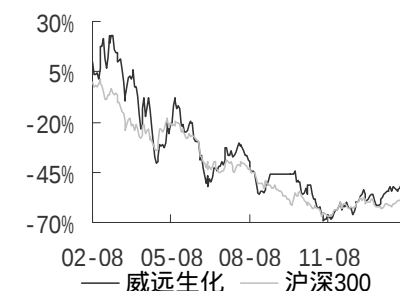
报告日期：

2009-02-04

市场数据

总市值(百万元)	1,640.92
流通市值(百万元)	1,228.81
总股本(百万股)	236.44
流通股本(百万股)	177.06
12 个月最高/最低	4.03/17.60 元
十大流通股东(%)	19.06%
股东户数	39,301

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	2.79	27.09	7.51
绝对收益	18.81	56.65	(49.89)

研究员

刘军

首席行业分析师

021-68766167

liujun@essences.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2006	2007	2008	2009E	2010E
营业收入	626.7	703.3	783.6	1,819.2	2,637.8
Growth(%)	28.0%	12.2%	11.4%	132.2%	45.0%
净利润	37.6	20.3	10.2	51.9	193.4
Growth(%)	52.0%	-46.2%	-49.3%	388.9%	272.6%
毛利率(%)	6.4%	1.8%	22.1%	21.5%	25.0%
净利润率(%)	5.0%	2.4%	1.1%	2.3%	5.8%
每股收益(元)	0.13	0.07	0.04	0.13	0.33
每股净资产(元)	1.57	1.65	1.69	1.68	1.85
市盈率	52.7	98.0	193.4	52.1	20.7
市净率	4.4	4.2	4.1	4.1	3.7
净资产收益率(%)	10.1%	5.2%	2.5%	9.9%	22.7%
ROIC(%)	8.8%	6.2%	5.8%	8.0%	11.0%
EV/EBITDA	-135.8	-69.2	23.6	15.9	10.7
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

前期研究成果

威远生化：醇醚替代能源巨头悄然显现
2008-02-22

财务报表预测和估值数据汇总
单位 **百万元** **模型更新时间** **2009-2-2**

利润表	2006	2007	2008E	2009E	2010E	财务指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	626.7	703.3	783.6	1,819.2	2,637.8	成长性					
减: 营业成本	586.5	690.7	610.2	1,428.5	1,978.4	营业收入增长率	28.0%	12.2%	11.4%	132.2%	45.0%
营业税费	2.7	1.6	2.4	3.6	5.3	营业利润增长率	82.7%	-57.3%	-71.8%	1275.4%	268.2%
销售费用	39.9	45.3	52.8	98.3	145.1	净利润增长率	52.0%	-46.2%	-49.3%	388.9%	272.6%
管理费用	47.1	44.3	59.8	111.9	118.7	EBITDA 增长率	-20.2%	92.0%	-468.0%	134.2%	98.0%
财务费用	32.2	37.8	44.6	82.6	118.6	EBIT 增长率	19.1%	48.3%	-166.9%	204.2%	145.1%
资产减值损失	1.5	0.5	7.9	26.0	20.6	NOPLAT 增长率	58.9%	-16.0%	-9.2%	123.6%	148.1%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	18.6%	-3.3%	63.0%	81.0%	25.7%
投资和汇兑收益	1.0	5.1	-0.9	-	-	净资产增长率	11.2%	5.4%	2.4%	30.8%	63.0%
营业利润	41.1	17.6	5.0	68.2	251.2	利润率					
加: 营业外净收支	-0.5	3.5	6.1	-	-	毛利率	6.4%	1.8%	22.1%	21.5%	25.0%
利润总额	40.7	21.1	11.1	68.2	251.2	营业利润率	6.6%	2.5%	0.6%	3.8%	9.5%
减: 所得税	3.0	0.8	0.9	16.3	57.8	净利率	5.0%	2.4%	1.1%	2.3%	5.8%
净利润	37.6	20.3	10.2	51.9	193.4	EBITDA/营业收入	-2.6%	-4.4%	14.6%	14.7%	20.1%
资产负债表	2006	2007	2008E	2009E	2010E	EBIT/营业收入	-8.0%	-10.5%	6.3%	8.3%	14.0%
货币资金	62.1	58.0	39.2	91.0	131.9	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	187	163	281	251	258
应收帐款	312.8	266.0	270.1	627.1	909.3	流动营业资本周转天数	187	193	145	75	81
应收票据	3.0	4.8	4.3	10.0	14.5	流动资产周转天数	327	306	240	150	170
预付帐款	94.8	81.5	82.2	83.6	85.6	应收帐款周转天数	75	98	97	71	83
存货	159.4	151.3	100.3	234.8	325.2	存货周转天数	94	80	58	33	38
其他流动资产	-0.0	0.0	-11.3	-11.3	-11.3	总资产周转天数	624	573	628	474	489
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	481	458	531	399	400
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	34.1	32.2	32.2	32.2	32.2	ROE	10.1%	5.2%	2.5%	9.9%	22.7%
投资性房地产	3.8	3.6	-	-	-	ROA	3.2%	1.9%	0.6%	1.7%	4.8%
固定资产	329.7	308.3	916.0	1,625.0	2,151.8	ROIC	8.8%	6.2%	5.8%	8.0%	11.0%
在建工程	45.0	54.3	92.6	295.5	237.3	费用率					
无形资产	114.4	111.5	111.6	111.7	111.8	销售费用率	6.4%	6.4%	6.7%	5.4%	5.5%
其他非流动资产	2.4	4.5	19.0	38.2	37.7	管理费用率	7.5%	6.3%	7.6%	6.1%	4.5%
资产总额	1,161.5	1,077.7	1,656.0	3,137.6	4,025.9	财务费用率	5.1%	5.4%	5.7%	4.5%	4.5%
短期债务	554.2	495.2	733.1	1,670.7	1,807.4	三费/营业收入	19.0%	18.1%	20.1%	16.1%	14.5%
应付帐款	176.3	143.8	175.5	410.9	569.1	偿债能力					
应付票据	29.7	30.0	25.1	58.7	81.3	资产负债率	68.1%	63.7%	75.8%	83.3%	78.8%
其他流动负债	30.1	17.7	21.7	73.5	114.4	负债权益比	213.2%	175.6%	313.4%	499.0%	371.6%
长期借款	-	-	300.0	400.0	600.0	流动比率	0.80	0.82	0.51	0.47	0.57
其他非流动负债	0.4	-	-	-	-	速动比率	0.60	0.60	0.40	0.36	0.44
负债总额	790.6	686.7	1,255.5	2,613.8	3,172.3	利息保障倍数	-1.55	-1.96	1.11	1.83	3.12
少数股东权益	18.3	21.9	23.3	32.3	65.7	分红指标					
股本	236.4	236.4	236.4	311.4	461.4	DPS(元)	-	-	-	-	-
留存收益	116.2	132.7	140.8	180.0	326.5	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	370.9	391.0	400.5	523.8	853.6	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表	2006	2007	2008E	2009E	2010E	业绩和估值指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
净利润	37.6	20.3	10.2	51.9	193.4	EPS(元)	0.13	0.07	0.04	0.13	0.33
加: 折旧和摊销	37.3	46.7	64.5	116.3	159.3	BVPS(元)	1.57	1.65	1.69	1.68	1.85
资产减值准备	2.0	0.5	7.9	26.0	20.6	PE(X)	52.7	98.0	193.4	52.1	20.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.4	4.2	4.1	4.1	3.7
财务费用	25.8	32.2	37.7	44.6	82.6	P/FCF	-	-131.7	-207.5	-26.3	-18.2
投资收益	-1.0	-5.1	0.9	-	-	P/S	2.6	2.3	2.1	1.2	1.2
少数股东损益	6.6	3.6	1.7	10.5	39.3	EV/EBITDA	-135.8	-69.2	23.6	15.9	10.7
营运资金的变动	-92.8	2.6	71.8	-203.8	-177.9	CAGR(%)	11.3%	112.1%	188.4%	-	-100.0%
经营活动产生现金流量	-6.6	116.2	201.7	83.6	353.3	PEG	4.6	0.9	1.0	-	-0.2
投资活动产生现金流量	-59.8	-25.1	-721.0	-1,040.1	-620.1	ROIC/WACC	1.1	0.8	0.7	1.0	1.4
融资活动产生现金流量	97.6	-95.2	493.3	1,029.9	368.1	REP	2.2	3.1	2.6	1.6	1.3

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

刘军,石油与化工行业首席研究员,化工硕士,5年证券研究经历,8年中国石化工作经验,曾获2005年度"新财富"化工行业最佳分析师第四名,2007年4月加盟安信证券研究中心

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写,研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则,以合法渠道获得这些信息,尽可能保证可靠、准确和完整,但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据,不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证,无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息,但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易,并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布,需注明出处为安信证券研究中心,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

买入 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数15%以上;
 增持 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%至15%;
 中性 — 未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%;
 减持 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%至15%;
 卖出 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数15%以上;

风险评级:

A — 正常风险,未来6个月投资收益率的波动小于等于沪深300指数波动;
 B — 较高风险,未来6个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动;

销售联系人

张勤 021-68763879	上海联系人 zhangqin@essences.com.cn	南方 021-68765206	上海联系人 nanfang@essences.com.cn
李国瑞 021-68763872	上海联系人 ligr@essences.com.cn	李昕 010-66581689	北京联系人 lixin@essences.com.cn
马正南 010-66581668	北京联系人 mazn@essences.com.cn	潘琳 0755-82558268	深圳联系人 panlin@essences.com.cn
张茜萍 0755-82558089	深圳联系人 zhangqp@essences.com.cn	王远洋 0755-82558087	深圳联系人 wangyy3@essences.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道2008号中国凤凰大厦1栋7层
 邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层
 邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座19层
 邮编: 100034