

山西三维 (000755): 08 年艰难前行, 09 年或见阳光

增持 (维持)

化纤

当前股价: 6.12 元

报告日期: 2009 年 3 月 3 日

主要财务指标 (单位: 百万元)

	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	2,713	2,645	3,307	4,180
(+/-)	31.48%	-2.50%	25.03%	26.38%
营业利润	479	-42	224	350
(+/-)	161.98%	-109%	-	56.10%
归属于母公司 的净利润	330	14	168	262
(+/-)	148.82%	-96.11%	1212.4%	56.10%
每股收益 (元)	0.70	0.03	0.36	0.56
市盈率 (倍)	9	224	17	11

公司基本情况 (2009 年 3 月 3 日止)

总股本/已流通股 (万股)	46,926/33,879
流通市值 (亿元)	20.75
每股净资产 (元)	4.61
资产负债率 (%)	49.94

股价表现 (最近一年)



天相能源与基础设施组

联系人: 丁思德

010-66045431 dingsd@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 2008 年, 公司实现营业收入 26.45 亿元, 同比减少 2.5%; 实现营业利润-4,202 万元, 同比减少 108.6%; 实现归属于母公司所有者的净利润 1,377 万元, 同比减少 95.9%; 基本每股收益 0.03 元。由于公司 PTMEG 项目已经启动, 资金缺口较大, 因此本年度不分红不送股。
- 第四季度亏损, 吞噬前三季度利润。**前三季度, 公司实现净利润 1.24 亿元, 而全年仅实现净利润 1,377 万元, 因此公司第四季度亏损较为严重。08 年, 主要下游纺织、轻工、房地产等行业受金融危机影响较大, 需求大幅下降, 公司主营产品 BDO、PVA 等价格全年处于下跌通道, 公司利润空间被大幅挤压, 第四季度出现亏损, 吞噬了公司前三季度的利润。
- 主营产品毛利率下滑明显。**08 年, PVA 系列产品毛利率为 4.98%, 同比下滑 11 个百分点; BDO 系列产品毛利率为 21.43%, 同比下滑 23 个百分点; 综合毛利率 11.57%, 同比下滑 16 个百分点。由于技术的扩散以及产能的扩增, 公司 BDO 产品毛利率下降是一个趋势, 但是目前下滑的程度我们认为属于非常态, 随着原油价格的企稳, 公司 BDO 毛利率有望回升。
- 09 年国内 BDO 供应或偏紧, 价格有望继续回升。**随着新疆美克 6 万吨/年 BDO 装置的投产, 国内 BDO 产能已达 20.8 万吨/年, 但国内需求量在 22 万吨/年左右, 因此存在一定的缺口, 虽然 09、10 年有部分产能在建, 但是由于行业目前盈利空间相对较小, 因此我们认为这些产能或将延期投产, 09 年全年 BDO 供应或仍将处于偏紧态势, 目前 BDO 价格处于低位, 后续有望出现上涨。
- 募集资金项目保证公司未来业绩。**7.5 万吨/年顺酐法 BDO 目前已经投产, 由于没有配套建设下游产品产能, 因此公司新增 BDO 将大部分用于外销。20 万吨/年粗笨精制项目以及 2 万吨/年 PVA 项目也已开始生产, 是公司未来收入、利润增长的重要保证。
- 风险提示。**(1) 国际原油价格低位运行, 公司炔醛法 BDO 成本优势可能会减弱; (2) 下游行业目前处于低谷期, 公司主要产品价格上涨乏力。

- **盈利预测及评级。**我们预计公司09-10年每股收益分别为0.36元和0.56元，以3月2日6.12元的收盘价计算，对应的动态市盈率分别为17倍和11倍，估值水平与目前优质化工类上市公司相当，我们认为公司所处行业后续需求有望反弹，维持公司“增持”评级。

图表：山西三维盈利预测

单位：万元	2007A	2008A	2009E	2010E
一、营业收入	271,333	264,537	330,742	418,007
增长率(%)	31.48%	-2.50%	25.03%	26.38%
减：营业成本	193,010	234,111	272,629	337,906
毛利	78,323	30,426	58,113	80,101
增长率(%)	76.97%	-61.15%	91.00%	37.83%
营业税金及附加	1,473	960	1,654	2,090
减：销售费用	8,007	9,291	9,922	12,540
管理费用	11,485	12,547	14,222	17,974
财务费用	7,544	6,019	9,922	12,540
期间费用率(%)	9.96%	10.53%	10.30%	10.30%
资产减值损失	1,944	5,812	-	-
加：投资收益	-	-	-	-
公允价值变动收益	-	-	-	-
二、营业利润	47,872	-4,202	22,393	34,956
营业利润率(%)	17.64%	-1.59%	6.77%	8.36%
营业外收入	599	560	-	-
营业外支出	432	267	-	-
三、利润总额	48,039	-3,910	22,393	34,956
增长率(%)	174.90%	-108.14%	-	56.10%
净利润率(%)	17.70%	-1.48%	6.77%	8.36%
减：所得税	15,112	-5,190	5,598	8,739
实际税负比率(%)	31.46%	132.73%	25.00%	25.00%
四、净利润	32,927	1,280	16,795	26,217
增长率(%)	148.82%	-96.11%	1212.34%	56.10%
归属于母公司所有者的净利润	32,957	1,377	16,795	26,217
净利润率(%)	12.14%	0.48%	5.08%	6.27%
少数股东损益	-31	-98	0	0
每股收益(元)	0.70	0.03	0.36	0.56

资料来源：天相投资顾问有限公司

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82722762 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路28号舜华园小区朝3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250002