

原材料/化学产品

2009 年 3 月 3 日



公司研究

公司点评

投资评级：短期-中性，长期-A

山西三维（000755）：四季度大幅亏损拖累全年业绩

核心观点

1、业绩大幅下滑

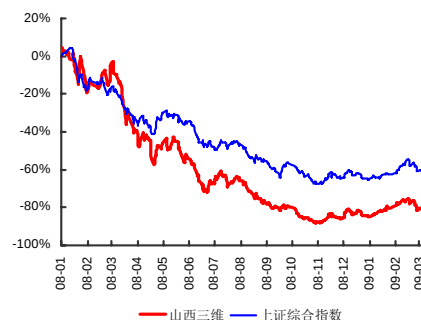
2008 年，公司共实现营业收入 26.45 亿元，同比下降 2.50%；营业利润-4202 万元，同比下降 108.60%；归属于上市公司股东的净利润 1377.4 万元，同比下降 95.94%；基本每股收益 0.03 元/股，同比下降 96.00%；扣除非经常性损益后的基本每股收益-0.07 元/股，同比下降 109.46%；全面摊薄净资产收益率 0.64%，扣除非经常性损益后全面摊薄净资产收益率-1.58%；归属于上市公司股东的每股净资产 4.621 元/股。

2、业绩大幅下滑是由于四季度经营的迅速恶化

公司业绩大幅下滑，主要是由于下半年、特别是四季度经营的迅速恶化。下半年，宏观经济快速下滑，与公司密切相关的纺织、轻工、房地产等行业都受到很大的冲击，一些外向型、劳动密集型企业纷纷停产放假，有些甚至倒闭。10 月份以来，市场竞争更加激烈，供需矛盾非常突出，下游需求极度萎靡，产品价格狂跌不止，销售严重受阻。更为严重的是，钢铁行业的整体不景气，极大影响了焦化行业，进而又严重影响了公司的焦炉气供应，部分生产装置能力无法有效发挥。

2008 年下半年，公司主营产品毛利率下滑迅速，其中 PVA 系列产品由上半年的 12.3%下降到-3.1%，丁二系列产品由 28.0%下降到 18.3%，胶粘剂系列由 24.8%下降到 20.4%（如表 1）。四季度的经营亏损，加上资产减值（合计 5812 万元，其中存货跌价 4666 万元，坏账 1146 万元），完全侵蚀了前三季度的盈利（如图 1），而全年仅依靠 4600 万元的技术改造国产设备投资抵免企业所得税，才得以保持微利。

山西三维与上证综指走势对比



市场数据

指标	数值
最新股价（元）	6.38
年内最高（元）	36.76
年内最低（元）	3.72

研究员：伍颖

电话：010—84183343

E-mail: wuying@guodu.com

联系人：周红军

电话：010—84183380

E-mail: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

3、行业已见底，但业绩回升取决于下游需求的真正复苏

由于国际油价企稳、企业“去库存化”基本结束，我们判断，化工行业经营业绩已经见底。随着化工传统旺季来临，公司的 BDO、PVA 等生产开工率正逐步回升。但是，公司未来业绩回升仍然取决于下游纺织、轻工、房地产等行业景气的真正复苏。

4、一旦市场环境好转，新建项目将是未来业绩增长点

公司 7.5 万吨/年丁二醇项目、1.6 万吨干粉胶项目已基本建成，20 万吨/年粗苯精制项目、5 万吨 EVA 乳液项目已建成试生产，3 万吨 PTMEG 项目正在筹备中。一旦市场环境好转、化工行业景气回升，公司原有生产装置开工率完全恢复和新建项目顺利投产后，公司未来业绩将大幅提升。

5、维持“短期-中性，长期-A”的投资评级

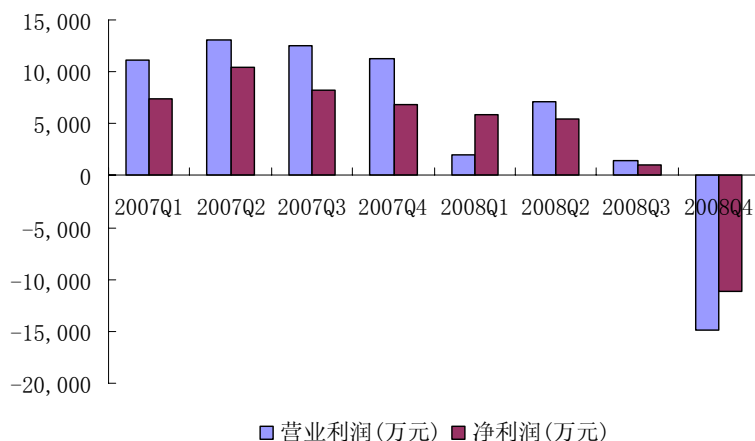
我们预计，2009、2010 年公司 EPS 分别为 0.13、0.30 元/股，对应 2009、2010 年动态市盈率分别为 49、21 倍。鉴于未来业绩增长仍有待化工行业景气的真正复苏，我们维持“短期-中性，长期-A”的投资评级。

表 1 主营产品毛利率情况

		2008H1	2008H2
1	PVA 系列	12.3%	-3.1%
2	丁二系列	28.0%	18.3%
3	胶粘剂系列	24.8%	20.4%

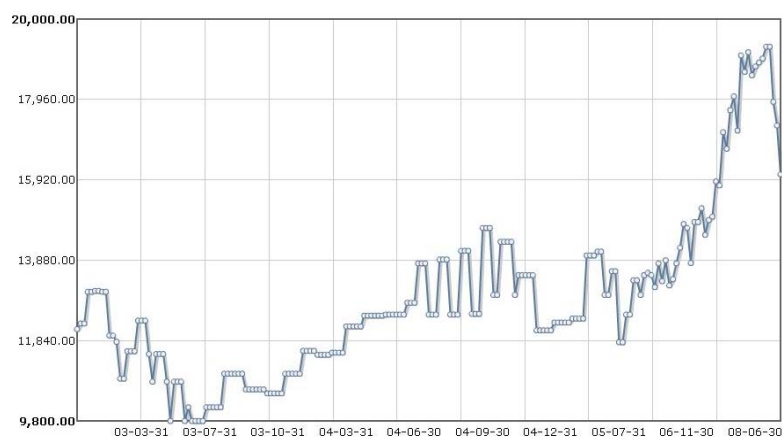
资料来源：公司公告，国都证券研究所

图 1 公司利润变化情况



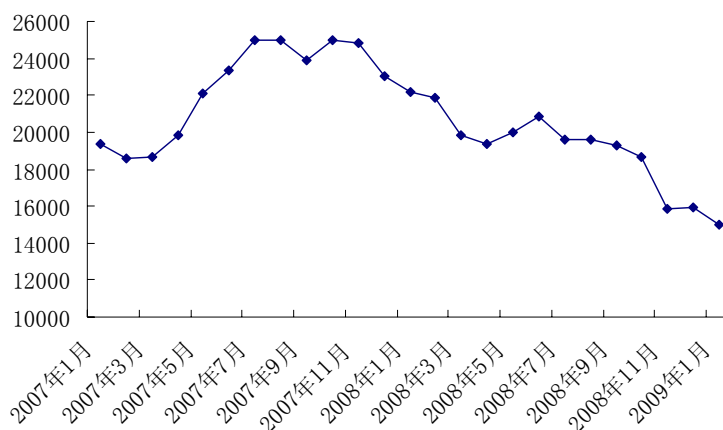
资料来源：公司公告，国都证券研究所

图 2 聚乙烯醇（1799）平均价格走势（元/吨）



资料来源：国都证券研究所

图 3 1,4-丁二醇价格走势（元/吨）



资料来源：石化协会，国都证券研究所

表 2 利润预测表

	2007	2008	2009E	2010E
营业总收入(万元)	271333	264537	322650	485800
营业总成本(万元)	223462	268740	314415	467061
营业成本(万元)	193010	234111	279569	414595
营业税金及附加(万元)	1473	960	1291	1943
销售费用(万元)	8007	9291	11293	17003
管理费用(万元)	11485	12547	15165	22833
财务费用(万元)	7544	6019	7098	10688
资产减值损失(万元)	1944	5812	0	0
营业利润(万元)	47872	(4202)		
加：营业外收入(万元)	599	560	0	0
减：营业外支出(万元)	432	267	0	0
利润总额(万元)	48039	(3910)	8235	18739

减：所得税(万元)	15112	(5190)	1976	4497
净利润(万元)	32927	1280	6258	14241
减：少数股东损益(万元)	(31)	(98)	0	0
归属于母公司所有者的净利润(万元)	32957	1377	6258	14241
基本每股收益(元)	0.87	0.03	0.13	0.30

资料来源：国都证券研究所

国都证券投资评级

表 1: 国都证券行业投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期 评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

表2: 国都证券公司投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	强烈推荐	预计未来6 个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6 个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6 个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	减持	预计未来6 个月内, 股价跌幅在5%以上
长期 评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明: 本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员 不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 投资者据此操作, 风险自负。