

山西三维 (000755)

业绩下降超预期，恢复增长难度大

任静

010-59312820

renjing@gtjas.com

年报点评

本报告导读：

投资要点：

● 08 年公司实现营业收入 26.45 亿元，同比下降 2.50%；营业利润-4202.46 万元，同比下降 108.60%；净利润 1279.77 万元，同比下降 96.14%，扣除非经常性损益后净利润亏损 3424 万元，同比下降 110.25%。每股收益仅 0.03 元，摊薄 ROE0.64%，每股经营现金流 0.448 元。利润不分配。

● 原料供应紧张、产品价格暴跌和金融危机是影响公司盈利能力的主要原因。一年来，从原材料到系列产品的价格先涨后跌、部分生产装置开工率下降，使公司营业压力增加 22.37% 营业利润同比减少 61.73%。产品毛利率普遍大幅下降，综合毛利率为 11.25%，比上年同期的 28.84% 低 60%。

● 曾经作为公司近年来发展和盈利重点的 BDO 系列价格的大跌，年初到年底 BDO 跌 44%、四氢呋喃跌 43%、PTMEG 跌 37.5%，该系列毛利率下降超过 50%，结束了该类产品的高盈利时代。

● 因为开工率一直不足，公司第四季度增加的存货相对较少，包括原料和商品在内的存货比年初初增加了 8291 万元，公司计提跌价准备 4661 万元。年内公司增加贷款 3.64 亿元，其中短期借款 1.94 亿元，同时在建工程转固 6.55 亿，将使公司 09 年面临较大的财务压力和折旧等费用压力。

● 新建项目中 20 万吨/年粗苯精制项目已经建成并投产，但因为上游钢铁行业和焦化企业景气下降，焦炉气、氢气等原料供应严重短缺，加之产品系列价格下跌，项目亏损严重，投产后实现主营收入 8886 万元，但亏损 2329 万元，毛利率 -26.21%。其它项目如 2.5 万吨 EVA 乳液和 1.6 万吨干粉胶均已建成并投产，但受需求低迷影响，盈利贡献微弱。新建项目的效益提高需要焦化行业和房地产行业的好转。

● 09 年以来，多数产品价格有所回升，运营情况有逐月好转之势。为降低亏损，公司在需求依然低迷的情况下仍然开机运作 BDO 装置而新建 7.5 万吨顺酐法 BDO 尚未完全建成也缺乏运行条件。在油价低位、原料电石高位和国内产能扩张陆续释放的背景下，BDO 价格回升压力较大，公司电石法 BDO 优势减弱，业绩增长难度加大。

● 08 年公司效益下降速度之快和幅度之大远超市场预期。09 年一季度业绩环比好转是肯定的但依然可能在盈亏平衡附近，致使全年业绩可能处于微利状态。但因为底部徘徊时间和回升高度难以准确把握，还需观察经济形势发展和行业环境变化，也使全年业绩有超越我们预期的可能。目前预计 09、10 年 EPS0.05 元、0.14 元，动态市盈率 138 倍和 47 倍。建议短期回避，长期密切关注业绩底部回升的可能性和市盈率从奇高回落正常水平的投资机会。

财务摘要 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	2,713	2,645	2,731	3,403	3,991
(+/-)%	28.6%	-2.5%	3.2%	24.6%	17.3%
经营利润 (EBIT)	564	18	121	188	254
(+/-)%	110.6%	-96.8%	565.3%	55.6%	35.1%
净利润	339	14	23	67	115
(+/-)%	145.1%	-95.9%	66.4%	193.1%	70.7%
每股净收益 (元)	0.72	0.03	0.05	0.14	0.24
每股股利 (元)	0.15	-	-	-	-

利润率和估值指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营利润率 (%)	20.8%	0.7%	4.4%	5.5%	6.4%
市盈率	9.3	230.3	138.4	47.2	27.7
股息率 (%)	2.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：

中性

上次评级：谨慎增持

目标价格：

¥4.5

上次预测：¥12.00

当前价格：

¥6.72

2009.03.04

交易数据

52 周内股价区间 (元)	3.65 ~ 36.40
总市值 (百万元)	2,994
总股本/流通 A 股 (百万股)	469/339
流通 B 股/H 股	0/0
流通股比例	0.72
日均成交量 (百万股)	9.7
日均成交值 (百万元)	86.2

资产负债表摘要 (12/08)

股东权益 (百万元)	2,164.27
每股净资产	4.61
市净率	1.5
净负债率	69.3%

52 周内股价走势图

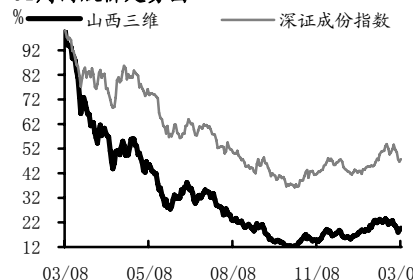
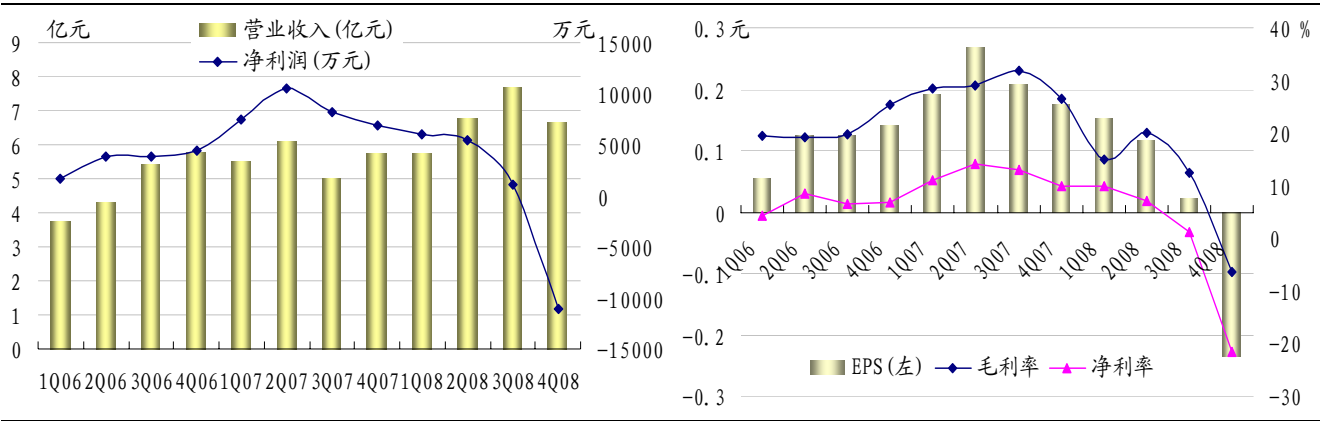


表 1 山西三维分产品 08 年营业收入、营业成本和营业利润同比增长数据

	收入增长%	成本增长%	利润增长%	07 年毛利率%	08 年毛利率%
PVA 系列	6.47	20.54	-67.01	16.07	4.98
丁二系列	-18.89	15.44	-61.19	44.80	21.43
胶粘剂系列	6.88	7.92	3.44	23.21	22.47
脂类	-4.99	8.35	-176.10	7.23	-5.79
苯系列	/	10847.18	/		-26.21
其他	-0.50	20.85	-88.79	19.47	2.19
合计	-1.89	22.37	-61.73	28.84	11.25

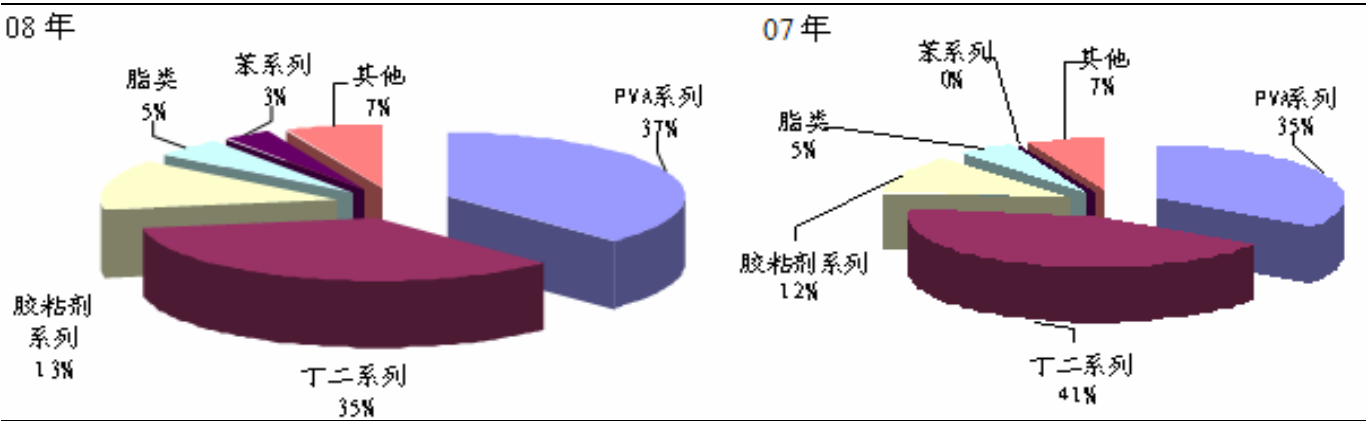
数据来源：国泰君安研究所

图 1 08 年下半年公司盈利快速下降



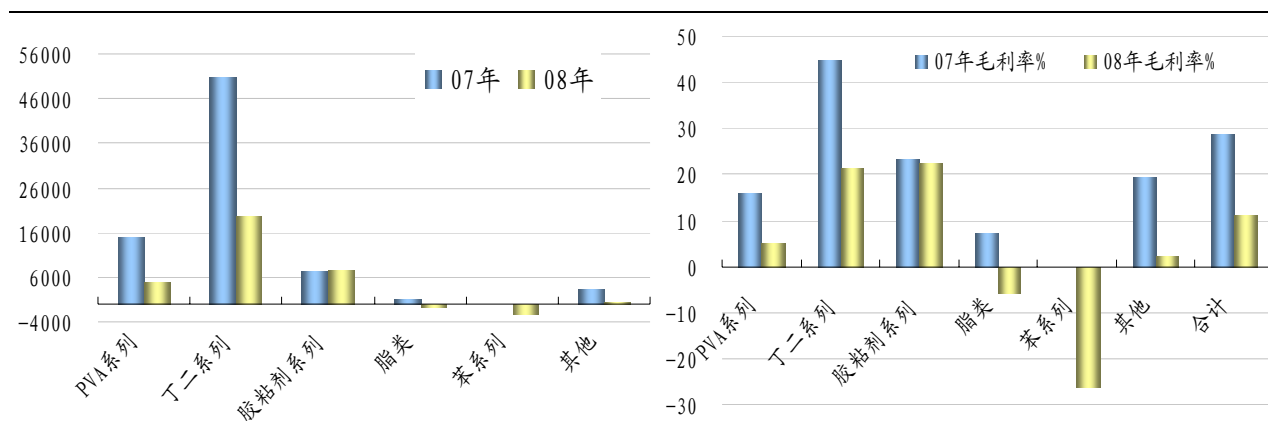
数据来源：国泰君安证券研究所

图 2 08 年丁二醇系列收入占比下降、聚乙烯醇和乳胶系列略有增长



数据来源：国泰君安证券研究所

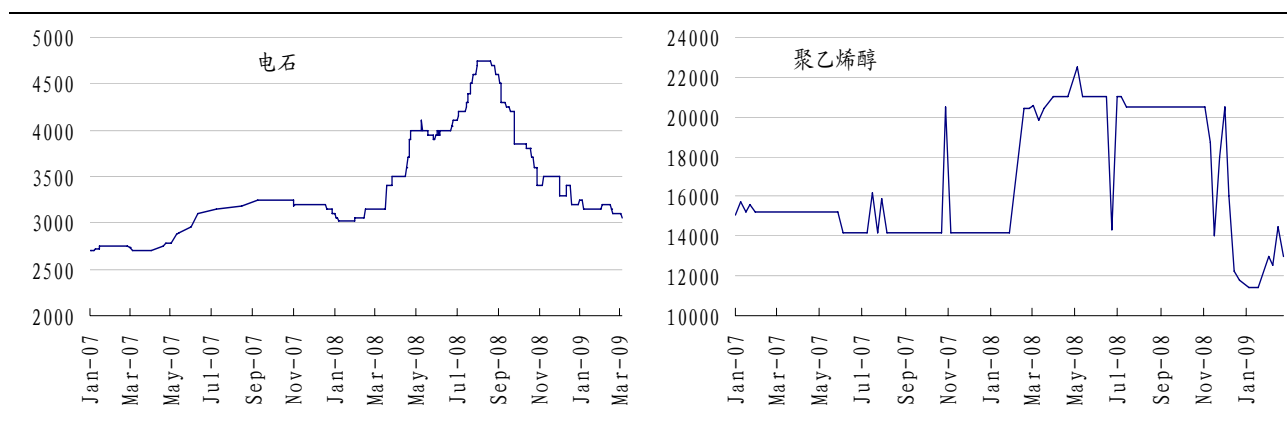
图 3 08 年除乳胶外其它各类产品营业利润（万元）和毛利率大幅下降，乳胶毛利率保持平稳



数据来源：国泰君安证券研究所

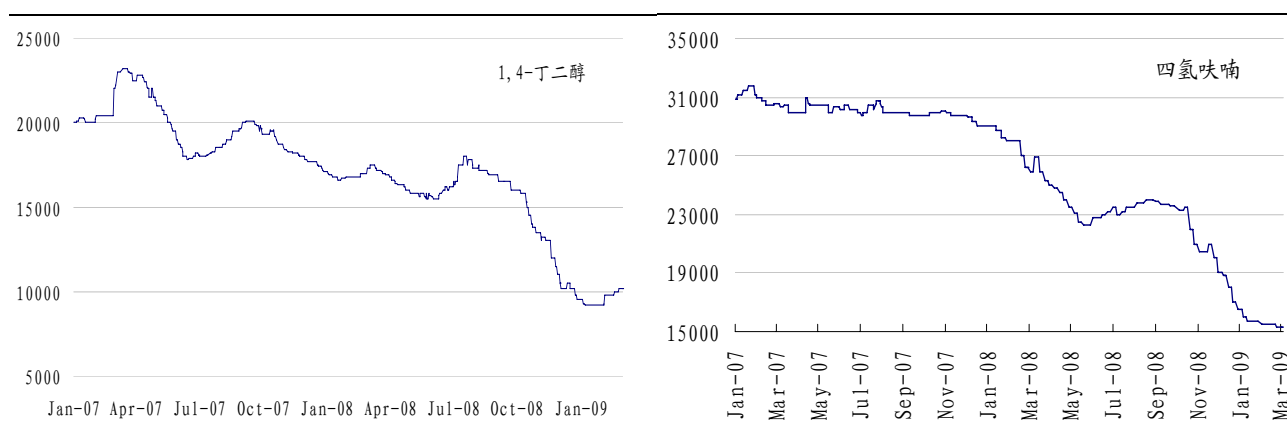
数据来源：国泰君安证券研究所

图 4 08 年原料电石高位维持、聚乙烯醇价格跌幅较小（元/吨）



数据来源：国泰君安证券研究所

图 5 08 年以来丁二醇产品系列价格跌幅较大（元/吨）



数据来源：国泰君安证券研究所

作者简介:

任静: 博士, 毕业于北京大学化学院应用化学系。2001 年进入国泰君安研究所。
目前从事化纤和农药行业研究。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有, 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、刊发, 需注明出处为国泰君安证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;
谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;
中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;
减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;
中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;
减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券研究所

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976666

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com