

2009 年 08 月 04 日

市场数据(人民币)

市价(元)	20.92
已上市流通A股(百万股)	90.79
总市值(百万元)	6,069.51
年内股价最高最低(元)	24.23/8.02
沪深 300 指数	3787.03
上证指数	3462.59
2007 年股息率	1.00%


相关报告

- 1 《年报预减 30%》，2009.2.27

刘波

 (8621)61038283
 liubo@gjzq.com.cn

联系人: 朱莉

 (8621)61038271
 zhuli@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

云维股份 (600725.SH)

——焦炭盈利大幅改善


公司基本情况(人民币)

项 目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
摊薄每股收益(元)	0.385	0.664	0.460	0.159	0.641	1.131
净利润增长率	18.29%	202.97%	-30.68%	-65.47%	303.56%	76.34%
先前预期每股收益(元)				0.430	0.610	
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.115	0.305	0.470
市盈率(倍)	17.29	52.31	21.00	131.67	32.63	18.50
行业优化市盈率(倍)	41.96	67.26	22.51	22.51	22.51	22.51
市场优化市盈率(倍)	25.86	45.72	20.60	20.60	20.60	20.60
PE/G(倍)	0.95	0.26	N/A	-2.01	0.11	0.24
已上市流通A股(百万股)	75.94	75.94	90.79	90.79	90.79	90.79
总股本(百万股)	165.00	290.13	290.13	290.13	290.13	290.13

来源: 公司年报、国金证券研究所 注: “市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论

- 公司上半年大幅亏损主要是由于焦炭业务难以覆盖成本、焦化业务销售价格低迷。不过随着中国经济的复苏及钢铁行业产能利用率及盈利的提升，焦炭价格也呈现上涨趋势。公司焦炭板块盈利也大幅改观，6 月毛利为正，7 月覆盖三项费用，实现了扭亏为盈。
- 目前公司控股的大为制焦（控股比例 96.36%）、大为焦化（54.8%）两家焦化公司分别拥有 200、105 万吨焦炭的产能，其中大为制焦还拥有 20 万吨甲醇、30 万吨煤焦油、10 万吨粗苯精制的焦化产业链；而大为焦化拥有 10 万吨甲醇装置。公司每股拥有的焦炭权益为 0.0086 吨，假设成本不变，如焦炭提价 50 元/吨，年化增厚 EPS0.31 元，业绩弹性很大。
- 我们对 8 月以后的焦炭盈利持相对乐观态度。近期钢铁提价及焦煤价格上涨推动，预计焦炭价格有不断提价预期，公司三季度业绩也有望实现盈利。公司焦炭销售不成问题，主要是由于地域相邻关系，玉溪两钢厂、昆钢、红钢、攀钢、渝钢等钢厂对云南的焦炭需求为 800 多万吨，而目前省缺口 300 万吨以上。
- 近日公司公开增发项目已获得证监会批准，主要项目 2.5 万吨 BDO 及 20 万吨醋酸、CO 制备及锅炉项目。这将延伸公司的乙炔化工、焦化产业链。项目进一步完善后，公司将成为国内最具竞争力的煤化工企业。
- 目前云维集团所拥有的 50 万吨 Shell 合成氨装置开车并不顺利，未来如调试通过，我们预计将被吸收合并进入公司。而且，实际控制人煤化集团在云南拥有煤矿探矿及采矿权，基于“煤-焦-化”一体化发展方向，并不排除后续有注入部分煤炭资源的可能。
- 预计 2009-2011 年公司营业收入 5,159、5,500、7,942 百万元，EPS 分别为 0.159、0.641、1.131 元。短期估值吸引力不足，建议积极参与公开增

发，增发价我们预计在 17-18 元以上。基于焦炭提价及长期优质资产注入预期，仍维持“买入”评级。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	879	3,320	5,329	5,159	5,500	7,942
增长率		277.6%	60.5%	-3.2%	6.6%	44.4%
主营业务成本	-731	-2,742	-4,622	-4,640	-4,812	-6,964
% 销售收入	83.1%	82.6%	86.7%	89.9%	87.5%	87.7%
毛利	149	578	707	519	688	978
% 销售收入	16.9%	17.4%	13.3%	10.1%	12.5%	12.3%
营业税金及附加	-3	-11	-24	-26	-27	-40
% 销售收入	0.4%	0.3%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-30	-93	-125	-124	-132	-191
% 销售收入	3.4%	2.8%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%
管理费用	-49	-113	-143	-139	-148	-214
% 销售收入	5.6%	3.4%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%
息税前利润 (EBIT)	66	362	415	230	380	534
% 销售收入	7.5%	10.9%	7.8%	4.5%	6.9%	6.7%
财务费用	-13	-76	-217	-161	-147	-134
% 销售收入	1.5%	2.3%	4.1%	3.1%	2.7%	1.7%
资产减值损失	0	-14	-48	-1	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	53	271	149	68	232	399
营业利润率	6.0%	8.2%	2.8%	1.3%	4.2%	5.0%
营业外收支	12	0	21	3	3	3
税前利润	65	271	171	71	235	402
利润率	7.4%	8.2%	3.2%	1.4%	4.3%	5.1%
所得税	-1	-27	-24	-11	-35	-60
所得税率	2.3%	9.9%	14.0%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	64	245	147	60	200	342
少数股东损益	0	52	14	14	14	14
归属于母公司的净利	64	193	133	46	186	328
净利率	7.2%	5.8%	2.5%	0.9%	3.4%	4.1%

现金流量表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	64	0	147	60	200	342
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	38	0	298	276	337	365
非经营收益	15	0	222	174	147	137
营运资金变动	35	0	-219	143	13	180
经营活动现金净流	152	0	448	652	698	1,024
资本开支	-116	-1,266	-1,552	61	-106	-107
投资	-100	-341	-44	-1	0	0
其他	0	0	2	0	0	0
投资活动现金净流	-216	-1,608	-1,594	60	-106	-107
股权募资	0	318	74	0	-3	0
债权募资	118	1,411	1,642	-757	-400	-170
其他	-32	-343	-276	-165	-188	-177
筹资活动现金净流	86	1,387	1,440	-923	-592	-347
现金净流量	21	-221	295	-211	0	570

资产负债表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	55	216	511	300	300	870
应收款项	58	263	371	276	294	424
存货	80	371	691	509	527	763
其他流动资产	28	313	120	132	137	197
流动资产	221	1,163	1,693	1,216	1,258	2,254
% 总资产	22.5%	22.6%	23.4%	19.0%	20.2%	32.4%
长期投资	132	152	159	160	159	159
固定资产	621	3,597	5,117	4,828	4,595	4,334
% 总资产	63.1%	70.0%	70.8%	75.4%	73.9%	62.3%
无形资产	10	221	244	198	204	210
非流动资产	764	3,975	5,531	5,187	4,959	4,705
% 总资产	77.5%	77.4%	76.6%	81.0%	79.8%	67.6%
资产总计	985	5,138	7,223	6,404	6,217	6,959
短期借款	308	680	1,324	571	171	0
应付款项	167	967	1,347	1,230	1,281	1,853
其他流动负债	8	189	81	113	117	152
流动负债	484	1,837	2,752	1,914	1,568	2,005
长期贷款	0	1,575	2,573	2,573	2,573	2,574
其他长期负债	0	0	5	0	0	0
负债	484	3,412	5,329	4,487	4,141	4,578
普通股股东权益	498	1,504	1,589	1,597	1,743	2,033
少数股东权益	3	222	306	320	334	348
负债股东权益合计	985	5,138	7,223	6,404	6,217	6,959

比率分析

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
每股指标						
每股收益	0.385	0.664	0.460	0.159	0.641	1.131
每股净资产	3.020	5.185	5.477	5.506	6.006	7.007
每股经营现金净流	0.918	0.979	1.546	2.249	2.405	3.529
每股股利	0.100	0.100	0.300	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	12.76%	12.80%	8.40%	2.89%	10.68%	16.14%
总资产收益率	6.45%	3.75%	1.85%	0.72%	2.99%	4.71%
投入资本收益率	8.50%	8.18%	6.16%	3.86%	6.70%	9.15%
增长率						
主营业务收入增长率	28.90%	277.63%	60.49%	-3.18%	6.60%	44.40%
EBIT增长率	19.38%	413.24%	14.80%	-44.61%	65.21%	40.48%
净利润增长率	18.29%	202.97%	-30.68%	-65.47%	303.56%	76.34%
总资产增长率	21.26%	421.59%	40.58%	-11.35%	-2.91%	11.93%
资产管理能力						
应收账款周转天数	17.0	5.2	5.9	5.8	5.8	5.8
存货周转天数	37.5	30.0	41.9	40.0	40.0	40.0
应付账款周转天数	40.4	27.8	30.2	30.0	30.0	30.0
固定资产周转天数	229.2	360.9	227.5	293.6	298.2	194.6
偿债能力						
净负债/股东权益	50.46%	118.12%	178.71%	148.36%	117.69%	71.58%
EBIT利息保障倍数	5.3	4.8	1.9	1.4	2.6	4.0
资产负债率	49.08%	66.40%	73.77%	70.06%	66.61%	65.79%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	5	5	5	5	5
买入	1	1	1	1	4
持有	0	0	0	0	4
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	1
评分	1.17	1.17	1.17	1.17	1.53

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2007-12-24	买入	31.51	N/A
2 2008-01-23	买入	34.57	N/A
3 2008-07-29	买入	30.17	N/A
4 2009-02-27	买入	14.96	N/A

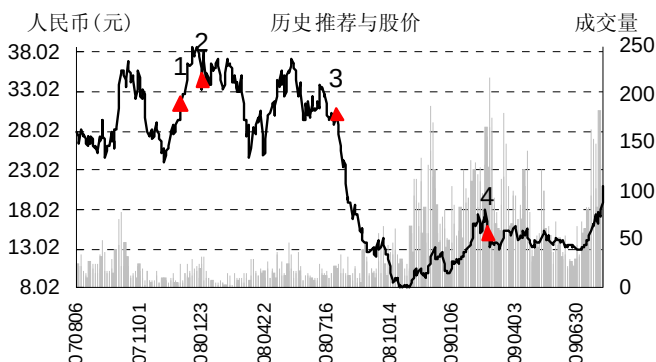
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



投资评级的说明：

- 强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
- 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
- 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次的建议类型调整为本次的建议类型。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。