

云维股份(600725)研究报告

—— 行业业绩底部已过 未来增长可期

首次评级

原材料/化纤

2009 年 8 月 18 日

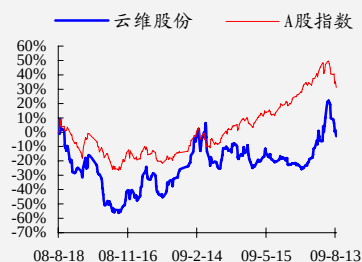
投资要点:

- 云维股份是国内少有的产业链齐全的大型煤化工企业之一，化工产品覆盖焦炭、水泥、电石、纯碱、氯化铵、精甲醇、聚乙烯醇等多个领域。
- 2007 年后，公司通过增发，获得曲靖大为焦化和云南大为制焦的控股权，控制焦炭产能达到 305 万吨。此后，公司化工业务的支柱地位迅速被煤焦业务所取代。焦炭不仅是公司的终端产品，也是其他化工产品的重要原料，收购焦化公司延伸了公司的化工产业链。
- 2009 年下半年，在钢铁行业复苏的拉动下，焦炭行业运行开始逐渐转暖。目前焦炭价格上涨不仅仅依靠压缩供给，下游需求的拉动正敦促整个焦炭行业放开产能限制。
- 从目前整个煤-焦-钢产业链的发展情况来看，2009 年第一季度和第二季度应该就是整个行业生产经营最困难的时期，今年下半年全行业的经营情况都将转好，而且各企业第四季度单季度利润转正将成为大概率事件。
- 不考虑公司增发后的股本变动和新增业务对公司的影响，以化工、焦炭行业目前的发展趋势为假设依据，我们预计云维股份 2009 年-2011 年每股收益为 0.28 元、0.67 元和 0.88 元，分别对应动态市盈率 57 倍、24 倍和 18 倍。无论将其与化工企业还是焦炭企业比较，其估值水平平均处于行业中游，略有优势。
- 云维股份每股蕴含焦炭产能达到 0.01 吨，焦炭价格变化对公司利润影响十分明显：根据我们的测算，公司焦炭平均销售价格每上升 100 元，可增厚公司每股收益约 0.16 元。在目前整个煤-焦-钢产业链的产品价格空间逐步打开的情况下，我们看好公司焦炭产品的发展前景，因此给予公司“谨慎推荐”评级。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率 (%)
2008	532,887	60.49	13,348	(36.42)	0.46		34.84	
2009E	453,563	-14.89	8,173	-38.77	0.28		56.9	
2010E	576,841	27.18	19,509	138.7	0.67		23.84	
2011E	672,123	16.52	25,633	31.4	0.88		18.14	

走势图



市场数据

2009-8-17

收盘价:	16.03 元
52 周最高价:	22.54 元
52 周最低价:	7.30 元
平均持仓成本:	17.44 元

基本数据

2009Q1

总股本 (万股):	29,013
流通 A 股 (万股):	29,013
每股收益 (元):	(0.33)
每股净资产 (元):	5.13
每股经营现金流 (元):	(0.18)
市净率:	3.12

分析师: 王师

邵振华

TEL: (8621)6336 7000-248

FAX: (8621)6337 3209

Email: wangs@nesc.cn

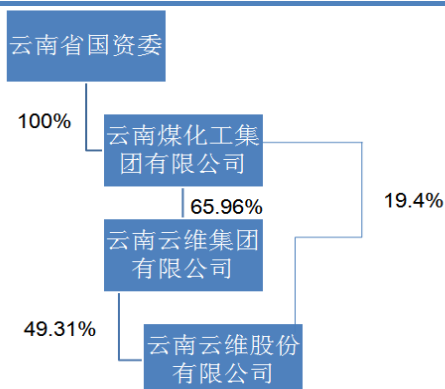
地 址: 上海市延安东路 45 号 20F

(邮编 200002)

一、公司背景简介—业务转型中的煤化工巨头

云南云维股份有限公司地处云南曲靖，是由云南云维集团有限公司于 1996 年发起成立的。公司是国内少有的产业链齐全的大型煤化工企业之一，化工产品覆盖焦炭、水泥、电石、纯碱、氯化铵、精甲醇、聚乙烯醇等多个领域。

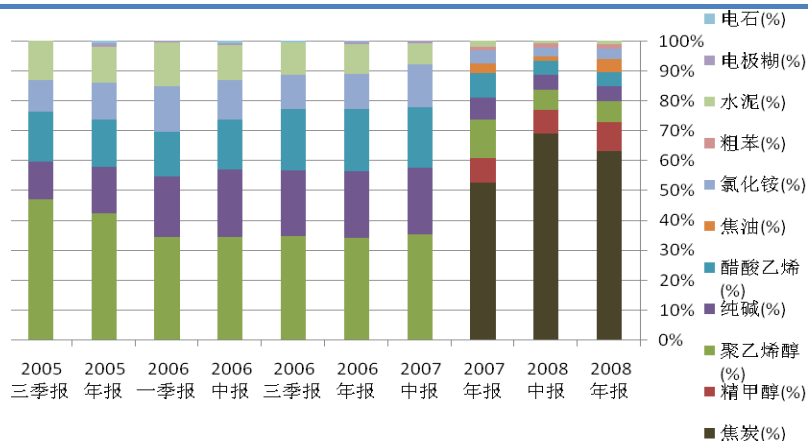
图 1 云维股份股权关系示意图



资料来源：公司公告 东北证券金融与产业研究所

2007 年，公司通过定向增发的方式与云南煤化工集团和云维集团就大为焦化制供气公司、大为制焦有限公司进行了股权置换。增发后，云维股份持有曲靖大为焦化 54.8%和云南大为制焦 96.36%（直接控股 90.91%、间接控股 5.45%）的股权，控制焦炭产能达到 305 万吨。此次的大股东资产注入使得云维股份的主营业务格局发生重大改变，原有化工业务的支柱地位迅速被煤焦业务所取代：2007 年和 2008 年，焦炭业务收入占公司主营业务收入比例分别达到 50.73%、59.49%。2008 年，公司共计完成主营业务收入 53.29 亿元，其中焦炭产品即实现营业收入 31.7 亿元。焦炭产品不仅是公司的终端产品，也是其他化工产品的重要原料，收购焦化公司延伸了公司的化工产业链。

图 2 云维股份分产品收入占主营业务比例



资料来源：公司公告 东北证券金融与产业研究所

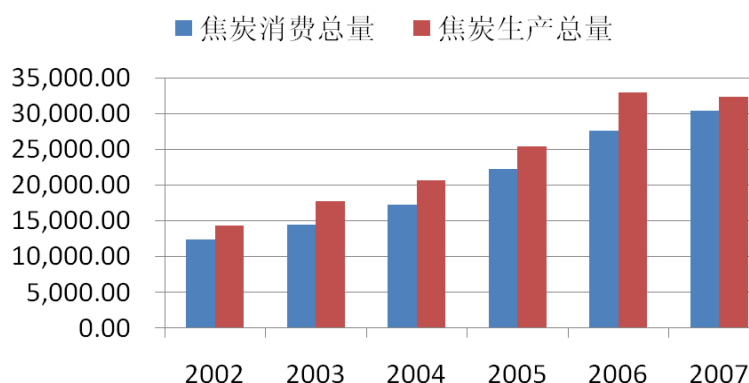
二、云维股份主营业务分析

1. 焦炭业务分析——产业链价格空间打开

1.1 焦炭行业总体分析

炼焦是煤炭深加工利用的重要途径,是将煤炭在隔绝空气的环境中进行干馏的过程,其产物主要包含固体残留物(焦炭)、不挥发的液体(煤焦油)和挥发性气体(焦炉气等)。目前我国的焦炭生产总量和消费总量都已跃居世界首位,2008 年焦炭出口总量占据全球交易量约 4 成。然而,由于焦炭企业普遍缺乏规模优势,大型炼焦企业多是钢铁企业的附属,因此焦炭行业在国内难以形成真正独立的行业,受上游煤炭行业和下游钢铁行业的影响十分明显。

图 3 我国焦炭生产总量与消费总量



资料来源: wind 东北证券金融与产业研究所

2008 年以来,全国焦炭产量持续下滑,月度产量增速逐渐萎缩。去年年底至今,我国焦炭产量一度出现负增长,主要原因就是在经济下滑的大背景下,钢铁产业库存激增,新增生铁产量缩减,导致对焦炭的需求减少。为应对需求减少的不利局面,国内主要焦炭生产省份均通过大幅增加焦炭的结焦时间来主动限制产能。今年第一季度,山西等省份焦炭企业将焦炉产能利用率缩减至 3 到 4 成的水平,其他省份的情况也较为类似。

图 4 全国生铁月度产量和增速

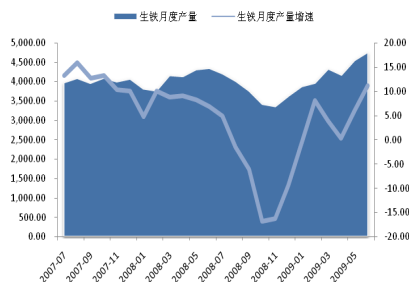
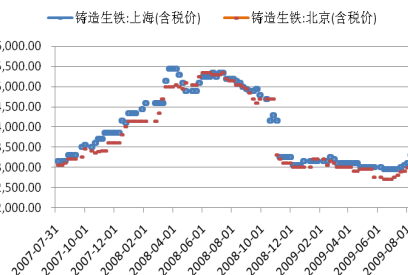


图 5 铸造生铁价格走势



资料来源: wind 东北证券金融与产业研究所

今年第一季度以来，在钢铁行业的逐渐复苏和去库存化的背景下，我国生铁产量增速开始逐渐增加，月度产量于第二季度开始转为正增长，并于6月份重新恢复到两位数的增速水平上。

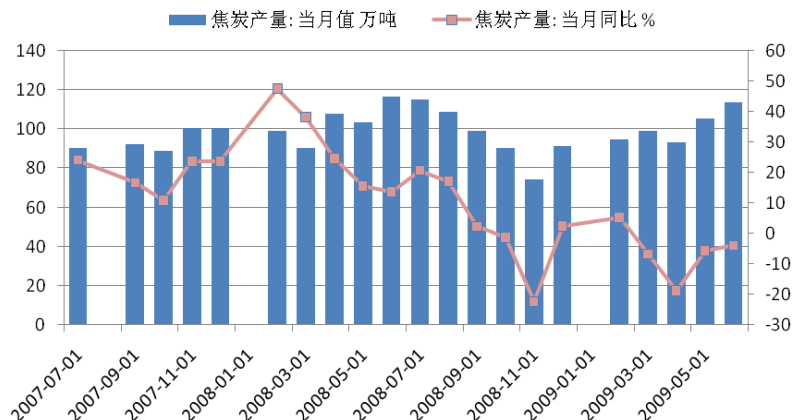
今年7月，钢材、铸造生铁价格明显回升，京沪两地铸造生铁含税价格结束了7个月的颓势，重新达到3500元/吨。钢铁价格的上涨，打开了整个煤-焦-铁-钢产业链上各环节产品价格上涨的空间，为焦炭价格上涨提供了有利契机。

在钢铁行业复苏的拉动下，焦炭行业运行也开始逐渐转暖。今年第二季度开始，焦炭企业在限制产量的情况下开始逐渐提高焦炭销售价格，山西、河北焦炭指导价格已经连续5个月增长。而且，我们认为目前焦炭行业非常积极的一个信号就是：山西焦化协会在提高8月份吨焦价格200元的基础上，又减小了行业限产的幅度，鼓励企业以70%-80%的生产能力进行生产，这说明目前焦炭价格上涨不仅仅依靠压缩供给，下游需求的拉动正敦促整个焦炭行业放开产能限制。

我们认为，从目前整个煤-焦-钢产业链的发展情况来看，2009年第一季度和第二季度应该就是整个行业生产经营最困难的时期，今年下半年全行业的经营情况都将转好，而且各企业第四季度单季度利润转正将成为大概率事件。

1.2 云南省焦化行业与云维股份焦化业务分析

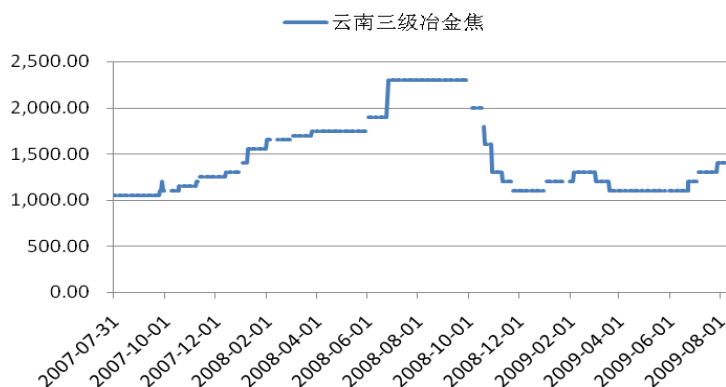
图6 云南焦炭单月产量和增速



资料来源: wind 东北证券金融与产业研究所

2008年全年，云南省共计生产焦炭1097万吨，下半年产量缩减明显。从月度产量增速来看，云南省从去年10月开始，月度产量增速减为负值，11月一度超过-20%。2009年，尽管第一季度月度产量增速依然下滑，但4月触底后反弹明显，6月产量已和去年同期基本持平，并几乎达到去年单月的最高水平。我们判断今年下半年云南省焦化行业将与山西、河北等地的情况相同，即产能逐渐得到释放。

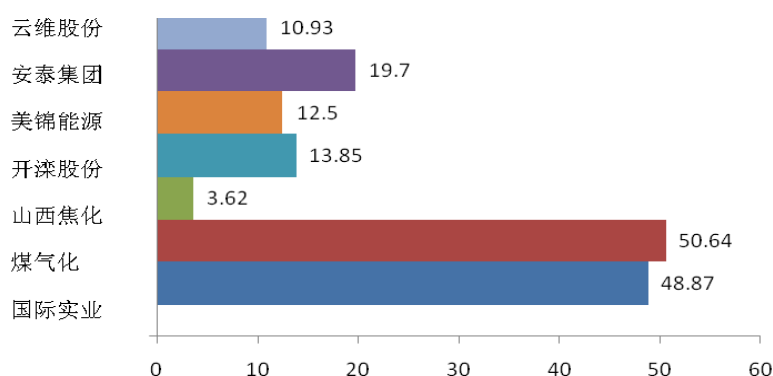
图 7 云南省三级冶金焦价格走势



资料来源: wind 东北证券金融与产业研究所

目前云南三级冶金焦价格已经开始企稳走高, 8 月初已经接近 1500 元/吨, 十分接近去年全年的平均价格 1550 元。由于今年上半年焦炭价格低迷, 尽管下半年价格上涨的可能性极大, 但全年平均价格应在 1300 元-1400 元/吨, 超过去年的水平希望很小。

图 8 国内焦炭类上市公司焦炭产品毛利率比较

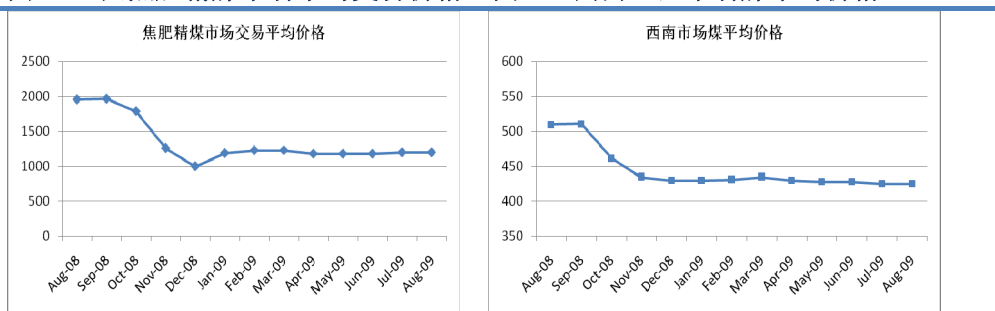


资料来源: wind 东北证券金融与产业研究所

云维股份通过控股大为焦化和大为制焦, 有 305 万吨焦炭的控制产能, 超过每年云南省焦炭总产量的 1/4。公司去年焦炭平均销售价格在 1500 元/吨左右, 由于公司炼焦用煤为向云南煤化工集团以及周边煤矿进行采购, 导致其焦炭业务毛利率仅为 10.93%, 相距具备煤焦一体化能力的公司相比稍逊。煤炭成本是制约公司焦化业务毛利率大幅上涨的主要原因。

总体来看, 受经济危机影响, 公司今年焦炭业务上半年经营情况较不理想, 销售价格和销售量难以保证。根据目前全国焦炭行业的发展态势, 我们预计公司下半年焦炭产品销售情况将大有改观, 销售量和销售价格环比增长明显, 焦炭业务第三季度起将开始盈利, 但是超越去年水平可能性较小。

图 9 全国焦肥精煤市场平均交易价格 图 10 西南地区市场煤平均价格



资料来源: cctd 东北证券金融与产业研究所

2. 电石-乙炔-醋酸乙烯-聚乙烯醇产业链业务分析

电石-乙炔-醋酸乙烯-聚乙烯醇是公司的传统业务, 公司 1996 年上市之时的主要业务即为聚乙烯醇。公司是国内第一批电石乙炔法生产维尼纶纤维的企业之一, 经过 30 多年的发展, 公司在这条产业链上形成了电石 8.5 万吨、醋酸乙烯 8.5 万吨、聚乙烯醇 2.8 万吨的生产能力。

聚乙烯醇(PVA)是一种水溶性高分子聚合物, 由醋酸乙烯经醇解聚合而制成。早期维纶是 PVA 最重要的下游市场。20 世纪 70 年代后期维纶逐渐退出服装市场而转向产业领域, 产量也随之下降, 维纶在 PVA 下游中的占比下降到 10% 以下。

目前 PVA 下游最大的消费领域是涂料和粘合剂, 涉及的主要品种有聚乙烯醇缩甲醛类胶粘剂、聚乙烯醇水玻璃内墙涂料(106 内墙涂料)、聚乙烯醇缩甲醛内墙涂料(107、803 内墙涂料)和聚乙烯醇缩甲醛类外墙涂料等。由于这类产品中聚乙烯醇都需要配合甲醛发生缩醛反应, 其中必然存在大量的游离甲醛, 因此被建筑部列为限制和禁止类技术。但是这些涂料性价比高, 暂时没有可替代品, 预计新房销售增加将刺激这一领域的需求。

PVA 具有良好的粘着性、成膜性, 是纺织浆料的主要原料。经纱上浆所用的浆料主要以淀粉、聚乙烯醇(PVA)和丙烯酸类三大类为主体, 其中 PVA 占比 20% 左右。PVA 对合成纤维吸附性好, 短期内没有替代品。我国纺织服装行业虽然受到外需不足的压力, 但是仍然保持稳定增长, PVA 在浆料领域的用量将跟随纺织行业同步增长。

总的来说, PVA 需求主要受房地产行业、纺织行业和造纸行业拉动, 2004 年以来, PVA 需求稳定增长, 但增速不快。

PVA 行业集中度较高, 全国共有 13 家 PVA 生产企业, 行业排名前三的企业占全国总产能的 44%, 这些企业中有一家采用乙炔法路线, 十家采用电石法路线, 可见电石法 PVA 是国内主流工艺路线。从最早引进 PVA 工艺的九家企业经过几十年发展, 行业内企业数量没有大幅增加, 产能扩张仅限于现有企业的扩产。

图 11 PVA 下游分布

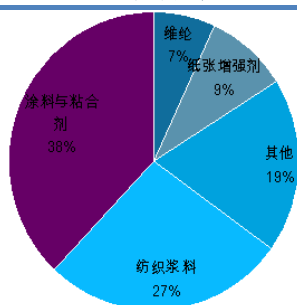
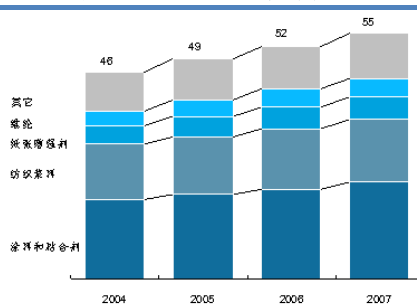


图 12 PVA 下游构成



资料来源：东北证券金融与产业研究所

表 1 国内主要 PVA 厂商及产能占比

生产企业	产能（万吨/年）	占比	工艺
山西三维	10.0	17%	电石乙炔
皖维高新	10.0	17%	电石乙炔
四川维尼纶厂	6.0	10%	天然气乙炔
上海石化	4.6	8%	乙烯
湖南湘维	4.5	8%	电石乙炔
江西化纤化工	3.5	6%	电石乙炔
福建纺织化纤	3.5	6%	电石乙炔
北京有机化工厂	3.5	6%	乙烯
贵州水晶	3.0	5%	电石乙炔
云维股份	2.8	5%	电石乙炔
兰州维尼纶厂	2.5	4%	电石乙炔
广西维尼纶厂	2.5	4%	电石乙炔
石家庄化工化纤	0.8	1%	电石乙炔
合计	57.2	100%	

资料来源：东北证券金融与产业研究所

PVA 价格在化工品中比较稳定的，2007 年维持在 15000 元/吨左右，2008 年最高上涨到 20000 元/吨，2008 年底下跌到 12000 元/吨。三家有 PVA 业务的上市公司毛利率除了山西三维以外都比较稳定，云维股份凭借电石一体化优势，毛利率水平比其他两家公司都要高。正因为 PVA 业务利润率不高，因此不能吸引新资金进入这个行业，现有厂家扩产的冲动也不强烈，合理毛利率区间在 15%-20% 之间，云维股份 PVA 包含前端电石利润，略高于这个水平。公司电石装置的开工率和利润率情况高度依赖电力供应，向上游谋求自备电厂应该是公司的一个发展方向。

图 13 PVA (1799) 价格

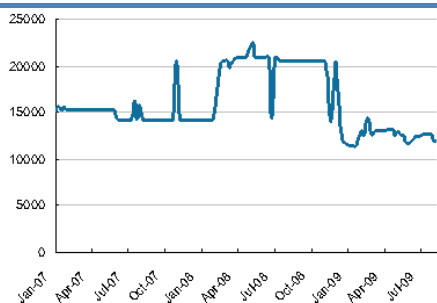
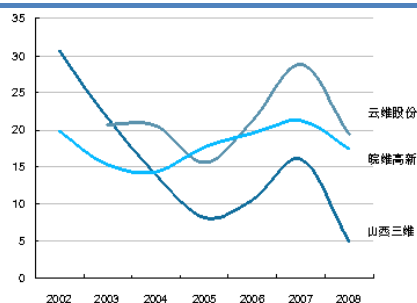


图 14 上市公司 PVA 业务毛利率



资料来源：东北证券金融与产业研究所

3. 纯碱氯化铵业务分析

公司于 2005 年向大股东收购 20 万吨联碱后段装置。2008 年公司生产纯碱 16.7 万吨，生产氯化铵 17 万吨。纯碱的下游有玻璃、化工、医药、冶金等领域，其中玻璃行业对纯碱的需求量最大，平板玻璃和日用玻璃合计用碱量占纯碱总需求量 50% 以上。氯化铵是一种低浓度氮肥，主要用于复合肥生产。

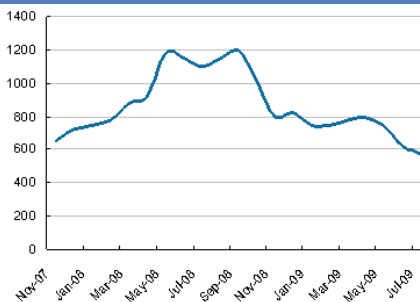
纯碱和氯化铵都属于单价较低的基础化工品，产品销售有一定的运输半径。由于云南省地形复杂，交通运输不便利，因此其他省份的产品很难进入省内竞争，因此公司的纯碱和氯化铵在云南当地具有非常大的优势。2007 年，云南省纯碱产量 18.39 万吨，即公司是云南省内唯一的纯碱生产企业。我们预计房地产开工面积的增加将带动玻璃产量上升进而拉动纯碱需求，目前纯碱价格处于历史低位，无论是联碱法还是氨碱法都接近企业生产成本，价格已经跌无可跌，未来价格上涨只是时间问题。云南省内氮肥供应相对紧张，尿素价格全国最高的，氯化铵作为尿素的替代品，价格与尿素有一定联动性。今年用肥高峰已过，目前氮肥价格处于低位，需等到明年春耕才会转好。

联碱法中，合成氨在成本中占比较大，合成氨成本也是联碱法技术水平考核的重要指标之一。国内联碱法企业一般都有自己的合成氨装置，云维集团曾经承诺将包括合成氨装置在内的煤化工资产注入上市公司，尽管由于市场原因，这部分资产盈利能力下降，延缓了整体上市的步伐，未来完成联碱法一体化必将是大势所趋。

图 15 纯碱价格走势



图 16 氯化铵价格走势



资料来源：公司公告 东北证券金融与产业研究所

4. BDO 业务分析

公司于 2009 年 8 月 4 日发布了公开增发 A 股核准公告，主要项目 2.5 万吨 BDO 及 20 万吨醋酸、CO 制备及锅炉项目。其中 BDO 是公司原油乙炔化工另一个重要延伸，而醋酸项目（CO 项目是醋酸的配套项目）是煤化工煤气化下游的一个重要产品，也是配套公司现有醋酸乙烯的原料，此外还可以继续加工成醋酸酐、醋酸酯、氯乙酸等其他高级化工品。

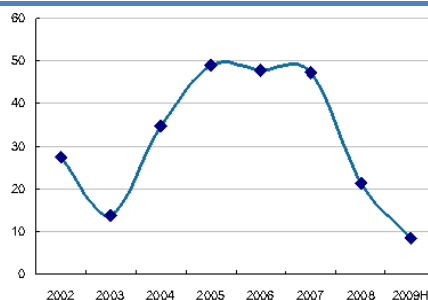
BDO 全名 1,4-丁二醇（BDO），国内 36%BDO 用于生产四氢呋喃（THF），80% 的 THF 用于生产聚四氢呋喃二醇（PTMEG），PTMEG 是氨纶的主要原料之一，因此 BDO 系列产品与氨纶行业关联度很大。2009 年上半年，氨纶产量同比增加 1.7%，氨纶价格也从 36000 元/吨涨到 45000 元/吨。BDO 价格年初最低为 9200 元/吨，6 月初最高涨到 15000 元/吨，目前又回落到 12000 元/吨。期间行业内影响最大的事件是 5 月 5 日商务部发布丁二醇反倾销案初裁公告，决定对进口 BDO 征收 9.3%—31.6% 不等的保证金。总的来说，在价格上涨过程中，成交量一直比较小，行业整体开工率很低，6 月份以后开工率上升对产品价格形成压力。

BDO 产品最大的风险在于行业内产能扩张太快。BDO 曾经是一个毛利率很高的精细化工品，2005-2007 三年间毛利率接近 50%。2008 年毛利率跌至 20% 左右，2009 年上半年因为开工率下降毛利率跌至 8%。导致这一剧变的是大量新产能的投放，而且后续新建项目仍在远远不断的建设中。之前国内只有四家企业生产 BDO，合计年产能 15 万吨，2008 年新疆美克 6 万吨项目投产，2009 年南京蓝星 5.5 万吨、山西三维 7.5 万吨、大庆油田 6 万吨等项目将相继投产，国内 BDO 市场将由需要进口转为自给有余。

图 17 BDO 价格走势



图 18 山西三维 BDO 毛利率



资料来源：公司公告 东北证券金融与产业研究所

5. 醋酸业务分析

醋酸作为重要的化工中间体产品，在我国有着广泛的应用，其衍生物多达数百种。下游纤维、涂料、黏合剂等领域应用的不断增长以及醋酸下游产业链开发力度不断的加大为我国醋酸行业发展提供有力的支持。几年来，我国醋酸消费持续较快增长，国内供应不足长期以来进口。直到 2007 年，随着若干大型羰基合成法醋酸项目陆续投产，供不应求的局面得到缓解。2008 年下半年，受金融危机影响，醋酸几大下游大幅下滑，而国内产量持续增长，供应过剩态势逐步明显。尽管如此，

公司的产业结构决定了醋酸项目的可行性和必须性。公司拥有 30 万吨甲醇生产装置，同时拥有 8.5 万吨醋酸乙烯的生产装置，醋酸项目作为连接甲醇-醋酸乙烯产业链的关键一环能够有效降低产品成本，由于存在下游醋酸乙烯的需求，即使国内整体醋酸产能过剩，公司也不必担心销路问题。

6. 甲醇业务分析

公司甲醇年产能 30 万吨，2008 年实际生产 19.7 万吨。甲醇生产以焦炉煤气为原料，属于炼焦副产品，产能利用率跟随炼焦业务。相比煤头甲醇企业，焦炉气甲醇属于废物利用，成本较低，原料焦炉煤气成本可忽略不计，因此甲醇毛利率高于远兴能源等同类上市公司。甲醇是一种重要的基础有机化工产品，主要用来生产甲醛（甲醛是公司在建炔醛法 BDO 的原料之一）和醋酸（醋酸是羧基醋酸的主要原料之一）等。在能源高涨的背景下，醇醚类替代能源已经提上日程，甲醇可直接掺烧汽油，还可以制成二甲醚替代柴油，未来前景非常看好。

三、估值分析与投资建议

不考虑公司增发后的股本变动和新增业务对公司的影响，以化工、焦炭行业目前的发展趋势为假设依据，我们预计云维股份 2009 年-2011 年每股收益为 0.28 元、0.67 元和 0.88 元，分别对应动态市盈率 57 倍、24 倍和 18 倍。以公司第一季度财报公布的数据来看，公司当前市净率为 3.12 倍。

目前整个化工板块 2009 年和 2010 年的动态市盈率 38.4 倍和 27.6 倍，市净率为 3.2 倍。公司估值水平相较行业平均值仍有一定优势。

以公司 2008 年的业务结构和经营情况来看，公司利润几乎全部来源于控股的两家焦化企业，因此我们更倾向于用焦炭企业的估值情况与其类比。截至 8 月 17 日收盘，焦炭类上市公司 2010 年平均动态市盈率为 23.84 倍，市净率为 3.31 倍，云维股份估值水平基本处于行业中游。

表 2 国内焦炭企业估值水平一览

证券简称	预测市盈率 2010	市净率 (PB)
山西焦化	26.75	3.08
煤气化	17.04	4.19
美锦能源	27.22	4.34
国际实业	18.43	3.43
开滦股份	21.86	5.71
安泰集团	50.41	3.36
平均值	26.95	4.02
云维股份	23.84	3.31

资料来源：wind 东北证券金融与产业研究所

云维股份每股蕴含焦炭产能达到 0.01 吨，焦炭价格变化对公司利润影响十分明显：根据我们的测算，公司焦炭平均销售价格每上升 100 元，可增厚公司每股收益约 0.16 元。在目前整个煤-焦-钢产业链的产品价格空间逐步打开的情况下，我们看好公司焦炭产品的发展前景，因此给与公司“谨慎推荐”评级。

利润表预测：

	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	5328.87	4535.63	5768.41	6721.23
减：营业成本	4622.18	3896.10	4903.15	5713.05
营业税金及附加	23.60	20.09	25.55	29.77
营业费用	125.32	117.05	148.87	173.46
管理费用	142.70	121.46	154.47	179.98
财务费用	217.36	255.47	249.67	251.16
资产减值损失	48.23	21.11	21.11	21.11
加：投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	149.48	104.35	265.60	352.71
加：其他非经营损益	21.49	11.92	11.92	11.92
利润总额	170.97	116.26	277.52	364.63
减：所得税	23.93	17.44	41.63	54.69
净利润	147.05	98.82	235.89	309.93
减：少数股东损益	13.56	17.09	40.80	53.60
归属母公司股东净利润	133.48	81.73	195.09	256.33
每股收益(EPS) 元	0.460	0.282	0.672	0.884

投资评级说明:

行业投资评级分为: 优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为: 推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明:

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。

东北证券股份有限公司金融与产业研究所

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层 (邮编 200002)

电话: (8621) 6336 7000

传真: (8621) 6337 3209