

云维股份(600725)

业绩逐季好转，焦炭业务弹性大

任静

010-59312820

renjing@gtjas.com

本报告导读：

- 作为国内较大焦炭企业，在焦炭上涨预期中业绩弹性较大

投资要点：

● **上半年经营下滑严重：**上半年，公司实现营业收入 18.26 亿元、利润亏损 1.15 亿元，分别同比下降 37.21%、140.59%，归属母公司净利润亏损 1 亿元，同比下降 148.17%。EPS - 0.35 元，ROE - 7.04% 同比减少 19.86 个百分点。每股经营现金流 - 0.36 元。中期利润不分配。

● **二季度环比减亏明显：**上半年毛利率仅 6.51%。其中一季度生产经营陷入低谷、开工率严重不足、产品价格阴跌不止，EPS - 0.33 元，二季度因为市场需求开始回暖、生产负荷逐渐提高而生产成本有所下降，毛利率环比由 0.38% 提高到 11.41%，归属于母公司所有者净利润虽然仍然亏损 336.96 万元但较第一季度减少 9,363.91 万元，减亏 96.53%。

● **公司的负债率较高：**主要因为公司的在建项目众多，负债率高达 78.95%，为近年来最高，财务费用率由上年同期的 4.07% 提高到目前的 5.23%，同比提高 52%。但公司的公开增发已获核准，将有利于公司财务结构的改善。

● **在建项目将陆续投产：**上次募投项目中年增 2.5 万吨 VAC 技改扩建工程已完工，20 万吨/年、CO 制备及锅炉综合技改项目、2.5 万吨 BDO 已建设过半，将在今年下半年陆续投料试车。另外，乙炔化工工程、泸西焦化项目处于建设初期。在建项目的陆续投产，在经济回暖背景下将使公司获得持续发展的动力。

● **集团整体注入延迟：**集团曾承诺在 09 年 8 月之前将其拥有的包括 50 万吨/年壳牌煤气化合成氨在内的全部煤化工资产注入股份，但鉴于金融危机和合成氨运行欠佳的影响，集团已决定将履约期限延长两年至 2011 年 8 月。

● **逐季回升趋势确立：**云南曲靖地区的二级冶金焦 4-6 月份徘徊在最低价 1350 元/吨，6 月底之后开始上涨至目前的 1550 元/吨，而同期富源地区焦炭价从 780 元/吨涨至 820 元/吨。因此可判断，公司的盈利状况将继续环比好转。但因为上半年亏损较大及目前焦化产业情况还不甚乐观，我们预计全年 EPS 0.34 元，同比下降 26%。不过，因为较大的焦炭产能，业绩对焦炭价格的敏感性较高，在焦炭价格上涨预期下可给予谨慎增持的建议。

财务摘要 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	3,320	5,329	4,942	6,115	7,176
(+/-)%	87.1%	60.5%	-7.3%	23.7%	17.3%
经营利润 (EBIT)	368	367	322	441	526
(+/-)%	97.1%	-0.3%	-12.2%	36.7%	19.4%
净利润	210	133	99	189	254
(+/-)%	76.4%	-36.4%	-26.0%	90.8%	34.7%
每股净收益 (元)	0.72	0.46	0.34	0.65	0.88
每股股利 (元)	0.30	0.20	0.20	0.20	0.20

利润率和估值指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营利润率 (%)	11.1%	6.9%	6.5%	7.2%	7.3%
市盈率	23.4	36.8	49.7	26.0	19.3
股息率 (%)	1.8%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：谨慎增持

上次评级：谨慎增持

目标价格：¥13.00

上次预测：¥13.00

当前价格：¥16.92

2009.08.24

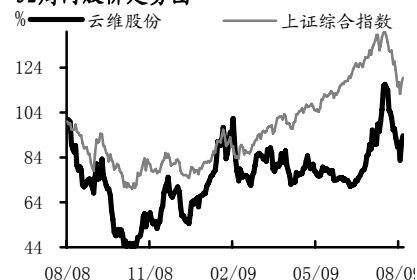
交易数据

52 周内股价区间 (元)	7.50 ~ 22.54
总市值 (百万元)	4,909
总股本/流通 A 股 (百万股)	290/91
流通 B 股/H 股	0/0
流通股比例	0.31
日均成交量 (百万股)	6.8
日均成交值 (百万元)	95.0

资产负债表摘要 (12/08)

股东权益 (百万元)	1,589.02
每股净资产	5.48
市净率	3.1
负债率	73.8%

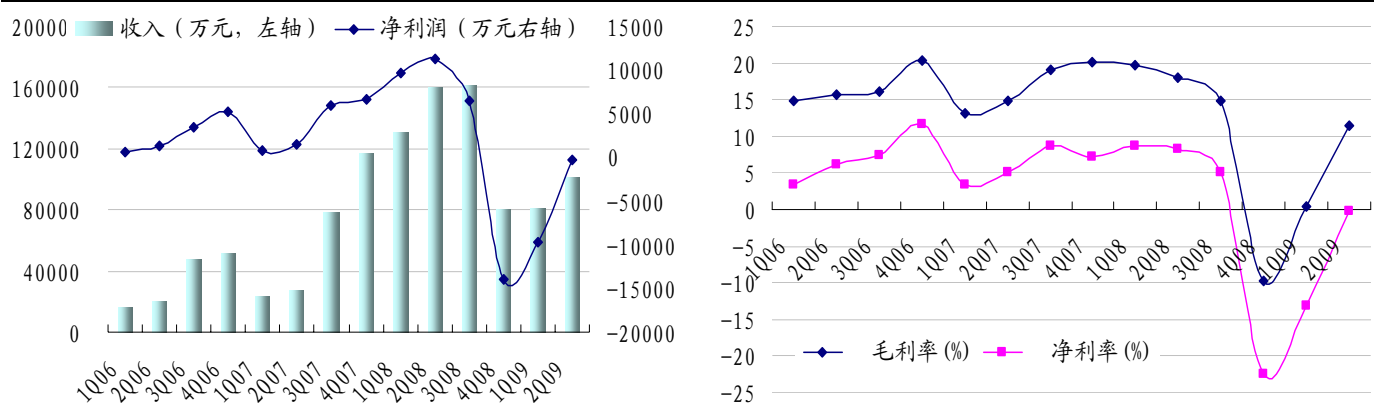
52 周内股价走势图



相关报告

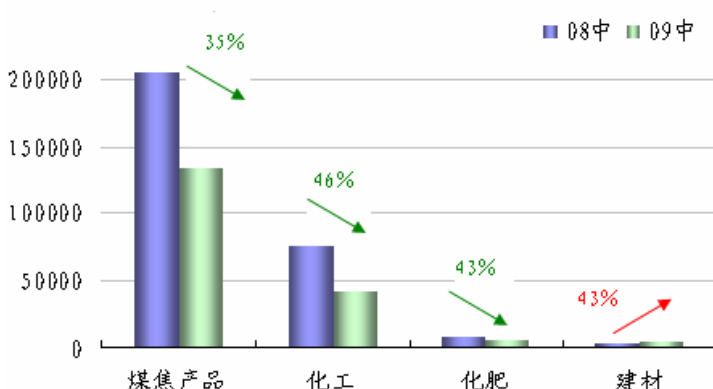
业绩下降超预期，最差时期已过去
(09.03.03)

图 1 云维股份 08 年四季度经营最为困难，之后逐季好转



数据来源：wind 资讯，国泰君安证券销售交易总部

图 2 09 年中期除建材义务外其它义务营业收入均大幅下滑



数据来源：wind 资讯，国泰君安证券销售交易总部

图 3 09 年中煤化工业务盈利能力最差

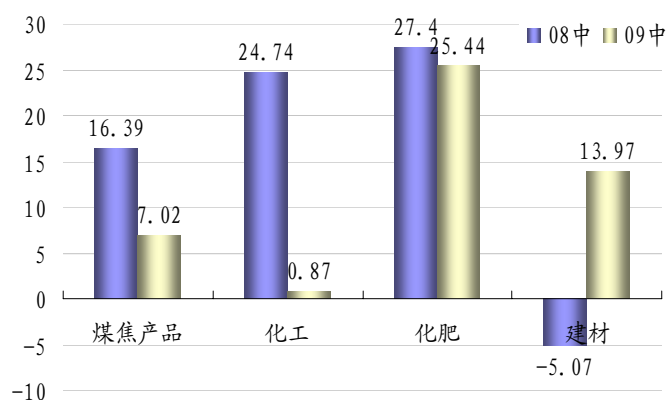
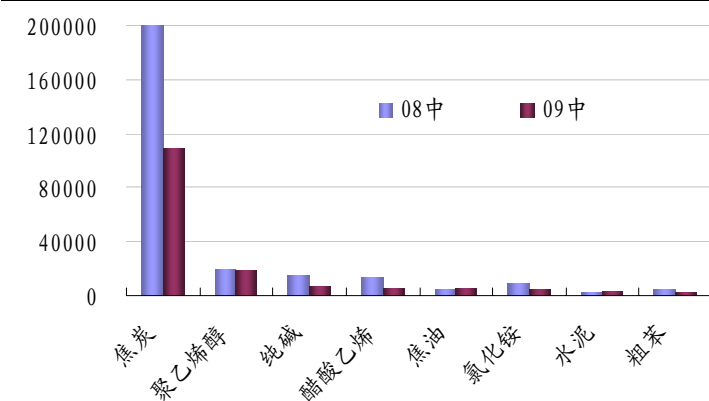


图 4 目前焦炭业务占总收入的 70% 以上且下降最显著



数据来源：wind 资讯，国泰君安证券销售交易总部

图 5 09 年中各产品毛利率下降幅度有所不同

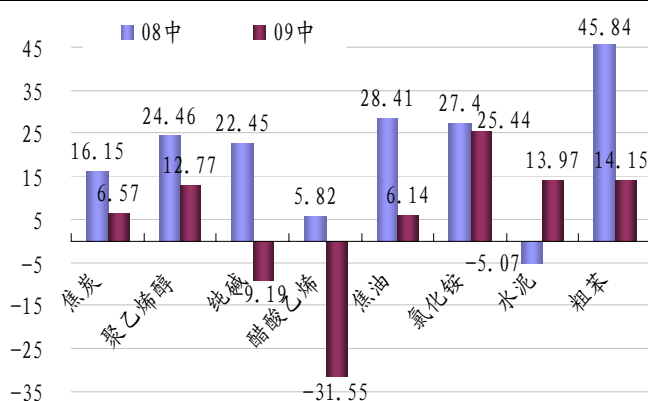
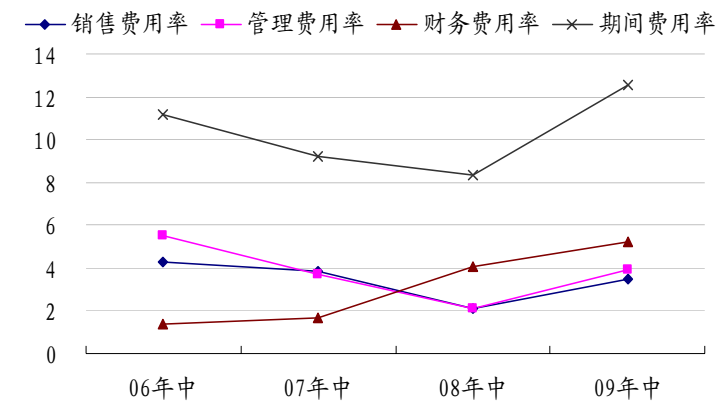


表 1 云南富源地区 1/3 焦精煤价格(元/吨)恢复上涨

日期	2009-2-16	2009-3-16	2009-4-13	2009-5-18	2009-6-16	2009-7-13	2009-8-17
价格	900	950	800	780	780	800	820

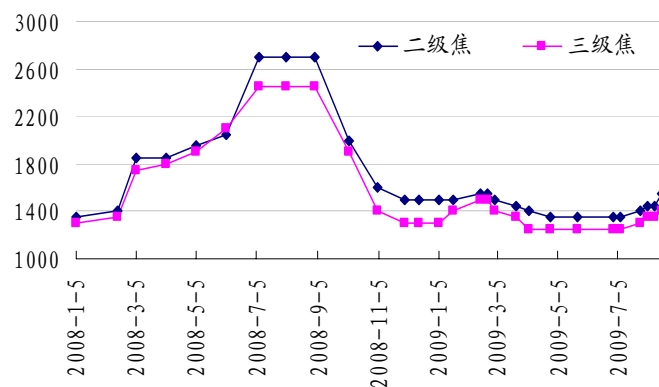
数据来源：国泰君安证券销售交易总部

图 6 费用过高增加了公司的经营困难



数据来源：国泰君安证券销售交易总部

图 7 曲靖地区冶金焦价格（元/吨）已经从底部回升



作者简介:

任静: 博士, 毕业于北京大学化学学院应用化学系。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销售交易总部, 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。

国泰君安证券销售交易总部

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) 23976888

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

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com