

山西三维(000755.sz)

BD0 反倾销终裁出台、行业最坏时候已经过去

谢军 研究员
 电话: 020-87555888-663
 eMail: xj@gf.com.cn

吕丙凤 研究助理
 电话: 020-87555888-698
 eMail: lbf2@gf.com.cn

公司未来业绩新增长动力

未来公司业绩新增长动力主要来源于以下两个方面:一是未来采用顺酐法 BD0 的 PBT 树脂将替代氨纶成为带动我国 BD0 需求增长的中坚力量,而公司 7.5 万吨顺酐法 BD0 装置已于今年 4 月份投产,为目前国内最大单套顺酐 BD0 装置。二是随着甲醇裂解制氢气装置的开建,历史上困扰公司已久的原材料氢气瓶颈问题将得到解决,未来公司正常生产经营对焦化行业景气度的依赖性将越来越弱。

BD0 反倾销终裁对公司的盈利影响

整体上,我们认为:在 BD0 反倾销终裁支持下,行业最坏时候已过去,明年 BD0 价格我们看至 14000 元/吨。目前公司 BD0 总产能合计 15.0 万吨,包括 7.5 万吨呋醛法、7.5 万吨顺酐法。由于顺酐法至少需要 BD0 价格涨至 14000 元/吨以上才可开工而不亏损,我们测算明年当 BD0 价格在 14000 元/吨以下时,BD0 价格每上升 1000 元/吨,静态测算约增厚公司业绩 0.13 元/股;当 BD0 价格涨至 14000 元/吨以上时,静态测算约增厚公司业绩 0.26 元/股。

盈利预测与投资评级

我们预测公司 2009-2011 年 EPS 分别为-0.11 元、0.24 元、0.34 元。但由于明年公司业绩弹性较大,且从 2007 年第二季度开始,我国 BD0 价格一路下跌,行业内企业已艰难经营两年之久,产品持续亏损也有一年半之久。产品长期亏损对任何行业都不具备可持续性。在反倾销政策支持下,我们认为我国 BD0 行业最坏时候已经过去,在进口冲击减弱的背景下,产品环比盈利能力将越来越好,从价值投资的角度来讲,正是买入的最好时机,可给予较高估值,一年内目标价 12.50 元,给予“买入”评级。

风险提示

- 1、顺酐法装置大幅开工的风险;
- 2、明年氨纶行业景气度低于预期的风险。

公司评级

买入

当前价格(元)	9.56
目标价格(元)	12.50
前次评级	无评级

股价走势

山西三维(000755)与上证指数(000001)



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-6.27%	19.20%	95.90%
上证综指	-3.97%	19.37%	103.49%

股票数据

总股本(万股)	46,926.46
流通 A 股(万股)	46,918.91
主要股东:	

山西三维华邦集团有限公司	
主要股东持股比例	27.79%
流通 A 股比例	99.98%

财务比率

ROE	0.64%
ROA	0.32%
资产负债率	49.94%
每股净资产(元)	4.61

2008 年报数据。

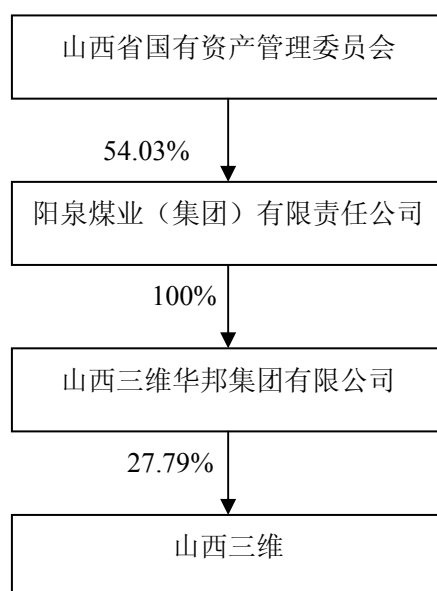
事件

12月22日，我们调研了山西三维，针对公司炔醛法BD0装置开工情况、顺酐法BD0装置何种情况下考虑开车、BD0反倾销终裁对行业的影响和PVA、PTMEG、干粉胶及白乳胶等其它产品的盈利状况等重要问题与公司高管进行了深入交流，并实地参观了生产现场。

公司主营产品产能分布及最新运行状况

公司所处行业属于化工中的精细化工行业，主营产品包括聚乙烯醇（PVA）、1,4-丁二醇（BD0）及其下游PTMEG、 γ -丁内脂等BD0系列产品、胶粘剂（分为干粉胶和白乳胶两个大类）、粗苯精制等四大系列产品。公司主营产品属于技术密集型的精细化工产品，占据了国内同类产品的主导地位。但随着国内同行业一些新建装置陆续投产，市场竞争将日益激烈，特别是BD0有可能出现局部无序竞争的局面。未来，企业需要向更高端市场进军（例如生产质量更高的顺酐法BD0），通过扩大产品应用领域（顺酐法BD0可用来生产更高端的PBT树脂）来减弱市场竞争对公司产品的利润侵蚀。

图1：公司组织结构图



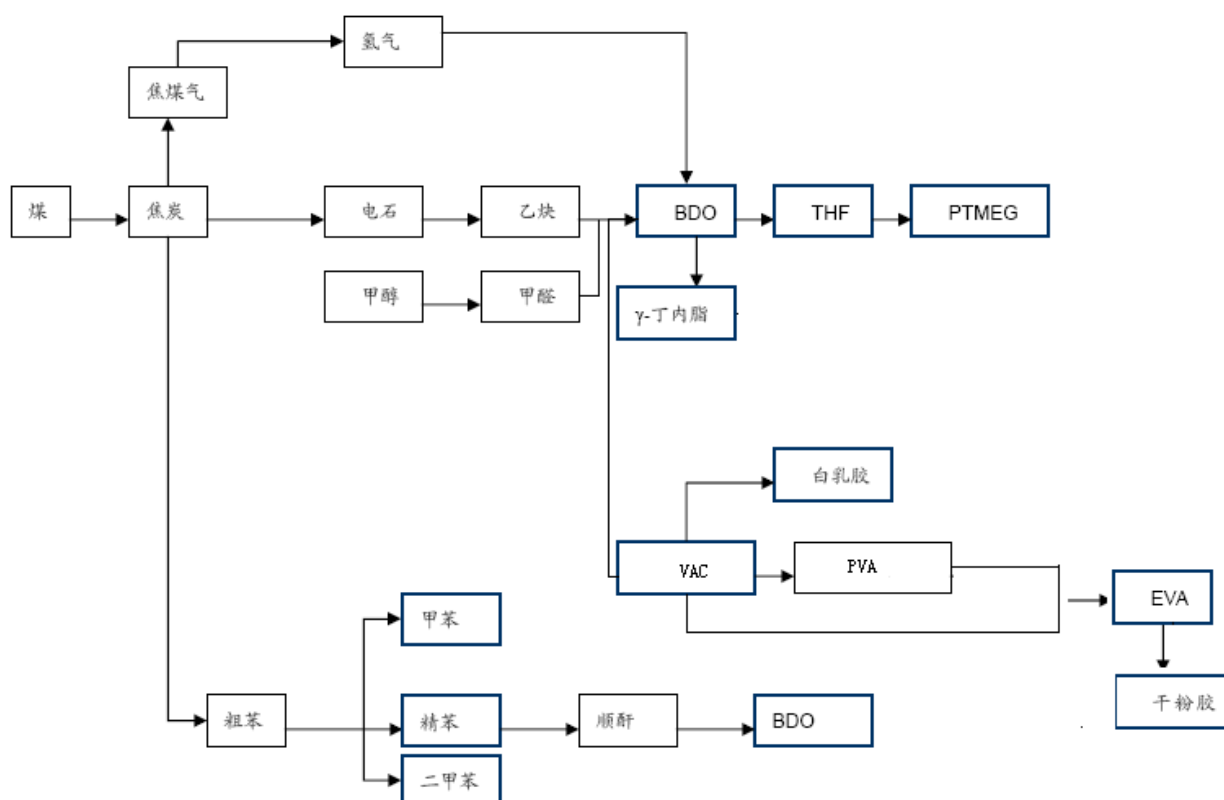
数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

表 1: 公司主营产品产能分布及最新运行状况 (万吨)

产品	产能 (万吨)	备注
PVA	10.0	出厂价14000-15000之间; 开工率满开;
BDO	15.0	出厂价13000元/吨左右; 7.5万吨炔醛法装置开工率90%-100%; 7.5吨顺酐法装置还未开工;
PTMEG	2.0	满开工; 3万吨PTMEG项目已完成土地征收工作, 预计2011年投产;
γ -丁内脂 (GBL)	1.0	满开工;
白乳胶	3.5	以销定产
干粉胶	3.1	以销定产
粗苯精制项目	20.0	2008年底投产, 今年装置开工情况随粗苯价格波动变化较大, 目前已开工;

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图 2: 公司产业链图



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

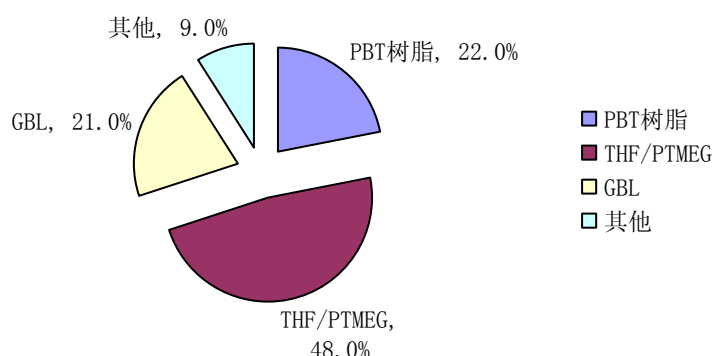
公司未来业绩新增长动力

未来采用顺酐法BDO的PBT树脂将替代氨纶成为带动我国BDO需求增长的中坚力量

BDO是一种重要的有机和精细化工原料，可用于生产四氢呋喃（THF）、 γ -丁内脂（GBL）、聚氨酯树脂（PU）、聚对苯二甲酸丁二醇酯（PBT）、涂料和增塑剂、溶剂和电镀行业的增亮剂等，广泛应用于医药、化工、纺织、造纸、汽车和日用化工等领域。

全球BDO仅48%用于PTMEG领域（或氨纶领域），约22%用于PBT树脂领域；而我国相反，高达85%-90%的BDO应用于PTMEG（或氨纶领域），应用于PBT树脂等领域的比例还较小。

图3：2006年全球BDO下游需求分布（%）



数据来源：中国石油化工经济分析、广发证券发展研究中心

注：图中的“其他行业”主要包括：分子链延长剂、聚酯原料、热塑性塑料、聚氨酯弹性体、柔性聚氨酯泡沫、不饱和醇酸树脂、涂料、凝胶的软化和吸水剂以及玻璃纸和其它特殊纸张的处理剂等。

PBT，全称聚对苯二甲酸丁二醇酯，是世界五大通用工程塑料之一，也是其中产业化最晚而发展最快的一个品种。其下游主要用于汽车制造、电子电器、光纤通信行业，也可用于纺织行业。2006年PBT树脂反倾销成功使得国内PBT树脂一直畅销至今，未来应用前景广阔。PBT树脂对BDO质量要求较高，需采用顺酐法生产的BDO。由于BDO行业已从供给紧张阶段进入激烈竞争阶段，未来提高产品品质、扩大产品应用领域、降低行业激烈竞争对产品利润的侵蚀为未来BDO企业发展方向。而公司7.5万吨顺酐法BDO装置已于2009年4月投产，为目前国内最大单套顺酐法装置，为公司未来进入PBT树脂领域打下了坚实基础。

据不完全统计资料显示，2008年我国PBT树脂产能约18万吨，2009年已增至22-24万吨。1吨PBT树脂约消耗0.41吨BDO，伴随着汽车、电子电器、光纤通信等行业的发展，未来PBT树脂将替代氨纶成为带动我国BDO需求增长的中坚力量。

表 2: 我国 PBT 树脂主要生产企业产能统计 (万吨)

公司	产能 (万吨)	备注
长春化学 (江苏常熟)	6	2007 年 6 月底投产
江阴和时利	2	2007 年 9 月 27 日投产;
江阴和时利工程塑料有限公司	2	2007 年 9 月 27 日投产;
南通星辰	6	2008 年 10 月 17 日投产;
新疆蓝山屯河聚酯有限公司	6	2009 年 10 月 16 日投产;
合计	22	—

数据来源: 化工在线、广发证券发展研究中心

甲醇裂解制氢气装置投产后将严重降低公司对焦化行业景气度的依赖

由于 BDO 的生产过程需要氢气, 历史上公司正常经营受焦化行业景气度影响较大。一旦钢铁行业不景气导致焦化行业开工率降低, 公司的焦炉煤气将得不到稳定供应, 由于没有氢气保障, 公司也只能被迫降低生产负荷, 公司正常生产对焦化行业景气度依赖性非常强。

2008 年底, 公司 20 万吨粗苯精制项目投产; 2009 年 4 月, 公司 7.5 万吨顺酐法 BDO 装置投产。公司对氢气的需求量越来越大, 为了降低外部因素对公司正常生产的影响, 2009 年 9 月 23 日, 公司投资 6874 万元建设 8400Nm³/h 的甲醇裂解制氢气装置。该装置主要为 7.5 万吨顺酐法 BDO 装置配套, 采用天科股份的甲醇蒸汽转化变压吸附制氢技术。该装置投产后, 困扰公司多年的原材料瓶颈问题将得到解决, 进一步完善了公司产业链, 未来公司发展对焦化行业景气度的依赖度将越来越弱。

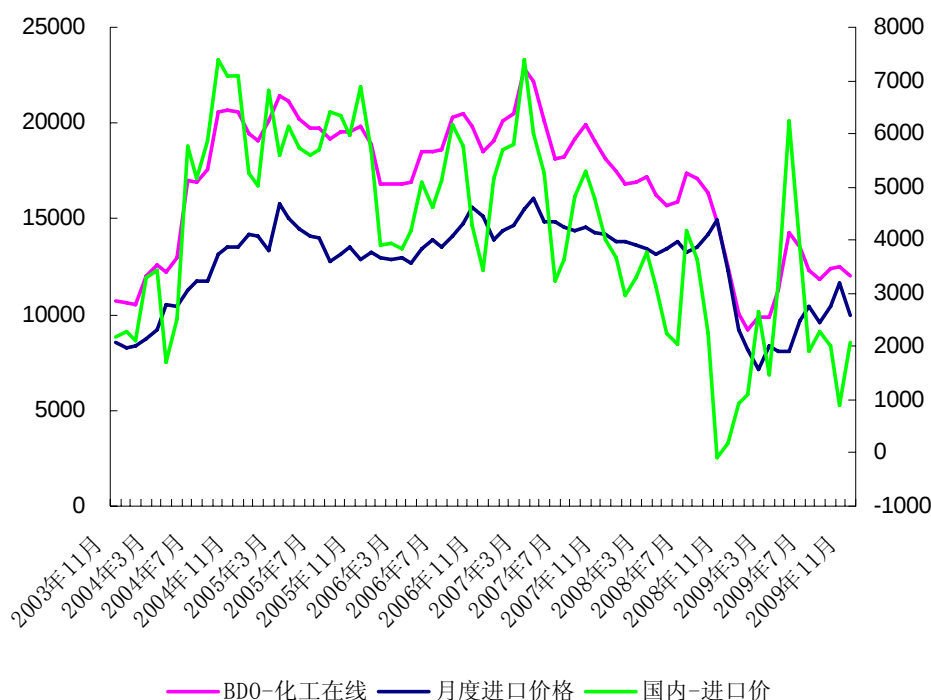
BD0 反倾销终裁对公司的盈利影响

2009 年 12 月 24 日, 商务部公布对原产于沙特阿拉伯和台湾地区的进口 BD0 反倾销调查的最终裁定公告: 根据《中华人民共和国反倾销条例》, 经过调查, 商务部最终裁定, 原产于沙特阿拉伯和台湾地区的进口 1,4-丁二醇 (BD0) 存在倾销, 并对中国大陆 BD0 产业造成了实质损害, 且倾销与实质损害之间存在因果关系。国务院关税税则委员会根据商务部的建议做出决定, 自 2009 年 12 月 25 日起, 对原产于沙特阿拉伯和台湾地区的进口 BD0 征收反倾销税, 征收幅度为 4.5%-13.6% 不等, 实施期限自 2009 年 12 月 25 日起 5 年。

整体上, 我们认为: 在 BD0 反倾销终裁支持下, 行业最坏时候已过去, 明年 BD0 价格我们看至 14000 元/吨。原因主要为: 目前, BD0 出厂价约为 13000 元/吨, 而电石炔醛法装置的制造成本一般在 11000-12000 元/吨之间, 略微亏损或保持盈亏平衡; 顺酐法装置制造成本一般在 13000-14000 元/吨之间, 仍然亏损严重。虽 2009 年我国 BD0 新增产能较多, 但其中约 60% 为顺酐法装置, 炔醛法装置又大多集中在下半年甚至年底投产。因此, 2009 年我国 BD0 实际有效产量可能并不过剩。从 2007 年第二季度开始, 我国 BD0 价格一路下跌, 行业内企业已艰难经营两年之久, 产品持续亏损也有一年半之久。产品长期亏损对任何行业都不具备可持续性。在反倾销政策支持下, 我们认为我国 BD0 行业最坏时候已经过去, 在进口冲击减弱的背景下,

产品环比盈利能力将越来越好，从价值投资的角度来讲，正是买入的最好时机。由于当BDO价格涨至14000元/吨以上导致顺酐法装置开工可能对BDO价格上行造成较大压力，明年BDO价格我们暂时看至14000元/吨。（至于BDO反倾销终裁对BDO行业盈利能力的具体影响，请参阅我们2009年12月25日的行业跟踪报告《BDO反倾销终裁事件点评：短期对BDO价格构成支撑、明年看至14000元/吨》）

图4：2007-2009年我国BDO进口均价与进口数量走势（元/吨、万吨）



数据来源：中国海关、广发证券发展研究中心

由于公司BDO总产能合计15.0万吨，包括7.5万吨电石炔醛法、7.5万吨顺酐法。目前，公司7.5万吨电石炔醛法装置开工率90%-100%，7.5万吨顺酐法装置由于成本较高自2009年4月投产以来一直保持停工状态。按总产能计算，公司平均每股拥有BDO产能0.00032吨，BDO价格每上升1000元/吨，静态计算约增厚公司业绩0.26元/股。但由于顺酐法装置至少需要BDO价格涨至14000元/吨以上时才可能开工而不亏损，所以明年当BDO价格在14000元/吨以下时，BDO价格每上升1000元/吨，静态测算约增厚公司业绩0.13元/股；当BDO价格涨至14000元/吨以上时，BDO价格每上升1000元/吨，静态测算约增厚公司业绩0.26元/股。

盈利预测与投资评级

盈利预测假设如下：

- 1、假设2010-2011年BDO的含税出厂价分别为14000元/吨、14500元/吨；
- 2、假设2010-2011年公司炔醛法的BDO销量分别为6.5万吨、7.0万

吨；顺酐法BDO的销量分别为0万吨、2.5万吨。即由于顺酐法装置相对成本较高，2010年销量暂没考虑顺酐法BDO装置的产量贡献。

3、假设2010年PVA、PTMEG、干粉胶、 γ -丁内脂、白乳胶的销量分别为7.0万吨、2.0万吨、1.2万吨、1.0万吨、1.9万吨。

表 3: 公司盈利预测 (百万元、元/股)

	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	2645.37	2227.53	2900.00	3480.00
营业成本	2341.11	1945.00	2349.00	2818.00
营业税金及附加	9.60	7.80	10.15	12.18
营业费用	92.91	76.63	99.76	119.71
管理费用	125.47	163.50	203.00	243.60
财务费用	60.19	94.33	95.00	95.00
资产减值损失	58.12	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.73	0.00	0.00
营业利润	-42.02	-58.99	143.09	191.51
营业外收入	5.60	0.19	0.20	0.20
营业外支出	2.67	2.70	2.00	2.00
利润总额	-39.10	-61.50	141.29	189.71
所得税	-51.90	-9.23	21.19	28.46
净利润	12.80	-52.28	120.10	161.25
少数股东损益	-0.98	-0.07	0.16	0.21
归属母公司净利润	13.77	-52.21	119.94	161.04
EPS (元)	0.03	-0.11	0.24	0.34

数据来源: Wind资讯、广发证券发展研究中心

基于以上假设，我们预测公司2009-2011年EPS分别为-0.11元、0.24元、0.34元。但前文已经提到，明年当BDO价格在14000元/吨以下时，BDO价格每上升1000元/吨，静态测算约增厚公司业绩0.13元/股；当BDO价格涨至14000元/吨以上时，BDO价格每上升1000元/吨，静态测算约增厚公司业绩0.26元/股，明年公司业绩弹性较大。此外，由于从2007年第二季度开始，我国BDO价格一路下跌，行业内企业已艰难经营两年之久，产品持续亏损也有一年半之久。产品长期亏损对任何行业都不具备可持续性。在反倾销政策支持下，我们认为我国BDO行业最坏时候已经过去，在进口冲击减弱的背景下，产品环比盈利能力将越来越好，从价值投资的角度来讲，正是买入的最好时机，可给予较高估值，一年内目标价12.50元，给予“买入”评级。

风险提示

- 1、顺酐法装置大幅开工的风险；
- 2、明年氨纶行业景气度低于预期的风险。

附录

表 4: 资产负债表与现金流量表 (百万元)

资产负债表					现金流量表				
	2008	2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	851.03	1483.74	2072.14	2752.86	经营活动现金流	210.41	121.25	398.52	438.72
货币资金	435.83	572.57	1014.03	1501.05	净利润	12.80	-52.28	120.10	161.25
应收账款	29.76	98.68	116.00	121.80	折旧摊销	200.06	222.49	249.07	262.36
其他应收款	9.91	34.08	43.50	52.20	财务费用	60.19	94.33	95.00	95.00
预付账款	174.08	186.14	223.16	267.71	投资损失	0.00	-0.73	0.00	0.00
存货	336.46	486.25	587.25	704.50	营运资金变动	-110.95	-37.02	-75.07	-79.31
其他流动资产	52.21	106.02	88.20	105.60	其他经营现金流	48.31	-105.55	9.42	-0.58
非流动资产	3483.63	3273.08	3012.22	2749.15	投资活动现金流	-590.35	3.04	2.29	2.30
长期投资	13.48	13.48	13.48	13.48	资本支出	590.35	-0.01	0.01	0.00
固定资产	2525.99	2740.60	2710.09	2557.01	长期投资	0.00	-0.00	0.00	0.00
无形资产	43.09	40.79	38.49	36.19	其他投资现金流	0.00	3.03	2.30	2.30
其他非流动资产	901.07	478.21	250.16	142.46	筹资活动现金流	138.80	199.67	40.65	46.00
资产总计	4334.66	4756.83	5084.36	5502.01	短期借款	494.50	190.00	10.00	10.00
流动负债	1811.21	2160.16	2242.68	2368.07	长期借款	-267.35	120.00	125.00	130.00
短期借款	1140.00	1330.00	1340.00	1350.00	普通股增加	78.21	0.00	0.00	0.00
应付账款	202.58	389.00	469.80	563.60	资本公积增加	-78.21	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	468.64	441.16	432.88	454.47	其他筹资现金流	-88.35	-110.33	-94.35	-94.00
非流动负债	353.67	479.17	604.09	735.09	现金净增加额	-241.13	323.96	441.46	487.02
长期借款	342.09	462.09	587.09	717.09	期初现金余额	483.55	248.61	572.57	1014.03
其他非流动负债	11.58	17.08	17.00	18.00	期末现金余额	435.83	572.57	1014.03	1501.05
负债合计	2164.88	2639.33	2846.77	3103.16					
少数股东权益	5.51	5.44	5.59	5.80					
股本	469.26	469.26	469.26	469.26					
资本公积	1015.71	1015.71	1015.71	1015.71					
留存收益	679.30	627.09	747.03	908.07					
归属母公司股东权益	2164.27	2112.06	2232.00	2393.04					
负债和股东权益	4334.66	4756.83	5084.36	5502.01					

数据来源: Wind资讯、广发证券发展研究中心

表 5: 重点跟踪公司盈利预测与投资评级 (元/股)

公司	目前股价	EPS (元/股)			PE (倍)			投资评级
		2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E	
云维股份	20.00	0.25	1.29	1.70	80.00	15.50	11.76	买入
德美化工	20.84	0.76	0.94	1.11	27.42	22.17	18.77	买入
华峰氨纶	19.51	0.30	0.75	0.88	65.03	26.01	22.17	买入
烟台氨纶	36.62	0.61	1.20	1.61	60.03	30.52	22.75	买入
红宝丽	26.95	0.70	1.10	1.30	38.50	24.50	20.73	买入
烟台万华	22.23	0.72	1.01	1.32	30.88	22.01	16.84	买入

联合化工	15.82	0.25	0.60	0.75	63.28	26.37	21.09	买入
中泰化学	19.77	0.11	0.56	1.03	179.73	35.30	19.19	买入
久联发展	17.74	0.68	1.08	1.07	26.09	16.43	16.58	买入
浙江龙盛	11.26	0.51	0.68	0.88	22.08	16.56	12.80	买入

数据来源：Wind资讯、广发证券发展研究中心

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

山西三维(000755)行情走势



相关研究报告

G 三维(000755.sz)

曹新

2006-06-11

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。