

云维股份(600725)

新建项目陆续投产、业绩弹性有待释放

任静

010-59312820

renjing@gtjas.com

本报告导读:

- 新增产能陆续投放, 但开工率目前较低
- 因为产能较大, 业绩与焦炭焦化价格敏感度高, 受钢铁行情影响大

事件:

- 10年1月28日, 我们与十多家基金和机构的研究员、基金经理前往云南曲靖, 与云维股份总经理助理、财务负责人缪和星先生就公司目前的生产经营状况、发展趋势等情况进行了交流。

评级: 谨慎增持

上次评级: 谨慎增持

目标价格: ¥22.00

上次预测: ¥22.00

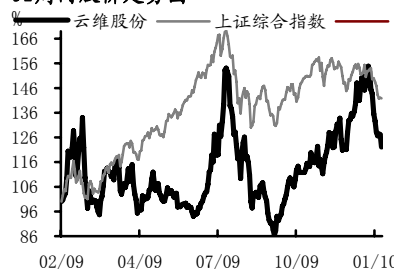
当前价格: ¥19.70

2010.02.05

交易数据

52周内股价区间(元)	12.77~24.40
总市值(百万元)	6,744
总股本/流通A股(百万股)	342/143
流通B股/H股	
流通股比例	41.8%
日均成交量(百万股)	6.9
日均成交值(百万元)	114.8

52周内股价走势图



相关报告

趋势向好、发展空间大

(09.10.26)

业绩逐季好转, 焦炭业务弹性大

评论:

● 新建项目进展:

- 保山电石一期投产: 公司原有电石产能9万吨/年, 随着BDO、醋酸、醋酸乙烯等新建项目的投产和计划建设, 公司所需电石量将不断增加, 目前已经增加到15万吨, 不足部分的电石多采购于贵州、甘肃、内蒙等地。为解决电石供应, 公司在距离曲靖700多公里的保山市设立的全资子公司保山有机化工有限公司, 先期计划电石产能10万吨/年(以后还有继续扩产计划), 其中第一台电炉于1月30日出产品, 第二台电炉将于3月份出产品。保山的电石将通过公路运输到曲靖公司本部使用, 运输成本略少于外购于内蒙、甘肃等地通过火车运输的电石。目前, 曲靖地区处于枯水期, 本部两台电石炉因为缺电停运一台, 保山电石的投产, 将减少外购电石的数量, 而且因为保山地区电价不上网、电价比曲靖地区每度便宜0.07元, 每吨电石将节约电力成本200元左右。
- 宣威电石计划中: 通过持股82%的子公司云维乙炔化工有限公司, 在宣威也计划分期建设10万吨电石产能, 后续还有继续扩建至40万吨/年电石和20万吨/年醋酸乙烯的计划, 来满足公司不断延伸的煤电石化产业链。目前宣威的电石建设已经获得采矿权, 现还处于地质论证阶段, 可能会在今年年内开工建设, 一年的建设期。
- BDO与醋酸项目陆续投产: 公司最近一次的募集项目之一的2.5万吨/年BDO已经投料成功, 但因为技术原因目前负荷不满60%, 按现13000元/吨的售价尚不能盈利。项目之二的20万吨/年醋酸, 整体投料联动试车将在春节前后进行, 按照目前低迷的醋酸价格(华北地区出厂价仅2800元/吨左右, 接近公司目前预算的成本价), 该项目投产后的盈利状况也不甚乐观。而这两类产品全年范围内产能扩张严重, 价格的上涨难度较大, 对公司新项目的盈利前景非常不利。
- 炭黑项目投产但开工不足: 5万吨/年炭黑已经投产, 但因为上道工序煤焦油项目还未完全投产, 外购煤焦油因为周边煤焦油外售出省、局部供应紧张, 使炭黑开工率也处于较低水平。但从较完整的产业链角度分析, 公司的炭黑项目盈利状况将好于一般无煤焦油自供的炭黑企业, 毛利率最少可以在15%以上, 最高可能达到30%, 高于炭黑行业平均水平。
- 泸西焦化一号炉已经出焦: 公司持股40.82%的大为泸西焦化有焦炭产能95万吨/年, 其中第一台焦炉已经有

产品产出，第二台焦炉现处于烘炉阶段，还需 2 个月左右时间可出焦炭。该项目联产的 10 万吨/年甲醇等焦化产品将陆续建设投产，估计在明年可以见效。09 年焦炭产量可在 285 万吨，10 年考虑到泸西焦化新增的产能，公司焦炭产能将达到 400 万吨，对应股份公司的权益产能约为 288 万吨/年。

● **其它项目情况:**

- **煤矿收购进行中:** 在公司焦炭产能达到 400 万吨/年规模后，对煤的一年需求量超过 500 万吨，公司现有富源煤矿扩产后产能只有 30 万吨/吨，虽然大股东煤化集团的东源煤矿产销量在 1000 万吨/年上下，但为减少关联交易只在采购紧张的时候适当供应股份约 50 万吨的煤，公司所需煤以外购为主。为解决煤资源、有效控制成本、提升公司的竞争力和盈利能力，公司目前在与周边多家煤矿商谈资源整合和收购事宜。公司的现有计划是收购三家煤矿约 70 万吨/年产能，与富源煤矿合计产能达到 100 万吨/年。今后还将继续收购合适的煤矿，使煤矿供应量超过 200 万吨/年。对煤矿的收购，将在一定程度上保障公司及其子公司的煤炭供应、减轻公司外购煤的压力、降低采购成本。
- **30 万吨/年甲醇盈利尚好:** 近一个月来，因为煤炭上涨拉动电力和成本上涨、成渝地区天然气供应不足导致甲醇供应减少，云贵地区甲醇价格有较大幅度的上涨，公司甲醇项目两条生产线开工较好、目前售价约 2700 元/吨，有约 1000 元的吨毛利。
- **壳牌合成氨项目运转改善:** 50 万吨/年壳牌技术合成氨项目自去年 5 月开车之后，运行逐渐改善，经过一段时间的磨合，目前已经可以做到有计划的开停车，盈利尚无。
- **尿素继续扩产计划:** 集团子公司沾化公司原有 24 万吨/年合成氨和 30 万吨/年尿素产能尚未注入股份公司，集团计划将其尿素装置进行技术改造由用焦炭改为使用型煤并将产能扩大到 60 万吨/年以提高盈利能力，待改造完成后与运行正常的壳牌 50 万吨/年合成氨一并注入股份公司，完成集团整体上市。集团最新承诺的是 11 年 8 月前完成集团的整体上市工作，但目前尚无具体时间。
- **乐观看好钢铁和焦化走势:** 因为焦炭产能的持续扩大，焦炭业务比重加大，09 年中期，焦炭收入已占 60%而利润占比达到 74%，三季度焦炭价格上涨是收入占比提高到 80%以上、利润占 90%以上，焦炭业务已经成为公司的支柱产业，而且因为焦炭和焦化产能居于国内独立焦化之前列，公司业绩对焦炭焦化业务的弹性非常大。其中，焦炭价格的上涨与否，与钢铁行业密切相关，钢厂的开工率决定了焦炭价格走势。目前，因为中间商的囤货导致了钢材的高库存，悲观人士认为一旦信贷紧缩、中间商资金链断裂、引发中间商抛售钢材、钢材价格大跌，进而影响到钢厂的盈利和开工率。但我们认为，这种比较情况和经济二次探底都是比较极端的，发生的可能性很低。我们对今年钢铁行业整体走势比较乐观，我们的钢铁研究员目前的观点是：“进退皆难，还待开春”，认为短期内钢价难有上升动力但从二季度起，钢厂的开工率和价格都会有一个上涨的趋势。只要钢厂的开工率保持在较好水平，对焦炭的需求就有支撑；而焦化产品价格走势，将跟随石油价格上涨和天然气涨价而继续走高。如此，我们也维持前期观点，即从煤、焦炭、钢铁到焦化产业链的上涨趋势存在。
- **业绩弹性非常大:** 目前，公司的焦炭吨毛利约 100 元上下，假若焦炭每吨涨 50 元、焦炭毛利可增加 1.4 亿。这样大的弹性，是公司最为吸引市场关注的地方。我们前期预计去年第四季度与第三季度盈利基本持平，乐观预计将高于第三季度盈利，但三季度，公司有节能减排的政府补贴等非经常性损益 700 多万，因此四季度保守预计大约有 8000 万元的净利润，再扣除前三季度的剩余亏损，全年 EPS 大约在 0.20 元左右（新股本摊薄）。按照前期最保守的估计，10 年能够维持去年第三四季度的状况，全年盈利约 3.2 亿元，如果再考虑到部分外延式增量的利润贡献，按新股本 3.42 亿摊薄的 EPS 将超过 1 元，这其中还不包括焦炭、焦化产品价格上涨的较大弹性。维持谨慎增持的投资建议和 22 元目标价不变。

图 1 一年来云维股份甲醇价格（元/吨）



图 2 云维股份焦炭上市后价格（元/吨）



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@gtjas.com