



上市公司调研简报

研究报告
基础化工—化工新能源

买入 维持

云维股份（600725）

2010 年 3 月 25 日

不断丰富煤化工产业链

基础化工造纸行业高级分析师：刘金
SAC 执业证书编号：S0850207090448
liujin@htsec.com
021-23219421

事件：近期我们组织机构投资者到云南曲靖对云维股份进行了实地调研，与公司管理层进行了深入交流。

云维股份已经形成煤焦化、煤电石化（煤电石乙炔化工）和煤气化（煤合成气化）三条相互独立有相互联系的煤化工产业链。目前，公司既有焦炭、煤焦油等煤焦化产品，又有醋酸乙烯和聚乙烯醇等煤电石化产品，同时还有合成氨（目前该产品还在母公司手中）和甲醇等煤气化产品。目前公司已成为我国煤化工行业中产业链最为丰富的上市公司。

我们判断，公司未来积极延伸上下游产业链。我们了解到，云南旱情尚未影响到公司的生产。另外，近期焦炭库存有所增加，我们预计公司有可能短期内调低焦炭的出厂价。

不考虑未来云南煤化集团的资产注入，我们预计公司 2010 - 2012 年 EPS 分别为 0.97 元、1.89 元和 2.38 元。考虑到公司业绩的高弹性和未来的成长性，我们给予公司 28.35 元的估值。综述，我们维持对云维股份的“买入”评级。

1. 公司简介

云维股份上市之初，是一个单纯的煤电石化企业，拥有生产电石、乙炔、进而生产醋酸乙烯，最终生产 PVA 的产业链，并且通过生产过程中产生的废渣生产水泥，走循环经济的道路。

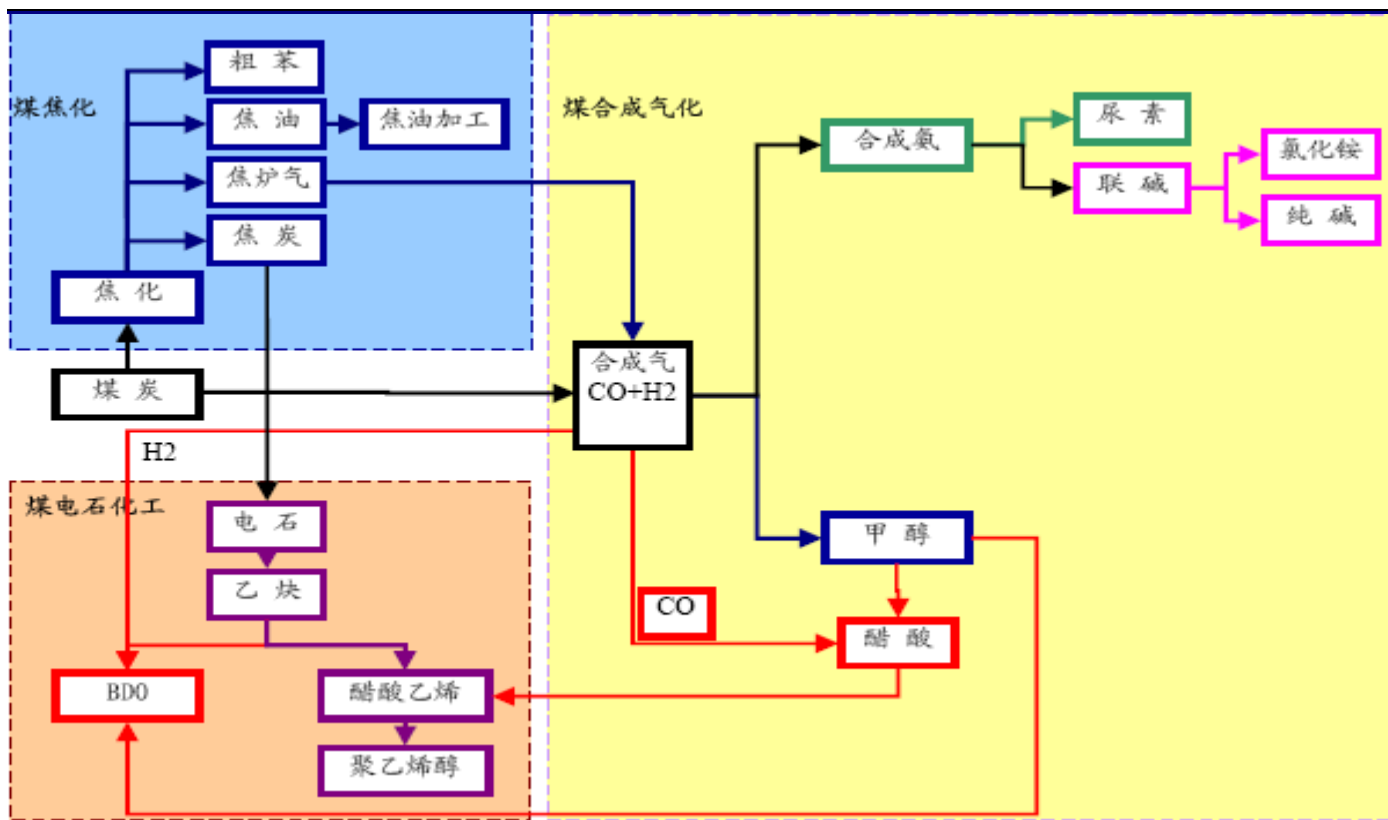
2005 年，云维股份经中国证监会核准，以重大资产购买的方式收购了控股股东云维集团联碱生产装置，开始进入煤气化领域，主要产品为纯碱和氯化铵。

2007 年，云维股份通过非公开发行的方式实现了控股股东云维集团和实际控制人煤化集团煤焦化资产的整体注入。注入的煤焦化资产（主要产品为焦炭和甲醇）不仅因为其按照循环经济发展思路，充分利用焦炭生产装置所产生的副产品生产化工产品实现了良好的经济效益，而且完善了云维股份原有的煤电石化产业链（该产业链以焦炭、甲醇为原料），减少了该条产业链上的关联交易。

通过以上步骤，云维股份已经形成煤焦化、煤电石化（煤电石乙炔化工）和煤气化（煤合成气化）三条相互独立有相互联系的煤化工产业链。目前，公司既有焦炭、煤焦油等煤焦化产品，又有醋酸乙烯和聚乙烯醇等煤电石化产品，同时还有合成氨（目前该产品还在母公司手中）和甲醇等煤气化产品。目前公司已成为我国煤化工行业中产业链最为丰富的上市公司。

云维股份的煤化工产业链路线示意图 1。

图1 云维股份煤化工产业链路线示意



资料来源：公司调研资料，海通证券研究所

2. 煤焦化产业链分析

云维的煤焦化路线主要是通过煤炭来生产焦炭。即用煤炭（用 40% 的主焦煤和其他品种的煤配比）进行焦化生产出焦炭。基本上 1.35-1.4 吨煤炭可以出 1 吨焦炭，生产出的焦炭为 80 焦和 78 焦（固定炭含量为 80% 和 78%），介于冶金焦和化工焦之间，80% 以上在云南省内消化。目前公司生产焦炭所用配比煤炭的成本约为 800 元/吨（含税价，其中劣质煤的价格为 400 元/吨，洗精煤的成本约为 900 元/吨），按照 1.4 的比例计算，云维生产 1 吨焦炭所用的煤炭成本为 957 元/吨（税后价）。煤炭价格占了焦炭成本的 85% 以上。目前，焦炭价格约为 1380 元/吨（含税），税后价格约为 1179 元/吨。

公司原来主要通过控股 96.36% 股权的大为制焦和控股 54.80% 的大为焦化来进行煤焦化产品的生产。大为焦化主营焦炭、甲醇及其他煤化工产品。生产能力为年产焦炭 105 万吨，甲醇 10 万吨。除主产品焦炭和甲醇外，大为焦化还生产粗苯、焦油、硫铵等。大为制焦拥有的焦炭产能为 200 万吨，同时拥有 30 万吨煤焦油深加工能力、5 万吨的炭黑生产能力和 12 万吨的粗苯加氢能力和 20 万吨的甲醇生产能力。2009 年，大为制焦出资 10000 万元组建泸西焦化公司，大为制焦持股 40.82%，泸西焦化公司计划建设 95 万吨/年焦炭项目（预计今年底应能达产），10 万吨/年甲醇和 5 万吨/年双氧水等项目。这样，云维股份的全部焦炭生产能力目前为 305 万吨，未来将达到 400 万吨；目前焦炭的权益生产能力为 250.26 万吨，泸西焦化焦炭投产后，云维的权益焦炭生产能力将增加到 289.52 万吨。

根据国家统计局的数据，截至 2006 年底，我国拥有大型焦化企业 18 家、中型企业 238 家、小型企业 729 家，分别占企业总数的 1.83%、24.16% 和 74.01%。截至 2008 年 12 月 19 日，仅有 189 家企业根据国家发改委发布的《焦化行业准入条件》获得了行业准入资格。这些焦化企业可以分为冶金企业焦化企业（即钢铁厂配套的焦化企业）、大独立焦化企业和煤炭企业焦化企业三类。独立焦化企业除生产焦炭外，其竞争力主要体现在“化产”部分，即综合利用焦炭生产过程中的副产品进行化工产品生产。目前，云维股份在上市公司中最大的大独立焦化企业。

焦炭的最大下游是钢铁企业，生产 1 吨生铁约需要 500 千克左右的焦炭。尽管目前钢铁行业的景气度不高，但由于云维的焦炭主要销往云南省内。云南作为边疆省份，未来经济增长的很大程度仍依赖于投资的拉动，因此，云南钢铁行业未来仍有很大的发展空间，从这个角度看，云维股份的焦炭业务未能仍有增长潜力。

目前，华东地区的甲醇价格在 2600 元/吨（含税价）左右，2009 年大部分时间在 1800-1900 元/吨。云维的甲醇主要卖到华东地区，毛利率在 15% 左右。目前，大为焦化、大为制焦和泸西焦化的甲醇总产能为 40 万吨，其中，泸西焦化的甲醇今年底能达产。另外，公司 2.5 万吨 BDO 每年需要 1 万吨左右的甲醇。考虑到这些因素，云维目前的甲醇权益产量为 23.79 万吨；未来甲醇的权益产量为 27.72 万吨。

3. 煤电石化产业链分析

这一产业链通过公司本部、控股 82% 的云维乙炔和控股 100% 的云维保山有机化工公司进行。此外，公司还通过云维乙炔在宣威进行投资建厂扩大电石产能，一期为 10 万吨，后续还准备扩大至 40 万吨电石和 20 万吨醋酸乙烯。目前宣威的电石建设已经获得采矿权，预计年内能开工建设，整个建设期为 1 年。

煤电石产业链具体的工艺路线可以分为三个。第一，通过焦炭和石灰石反应产生电石，电石水解得到乙炔，乙炔和甲醛（由甲醇氧化来）、氢气（焦炉气中提取）反应得到 1,4-丁二醇（BDO）。BDO 是一种用途非常广泛的精细化工品，主要用于生产四氢呋喃（THF）、γ-丁内酯（GBL）、聚对苯二甲酸丁二醇酯（PBT）和聚氨酯（PU）等。BDO 项目为去年公开增发项目，这个装置产能为 2.5 万吨/年，预计今年达产。第二，电石水解过程中副产的电石渣用以生产水泥。目前，水泥的年产量为 40 万吨。未来随着电石产量的扩大，水泥的产量也会相应增加。第三，乙炔和醋酸反应制得醋酸乙烯（VAC），醋酸乙烯进一步深加工为聚乙烯醇（PVA）。其中，醋酸是通过焦炉气的一氧化碳和煤焦化产业链中制得的甲醇反应而得到的。

公司本部的电石产能为 9 万吨、VAC 为 11 万吨（其中含 5 万吨自用 VAC 和 6 万吨商品 VAC）、PVA 为 2.8 万吨。云维乙炔的电石产能为 10 万吨，云维保山的电石产能今年底也会达到 10 万吨。公司去年公开增发的项目除了 BDO 之外，还有 20 万吨醋酸，这两个项目都放在本部。

4. 煤气化产业链分析

这条产业链的一部分通过公司本部和控股 82% 的云维乙炔来完成，另一部分通过云维集团下属的沾益化肥厂来完成。这一产业链包括两个工艺路线。第一，公司外购原盐与沾益化肥厂生产出来的合成氨生产联碱，目前年产纯碱和氯化铵各 20 万吨。第二，沾益化肥厂通过煤炭的气化生产合成氨和甲醇。其中，一部分合成氨用以生产第一个工艺路线中的联碱，另一部分用和生产尿素。现在沾益化肥厂年产 74 万吨合成氨（24 万吨一般的合成氨装置和 50 万吨 SHELL 合成氨装置）。同时，沾益化肥厂进行一套新的配套 30 万吨/年尿素扩建，附带年产 3 万吨甲/年醇（最终年产 2.7 万吨精甲醇）。目前，沾益化肥厂还在云维的实际控制人云南煤化工集团手中，按照公司之前的承诺，未来这块资产要注入到云维股份，实现云南煤化工集团的煤化资产整体上市。

5. 公司未来积极延伸上下游产业链

未来公司的发展战略主要是向上下游延伸：一方面努力获得煤炭资源，另一方面江煤化工产品进行深加工，提高产品的附加值。如 BDO 将向下游 THF 和 PTMEG 延伸、煤焦油产品进行进一步深加工等。2007 年公司已经收购团结煤业（目前控股比例为 70%），每年煤炭产量为 10 万吨。年报披露，公司又在洽谈收购 2 个云南省内的煤矿。团结煤矿的储量为 1000 万吨左右，收购价为 7000 万元，之后又补缴了 3000 万元的资源税。由于煤价上涨，目前洽谈的煤矿收购价格也已经上涨。其中罗松煤矿的资源储量为 505 万吨，年产能为 9 万吨左右，我们判断收购价在 1.3 亿元左右。同时，公司还在积极进行省外煤矿的收购。其中，大为焦化在贵州盘县投资 2000 万元（总投资额为 8000 万元，大为焦化出资 2000 万元）建了洗煤厂，将洗精煤直接从贵州运到云维（云维所在的曲靖地区距离盘县不远）。

6. 近期生产情况

云南旱情尚未影响到公司的生产。近期云南经历了 60 年一遇的干旱。不少投资者对公司的生产经营感到担心。我们了解到，云南目前的供水首先保证居民饮水，其次保证农业生产用水，最后要保证重点工业企业用水。云维的工业用水主要依靠花山水库来供给。该水库蓄水量最高时为 1 亿立方米，目前的储量为 3300 万立方米。云维每天的用水量约为 3 万立方米。从现在情况看，花山水库的水能保证云维的工业生产到 5 月份。

另外，近期焦炭库存有所增加，我们预计公司有可能短期内调低焦炭的出厂价。

7. 盈利预测与投资建议

表 1 云维股份 2010 年收入预测

	2010E			2010E		
	价格（元/吨）	毛利率（%）	成本（元/吨）	销量（万吨）	收入（万元）	成本（万元）
焦炭	1153.85	10.00%	1038.46	250.26	288761.54	259885.38
甲醇（商品量）	2222.22	15.00%	1888.89	23.79	52866.67	44936.67
醋酸乙烯（商品量）	11965.81	20.00%	9572.65	6.00	71794.87	57435.90
醋酸（商品量）	3418.80	0.00%	3418.80	0.00	0.00	0.00
聚乙烯醇(PVA)	11965.81	20.00%	9572.65	2.80	33504.27	26803.42
BDO	12820.51	27.00%	9358.97	0.00	0.00	0.00
纯碱+氯化铵	1837.61	20.00%	1470.09	40.00	73504.27	58803.42
水泥	320.00	22.00%	249.60	40.00	12800.00	9984.00
焦油					18055.00	13056.00
粗苯					7289.00	4500.00
合计					558575.62	457848.79

资料来源：海通证券研究所

表 2 云维股份盈利预测（万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	332028.31	532887.07	436727.94	558575.62	762648.02	835980.84
二、营业总成本	302817.46	517938.82	425197.58	514264.92	674900.90	725343.45
营业成本	272100.35	462217.69	381188.76	457848.79	597873.45	640909.39
营业税金及附加	1068.93	2360.17	826.72	1117.15	1525.30	1671.96
销售费用	9324.97	12532.18	13576.74	15640.12	21354.14	23407.46
管理费用	11288.90	14269.86	15245.82	16757.27	22879.44	25079.43
财务费用	7589.92	21736.01	18376.33	22901.60	31268.57	34275.21
资产减值损失	1444.41	4822.93	-4016.80	0.00	0.00	0.00
三、非经营性净收益	0.00	0.00	54.57	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	29210.85	14948.25	11584.94	44310.70	87747.12	110637.39
加：营业外收入	490.91	2550.41	1493.81	2234.30	3050.59	3343.92
减：营业外支出	474.13	401.31	543.01	558.58	762.65	835.98
五、利润总额	29227.63	17097.35	12535.74	45986.43	90035.07	113145.33
减：所得税费用	2686.03	2392.68	791.68	4598.64	9003.51	11314.53
六、净利润	26541.61	14704.66	11744.06	41387.78	81031.56	101830.80
归属于母公司所有者的净利润	20992.97	13348.31	9381.39	33110.23	64825.25	81464.64
少数股东损益	5548.63	1356.35	2362.67	8277.56	16206.31	20366.16
七、每股收益(元)	0.75	0.46	0.32	0.97	1.89	2.38

资料来源：海通证券研究所

不考虑未来云南煤化集团的资产注入，我们预计公司 2010 - 2012 年 EPS 分别为 0.97 元、1.89 元和 2.38 元。考虑到公司业绩的高弹性和未来的成长性，我们给予公司 28.35 元的估值。综述，我们维持对云维股份的“买入”评级。

8. 主要不确定因素

主要项目投产情况；主要产品价格波动。

信息披露

分析师负责的股票研究范围

刘金：基础化工及造纸行业高级分析师

重点研究上市公司：广东榕泰、金发科技、三爱富、巨化股份、新安股份、蓝星新材、烟台万华、红宝丽、中国玻纤、瑞贝卡、风神股份、黔轮胎、扬农化工、红太阳、华星化工、丹化科技、威远生化、远兴能源、广汇股份、英力特、亿利能源、上海家化、青岛金王、华泰股份、晨鸣纸业、太阳纸业、博汇纸业。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。