

山西三维 (000755)

中性/ 维持评级

股价: RMB9.33

分析师

肖晖

SAC 执业证书编号:S1000208110160

+755-82493656 xiaohui@lhqz.com

相关研究

《公司调研报告: 山西三维-下游需求复苏, 上调投资评级》200610

《公司调研报告: 山西三维-技术突破演绎高盈利增长》200707

《公司更新报告: 持续快速发展》200803

《行业研究: 短期供需矛盾, BDO 持续涨价》200905

《公司更新报告: 最困难时期即将过去》200912

基础数据

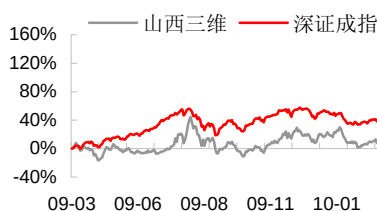
总股本 (百万股)	469
流通 A 股 (百万股)	469
流通 B 股 (百万股)	0.00
可转债 (百万元)	N/A
流通 A 股市值 (百万元)	4378

- 自 2009 年底 PVA 和 BDO 产品价格持续上涨, 尤其是 BDO 价格目前已经上涨至 1.6 万元/吨, 超出我们前期 1.4 万元/吨的预期。我们判断当前国内 BDO 价格上涨主要因为石油法 BDO 成本上涨, 需求旺季到来、短期供给不足为 BDO 价格上涨提供动力。电石法 BDO 的成本优势再次体现。
- 我们维持 BDO 行业产能中长期过剩的观点, BDO 的均价将有望随着石化产品价格上涨而得到支撑。短期山西三维 7.5 万吨电石法 BDO 盈利逐渐提高, 另 7.5 万吨顺酐法 BDO 生产工艺仍然难以实现盈利。
- 2009 年公司实现归属于上市公司净利润 1061 万元, 同比增长 543.25%。扣除非经常性损益归属上市公司股东的净利润为-5280 万元, 同比增长 52.01%, 加权平均 ROE 由 2008 年的 0.63% 下降至 0.49%。公司盈利能力的下降主要来自于公司管理费用和财务费用大幅度提高。
- 2009 年公司主营业务盈利能力基本持平, 毛利率由 11.2% 上升至 12.3%, 由于产品价格下降, 公司收入同比下降 15.4%。公司 PVA 系列产品毛利率由 5% 提高至 15%, BDO 系列产品毛利率由 21.4% 下降至 12.0%, 两者一正一负的作用导致综合毛利绝对值增加 1100 万元。

公司管理费用和财务费用都有不同程度的提高。由于部分车间停车费用影响, 公司管理费用同比增长 23.5%。资本开支增加, 公司财务费用同比增长 54.54%。

- 公司整体周转水平下降, 现金流量净流入大幅度减少。应收帐款大幅度增加, 一年以内帐款高达 1.19 亿元, 影响了经营活动现金流入, 最终导致经营活动现金流量净额由 2.1 亿元下降至 6376 万元。非经常性损益中, 政府补助 4803 万元成为营业外收入的主要构成。
- 若以当前 BDO 1.6 万元/吨测算, 公司 EPS 将增加至 0.45 元/吨, 对应当前 20PE。公司 PB 估值 2.3 倍, 估值合理, 我们继续维持“中性”评级。公司股价进一步上涨的驱动力将来自于石化产品价格持续上涨。

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源: 华泰联合证券

经营预测与估值

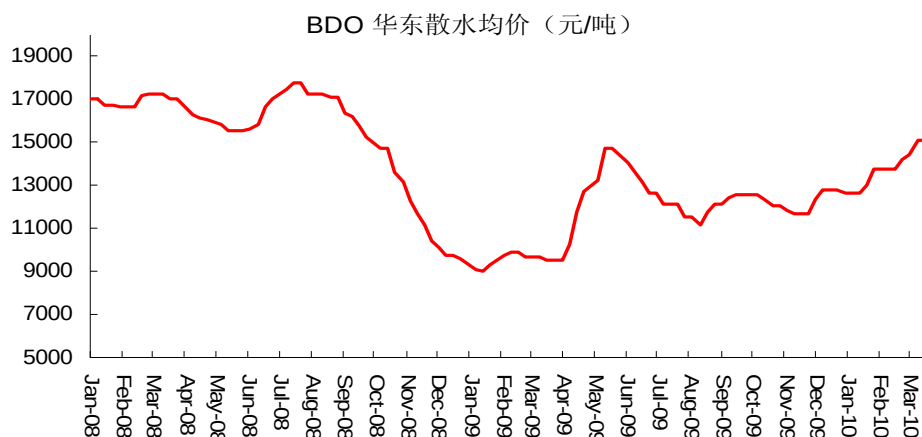
	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	2645.4	2270.0	3128.4	3280.2	3401.7
(+/-%)	-2.5	-14.2	37.8	4.9	3.7
归属母公司净利润(百万元)	13.8	10.6	99.7	116.5	148.9
(+/-%)	-95.8	-22.7	8.37	16.9	27.9
EPS(元)	0.03	0.02	0.21	0.25	0.32
P/E(倍)	317.9	411.4	43.8	37.5	29.3

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

BDO 价格持续上涨

自年初以来，BDO 价格持续上涨，3 月底华东地区报价已经达到 16000 元/吨。根据环球聚氨酯网报价，3 月中旬山西三维散水货源报价达到 15500 元/吨。

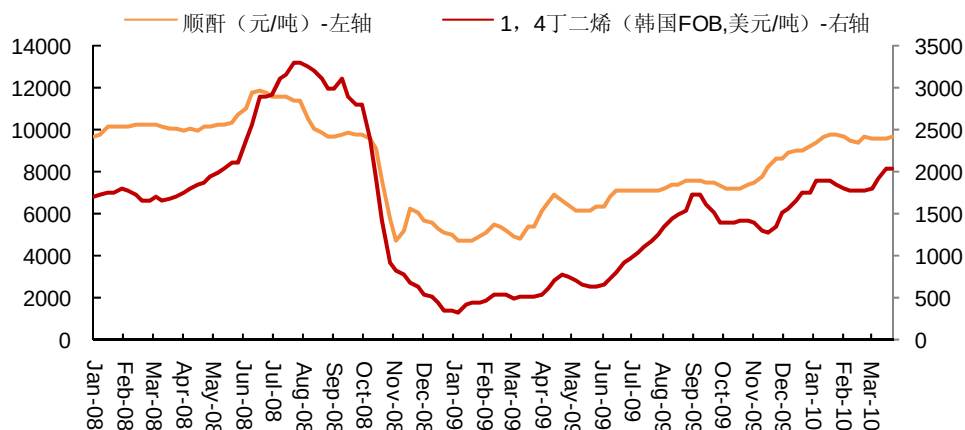
图 1、BDO 价格持续上涨



资料来源：环球聚氨酯网、华泰联合证券研究整理

我们判断石油工艺路线成本增加是 BDO 价格上涨的主要动力，下游需求进入旺季、供给短期不足也都为 BDO 价格上涨提供了支撑。根据我们的测算，当前价格下，顺酐法 BDO 生产微利。

图 2、顺酐及 1,4 丁二烯的价格



资料来源：环球聚氨酯网、华泰联合证券研究整理

盈利预测与估值

我们预计原油价格将维持在 60-80 美元/桶，BDO 的均价将维持在 1.4 万元/吨。如果 BDO 价格上涨 1000 元/吨，公司的业绩将增加 0.24 元，电石法 BDO 盈利将增加 EPS 0.1 元。

公司当前 PB 水平相对较低，具有一定的安全边际，但行业的好转还需要进一步观察。我们维持“中性”评级。

表 1、盈利预测假设

	2009 E	2010E	2011E
电石法 BDO			
销量(万吨)	7.00	8.00	8.00
单价(万元/吨)	0.98	1.20	1.20
单位成本(万元/吨)	0.90	0.90	0.90
BDO 收入(亿元)	6.88	9.57	9.57
BDO 成本(亿元)	6.30	7.20	7.20
毛利率	0.08	0.25	0.25
顺酐法 BDO			
销量(万吨)	0.00	7.50	7.50
单价(万元/吨)	1.28	1.20	1.20
单位成本(万元/吨)	1.25	1.10	1.10
BDO (亿元)	0.00	8.97	8.97
BDO (亿元)	0.00	8.25	8.25
毛利率		0.08	0.08
PVA			
销量(万吨)	7.50	8.25	9.08
单价(万元/吨)	1.11	1.11	1.11
单位成本(万元/吨)	1.00	1.00	1.00
PVA 收入(亿元)	8.33	9.17	10.08
PVA 成本(亿元)	7.50	8.25	9.08
毛利率	0.10	0.10	0.10
乳胶			
销量(万吨)	2.00	2.20	2.20
单价(万元/吨)	0.51	0.51	0.51
单位成本(万元/吨)	0.36	0.36	0.36
乳胶(亿元)	1.02	1.12	1.12
乳胶(亿元)	0.72	0.79	0.79
毛利率	0.29	0.29	0.29
干粉胶			
销量(万吨)	1.20	1.44	1.73
单价(万元/吨)	1.70	1.70	1.70
单位成本(万元/吨)	1.17	1.17	1.17
干粉胶(亿元)	2.04	2.45	2.94

干粉胶（亿元）	1.40	1.68	2.02
毛利率	0.31	0.31	0.31
粗苯加氢收入	0	0	0
粗苯加氢成本	0	0	0
收入合计（亿元）	18.27	31.28	32.69
成本合计（亿元）	15.92	26.18	27.34

资料来源：华泰联合证券研究整理

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	938	1021	1088	1106	营业收入	2270	3128	3280	3402
现金	184	184	184	184	营业成本	1917	2618	2742	2836
应收账款	113	105	137	128	营业税金及附加	11	15	16	16
其他应收款	18	25	26	27	营业费用	76	97	102	105
预付账款	193	264	276	286	管理费用	164	156	164	170
存货	332	314	329	340	财务费用	93	125	120	98
其他流动资产	98	129	135	140	资产减值损失	23	0	0	0
非流动资产	3676	3510	3253	2990	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	10	0	0	0	投资净收益	1	0	0	0
固定资产	2619	3368	3157	2917	营业利润	-13	117	137	175
无形资产	40	40	40	40	营业外收入	49	0	0	0
其他非流动资产	1007	101	56	33	营业外支出	9	0	0	0
资产总计	4614	4530	4341	4096	利润总额	28	117	137	175
流动负债	1819	1584	1277	884	所得税	18	18	21	26
短期借款	1286	1319	1000	597	净利润	10	100	116	149
应付账款	264	209	219	227	少数股东损益	-0	0	0	0
其他流动负债	270	55	58	59	归属母公司净利润	11	100	116	149
非流动负债	624	676	676	676	EBITDA	295	495	553	576
长期借款	576	676	676	676	EPS (元)	0.02	0.21	0.25	0.32
其他非流动负债	48	0	0	0					
负债合计	2443	2259	1953	1559	主要财务比率				
少数股东权益	5	5	5	5		2009	2010E	2011E	2012E
股本	469	469	469	469	成长能力				
资本公积	1016	1016	1016	1016	营业收入	-14.2%	37.8%	4.9%	3.7%
留存收益	666	781	897	1046	营业利润	-129.9%	834.5%	16.9%	27.9%
归属母公司股东权益	2166	2266	2382	2531	归属于母公司净利润	-22.7%	836.8%	16.9%	27.9%
负债和股东权益	4614	4530	4341	4096	获利能力				
					毛利率 (%)	15.5%	16.3%	16.4%	16.6%
					净利率 (%)	0.5%	3.2%	3.6%	4.4%
					ROE (%)	0.5%	4.4%	4.9%	5.9%
					ROIC (%)	0.7%	5.0%	5.6%	6.4%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	52.9%	49.9%	45.0%	38.1%
					净负债比率 (%)	82.36%	88.28%	85.81%	81.64%
					流动比率	0.52	0.64	0.85	1.25
					速动比率	0.33	0.45	0.59	0.87
					营运能力				
					总资产周转率	0.51	0.68	0.74	0.81
					应收账款周转率	22	22	21	20
					应付账款周转率	8.22	11.07	12.79	12.71
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	0.02	0.21	0.25	0.32
					每股经营现金流 (最新摊薄)	0.14	0.52	1.02	1.15
					每股净资产 (最新摊薄)	4.62	4.83	5.08	5.39
					估值比率				
					P/E	410.54	43.82	37.50	29.33
					P/B	2.02	1.93	1.83	1.73
					EV/EBITDA	21	13	11	11

数据来源: 华泰联合证券研究所.

华泰联合证券股票评级标准

增 持 未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性 未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持 未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

华泰联合证券行业评级标准

增 持 行业股票指数超越大盘
中 性 行业股票指数基本与大盘持平
减 持 行业股票指数明显弱于大盘

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络华泰联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为华泰联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码：518001
电 话：86 755 8249 3932
传 真：86 755 8249 2062
电子邮件：lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码：200120
电 话：86 21 5010 6028
传 真：86 21 6849 8501
电子邮件：lzrd@lhqz.com