

山西三维 (000755)

受困于 BDO、PVA 低迷

任静

010-59312820

renjing@gtjas.com

S0880200010302

本报告导读:

上半年 BDO 价格回升略增主营收入但整体仍然处于亏损状态。预计全年将微盈利。

投资要点:

- 公司上半年实现收入 11.02 亿元、同比增加了 11.95%，营业利润-2871.38 万元、同比减亏 4956.29 万元，归属母公司净利润亏损 3532 万元、同比减亏 4506.83 万元。EPS-0.075 元，ROE-0.02%、同比增加 3.84 个百分点，每股经营现金流 0.38 元，同比增加 292%。不分配不转增。
- 公司收入增长、减亏明显主要在于部分产品价格的提高。分产品看，主要产品 PVA 收入同比下降 6.93% 而 BDO 收入同比大幅增加了 77%，源自上半年 PVA 产品价格低位徘徊并有所下滑而 BDO 企业检修减产较多、供应不足造成其价格快速从 13000 元/吨左右上升到近 20000 元/吨上下。但因为电石成本较高、焦炉气不足造成开工率不高，整体毛利率仅有 9.41%，虽然同比略加 0.9 个百分点，但 BDO、PTMEG 等曾经拥有高达 40% 毛利率的产品毛利率依然处于历史低位，BDO 只有约 15% 的毛利率。
- 近一个月，BDO 检修企业陆续复工，供应量增加而同时处于下游需求淡季，BDO 价格又快速回落至 17000 元/吨左右，加之 BDO 扩产居多，公司顺酐法 BDO 也处于试车期，原料缺乏、价高将影响其正常生产。因此，我们不看好 BDO 后市走势和公司 BDO 业务的未来业绩。
- 公司已经成立了控股子公司山西三维瑞德焦化有限公司延伸从焦化-氢气-精细化工的产业链条。依靠实际控股股东阳煤集团、发展扩大业务范围，缓解公司发展瓶颈，应该是公司更好的发展方向。
- 因为 BDO 相对高位回落，预计下半年公司经营能略好，第三季度继续减亏。我们预计全年微弱盈利 5200 万元，EPS0.11 元。维持中性评级。

财务摘要 (百万元)	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
营业收入	2,645	2,134	2,667	3,494	4,228
(+/-)%	-2.5%	-19.3%	25.0%	31.0%	21.0%
经营利润 (EBIT)	18	0	163	226	342
(+/-)%	-96.8%	-97.4%	34032.2%	38.9%	51.0%
净利润	14	14	52	96	186
(+/-)%	-95.9%	2.1%	267.9%	86.3%	92.9%
每股净收益 (元)	0.03	0.03	0.11	0.21	0.40
每股股利 (元)	-	-	-	-	-

利润率和估值指标	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
经营利润率 (%)	0.7%	0.0%	6.1%	6.5%	8.1%
净资产收益率 (%)	0.6%	0.6%	2.3%	4.1%	7.4%
投入资本回报率 (%)	0.5%	0.0%	4.4%	6.1%	9.3%
EV/EBITDA	22.8	21.1	11.1	9.1	7.2
市盈率	252.5	247.2	67.2	36.1	18.7
股息率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 中性

上次评级: 中性

目标价格: 8.00

上次预测: 10.00

当前价格: 7.41

2010.08.09

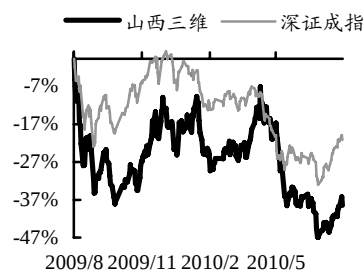
交易数据

52 周内股价区间 (元)	6.20-12.25
总市值 (百万元)	3,477
总股本/流通 A 股 (百万股)	469/469
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	6
日均成交值 (百万元)	49

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	2,152
每股净资产	4.58
市净率	1.6
净负债率	90%

52 周内股价走势图

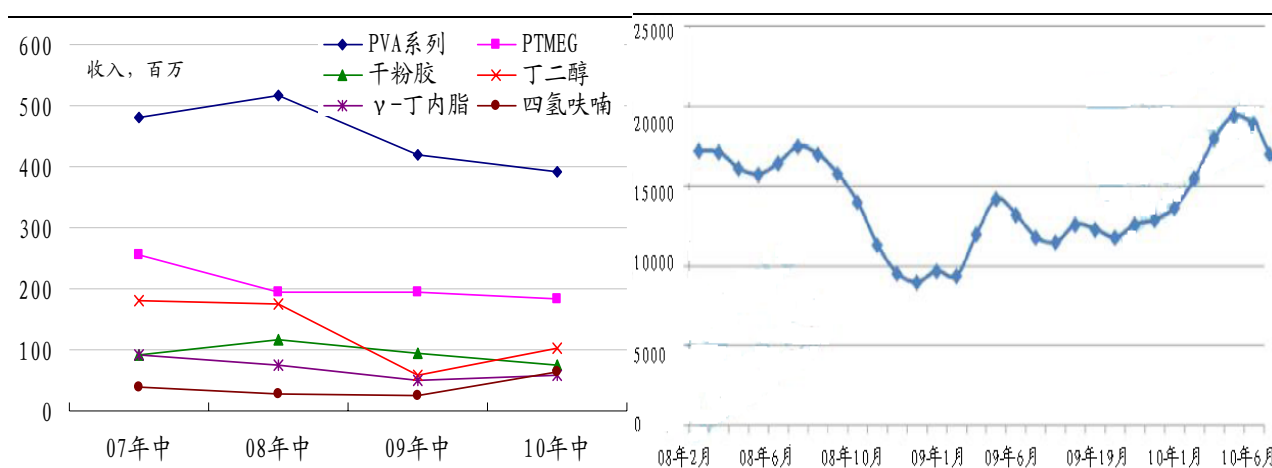


升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	15%	-22%	-37%
相对指数	-3%	-19%	-15%

相关报告

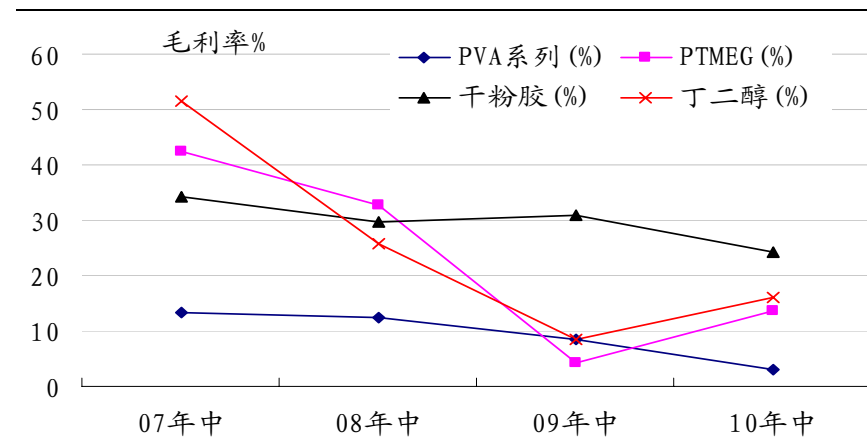
- 《BDO 反倾销初裁促使 BDO 价格反弹》
2009.05.05
- 《毛利率逐季提高，二季度将减亏》
2009.04.21
- 《业绩下降超预期，恢复增长难度大》
2009.03.04

图 1 BDO、四氢呋喃收入同增，PVA 收入持续下降，产品价格是主导，BDO 价格回升明显



数据来源：国泰君安销售交易总部

图 2 毛利率：BDO、PTMEG 恢复但仍然很低，PVA 和乳胶下降



数据来源：国泰君安销售交易总部

表 1： 今年中期分产品收入成本和毛利率同比变化

	收入同比%	成本同比%	毛利率%	毛利率同比, 百分点
PVA 系列	-6.93%	-1.35%	3.06%	-3.75%
PTMEG	-6.59%	-15.99%	13.75%	-28.71%
干粉乳胶	-21.59%	-13.92%	24.28%	1.19%
1,4-丁二醇	77.33%	63.03%	15.96%	-17.20%
γ-丁内脂	16.45%	-3.16%	6.81%	-27.17%
四氢呋喃	147.24%	92.58%	22.11%	-28.99%
醋酸乙脂	12.86%	6.87%	-3.35%	-2.21%
乳胶	3.62%	9.84%	24.03%	18.00%
醋酸	15.32%	15.59%	-4.27%	-1.98%

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		