

产品涨价业绩增

推荐 首次评级分析师: 李国洪 ✉: liguohong@chinastock.com.cn ☎: 010-66568876 执业证书编号: S0130207091551

1. 事件

据百川数据, 近期BDO价格上涨, 国产散水货源厂家方面出罐多在17500-18000元/吨之间, 送到报价多在18500-19000元/吨, 部分甚至报至19500元/吨的价位。

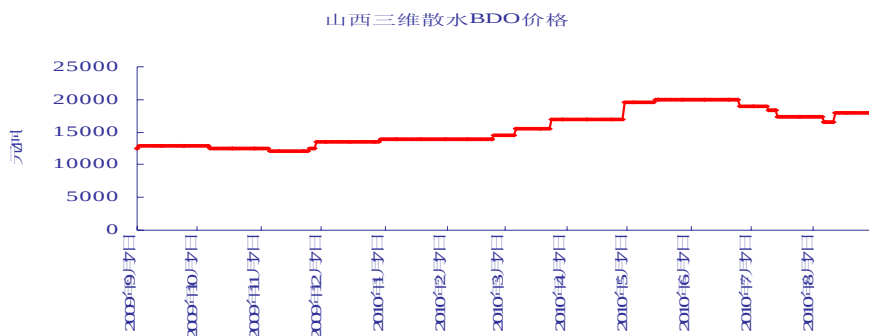
2. 我们的分析与判断

(一)、BDO 市场回暖, 产品价格上涨还有空间

近期国内BDO市场出现上涨, 厂家方面散水货源普遍上调, 市场货源略显紧张, 场内进口货源稀缺, 国产货供货略紧。不少厂家以供合同户为主, 外销量少。下游市场回暖是近期BDO价格上涨的主要原因, 供给减少是次要原因, 供给方面有些工厂开工因天气或是地方限电等因素而负荷较低, 部分甚至停产。8月末云维开车, 市场供货有所增加, 货紧状态得到一定的缓解, 但BDO产品价格并未下跌, 主要原因是由于下游需求旺季即将到来, 市场对后市普遍看好, 意向备货的商家明显增多。上周BDO国产散水货源厂家方面出罐多在17500-18000元/吨之间, 送到报价多在18500-19000元/吨, 部分甚至报至19500元/吨的价位。进口货源方面: 目前市场进口货源较少, 受国内涨价影响, 亦有提高价格的趋势, 三菱9月份BDO报价2800美元/吨左右, 提高50美元/吨。从厂家方面来看, 云南云维上周开车, 据厂家方面表示目前出货稳定, 最新出罐价定在17500元/吨。相比较其余厂家报在18000-18500元/吨的价位偏低。厂家方面表示这是由于目前装置出的产品多是合格品, 未达到优级品的规格, 因此价格略低。南京蓝星5.5万吨/年BDO/THF装置基本满负荷开工, 产品主供合同户, 少量外销, 厂家对外最新公开报价稳定在18500-19000元/吨(散水, 自提), 厂家装置检修计划将推迟至9月份, 此次检修15-20天左右, 具体时间尚未确定。山东中亚化工BDO装置目前运行平稳, 开工基本维持8-9成, 厂家BDO散水对外最新报价18500-19000元/吨, 实际成交偏向低端。泸天化公司BDO装置开工负荷较高, 其下游GBL等衍生物装置开工依旧较低, 其散水BDO货源华东地区商谈成交在18000-18500元/吨上下。山西三维BDO装置正常开工, 开工负荷基本在8-9成, 对外最新报价在18000元/吨(散水), 实际成交略低在17500-18000元/吨之间, 桶装自提在19000元/吨。其新建顺酐法BDO装置已出合格产品, 但暂时未投料生产。日前, 山西三维集团向河南煤化鹤煤集团转让10万吨/年1, 4-丁二醇(BDO)技术签约仪式在河南鹤壁市举行。鹤煤集团是河南煤化集团的下属公司, 目前正在建的60万吨/年甲醇和45万吨/年电石项目正在快速推进, 均计划在2011年底建成投产。为加快甲醇和电石产品转化, 提高产品附加值, 该公司将现有的甲醇、电石装置进行耦合, 利用甲醇、电石产品及配套的工程设施, 上马建设10万吨/年1, 4-丁二醇项目, 项目计划总投资16.3亿元, 分两期建设, 一期建设规模为5万吨/年, 计划于2011年11月投产。

近期国内BDO市场行情上扬, 国产货紧张、进口货源稀少等都是影响价格上涨的重要因素。由于下游行业即将进入旺季, 虽然目前只是因为部分商家前期库存量减少, 采购以补货量, 随着下游需求增长, BDO后市还会进一步上扬, 我们预计今年年底可涨至22000-23000元/吨左右。

图 1: 国内 BDO 价格图



资料来源: 百川咨询

(二)、公司是国内最大、全球第三大 BDO 生产企业

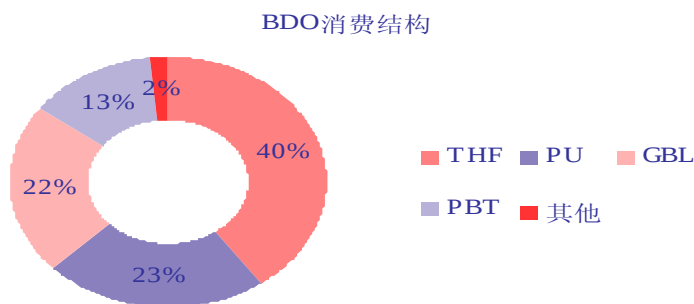
公司主要产品分为聚乙烯醇 (PVA)、1, 4 丁二醇 (BDO) 和胶粘剂等三大类, 属于精细化工产业。其中PVA、BDO 产内国内第一, 规模优势明显, 技术水平处于行业前列。公司2008 年建成7.5 万吨/年的BDO 生产线后, 成为仅次于BASF 公司和Lyondell公司的全球第三大BDO 生产企业, 现有BDO产能15.5 万吨/年, 是中国最大的BDO 生产厂商; 公司也是国内最大的PVA 和白乳胶粘合剂生产基地之一, PVA 产能为10 万吨, 白乳胶产能为3.5 万吨, 并形成了40 多个品种。随着公司新增7.5 万吨/年丁二醇项目在2009年的投产和未来3 万吨PTMEG 装置建成投产, 公司规模优势有望进一步显现。

2009 年, 公司主要产品产量如下: PVA聚乙烯醇7.89 万吨; BDO 及下游产品系列为1, 4-丁二醇6.42 万吨、四氢呋喃2.90 万吨、PTMEG2.20 万吨、 γ -丁内酯1.00 万吨; 胶粘剂系列为白乳胶1.96 万吨、干粉胶1.30 万吨。

(三)、BDO 需求增长动力充足

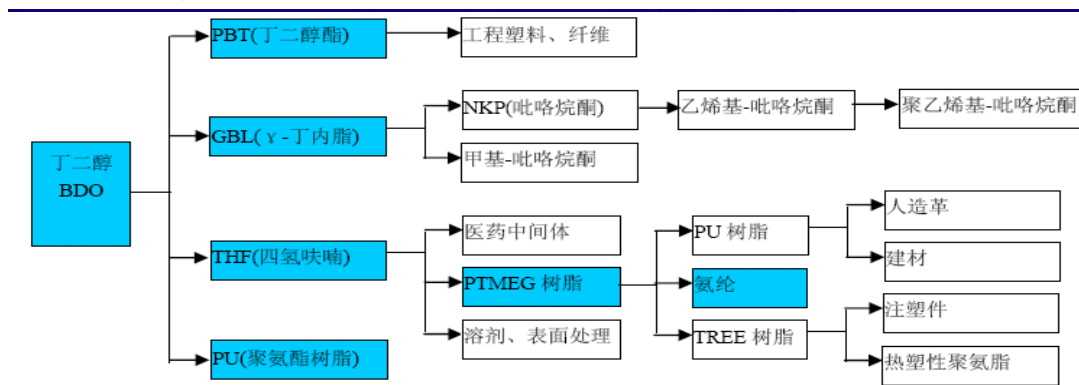
国内BDO主要用于THF/PTMEG、PBT、氨纶、PBT 树脂领域。根据行业数据, PBT、GBL、THF、PU消耗了BDO 的98%, 其中以THF/PTMEG需求量最大, 对BDO消费影响显著。

图 2: BDO 消费结构



资料来源: 美国 SRI 咨询公司

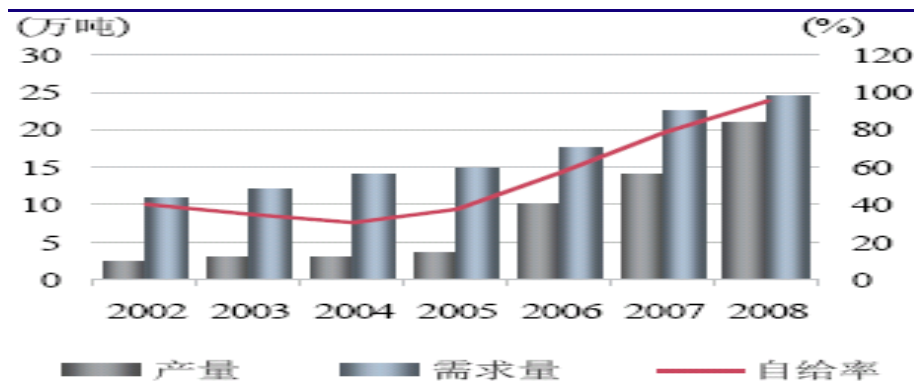
图 3: BDO 下游产业链结构图



资料来源:《化工文摘》

从 BDO 国内需求方面来看, THF/PTMEG 仍是国内 BDO 消费量最大的下游, 2009 年 PTMEG 的产能增加较大, 达 11.5 万吨/年。PBT 领域和 GBL 领域近年来发展较快, 2009 年南通星辰新增 6 万吨/年的 PBT 新装置和新疆蓝山河屯新增 3 万吨/年的 PBT 新装置, 安徽海丰新增 1 万吨/年 GBL 装置, 均有利于 BDO 产能的消化。PU 另一个较大的消费领域浆料行业, 2008 年底国内总产能已经达到 172 万吨/年, 虽然 BDO 在浆料产品中的应用量较少, 但由于国内浆料总产能的巨大, 因此对 BDO 的消费总量也较为可观。预计未来几年, BDO 下游的各个领域仍有较大增长空间。

图 4: 国内 BDO 供需变动趋势



资料来源: 公司公告

表 1: 国内 BDO 生产企业产能概况

单位: 万吨

厂商	产能	地点
山西三维	15.5	山西洪洞
四川天华	3	四川泸州
台湾大连化工	3	江苏扬州
山东佳泰石化	1.3	山东东营
新疆美克	6	新疆库尔勒
蓝星集团	5.5	南京
陕西陕化	6	陕西渭南
四川维尼纶	3	四川重庆
合计	43.3	--

资料来源: 公司公告

表 2：2010 年以后 BDO 新增产能 单位：万吨

2010 年	新增产能	地址	工艺
福建湄洲湾	3	福建湄洲	Reppe 法
上海华晨能源	5	上海	Reppe 法
四川天华二期	6	四川泸州	Reppe 法
南京蓝星 2 期	5.5	南京	顺酐法
合计	19.5		
2011 年			
陕西林德化工	6	陕西神木	Reppe 法
山西三维 3 期	10	山西洪洞	Reppe 法
山东佳泰二期	4	山东东营	顺酐法
合计	20		
总计	39.5		

资料来源：公司公告

（四）、控股子公司三维瑞德设立后原料优势明显

公司近期公告，随着公司生产规模的不断扩大，作为公司生产经营所必需的主要原料的焦炉气的采购供应和综合利用出现了困难，不仅严重影响到公司正常的生产经营，甚至对下一步的发展带来严重威胁。为解决上述焦炉气供应不足且不稳定的问题，公司决定将根据业务发展的需要涉足焦化产业。目前，公司拟通过与山西瑞德焦化有限公司共同出资设立山西三维瑞德焦化有限公司（已经山西省工商行政管理局核准；以下简称“三维瑞德”）的方式逐步解决上述存在的问题。三维瑞德注册资本为人民币 2 亿元，其中，公司以自有资金人民币 10,200 万元出资，占三维瑞德注册资本的 51%；瑞德焦化以经评估确认的从事焦化生产销售的相关实物资产价值 9,800 万元出资，占三维瑞德注册资本的 49%。三维瑞德成立后，主要进行炼焦及其产品的生产与销售。

控股子公司设立后，将拥有年产 120 万吨/年的焦化项目，其中，一期 60 万吨/年的焦化项目已建成，二期 60 万吨/年的焦化项目已立项开工建设，2010 年 7 月底竣工投产。二期项目建成后，每年将形成 120 万吨焦炭生产能力和配套的化产产品，可生产焦炉气 45,927.93 万 Nm³，剔除自用可提供 21,762 万 Nm³ 的焦炉气，对公司日后的发展十分有利。

3. 投资建议

因 THF/PTMEG、PBT 和 GBL 装置增长较快拉动 BDO 需求增长，BDO 市场回暖，产品价格有较大上行动力和空间。公司是国内最大、全球第三大 BDO 生产企业，控股子公司三维瑞德设立后，原料优势明显，我们预计公司 10-12 年业绩为 0.10 元、0.45 元和 0.56 元。对应目前股价 PE 为 74.7 倍、16.8 倍和 13.5 倍，给予推荐的投资评级。

表 3: 山西三维 (000755) 财务报表预测

资产负债表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	利润表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	164.47	146.84	25.61	98.33	1117.50	营业收入	2645.37	2269.97	2561.20	2908.50	3321.80
应收和预付款项	265.12	417.85	192.21	483.23	289.70	营业成本	2341.11	1917.04	2131.43	2309.35	2647.14
存货	336.46	331.61	282.92	382.91	380.31	营业税金及附加	9.60	11.01	12.42	14.10	16.11
其他流动资产	0.84	4.31	4.31	4.31	4.31	营业费用	92.91	75.79	85.52	97.11	110.91
长期股权投资	13.48	10.08	10.08	10.08	10.08	管理费用	132.39	163.50	184.48	209.49	239.26
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	60.19	93.02	76.80	43.21	22.37
固定资产和在建工程	3400.21	3612.15	3098.59	2585.03	2071.46	资产减值损失	58.12	22.88	22.88	22.88	22.88
无形资产和开发支出	43.09	40.11	34.17	28.23	22.30	投资收益	0.00	0.73	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	4223.67	4562.96	3647.90	3592.12	3895.66	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
						营业利润	-48.94	-12.55	47.67	212.35	263.12
短期借款	1140.00	1286.00	322.21	0.00	0.00	其他非经营损益	2.92	40.56	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	300.40	331.07	332.13	386.21	426.62	利润总额	-46.02	28.01	47.67	212.35	263.12
长期借款	342.09	575.50	575.50	575.50	575.50	所得税	-46.69	17.58	0.00	0.00	0.00
其他负债	278.93	198.88	198.88	198.88	198.88	净利润	0.68	10.42	47.67	212.35	263.12
负债合计	2061.42	2391.45	1428.72	1160.59	1201.00	少数股东损益	-0.98	-0.22	0.00	0.00	0.00
股本	469.26	469.26	469.26	469.26	469.26	归属母公司股东净利润	1.65	10.64	47.67	212.35	263.12
资本公积	1015.71	1015.71	1015.71	1015.71	1015.71	每股收益 (EPS)	0.004	0.023	0.102	0.453	0.561
留存收益	671.77	681.25	728.92	941.27	1204.39						
归属母公司股东权益	2156.74	2166.22	2213.89	2426.24	2689.36	财务指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	5.51	5.29	5.29	5.29	5.29	毛利率	11.50%	15.55%	16.78%	20.60%	20.31%
股东权益合计	2162.25	2171.51	2219.18	2431.53	2694.65	销售净利率	0.03%	0.46%	1.86%	7.30%	7.92%
负债和股东权益合计	4223.67	4562.96	3647.90	3592.12	3895.66	ROE	0.08%	0.49%	2.15%	8.75%	9.78%
						ROA	0.22%	2.59%	3.33%	7.03%	7.25%
						ROIC	1.71%	3.84%	3.65%	8.11%	9.62%
现金流量表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	销售收入增长率	-2.50%	-14.19%	12.83%	13.56%	14.21%
净利润	1.65	10.64	47.67	212.35	263.12	EBIT 增长率	-98.04%	1157.62%	2.92%	107.82%	11.85%
折旧与摊销	21,462.67	21,462.67	49,661.72	49,661.72	49,661.72	净利润增长率	-99.79%	1437.45%	357.25%	345.48%	23.91%
经营性现金净流量	215.19	66.66	916.46	435.24	1038.63	估值倍数					
投资性现金净流量	-590.35	-296.96	0.00	0.00	0.00	EPS(X)	0.004	0.023	0.102	0.453	0.561
筹资性现金净流量	138.80	136.06	-1037.69	-362.52	-19.47	PE(X)	2152.91	334.69	74.72	16.77	13.54
现金流量净额	-236.35	-94.24	-121.23	72.72	1019.16	PB(X)	1.65	1.64	1.61	1.47	1.32
EBITDA	209.45	332.75	618.19	749.28	779.21	PS(X)	1.35	1.57	1.39	1.22	1.07
NOPLAT	40.04	52.55	121.57	252.66	282.59	EV/EBITDA(X)	21.81	14.21	7.22	5.44	3.92

资料来源: 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

石油化工行业分析师，覆盖股票范围：

港股： 中国石油（0857.HK）、中国石化（0386.HK）

A 股： 中国石油（601857.SH）、中国石化（600028.SH）、浙江龙盛（600352.SH）、三友化工（600409.SH）、四川美丰（000731.SZ）等

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908