

山西三维(000755.sz)

BDO 业务推动公司业绩大幅增长

曹新 化工行业 首席研究员

电话: 021-68818805

eMail: cx2@gf.com.cn

BDO 业务推动公司业绩大幅增长

2007 年公司业绩继续快速增长, 净利润增幅远快于营业收入增幅。主要原因是 2007 年, BDO 产品产量为 66887 吨, 同比增加 37.62%; 而 PVA 产量为 62903 吨, 同比下降了 5.31 个百分点, 同时, 由于 BDO 系列产品毛利率远高于 PVA 系列产品, 从而带动了公司整体盈利能力的提升。导致 2007 年公司营业利润同比增长了 161.98%。2008 年公司新建 7.5 万吨 BDO 项目和 20 万吨粗苯精制项目将投产, 2008 年公司业绩大幅增长已成定局。

BDO 价格有所回落

去年以来, 随着氨纶价格的回落, 以及进口量的增加, BDO 系列产品价格略有回落。但国际主要厂商的 BDO 的成本价在 17000 元左右/吨, 所以目前 BDO 价格下调空间已不大。从目前形势看, BDO 系列产品价格企稳小幅回升。

业绩预测与评级

预计 2008、2009、2010 年公司每股收益分别为 1.34 元、1.55 元和 1.85 元。按目前股价计算, 2008 年公司动态市盈率为 27.43 倍, 与目前优质公司平均市盈率水平基本相当, 给予持有评级。

风险揭示

BDO 价格波动对公司盈利能力有一定影响, 如果价格出现大幅下跌, 业绩将受到比较大的影响。

预测及评估

	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
主营收入(百万元)	2,063.62	2,713.33	4,067.00	5883.99	5860.80
EBITDA(百万元)	431.14	558.79	637.39	6,56.52	723.80
净利润(百万元)	132.61	329.57	523.24	606.83	724.05
净利润增长率	93.74%	148.53%	59.52%	15.67%	19.35%
每股收益(元)	0.426	0.84	1.340	1.550	1.85
市盈率	17.31	43.53	27.43	23.72	19.87
市净率	1.73	6.73	5.27	4.31	3.54
EV/EBITDA	11.21	29.44	25.60	23.40	20.80
每股红利(元)	0.15	0.00	0.50	0.50	0.50
股息率(%)	2.03	0.00	1.36	1.36	1.36

来源: 山西三维集团股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

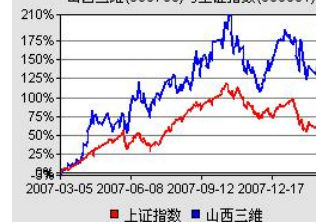
公司评级

持有

当前价格(元)	36.76
目标价格(元)	40.00
前次评级	买入

股价走势

山西三维(000755)与上证指数(000001)



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	10.39%	23.40%	174.44%
上证综指	2.53%	11.84%	93.08%

股票数据

总股本(万股)	39,105.39
流通 A 股(万股)	20,225.07
主要股东:	

山西三维华邦集团有限公司

主要股东持股比例	27.79%
流通 A 股比例	51.72%

财务比率

ROE	14.99%
ROA	7.86%
资产负债率	47.41%
每股净资产(元)	5.64

2007 年报数据

BD0 业务推动公司业绩大幅增长

2007年，公司实现营业收入271333.30万元，净利润32926.69万元，同比分别增长了28.62%和138.26%。公司业绩继续快速增长。

2007年，公司净利润增幅远快于营业收入增长，主要原因是2006年下半年公司新建的4.5吨BD0在2007年全部达产。2007年，BD0产品产量为66887吨，同比增加37.62%，导致BD0、THF、PTMEG、丁内酯等一系列产量也相应增加；而PVA产量为62903吨，同比下降了5.31个百分点，PVA、白乳胶产品产量基本没变。同时，由于BD0系列产品毛利率远高于PVA系列产品，从而带动了公司整体盈利能力的提升。导致2007年公司营业利润同比增长了161.98%。

2008年3月份，公司新建的7.5万吨BD0项目将试运行，该项目的投产将进一步提高公司的盈利水平。

另外，公司20万吨粗苯精制项目已试运行，毛利率相对较低。

综合来看，我们可以作出这样的判断，2008年公司业绩大幅增长已成定局。

主要业务情况

PVA业务

国内PVA行业经过三十多年的发展，逐步形成了行业自律，竞争呢感有序，生产盈利相对稳定的局面。随着产品领域的不断开发，未来几年内需求仍将保持稳定增长。

2007年，公司PVA收入为91817.30万元，同比增长12.14%，因非维纶市场需求加快，同时我国PVA产能扩张有限，导致近期我国PVA市场出现了供应紧张态势，PVA产品价格略有上涨，毛利率有所提高。2007年PVA毛利率同比提高了5.38个百分点，达到了15.97%。

目前，公司PVA产能达到了10万吨，还有2万吨PVA项目已试运行。

值得一提的是，干粉胶市场需求增长明显，公司干粉胶业务增长非常迅速。2007年，公司干胶粉收入翻了一番，达到20793.05万元，毛利率也提高了6个百分点，达到了30.58%。

图1 聚乙烯醇价格走势 元/吨，%



数据来源：中国化工在线

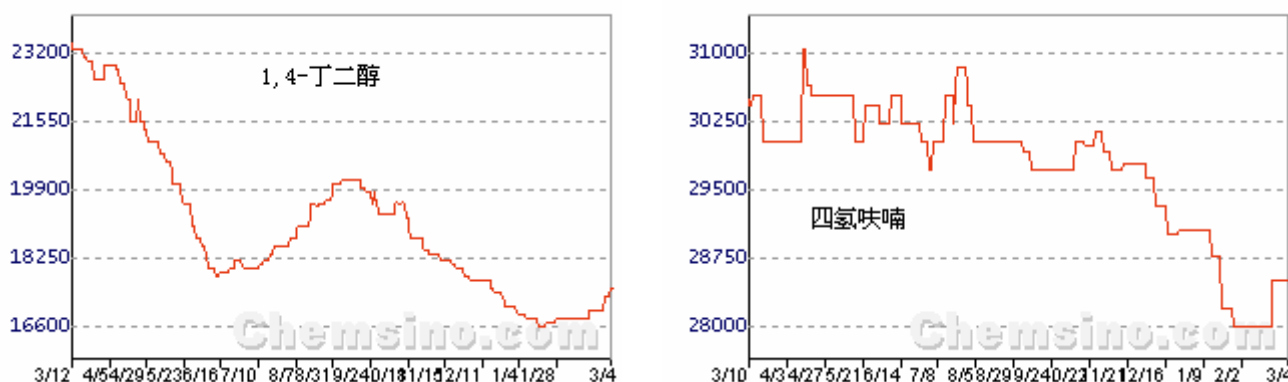
BD0系列

去年以来，随着氨纶价格的回落，以及进口量的增加，BD0系列产品价格略有回落。但国际主要厂商的BD0的成本价在17000元左右/吨，所以目前BD0价格下调空间已不大。从目前形势看，BD0系列产品价格企稳小幅回升。

2007年上半年，因BD0系列产品价格表现不错，再加上产量增加，公司BD0系列业务收入和利润大幅度增长。但下半年，BD0产品毛利率略有回落。

近年，公司BD0业务已进入高速扩张期，继2006年4.5万吨新项目投产，2008年3月将有7.5万吨新项目将试运行。公司BD0产能将达到15万吨，成为国际上有竞争实力的BD0供应商。

图2 BD0与四氢呋喃价格走势 元/吨，%



数据来源：中国化工在线

20万吨粗苯精制项目已试运行

20万吨粗苯精制项目采用加氢法工艺，引进德国技术，产品质量和收率比国内一般的酸洗技术好。目前该项目已试运行。从太化股份粗苯精制项目运行情况看，产品毛利率估计不会太高。

业绩预测

根据公司产品计划，目前在建设的项目有：20万吨粗苯精制已试运行；7.5万吨BDO即将试运行；10万吨甲醛；1万吨多聚甲醛；5万吨EVA乳液；以及2万吨PVA已试运行。

2008年，公司业绩增长主要来自于7.5万吨BDO项目和20万吨粗苯精制项目的投产。

表1 利润预测表 万元

	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
主营业务收入	271333.30	406999.95	488399.94	586079.92
主营业务成本及税金	194483.06	297109.96	356531.95	427838.34
主营业务利润	76850.24	109889.99	131867.98	158241.58
其他业务利润	0.00	0.00	0.00	0.00
营业费用	8006.69	12210.00	14652.00	17582.40
管理费用	11484.77	16280.00	19536.00	23443.20
财务费用	7543.65	14245.00	19536.00	23443.20
营业利润	47871.53	67154.99	78143.99	93772.79
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
补贴收入	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外收入	598.95	500.00	500.00	500.00
营业外支出	431.92	400.00	400.00	400.00
利润总额	48038.56	67254.99	78243.99	93872.79
所得税	15111.87	14874.75	17561.00	21468.20
少数股东权益	-30.67	0.00	0.00	0.00
净利润	32926.69	52380.24	60682.99	72404.59
摊薄后每股收益（元）	0.84	1.34	1.55	1.85

数据来源：公司报告，广发证券发展研究中心

投资评级

按目前股价计算，2008年公司动态市盈率为27.43倍，与目前优质公司平均市盈率水平基本相当，给予持有评级。

风险揭示

PVA价格比较稳定，BDO价格波动比较大。BDO价格的波动对公司业绩影响比较大，如果BDO价格出现大幅下滑，公司业绩将受损。

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。



相关研究报告

山西三维 2006 年报点评	曹新	2007-03-09
山西三维 2007 年中报点评	曹新	2007-07-17

广州		上海	
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼	
邮政编码	510075	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn		
服务热线	020-87555888-390		

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。