

高湿模量纤维是未来战略重点

研究结论:

- 山东海龙是国内最大的粘胶生产企业之一,经营粘胶短丝、粘胶长丝、帆布、帘子布等产品。粘胶纤维是公司最主要的产品,粘胶纤维是以棉或其它天然纤维为原料生产的纤维素纤维,具有光滑、凉爽、透气、抗静电、染色绚丽等特性,除传统产品外,公司目前还具有生产高湿模量粘胶纤维、阻燃型粘胶纤维以及抗菌粘胶纤维的生产能力。
- 产能方面,公司目前拥有粘胶长丝产能 8 千吨;粘胶短纤产能 17 万吨;帘子布、帆布各 1.2 万吨。其中粘胶短丝业务是公司的主打,待新疆二期五万吨短纤产能及本部 3 万吨差异化产品达产后,公司将拥有 25.5 万吨的粘胶短纤生产能力(其中差异化产品 3 万吨),产能跃居全国第一。目前,全球最大的粘胶生产企业是奥地利的“蓝金”拥有产能 40-50 万吨左右。
- 粘胶行业在经历了数年的高速发展期后,目前正经历一个瓶颈时期,单纯依靠量的扩张来获得企业价值提升的时期暂告一段落。但从目前的产能情况来看,08 年全国粘胶短纤的产量在 120 万吨左右,粘胶长丝产量在 20 万吨左右;相比较棉纱 2000 万吨左右和涤纶近 1000 万吨左右的产量而言,粘胶短纤的市场空间仍然巨大。
- 粘胶纤维具有可自然降解和环保可再生等优点,考虑到目前粘胶短纤的低廉价格,我们认为下游企业有提高粘胶混纺比的可能。而在粘胶纤维中,我们认为高湿模量粘胶纤维是最有可能被加大使用量的粘胶纤维类型。
- 山东海龙是目前国内唯一一家具有高湿模量粘胶纤维生产能力的企业。我们认为目前粘胶纤维的使用量不大和普通粘胶纤维的强度低以及织物形态不稳定有关,其在舒适性上的优势毋庸置疑,高湿模量粘胶纤维能很好的解决这一问题,若山东海龙的高湿模量纤维质量能达到蓝金的水平,则海龙高湿模量纤维的销量将大大提高。而且考虑到高湿模量纤维成本仅比普通粘胶纤维高 15% 左右,我们认为高湿模量粘胶纤维具备成为粘胶主流品种的潜质,而山东海龙将成为最大的受益者。
- 风险因素:国外需求长期无法恢复或经济危机引起贸易保护主义抬头,致使纺织业出口难以恢复;公司财务费用过高,拖累公司发展。
- 初步估计公司 08-10 年 EPS 分别为 0.06 元(全面摊薄后)、0.15 元和 0.34 元,给予增持评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

报告日期 2009 年 3 月 11 日

杨云 化工行业分析师
8621-63325888 × 6071
yangyun@orientsec.com.cn

庄琰 化工行业分析师
8621-63325888 × 6069
zhuangyan@orientsec.com.cn

王晶(博士) 石油与化工行业首席分析师
8621-63325888 × 6072
wangjing@orientsec.com.cn

投资评级 买入 **增持** 中性 减持

股价 (09 年 3 月 10 日) 4.09 元

目标价格 (12 个月) 4.50 元

总股本/A 股 (万股) 86397.79

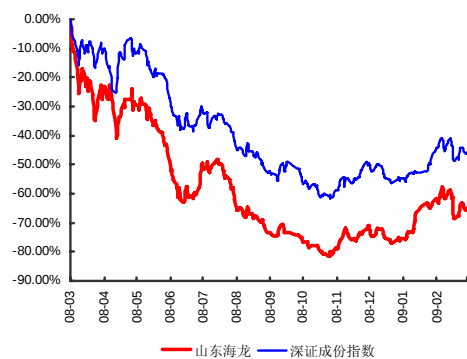
A 股市值 (百万元) 3533.67

国家/地区 中国

行业 化工

报告日期 2009 年 3 月 11 日

股价表现



	绝对表现 (%)	相对表现 (%)	深证成份指数
绝对表现 (%)	-8.29%	33.26%	-60.76%
相对表现 (%)	-7.76%	14.88%	-18.46%

资料来源: WIND

财务预测

	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	3120	2890	3450	4658
同比(%)	24%	-7%	19%	35%
归属母公司净利	276	55	131	291
同比(%)	293%	-80%	138%	122%
毛利率(%)	21.6%	15.0%	14.0%	14.5%
ROE(%)	19.3%	3.7%	8.4%	15.7%
每股收益(元)	0.32	0.06	0.15	0.34
P/E	13.29	66.67	28.02	12.60
P/B	2.56	2.50	2.34	1.98
EV/EBITDA	8	15	10	7

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系, 并且继续寻求发展这些关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突, 不应视本报告为投资决策的唯一因素。

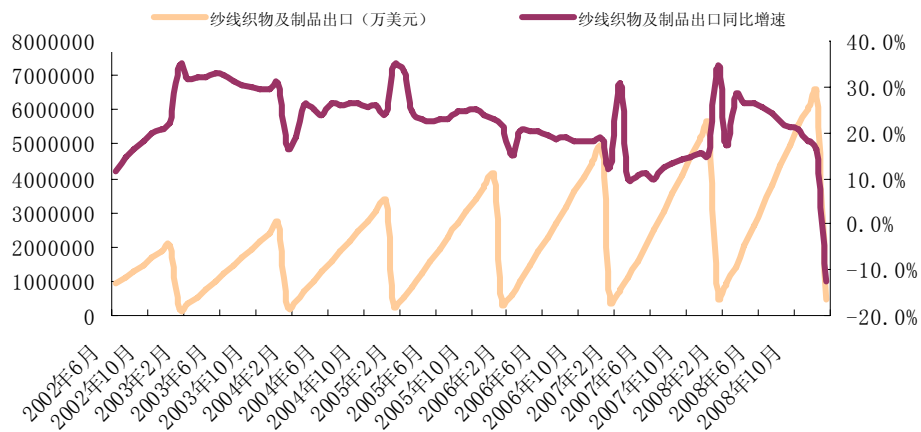
敬请参阅最后一页之重要声明。

粘胶价格走势



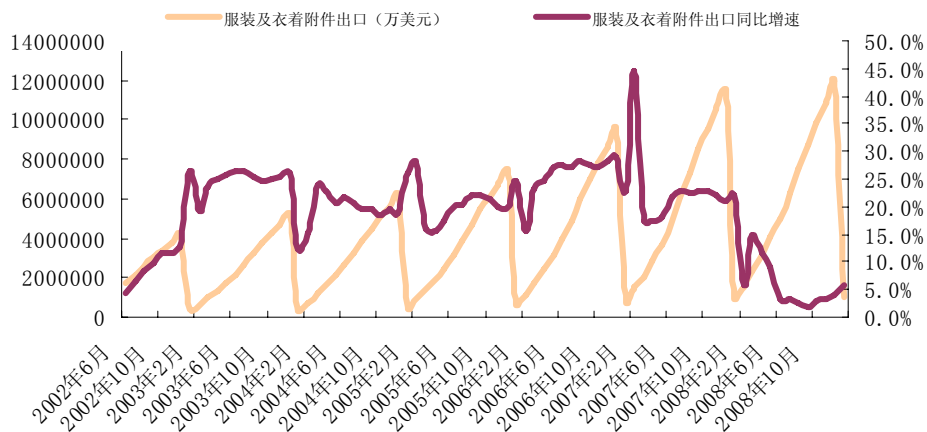
数据来源：东方证券研究所整理

国内纱线织物及制品出口数据



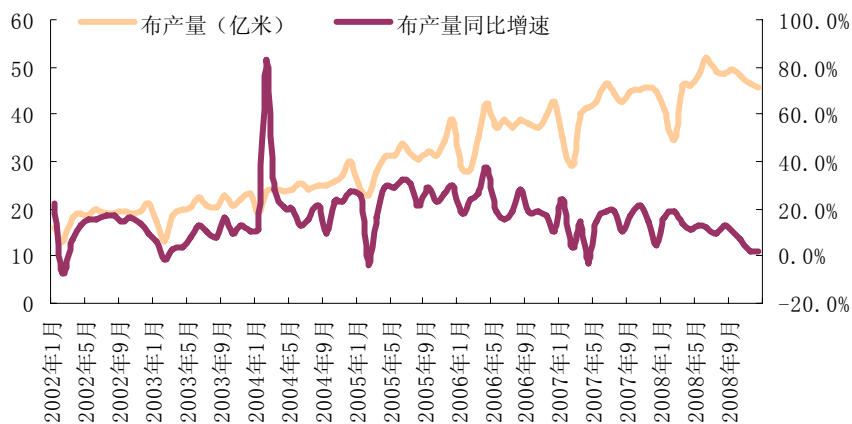
数据来源：东方证券研究所整理

国内服装及衣着附件出口数据



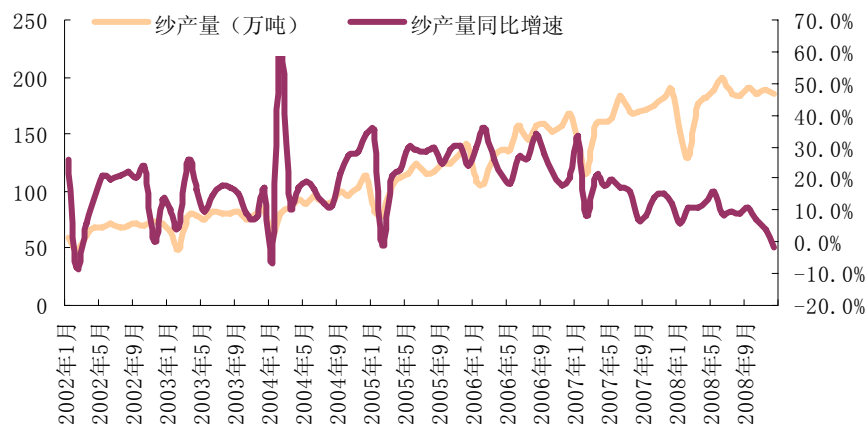
数据来源：东方证券研究所整理

国内布匹产量数据



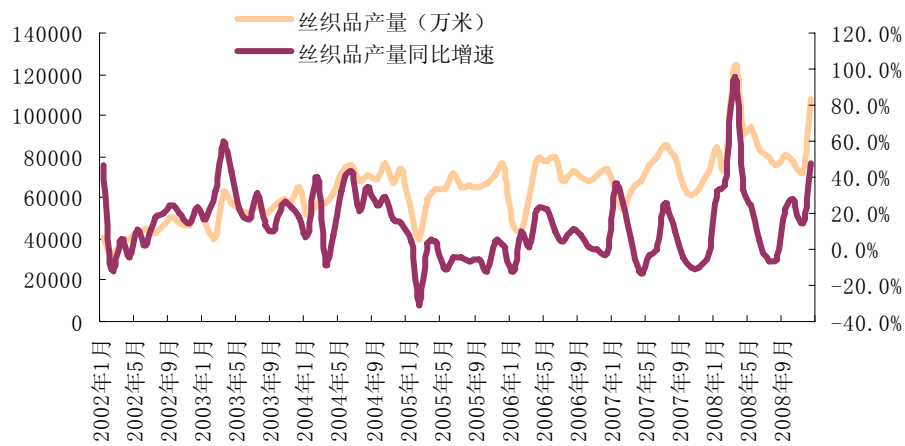
数据来源：东方证券研究所整理

国内纱产量数据



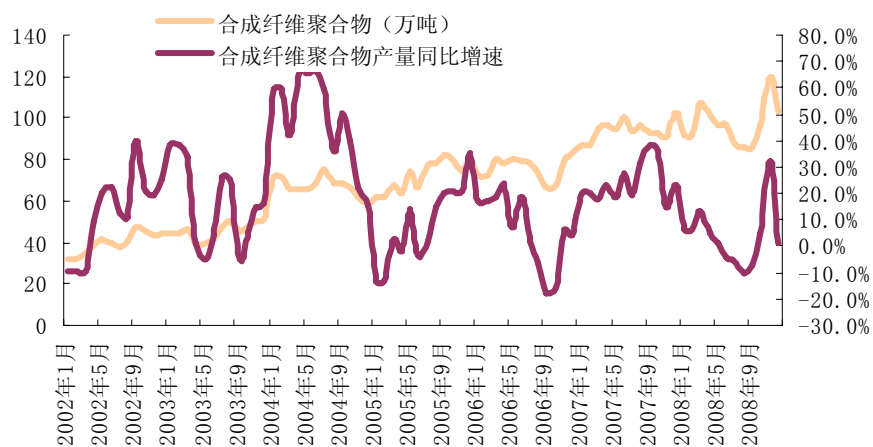
数据来源：东方证券研究所整理

国内丝织品产量数据



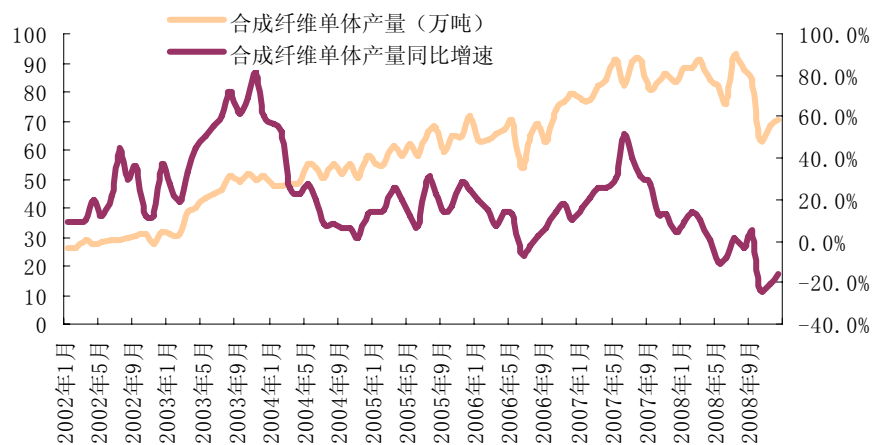
数据来源：东方证券研究所整理

合成纤维聚合物产量数据



数据来源：东方证券研究所整理

合成纤维单体产量数据



数据来源：东方证券研究所整理

附表：公司财务报表

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	1386	1756	1750	2225	营业收入	3120	2890	3450	4658
现金	433	421	413	419	营业成本	2447	2457	2967	3982
应收账款	135	227	258	349	营业税金及附加	22	13	20	24
其它应收款	69	77	91	123	营业费用	41	38	45	61
预付账款	248	208	258	353	管理费用	135	121	147	196
存货	446	735	592	795	财务费用	145	140	130	50
其他	54	87	138	186	资产减值损失	12	80	-10	0
非流动资产	2767	3857	5065	5551	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	60	68	68	68	投资净收益	10	-8	0	0
固定资产	2031	2893	4021	4721	营业利润	329	33	151	344
无形资产	228	273	313	355	营业外收入	35	30	0	0
其他	449	623	662	407	营业外支出	3	5	0	0
资产总计	4152	5613	6815	7776	利润总额	361	58	151	344
流动负债	2081	2672	4038	4577	所得税	84	3	20	52
短期借款	1343	1529	2659	2768	净利润	277	55	131	292
应付账款	270	491	593	796	少数股东损益	0	0	0	1
其他	469	651	786	1012	归属于母公司净利润	276	55	131	291
非流动负债	575	1407	1147	1277	EBITDA	603	336	518	704
长期借款	532	827	1127	1277	EPS (元)	0.32	0.06	0.15	0.34
其他	44	581	20	0	主要财务比率				
负债合计	2657	4079	5185	5854	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
少数股东权益	64	64	64	65	成长能力				
股本	432	864	9504	9504	营业收入	24.4%	-7.4%	19.4%	35.0%
资本公积	379	76	-5971	-5971	营业利润	240.8%	-89.9%	356.2%	127.6%
留存收益	621	529	-1966	-1675	归属于母公司净利润	292.8%	-80.1%	137.9%	122.4%
归属母公司股东权益	1432	1470	1566	1858	获利能力				
负债和股东权益	4152	5613	6815	7776	毛利率	21.6%	15.0%	14.0%	14.5%
现金流量表					净利率	8.9%	1.9%	3.8%	6.3%
单位: 百万元					ROE	19.3%	3.7%	8.4%	15.7%
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	ROIC	16.3%	4.4%	5.7%	7.2%
经营活动现金流	334	430	680	593	偿债能力				
净利润	277	55	131	292	资产负债率	64.0%	72.7%	76.1%	75.3%
折旧摊销	130	163	237	311	净负债比率				
财务费用	145	140	130	50	流动比率	0.67	0.66	0.43	0.49
投资损失	-10	8	0	0	速动比率	0.45	0.38	0.29	0.31
营运资金变动	-230	53	194	-70	营运能力				
其它	23	11	-13	10	总资产周转率	0.80	0.59	0.56	0.64
投资活动现金流	-524	-1267	-1445	-796	应收账款周转率	21	15	13	14
资本支出	495	1200	1400	750	应付账款周转率	6.08	6.45	5.47	5.73
长期投资	-36	9	0	0	每股指标 (元)				
其他	-65	-58	-45	-47	每股收益	0.32	0.06	0.15	0.34
筹资活动现金流	278	824	756	210	每股经营现金流	0.39	0.50	0.79	0.69
短期借款	73	186	1129	110	每股净资产	1.66	1.70	1.81	2.15
长期借款	165	295	300	150	估值比率				
普通股增加	21	432	8640	0	P/E	13.29	66.67	28.02	12.60
资本公积增加	288	-302	-6048	0	P/B	2.56	2.50	2.34	1.98
其他	-269	213	-3265	-50	EV/EBITDA	8	15	10	7
现金净增加额	88	-12	-9	6					

分析师承诺

杨云：化工行业分析师

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

王晶(博士)：石油与化工行业首席分析师

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

庄琰：化工行业分析师

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（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。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。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并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

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、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。