

业绩符合预期 行业底部确立

2008 年报点评

报告关键点：

- 08年粘胶行业景气下行，公司经营性亏损约2亿元
- 差别化粘胶短纤一支独秀，期待快速成长
- 09年初粘胶行业回暖，预计未来景气逐步回升

报告摘要：

- 根据企业年报，08年主营业务收入约为27.94亿元，同比下降约10%，净利润为-1.79亿元，每股收益-0.21元；公司08年亏损的主要原因在于行业景气下滑，产品价格持续下跌，原材料存货损失较大，全年计提存货跌价准备约1.5亿元。
- 差别化粘胶短纤一支独秀，期待快速成长：公司差别化短纤阻燃纤维、高湿模量纤维处于国内领先地位，估计08年产量已经达到8000吨，公司三万吨差别化粘胶短纤项目正在建设中，预计09年中期建成，一旦外需恢复，公司差别化纤维将进入快速成长期。
- 09年经营目标：完成产量：长丝6,000吨，短丝200,000吨，棉浆粕113,000吨，帘帆布26,000吨，无纺布5,460吨，氧化镁、氢氧化镁7,000吨，自发电13,400万度。
- 公司08年项目建设情况：新农棉浆10万吨浆粕二期于10月27日投产（10万吨建成）；新疆海龙粘胶短纤8万吨一期于10月29日投产（4万吨建成）；博莱特：5000吨高模低缩涤纶工业丝填补补齐项目5月投产，6000吨特种帆布项目8月份建成投产；海洋港一期扩建码头主体工程已全部竣工，万吨级码头实现顺利运营；康富特公司：3000吨水刺无纺布项目6月建成投产；凯利隆公司：年产8000吨氧化镁一期工程于12月份建成投产；镁业科技：600吨纳米氢氧化镁阻燃剂及副产300吨纳米硫酸钡添加剂项目7月建成投产。
- 公司09年计划建设项目：
 - 09年中期建成三万吨差别化粘胶短纤工程；
 - 新建年产1万吨纳米氢氧化镁和3000吨纳米硫酸钡工程；
 - 新建3×5000m³/h粘胶纤维废气处理、回收利用技术改造项目。
- 09年初粘胶行业回暖，预计未来景气逐步回升：09年一季度，粘胶纤维行业出现价格企稳回升，销量同步回暖，库存水平回归正常，开工率达到90%的情况，我们判断粘胶行业底部已经探明，未来回暖程度取决于下游需求的恢复程度。
- 盈利预测与投资评级：预计2009、2010、2011 年每股收益分别为0.20、0.30、0.36元，给予增持-B评级，十二个月目标价为6元。
- 风险提示：需求恢复的速度与下游纺织产品外需恢复的相关性较大，目前来看还有一定的不确定性。

评级：
增持-B

上次评级：中性-A

目标价格：
6 元

期限：12 个月 上次预测：4.00 元

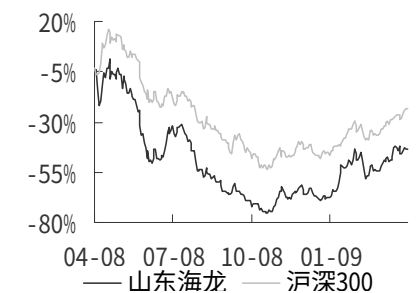
现价：4.99 元

报告日期：
2009-04-16

市场数据

总市值(百万元)	4,311.25
流通市值(百万元)	2,480.84
总股本(百万股)	863.98
流通股本(百万股)	497.16
12 个月最高/最低	2.02/18.05 元
十大流通股股东(%)	5.58%
股东户数	102,136

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	3.65	23.92	(20.28)
绝对收益	23.52	58.93	(43.38)

研究员

方峻
行业分析师

021-68765357

fangjun@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	3,119.7	2,793.6	3,212.7	4,015.8	5,220.6
Growth(%)	24.4%	-10.5%	15.0%	25.0%	30.0%
净利润	276.8	-178.8	267.9	411.3	491.0
Growth(%)	292.8%	-164.8%	-242.1%	53.5%	19.4%
毛利率(%)	21.6%	8.5%	18.0%	22.0%	21.0%
净利润率(%)	8.9%	-6.4%	7.9%	9.7%	8.9%
每股收益(元)	0.32	-0.21	0.20	0.30	0.36
每股净资产(元)	1.73	1.62	1.86	2.00	2.30
市盈率	15.6	-24.1	25.4	16.5	13.9
市净率	2.9	3.1	2.7	2.5	2.2
净资产收益率(%)	18.5%	-12.8%	13.3%	18.0%	18.9%
ROIC(%)	16.3%	0.0%	9.3%	11.7%	13.8%
EV/EBITDA	6.5	63.9	16.3	10.8	9.1
股息收益率	0.3%	0.0%	1.2%	1.8%	2.2%

前期研究成果

- 山东海龙：业绩符合预期 降息有助于减少财务费用
2008-10-30
- 山东海龙：行业景气低迷 龙头优势明显
2008-08-31
- 山东海龙：双轮驱动的成长
2007-12-25

财务报表预测和估值数据汇总
单位 百万元 模型更新时间 2009-4-15

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	3,119.7	2,793.6	3,212.7	4,015.8	5,220.6	成长性					
减:营业成本	2,447.0	2,555.6	2,634.4	3,132.4	4,124.3	营业收入增长率	24.4%	-10.5%	15.0%	25.0%	30.0%
营业税费	21.8	14.6	16.8	21.0	27.3	营业利润增长率	240.8%	-166.4%	-207.6%	97.6%	25.8%
销售费用	40.8	39.6	48.2	60.2	78.3	净利润增长率	292.8%	-164.8%	-242.1%	53.5%	19.4%
管理费用	135.2	137.4	144.6	180.7	261.0	EBITDA 增长率	75.6%	-81.0%	396.1%	44.2%	14.4%
财务费用	144.6	198.8	147.8	152.8	139.2	EBIT 增长率	110.4%	-104.1%	#####	61.2%	17.2%
资产减值损失	11.5	30.1	-14.0	4.5	6.7	NOPLAT 增长率	134.1%	-100.0%	#####	38.2%	12.9%
加:公允价值变动收益	-	-	-0.1	-	-	投资资本增长率	34.1%	30.9%	8.9%	-4.0%	0.9%
投资和汇兑收益	9.7	-35.6	-	-	-	净资产增长率	69.0%	-6.3%	43.4%	13.5%	14.2%
营业利润	328.6	-218.3	234.9	464.2	583.7	利润率					
加:营业外净收支	32.1	19.4	100.0	50.0	30.0	毛利率	21.6%	8.5%	18.0%	22.0%	21.0%
利润总额	360.7	-198.8	334.9	514.2	613.7	营业利润率	10.5%	-7.8%	7.3%	11.6%	11.2%
减:所得税	83.9	-20.0	67.0	102.8	122.7	净利率	8.9%	-6.4%	7.9%	9.7%	8.9%
净利润	276.8	-178.8	267.9	411.3	491.0	EBITDA/营业收入	19.2%	4.1%	17.5%	20.2%	17.8%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	15.2%	-0.7%	11.9%	15.4%	13.8%
货币资金	433.4	653.4	993.0	1,499.3	1,867.3	运营效率					
交易性金融资产	0.1	0.1	-	-	-	固定资产周转天数	229	321	337	276	214
应收帐款	204.2	269.1	246.1	307.6	399.9	流动营业资本周转天数	25	62	77	69	52
应收票据	54.0	49.1	56.5	70.6	91.8	流动资产周转天数	151	226	253	233	220
预付帐款	248.2	223.8	250.2	281.5	322.7	应收帐款周转天数	17	21	20	18	17
存货	445.8	931.2	866.1	686.5	903.9	存货周转天数	51	91	102	70	55
其他流动资产	-0.0	0.0	-31.4	-31.4	-31.4	总资产周转天数	450	648	677	573	478
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	321	474	488	399	302
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	59.6	41.5	42.1	42.1	42.1	ROE	18.5%	-12.8%	13.3%	18.0%	18.9%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	6.7%	-3.0%	4.3%	6.2%	6.8%
固定资产	2,030.7	2,954.5	3,052.3	3,109.2	3,096.5	ROIC	16.3%	0.0%	9.3%	11.7%	13.8%
在建工程	441.3	371.5	342.9	295.7	207.4	费用率					
无形资产	227.8	343.3	343.4	343.5	343.6	销售费用率	1.3%	1.4%	1.5%	1.5%	1.5%
其他非流动资产	7.3	45.8	8.4	8.4	8.5	管理费用率	4.3%	4.9%	4.5%	4.5%	5.0%
资产总额	4,152.2	5,910.5	6,169.6	6,613.2	7,252.5	财务费用率	4.6%	7.1%	4.6%	3.8%	2.7%
短期债务	1,342.7	1,616.9	1,916.9	1,907.5	1,895.8	三费/营业收入	10.3%	13.5%	10.6%	9.8%	9.2%
应付帐款	333.7	589.4	433.1	514.9	678.0	偿债能力					
应付票据	177.1	488.5	187.7	223.1	293.8	资产负债率	64.0%	76.3%	67.4%	65.5%	64.1%
其他流动负债	227.8	646.9	155.3	219.6	312.7	负债权益比	177.6%	321.8%	207.1%	190.0%	178.5%
长期借款	531.6	1,051.7	1,351.7	1,351.7	1,351.7	流动比率	0.67	0.64	0.88	0.98	1.12
其他非流动负债	43.6	115.9	115.9	115.9	115.9	速动比率	0.45	0.35	0.56	0.74	0.83
负债总额	2,656.5	4,509.4	4,160.6	4,332.7	4,648.0	利息保障倍数	3.27	-0.10	2.59	4.04	5.19
少数股东权益	63.7	165.6	177.0	194.5	215.3	分红指标					
股本	432.0	864.0	1,295.0	1,295.0	1,295.0	DPS(元)	0.01	-	0.06	0.09	0.11
留存收益	999.9	371.6	537.0	791.0	1,094.2	分红比率	4.5%	0.0%	30.0%	30.0%	30.0%
股东权益	1,495.6	1,401.2	2,009.0	2,280.5	2,604.5	股息收益率	0.3%	0.0%	1.2%	1.8%	2.2%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	276.8	-178.8	267.9	411.3	491.0	EPS(元)	0.32	-0.21	0.20	0.30	0.36
加:折旧和摊销	129.9	139.8	179.7	194.1	204.9	BVPS(元)	1.73	1.62	1.86	2.00	2.30
资产减值准备	11.5	30.1	-14.0	4.5	6.7	PE(X)	15.6	-24.1	25.4	16.5	13.9
公允价值变动损失	-	-	-0.1	-	-	PB(X)	2.9	3.1	2.7	2.5	2.2
财务费用	136.0	155.9	207.7	147.8	152.8	P/FCF	-	26.7	#####	11.5	15.6
投资收益	-9.7	35.6	-	-	-	P/S	1.4	1.5	2.0	1.6	1.2
少数股东损益	0.4	0.3	13.4	20.6	24.5	EV/EBITDA	6.5	63.9	16.3	10.8	9.1
营运资金的变动	-133.7	-102.2	-309.1	249.7	-52.0	CAGR(%)	14.1%	-240.0%	18.5%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	334.4	145.7	285.6	1,033.0	814.3	PEG	1.1	0.1	1.4	-0.2	-0.1
投资活动产生现金流量	-523.9	-1,136.5	-231.1	-181.1	-81.1	ROIC/WACC	2.2	-0.0	1.2	1.5	1.8
融资活动产生现金流量	277.8	1,210.8	277.3	-279.5	-290.8	REP	0.6	#####	1.7	1.3	1.1

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

方峻，南京化工大学化学工程专业硕士，上海财经大学金融学博士

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写,研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则,以合法渠道获得这些信息,尽可能保证可靠、准确和完整,但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据,不能作为道义、责任的和法律依据或者凭证,无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息,但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易,并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有,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。如引用发布,需注明出处为安信证券研究中心,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险,未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险,未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn
梁涛	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn
张勤	上海联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人
010-66581676	zhourong@essence.com.cn
李昕	北京联系人
010-66581689	lixin@essence.com.cn
张茜萍	深圳联系人
0755-82558089	zhangqp@essence.com.cn
王远洋	深圳联系人
0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn

凌洁	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn
李国瑞	上海联系人
021-68763872	ligr@essence.com.cn
南方	上海联系人
021-68765206	nanfang@essence.com.cn
马正南	北京联系人
010-66581668	mazn@essence.com.cn
潘琳	深圳联系人
0755-82558268	panlin@essence.com.cn
王昊文	深圳联系人
0755-82558069	wanghw@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳
 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
 邮编: 518026

上海
 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
 邮编: 200122

北京
 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
 邮编: 100034