

## 深度报告

基础化工

化学纤维

**山东海龙(000677)**
**推荐**

保守价值 7.5-9 元

昨收盘

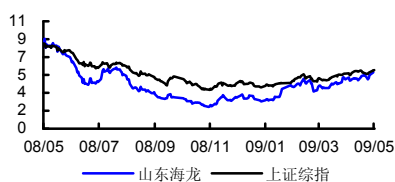
5.81

2009 年 5 月 6 日

### 本报告的独到之处

- 纺织服装出口内销分析下的粘胶需求判断
- 粘胶分企业产能投放预期下的价格判断

### 一年该股与上证综指走势比较



### 股票数据

|                 |                   |
|-----------------|-------------------|
| 总股本/流通 A 股(百万股) | 864.0/736.5       |
| 流通 B 股/H 股(百万股) | 0.0/0.0           |
| 总市值/流通市值(百万元)   | 5,019.7/4,279.0   |
| 上证综指/深圳成指       | 2,567.34/9,947.81 |
| 12 个月最高/最低(元)   | 8.92/2.15         |

### 财务数据

|           |         |
|-----------|---------|
| 净资产值(百万元) | 1,196.3 |
| 每股净资产(元)  | 1.4     |
| 市净率       | 4.2     |
| 资产负债率     | 76.9%   |
| 息率        |         |

### 相关研究报告:

纺织服装行业专题报告-超配出口型消费品,战略布局品牌内销 2009-04-16  
 调研出口公司摘要-服装出口强劲回暖将陆续激活上下游,加码弹性配置 2009-04-24

分析师: 方军平

电话: 021-68866202

E-mail: fangjp@guosen.com.cn

### 独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

### 首次覆盖

## 行业反转催生业绩高弹性

### ● 下游纺织服装反转确立改善粘胶行业供求格局

借助本轮全球金融危机对中国纺织服装在欧美的主要竞争对手巴西、土耳其的冲击远大于国内和国家适时出台的多项鼓励纺织服装出口的政策累计效应将逐步显现,中国纺织服装在全球市场份额从“20%到 80%”的跃迁之路才刚刚开始。随着外围需求的回暖和国内服装消费的持续升级,黏胶纤维需求将重新进入快速增长期。国内粘胶短纤 2008 年实际产能因资金和预期原因实际形成产能低于预期。粘胶行业供求关系将在 2009 年出现反转。

### ● 公司的竞争优势: 技术占优下的单耗低而产品品质高

公司粘胶短纤产能市场份额 15%,有效产量接近行业 20%,近 2000 万元的年技术投入保障公司新产品开发能力在行业内遥遥领先,公司产品出厂价高于行业平均水平近 500 元。对生产工艺的不断更新,公司吨纤维物料消耗明显低于行业平均水平。2009 年全球棉花总体供大于求,公司 23 万吨的粘浆粕产能将充分享受行业瓶颈利润。

### ● 增长路径: 2009 反转, 2010 年再造辉煌

公司未来 3 年粘胶短纤产能将由目前 22 万吨扩张到近 30 万吨;基于下游回暖和纤维用粘比例的提高,粘胶短纤价格将重新进入上升周期;与资源禀赋优厚的公司合作,为公司氧化镁提供了稳健的产能扩张预期和低成本原料保障。

### ● 风险提示

服装消费升级幅度低于预期导致纤维用粘比低于预期;棉短绒价格上涨幅度高于预期;人民币 2010 年或会升值对粘胶下游的重新抑制

### ● 保守价值 7.5~9.0 元/股, 给予“推荐”评级

基于行业周期向上,我们认为公司保守价值为 7.5~9.0 元/股,随着粘胶价格的上涨和需求的超预期回暖,公司合理估值具有很高的向上弹性,我们首次评级给予“推荐”。

### 盈利预测和财务指标

|              | 2007    | 2008    | 2009E   | 2010E | 2011E |
|--------------|---------|---------|---------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)    | 3,119.7 | 2,793.6 | 4,263   | 5,598 | 6,652 |
| (+/-%)       | 24.4%   | -10.5%  | 52.6%   | 31.3% | 18.8% |
| 净利润(百万元)     | 276.4   | -179.1  | 237     | 371   | 446   |
| (+/-%)       | 292.8%  | -164.8% | -232.2% | 56.9% | 19.9% |
| 每股收益(元)      | 0.6     | -0.2    | 0.27    | 0.43  | 0.52  |
| EBIT Margin  | 16.4%   | 0.3%    | 10.8%   | 11.3% | 11.5% |
| 净资产收益率 (ROE) | 19.3%   | -14.5%  | 17.2%   | 23.2% | 23.9% |
| 市盈率 (PE)     | 9.1     | -28.0   | 16.4    | 10.4  | 8.7   |
| EV/EBITDA    | 6.8     | 51.7    | 13.9    | 11.0  | 9.6   |
| 市净率 (PB)     | 1.8     | 4.1     | 2.82    | 2.42  | 2.08  |

## 投资摘要

### 估值与投资建议

基于粘胶需求回暖和公司综合差价空间加大的判断,预计 2009-11 年每股盈利分别为 0.27、0.42 和 0.50 元,我们测算公司合理价值为 7.9~10.2 元/股,基于纺织服装行业回暖对公司主导产品粘胶短纤供求关系改善的判断,我们给予公司“**推荐**”投资评级。

### 核心假设或逻辑

产品及成本价格假设: 2009-2010 年公司粘胶短纤出厂均价分别为 14500 元/吨、16095 元/吨; 2009-2010 年公司棉短绒采购价分别为 3300 元/吨和 3600 元/吨; 主要辅料烧碱 09-10 年均价为 3000 元/吨和 3600 元/吨; 公司用电成本分别为 0.512 元/度和 0.563 元/度。公司 2009 年仅完成新疆粘胶二期 5 万吨和本部工程,没有其它资本支出。

### 与市场预期的差异之处

市场认为粘胶行业产能增加压力很大,产品价格上涨缺乏持续性。我们认为,本轮全球金融危机对中国纺织服装在欧美的主要竞争对手巴西和土耳其的冲击远大于国内,国家适时出台的多项鼓励纺织服装出口的政策累计效应将逐步显现,中国纺织服装在全球市场份额从“20%到 80%”的跃迁之路才刚刚开始,同时国内人均服装消费基数仍然很低,粘胶短纤将明显受益于国内服装消费升级, **粘胶纤维需求全面回暖基本确立**。由于 2008 年行业亏损,中小公司退出粘胶行业和部分规划新产能由于资金和预期并未真正上马,行业**新增产能并未大幅增加**。我们认为,2009 年是粘胶行业的转折之年,2010 年**粘胶价格将持续上涨**,公司将再续辉煌。基于 2009 年国际棉花供求总体过剩对棉短绒的压制,公司 23 万吨的浆粕产能将为公司充分享受行业**瓶颈利润**占据有利位置。

### 股价变化的催化因素

公司股价催化剂包括: 粘胶价格继续上涨, 镁盐的战略合作, 公司自主的高湿模量和阻燃纤维的全面推向市场。

### 核心假设或逻辑的主要风险

服装消费升级进度低于预期导致纤维用粘比低于预期; 棉短绒价格上涨幅度高于预期; 人民币 2010 年或会升值对粘胶下游的重新抑制。

## 内容目录

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 投资摘要 .....                       | 2  |
| 内容目录 .....                       | 3  |
| 图表目录 .....                       | 4  |
| 估值与投资建议 .....                    | 5  |
| 估值与投资建议 .....                    | 5  |
| 绝对估值法：7.8~8.9 元/股 .....          | 5  |
| 相对估值法：7.5 元~9.0 元/股 .....        | 5  |
| 给予“推荐”的投资评级 .....                | 6  |
| 粘胶短纤决定公司业绩 .....                 | 7  |
| 粘胶短纤和帘帆布是公司主要收入和利润来源 .....       | 7  |
| 粘胶行业：纺织业回暖下的业绩高弹性 .....          | 7  |
| 粘胶纤维生产流程：源于棉高于棉 .....            | 7  |
| 全球粘胶纤维供给：高度集中决定价格高弹性 .....       | 8  |
| 粘胶纤维需求：服装消费升级催生纺织纤维用粘比不断提高 ..... | 10 |
| 供求博弈：供给集中与需求高弹性铸就粘胶投资逻辑是周期为王 ... | 12 |
| 盈利预测：2009 转折之年，2010 再续辉煌 .....   | 13 |
| 公司的竞争优势：强大的浆粕产能获取行业瓶颈利润 .....    | 14 |
| 盈利预测假设：投料基准测算 .....              | 15 |
| 核心判断的主要风险 .....                  | 17 |
| 附表 1：财务预测与估值 .....               | 18 |
| 国信证券投资评级 .....                   | 19 |
| 免责条款 .....                       | 19 |

## 图表目录

|                                           |    |
|-------------------------------------------|----|
| 表 1: FCFF 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 .....      | 5  |
| 表 2: A 股部分强周期行业龙头股估值 .....                | 5  |
| 表 3: 浆粕生产流程图 .....                        | 7  |
| 表 4: 由浆粕制成粘胶短纤的化学反应 .....                 | 8  |
| 表 5: 粘胶纤维与棉纤维的性能指标对比 .....                | 8  |
| 表 6: 2009 年 4 月国内分企业粘胶纤维及浆粕产能 .....       | 9  |
| 表 7: 2006-2008 年粘胶纤维分省市产量 (万吨) .....      | 10 |
| 表 8: 2006 年国内分企业粘胶纤维产能 .....              | 10 |
| 表 9: 公司粘胶短纤吨产量模拟用料量 .....                 | 13 |
| 表 10: 2009/2010 ICAC 全球棉花供求 .....         | 14 |
| 表 11: 山东海龙粘胶短纤投料成本测算 .....                | 15 |
| 表 12: 山东海龙分板块盈利预测假设 .....                 | 16 |
| 图 1: 2005-2008 年公司收入构成 .....              | 7  |
| 图 2: 2005-2008 年公司毛利构成 (亿元) .....         | 7  |
| 图 3: 2008 年全球粘胶纤维产量分布 .....               | 8  |
| 图 4: 1998-2020 年全球及中国纺织服装贸易额及中国占比 .....   | 11 |
| 图 5: 1989-2030 主要国家在美国进口全球纺织品服装中份额 .....  | 11 |
| 图 6: 2000.1-2009.2 美国服饰及配件月零售额及累计同比 ..... | 12 |
| 图 7: 2000-2008 全球纤维产量及粘胶纤维占比 (千吨) .....   | 12 |
| 图 8: 2001-2009 全国粘胶纤维产能与需求 .....          | 13 |
| 图 9: 公司粘胶短纤成本构成 .....                     | 13 |
| 图 10: 2003-2009.5 国内外棉花价格走势 .....         | 14 |
| 图 11: 2006.1-2009.5 粘胶短纤及浆粕价格走势 .....     | 14 |
| 图 12: 2005-2009.5 长三角烧碱价格 .....           | 15 |
| 图 13: 2005-2009.5 长三角硫酸价格 .....           | 15 |
| 图 14: 2005-2009.5 长三角盐酸价格 .....           | 16 |

## 估值与投资建议

### 绝对估值法：7.8-8.9 元/股

我们采用三阶段模型，对公司价值进行 DCF 折现。基于十分保守的目的我们假设公司目前规划产能到位后不再谋求大规模的相关行业投资，我们测算公司合理价值为 7.8 元-8.9 元。

| 会计年度截止日：12/31 | 2009E  | 2010E  | 2011E  | 2012E  | 2013E  | 2014E  | 2015E  | 2016E  | 2017E  | 2018E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 销售收入增长率       | 52.61% | 31.30% | 18.83% | 20.00% | 20.00% | 18.00% | 15.00% | 15.00% | 10.00% | 10.00% |
| 销货成本 / 销售收入   | 81.50% | 81.25% | 81.25% | 81.25% | 81.25% | 81.25% | 81.25% | 81.25% | 81.25% | 81.25% |
| 所得税税率         | 17.00% | 19.00% | 25.00% | 25.00% | 25.00% | 25.00% | 25.00% | 25.00% | 25.00% | 25.00% |
| 股利分配比例        | 40.00% | 40.00% | 40.00% | 40.00% | 40.00% | 40.00% | 40.00% | 40.00% | 40.00% | 40.00% |

表 1: FCFF 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股)

| 7.77  | 10.2% | 10.7% | 11.16% | 11.7% | 12.2% |
|-------|-------|-------|--------|-------|-------|
| 1.5%  | 10.75 | 9.74  | 8.84   | 8.04  | 7.31  |
| 1.0%  | 10.23 | 9.29  | 8.45   | 7.69  | 7.01  |
| 0.5%  | 9.76  | 8.88  | 8.10   | 7.38  | 6.74  |
| 0.0%  | 9.33  | 8.51  | 7.77   | 7.10  | 6.49  |
| -0.5% | 8.95  | 8.18  | 7.48   | 6.84  | 6.26  |
| -1.0% | 8.60  | 7.87  | 7.21   | 6.60  | 6.05  |

资料来源：国信证券经济研究所

### 相对估值法：7.5 元~9.0 元/股

公司不论技术还是产能都是行业绝对龙头，对行业供求和定价有举足轻重的效果，我们认为公司是行业周期的引导者，当前绝大多数同行滞后后于山东海龙，同时公司拥有强大的技术投入和研发软实力，因此简单的粘胶行业内比较矮化了公司价值，实质意义不大。我们认为，与 A 股的强周期行业龙头比较，对山东海龙估值参考意义较大。对比显示，我们认为公司保守价值为 7.5 元-9.0 元。

表 2: A 股部分强周期行业龙头股估值

| 证券简称 | 总市值   | 2008PE | 2009PE | 2010PE | PS   | PB   |
|------|-------|--------|--------|--------|------|------|
| 江西铜业 | 777   | 34.0   | 40.3   | 30.7   | 1.44 | 3.72 |
| 武钢股份 | 576   | 11.1   | 14.0   | 11.1   | 0.79 | 2.05 |
| 中国远洋 | 1,288 | 11.9   | 586.5  | 51.7   | 1.12 | 2.57 |
| 中国神华 | 5,309 | 20.0   | 17.7   | 16.2   | 4.96 | 3.38 |
| 万科 A | 968   | 24.0   | 19.7   | 16.7   | 2.36 | 2.96 |
| 一汽轿车 | 273   | 25.1   | 21.7   | 18.0   | 1.35 | 4.01 |

资料来源：WIND，国信证券经济研究所

### 给予“推荐”的投资评级

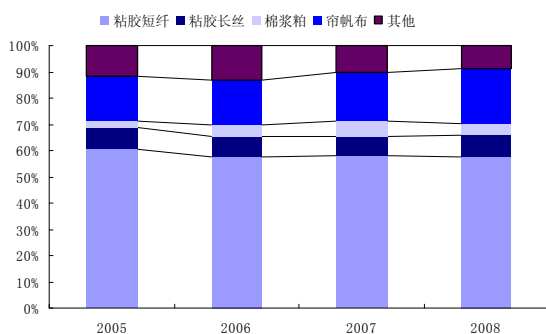
我们认为公司是强周期龙头，更适合周期判断准确下的相对估值，基于我们对粘胶供求判断基准下的行业投资周期判断，综合绝对估值和相对估值的结果，公司保守价值为 7.5 元~9 元/股，首次评级“推荐”。

## 粘胶短纤决定公司业绩

### 粘胶短纤和帘帆布是公司主要收入和利润来源

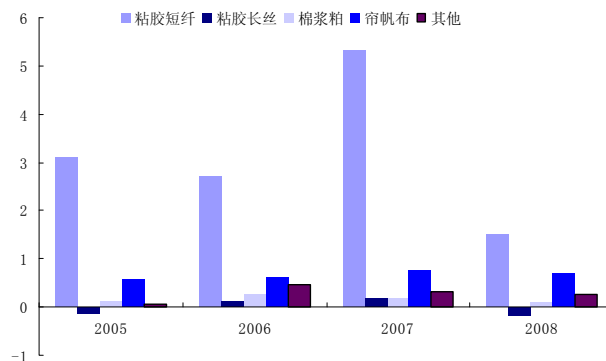
山东海龙主导产品为粘胶短丝和帘帆布，2008 年粘胶短纤和帘帆布分别占公司收入 65%和 21%，粘胶短纤和帘帆布毛利额分别占公司总毛利额 63%和 30%。

图 1: 2005-2008 年公司收入构成



数据来源：公司资料、国信证券经济研究所

图 2: 2005-2008 年公司毛利构成 (亿元)



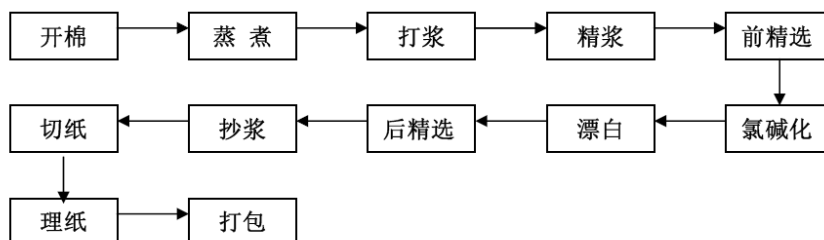
数据来源：公司资料、国信证券经济研究所

## 粘胶行业：纺织业回暖下的业绩高弹性

### 粘胶纤维生产流程：源于棉高于棉

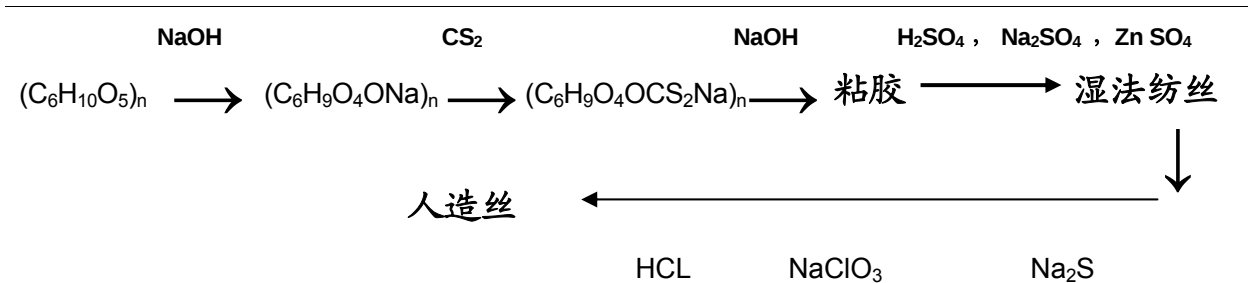
粘胶纤维的初始原材料为棉短绒和木浆，经过一系列物理和化学过程后生成人造丝，加工中主要配料为烧碱、硫酸、二硫化碳、盐酸等。由于经过一系列碱化、酸处理，粘胶短纤在光泽、色谱、吸湿、透气、悬垂性及染色特性等方面有源于棉而高于棉的性质提高。

表 3: 浆粕生产流程图



资料来源：国信证券经济研究所

表 4: 由浆粕制成粘胶短纤的化学反应



资料来源: 国信证券经济研究所

表 5: 粘胶纤维与棉纤维的性能指标对比

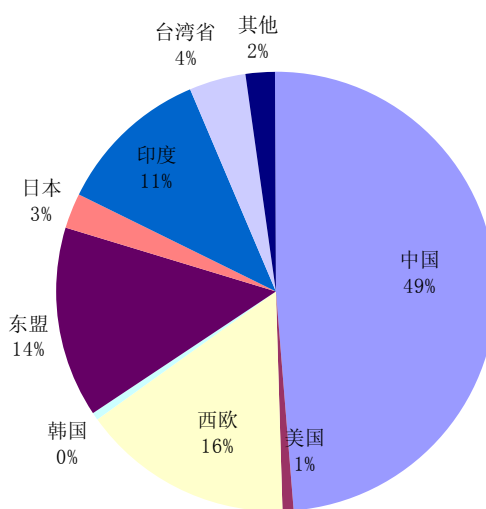
| 指标   | 纤维素含量   | 脂肪腊质含量   | 氯含量    | 果胶及多缩戊糖 | 灰分    |
|------|---------|----------|--------|---------|-------|
| 粘胶纤维 | 99.5%以上 | 0.2-0.3% | 无      | 无       | 微量    |
| 棉纤维  | 95-97%  | 0.5-0.6% | 1-1.1% | 1.2%    | 1.14% |

资料来源: 国信证券经济研究所

### 全球粘胶纤维供给: 高度集中决定价格高弹性

全球粘胶纤维的地区和公司分布均高度集中, 2008 年中国、东盟、西欧和印度粘胶纤维产量占全球比例近 90%。分公司看, 全球粘胶纤维生产十分集中。2006 年, 国际上实力较强的前五位粘胶短纤公司占有世界粘胶短纤市场份额的 42%, 其中印度的 Grasim 公司占 12%, 奥地利的 Lenzing 公司(兰精公司)占 10%, 中国台湾化学纤维股份有限公司占 8%, 印尼的 South PacificViscose 公司和 Indo Bharat Rayo 公司分别占 7%和 5%。

图 3: 2008 年全球粘胶纤维产量分布



资料来源: 日本化纤协会, 国信证券经济研究所

### 国内粘胶产能日益集中

由于粘胶生产的中间投入物烧碱、盐酸、硫酸等均以“三废”排出，H<sub>2</sub>S、硫酸钠盐废气、废水后处理等与环保审批息息相关，粘胶短纤和粘胶长丝耗电量巨大，新上粘胶产能既涉及规模产能下的资金壁垒，同时环保、土地、电力等审批也导致粘胶行业产能集中率极高。2008 年全国 10 大粘胶短纤企业产量达到全国总产量的 80%较 2006 年提高 15 个点，行业集中度经过 2008 年萧条得以大幅提高。

表 6：2009 年 4 月国内分企业粘胶纤维及浆粕产能

| 公司名称    | 粘胶长丝  | 粘胶短纤 | 棉浆粕 |
|---------|-------|------|-----|
| 宜宾丝丽雅   | 60    |      | 45  |
| 吉林化纤    | 22.5  | 65   |     |
| 河北吉藁    |       | 23   | 50  |
| 潍坊海龙    | 8     | 160  | 140 |
| 新疆海龙    |       | 60   |     |
| 杭州蓝孔雀   | 12    |      | 12  |
| 山东高密银鹰  |       | 75   | 80  |
| 新疆银鹰    |       |      | 80  |
| 湖北化纤    | 8     | 35   | 40  |
| 保定天鹅    | 23    |      | 48  |
| 新乡白鹭    | 60    | 55   | 80  |
| 丹东五兴化纤  | 22    | 60   |     |
| 唐山三友    |       | 160  |     |
| 东光浆粕    |       |      | 16  |
| 九江化纤    | 10    | 35   | 20  |
| 赛得利（江西） |       | 70   |     |
| 山西大同    |       | 20   | 15  |
| 苏州恒光    |       | 10   |     |
| 张家港锦丰   |       | 25   | 18  |
| 阜宁澳洋    |       | 50   |     |
| 玛纳斯澳洋   |       | 110  | 80  |
| 浙江富丽达   |       | 180  |     |
| 新疆富丽达   |       | 100  |     |
| 新疆玛纳斯舜泉 |       | 50   |     |
| 江阴三房巷   |       | 30   |     |
| 南京化纤    | 15    | 30   | 40  |
| 桐乡中辉    | 3     |      |     |
| 邵阳化纤    | 7     |      | 6   |
| 成都华明    |       | 40   |     |
| 襄樊楚天    |       | 10   |     |
| 三门峡化纤   |       |      | 60  |
| 安徽雪龙    |       |      | 52  |
| 连云港甲乙   |       |      | 40  |
| 上虞化纤    |       |      | 15  |
| 河北柏乡    |       |      | 10  |
| 镇江万发    |       |      | 20  |
| 新疆泰昌    |       |      | 8   |
| 新疆阿克苏   |       |      | 18  |
| 合计      | 250.5 | 1453 | 993 |

资料来源：第一纺织，国信证券经济研究所

**表 7: 2006-2008 年粘胶纤维分省市产量（万吨）**

| 地区  | 2006.1-12 | 2007.1-12 | 2008.1-12 |
|-----|-----------|-----------|-----------|
| 全国  | 120.73    | 146.86    | 131.88    |
| 山东省 | 15.95     | 18.21     | 19.2      |
| 河北省 | 16.25     | 18.54     | 18.52     |
| 浙江省 | 11.68     | 20.66     | 17.97     |
| 吉林省 | 8.43      | 16.62     | 11.81     |
| 江苏省 | 32.46     | 17.79     | 10.89     |
| 新疆  | 6.48      | 7.01      | 10.36     |
| 河南省 | 11.37     | 12.92     | 9.84      |
| 江西省 | 7.74      | 10.58     | 8.92      |
| 四川省 | 8.84      | 9.77      | 8.51      |
| 湖北省 | 5.69      | 7.86      | 7.54      |
| 合计  | 124.89    | 139.96    | 123.56    |

资料来源：中国化纤信息网，国信证券经济研究所

**表 8: 2006 年国内分企业粘胶纤维产能**

| 企业名称           | 公司性质 | 2006 年粘胶短纤产量 | 全国产量占比 |
|----------------|------|--------------|--------|
| 山东海龙化纤股份有限公司   | 上市公司 | 12.11        | 11.01% |
| 河北唐山三友集团公司     | 国有   | 11.44        | 10.40% |
| 江苏澳洋科技股份有限公司   | 民营   | 10.72        | 9.75%  |
| 浙江富利达有限公司      | 民营   | 7.44         | 6.76%  |
| 吉林化纤股份有限公司     | 上市公司 | 6.48         | 5.89%  |
| 江西九江赛得利化纤厂     | 外商独资 | 5.53         | 5.03%  |
| 河南新乡白鹭化纤股份有限公司 | 上市公司 | 5.15         | 4.68%  |
| 辽宁丹东化纤股份有限公司   | 上市公司 | 4.74         | 4.31%  |
| 三房巷化纤有限公司      | 民营   | 4.22         | 3.84%  |
| 四川成都华明化纤公司     | 国有   | 4.17         | 3.79%  |

资料来源：中国化纤信息网，国信证券经济研究所

### 2008 年的行业洗牌加大了龙头公司行业地位和品牌信誉

2008 年粘胶公司在人棉纱需求骤降下，部分规模小的公司资金困难出现产品质量下滑，生产服务不到位等，龙头公司借势整合了部分公司并加强了上下游的整合，大幅提升了行业内的品牌信誉度和行业内定价风向标认同感。

### 粘胶纤维需求：服装消费升级催生纺织纤维用粘比不断提高

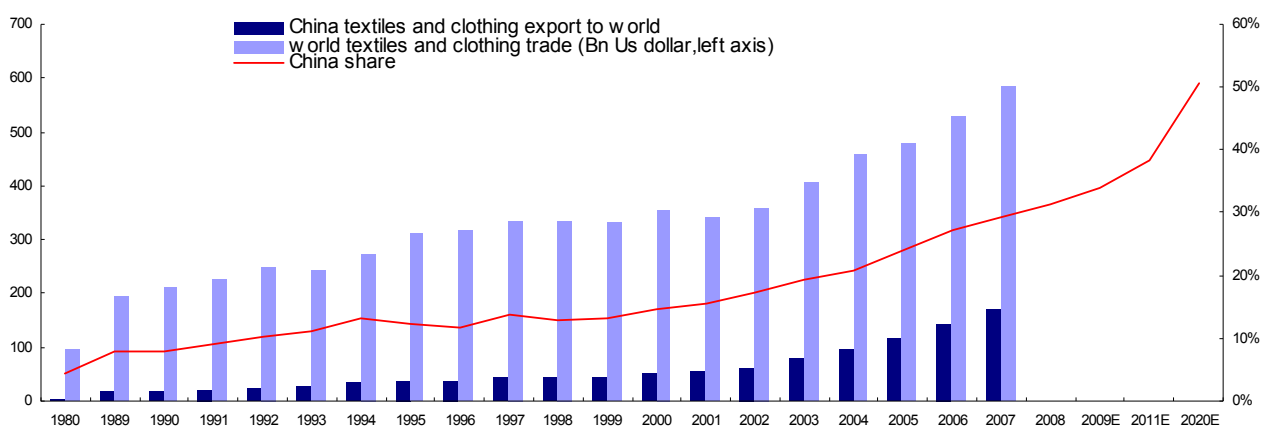
粘胶纤维主要用于生产人棉纱和无纺布，人棉纱由于在耐日光、抗虫蛀、耐霉菌等方面的优良性能，在高档内衣和高档面料的纤维用比中不

断提高。

### 纺织服装业：行业反转基本确立奠定纤维消费将稳步提高

中国纺织服装全球竞争力仍然笑傲全球，市场份额提高和纺织服装外围需求回暖，金融危机改善中国纺织服装全球微笑曲线站位。本轮全球金融危机对中国出口龙头有多方面正面促进作用：其一，对巴西、土耳其等中国出口企业在欧美的主要竞争对手的破坏程度远高于国内；其二，危机触发我国及时到位的政策引导和对国内过热部门的反思降低了出口成本，改善龙头公司的出口信心和预期；其三，美欧市场大型零售和进口企业的倒闭提高了中国出口龙头的定价能力，为开拓美欧市场国际自主品牌减少障碍。

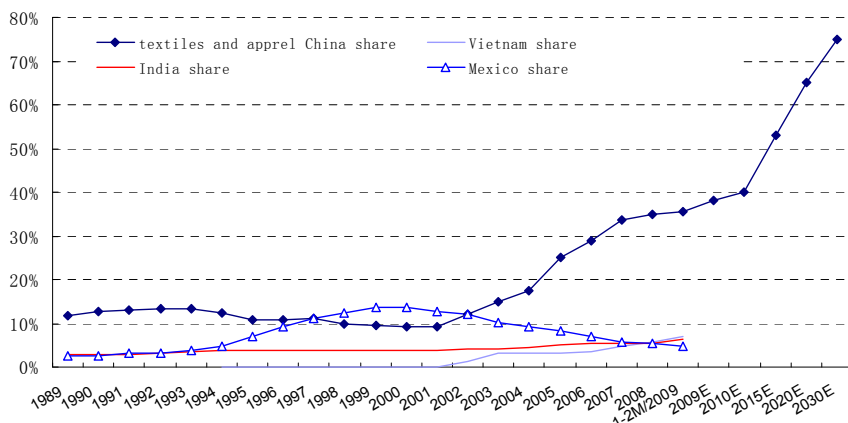
图 4：1998-2020 年全球及中国纺织服装贸易额及中国占比：中国市场份额不断跃升



资料来源：CEIC，国信证券经济研究所

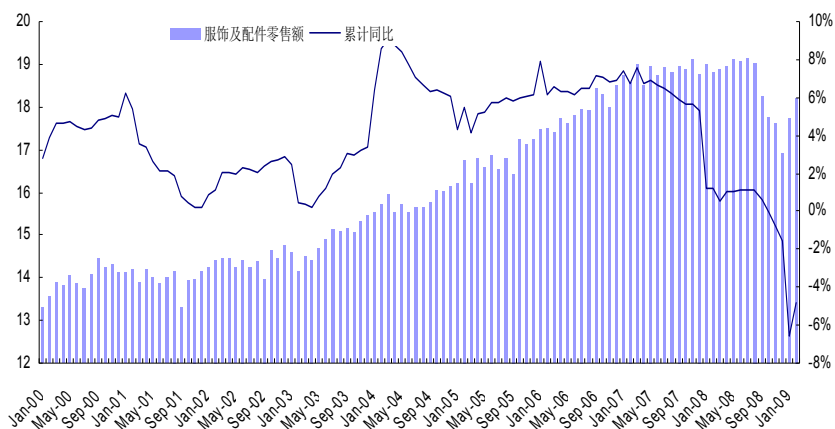
凭借强大的产业集群、有效的人力培训和组织体系、上下游综合配套能力，中国纺织服装全球市场份额将继续提高。1988-2008 的 20 年中国纺织服装在日本市场份额由 23% 提高到 77%，中国纺织服装在欧盟（25 国）的市场份额从 1995 年的 8.1% 提高到 2007 年的 34.3%，1989-2008 年中国纺织服装在美国市场由 11.7% 提升到 2008 年的 35.1%（2009 年 1-3 月为 35.3%）。

图 5：1989-2030 主要国家在美国进口全球纺织品服装中份额及预测



资料来源：美国海关，国信证券经济研究所

图 6: 2000.1-2009.2 美国服饰及配件月零售额及累计同比: 需求回暖

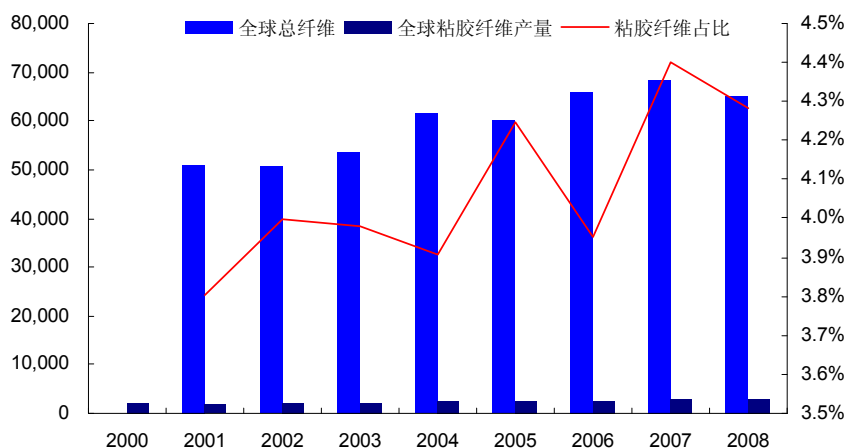


资料来源: CEIC, 国信证券经济研究所

### 服装消费升级和行业需求回暖催生粘胶在纤维用量比例中将不断提高

伴随外围经济回暖和国内消费信心恢复, 我国服装消费将持续升级, 高档混纺面料将继续提高, 2009 年粘胶短纤的纤维用量占比将继续提高。

图 7: 2000-2008 全球纤维产量及粘胶纤维占比 (千吨)

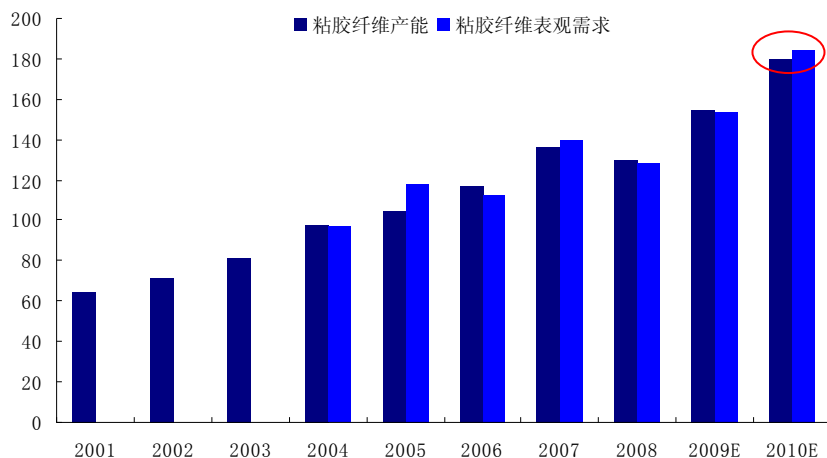


资料来源: 日本化纤协会, 国信证券经济研究所

### 供求博弈: 供给集中与需求高弹性铸就粘胶投资逻辑是周期为王

粘胶行业进入的高壁垒和高集中度决定需求触发的业绩提升高弹性, 行业投资逻辑为周期判断基准下的趋势为王。通过判断行业产能增长和需求回升幅度, 我们认为粘胶行业的向上周期已经来临。根据我们对主要粘胶公司产能扩张的计划测算, 2009 年粘胶行业有效产能在 145-155 万吨, 考虑到纤维用量比, 我们认为 2009 年粘胶供求基本平衡, 2010 年粘胶纤维将重新步入繁荣期。

图 8: 2001-2009 全国粘胶纤维产能与需求

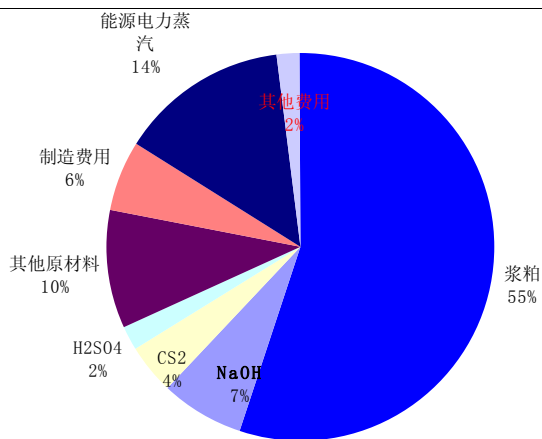


资料来源: 中国化纤信息网, 国信证券经济研究所

## 盈利预测: 2009 转折之年, 2010 再续辉煌

由于公司特有的浆粕和粘胶纤维产能搭配, 公司的初始成本主要为棉短绒、盐酸、硫酸、二硫化碳、电力、蒸汽、折旧和人工。公司每年投入近 2000 万元技术开发, 新产品开发能力明显领先同行, 公司产品价格高出行业平均水平近 500 元。从公司的粘胶短纤用料比上看, 由于公司工艺流程改造对辅料的循环利用、粘胶短纤与浆粕产能搭配, 其辅料用量低于行业平均水平, “三废”治理成本低于行业平均水平。

图 9: 公司粘胶短纤成本构成



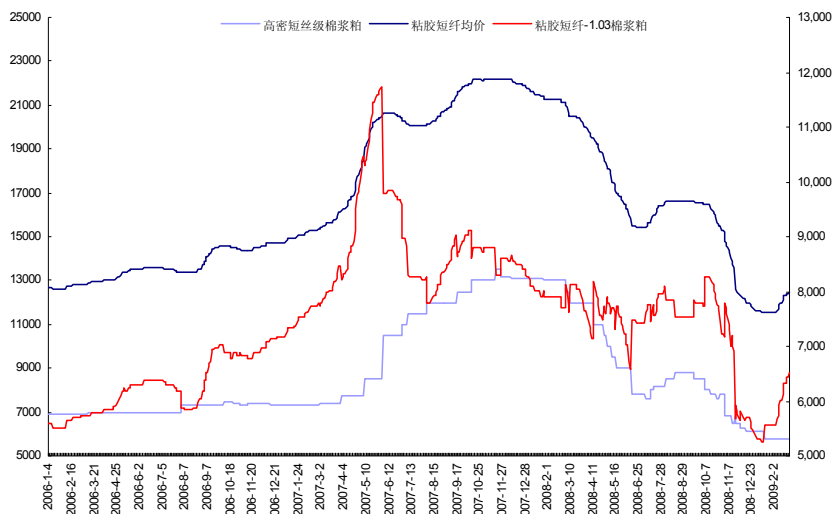
数据来源: 公司资料、国信证券经济研究所

表 9: 公司粘胶短纤吨产量模拟用料量

| 投入料                            | 单位 | 吨粘胶短纤用量 |
|--------------------------------|----|---------|
| 浆粕                             | 吨  | 1.03    |
| NaOH                           | 吨  | 0.46    |
| CS <sub>2</sub>                | 吨  | 0.22    |
| H <sub>2</sub> SO <sub>4</sub> | 吨  | 0.33    |
| 电                              | 度  | 1352    |
| 汽                              | 吨  | 9       |

数据来源: 国信证券经济研究所测算, 公司样本

图 10: 2006.1-2009.5 粘胶短纤及浆粕价格走势

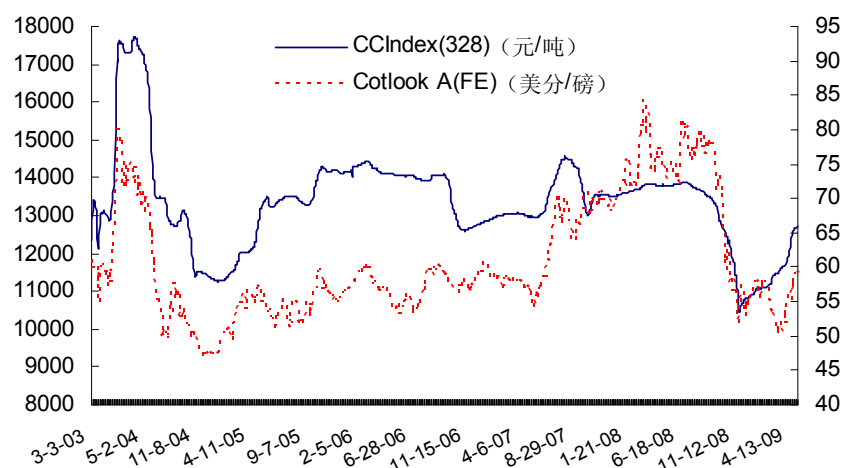


资料来源: 中国化纤信息网, 国信证券经济研究所

### 公司的竞争优势: 强大的浆粕产能获取行业瓶颈利润

公司的优势除了其研发基础上的单位投料和“三废”处理成本低于同行外, 到 2009 年底海龙母子公司 23 万吨粘浆粕产能将有效搭配其 27 万吨的粘胶短纤产能, 在整行业粘浆粕产能不足、棉短绒总体供给充裕的背景下获得更大的浆粕生产环节的瓶颈利润。

图 11: 2003-2009.5 国内外棉花价格走势



资料来源: 中国棉花网, 国信证券经济研究所

表 10: 2009/2010 ICAC 全球棉花供求

| 项目 | 百万吨, 每分/磅 |           |           |
|----|-----------|-----------|-----------|
|    | 2007/2008 | 2008/2009 | 2009/2010 |
| 产量 | 26.22     | 23.7      | 23.6      |

|              |       |      |      |
|--------------|-------|------|------|
| 消费量          | 26.29 | 23.6 | 23.7 |
| 出口量          | 8.34  | 6.2  | 7.3  |
| 年末库存         | 12.5  | 12.6 | 12.5 |
| Cotlook A 指数 | 72.9  | 60   | 63   |

资料来源：ICAC，国信证券经济研究所

### 盈利预测假设：投料基准测算

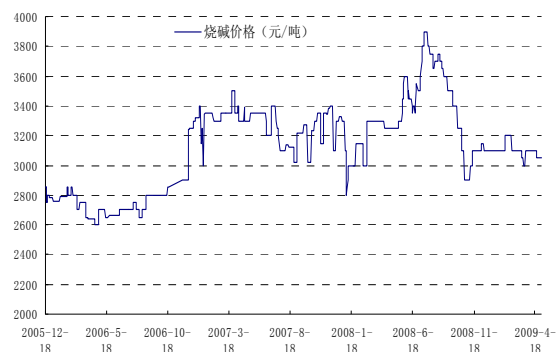
我们从棉短绒、烧碱、硫酸、二硫化碳、水、电、折旧、人工等成本假设测算公司的单位成本。根据纺织服装行业需求回暖对纤维用粘比的分析，判断粘胶短纤 2009-2010 年其年内均价。

表 11：山东海龙粘胶短纤投料成本测算

| 单位                             | 吨粘胶短纤用量 | 价格假设     |       |       | 粘胶短纤吨成本测算 |        |        |
|--------------------------------|---------|----------|-------|-------|-----------|--------|--------|
|                                |         | 2008     | 2009E | 2010E | 2008      | 2009E  | 2010E  |
| 浆粕*                            | 吨       | 1.03     |       |       |           |        |        |
|                                |         | 5,136    | 5,645 | 6,158 | 5,290     | 5,814  | 6,343  |
| NaOH                           | 吨       | 0.464    |       |       |           |        |        |
|                                |         | 2,800    | 3,000 | 3,600 | 1,299     | 1,392  | 1,670  |
| CS <sub>2</sub>                | 吨       | 0.18     |       |       |           |        |        |
|                                |         | 5,000    | 6,000 | 7,200 | 900       | 1,080  | 1,296  |
| H <sub>2</sub> SO <sub>4</sub> | 吨       | 0.33     |       |       |           |        |        |
|                                |         | 800      | 900   | 1,100 | 264       | 297    | 363    |
| 电                              | 度       | 1352.433 |       |       |           |        |        |
|                                |         | 0.465    | 0.512 | 0.563 | 629       | 692    | 761    |
| 汽                              | 吨       | 9.041612 |       |       |           |        |        |
|                                |         | 110      | 120   | 132   | 995       | 1,085  | 1,193  |
| 其他原材料                          |         |          |       |       | 1,044     | 1,148  | 1,263  |
| 制造费用                           |         |          |       |       | 626       | 626    | 626    |
| 其他费用                           |         |          |       |       | 209       | 230    | 253    |
| 合计                             |         |          |       |       | 11,255    | 12,364 | 13,768 |

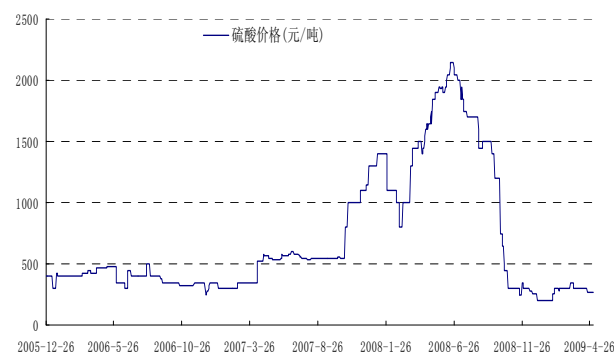
数据来源：国信证券经济研究所测算，\*为根据公司浆粕产能依据对棉短绒价格的预测计算得出，仅为公司样本

图 12：2005-2009.5 长三角烧碱价格



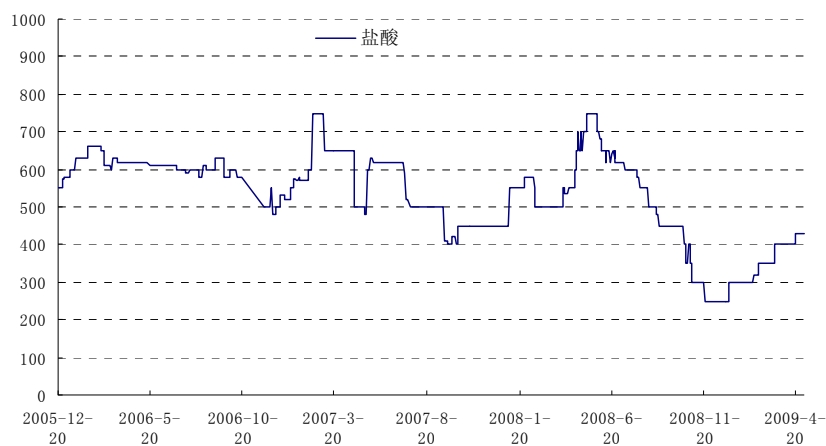
数据来源：中国化工网、国信证券经济研究所

图 13：2005-2009.5 长三角硫酸价格



数据来源：中国化工网、国信证券经济研究所

图 14: 2005-2009.5 长三角盐酸价格



数据来源: 中国化工网、国信证券经济研究所

表 12: 山东海龙分板块盈利预测假设

| 项目   | 单位  | 2004    | 2005    | 2006    | 2007    | 2008    | 2009E   | 2010E   |
|------|-----|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 粘胶短纤 |     |         |         |         |         |         |         |         |
| 产能   | 吨   | 70,000  | 120,000 | 120,000 | 120,000 | 170,000 | 270,000 | 270,000 |
| 销量   | 吨   | 73,386  | 109,140 | 123,433 | 119,551 | 130,000 | 200,000 | 240,000 |
| 单价   | 元/吨 | 19,556  | 11,716  | 11,669  | 15,142  | 12,408  | 14,500  | 16,095  |
| 单位成本 | 元/吨 | 15,574  | 8,872   | 9,488   | 10,705  | 11,255  | 12,364  | 13,768  |
| 收入   | 万元  | 143,516 | 127,873 | 144,039 | 181,026 | 161,303 | 290,000 | 386,280 |
| 成本   | 万元  | 114,293 | 96,829  | 117,108 | 127,982 | 146,310 | 247,278 | 330,435 |
| 毛利   | 万元  | 29,224  | 31,044  | 26,931  | 53,044  | 14,993  | 42,722  | 55,845  |
| 市场均价 |     |         |         |         |         |         |         |         |
| 粘胶长丝 |     |         |         |         |         |         |         |         |
| 产能   | 吨   | 8,000   | 8,000   | 8,000   | 8,000   | 8,000   | 8,000   | 8,000   |
| 销量   | 吨   | 8,068   | 7,898   | 8,850   | 8,238   | 6,000   | 6,000   | 7,000   |
| 单价   | 元/吨 | 28,474  | 22,273  | 22,947  | 27,973  | 37,113  | 39,000  | 39,000  |
| 单位成本 | 元/吨 | 27,911  | 24,154  | 21,751  | 25,895  | 39,817  | 40,000  | 40,000  |
| 收入   | 万元  | 22,973  | 17,591  | 20,308  | 23,044  | 22,268  | 23,400  | 27,300  |
| 成本   | 万元  | 22,518  | 19,077  | 19,249  | 21,333  | 23,890  | 24,000  | 28,000  |
| 毛利   |     | 454     | -1,486  | 1,059   | 1,711   | -1,622  | -600    | -700    |
| 帘帆布  |     |         |         |         |         |         |         |         |
| 产能   | 吨   | 12,000  | 16,000  | 24,000  | 24,000  | 24,000  | 29,000  | 44,000  |
| 销量   | 吨   | 10,829  | 12,929  | 16,768  | 19,836  | 22,000  | 26,000  | 33,000  |
| 单价   | 元/吨 | 24,066  | 28,164  | 25,361  | 28,677  | 26,398  | 30,357  | 34,000  |
| 单位成本 | 元/吨 | 21,867  | 23,594  | 21,762  | 24,867  | 23,223  | 25,081  | 27,589  |

|        |    |         |         |         |         |         |         |         |
|--------|----|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 收入     | 万元 | 26,061  | 36,413  | 42,525  | 56,884  | 58,075  | 78,929  | 112,200 |
| 成本     | 万元 | 23,680  | 30,504  | 36,490  | 49,327  | 51,091  | 65,211  | 91,044  |
| 毛利     |    | 2,381   | 5,909   | 6,035   | 7,557   | 6,983   | 13,718  | 21,156  |
|        |    |         |         |         |         |         |         |         |
| 主营业务收入 |    | 188,932 | 210,966 | 250,806 | 311,975 | 279,363 | 426,329 | 559,780 |
| 主营业务成本 |    | 154,274 | 173,904 | 209,630 | 244,699 | 255,563 | 358,281 | 467,083 |
| 主营业务毛利 |    | 34,658  | 37,062  | 41,177  | 67,275  | 23,800  | 68,047  | 92,697  |
| 收入同比   |    | 71.84%  | 11.66%  | 18.88%  | 24.39%  | 52.61%  | 31.30%  | 33.29%  |
| 毛利同比   |    | 74.20%  | 6.93%   | 11.10%  | 63.38%  | 40.19%  | 30.37%  | 20.56%  |
| 综合毛利率  |    | 18.34%  | 17.57%  | 16.42%  | 21.56%  | 8.52%   | 15.96%  | 16.56%  |

资料来源：国信证券经济研究所预测，未列出镁盐等

## 核心判断的主要风险

- 1、服装消费升级幅度低于预期导致纤维用粘比低于预期
- 2、棉短绒价格上涨幅度高于预期
- 3、人民币 2010 年或会升值对粘胶下游的重新抑制

## 附表 1：财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元)      |             |             |             |             | 利润表 (百万元)        |              |              |              |              |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                  | 2008        | 2009E       | 2010E       | 2011E       |                  | 2008         | 2009E        | 2010E        | 2011E        |
| 现金及现金等价物         | 653         | 474         | 466         | 692         | 营业收入             | 2794         | 4263         | 5598         | 6652         |
| 应收款项             | 318         | 385         | 460         | 547         | 营业成本             | 2556         | 3583         | 4671         | 5538         |
| 存货净额             | 931         | 819         | 997         | 1184        | 营业税金及附加          | 15           | 22           | 29           | 35           |
| 其他流动资产           | 224         | 342         | 449         | 533         | 销售费用             | 40           | 47           | 67           | 80           |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>2127</b> | <b>2020</b> | <b>2372</b> | <b>2956</b> | 管理费用             | 137          | 152          | 196          | 231          |
| 固定资产             | 3327        | 3577        | 3887        | 3941        | 财务费用             | 199          | 174          | 176          | 174          |
| 无形资产及其他          | 343         | 332         | 320         | 309         | 投资收益             | (36)         | 1            | 0            | 0            |
| 投资性房地产           | 72          | 72          | 72          | 72          | 资产减值及公允价值变动      | (30)         | 0            | 0            | 0            |
| 长期股权投资           | 41          | 23          | 5           | (13)        | 其他收入             | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>资产总计</b>      | <b>5911</b> | <b>6023</b> | <b>6656</b> | <b>7265</b> | 营业利润             | (218)        | 286          | 459          | 594          |
| 短期借款及交易性金融负债     | 2147        | 2147        | 2147        | 2147        | 营业外净收支           | 19           | (1)          | (1)          | (1)          |
| 应付款项             | 959         | 762         | 997         | 1184        | <b>利润总额</b>      | <b>(199)</b> | <b>285</b>   | <b>458</b>   | <b>593</b>   |
| 其他流动负债           | 236         | 332         | 435         | 517         | 所得税费用            | (20)         | 48           | 87           | 148          |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>3342</b> | <b>3240</b> | <b>3579</b> | <b>3848</b> | 少数股东损益           | 0            | (0)          | (1)          | (1)          |
| 长期借款及应付债券        | 1052        | 1052        | 1052        | 1052        | <b>归属于母公司净利润</b> | <b>(179)</b> | <b>237</b>   | <b>371</b>   | <b>446</b>   |
| 其他长期负债           | 116         | 188         | 261         | 333         |                  |              |              |              |              |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>1168</b> | <b>1240</b> | <b>1312</b> | <b>1385</b> | 现金流量表 (百万元)      |              |              |              |              |
| <b>负债合计</b>      | <b>4509</b> | <b>4480</b> | <b>4891</b> | <b>5233</b> |                  | 2008         | 2009E        | 2010E        | 2011E        |
| 少数股东权益           | 166         | 165         | 165         | 164         | 净利润              | (179)        | 237          | 371          | 446          |
| 股东权益             | 1236        | 1378        | 1600        | 1868        | 资产减值准备           | 19           | 4            | 4            | 1            |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>5911</b> | <b>6023</b> | <b>6656</b> | <b>7265</b> | 折旧摊销             | 140          | 142          | 164          | 180          |
|                  |             |             |             |             | 公允价值变动损失         | 30           | 0            | 0            | 0            |
|                  |             |             |             |             | 财务费用             | 199          | 174          | 176          | 174          |
|                  |             |             |             |             | 营运资本变动           | (40)         | (97)         | 55           | (15)         |
|                  |             |             |             |             | 其它               | (18)         | (4)          | (4)          | (2)          |
|                  |             |             |             |             | <b>经营活动现金流</b>   | <b>(48)</b>  | <b>281</b>   | <b>589</b>   | <b>610</b>   |
|                  |             |             |             |             | 资本开支             | (975)        | (384)        | (466)        | (224)        |
|                  |             |             |             |             | 其它投资现金流          | 0            | 0            | 0            | 0            |
|                  |             |             |             |             | <b>投资活动现金流</b>   | <b>(957)</b> | <b>(366)</b> | <b>(448)</b> | <b>(206)</b> |
|                  |             |             |             |             | 权益性融资            | 106          | 0            | 0            | 0            |
|                  |             |             |             |             | 负债净变化            | 520          | 0            | 0            | 0            |
|                  |             |             |             |             | 支付股利、利息          | (208)        | (95)         | (149)        | (178)        |
|                  |             |             |             |             | 其它融资现金流          | 495          | 0            | 0            | 0            |
|                  |             |             |             |             | <b>融资活动现金流</b>   | <b>1225</b>  | <b>(95)</b>  | <b>(149)</b> | <b>(178)</b> |
|                  |             |             |             |             | <b>现金净变动</b>     | <b>220</b>   | <b>(180)</b> | <b>(7)</b>   | <b>225</b>   |
|                  |             |             |             |             | 货币资金的期初余额        | 433          | 653          | 474          | 466          |
|                  |             |             |             |             | 货币资金的期末余额        | 653          | 474          | 466          | 692          |
|                  |             |             |             |             | 企业自由现金流          | (833)        | 42           | 266          | 517          |
|                  |             |             |             |             | 权益自由现金流          | 181          | (103)        | 124          | 386          |

资料来源：国信证券经济研究所预测

### 国信证券投资评级

| 类别         | 级别   | 定义                             |
|------------|------|--------------------------------|
| 股票<br>投资评级 | 推荐   | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上      |
|            | 谨慎推荐 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间  |
|            | 中性   | 预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间      |
|            | 回避   | 预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上      |
| 行业<br>投资评级 | 推荐   | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上    |
|            | 谨慎推荐 | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间 |
|            | 中性   | 预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间     |
|            | 回避   | 预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上     |

### 免责声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

**国信证券经济研究所研究团队**

|                |               |  |                |               |  |              |               |  |
|----------------|---------------|--|----------------|---------------|--|--------------|---------------|--|
| <b>宏观</b>      |               |  | <b>策略</b>      |               |  | <b>交通运输</b>  |               |  |
| 杨建龙            |               |  | 汤小生            | 021-68864595  |  | 唐建华          | 0755-82130468 |  |
| 林松立            | 010-82254212  |  | 黄海培            | 021-68864598  |  | 孙菲菲          | 0755-82133400 |  |
| 任泽平            | 010-82254206  |  | 崔 嵘            | 021-68866202  |  | 高 健          | 0755-82130678 |  |
| 周炳林            | 0755-82133339 |  | 廖 喆            | 021-68866236  |  | 黄金香          | 010-82252922  |  |
|                |               |  | 赵 谦            | 021-68866295  |  |              |               |  |
| <b>银行</b>      |               |  | <b>房地产</b>     |               |  | <b>信息技术</b>  |               |  |
| 邱志承            | 021-68864597  |  | 方 焱            | 0755-82130648 |  | 肖利娟          | 010-82252322  |  |
| 黄 飙            | 0755-82133476 |  | 陈 林            | 0755-82133343 |  | 王俊峰          | 010-82254205  |  |
| 谈 焯            | 010-82254212  |  | 区瑞明            | 0755-82130678 |  | 凌 晨          | 021-68866233  |  |
| 戴志锋            | 0755-82133343 |  |                |               |  |              |               |  |
| <b>有色金属</b>    |               |  | <b>汽车及零配件</b>  |               |  | <b>钢铁</b>    |               |  |
| 彭 波            | 0755-82133909 |  | 李 君            | 021-68866235  |  | 郑 东          | 010-82254160  |  |
| 李洪冀            | 010-82252922  |  | 左 涛            | 021-68866253  |  | 秦 波          | 010-82252922  |  |
| <b>商业贸易</b>    |               |  | <b>基础化工</b>    |               |  | <b>非银行金融</b> |               |  |
| 胡鸿轲            | 021-68866206  |  | 邱 伟            | 0755-82133263 |  | 武建刚          | 010-82250828  |  |
| 吴美玉            | 010-82252911  |  | 陆 震            | 0755-82130532 |  | 王一峰          | 010-82250828  |  |
| <b>石油与石化</b>   |               |  | <b>电力设备</b>    |               |  | <b>传媒</b>    |               |  |
| 李 晨            | 021-68866252  |  | 彭继忠            | 021-68866203  |  | 陈财茂          | 021-68866236  |  |
| 严蓓娜            | 021-68866253  |  | 皮家银            | 021-68866205  |  | 廖绪发          | 021-68866237  |  |
| <b>机械</b>      |               |  | <b>电力与公用事业</b> |               |  | <b>医药</b>    |               |  |
| 余爱斌            | 0755-82133400 |  | 徐颖真            | 021-68864007  |  | 贺平鸽          | 0755-82133396 |  |
| 李筱筠            | 010-82254205  |  | 谢达成            | 021-68866236  |  | 丁 丹          | 0755-82130678 |  |
| <b>通信</b>      |               |  | <b>造纸</b>      |               |  | <b>家电</b>    |               |  |
| 严 平            | 021-68865025  |  | 李世新            | 0755-82130565 |  | 王念春          | 0755-82130407 |  |
| <b>纺织服装</b>    |               |  | <b>建材</b>      |               |  | <b>旅游</b>    |               |  |
| 方军平            | 021-68866202  |  | 杨 昕            | 021-68864596  |  | 陈财茂          | 021-68866236  |  |
|                |               |  |                |               |  | 廖绪发          | 021-68866237  |  |
| <b>中小股票</b>    |               |  | <b>食品饮料</b>    |               |  |              |               |  |
| 高芳敏            | 021-68864586  |  | 黄 茂            | 0755-82133476 |  |              |               |  |
| 陈爱华            |               |  | 谢鸿鹤            | 0755-82130646 |  |              |               |  |
| <b>农业</b>      |               |  | <b>煤炭</b>      |               |  | <b>建筑</b>    |               |  |
| 张 如            | 021-68866233  |  | 李 然            | 0755-82130681 |  | 邱 波          | 0755-82133390 |  |
| <b>固定收益与基金</b> |               |  | <b>金融工程</b>    |               |  | <b>金融工程</b>  |               |  |
| 皮 敏            | 021-68864011  |  | 葛新元            | 0755-82133332 |  | 王军清          | 0755-82133297 |  |
| 张 旭            | 010-82254210  |  | 董艺婷            | 021-68866946  |  | 黄志文          | 0755-82130532 |  |
| 杨 涛            | 0755-82133339 |  | 戴 军            | 021-68864585  |  | 林晓明          |               |  |

**国信证券经济研究所机构销售部**

|            |                      |  |            |                       |  |            |                        |  |
|------------|----------------------|--|------------|-----------------------|--|------------|------------------------|--|
| <b>华南区</b> |                      |  | <b>华东区</b> |                       |  | <b>华北区</b> |                        |  |
| 万成水        | 0755-82133147        |  | 盛建平        | 021-68864592          |  | 王立法        | 010-82252236           |  |
|            | 13923401205          |  |            | 15821778133           |  |            | 13910524551            |  |
|            | wancs@guosen.com.cn  |  |            | shengjp@guosen.com.cn |  |            | wanglf@guosen.com.cn   |  |
| 刘宇华        | 0755-82130818        |  | 马小丹        | 021-68866025          |  | 王晓建        | 010-82252615           |  |
|            | 13823380182          |  |            | 13801832154           |  |            | 13701099132            |  |
|            | liuyh@guosen.com.cn  |  |            | maxd@guosen.com.cn    |  |            | wangxj@guosen.com.cn   |  |
| 邵燕芳        | 0755-82133148        |  | 郑 毅        | 021-68866205          |  | 谭春元        | 010-82254209           |  |
|            | 13480668226          |  |            | 13795229060           |  |            | 13810118116            |  |
|            | shaoyf@guosen.com.cn |  |            | zhengyi@guosen.com.cn |  |            | tancy@guosen.com.cn    |  |
| 庞 博        | 0755-82130818        |  | 黄胜蓝        | 021-68866011          |  | 焦 戡        | 010-82254209           |  |
|            | 0755-82133343        |  |            | 13761873797           |  |            | 13601094018            |  |
|            | pangb@guosen.com.cn  |  |            | huangsl@guosen.com.cn |  |            | jiaojian@guosen.com.cn |  |
| 祝 彬        | 0755-82133456        |  | 刘 塑        | 021-68866236          |  |            |                        |  |
|            | 15814403667          |  |            | 13817906789           |  |            |                        |  |
|            | zhubin@guosen.com.cn |  |            | liusu@guosen.com.cn   |  |            |                        |  |