

山东海龙(000677)

短期看淡行业，等待旺季到来

任静

010-59312820

renjing@gtjas.com

本报告导读：对粘胶短纤价格敏感性强，等待三季度末旺季到来的机会

投资要点：

- 受整个纺织市场和粘胶行业低迷的影响，上半年公司实现收入 14.3 亿元，同比下降 8%；实现营业利润 2587 万元，同比大幅下降 57%；归属母公司净利润 2352 万元，同比下降 61%。每股收益 0.03 元，净资产收益率 1.87%，每股经营现金流 0.044 元。
- 上半年公司的营业成本同比下降 7% 略低于收入降幅，毛利率 14.6% 同比也略降 5%。分产品看，主导产品粘胶短纤因为新疆海龙 4 万吨投产，使收入保持了 16.79% 增长，不过成本上涨 23.91% 以及较低的价格致使毛利同比下降 11.89%，毛利率由上年同期的 19.9% 下降到 15%。其它业务如帘子布业务收入同比下降 40% 但成本下降 45% 毛利率提高 2%，浆粕和粘胶长丝收入利润均大幅度下降。
- 随着行业的复苏和 5、6 月份纺织旺季的到来，粘胶短纤价格在 4-6 月有较大幅度的上涨，包括海龙在内的粘胶类企业二季度业绩环比明显改善。一季度毛利率仅 6.38%、亏损 3926 万元。二季度则实现净利润 6278 万元。
- 但在收入下降的同时，公司的期间费用率增加 20%，加大营业利润降幅。特别是管理费用率和销售费用率分别增 27% 和 61%。财务费用则因为短期融资券发行而有所降低。
- 目前，公司本部和新疆海龙各 5 万吨短纤分别投产，形成了 27 万吨粘胶短纤、24 万吨浆粕的产能，规模和配套优势更加突出。另外，在差别化纤维技术开发和生产销售方面的优势在弱市中有效弥补了价格低迷的不利影响。
- 三季度，处于纺织淡季，粘胶短纤价格有所回落，已经从高点 16000 元/吨降至 15500 元/吨。我们预计，在金九银十旺季到来之前，最乐观的估计是化纤产品价格平稳回调，至三季度后期，需求的再次回暖将给予化纤产品价格再次上涨的理由。但因为新增产能的陆续释放，而纺织行业的复苏之路漫长而波折，粘胶短纤价格的上涨空间将受到压制，同时，原料的短缺又将造成供应瓶颈，届时粘胶短纤企业的盈利空间将被压缩。
- 海龙作为粘胶短纤龙头，在行业复苏中将受益最大。如果按照目前的业绩预测，以今年的动态市盈率和市净率看，目前的估值基本到位。若看其明年增长，则还有上涨空间。因为淡季的影响，目前不推荐，可观望。建议在旺季来临之前择机介入。

财务摘要 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	3,120	2,794	4,047	4,622	5,268
(+/-)%	24.4%	-10.5%	44.9%	14.2%	14.0%
经营利润 (EBIT)	473	-19	398	640	767
(+/-)%	110.4%	-104.1%	1947.5%	60.7%	19.9%
净利润	276	-179	201	417	536
(+/-)%	292.8%	-164.8%	12.1%	107.7%	28.4%
每股净收益 (元)	0.32	-0.21	0.23	0.48	0.62
每股股利 (元)	0.04	-	-	-	-

利润率和估值指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营利润率 (%)	15.2%	-0.7%	9.8%	13.8%	14.6%
市盈率	20.1	-31.0	27.7	13.3	10.4
股息率 (%)	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：

中性

上次评级：中性

目标价格：

¥ 6.90

上次预测：¥ 5.20

当前价格：

¥ 6.38

2009.07.16

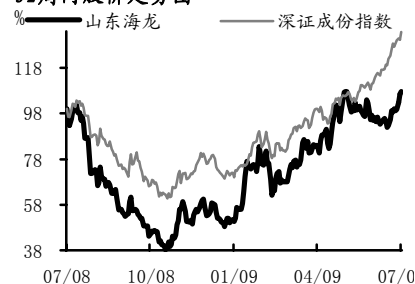
交易数据

52 周内股价区间 (元)	2.02 ~ 6.67
总市值 (百万元)	5,512
总股本/流通 A 股 (百万股)	864/804
流通 B 股/H 股	0/0
流通股比例	0.93
日均成交量 (百万股)	20.0
日均成交值 (百万元)	92.3

资产负债表摘要 (12/08)

股东权益 (百万元)	1,235.56
每股净资产	1.43
市净率	4.5
负债率	76.3%

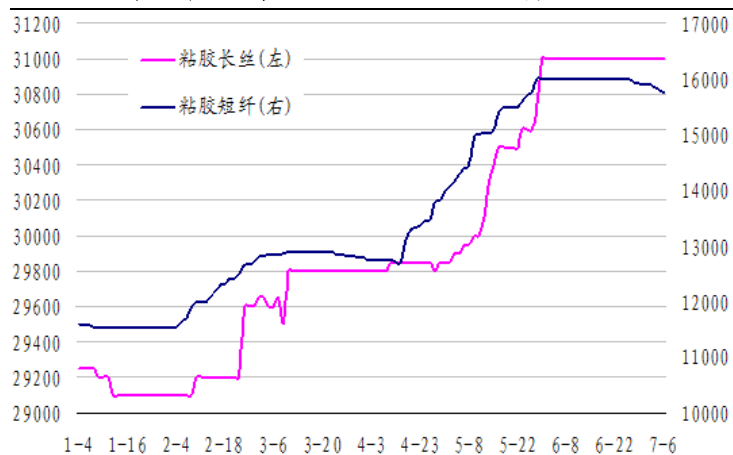
52 周内股价走势图



相关报告

龙头本色依旧、发展趋势向好

(09.04.16)

图 1 今年以来粘胶产品价格（元/吨）走势及月度涨幅（%）


	粘胶长丝	粘胶短纤
1月涨幅	0.0	1.0
2月涨幅	7.1	3.8
3月涨幅	9.3	4.6
4月涨幅	17.1	21.9
5月涨幅	-1.0	-0.4
6月涨幅	-5.8	13.4
7月涨幅	0.0	-0.9

数据来源：国泰君安证券销售交易总部

表格 1 山东海龙 09 年中期分产品增长能力

	收入增长	成本增长	毛利增长	毛利率	收入占比	成本占比	毛利占比
粘胶短纤	16.79	23.91	-11.89	15.01	71.07	70.50	74.48
粘胶长纤	-12.40	-13.29	-26.61	-5.58	7.22	8.90	-2.81
浆粕	-84.72	-85.95	-77.34	21.12	1.16	1.07	1.71
帆布帘子布	-40.11	-45.46	2.00	19.20	13.08	12.34	17.53
其他产品	-15.49	-22.86	54.27	17.44	7.47	7.20	9.10
国内销售	-3.83	-0.96	-18.35	14.00	86.31	86.64	84.36
国外销售	-22.29	-30.48	95.50	16.37	13.69	13.36	15.64
合计	-6.86	-6.28	-10.16	14.32			

表格 2 山东海龙盈利与粘胶短纤价格关系

售价	1.10	1.20	1.30	1.40	1.50	1.60	1.70	1.80
税后价	0.94	1.03	1.11	1.20	1.28	1.37	1.45	1.54
短纤毛利率	-7.20	2.20	9.20	16.00	21.30	26.40	30.50	34.60
总毛利率	5.40	9.50	12.80	16.30	19.20	22.20	24.70	27.30
EPS	-0.21	-0.05	0.08	0.23	0.37	0.52	0.65	0.80

表格 3 山东海龙和澳洋科技净利润对股本和生产规模的对应关系

	07 年短纤产量(万吨)	短纤收入(万元)	短纤成本(万元)	短纤利润(万元)	毛利率%	利润/吨(元/吨)	利润/吨, 股	现有股本(万股)
山东海龙	11.96	181026	127982.5	53043.67	29.3	4436.91	0.051	86397.79
澳洋科技	12.10	193864	136931.8	56932.22	29.37	4705.14	0.135	34800.00

作者简介:

任静: 博士, 毕业于北京大学化学学院应用化学系。2001 年进入国泰君安研究所。
目前从事化纤和农药行业研究。

免责声明

本报告的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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有, 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。如引用、刊发, 需注明出处为国泰君安证券销售交易总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;
谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;
中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;
减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;
中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;
减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券销售交易总部

上海
上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层
邮政编码: 200120
电话: (021) 38676666

深圳
深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层
邮政编码: 518026
电话: (0755) 23976888

北京
北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮政编码: 100140
电话: (010) 59312799

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com