

山东海龙 000677.SZ

关注差异化产品对后续业绩的影响

事件：公司公布 2009 年中报，报告期实现销售收入 14.30 亿元，同比下降 8.04%，利润总额 3144.3 万元，同比下降 61.77%，归属于母公司的净利润 2352.08 万元，同比下降 61.11%。实现每股收益 0.03 元。

研究结论

- **山东海龙二季度盈利恢复情况好于预期。**根据公司一季报母公司一季度亏损 3925.7 万元，而半年报净利润 2352.08 万元，二季度母公司净利润在六千万以上，盈利恢复情况超出预期。我们认为盈利恢复的主要原因是粘胶短纤的收入超预期。虽然短纤毛利率由上年同期的 19.9% 下降到 15%，但考虑到一季度的亏损，二季度粘胶短纤的毛利应该在 25% 以上，而且从粘胶短纤的价格走势来看，5 月份开始山东海龙的普通粘胶短纤才真正开始实现盈利，我们认为上半年粘胶短纤相对较高的毛利中会有相当一部分来自差异化产品的贡献。
- **公司三费有所增加，好在库存商品减值准备冲回 2097.59 万元。**上半年公司销售费用同比增长 48%，管理费用同比增长 17%，合计 1930.88 万元，好在库存商品减值冲回 2097.59 万元，否则公司上半年盈利将被大大压缩。
- **三季度盈利很可能会好于二季度。**由于山东海龙的粘胶短纤产品在质量和销售上有一定优势，其产品一般有一定溢价。目前市场粘胶短纤价格已经由 16000 元/吨下降至 15500 元/吨，但山东海龙的粘胶短纤产品价格仍维持在 16000 元/吨，其价格的下降速度远远低于预期，由于三季度后半段粘胶短纤需求将重新走强，其价格又将迎来新一轮的上涨，所以我们认为其盈利的三季度将好于二季度。
- **新产能释放对粘胶市场冲击不大。**2009 年三、四季度及 2010 年一季度，包括山东海龙、澳洋科技、赛得利、富丽达等在内的粘胶短纤生产厂家将有近 30 万吨的新增产能释放。我们认为新增产能对市场有一定影响，但影响不大，主要原因是我们认为目前的纺织出口仍维持在同比-10% 左右，一旦经济复苏，出口重新转为正值，这将极大的提高如粘胶短纤这一类的小品种纤维的需求。而棉花种植面积下降所引起的棉花产量不足及棉花价格上涨也将在很大程度上提高粘胶短纤的需求。
- **关注差异化产能对今后业绩的推动。**7 月 9 日，海龙 4.5 万吨的差异化粘胶纤维生产线已经正式开车，而从公司的在建工程项目来看，公司还在进行 4.5 万吨黄麻浆纤维生产线改造项目。由于差异化纤维的毛利很高，我们认为应该密切关注其对今后业绩的推动作用。
- **维持买入投资评级：**粘胶短纤需求势必先于实体经济复苏。我们提高 09 年的业绩预期至 0.25 元，维持 2010 年 0.50 元的盈利预测，维持公司买入的投资评级。

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。



东方证券
ORIENT SECURITIES

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

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

公司评级

买入 增持 中性 减持（维持）

股价（2009 年 7 月 15 日）

6.43 元

目标价格（12 个月）

10 元

总股本/A 股（万股）

86397.79

A 股市值（百万元）

5555.38

国家/地区

中国

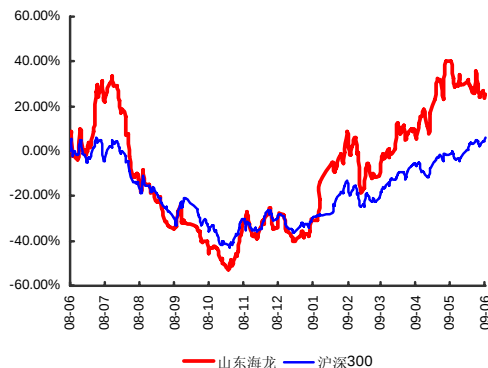
行业

化工

报告日期

2009 年 7 月 16 日

股价表现



评价周期

1 个月

3 个月

12 个月

绝对表现 (%)

-11.61%

39.71%

26.52%

相对表现 (%)

-17.65%

5.43%

19.74%

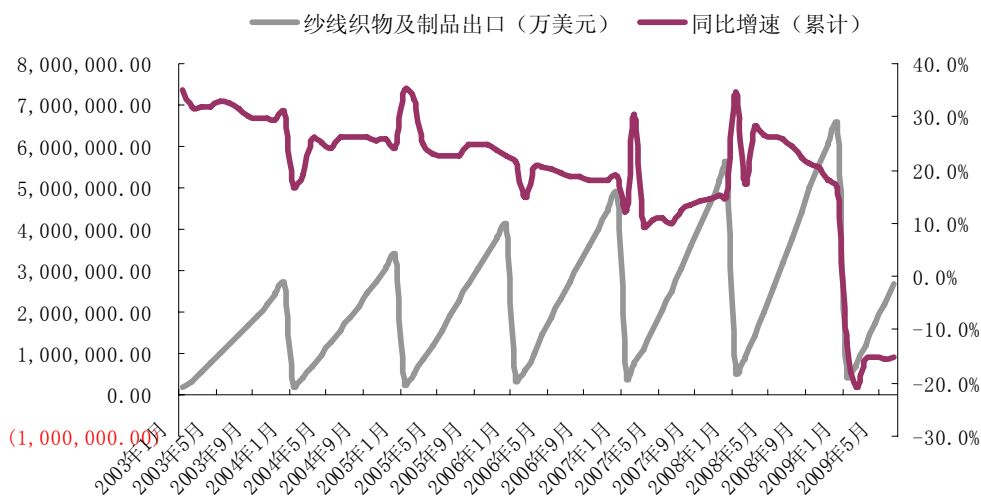
资料来源：WIND

粘胶短纤价格走势



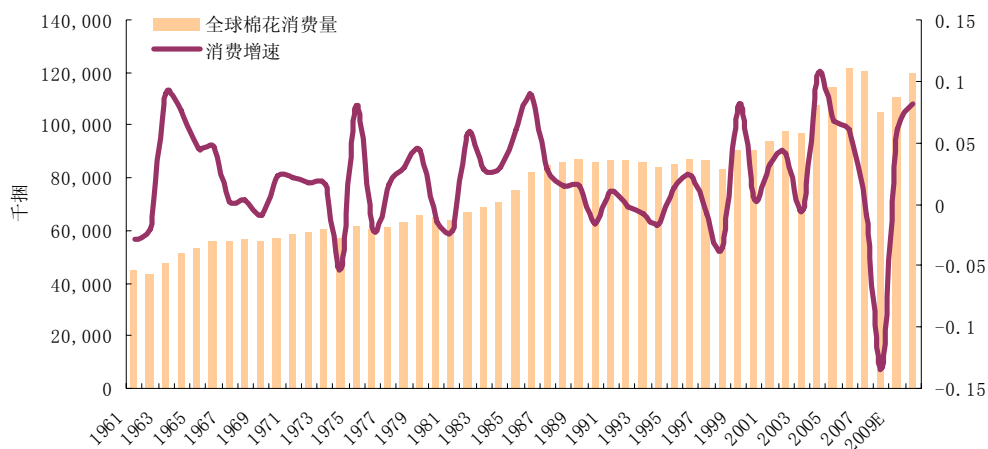
数据来源：东方证券研究所整理

国内纱线织物及制品出口数据



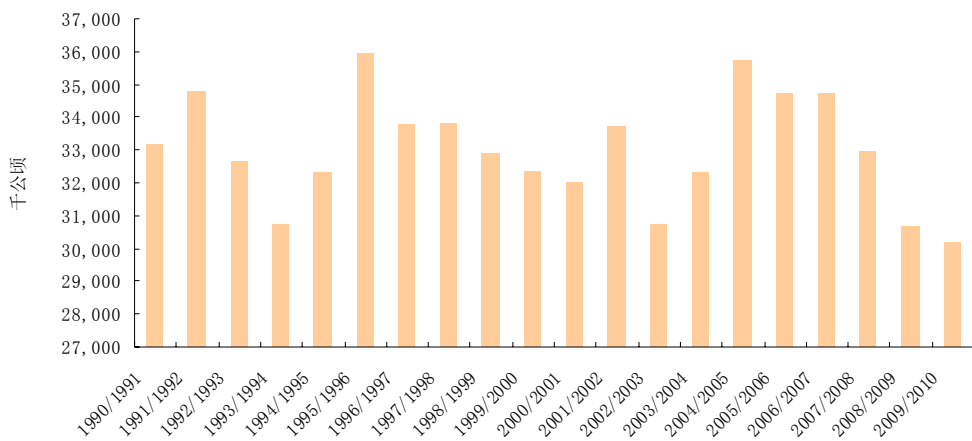
数据来源：东方证券研究所整理

历年棉花消费量及消费增速



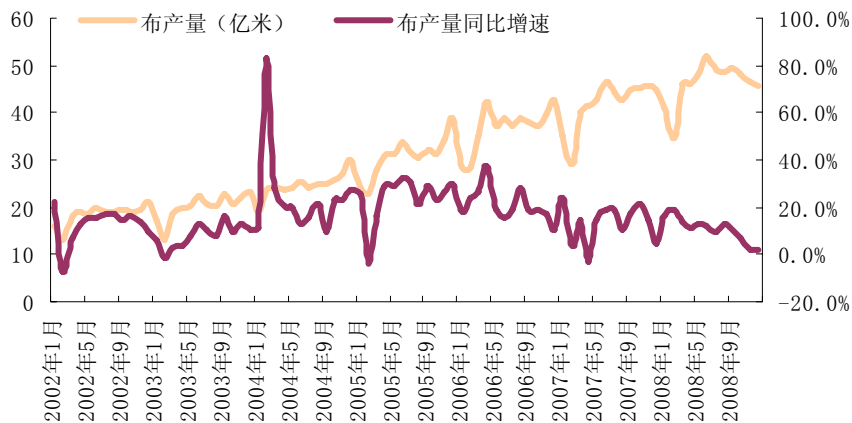
数据来源：东方证券研究所整理

全球棉花种植面积大幅下降



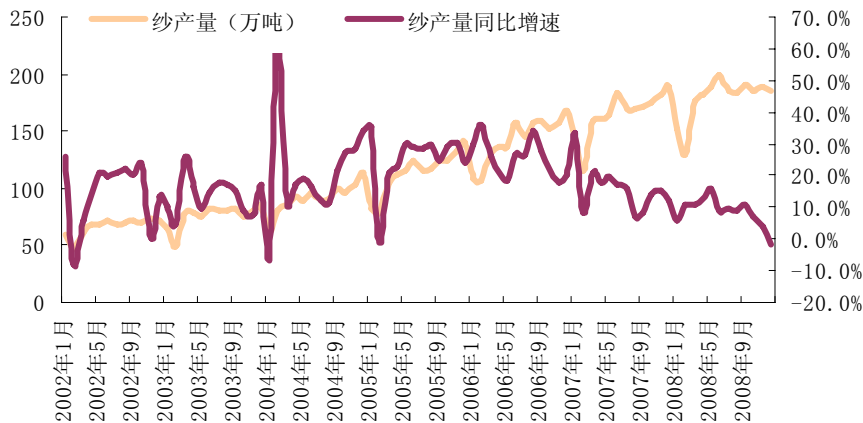
数据来源：东方证券研究所整理

国内布匹产量数据



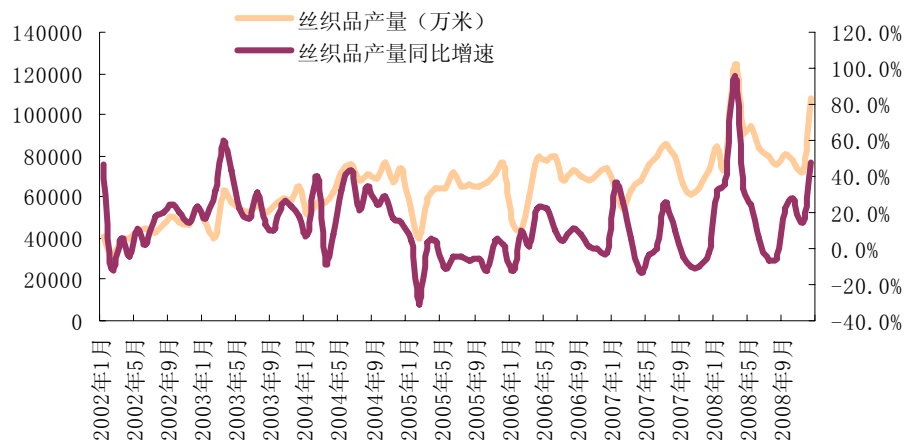
数据来源：东方证券研究所整理

国内纱产量数据



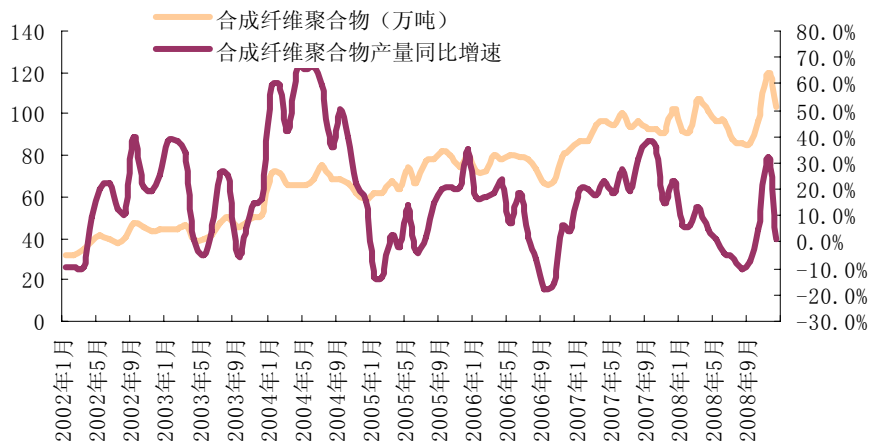
数据来源：东方证券研究所整理

国内丝织品产量数据



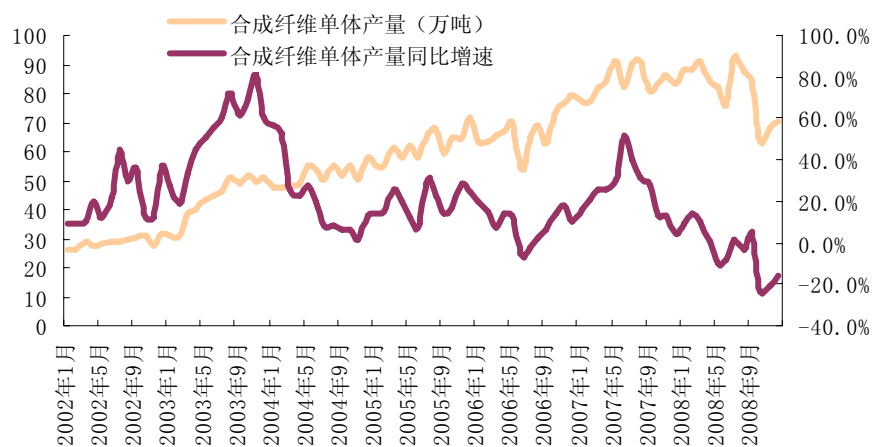
数据来源：东方证券研究所整理

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	1850	1723	2178	营业收入	3120	2890	3450	4658
现金	433	421	413	419	营业成本	2447	2702	2870	3819
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	229	250	339	管理费用	135	121	147	196
存货	446	809	573	762	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	-213	248	507
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	5707	6787	7729	利润总额	361	-188	248	507
流动负债	2081	3000	4160	4541	所得税	84	-9	32	76
短期借款	1343	1761	2818	2796	净利润	277	-178	215	431
应付账款	270	540	574	764	少数股东损益	0	-0	0	1
其他	469	698	768	981	归属于母公司净利润	276	-178	215	430
非流动负债	575	1407	1147	1277	EBITDA	603	90	615	867
长期借款	532	827	1127	1277	EPS (元)	0.32	-0.21	0.25	0.50
其他	44	581	20	0					
负债合计	2657	4407	5306	5817	主要财务比率				
少数股东权益	64	63	64	65	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
股本	432	864	9504	9504	成长能力				
资本公积	379	76	-5971	-5971	营业收入	24.4%	-7.4%	19.4%	35.0%
留存收益	621	296	-2115	-1685	营业利润	240.8%	-164.7%	16.5%	104.7%
归属母公司股东权益	1432	1237	1417	1847	归属于母公司净利润	292.8%	-164.3%	20.8%	100.0%
负债和股东权益	4152	5707	6787	7729	获利能力				
					毛利率	21.6%	6.5%	16.8%	18.0%
					净利率	8.9%	-6.2%	6.2%	9.2%
					ROE	19.3%	-14.4%	15.2%	23.3%
					ROIC	16.3%	-1.8%	7.6%	10.1%
					偿债能力				
					资产负债率	64.0%	77.2%	78.2%	75.3%
					净负债比率				
					流动比率	0.67	0.62	0.41	0.48
					速动比率	0.45	0.35	0.28	0.31
					营运能力				
					总资产周转率	0.80	0.59	0.55	0.64
					应收账款周转率	21	15	13	14
					应付账款周转率	6.08	6.67	5.15	5.71
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.32	-0.21	0.25	0.50
					每股经营现金流	0.39	0.23	0.87	0.84
					每股净资产	1.66	1.43	1.64	2.14
					估值比率				
					P/E	13.29	-20.65	17.09	8.54
					P/B	2.56	2.97	2.59	1.99
					EV/EBITDA	8	57	8	6

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
经营活动现金流	334	198	753	725
净利润	277	-178	215	431
折旧摊销	130	163	237	311
财务费用	145	140	130	50
投资损失	-10	8	0	0
营运资金变动	-230	55	183	-76
其它	23	11	-13	10
投资活动现金流	-524	-1267	-1445	-796
资本支出	495	1200	1400	750
长期投资	-36	9	0	0
其他	-65	-58	-45	-47
筹资活动现金流	278	1056	684	78
短期借款	73	418	1057	-22
长期借款	165	295	300	150
普通股增加	21	432	8640	0
资本公积增加	288	-302	-6048	0
其他	-269	213	-3265	-50
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。

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。

王晶：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。

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。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn