

差异化产品是发展方向

事件：公司公布两个投资公告：

- 1、拟在现有生产线基础上，投资建设年产 4.5 万吨差别化、功能化黄麻浆纤维改造升级项目，项目总投资 25,351 万元，项目竣工达产后年销售收入和年均利润总额分别为 89,100 万元和 12,347 万元，预计于 2010 年 8 月份完工；
- 2、拟投资建设年产 30,000 吨高白、细旦、差别化粘胶短纤维项目，项目总投资 35,871 万元，项目竣工达产后年销售收入和年均利润总额分别为 49,373 万元和 10,684 万元，建设期 15 个月。

研究结论

- 充分发挥自身研发实力，将差异化产品作为公司发展方向。公司公告两大投资方案，总投资 6 亿元，用于建设黄麻浆纤维项目和高白、细旦差别化粘胶纤维项目，项目全部达产后，年利润可达 2.3 亿元/年。我们认为在粘胶行业高速发展的今天，行业产能已经由年初的 130 万吨/年左右发展到目前的 180 万吨/年左右，全球的新增产能基本都集中在国内，行业供需已经基本平衡，在这样的背景下，发展差异化纤维就成了必然。而山东海龙最大的优势就在于其研发能力，其加快在差异化产品上的投入将使得公司的盈利能力更上层楼（我们之前也一直提请注意海龙的差异化产品，并着重提出要注意黄麻浆纤维项目）。
- 短期内仍主要看普通粘胶短纤的盈利情况。鉴于公司的差异化产品见效还需时日，我们认为短期内应更关注其普通粘胶短纤的盈利情况。目前，由于籽棉收购价提高和粘胶产能扩张的预期，棉短绒价格上涨势头迅猛，压缩了粘胶企业的盈利空间，但是我们认为一旦出口转好（近期看广交会情况），下游订单价格能有所提高，则粘胶企业有望继续提价，转嫁大部分的成本上涨。
- 维持买入投资评级：我们维持公司买入的投资评级，由于之前我们已经预期到公司黄麻浆纤维将在 2010 年中期投产，所以维持公司 2010 年 EPS 0.50 元的预测。



东方证券
ORIENT SECURITIES

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

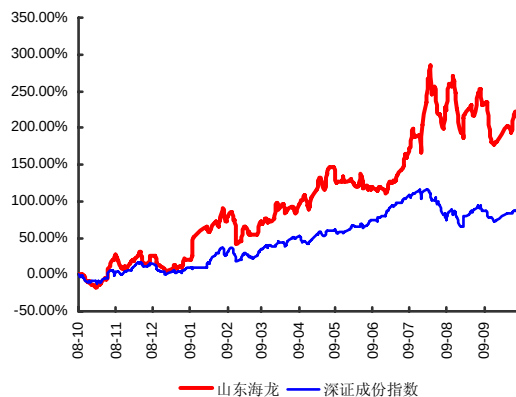
庄琰 化工行业分析师
8621-63325888×6069
zhuangyan@orientsec.com.cn

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 11 月 2 日） 8.05 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） 6955.02
国家/地区 中国
行业 化工
报告日期 2009 年 11 月 3 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	0.49%	29.94%	217.64%
相对表现 (%)	-4.53%	33.85%	118.80%

资料来源：WIND

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*6055

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn