

棉花价格创新高，海龙提高增发价

事件：粘胶价格顺利站稳 18500 元/吨，6 月期棉花价格涨至 16190 元/吨，山东海龙修改增发项目，并将增发价改为 7.6 元/股。

研究结论：

- **粘胶企业的盈利情况将好转。**粘胶短纤价格一如我们所预期的涨到 18000 元/吨以上，目前市场 1.5D 的主流价格在 18400 元/吨-18600 元/吨范围，而市场货源仍有紧张，我们认为在这样的情况下，粘胶价格仍将继续上涨，而同时浆粕厂已经开始有意识的抵制上游短绒的价格，我们预期在需求看好的情况下，若对短绒价格的上涨能抵制成功则有利于恢复粘胶企业的盈利情况。
- **粘胶会是一个比棉花更好的投资标的。**目前 6 月期棉花的价格已经涨至 16190 元/吨，且涨势似乎有继续的态势。我们认为棉花由于有大量国家储备的存在，将对现货棉花价格形成压制，但是粘胶短纤不仅将获得棉花价格的支撑，而且粘胶短纤也不存在“国储”因素，若需求进一步转好，则粘胶短纤涨价受得压制会较棉花小。此外，粘胶的数量级只是棉花的五分之一，其弹性会比棉花更大。
- **山东海龙提高增发价。**山东海龙修改增发项目，将原项目改为高白细旦和黄麻浆这两个高盈利项目，这将更快提高海龙的盈利能力。而且增发价格的调高也在部分程度上说明公司的态度。
- **风险因素：**国外需求长期无法恢复或经济危机引起贸易保护主义抬头，致使纺织业出口难以恢复；公司增发无法完成。
- 我们预计公司 09-10 年 EPS 分别为 0.18 元、0.50 元，维持买入评级。

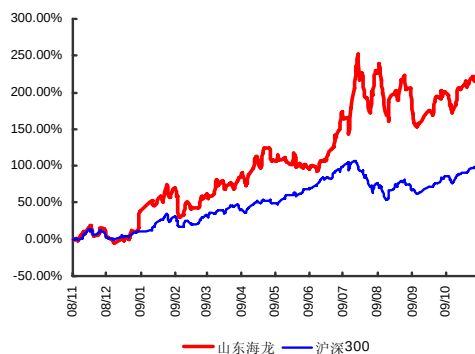


东方证券
ORIENT SECURITIES

报告日期	2009 年 11 月 23 日
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(博士)	石油与化工行业首席分析师 8621-63325888 × 6072 wangjing@orientsec.com.cn

投资评级	买入 增持 中性 减持 (维持)
股价 (09 年 11 月 23 日)	9.64 元
目标价格 (12 个月)	12 元
总股本/A 股 (万股)	86397.79
A 股市值 (百万元)	7533.67
国家/地区	中国
行业	化工
报告日期	2009 年 11 月 23 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	12.75%	13.01%	241.83%
相对表现 (%)	5.36%	-2.55%	143.00%

资料来源：WIND

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。

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	1722	2178	营业收入	3120	2890	3450	4658
现金	433	421	413	419	营业成本	2447	2702	2867	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	572	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	251	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	6786	7729	利润总额	361	-188	251	507
流动负债	2081	3000	4156	4538	所得税	84	-9	33	76
短期借款	1343	1761	2815	2793	净利润	277	-178	218	431
应付账款	270	540	573	764	少数股东损益	0	-0	1	1
其他	469	698	767	981	归属于母公司净利润	276	-178	218	430
非流动负债	575	1407	1147	1277	EBITDA	603	90	618	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	5302	5814	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	864	864	成长能力				
资本公积	379	76	76	76	营业收入	24.4%	-7.4%	19.4%	35.0%
留存收益	621	296	480	909	营业利润	240.8%	-164.7%	18.1%	101.8%
归属母公司股东权益	1432	1237	1420	1850	归属于母公司净利润	292.8%	-164.3%	22.5%	97.2%
负债和股东权益	4152	5707	6786	7729	获利能力				
					毛利率	21.6%	6.5%	16.9%	18.0%
					净利率	8.9%	-6.2%	6.3%	9.2%
					ROE	19.3%	-14.4%	15.3%	23.2%
					ROIC	16.3%	-1.8%	7.7%	10.1%
					偿债能力				
					资产负债率	64.0%	77.2%	78.1%	75.2%
					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	16.85	8.54
					P/B	2.56	2.97	2.59	1.98
					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	755	726
净利润	277	-178	218	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	681	77
短期借款	73	418	1054	-23
长期借款	165	295	300	150
普通股增加	21	432	0	0
资本公积增加	288	-302	0	0
其他	-269	213	-673	-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。

王晶(博士)：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。

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。

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：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn