

2010-06-03

化纤

海利得 002206.SZ

维持

买入

当前价格	15.20 元
目标价格	23.25 元
目标期限	6 个月

分析师:

程 磊 (S0930209070211)

张力扬 (S0930209060206)

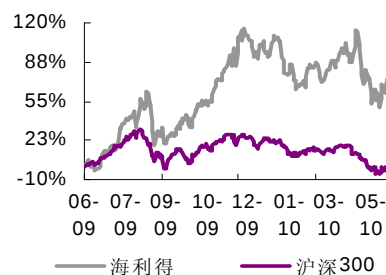
22169157

chenglei@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	250
总市值(百万元)	3,800
流通比例(%)	54.64%
12 个月最高/最低 (元)	42.40/14.80
近 3 月日均成交量(百万股)	1.39
主要股东	高利民

股价表现 (12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	5.41	3.58	63.28
绝对收益	-4.69	-13.47	59.75

相关报告:

新项目投产助推公司成长

..... 2010-04-28

海利得: 产品差别化, 业绩高增长

..... 2009-10-13

反倾销案的唯一受益者

◇ 事件: 欧盟对聚酯高强度纱反倾销调查初裁结果出来

◆公司是欧盟反倾销案的唯一受益者:

根据欧盟委员会对原产于中国的聚酯高强度纱作出的反倾销初裁结果: 欧盟委员会初步裁定海利得反倾销税率为 0%, 即欧盟进口商从海利得采购聚酯高强度纱 (涤纶工业长丝) 产品将不被征收反倾销税。而国内其他工业丝企业将征收 7.7%—9.3% 不等的临时反倾销税。

一般而言, 普通涤纶工业丝的毛利率水平在 10%-15%, 差别化丝的毛利率水平在 20%-30%。这次征收反倾销税将给国内的其他企业的欧盟出口业务带来很大的经营压力, 而对海利得而言则可以做到此消彼长。

◆欧盟面临的危机将是海利得逆势扩大市场份额的好机会:

我们与市场的普通观点不同, 我们认为欧盟面临的危机对海利得而言是扩大市场份额的好机会。

长期以来, 欧美等发达国家的汽车配件企业, 一般不轻易更换涤纶工业丝的供应商, 国内企业的份额很小。在 08 年金融危机期间, 为节约成本, 他们开始大量转向中国采购工业丝原料, 例如 08、09 年大陆轮胎公司要求海利得大量供应高模低收缩丝就是佐证。考虑到目前欧盟经济面临较大的危机, 国外企业有更大的降成本要求, 而海利得将进一步替代其他外国公司的市场份额, 从而实现逆势增长。

◆维持公司“买入”评级:

随着公司新项目的不断投产, 海利得将成长为世界级的涤纶工业丝龙头; 而且未来 3 年公司都可保持 30% 以上的利润增长, 我们可以给予一定的估值溢价。我们预计公司 10、11 年的业绩分别为 0.77、1.01 元, 给予目标价 23.25 元, 维持公司“买入”的投资评级。

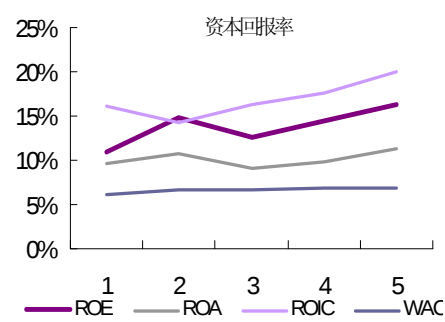
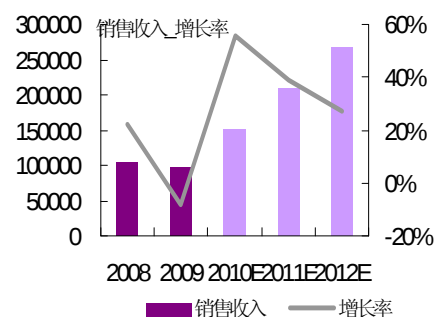
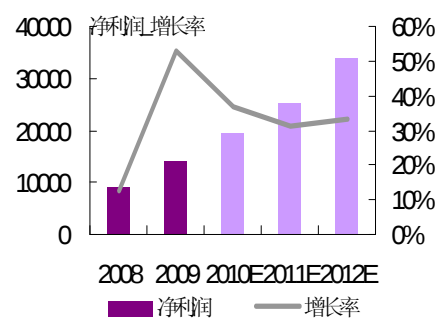
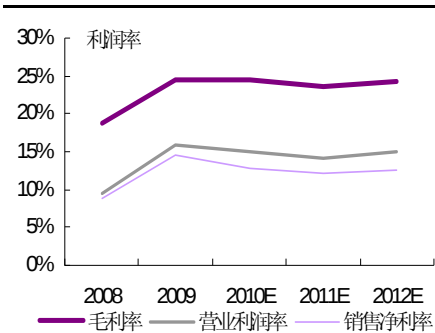
业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	1,058	972	1,515	2,102	2,671
营业收入增长率	22.16%	-8.09%	55.76%	38.81%	27.04%
净利润 (百万元)	92	141	194	254	339
净利润增长率	12.45%	53.19%	36.93%	31.03%	33.44%
EPS (元)	0.37	0.57	0.77	1.01	1.35
ROE	10.99%	14.83%	12.59%	14.36%	16.35%
P/E	41	27	20	15	11
P/B	4	2	2	2	2
EV/EBITDA	10	9	13	10	8

光大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。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,058	972	1,515	2,102	2,671
营业成本	859	734	1,143	1,606	2,025
EBITDA	171	227	303	394	512
折旧和摊销	55	64	63	77	92
销售费用	16	18	30	42	53
管理费用	56	58	91	126	160
财务费用	10	2	13	19	21
公允价值变动损益	-1	1	0	0	0
投资收益	0	-1	0	0	0
营业利润	101	154	228	299	398
利润总额	107	160	228	299	398
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	92.32	141.42	193.64	253.74	338.59

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	952	1,311	2,130	2,567	2,977
流动资产	461	462	740	1,033	1,308
货币资金	232	105	182	252	321
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	91	146	228	317	402
应收票据	6	9	14	19	24
其他应收款	5	15	23	32	40
存货	62	115	181	254	321
可供出售投资	0	0	410	410	410
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	41	41	41	41
固定资产	466	762	897	1,043	1,179
无形资产	23	44	41	39	37
总负债	112	357	592	801	906
无息负债	94	157	242	338	428
有息负债	18	200	351	463	478
股东权益	840	954	1,538	1,766	2,071
股本	125	125	250	250	250
公积金	464	464	339	339	339
未分配利润	209	309	444	622	859
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	197	122	141	205	313
净利润	92	141	194	254	339
折旧摊销	55	64	63	77	92
净营运资金增加	491	-205	43	84	170
其他	-441	122	-159	-210	-288
投资活动产生现金流	-81	-407	-195	-221	-227
净资本支出	-2	340	176	185	173
长期投资变化	0	41	0	0	0
其他资产变化	-80	-789	-371	-406	-400
融资活动现金流	46	168	131	87	-18
股本变化	32	0	125	0	0
债务净变化	-11	-18	-29	-41	-51
其它长期负债变化	-6	63	85	97	89
净现金流	157	-117	76	71	68

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长性 (%YoY)					
收入增长率	22.16%	-8.09%	55.76%	38.81%	27.04%
净利润增长率	12.45%	53.19%	36.93%	31.03%	33.44%
EBITDA 增长率	13.09%	32.45%	33.86%	29.80%	29.93%
EBIT 增长率	5.93%	40.17%	47.64%	31.84%	32.23%
估值指标					
PE	41	27	20	15	11
PB	4	2	2	2	2
EV/EBITDA	10	9	13	10	8
EV/EBIT	15	12	17	13	9
EV/NAPLAT	17	14	19	15	11
EV/Sales	2	2	3	2	1
EV/IC	3	2	3	3	2
盈利能力 (%)					
毛利率	18.77%	24.55%	24.52%	23.60%	24.18%
EBITDA 率	16.17%	23.31%	20.03%	18.73%	19.15%
EBIT 率	10.98%	16.75%	15.88%	15.08%	15.69%
税前净利润率	10.07%	16.49%	15.04%	14.20%	14.91%
税后净利润率	8.73%	14.54%	12.78%	12.07%	12.68%
ROA	9.70%	10.79%	9.09%	9.88%	11.37%
ROE	10.99%	14.83%	12.59%	14.36%	16.35%
ROIC	16.08%	14.24%	16.28%	17.66%	20.05%
偿债能力					
净负债 / 权益	-0.25	0.10	0.11	0.12	0.08
资产负债率	11.77%	27.26%	27.80%	31.20%	30.43%
流动比率	4.11	1.45	1.34	1.36	1.51
速动比率	3.56	1.09	1.01	1.02	1.14
每股指标					
EPS	0.37	0.57	0.77	1.01	1.35
每股红利	0.22	0.30	0.08	0.10	0.14
每股经营现金流	1.58	0.98	0.56	0.82	1.25
每股净资产	6.72	7.63	6.15	7.06	8.28
每股销售收入	423.22	388.97	605.85	841.00	1068.40
每股 EBITDA	0.68	0.91	1.21	1.58	2.05

资料来源：光大证券、上市公司

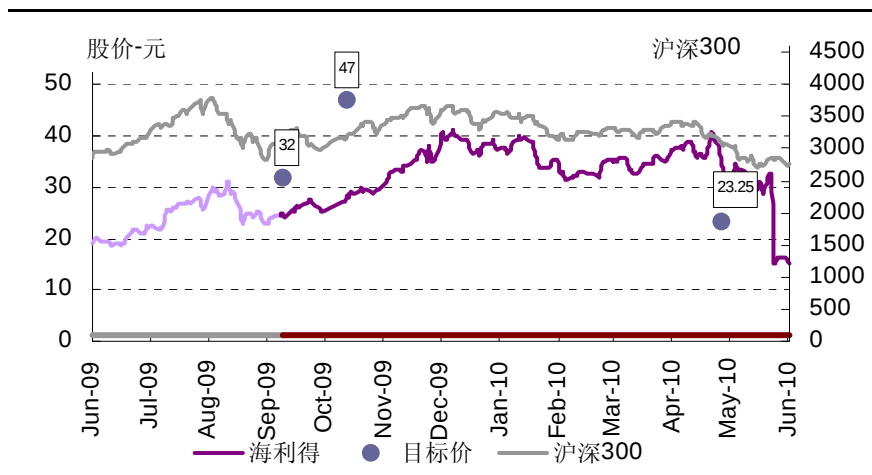
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

海利得（002206）

分析师：程磊



日期	股价	目标	评级
2009-09-09	24.58	32.00	买入
2009-10-13	26.76	47.00	买入
2010-04-28	37.62	46.50	买入

买入 — 增持 — 中性 — 减持 — 卖出

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志 (主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
上海				
	杨日昕 (主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂 (主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	王莉本	021-22169083	13641659577	wanglb@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
深圳				
	王汗青 (主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。