

化学纤维

山东海龙 (000677. SZ) / 6.21 元
传统产品将回归合理利润 新产品增长潜力非常大

事 项

2010 年 9 月 7 日，华创证券化工行业研究员到山东海龙进行了调研。

主要观点

一、山东海龙是粘胶短纤行业龙头，是国内唯一一家具备高湿模量粘胶纤维及阻燃粘胶纤维生产能力的企业。

二、山东海龙目前经营业绩处于相对低谷

近年国内棉花种植面积减少明显，棉花种植面积减少导致棉短绒价格上涨，产品粘胶短纤价格上涨比例远低于棉短绒涨幅，产品和原料价差处于低点，导致公司目前业绩平淡。

三、山东海龙业绩增长潜力很大

1、传统业务毛利率将提升。历史上公司原料价格上涨向产品传导有时间差，预计未来一段时间产品涨价幅度将超过原料涨价幅度，公司毛利率将提升。

2、新疆项目保证资源、降低成本。在新疆生产的每吨粘胶短纤的纯利润高出内地产品 400 元。新疆建厂即保证了资源供应，又可降低了成本。

3、2009 年投产的 4.5 万吨差异化产品毛利高、潜力非常大。

高湿模量抗菌型粘胶短纤维逐步开拓市场，虽然该产品目前年销量不到千吨，但随着市场开拓，1.5 万吨产能的逐步释放将给公司带来丰厚的利润。如果实现 1.5 万吨销量，提升公司 EPS 将达到 0.4 元以上。

4、正在改造的 4.5 万吨的差别化黄麻浆纤维的项目潜力很大。如果在新疆试种的红麻原料质量合格，公司又找到了一个重要的利润增长点，如果公司以后实现 4.5 万吨销量，该项目将提升公司 EPS 达到 0.3 元以上。

四、盈利预测与投资评级

本着谨慎的原则，我们只测算传统业务带来的 EPS。预计公司 2010 年、2011 年和 2012 年的 EPS 为 0.07 元、0.14 元和 0.21 元。考虑到未来 1.5 万吨抗菌型粘胶短纤维和 4.5 万吨的差别化黄麻浆纤维可能提升公司业绩达到 0.7 元，给予推荐评级。

研究员：高利

联系人：何多粮 冀光坤

Tel: 010-59370862

Email: heduoliang@hczq.com

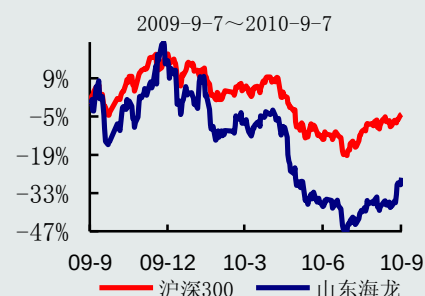
投资评级

投资评级:	推荐
评级变动:	首次评级

公司基本数据

总股本(万股)	86398
流通 A 股/B 股(万股)	80405/0
资产负债率(%)	77.54
每股净资产(元)	1.54
市盈率(倍)	54.57
市净率(倍)	4.03
12 个月内最高/最低价	10.68/4.35

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

一、 山东海龙是粘胶短纤行业龙头

山东海龙是专门从事粘胶短纤、粘胶长纤、棉浆粕、帘帆布的生产与销售的企业，是中国大型粘胶长短纤、涤纶帘帆布的生产企业之一，是国内唯一一家具备高湿模量粘胶纤维及阻燃粘胶纤维生产能力的企业。公司具有 27 万吨粘胶短纤生产能力，具有高湿模量抗菌型粘胶短纤维 1.5 万吨产能，高湿模量阻燃型粘胶短纤维 1.5 万吨的产能。粘胶短纤是公司主要的收入和利润来源，占公司收入 75%，占公司利润 84%。

二、 山东海龙目前经营业绩处于相对低谷

近年国内棉花种植面积减少明显，2007 年棉花种植面积为 592.6 万公顷，2008 年 575.4 万公顷，2009 年 495.1 万公顷。公司的基本原料是棉短绒，棉花种植面积减少导致棉短绒价格上涨，从 2008 年低点 2000 元一吨涨到现在超过 7000 元，产品粘胶短纤价格上涨比例远低于棉短绒涨幅，产品和原料价差处于低点，导致公司目前业绩平淡。

三、 山东海龙业绩增长潜力很大

1、传统业务毛利率将提升

传统业务有效产能大于需求，不可期待超额利润，但能获得合理利润。历史上公司原料价格上涨向产品传导有时间差，预计未来一段时间产品涨价幅度将超过原料涨价幅度，公司毛利率将提升。

2、新疆项目保证资源、降低成本

公司参股公司将充分利用新疆棉短绒资源生产浆粕和粘胶短纤，新疆棉短绒价格比山东低 600 元以上，就地加工成涤纶短纤后运往内地的运价在 200 多元/吨，在新疆生产的每吨粘胶短纤的纯利润高出内地产品 400 元。新疆建厂即保证了资源供应，又可降低了成本。

3、2009 年投产的 4.5 万吨差异化产品毛利高、潜力非常大

高湿模量抗菌型粘胶短纤维逐步开拓市场，该产品价格高达 80000 元/吨（普通粘胶短纤目前价格 1820 元/吨），我们推测该产品毛利率在 45%以上。虽然该产品目前年销量不到千吨，但随着市场开拓，1.5 万吨产能的逐步释放将给公司带来丰厚的利润。如果实现 1.5 万吨销量，提升公司 EPS 将达到 0.4 元以上。

4、正在改造的 4.5 万吨的差别化黄麻浆纤维的项目潜力很大

差别化黄麻浆纤维产品毛利率 35%左右，价格在 24000 以上。该产品原料是黄麻和红麻，公司目前在新疆试种红麻，测试结果预计在 12 月份出来，如果原料质量合格，公司又找到了一个重要的利润增长点，如果公司以后实现 4.5 万吨销量，该项目将提升公司 EPS 达到 0.3 元以上。

四、 盈利预测与投资评级

本着谨慎的原则，我们只测算传统业务带来的 EPS，预计公司 2010 年、2011 年和 2012 年的 EPS 为 0.07 元、0.14 元和 0.21 元。考虑到未来 1.5 万吨抗菌型粘胶短纤维和 4.5 万吨的差别化黄麻浆纤维可能提升公司业绩达到 0.7 元，给予推荐评级。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2281	1950	2869	3490
现金	719	621	1414	2041
应收账款	190	168	178	179
其它应收款	84	81	85	83
预付账款	356	276	285	306
存货	859	745	845	817
其他	74	59	61	64
非流动资产	4428	4236	4110	3962
长期投资	68	56	55	60
固定资产	3708	3496	3288	3078
无形资产	346	390	440	470
其他	306	293	327	354
资产总计	6709	6186	6979	7452
流动负债	4027	3208	3590	3691
短期借款	1692	1550	1620	1621
应付账款	429	390	429	416
其他	1907	1268	1541	1654
非流动负债	1175	1401	1676	1846
长期借款	1078	1316	1577	1752
其他	97	85	99	94
负债合计	5202	4609	5267	5537
少数股东权益	173	174	178	185
股本	864	864	864	864
资本公积金	76	83	95	114
留存收益	393	456	575	752
归属母公司股东权益	1334	1403	1534	1730
负债和股东权益	6709	6186	6979	7452

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	217	530	677	777
净利润	105	64	124	185
折旧摊销	201	217	217	217
财务费用	184	275	331	340
投资损失	-26	-26	-26	-26
营运资金变动	-269	-4	30	64
其它	22	6	1	-3
投资活动现金流	-618	2	-36	-15
资本支出	647	0	0	0
长期投资	0	-12	-1	5
其他	29	-10	-37	-11
筹资活动现金流	275	-620	172	-104
短期借款	75	-141	69	1
长期借款	27	237	261	175
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	6	12	19
其他	174	-723	-171	-299
现金净增加额	-126	-88	813	657

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3514	4847	5506	6023
营业成本	3043	4259	4749	5169
营业税金及附加	12	21	24	24
营业费用	84	83	101	119
管理费用	152	219	253	270
财务费用	184	275	331	340
资产减值损失	3	3	3	3
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	26	26	26	26
营业利润	63	13	71	124
营业外收入	78	68	83	103
营业外支出	4	6	8	9
利润总额	137	75	146	218
所得税	32	11	22	33
净利润	105	64	124	185
少数股东损益	7	1	4	7
归属母公司净利润	98	62	120	178
EBITDA	448	504	619	681
EPS（元）	0.11	0.07	0.14	0.21

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	25.8%	37.9%	13.6%	9.4%
营业利润	-71.2%	-79.1%	439.5%	74.8%
归属母公司净利润	-45.1%	-36.6%	93.0%	48.0%
获利能力				
毛利率	13.4%	12.1%	13.7%	14.2%
净利率	2.8%	1.3%	2.2%	3.0%
ROE	7.4%	4.4%	7.8%	10.3%
ROIC	4.3%	5.5%	8.2%	9.7%
偿债能力				
资产负债率	77.5%	74.5%	75.5%	74.3%
净负债比率	71.18%	72.77%	73.04%	73.38%
流动比率	0.57	0.61	0.80	0.95
速动比率	0.35	0.37	0.56	0.72
营运能力				
总资产周转率	0.56	0.75	0.84	0.83
应收账款周转率	19	27	32	34
应付账款周转率	6.77	10.41	11.60	12.23
每股指标(元)				
每股收益	0.11	0.07	0.14	0.21
每股经营现金	0.25	0.61	0.78	0.90
每股净资产	1.54	1.62	1.78	2.00
估值比率				
P/E	54.57	86.04	44.58	30.13
P/B	4.02	3.83	3.50	3.10
EV/EBITDA	19	17	14	12

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（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客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华创证券研究所

地址：北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编：100036

传真：010-59370801