

## 方正证券研究所

化工行业研究员：张正华

执业证书编号：S1220210100006

TEL: 010-68584812

E-mail: zhangzh@foundersc.com

化工行业研究员：许忠海

TEL: 010-68584831

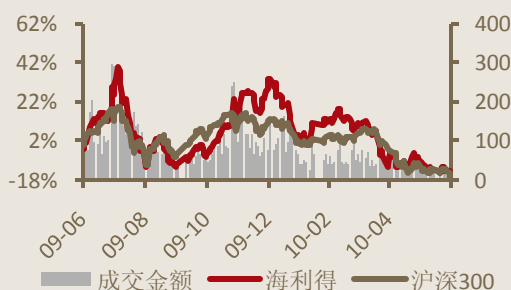
E-mail: xuzhonghai@foundersc.com

联系人：杨玢

TEL: (86731) 85832449

Email: yangbin0@foundersc.com

### 历史表现



### 盈利预测

| 单位:百万元  | 2009A | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|---------|-------|--------|--------|--------|
| 主营收入    | 972   | 1417   | 2169   | 2611   |
| (+/-)   | -8.1% | 45.78% | 53.07% | 20.38% |
| 净利润     | 141   | 167    | 259    | 305    |
| (+/-)   | 53.2% | 18.44% | 55.09% | 17.76% |
| EPS (元) | 0.57  | 0.67   | 1.04   | 1.22   |
| P/E     | 32.43 | 27.60  | 17.78  | 15.16  |

数据来源：港澳资讯，方正证券研究所（以2010.12.13股价为基准）

### 相关研究

请务必阅读最后特别声明与免责条款

# 差别化、一体化龙头，纵深涤纶工业丝产业链

## 海利得(002206)

公司调研快报  
2010.12.14 增持

化学纤维行业

我们于近日对海利得进行了实地调研，与公司管理层就近期各业务板块的经营状况和公司战略进行了交流。

### 投资要点

※产品差别化率，一体化水平国内最高，提升盈利能力。

公司是目前国内第二大涤纶工业长丝生产企业，同时是国内唯一一家拥有一体化产业链的企业。目前拥有 12 万吨涤纶工业长丝产能，产品差别化率由先前的 75% 提升至 85%，国内最高。差别化丝毛利率普遍要高于普通丝 10%-20%，提升公司的盈利能力。此外公司大有光聚酯切片项目实际产能为 12 万吨，超出此前公布的 9.8 万吨，与公司 12 万吨涤纶工业长丝产能相匹配，基本实现了聚酯切片的自给，保障了原料品质的稳定性，并省却了未来因更换供应商所需的再认证周期和成本。

※拥有全球最具竞争力的高模低收缩丝产品，受益中国轮胎业大发展。

公司生产的高模低收缩丝主要用于高端车型，国内 2009 年汽车领域消耗涤纶丝约 16 万吨，其中高端的 HMLS 涤纶丝的需求（包括出口市场）有望维持 20% 以上的增速（09 年需求为 9 万吨）。公司目前成功通过全球第四大轮胎企业德国大陆轮胎的严格认证，成为其轮胎用帘子布在中国的唯一涤纶工业丝供应商，预计 2010 年供货量将超过 8000 吨，约占大陆轮胎高模低收缩丝原材料采购总量的 20%。同时 2011 年 1 月，大陆轮胎在中国的 1600 万套轮胎规划产能工厂将在合肥投产，海利得作为其优质合作伙伴，必将是其中的最大受益者。公司产品同时成功通过米其林、固特异、佳通轮胎的认证，未来公司将积极开拓横滨轮胎、Cooper 轮胎等客户。受益国内轮胎业大发展，公司成长空间广阔。

※3 万吨浸胶帘子布一下游延伸车用领域产业链，销售和盈利前景乐观

公司 2010 年通过非公开增发方式募投 3 万吨浸胶帘子布+3 万吨高模低收缩工业丝（自用帘子布原料），目前在建的一期 1.5 万吨产能预计在 2011 年 2 季度投产。帘子布是轮胎外胎的骨架材料，其重量约占轮胎总重量的 10%-15%，成本占轮胎生产成本的 37%，主要应用于半钢子午轮胎上。帘子布用量主要看新车生产量及汽车保有量，我国目前已经成为全球第一大汽车生产和消费国，而汽车保有量逐年增加并正在面临轮胎更新的高峰，帘子布市场需求面临快速增长的局面。

※估值和盈利预测：

我们认为公司在涤纶工业长丝领域具有丰富的生产、管理和技术经验，具有全产业链优势和专注车用产品的战略特点，未来业绩将稳步增长，前景值得看好，我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.67 元、1.04

元和 1.22 元（未考虑增发摊薄），首次给予“增持”评级。

## 1、产品差别化率，一体化水平国内最高，提升盈利能力

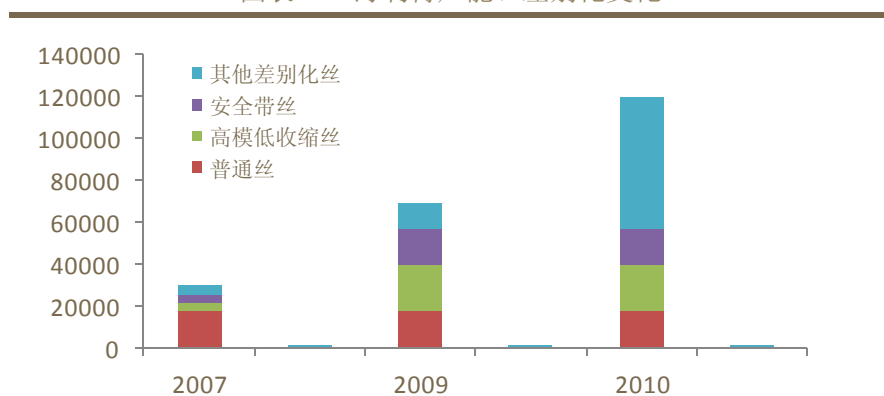
公司是目前国内第二大涤纶工业长丝生产企业。经过近几年的发展，不断优化产品结构，目前 12 万吨产品主要包括高强度丝 4 万吨，高模低收缩丝 2.6 万吨，低收缩超低收缩丝 3.5 万吨，安全带丝 1.5 万吨，气囊丝 0.3 万吨，有色丝 0.1 万吨，产品下游主要应用于车用领域。产品差别化率由先前的 75% 提升至 85%，已成为国内差别化率最高的涤纶工业丝企业。由于差别化丝毛利率普遍要高于普通丝 10%-20%，差别化率提高将提升公司的盈利能力。公司于 2010 年 4 月投产的大有光聚酯切片项目实际产能为 12 万吨，超出此前公布的 9.8 万吨，与公司 12 万吨涤纶工业长丝产能相匹配，目前基本实现了聚酯切片的自给，保障了原料品质的稳定性，并省却了未来因更换供应商所需的再认证周期和成本。

图表 1 2010 年国内涤纶工业长丝产能前 5 名

| 公司名称           | 产能/万吨 |
|----------------|-------|
| 江苏恒力化纤有限公司     | 20    |
| 浙江海利得新材料股份有限公司 | 12    |
| 浙江古纤道新材料有限公司   | 9     |
| 浙江尤夫高新纤维股份有限公司 | 5     |
| 绍兴海富化纤有限公司     | 5     |

资料来源：公司公告 方正证券研究所

图表 2 海利得产能、差别化变化



资料来源：公司公告 方正证券研究所

此外公司是国内唯一一家拥有一体化产业链的企业，拥有 1.04 亿平米灯箱布产能，并于 2010 年通过非公开增发方式募投 3 万吨浸胶帘子布+3 万吨高模低收缩工业丝（自用帘子布原料），目前在建的一期 1.5 万吨产能预计在 2011 年 2 季度投产。有国际轮胎巨头的认可，主动提出希望

公司直接供应帘子布，而公司在浸胶工艺上也已经取得了突破，掌握了先进的工艺技术，因此销路完全不是问题，我们预计帘子布按涤纶丝市场价计成本的毛利率将达到 20% 以上。

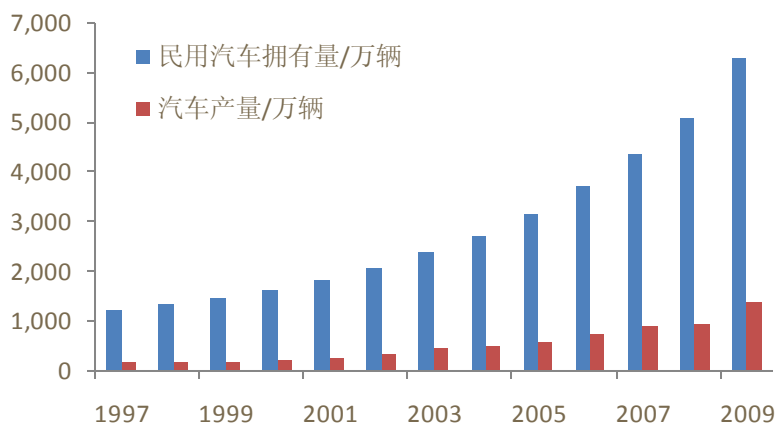
随着国际国内涤纶工业化长丝向差异化、功能化方向发展，其工业性能也得以提升，对其它纤维的替代性不断增强，应用领域不断拓展，涤纶工业长丝未来发展方向将以差异化和高端化为主。从利润贡献的角度考虑，差异化产品比例高的企业其盈利能力更强。

## 2、拥有全球最具竞争力的高模低收缩丝产品，受益中

### 国轮胎业大发展

涤纶工业丝在汽车领域主要包括生产轮胎骨架材料、安全带、安全气囊等。我国目前已经成为全球第一大汽车生产和消费国，车用涤纶工业司市场需求面临快速增长的局面。

图表 3 我国汽车产量与保有量变化



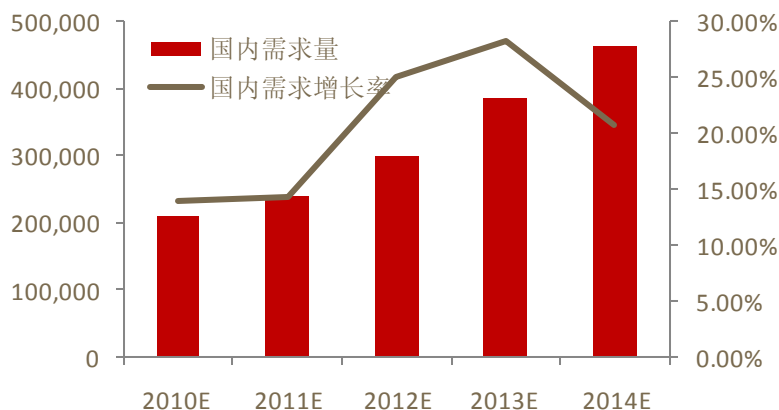
资料来源：公司公告 方正证券研究所

其中涤纶高模低收缩丝（HMLS）丝与钢帘线配合使用生产半钢子午胎，主要用于轿车等轻型车辆。因而随着我国汽车保有量的快速增长而带来的轮胎更新的需要，对HMLS的需求也将快速增长。针对目前全球每年 12 亿条子午胎的产量，按照其中 70% 是半钢胎，且每条轮胎需要约 400 克涤纶丝计算，对HMLS 涤纶丝的需求约为 33.6 万吨；国内 2000-2009 年子午胎产量由 0.76 亿条增长至 3.19 亿条，相应对HMLS涤纶丝的需求由 2.12 万吨增长至 8.93 万吨，增长 321.22%。

国内汽车产业正处于快速发展期，国内轮胎的子午化率也由 2000 年的 26% 快速提升至 2009 年的 79%，但仍低于目前世界 85% 的平均水平和美、日、德等国的 100% 的子午化率。工信部今年 9 月发布的《轮胎行业政策》明确指出：到 2015 年，国内乘用车胎子午化率要达到 100%，轻型载重车胎子午化率要达 85%，载重车胎子午化率要达到 90%，基本实现装配轮胎子午化和无内胎化。积极鼓励新型结构钢丝帘线和 HMLS 涤纶帘子布、高强度尼龙帘子布等轮胎骨架材料的开发和使用。此外随着制造技术进步，涤纶工业丝耐磨、耐高温及与橡胶粘合度等性能的提升，HMLS

涤纶丝有望凭借其在价格上的优势（1000 元/吨左右）逐步替代尼龙6（主要用于载重车市场，需求约为15 万吨/年）。因此我们预计车用市场对HMLS涤纶丝的需求（包括出口市场）有望维持20%以上的增速。

图表 4 高模低收缩型涤纶工业长丝的市场供求



资料来源：方正证券研究所

公司生产的高模低收缩丝成功通过国际轮胎巨头的严格认证，主要用于高端车型，不仅是以品质享誉世界的全球第四大轮胎企业德国大陆轮胎的帘子布在中国的唯一涤纶工业丝供应商，且供应量连年高速增长，从2008年的2000余吨增长到2009年的6000多吨，预计2010年供货量将超过8000吨，约占大陆轮胎高模低收缩丝原材料采购总量的20%。同时2011年1月，大陆轮胎在中国的1600万套轮胎规划产能工厂将在合肥投产，海利得作为其优质合作伙伴，必将是其中的最大受益者。公司产品同时成功通过米其林、固特异、佳通轮胎的认证，未来公司产品将采取市场化销售策略，不与某家轮胎厂商配套，包括横滨轮胎、Cooper轮胎等都是公司目标客户。受益国内轮胎业大发展，公司成长空间广阔。

### 3、欧盟反倾销裁决凸显公司综合竞争能力

2010年6月，欧盟委员会对原产于中国的聚酯高强度纱作出反倾销初裁结果。在国内共11家涤纶工业丝企业应诉，欧盟选取3家企业进行实地核查，分别为海利得、尤夫股份、古纤道。在对企业的股权结构、治理结构、规范运作、成本销售价格、人事管理、采购等方面进行了苛刻的检查之后，最终欧盟委员会初步裁定本公司反倾销税率为0%，即欧盟进口商从本公司采购聚酯高强度纱（涤纶工业长丝）产品将不被征收反倾销税，而其他企业将被征收7.7%-9.3%不等的反倾销税。0反倾销税凸显了公司的经营管理水平和综合竞争力，同时反倾销税也使公司的出口产品成本优势更加明显。

图表 5 欧盟对华聚酯高强度纱（涤纶工业长丝）反倾销初裁结果

| 企业             | 临时反倾销税率/% |
|----------------|-----------|
| 浙江海利得新材料股份有限公司 | 0         |
| 浙江古纤道新材料有限公司   | 9.30      |
| 浙江尤夫工业纤维有限公司   | 7.70      |

其它8家应诉企业

8.90

资料来源：方正证券研究所

## 4、盈利预测

我们认为公司在涤纶工业长丝领域具有丰富的生产、管理和技术经验，具有全产业链优势和专注车用产品的战略特点，未来业绩将稳步增长，前景值得看好，我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.67 元、1.04 元和 1.22 元（未考虑增发摊薄），首次给予“增持”评级。

图表 6 盈利预测

| 单位：百万元   | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|----------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入     | 972  | 1417  | 2169  | 2611  |
| 营业成本     | 734  | 1126  | 1713  | 2062  |
| 营业税金及附加  | 3    | 4     | 7     | 8     |
| 销售费用     | 18   | 23    | 34    | 44    |
| 管理费用     | 58   | 70    | 108   | 120   |
| 财务费用     | 2    | 2     | 8     | 28    |
| 资产减值损失   | 4    | 2     | 3     | 0     |
| 公允价值变动   | 1    | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益     | -1   | 0     | 0     | 0     |
| 营业利润     | 154  | 190   | 296   | 349   |
| 营业外收入    | 8    | 0     | 0     | 0     |
| 营业外支出    | 2    | 0     | 0     | 0     |
| 利润总额     | 160  | 190   | 296   | 349   |
| 所得税      | 19   | 23    | 37    | 44    |
| 净利润      | 141  | 167   | 259   | 305   |
| 少数股东损益   | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 归属母公司净利润 | 141  | 167   | 259   | 305   |
| EPS（元）   | 0.57 | 0.67  | 1.04  | 1.22  |

资料来源：方正证券研究所

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

## 免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

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、发表或引用。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“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 公司投资评级的说明：

买入：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；  
 增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；  
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%；  
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

## 行业投资评级的说明：

增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；  
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；  
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

|         | 北京                                                              | 长沙                                                              |
|---------|-----------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------|
| 地址：     | 北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）                                  | 湖南省长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）                               |
| 电话：     | (8610) 68584820                                                 | (86731) 85832351                                                |
| 传真：     | (8610) 68584803                                                 | (86731) 85832380                                                |
| 网址：     | <a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a> | <a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a> |
| E-mail： | yjzx@foundersc.com                                              | yjzx@foundersc.com                                              |