

2011-02-17

基础化工

## 海利得 002206-SZ

## 滞涨已经过去，高速增长可期

◇ 事件：公司公布 10 年业绩快报

## ◆ 公司业绩略超市场预期，最困难的时候已经过去：

公司 10 年业绩为 0.62 元/股，略超出市场预期。我们认为公司 10 年业绩能维持正增长点主要原因是：10 年上半年影响公司业绩的高价库存及汇兑亏损的因素消失，下半年公司经营恢复了正常，销量也有较大的增长。我们认为公司滞涨的状况已经过去，未来将迎来高速增长。

## ◆ 尽管是传统制造业，但壁垒较高，拓展客户较难，有较宽的护城河：

尽管公司所处行业为传统的制造业，但公司差别化涤纶工业丝的壁垒较高。目前国内其他企业生产的产品为普通涤纶工业丝，其产能过剩严重，产品毛利率较低，竞争压力较大。而车用差别化丝，国内能生产的企业较少，竞争格局较好，公司可以维持 20%-23% 的综合毛利率，并通过不断的拓展客户来获得销量的增长。

正是因为差别化丝拓展客户较难，公司的 12 万吨/年涤纶工业丝产能的消化有个较长期的过程（预计公司 10 年约 7 万吨的销量），但差别化丝一旦得到下游客户的认可，就可形成较强的粘性，同时也对新进入者形成较宽的护城河。我们看好公司未来 3 年在涤纶工业丝领域的强者地位。

## ◆ 帘子布及配套项目将成为公司新的利润增长点：

公司 1.5 万吨/年帘子布及配套的 1.5 万吨/年 HTML 涤纶工业丝项目目前已动工，处于设备安装阶段，预计将于 2011 年 5 月投产，可通过锁定差价的方式定价。目前国内进口帘子布需求较大，价格较贵，差点的约 2.6 万元/吨，好的约 3.2 万元/吨。我们预计公司的帘子布产品相对高端，毛利率将超过 25%，该项目完全投产后每年可贡献约 0.3 元/股，从而成为公司新的利润增长点。

## ◆ 给予公司“增持”的投资评级，给予目标价 27 元：

预计公司 11、12 年的每股收益分别为 1.10、1.39 元/股（增发摊薄前，预计增发摊薄约 20%），未来公司的利润敏感性影响最大的因素还是涤纶工业丝产品的销量及毛利率，我们认为公司有能力消化绝大部分的产能及保持产品毛利率的稳定。我们看好公司的精细化管理能力及向下游拓展的战略，给予公司“增持”的投资评级，给予目标价 27 元。

## 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    | 1,684  | 2,348  | 2,952  |
| 营业收入增长率   | 22.16% | -8.09% | 73.17% | 39.46% | 25.70% |
| 净利润（百万元）  | 92     | 141    | 154    | 274    | 349    |
| 净利润增长率    | 12.45% | 53.19% | 8.75%  | 78.40% | 27.06% |
| EPS（元）    | 0.37   | 0.57   | 0.62   | 1.10   | 1.39   |
| ROE（摊薄）   | 10.99% | 14.83% | 14.38% | 21.04% | 22.11% |
| P/E       | 65     | 42     | 39     | 22     | 17     |
| P/B       | 7      | 6      | 6      | 5      | 4      |
| EV/EBITDA | 18     | 15     | 27     | 16     | 13     |

维持

增持

|      |         |
|------|---------|
| 当前价格 | 23.99 元 |
| 目标价格 | 27.00 元 |
| 目标期限 | 6 个月    |

分析师：

程 磊 (执业证书编号：S0930510120003)

张力扬 (执业证书编号：S0930511010005)

联系人：

王席鑫

孙琦祥

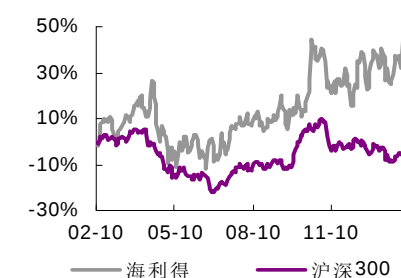
02122169157

chenglei@ebsecn.com

## 市场数据

|                 |             |
|-----------------|-------------|
| 总股本(百万股)        | 250         |
| 总市值(百万元)        | 5,998       |
| 流通比例(%)         | 65.83%      |
| 12 个月最高/最低(元)   | 41.44/14.16 |
| 近 3 月日均成交量(百万股) | 3.29        |
| 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 | 4.59 | 20.53 | 47.27 |
| 绝对收益 | 9.66 | 18.53 | 47.18 |

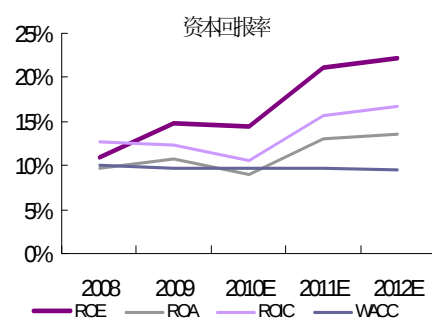
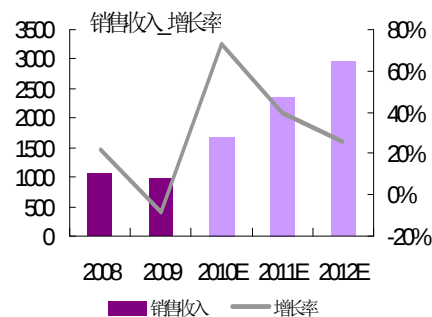
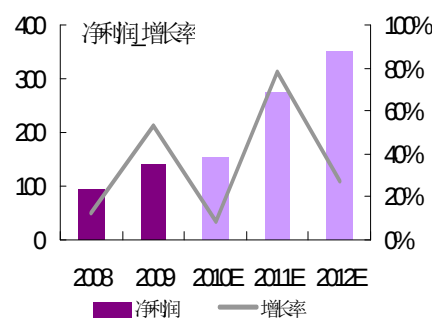
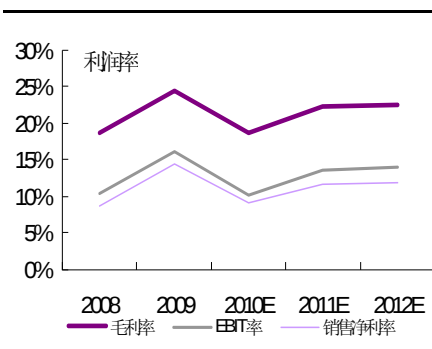
## 相关报告：

中报业绩低于预期，长期价值毋庸置疑  
..... 2010-07-13  
反倾销案的唯一受益者  
..... 2010-06-02  
新项目投产助推公司成长  
..... 2010-04-28

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    | 1,684  | 2,348  | 2,952  |
| 营业成本      | 859   | 734    | 1,369  | 1,825  | 2,287  |
| 折旧和摊销     | 52    | 61     | 62     | 71     | 81     |
| 营业税费      | 5     | 3      | 6      | 9      | 10     |
| 销售费用      | 16    | 18     | 34     | 47     | 59     |
| 管理费用      | 56    | 58     | 101    | 141    | 177    |
| 财务费用      | 10    | 2      | 6      | 15     | 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    | 164    | 307    | 391    |
| 利润总额      | 107   | 160    | 177    | 315    | 401    |
| 少数股东损益    | 0     | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 归属母公司净利润  | 92.32 | 141.42 | 153.80 | 274.37 | 348.62 |

| 资产负债表 (百万元) | 2008 | 2009  | 2010E | 2011E | 2012E |
|-------------|------|-------|-------|-------|-------|
| 总资产         | 952  | 1,311 | 1,701 | 2,111 | 2,586 |
| 流动资产        | 461  | 462   | 718   | 979   | 1,308 |
| 货币资金        | 232  | 105   | 202   | 282   | 354   |
| 交易型金融资产     | 0    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 应收账款        | 85   | 137   | 173   | 253   | 345   |
| 应收票据        | 6    | 9     | 18    | 20    | 27    |
| 其他应收款       | 5    | 15    | 14    | 22    | 32    |
| 存货          | 62   | 115   | 175   | 225   | 314   |
| 可供出售投资      | 0    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 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        | 460  | 593   | 731   | 878   | 1,018 |
| 无形资产        | 23   | 44    | 41    | 39    | 37    |
| 总负债         | 112  | 357   | 631   | 808   | 1,009 |
| 无息负债        | 94   | 157   | 246   | 292   | 406   |
| 有息负债        | 18   | 200   | 384   | 516   | 603   |
| 股东权益        | 840  | 954   | 1,070 | 1,304 | 1,577 |
| 股本          | 125  | 125   | 250   | 250   | 250   |
| 公积金         | 506  | 520   | 418   | 459   | 511   |
| 未分配利润       | 209  | 309   | 402   | 595   | 816   |
| 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  | 152   | 225   | 309   |
| 净利润         | 92   | 141  | 154   | 274   | 349   |
| 折旧摊销        | 52   | 61   | 62    | 71    | 81    |
| 净营运资金增加     | 39   | 54   | 155   | 215   | 214   |
| 其他          | 13   | -134 | -219  | -336  | -335  |
| 投资活动产生现金流   | -81  | -407 | -195  | -221  | -227  |
| 净资本支出       | -23  | -44  | 195   | 221   | 227   |
| 长期投资变化      | 0    | 41   | 0     | 0     | 0     |
| 其他资产变化      | -58  | -405 | -390  | -442  | -453  |
| 融资活动现金流     | 46   | 168  | 140   | 76    | -10   |
| 股本变化        | 32   | 0    | 125   | 0     | 0     |
| 债务净变化       | -379 | 182  | 184   | 131   | 87    |
| 无息负债变化      | -6   | 63   | 89    | 46    | 114   |
| 净现金流        | 162  | -117 | 97    | 80    | 72    |

资料来源：光大证券、上市公司

| 关键指标                    | 2008    | 2009    | 2010E  | 2011E  | 2012E   |
|-------------------------|---------|---------|--------|--------|---------|
| <b>成长能力 (%YoY)</b>      |         |         |        |        |         |
| 收入增长率                   | 22.16%  | -8.09%  | 73.17% | 39.46% | 25.70%  |
| 净利润增长率                  | 12.45%  | 53.19%  | 8.75%  | 78.40% | 27.06%  |
| EBITDA 增长率              | -49.06% | 32.99%  | 7.10%  | 68.94% | 25.57%  |
| EBIT 增长率                | 8.86%   | 41.04%  | 9.09%  | 88.63% | 28.25%  |
| <b>估值指标</b>             |         |         |        |        |         |
| PE                      | 65      | 42      | 39     | 22     | 17      |
| PB                      | 7       | 6       | 6      | 5      | 4       |
| EV/EBITDA               | 18      | 15      | 27     | 16     | 13      |
| EV/EBIT                 | 26      | 20      | 37     | 20     | 16      |
| EV/NOPLAT               | 30      | 23      | 43     | 23     | 18      |
| EV/Sales                | 3       | 3       | 4      | 3      | 2       |
| EV/IC                   | 4       | 3       | 4      | 4      | 3       |
| <b>盈利能力 (%)</b>         |         |         |        |        |         |
| 毛利率                     | 18.77%  | 24.55%  | 18.69% | 22.31% | 22.54%  |
| EBITDA 率                | 15.43%  | 22.33%  | 13.81% | 16.73% | 16.71%  |
| EBIT 率                  | 10.47%  | 16.07%  | 10.13% | 13.70% | 13.97%  |
| 税前净利润率                  | 10.07%  | 16.49%  | 10.49% | 13.43% | 13.57%  |
| 税后净利润率 (归属母公司)          | 8.73%   | 14.54%  | 9.13%  | 11.68% | 11.81%  |
| ROA                     | 9.70%   | 10.78%  | 9.04%  | 12.99% | 13.48%  |
| ROE (归属母公司) (摊薄)        | 10.99%  | 14.83%  | 14.38% | 21.04% | 22.11%  |
| 经营性 ROIC                | 12.74%  | 12.25%  | 10.51% | 15.74% | 16.78%  |
| <b>偿债能力</b>             |         |         |        |        |         |
| 流动比率                    | 4.11    | 1.45    | 1.21   | 1.27   | 1.35    |
| 速动比率                    | 356.23% | 109.01% | 91.98% | 98.17% | 102.49% |
| 归属母公司权益/有息债务            | 46.33   | 4.76    | 2.78   | 2.53   | 2.62    |
| 有形资产/有息债务               | 51.11   | 6.31    | 4.31   | 4.02   | 4.22    |
| <b>每股指标(按最新预测年度股本计)</b> |         |         |        |        |         |
| EPS                     | 0.37    | 0.57    | 0.62   | 1.10   | 1.39    |
| 每股红利                    | 0.11    | 0.15    | 0.16   | 0.30   | 0.37    |
| 每股经营现金流                 | 0.79    | 0.49    | 0.61   | 0.90   | 1.23    |
| 每股自由现金流(FCFF)           | 0.42    | 0.56    | -0.55  | -0.32  | 0.02    |
| 每股净资产                   | 3.36    | 3.81    | 4.28   | 5.21   | 6.31    |
| 每股销售收入                  | 4.23    | 3.89    | 6.74   | 9.39   | 11.81   |

资料来源：光大证券、上市公司

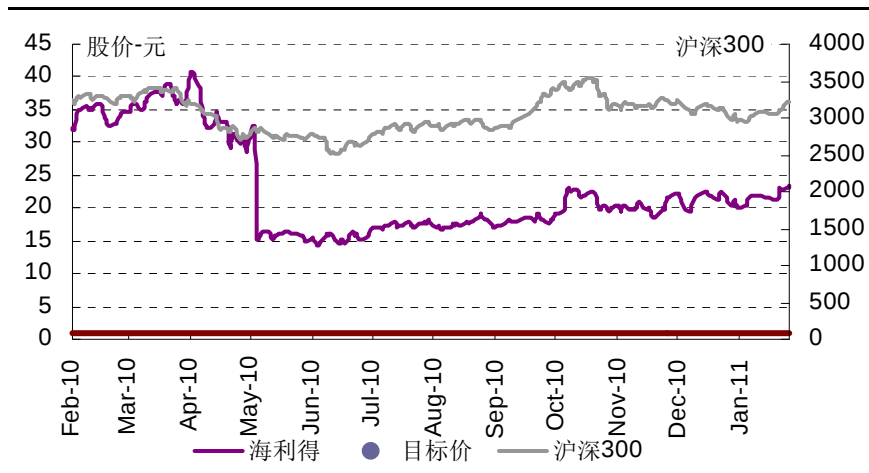
## 分析师声明

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



资料来源：光大证券研究所

| 日期         | 股价    | 目标    | 评级 |
|------------|-------|-------|----|
| 2009-10-13 | 26.76 | 47.00 | 买入 |
| 2010-04-28 | 37.62 | 23.25 | 买入 |
| 2010-06-02 | 15.20 | 23.25 | 买入 |
| 2010-07-13 | 16.56 | 19.00 | 增持 |

买入 — 增持 — 中性 —  
 减持 — 卖出 —

## 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。

## 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    |
|      | 杨月      |               | 18910037319 | yangyue1@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     |
|      | 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    |
|      | 韩佳      | 021-22169491  | 13761273612 | hanjia@ebscn.com     |
| 深圳   | 王汗青(主管) | 0755-83024403 | 13501136670 | wanghq@ebscn.com     |
|      | 黎晓宇     | 0755-83024434 | 13823771340 | lxy1@ebscn.com       |
|      | 黄鹂华     | 0755-83024396 | 13802266623 | huanglh@ebscn.com    |
|      | 张晓峰     | 0755-83024431 | 13926576680 | zhangxf@ebscn.com    |
|      | 江虹      | 0755-83024029 | 13810482013 | jianghong1@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      |

## 风险提示及免责声明

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。

## 特别声明

光大证券股份有限公司创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

经营业务许可证编号：z22831000

已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

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。投资者应当充分考虑与光大证券及其附属机构可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。