

海利得 (002206.SZ) 基础化工

11 年业绩低于预期，12 年看帘子布项目

公司研究简报

◆事件:

公司发布 11 年年报,实现营业收入 23.6 亿元,同比增长 42.47%,营业利润 2.17 亿元,同比增长 33.74%, 归属母公司股东净利润 2.01 亿元,同比增长 31.10%, 基本每股收益 0.46 元。

◆11 年业绩略低于市场预期, 主要受普通丝拖累:

公司目前涤纶工业丝产能 12 万吨,其中车用丝 5 万吨,普通丝 7 万吨。由于 11 年 4 季度需求较差,普通丝价格下滑较大,导致整体毛利率受到影响,致使收入和净利润略低于市场预期。预计 12 年普通丝盈利也难以改观。

◆车用丝进入壁垒高而稳定, 气囊丝等发展空间较大:

公司目前工业丝收入占比约 70%,借助其拳头产品高模低缩丝(HMLS)积极向下游帘子布、安全带、气囊丝等领域拓展,并供货给国际知名轮胎企业的供应商。由于下游对安全性和质量的要求,进入壁垒较高。

气囊丝是公司目前毛利率最高的品种,将能缓解普通丝毛利率下滑带来的影响。预计公司气囊丝的产能将不断通过技改来扩张,预计 12/13 年产能将达到 0.8/1.1 万吨(预计 11 年产销量为 0.5 万吨)。

◆帘子布项目将成为新的利润增长点:

公司 1.5 万吨帘子布项目预计 2 季度投产,目前处于试车阶段,产品的试用效果理想。预计帘子布今年销量约 8000 吨,配套的丝大概 5-6 月份投产。一般而言配套的 HMLS 丝本身的毛利率约 25%,而单独加工帘子布的毛利率约 25%,一体化项目的综合毛利率将达到 35%-37%。考虑到 12 年刚开始运营该项目,预计毛利率情况将比合理的毛利率低。

◆维持公司“买入”评级:

考虑到公司的利润来源为汽车丝及相关下游延伸产品,其竞争壁垒较高,相对盈利能力稳定。而且帘子布、气囊丝等新项目将推动公司不断向前发展,我们维持公司“买入”的投资评级,按 12 年业绩 20 倍给予目标价 11.4 元。

◆风险提示:

下游需求持续下滑,帘子布项目销售进度低于预期。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	972	1,655	2,358	2,715	3,110
营业收入增长率	-8.09%	70.17%	42.50%	15.16%	14.54%
净利润(百万元)	141	153	204	254	353
净利润增长率	53.19%	8.43%	33.21%	24.32%	38.87%
EPS(元)	0.32	0.34	0.46	0.57	0.79
ROE(归属母公司)	14.83%	14.34%	9.85%	11.27%	14.07%
P/E	29	27	20	16	12

买入(维持)

当前价/目标价: 9.27/11.40 元

目标期限: 12 个月

分析师

程磊(执业证书编号: S0930510120003)

021-22169157

chenglei@ebsecn.com

王席鑫(执业证书编号: S0930511020001)

021-22169077

wangxixin@ebsecn.com

张力扬(执业证书编号: S0930511010005)

021-22169167

zhangly@ebsecn.com

联系人

孙琦祥

021-22169123

sunqx@ebsecn.com

市场数据

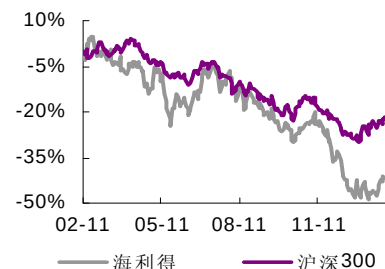
总股本(亿股): 4.48

总市值(亿元): 41.49

一年最低/最高(元): 7.32/25.10

近 3 月换手率: 25.03%

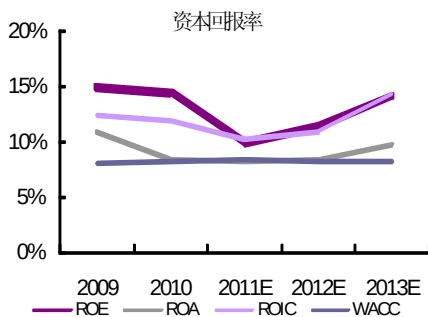
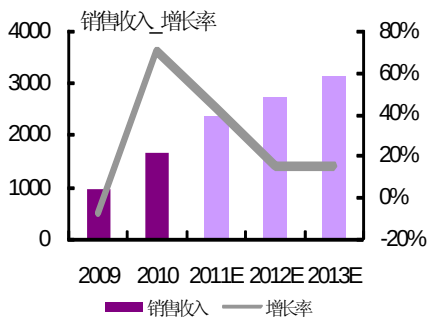
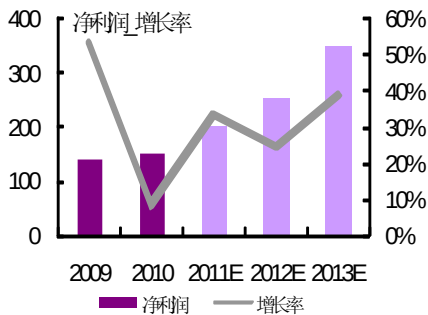
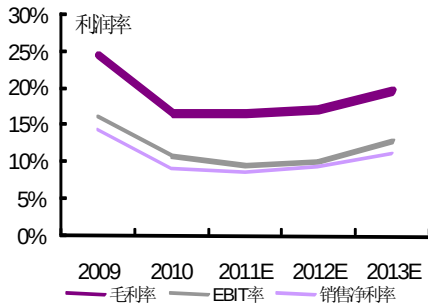
股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	9.71	-16.65	-16.49
绝对	14.45	-19.32	-37.50

相关研报



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	972	1,655	2,358	2,715	3,110
营业成本	734	1,380	1,964	2,249	2,499
折旧和摊销	64	90	90	106	124
营业税费	3	0	0	3	1
销售费用	18	31	44	51	58
管理费用	58	59	118	136	156
财务费用	2	19	0	-6	3
公允价值变动损益	1	1	0	0	0
投资收益	-1	2	0	0	0
营业利润	154	162	224	278	391
利润总额	160	174	235	292	405
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	141.42	153.34	204.26	253.93	352.63

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	1,311	1,848	2,487	3,051	3,656
流动资产	462	818	1,257	1,605	2,006
货币资金	105	184	424	592	881
交易型金融资产	0	1	0	0	0
应收账款	137	192	263	332	361
应收票据	9	38	30	40	52
其他应收款	15	18	35	37	41
存货	115	315	308	409	473
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	41	0	0	0	0
固定资产	593	869	1,045	1,236	1,419
无形资产	44	100	95	90	86
总负债	357	777	412	797	1,149
无息负债	157	512	412	597	699
有息负债	200	265	0	200	450
股东权益	954	1,071	2,075	2,254	2,507
股本	125	250	448	448	448
公积金	520	410	1,115	1,141	1,176
未分配利润	309	410	511	664	883
少数股东权益	0	1	1	1	1

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	122	291	-16	350	460
净利润	141	153	204	254	353
折旧摊销	64	90	90	106	124
净营运资金增加	55	39	392	43	62
其他	-137	9	-702	-53	-78
投资活动产生现金流	-407	-212	-294	-321	-327
净资本支出	-366	-255	-295	-321	-327
长期投资变化	41	0	0	0	0
其他资产变化	-83	43	1	0	0
融资活动现金流	168	17	549	138	156
股本变化	0	125	198	0	0
债务净变化	182	65	-265	200	250
无息负债变化	63	355	-99	185	102
净现金流	-117	88	240	168	289

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	-8.09%	70.17%	42.50%	15.16%	14.54%
净利润增长率	53.19%	8.43%	33.21%	24.32%	38.87%
EBITDA 增长率	32.78%	21.89%	17.24%	20.22%	37.03%
EBIT 增长率	41.04%	14.07%	26.06%	21.02%	45.00%
估值指标					
PE	29	27	20	16	12
PB	4	4	2	2	2
EV/EBITDA	6	10	13	11	8
EV/EBIT	8	14	18	15	10
EV/NOPLAT	10	16	20	17	12
EV/Sales	1	2	2	1	1
EV/IC	1	2	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	24.55%	16.62%	16.73%	17.16%	19.65%
EBITDA 率	22.63%	16.21%	13.34%	13.92%	16.66%
EBIT 率	16.07%	10.78%	9.53%	10.02%	12.68%
税前净利润率	16.49%	10.50%	9.98%	10.75%	13.03%
税后净利润率 (归属母公	14.54%	9.27%	8.66%	9.35%	11.34%
ROA	10.78%	8.29%	8.21%	8.32%	9.64%
ROE (归属母公司) (摊	14.83%	14.34%	9.85%	11.27%	14.07%
经营性 ROIC	12.36%	11.80%	10.21%	10.95%	14.19%
偿债能力					
流动比率	1.45	1.12	3.55	3.02	3.21
速动比率	1.09	0.69	2.68	2.25	2.45
归属母公司权益/有息债务	4.76	4.03	-	11.26	5.57
有形资产/有息债务	6.31	6.56	-	14.78	7.92
每股指标(按最新预测年度股					
EPS	0.32	0.34	0.46	0.57	0.79
每股红利	0.08	0.18	0.17	0.22	0.34
每股经营现金流	0.27	0.65	-0.04	0.78	1.03
每股自由现金流(FCFF)	-0.48	-0.09	-0.88	-0.04	0.18
每股净资产	2.13	2.39	4.63	5.03	5.60
每股销售收入	2.17	3.70	5.27	6.07	6.95

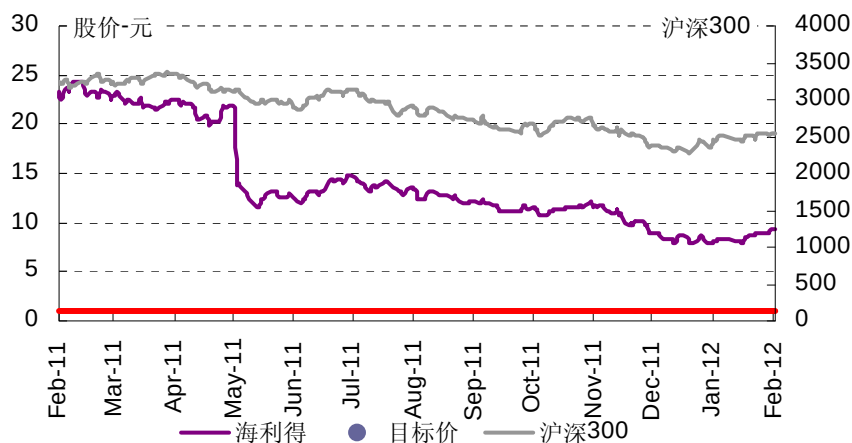
资料来源：光大证券、上市公司

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)



日期	股价	目标价	评级
2011-02-16	23.39	27.00	增持
2011-04-06	21.92	27.00	增持
2011-04-18	22.45	27.00	增持
2011-04-19	22.45	30.00	买入
2011-05-22	13.84	18.00	买入
2011-10-17	11.44	18.00	买入
2011-10-23	10.66	18.00	买入
2011-12-25	8.33	18.00	买入

资料来源：光大证券研究所

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。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。公司经营业务许可证编号：z22831000。

本公司已获业务资格：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。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

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，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。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，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的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正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容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。

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，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）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。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议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。

光大证券股份有限公司研究所

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	王汗青(总经理)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	梁晨	010-56513153	13901184256	liangchen@ebsecn.com
企业客户	孙威(执行董事)	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	杨月	010-68561606	18910037319	yangyue1@ebsecn.com
	李大志(销售交易部总经理助理)	021-22169128	13810794466	lidz@ebsecn.com
上海	严非(执行董事)	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebsecn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebsecn.com
	黎晓宇(副总经理)	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
	黄鹂华(执行董事)	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
深圳	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com
	罗德锦	0755-83024064	13609618940	luodj@ebsecn.com
	濮维娜(副总经理)	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
富尊财富中心	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebsecn.com
	顾超	021-22169485	18616658309	guchao@ebsecn.com