

报告仅供内部交流，不得复制、转载或摘录！请务必阅读正文之后的免责条款。

调研跟踪报告

山东海龙	(000677)	估值处于安全区域
强烈推荐	(维持)	

2008年03月24日

现价 **18.85 元**
 区志航 化学纤维制造业研究员
 86-755-22627485
 ouzh@pasc.com.cn

独到见解

下游行业有望恢复，短纤价格逐步恢复；公司未来差别化率不断提升，有效提升盈利能力。

投资要点

1. 行业供求相对平衡

预计2007-2009年粘胶短丝市场需求还会继续保持14%左右的较快增长。到2010年，预计我国粘胶短丝产量将达到180万吨，需求量达到178万吨，供需基本平衡。

2. 原料瓶颈继续制约行业

我们再次强调对于产业配套完善的公司来说，未来的竞争优势将继续明显。

3. 差别化率提升是公司业绩增长的保障

09年年底短纤总产能达27万吨，差别化率可以达到50%。我们维持08-09年每股收益0.96和1.57元的预测，鉴于目前08年动态PE仅为19倍，低于市场平均水平，处于相对安全区域，业绩增长也有一定的把握，所以我们维持“强烈推荐”评级。

主要数据

行业	化学纤维制造业
公司代码	000677
公司网址	http://www.helon.net
总股本(万股)	43198.90
流通股(万股)	24858.12
流通市值(百万)	4847.33
每股净资产(元)	3.31
净资产收益率(%)	19.30
总资产负债率(%)	63.98

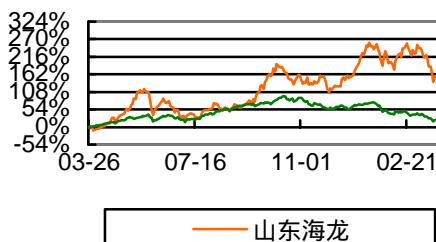
相关研究报告

- <<07年报基本符合预期>>
- <<增发摊薄不明显>>
- <<增发摊薄不明显>>
- <<山东海龙调研跟踪报告-差别化将减缓周

风险提示

产品周期性波动；下游需求的季节性以及压力的增大可能影响短纤的需求和具体盈利。

行情走势图



请务必参阅文后免责条款

12月31日	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E
主营收入(百万)	2109.66	2475.14	3119.75	3,491.88	5342.299
净利润(百万)	80.79	70.55	276.35	414.16	685.26
净利润增长率(%)	-25.89	-12.68	291.71	39.14	65.46
每股盈利(元)	0.20	0.17	0.64	0.96	1.59
市盈率(倍)	94	111	29	19	12
股息(元)	-	0.03	0.04	0.1	0.1
分红率(%)	0.00	0.16	0.16	0.5	0.5

1. 行业供求相对平衡

即使面临众多负面因素，但是中国的纺织仍拥有较大的竞争优势，生产和出口仍将保持较快增长，预计年平均增速应在15%左右。因此，可以预计我国粘胶短丝市场需求也会相对保持相应的增速，考虑棉花供应量和价格的影响，其市场需求增速有可能会略慢于纺织生产，但估计年平均增速也不会低于13%-15%。预计2007-2009年粘胶短丝市场需求还会继续保持14%左右的较快增长，其中产量增长略快，年均增长率将在15%左右，进口量基本不变或会略微下降，出口量年均增长率在15%。到2010年，预计我国粘胶短丝产量将达到180万吨，需求量达到178万吨，供需基本平衡。此外，预计到2010年粘胶短丝的差别化比率将达到或超过50%，届时差别化、功能化短丝数量将超过90万吨。

	2007	2008E	2009E
产量	133	145.5	167.3
进口量	3.9	5	5
出口量	11.9	15	15
需求量	125	135.5	157.3

资料来源：中国化纤工业协会、平安证券

注：由于市场的数据统计口径不一，所以我们的数据仅为大概预测数据，仅供参考。

2. 原料瓶颈继续制约行业

2007年国内棉花产量为760万吨，按照15%左右的拨绒率来计算，棉短绒的产量约为114万吨，依然未能满足目前国内短纤的产能需求。我们继续认为，即使很多企业披露要新上或者扩建短纤项目，但是原料棉短绒瓶颈还是需要考虑的问题，也将是制约整个行业扩张的因素之一；当然，环保门槛不断提高的条件下，市场对于整个浆粕-短纤的产业链的要求更加严格，吨投资可能会提高，后进者将付出更高的代价和成本。所以我们再次强调对于产业配套完善的公司来说，未来的竞争优势将继续明显。

3. 差别化率提升是公司业绩增长的保障

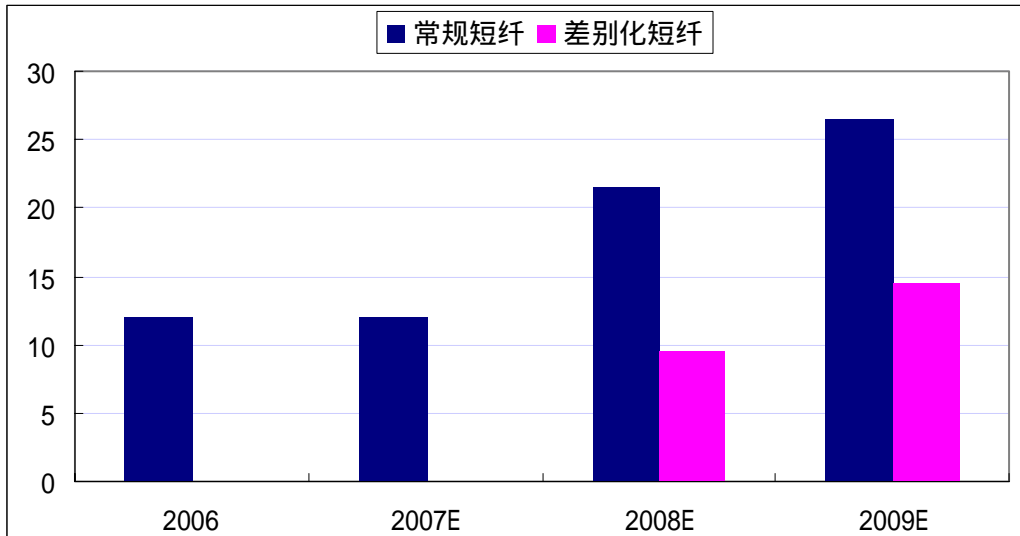
在最近两年棉浆粕价格居高并导致粘胶纤维企业原材料成本上升的市场环境下，公司整体盈利能力保持了相对稳定。而且，公司用部分进口木浆代替棉浆，木浆使用比例在20-25%左右，进口的木浆价格比棉浆粕低，降低了产品的成本。公司自产棉浆粕除满足自己使用外，还有部分棉浆粕供应市场，在市场上销售棉浆粕，增加了公司盈利能力。新疆一期5万吨棉浆粕项目已于2007年9月投产，由于公司在新疆的短纤项目要到2008年年底才能投产，所以浆粕和短纤短期内无法配套，所以目前新疆的棉浆粕运到山东本部供短纤生产，而公司在山东生产的浆粕部分外销。我们认为这是一个短期的策略，公司在新疆的项目基本能达到配套（实际10万吨的短纤和12万吨的浆粕）。

差别化是行业发展的必然趋势。目前公司的项目基本为差别化项目，主要是新疆海龙化纤有限责任公司8万吨（实际产能10万吨，目前的设计为高白和细代等产品，但未来仍有可能根据市场情况作出相应的调节），3万吨高湿模量及系列产品粘胶短纤维项目（实

际4.5万吨产能)。2008年10月份公司的总产能将增加10万吨左右总产能；09年年底短纤总产能达27万吨，差别化率可以达到50%。

图表2 公司产能情况

单位：万吨



资料来源：Wind 资讯、平安证券

注：图中我们并没有详细考虑权益问题

目前，山东海龙研发的几种新产品基本实现产业化并投放市场。高湿模量粘胶纤维市场价格22,500 元/吨，国内外市场均供不应求；纺织用阻燃纤维市场价格60,000元/吨，无纺布用阻燃纤维市场价格30,000 元/吨，抗菌粘胶保健纤维市场价格70,000元/吨，高强度抗菌粘胶纤维市场价格80,000 元/吨，主要销往美国、日本、韩国及欧洲地区，市场空间巨大。而且差别化产品的价格相对稳定，而成本增加幅度不大，所以更能提升整体盈利。

2008年，公司计划新产品（老项目改造+公开增发项目）产量为：阻燃2万吨；纽代尔1万吨，这个是公司业绩增长的保障。由于雪灾的原因，下游在春节后开工率恢复较慢，预计4月份开工率逐渐恢复，逐步进入旺季，短纤的需求旺季也将逐渐来临（每年4-6月和9-10月为季节性旺季），所以我们判断短纤价格将逐渐回稳，但继续上升的空间也不大。我们维持08-09年每股收益0.96和1.57元的预测，鉴于目前08年动态PE仅为19倍，低于市场平均水平，处于相对安全区域，业绩增长也有一定的把握，所以我们维持“强烈推荐”评级。

附：财务报表

利润表和利润分配表

单位：万元和元

	2005	2006	2007A	2008E	2009E
一、主营业务收入	2,109.66	2,475.14	3,119.75	3,491.88	5342.299
主营业务税金及附加	10.54	13.03	21.75	24.44	37.40
二、主营业务利润	360.08	381.5	651	928.27	1612.85
营业费用	34.17	38.34	40.84	59.36	90.82
管理费用	122.78	136.5	135.25	192.05	293.83
财务费用	107.6	128.49	144.55	171.10	261.77
三、营业利润	110.97	95.4	318.86	505.75	966.43
加：投资收益	-0.17	0.58	9.73	45.00	52.20
补贴收入		0.47		0.00	0.00
营业外收入	0.29	0.58	35.06	3.14	4.81
减：营业外支出	1.62	1.71	2.93	2.44	3.74
四、利润总额	109.47	95.32	360.72	551.45	1019.70
减：所得税	28.66	24.35	83.94	110.29	203.94
减：少数股东损益	0.02	0.42	0.42	27	130.5
五、净利润	80.79	70.55	276.35	414.16	685.26
总股本	431.989	431.989	431.989	431.989	431.989
EPS	0.19	0.16	0.64	0.96	1.59

平安证券综合研究所投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价上涨幅度在20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价上涨幅度介于10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价上涨幅度介于±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价下跌幅度超过10%）

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司2008版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司

综合研究所

地址：深圳八卦三路平安大厦三楼

邮编：518029

电话：4008866338

传真：(0755) 82449257