

投资评级	跑赢大市	维持
目标价格	13.65 元	调高
当前价格	10.91 元	

调研日期 4 月下旬

调研方式 实地调研

报告日期

2007-05-08

大纺织行业分析师

**郭昌盛**

Tel 86 21 65082471

Email stockee@163.com

**行业**

化学纤维制造业

**基础数据 (07Q1)**

12mth A 股价格区间(元)	2.71/11.03
总股本 (百万股)	411.35
总市值 (百万元)	4487.83
无限售 A 股 (百万股)	227.94
每股净资产 (元)	2.15
PBR (X)	5.07
DPS (Y05, 元)	0.03

**主要股东 (07Q1)**

潍坊市投资公司	17.06%
潍坊康源投资有限公司	14.50%
上海东银投资有限公司	9.61%

**收入结构 (06Y)**

粘胶短纤	58.19%
粘胶长丝	8.20%
浆粕	4.22%
帘帆布	17.18%

**报告编号 : GCS07-CI06**
**相关报告 : GCS06-MIT01**

GCS06-AIT01

**最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较**


## 山东海龙 (000677.SZ)

### 产品升级进程超预期，景气之下再添扩张动力

#### 数据与预测

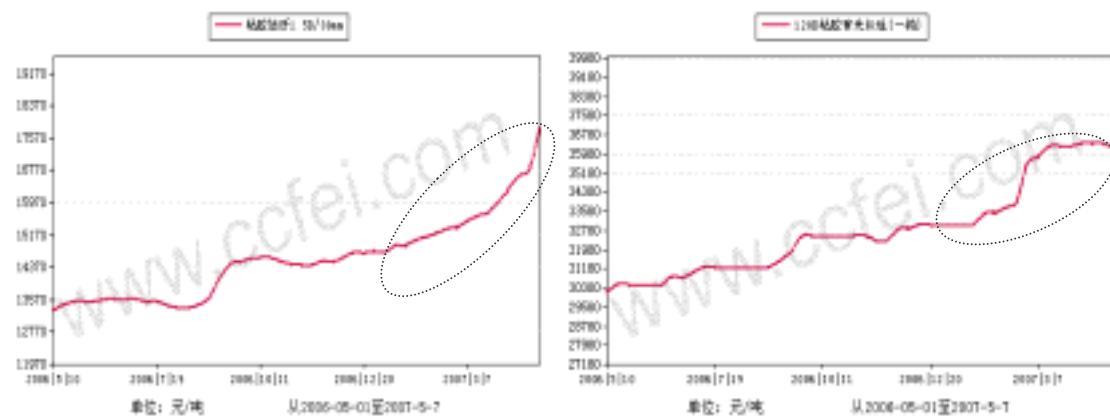
至 12 月 31 日 (人民币 百万元)	2006A	2007E	2008E	2009E
主营收入	2475.14	2913.45	3638.74	4659.86
年增长率 (%)	17.32	17.71	24.89	28.06
净利润	70.55	159.01	261.79	360.83
年增长率 (%)	-12.68	125.39	64.64	37.83
未摊薄每股收益 (元)	0.17	0.39	0.64	0.88
PER (X)	64.18	27.97	17.05	12.40
PBR (X)	5.07	4.72	4.37	3.98

#### 调研要点 :

- 因着力推广差别化品种，今正加倍受益于市场景气。调研所闻，前期研发的、居国内领先水平的高湿模量纤维(纽代尔)阻燃纤维的产销及订单量增长超预期，与常规产品同样供不应求，由此，业绩与盈利能力将反弹，估计今明两年的综合毛利率将达 20%左右。
- 原计划中的定向增发扩产 3 万吨规模，将可能被大幅调高。市场景气之下，公司可能重新考虑增发事项，或将项目规模提高到 8 万吨(分两期实施)，并可能考虑在原料基地新疆安排部分产能。目前新的发行方案、项目实施的时间与进程都尚未确定。
- 谨慎评估其未来预期业绩，股票的动态估值仍存有一定吸引力。在此继续维持“跑赢大市”的评级，建议继续持股并密切关注粘胶市场的波动，规避由此产生的业绩滑坡风险。

**基本情况与分析：****一、全行业的产品升级，拓展了粘胶纤维的市场空间，牛市还将持续一年以上**

近一年来，国内粘胶纤维行情一路向好，尤其是粘胶短纤维供不应求，市场价格近日更突破历史高点达 19100 元/吨，持续的牛市无疑令包括公司在内的粘胶企业大为受益，也使得我们更深入地关注形成市场强力景气的根源以及景气的可持续性。此次调研中，我们通过对公司的董事长逢奉建等人士的访谈了解到：正因油价高企挤压了合成纤维的应用空间，并由棉花及粘胶纤维所部分替代这一因素，才外在地为扩大粘胶纤维的需求创造了条件；而全行业自身大力开展差别化纤维开发，促进产品不断升级等举措，也内在地推动了粘胶纤维的市场扩张。入世以后，下游的纺织服装业对纺织纤维的总需求一直呈刚性、较快的增长，而上述的两方面因素正在促使新的市场结构形成。公司方面认为粘胶短纤至少未来一年内还不会出现市场过剩。

**表 1. 国内粘胶纤维主要品种的价格走势**

数据来源：CCFEI 网站，上海证券研发中心整理。

行业管理部门的预期是：我国纺织纤维的市场“十一五”可实现年递增 6%。我们预计与此对应的粘胶纤维（主要是短纤）的增长至少达 10%，而 2006 年的实际增速为 20.32%。按协会的调查，明年依次有二、三十万吨的新增产能释放，市场缺口尚不会填平。故对于上述公司方面的市场判断，我们基本予以认同。

**二、公司作为牵头人之一的价格联盟正持续产生积极影响**

目前国内粘胶纤维行业的市场集中度相对较高，前五位、前十位分别占 36.31% 和 56.06%，自 2005 年实施限产报价后。企业的定价能力迅速增强，在市场景气高企的背景下，由大企业组成的价格联盟更对价格持续走高起到积极的推动作用。据了解，由山东海龙牵头的行业峰会每季度至少调价一次，每次协商所作提价并非以尽可能的高价格为目标，而是着眼于行情的持续性，令各大企业的市场行为趋于理性。在笔者看来，业界的此一提价行为，其被动成分更大，完全不同于当下氨纶行业（那种激进和非理性），因此也少有需方的怨声载道。

在去年第四季度和今年第一季度，公司原材料的棉短绒、烧碱等成本项同比、环比均上升，尽管屡屡提价，但形成的毛利空间仍受到挤压，其一季度综合毛利率的上升则是由帘帆布、无纺布的旺销与提价所带动形成。不过近一个多月来，公司的粘胶用原材料成本水平趋稳，现阶段的提价已开始更充分地反映在毛利增长上，因此第二季度的业绩可更乐观。

### 三、高湿模量纤维、阻燃纤维等新品种正大显身手

山东海龙作为粘胶行业的龙头，在纤维差别化进程、研发高附加值产品上也同样居于领先地位。相对于其可喜的绩效而言，公司方面似多有谨慎与低调。据实地调研所知，该两大类产品的产销量最近已有实质性突破，即：(1)其作为替代进口的高湿模量纤维(纽代尔)的产业化速度在加快，1~3月已完成订单500吨，同比增长一倍多，对4月份的订单需求1000吨，也只能满足800吨，累计产量已超去年全年水平，参考现有的待签订单和意向，公司2007年产销量可达5000吨；(2)对更具有附加值的阻燃纤维，公司已握有本年度订单量2000吨。经过中试的阻燃产品，很可能在全军后勤部门率先打开市场，加之美国的“床垫阻燃性强制标准”7月将实施，床垫厂家对公司产品的巨大潜在需求可望转变成现实，故最终产销量还可高看一线。

上述两大新产品增长的意义在于：将大幅度地贡献新增经营毛利。高湿模量纤维目前售价2.1万元/吨，毛利较常规粘短高至少2500元/吨；阻燃纤维售价约2.5万元/吨，毛利较常规粘短约高出6000元/吨，于是仅此两项今年便可增加营业利润2500万元以上，明年在此基础上可至少再增3000万元。今年内，只要浆粕、长丝以及帘帆布等维持现有的毛利水平，则粘短系列的预期毛利率25%的创纪录水平，可令其综合毛利率上升到19%以上。

### 四、面对严重的供不应求，公司欲借新的定向增发计划加速规模扩张

据介绍，公司的粘胶短纤因突出的高质量而一直热销，甚至像业内排行第六的浙江富丽达都前来下单以替代自家产品。一个时期以来的供不应求状态，也令不少订单流失。为此早在去年9月，公司便已提出定向增发1亿股，募集资金3亿元以实施3万吨差别化纤维项目。而在此后的项目筹备过程中，竞争对手则扩张迅速，如：江苏澳洋旗下的产能规模已跃居首位达15.61万吨，较公司超出2.6万吨；唐山三友的产销规模也更逼近公司。与此同时，公司的股票价格也大幅走高，于是公司开始重新考虑(扩大)筹资规模，即：将欲实施项目的总规模调高到8万吨，并且还有在新疆设厂的设想，冀望通过此轮运作重新获得领先地位。

若按新的设想实施项目，公司面临的主要风险并非在工艺技术及管理上，而是一旦项目的竣工投产期拖后，将会错过粘胶纤维的市场景气阶段，进而令实际的回报低于预期。异地建厂尽管可以满足原料供应，但其他约束更多，恐项目进度的变数较大。按当前融资，以常规速度推进，最快可于明年中期投产，年底达产。对于新计划，宜谨慎乐观。

### 五、受市场景气与产品升级双推动，公司业绩料持续快增长

未来两三年，公司因受益于新产品的大力投放以及市场需求的持续旺盛，经营业绩将逐步跃上新台阶，综合毛利率将升至19.5%以上。除现有的纤维业务的贡献外，早前投资建设的海阳港也将进入回报期，据预测今年港口即可实现吞吐量200万吨，相当于营业利润1000万元，到2010年则可达500万吨吞吐量及2500万元的利润，至于将港区土地有偿出让的策略，恐不会成为公司近年优先的选择。

假定新项目于2008年下半年投产，2009年中期达产，则预计未来三年公司的营收增长率将依次达17.71%、24.89%和28.06%；净利润增长率依次达125.39%、64.64%和37.83%，增发全面摊薄后，每股收益依次为0.31元、0.51元和0.71元，呈现出较高的成长性。

## 六、维持“跑赢大市”评级，关注增发条款以研判机会

以当前价格 10.91 元决定的动态市盈率依次为 28 倍、17 倍和 12 倍，该股票中长线的估值优势仍显而易见。在维持原评级的同时，建议场内投资者继续持有，并关注日后可能披露的定向增发条款，以判断一级市场的机会。对于 10 元以上的发行价格须谨慎对待。

附表 1：公司 07~09 年盈利预测（单位：万元人民币）

项目	2006A	2007E	2008E	2009E
主营业务收入	247514	291345	363874	465986
减：主营业务成本	208061	239945	292919	377915
主营业务税金及附加	1303	1628	2978	5515
加：其他业务利润	1723	1500	1500	2000
减：营业费用	3834	6535	8937	10911
管理费用	13650	12525	14585	15522
财务费用	12849	11950	13782	14360
加：投资收益	58	755	1511	2335
<b>营业利润</b>	<b>9598</b>	<b>21017</b>	<b>33684</b>	<b>46098</b>
营业外收入	58	500	550	600
营业外支出	171	950	90	100
<b>利润总额</b>	<b>9532</b>	<b>20567</b>	<b>34144</b>	<b>46598</b>
减：所得税	2435	4313	7170	9197
少数股东权益	42	353	795	1318
<b>母公司净利润</b>	<b>7055</b>	<b>15901</b>	<b>26179</b>	<b>36083</b>
<b>06 年末总股本（万股）</b>	<b>41135</b>	<b>41135</b>	<b>41135</b>	<b>41135</b>
<b>未摊薄 EPS（元）</b>	<b>0.172</b>	<b>0.387</b>	<b>0.636</b>	<b>0.877</b>
<b>增发后的新股本（万股）</b>	<b>51135</b>	<b>51135</b>	<b>51135</b>	<b>51135</b>
<b>摊薄 EPS（元）</b>	<b>0.138</b>	<b>0.311</b>	<b>0.512</b>	<b>0.706</b>

数据来源：公司各期报告，上海证券研发中心整理。

附表 2：2006 年全国粘胶纤维行业产量排行榜（单位：吨）

位次	公司名称	2006. 12	同比%	2006. 1-12	同比%
	全国合计	106700	-26.26	1434600	20.32
1	山东海龙	10757	2.07	129258	7.93
2	唐山三友	10083	18.23	114417	21.97
3	新乡白鹭	9337	44.05	101517	21.93
4	江苏澳洋实业	10685	33.9	91369	17.49
5	吉林化纤	7357	11.81	84344	8.7
6	浙江富丽达	6272	8.62	74443	50.25
7	玛纳斯澳洋	6932	154.85	64766	108.01
8	江西赛得利	4365	-5.23	55253	9.66
9	宜宾丝丽雅	5506	77.61	46623	4.39
10	江苏三房巷	4094	63.76	42187	60
11	成都华明	3195	-6.85	41730	8.92
12	南京化纤	3136	8.7	36777	2.09
	小计	81719	25.48	882684	21.14
	占全国（%）	76.59		61.53	

数据来源：CCFEI 网站，上海证券研发中心整理。

## 上海证券投资评级体系与评级定义

类别	分级	定义
股票投资评级	超强大市 <b>Superperform</b>	分析师预计，未来 6 个月内，股价表现将强于沪深 300 指数 20%以上
	跑赢大市 <b>Outperform</b>	分析师预计，未来 6 个月内，股价表现将强于沪深 300 指数 10%以上
	大市同步 <b>In-Line</b>	分析师预计，未来 6 个月内，股价表现将介于沪深 300 指数 $\pm 10\%$ 之间
	落后大市 <b>Underperform</b>	分析师预计，未来 6 个月内，股价表现将弱于沪深 300 指数 10%以上
行业投资评级	有吸引力 <b>Attractive</b>	分析师预计，未来 12 个月内，行业指数表现将强于沪深 300 指数 5%以上
	中性 <b>Neutral</b>	分析师预计，未来 12 个月内，行业指数表现将介于沪深 300 指数 $\pm 5\%$ 之间
	谨慎 <b>Cautious</b>	分析师预计，未来 12 个月内，行业指数表现将弱于沪深 300 指数 5%以上

**重要声明：**本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如遵循原文本意地引用、刊发，需注明出处为“上海证券研发中心”。