

## 山东海龙 (000677.SZ/000677 CH)

业绩大幅下滑，但依然领先于行业

Rmb3.52

持有  
从增持

评级调降  
财测下修

王志霖

886.2.2181.8730

stephen.wang@kgi.com.tw

张琼钢 (Coordinator)

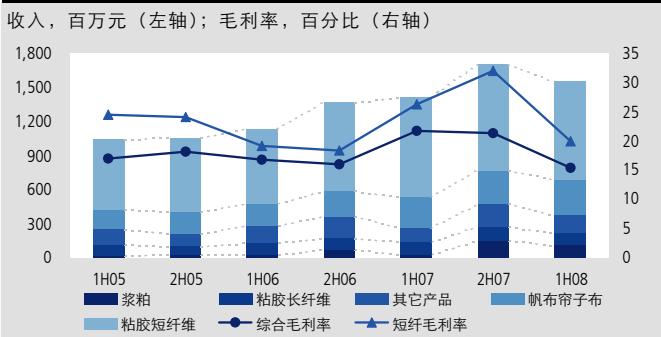
86.21.6125.8680

- 由于粘胶价格大幅回落，公司业绩大幅下降
- 完整产业链和差别化短纤将保证公司的业绩领先于同行
- 12个月目标价下调至4.5元，给予「持有」评级

### 受粘胶价格下跌影响，业绩大幅下降

2008年上半年，山东海龙实现营业收入15.55亿元，同比增长10.30%，实现净利润6,073万元，同比减少35.57%，每股收益0.07元，远低于市场预期，其原因是，主要产品粘胶的价格大幅下滑，利润也大幅下降。

图一：业绩大幅下滑



资料来源：公司公告；该机证券集团

图二：粘胶短纤价格有所回升，但利润持续下降



资料来源：[www.ccfei.com](http://www.ccfei.com)

### 短纤行业不景气的市场状况短期无法改观

由于下游纺织行业景气度下降，人棉纱市场需求持续疲

软，导致对粘胶的需求大幅下降，国家统计局数据显示，自今年一月开始，粘胶的产量持续同比负增长，受全球经济景气度下滑以及人民币升值的影响，粘胶的需求将持续疲软。在产能方面，在去年粘胶利润大幅上升刺激下，大量产能陆续开工建设，2007-2008年将新增产能近30万吨，较06年增加26%，竞争比可避免的加剧，根据以往行业发展周期情况推测，此轮行业景气度下滑还将持续2-2.5年。

### 完整产业链和差别化短纤是公司领先于同行的保证

08年1-6月，整个粘胶行业的毛利率仅为11.27%。另一粘胶行业的上市公司澳洋科技（002172.SZ, Rmb5.25, 未评级）的毛利率也仅为9.28%，而山东海龙粘胶短纤的毛利率依然维持在19.9%以上，综合毛利率达到15.38%，主要受益于完整的产业链和高档差别化短纤的生产。较长的产业链，利润更高、抗风险能力更强；高档差别化短纤的价格较为坚挺，目前阻燃短纤、扭代尔、高强保健短线的价格一直分别维持在5、2.6、8.5万元/吨。棉浆粕方面，山东海龙可以100%满足自己需求；在差别化短纤方面，目前拥有年产能2万吨，今年8月份还将有3万吨/年新产能建成投产，全年高性能差别化短纤的生产比例有望达到四分之一，未来还将通过技术改造，不断扩大差别化短纤的生产比重。

### 公司评价与投资建议

由于行业景气度急剧下降，我们下调08-10年每股盈利预测0.26元、0.40元、0.54元至0.14元、0.30元、0.39元。给予公司09年15倍PE，目标价由10元下调至4.5元，下调评级至「持有」。

至12月31日	主营收入 (百万元)	主营利润 (百万元)	营业利润 (百万元)	EBITDA (百万元)	净利润 (百万元)	每股盈利 (元)
2007A	3,120	651	475	605	282	0.34
2008F	3,175	475	306	448	122	0.14
2009F	4,501	756	527	720	257	0.30
2010F	5,465	911	644	898	338	0.39
至12月31日	EV/Sales (X)	EV/EBIT (X)	EV/EBITDA (X)	市盈率 (X)	EV/Inv. C (X)	净资产回报率 (%)
2007A	2.0	13.2	10.3	17.3	1.8	24.7
2008F	1.5	15.4	5.8	25.0	1.1	7.1
2009F	0.9	8.0	10.6	11.8	0.9	12.2
20101F	0.7	6.1	5.8	9.0	0.8	14.0
产业	化学	52周股价(低/高):				3.5 - 13.1
12个月目标价(人民币元)	4.5	市值(十亿元/美金百万):				3/422
上涨/下跌空间(%)	27.8	流通在外股数(百万股):				864
上涨空间排名(percentile, %)	31	不受大股东掌控股数(百万股):				497
股利收益率-12/08估(%)	N.A.	外资持有股数(百万股):				N.A.
每股净值-12/08估(人民币元)	2.3	3个月平均日成交量(百万股):				11.4
价格每股净值比-12/08估(x)	1.5	股价绝对表现% (3, 6, 12个月):	-46.8; -71.2; -45.1			
净负债比率-12/08估(%)	84.9	股价相对表现% (3, 6, 12个月):	-14.1; -36; 29.2			



## 资产负债表

至12月31日(百万元)	2006A	2007A	2008F	2009F	2010F
<b>资产总额</b>	<b>3,645</b>	<b>4,152</b>	<b>5,487</b>	<b>5,805</b>	<b>6,315</b>
<b>流动资产</b>	1,229	1,386	2,177	2,779	3,433
现金及短期投资	345	433	722	1,076	1,404
存货	436	446	771	832	1,012
应收帐款及票据	231	189	261	308	374
其它流动资产	216	317	423	563	643
<b>非流动资产</b>	<b>2,417</b>	<b>2,767</b>	<b>3,310</b>	<b>3,026</b>	<b>2,882</b>
长期投资	18	60	51	51	51
固定资产	2,207	2,474	2,989	2,695	2,541
什项资产	192	233	270	280	290
<b>负债总额</b>	<b>2,788</b>	<b>2,720</b>	<b>3,501</b>	<b>3,562</b>	<b>3,734</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,395</b>	<b>2,109</b>	<b>2,497</b>	<b>2,615</b>	<b>2,771</b>
应付帐款及票据	876	447	740	923	1,060
短期借款	1,270	1,343	1,492	1,391	1,407
什项负债	250	319	265	300	304
<b>长期负债</b>	<b>393</b>	<b>611</b>	<b>1,005</b>	<b>948</b>	<b>963</b>
长期借款	367	532	915	853	863
其它负债及准备	27	80	90	95	100
<b>股东权益总额</b>	<b>857</b>	<b>1,432</b>	<b>1,986</b>	<b>2,243</b>	<b>2,581</b>
普通股本	411	432	864	864	864
资本公积	90	379	379	379	379
保留盈余	355	621	743	1,000	1,338

资料来源：公司资料及凯基证券集团预估

## 主要财务报表分析

至12月31日(百万元)	2006A	2007A	2008F	2009F	2010F
<b>年成长率(%)</b>					
营业收入	17.3	26.0	1.8	41.8	21.4
营业利益	1.7	129.8	(35.5)	71.8	22.2
EBITDA	3.4	21.3	(25.9)	60.8	24.6
税后纯益	(16.7)	327.1	(56.9)	111.4	31.4
每股盈余	(16.7)	325.7	(58.8)	111.4	31.4
<b>获利能力分析(%)</b>					
营业毛利率	15.4	20.9	15.0	16.8	16.7
营业利益率	8.3	15.2	9.7	11.7	11.8
EBITDA 利益率	20.2	19.4	14.1	16.0	16.4
税后纯益率	2.7	9.1	4.0	6.5	7.3
平均资产报酬率	1.9	7.2	2.6	5.2	6.6
平均净值报酬率	8.1	24.7	7.1	12.2	14.0
<b>稳定性与偿债能力分析</b>					
毛负债比率(%)	190.9	130.9	121.2	100.0	87.9
净负债比率(%)	150.7	100.6	84.9	52.1	33.5
利息保障倍数(X)	1.6	3.3	1.9	2.9	3.8
利息及短期债保障倍数(X)	0.2	0.4	0.2	0.4	0.5
Cash Flow Int. Coverage (X)	0.6	(0.2)	(0.0)	2.2	2.3
Cash Flow/Int. & ST Debt (X)	0.1	(0.0)	(0.0)	0.3	0.3
流动比率(X)	0.5	0.7	0.9	1.1	1.2
速动比率(X)	0.3	0.4	0.6	0.7	0.9
净负债(Rmb百万)	1,098.5	1,366.0	1,563.2	1,426.7	1,016.8
<b>每股资料分析(人民币元)</b>					
每股盈余	0.1	0.3	0.1	0.3	0.4
每股现金盈余	0.4	0.5	0.3	0.5	0.7
每股净值	1.0	1.7	2.3	2.6	3.0
每股营收	3.0	3.6	3.7	5.2	6.3
EBITDA/shr	0.3	0.6	0.4	0.6	0.7
每股股利	N.D.	0.0	N.D.	N.D.	N.D.
<b>资产运用状况</b>					
资产周转率(X)	0.7	0.8	0.7	0.8	0.9
应收帐款周转天数	34.1	22.1	30.0	25.0	25.0
存货周转天数	64.3	52.2	88.7	67.5	67.6
应付帐款周转天数	129.2	52.3	85.0	74.9	70.8
现金转换循环天数	(30.8)	22.0	33.6	17.6	21.8

资料来源：公司资料及凯基证券集团预估

## 损益表

至12月31日(百万元)	2006A	2007A	2008F	2009F	2010F
<b>营业收入</b>	<b>2,475</b>	<b>3,120</b>	<b>3,175</b>	<b>4,501</b>	<b>5,465</b>
营业成本	2,094	2,469	2,700	3,745	4,553
<b>营业毛利</b>	<b>382</b>	<b>651</b>	<b>475</b>	<b>756</b>	<b>911</b>
营业费用	175	176	168	230	268
<b>营业利益</b>	<b>207</b>	<b>475</b>	<b>306</b>	<b>527</b>	<b>644</b>
利息收入净额	(133)	(150)	(165)	(171)	(155)
利息收入	11	11	17	27	37
利息支出	144	162	182	198	192
投资收益净额	1	10	2	12	24
其它营业外收入净额	17	32	22	15	15
税前纯益	91	367	166	383	528
所得税费用	24	84	40	92	127
非常项目税后利润	66	283	126	291	401
非常项目(包括少数股东权益)	(0)	(0)	(4)	(34)	(63)
<b>税后纯益</b>	<b>66</b>	<b>282</b>	<b>122</b>	<b>257</b>	<b>338</b>
EBITDA	499	605	448	720	898
<b>每股盈余(人民币元)</b>	<b>0.08</b>	<b>0.34</b>	<b>0.14</b>	<b>0.30</b>	<b>0.39</b>

资料来源：公司资料及凯基证券集团预估

## 现金流量表

至12月31日(百万元)	2006A	2007A	2008F	2009F	2010F
<b>营运活动之现金流量</b>	<b>81</b>	<b>(25)</b>	<b>(0)</b>	<b>444</b>	<b>446</b>
本期纯益	66	283	126	291	401
折旧及摊提	292	130	141	194	254
本期运用资金变动	(277)	(428)	(265)	(28)	(185)
其它营业资产及负债变动	(1)	(10)	(2)	(12)	(24)
<b>投资活动之现金流量</b>	<b>(476)</b>	<b>(470)</b>	<b>(683)</b>	<b>102</b>	<b>(86)</b>
资本支出净额	(403)	(392)	(657)	100	(100)
本期长期投资变动	12	(32)	11	12	24
其它资产变动	(85)	(46)	(37)	(10)	(10)
<b>Free Cash Flow</b>	<b>(395)</b>	<b>(495)</b>	<b>(683)</b>	<b>546</b>	<b>360</b>
<b>融资活动之现金流量</b>	<b>203</b>	<b>584</b>	<b>975</b>	<b>(158)</b>	<b>31</b>
现金增资	8	293	432	(0)	(0)
本期负债变动	193	238	533	(163)	26
其它长期负债变动	1	53	10	5	5
<b>本期产生现金流量</b>	<b>(192)</b>	<b>89</b>	<b>292</b>	<b>388</b>	<b>391</b>

资料来源：公司资料及凯基证券集团预估

## ROIC 报酬率 (Return on Invested Capital)

至12月31日	$1 - \frac{\text{营业成本}}{\text{营业收入}} + \frac{\text{折旧及摊提}}{\text{营业收入}} + \frac{\text{销管费用}}{\text{营业收入}} = \text{营业利润率}$
2006A	72.8%
2007A	75.0%
2008F	80.6%
2009F	78.9%
2010F	78.7%
至12月31日	$1 / \frac{\text{营业运用资金}}{\text{营业收入}} + \frac{\text{净固定资产}}{\text{营业收入}} + \frac{\text{什项资产}}{\text{营业收入}} = \text{资本周转率}$
2006A	(0.0)
2007A	0.1
2008F	0.2
2009F	0.2
2010F	0.2
至12月31日	$\text{营业利润率} \times \text{资本周转率} \times 1 - \text{有效现金税率} = \text{税后 ROIC}$
2006A	8.3% $\times$ 1.1 = 73.2% $\times$ 6.6%
2007A	15.2% $\times$ 1.0 = 77.1% $\times$ 12.0%
2008F	9.7% $\times$ 0.8 = 76.0% $\times$ 6.0%
2009F	11.7% $\times$ 1.2 = 76.0% $\times$ 10.9%
2010F	11.8% $\times$ 1.4 = 76.0% $\times$ 13.0%

资料来源：公司资料及凯基证券集团预估