

长海股份 (300196)

证券研究报告

2023年04月12日

产能扩张提供增长动能，盈利能力仍维持高位

公司 22 年扣非归母净利润 6.07 亿元，同比增长 24%

公司发布 22 年年报，22 年实现收入/归母净利润 30.17/8.17 亿元，同比增长 20.37%/42.78%，实现扣非归母净利润 6.07 亿元，同比增长 24.12%，非经常性损益主要系资产处置收益 1.01 亿元，其中 Q4 单季度实现收入/归母净利润 7.21/2.15 亿元，同比+7.06%/+41.80%，扣非归母净利润 0.83 亿元，同比下滑 34.03%。

玻纤销量增长推动收入增长，23 年行业基本面有望迎来向上拐点

公司 22 年玻纤及制品收入 22.65 亿元，同比增长 31.4%，全年销售玻纤及制品 27.7 万吨，同比增长 35.8%，我们测算吨均价 8169 元，同比下滑 3.3%；吨成本 4964 元，同比基本持平。22 年玻纤及制品毛利率 39.23%，同比下降 1.63pct。22 年下半年受国内市场影响，玻纤价格环比有所回落，但 23 年年初以来价格已基本企稳，3 月份整体产销或有所修复，我们预计 4 月市场或存小涨预期。全年来看，我们预计国内需求有望恢复，海外韧性仍存，叠加供给端今年新增产能冲击或明显减少，行业基本面有望迎来向上拐点。公司 22 年 10 万吨产能扩张带来明显利润增量，后续将继续推进 60 万吨项目建设，主业增长空间仍较大。

化工业务收入同比基本持平，毛利率小幅下滑

公司 22 年化工业务收入 6.8 亿元，同比基本持平，全年销量 7.6 万吨，同比下滑 4.98%，单吨售价 8931 元，同比增长 5%，在化工原材料价格上涨背景下，公司对产品价格进行同步调整，整体毛利率小幅下滑 1.9pct，达 15.24%。随着玻纤产能的扩张，公司有望进一步发挥产业链一体化优势，化工板块利润贡献有望逐步提升。

费用率下降，盈利能力整体仍维持高位

公司 22 年整体毛利率达 33.4%，同比基本稳定，其中 Q4 单季度毛利率 27.1%，环比 Q3 下降 3.4pct，我们预计主要受玻纤价格下降影响。22 年期间费用率 9.6%，同比下降 1.0pct，其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别-0.3/-0.1/+0.2/-0.8pct，财务费用率下降系汇兑损失减少，但 Q4 单季度财务费用增加 2289 万，拖累净利润。全年扣非销售净利率 20.1%，同比提升 0.6pct，盈利能力仍维持高位。

继续看好公司内生增长，维持“买入”评级

我们继续看好公司中长期产能扩张所带来的内生增长，考虑到玻纤价格较低，小幅下调 23-24 年归母净利润预测至 6.9/8.1 亿元(前值 8.4/9.8 亿元)，新增 25 年归母净利润预测 9.5 亿元，参考可比公司估值，我们给予公司 23 年 12x 目标 PE，下调目标价至 20.40 元，维持“买入”评级。

风险提示：公司产能投放进度不及预期、玻纤需求下滑、行业产能大幅扩张。

投资评级

行业	建筑材料/玻璃玻纤
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	15.82 元
目标价格	20.40 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	408.72
流通 A 股股本(百万股)	246.36
A 股总市值(百万元)	6,465.89
流通 A 股市值(百万元)	3,897.44
每股净资产(元)	10.16
资产负债率(%)	23.77
一年内最高/最低(元)	20.00/12.82

作者

鲍荣富 分析师
SAC 执业证书编号: S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

王涛 分析师
SAC 执业证书编号: S1110521010001
wangtaoa@tfzq.com

武慧东 分析师
SAC 执业证书编号: S1110521050002
wuhuidong@tfzq.com

唐婕 分析师
SAC 执业证书编号: S1110519070001
tjie@tfzq.com

林晓龙 联系人
linxiaolong@tfzq.com

股价走势



资料来源: 聚源数据

相关报告

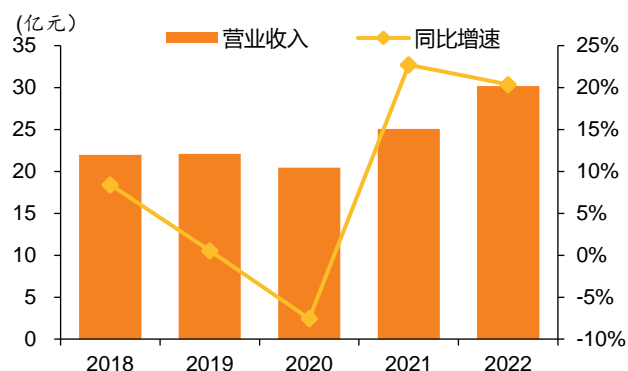
- 《长海股份-季报点评:Q3 收入/净利润逆势增长，中长期成长性仍可期》2022-10-25
- 《长海股份-半年报点评:业绩维持高增，继续看好成长弹性》2022-08-18
- 《长海股份-季报点评:Q1 业绩超预期，单季度净利率再创新高》2022-04-27

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,506.40	3,017.03	3,296.36	3,850.12	4,386.32
增长率(%)	22.71	20.37	9.26	16.80	13.93
EBITDA(百万元)	849.17	1,033.17	859.09	1,006.60	1,162.62
归属母公司净利润(百万元)	572.41	817.30	694.33	809.67	945.81
增长率(%)	111.46	42.78	(15.05)	16.61	16.81
EPS(元/股)	1.40	2.00	1.70	1.98	2.31
市盈率(P/E)	11.30	7.91	9.31	7.99	6.84
市净率(P/B)	1.85	1.52	1.32	1.15	0.99
市销率(P/S)	2.58	2.14	1.96	1.68	1.47
EV/EBITDA	7.64	4.90	5.62	4.13	2.68

资料来源: wind, 天风证券研究所

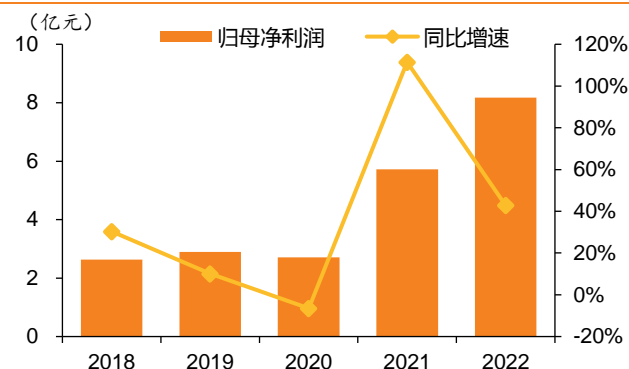
公司历年经营情况及可比公司估值

图 1：公司 2018-2022 营收及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：公司 2018-2022 归母净利润及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

表 1：可比公司估值表

证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	当前价格 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2020	2021	2022A/ E	2023E	2020	2021	2022A/ E	2023E
600176.SH	中国巨石	608.9	15.21	0.69	1.51	1.65	1.48	22.05	10.10	9.22	10.29
002080.SZ	中材科技	397.7	23.70	1.22	2.01	2.09	2.12	19.38	11.79	11.34	11.17
605006.SH	山东玻纤	52.3	8.72	0.40	1.09	0.85	0.94	21.80	8.00	10.24	9.25
603601.SH	再升科技	54.1	5.30	0.50	0.35	0.20	0.28	10.52	15.31	25.90	18.92
平均值								18.44	11.30	14.18	12.41
300196.SZ	长海股份	64.7	15.82	0.66	1.40	2.00	1.70	23.89	11.30	7.91	9.31

注：数据截至 20230412 收盘，除长海股份为天风预测外，其余公司 EPS 为 Wind 一致预测，山东玻纤、再升科技 22 年为预测值，其他公司为实际值。

资料来源：Wind、天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	750.80	1,052.00	1,948.80	2,556.18	3,609.98	营业收入	2,506.40	3,017.03	3,296.36	3,850.12	4,386.32
应收票据及应收账款	422.49	451.81	555.41	556.85	661.58	营业成本	1,661.13	2,009.99	2,317.59	2,679.05	3,006.74
预付账款	16.53	18.04	21.72	23.87	27.62	营业税金及附加	15.64	20.52	22.42	26.19	29.84
存货	220.11	246.64	297.75	327.03	378.22	销售费用	59.08	64.79	70.87	82.01	92.55
其他	614.54	747.17	548.10	603.55	630.34	管理费用	89.78	105.92	117.02	136.68	155.71
流动资产合计	2,024.47	2,515.67	3,371.78	4,067.48	5,307.73	研发费用	103.30	130.12	142.16	165.66	188.29
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	11.38	(8.69)	0.96	1.39	(6.26)
固定资产	2,307.88	2,548.22	2,544.29	2,530.35	2,411.41	资产/信用减值损失	(6.49)	(6.64)	(6.56)	(6.60)	(6.58)
在建工程	68.44	36.78	36.78	36.78	36.78	公允价值变动收益	0.05	(0.75)	0.00	0.00	(0.00)
无形资产	154.94	308.78	300.50	292.22	283.93	投资净收益	11.13	25.47	18.30	21.89	20.09
其他	141.20	159.62	110.75	125.23	112.82	其他	(98.95)	(155.87)	(70.00)	(50.00)	(30.00)
非流动资产合计	2,672.46	3,053.40	2,992.32	2,984.57	2,844.94	营业利润	660.34	832.15	707.06	824.43	962.96
资产总计	4,696.93	5,569.07	6,364.10	7,052.05	8,152.67	营业外收入	0.02	0.15	0.15	0.11	0.14
短期借款	0.10	0.10	0.00	0.00	0.00	营业外支出	0.51	0.56	0.62	0.56	0.58
应付票据及应付账款	561.41	470.57	684.50	670.85	838.99	利润总额	659.85	831.74	706.60	823.98	962.52
其他	122.12	120.49	188.13	173.80	201.74	所得税	88.29	15.31	13.01	15.17	17.72
流动负债合计	683.62	591.17	872.63	844.65	1,040.73	净利润	571.56	816.43	693.59	808.81	944.80
长期借款	0.00	160.11	100.00	50.00	50.00	少数股东损益	(0.85)	(0.87)	(0.74)	(0.87)	(1.01)
应付债券	464.01	483.62	463.81	470.48	472.64	归属于母公司净利润	572.41	817.30	694.33	809.67	945.81
其他	35.91	68.11	48.17	50.73	55.67	每股收益(元)	1.40	2.00	1.70	1.98	2.31
非流动负债合计	499.92	711.84	611.99	571.21	578.31						
负债合计	1,206.47	1,323.58	1,484.62	1,415.86	1,619.04	主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	(3.83)	(4.70)	(5.38)	(6.19)	(7.15)	成长能力					
股本	408.71	408.72	408.72	408.72	408.72	营业收入	22.71%	20.37%	9.26%	16.80%	13.93%
资本公积	805.85	805.87	805.88	805.88	805.88	营业利润	113.16%	26.02%	-15.03%	16.60%	16.80%
留存收益	2,180.21	2,936.20	3,570.80	4,328.35	5,226.74	归属于母公司净利润	111.46%	42.78%	-15.05%	16.61%	16.81%
其他	99.52	99.40	99.46	99.43	99.44	获利能力					
股东权益合计	3,490.46	4,245.49	4,879.48	5,636.19	6,533.63	毛利率	33.72%	33.38%	29.69%	30.42%	31.45%
负债和股东权益总计	4,696.93	5,569.07	6,364.10	7,052.05	8,152.67	净利率	22.84%	27.09%	21.06%	21.03%	21.56%
						ROE	16.38%	19.23%	14.21%	14.35%	14.46%
						ROIC	28.50%	28.71%	19.63%	24.97%	28.14%
						偿债能力					
						资产负债率	25.69%	23.77%	23.33%	20.08%	19.86%
						净负债率	-8.21%	-9.58%	-28.38%	-36.11%	-47.24%
						流动比率	2.87	4.11	3.86	4.82	5.10
						速动比率	2.55	3.71	3.52	4.43	4.74
						营运能力					
						应收账款周转率	6.49	6.90	6.55	6.92	7.20
						存货周转率	12.98	12.93	12.11	12.32	12.44
						总资产周转率	0.58	0.59	0.55	0.57	0.58
						每股指标(元)					
						每股收益	1.40	2.00	1.70	1.98	2.31
						每股经营现金流	1.46	1.37	2.98	2.16	2.87
						每股净资产	8.55	10.40	11.95	13.81	16.00
						估值比率					
						市盈率	11.30	7.91	9.31	7.99	6.84
						市净率	1.85	1.52	1.32	1.15	0.99
						EV/EBITDA	7.64	4.90	5.62	4.13	2.68
						EV/EBIT	9.33	6.02	7.46	5.31	3.34

现金流量表(百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	571.56	816.43	694.33	809.67	945.81
折旧摊销	160.94	198.60	212.22	222.22	227.22
财务费用	14.79	(25.84)	0.96	1.39	(6.26)
投资损失	(11.13)	(25.47)	(18.30)	(21.89)	(20.09)
营运资金变动	(267.47)	(562.97)	331.44	(128.36)	26.80
其它	129.31	160.85	(0.74)	(0.87)	(1.01)
经营活动现金流	598.00	561.60	1,219.91	882.17	1,172.45
资本支出	982.00	521.34	219.94	197.44	95.06
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(2,022.30)	(996.26)	(401.64)	(375.55)	(174.96)
投资活动现金流	(1,040.30)	(474.92)	(181.70)	(178.11)	(79.91)
债权融资	(17.62)	189.67	(81.81)	(44.58)	8.61
股权融资	(61.54)	(0.09)	(59.60)	(52.10)	(47.35)
其他	6.72	(95.84)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(72.44)	93.74	(141.41)	(96.68)	(38.74)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(514.74)	180.41	896.80	607.37	1,053.80

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com