

➤ **公司披露 2022 年报:** 全年实现营收 30.17 亿元, 同比+20.37%, 归母净利 8.17 亿元, 同比+42.78%, 扣非净利 6.07 亿元, 同比+24.12%。其中, 22Q4 实现营收 7.21 亿元, 同比+7.06%, 归母净利 2.15 亿元, 同比+41.8%, 扣非净利 0.83 亿元, 同比-34.03%。全年毛利率 33.38%, 同比-0.35pct, 净利率 27.06%, 同比+4.26pct, 其中, 22Q4 毛利率 27.12%, 同比-7.03pct、环比-3.36pct。**收入结构上**, 玻纤及制品占比 75.1% (同比+6.3pct), 化工制品占比 22.5% (同比-4.7pct)。国外收入 7.18 亿, 同比+27.5%, 营收占比 23.8% (同比+1.3pct)。

➤ **玻纤: 单位盈利保持韧性, 10 万吨产能发挥规模效应**

量方面: 2022 年公司玻纤及制品销售 27.72 万吨, 同比+7.31 万吨 (对应比例+35.8%), 实现营收 22.65 亿元。同比增量来自可转债募投项目 10 万吨。

价方面: 玻纤及制品吨价格 8173 元, 同比-273 元。下降主因玻纤行业起伏较大, 22H2 受行业新增产能释放+需求下滑因素影响, 玻纤价格加快下滑。

成本方面: 玻纤及制品吨成本 4967 元, 同比-28 元, 其中吨材料成本 2246 元, 同比-67 元, 吨人工工资 632 元, 同比-36 元, 吨动力能源 1244 元, 同比+55 元 (天然气涨价)。

盈利能力: 我们测算全年吨毛利 3206 元, 同比-244 元。**玻纤大幅降价背景下, 公司单吨利润仍保持较强韧性**, 我们预计和产业链一体化布局有关, 平滑玻纤价格波动周期。同时可转债项目 10 万吨投产后, 单线窑炉规模扩大、智能化程度提高、产品结构升级, 预计新线单位盈利能力有所提升。

➤ **树脂: 涨价传导原材料上涨压力**

报告期内, 公司化工制品销售 7.61 万吨, 同比-0.4 万吨, 实现营收 6.8 亿元, 推算吨价格 8931 元, 同比+413 元, 吨成本 7570 元, 同比+510 元, 其中吨材料成本 6924 元, 同比+496 元。吨毛利 1361 元, 同比-97 元。

➤ **2023 年粗纱需求端复苏趋势确定、供给端存预期差, 公司粗纱潜在产能弹性大**

展望 2023 年, 粗纱顺周期共振向上。①**需求端:** 23 年风电纱需求增长预期较强, 除风电外, 其他应用领域与宏观经济均有较强关联性, 粗纱需求跟随经济复苏趋势确定性强。节奏方面, 23H1 或以内需回暖对冲外需为主, 23H2 重点关注风电+国内宏观经济复苏。②**供给端:** 粗纱供给存在较大预期差, 头部 3 家企业提前关停产能、推迟新建产能投放进度, 调节供需关系, 我们判断最近 3 年中 (22-24 年), 23 年供给释放最少, 且 23H2 供给压力小于 23H1。**综合供需格局判断, 23 年粗纱基本面逐季好转**, 23Q4 受风电需求拉动有望出现供不应求情况, 23Q1 玻纤公司业绩因高基数普遍有同比压力。

公司全资子公司天马集团拟将原有 3 万吨玻纤产线技改为年产 8 万吨高强高模量纱及深加工制品产线, **专用于风电及新能源汽车等高端领域**, 将根据市场需求情况启动技改; 60 万吨高性能玻纤智能制造基地于 2022 年 4 月和 11 月竞得 520 亩土地使用权, 目前项目一期正在建设中。

➤ **投资建议:** 继续关注①粗纱需求端顺周期共振向上, 供给端存预期差, 关注行业库存拐点, ②公司玻纤全产业链布局, 产能投放后进一步提升竞争力、降低成本, ③优化产品结构, 风电纱产品持续推进, ④60 万吨项目一期产能投放节奏。我们预计 2023-2025 年公司归母净利为 7.25、9.6、12.28 亿, 现价对应动态 PE 分别为 9X、7X、5X, 维持“推荐”评级。

➤ **风险提示:** 宏观经济下行; 行业产能投放节奏不及预期; 燃料价格大幅波动。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	3017	3241	4229	5408
增长率 (%)	20.4	7.4	30.5	27.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	817	725	960	1228
增长率 (%)	42.8	-11.3	32.4	27.9
每股收益 (元)	2.00	1.77	2.35	3.00
PE	8	9	7	5
PB	1.5	1.3	1.1	0.9

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2023 年 4 月 10 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格:

15.95 元



分析师 李阳

执业证书: S0100521110008

邮箱: liyang_yj@mszq.com

研究助理 赵铭

执业证书: S0100122070043

邮箱: zhaoming_yj@mszq.com

相关研究

- 1.长海股份 (300196.SZ) 2022 年三季报点评: Q3 业绩逆势增长, 一体化优势平滑周期波动-2022/10/26
- 2.长海股份 (300196.SZ) 2022 年半年报点评: 业绩高增, 新产能继续发力-2022/08/18
- 3.长海股份 (300196.SH) 深度报告: 加速, “小而美” -2022/05/27
- 4.长海股份 (300196.SZ) 2022 年一季报点评: 同比量价齐升, 新产能贡献发力-2022/04/27
- 5.长海股份 (300196.SZ) 2021 年年报点评: 玻纤及制品量价齐升, “小而美” 持续扩张-2022/04/24

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3017	3241	4229	5408
营业成本	2010	2286	2946	3752
营业税金及附加	21	21	27	35
销售费用	65	68	89	114
管理费用	106	117	152	195
研发费用	130	139	182	233
EBIT	697	624	853	1108
财务费用	-9	3	-2	-13
资产减值损失	-2	-2	-2	-2
投资收益	25	19	25	32
营业利润	832	739	978	1251
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	832	739	978	1251
所得税	15	15	20	25
净利润	816	724	959	1226
归属于母公司净利润	817	725	960	1228
EBITDA	897	832	1083	1361

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1052	1784	2530	3385
应收账款及票据	452	524	674	848
预付款项	18	20	27	34
存货	247	279	369	463
其他流动资产	747	702	867	1065
流动资产合计	2516	3309	4468	5794
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	2548	2553	2545	2536
无形资产	309	309	308	308
非流动资产合计	3053	3045	3023	3000
资产合计	5569	6354	7490	8794
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	471	562	803	941
其他流动负债	141	184	216	277
流动负债合计	612	745	1019	1218
长期借款	160	160	160	160
其他长期负债	552	552	552	553
非流动负债合计	712	712	712	713
负债合计	1324	1457	1731	1931
股本	409	409	409	409
少数股东权益	-5	-5	-6	-8
股东权益合计	4245	4897	5760	6863
负债和股东权益合计	5569	6354	7490	8794

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	20.37	7.42	30.48	27.88
EBIT 增长率	19.06	-10.46	36.62	29.88
净利润增长率	42.78	-11.34	32.42	27.92
盈利能力 (%)				
毛利率	33.38	29.47	30.34	30.63
净利润率	27.09	22.36	22.69	22.70
总资产收益率 ROA	14.68	11.40	12.81	13.96
净资产收益率 ROE	19.23	14.78	16.64	17.87
偿债能力				
流动比率	4.11	4.44	4.38	4.76
速动比率	3.51	3.89	3.89	4.26
现金比率	1.72	2.39	2.48	2.78
资产负债率 (%)	23.77	22.93	23.11	21.96
经营效率				
应收账款周转天数	52.96	58.59	57.43	56.33
存货周转天数	44.79	44.87	46.01	45.22
总资产周转率	0.59	0.54	0.61	0.66
每股指标 (元)				
每股收益	2.00	1.77	2.35	3.00
每股净资产	10.40	11.99	14.11	16.81
每股经营现金流	1.37	2.22	2.33	2.69
每股股利	0.20	0.23	0.30	0.30
估值分析				
PE	8	9	7	5
PB	1.5	1.3	1.1	0.9
EV/EBITDA	6.81	6.47	4.28	2.78
股息收益率 (%)	1.25	1.47	1.88	1.88

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	816	724	959	1226
折旧和摊销	200	208	230	253
营运资金变动	-324	66	-145	-280
经营活动现金流	562	909	950	1099
资本开支	-609	-98	-106	-129
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-475	-79	-81	-96
股权募资	0	0	0	0
债务募资	160	0	-1	0
筹资活动现金流	94	-98	-123	-148
现金净流量	207	732	746	855

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026