

长海股份 (300196.SZ)

价格波动影响业绩，行业供需格局有望好转

| 财务指标 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 2,506 | 3,017 | 3,273 | 4,092 | 4,902 |
| 增长率 yoy (%) | 22.7 | 20.4 | 8.5 | 25.0 | 19.8 |
| 归母净利润(百万元) | 572 | 817 | 688 | 877 | 1,056 |
| 增长率 yoy (%) | 111.5 | 42.8 | -15.9 | 27.6 | 20.3 |
| ROE (%) | 16.4 | 19.2 | 13.9 | 15.2 | 15.5 |
| EPS最新摊薄(元) | 1.40 | 2.00 | 1.68 | 2.15 | 2.58 |
| P/E(倍) | 11.5 | 8.1 | 9.6 | 7.5 | 6.2 |
| P/B(倍) | 1.9 | 1.6 | 1.4 | 1.2 | 1.0 |

资料来源：长城证券产业金融研究院 注：股价为2023年4月28日收盘价

事件：公司披露2023年一季报，实现营业收入6.03亿元，同比下降20.01%；归母净利润8135.09万元，同比下降64.32%；扣非净利润7280.46万元，同比下降60.04%。对此点评如下：

受产品价格下降影响，Q1业绩承压。Q1公司营业收入/归母净利润同比分别下降20.01%/64.32%至6.03/0.81亿元。**1) 毛利率同比下降，环比小幅改善。**Q1由于产品价格下降，公司盈利能力受到一定程度影响，毛利率为27.79%，同比下降11.02pct，环比增长0.67pct；净利率为13.47%，同比下降16.76pct，环比下降16.28pct。**2) 现金流维持较好水平。**Q1经营活动产生的现金流净额为1.06亿元，同比下降15.76%；投资活动产生的现金流净额为-1.07亿元，同比下降43.01%，主要系银行理财减少以及固定资产处置收益减少所致；筹资活动产生的现金流净额为1.33亿元，同比增长1496.75%，主要系银行借款增加所致。**3) 费用率有所上升。**Q1公司期间费用率同比增长2.87pct至13.54%，其中销售/管理(含研发)/财务费用率分别为1.67/10.02/1.85%，同比分别变动-0.45/+2.66/+0.65pct。其中销售费用同比下降36.84%至1007.61万元。

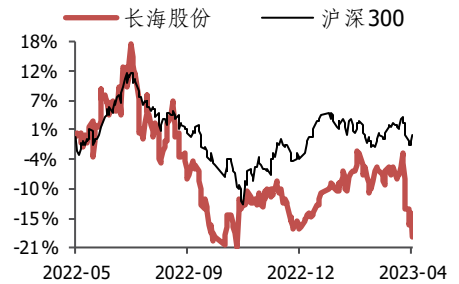
受益于产能扩张、税收优惠及处置贵金属等因素，全年业绩同比增长**42.78%**。2022年，公司新增产能逐步释放，全年收入增势向好。同时，公司享受高新技术企业购置设备加计扣除的相关优惠政策，全年所得税费用同比下降82.66%至1531.37万元。最后，由于公司处置贵金属的收益及固定资产所得税加计扣除等因素，非经常性损益对净利润影响达2.10亿元。在上述因素的共同作用下，全年业绩同比增长42.78%至8.17亿元。**1) Q4扣非业绩承压。**公司单四季度营业收入同比增长7.06%至7.21亿元，归母净利润同比增长41.80%至2.15亿元，扣非净利润同比下降34.03%至8333.76万元。**2) 玻璃纤维及制品产销量及收入显著提升。**2022年，随着10万吨/年无碱玻璃纤维粗纱池窑拉丝技术生产线项目扩产的产能逐步释放，公司产销规模随之增加，全年玻纤及制品产量同比增长35.52%至28.51万吨，销量同比增长35.80%至27.72万吨，收入同比增长31.41%至22.65亿元。化工/玻璃钢制品收入则分别同比下降0.37/25.37%至6.80/0.71亿元。**3) 毛利率基本维稳。**2022年，在国际原油价格上升、玻纤成本压力增加及行业竞争加剧的背景下，公司经营展现较强韧性，毛利率同比小幅下降0.34pct至33.38%，净利率同比增长4.26pct至27.06%。其中玻纤及制品毛利率同比下降1.63pct至39.23%。**4) 费用管控成效显著，经营现金流良好。**2022年公司期间费用率为9.68%，同比下降0.83pct。其中销售/管理/财务费用率分别为2.15/3.51/-0.29%，同比分别下降0.21/0.07/0.74pct。公司现金流依然保持较好水平，全年经营活动产生的现金流量净额为5.62亿元，同比下降6.09%。

增持(维持评级)

股票信息

| | |
|------------------|----------|
| 行业 | 建材 |
| 2023年4月28日收盘价(元) | 13.88 |
| 总市值(百万元) | 5,672.98 |
| 流通市值(百万元) | 3,419.50 |
| 总股本(百万股) | 408.72 |
| 流通股本(百万股) | 246.36 |
| 近3月日均成交额(百万元) | 48.16 |

股价走势



作者

分析师 花江月

执业证书编号：S1070522100002

邮箱：huajiangyue@cgws.com

相关研究

- 《全年业绩向好，静待行业需求复苏—长城建材-长海股份(300196)年报点评》2023-04-11
- 《业绩逆势增长，看好中长期高质量成长—长海股份(300196)三季报点评》2022-10-25
- 《玻纤景气持续，产能释放助力业绩高增—长海股份(300196)中报点评》2022-08-18

23 年行业供需格局有望好转。玻纤行业下游应用领域集中在基建和建筑材料、交通运输、电子电器、工业设备、能源环保，占比分别为 35%、29%、15%、12%、9%。根据中国玻璃纤维行业协会数据，2022 年玻纤行业发展呈现前高后低态势，上半年下游需求较为稳定，全行业营收/利润总额分别同比增长 7.6/16.1%。同时海外市场需求旺盛，玻纤及制品出口量同比增长 42.0%至 107.83 万吨，出口金额同比增长 45.7%至 19.56 亿美元。下半年受俄乌战争造成贷款给付等问题，以及消费需求下降等因素影响，出口迅速回落，加上库存高企，价格大幅下跌，对行业盈利造成了严重影响。全年规模以上玻璃纤维及制品企业主营收入同比增长 2.1%，利润总额同比下降 8.8%。2023 年疫情影响消失，基建投资持续向好，风电、房地产等领域市场需求开始回暖，全年供需格局有望好转。

投资建议：价格波动影响业绩，行业供需格局有望好转，维持增持评级。预计 2023~2025 年公司归母净利润分别达到 6.88、8.77、10.56 亿元，同比分别变动-16%、+28%、+20%，对应 PE 估值 10、8、6 倍。公司形成了较为完整的玻纤纱-玻纤制品-树脂-玻纤复合材料产业链。公司短切毡、湿法毡等玻纤制品行业地位强，制定了产品高端化的发展战略。公司玻纤纱、玻纤制品产能持续投放，中长期产能储备充足，成为未来业绩的驱动力。

风险提示：玻纤价格低于预期；化工产品价格低于预期；行业竞争加剧；原材料成本超预期上升；在建拟建产能项目进度低于预期等

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 2024 | 2516 | 3373 | 3829 | 4549 |
| 现金 | 751 | 1052 | 1847 | 1999 | 2649 |
| 应收票据及应收账款 | 422 | 452 | 490 | 670 | 719 |
| 其他应收款 | 3 | 11 | 4 | 14 | 8 |
| 预付账款 | 17 | 18 | 19 | 27 | 29 |
| 存货 | 220 | 247 | 277 | 382 | 407 |
| 其他流动资产 | 612 | 736 | 736 | 736 | 736 |
| 非流动资产 | 2672 | 3053 | 3082 | 3533 | 3955 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 2336 | 2548 | 2550 | 2965 | 3349 |
| 无形资产 | 155 | 309 | 325 | 346 | 374 |
| 其他非流动资产 | 181 | 196 | 207 | 222 | 232 |
| 资产总计 | 4697 | 5569 | 6455 | 7362 | 8504 |
| 流动负债 | 707 | 612 | 937 | 1075 | 1275 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付票据及应付账款 | 561 | 471 | 687 | 771 | 975 |
| 其他流动负债 | 145 | 141 | 250 | 304 | 300 |
| 非流动负债 | 500 | 712 | 586 | 512 | 432 |
| 长期借款 | 464 | 644 | 518 | 444 | 364 |
| 其他非流动负债 | 36 | 68 | 68 | 68 | 68 |
| 负债合计 | 1206 | 1324 | 1523 | 1587 | 1707 |
| 少数股东权益 | -4 | -5 | -6 | -7 | -8 |
| 股本 | 409 | 409 | 409 | 409 | 409 |
| 资本公积 | 806 | 806 | 806 | 806 | 806 |
| 留存收益 | 2180 | 2936 | 3564 | 4384 | 5385 |
| 归属母公司股东权益 | 3494 | 4250 | 4938 | 5781 | 6805 |
| 负债和股东权益 | 4697 | 5569 | 6455 | 7362 | 8504 |

现金流量表 (百万元)

| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 598 | 562 | 950 | 828 | 1337 |
| 净利润 | 572 | 816 | 687 | 876 | 1054 |
| 折旧摊销 | 161 | 199 | 221 | 255 | 308 |
| 财务费用 | 11 | -9 | -18 | -29 | -43 |
| 投资损失 | -11 | -25 | -15 | -17 | -19 |
| 营运资金变动 | -69 | -324 | 140 | -171 | 123 |
| 其他经营现金流 | -66 | -95 | -64 | -86 | -87 |
| 投资活动现金流 | -1040 | -475 | -176 | -611 | -632 |
| 资本支出 | 1093 | 786 | 249 | 706 | 730 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | 53 | 311 | 73 | 95 | 98 |
| 筹资活动现金流 | -72 | 94 | 20 | -65 | -54 |
| 短期借款 | -26 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 20 | 180 | -126 | -74 | -81 |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | -0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -66 | -86 | 146 | 9 | 27 |
| 现金净增加额 | -530 | 207 | 795 | 152 | 651 |

利润表 (百万元)

| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 2506 | 3017 | 3273 | 4092 | 4902 |
| 营业成本 | 1661 | 2010 | 2254 | 2839 | 3401 |
| 营业税金及附加 | 16 | 21 | 23 | 28 | 34 |
| 营业费用 | 59 | 65 | 92 | 100 | 121 |
| 管理费用 | 90 | 106 | 122 | 148 | 177 |
| 研发费用 | 103 | 130 | 137 | 172 | 207 |
| 财务费用 | 11 | -9 | -18 | -29 | -43 |
| 资产减值损失 | -3 | -2 | 0 | 0 | 0 |
| 其他收益 | 15 | 18 | 15 | 16 | 16 |
| 公允价值变动收益 | 0 | -1 | 0 | -0 | -0 |
| 投资净收益 | 11 | 25 | 15 | 17 | 19 |
| 资产处置收益 | 75 | 101 | 58 | 78 | 79 |
| 营业利润 | 660 | 832 | 757 | 955 | 1127 |
| 营业外收入 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业外支出 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 利润总额 | 660 | 832 | 757 | 954 | 1127 |
| 所得税 | 88 | 15 | 70 | 78 | 72 |
| 净利润 | 572 | 816 | 687 | 876 | 1054 |
| 少数股东损益 | -1 | -1 | -1 | -1 | -1 |
| 归属母公司净利润 | 572 | 817 | 688 | 877 | 1056 |
| EBITDA | 829 | 1041 | 953 | 1168 | 1379 |
| EPS (元/股) | 1.40 | 2.00 | 1.68 | 2.15 | 2.58 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 (%) | 22.7 | 20.4 | 8.5 | 25.0 | 19.8 |
| 营业利润 (%) | 113.2 | 26.0 | -9.0 | 26.0 | 18.1 |
| 归属母公司净利润 (%) | 111.5 | 42.8 | -15.9 | 27.6 | 20.3 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 (%) | 33.7 | 33.4 | 31.2 | 30.6 | 30.6 |
| 净利率 (%) | 22.8 | 27.1 | 21.0 | 21.4 | 21.5 |
| ROE (%) | 16.4 | 19.2 | 13.9 | 15.2 | 15.5 |
| ROIC (%) | 14.5 | 16.7 | 11.8 | 13.1 | 13.6 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 (%) | 25.7 | 23.8 | 23.6 | 21.6 | 20.1 |
| 净负债比率 (%) | -7.2 | -8.5 | -23.4 | -23.6 | -30.6 |
| 流动比率 | 2.9 | 4.1 | 3.6 | 3.6 | 3.6 |
| 速动比率 | 2.5 | 3.5 | 3.2 | 3.1 | 3.1 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.6 | 0.6 | 0.5 | 0.6 | 0.6 |
| 应收账款周转率 | 6.6 | 7.1 | 7.1 | 7.1 | 7.1 |
| 应付账款周转率 | 5.8 | 5.4 | 5.4 | 5.4 | 5.4 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益 (最新摊薄) | 1.40 | 2.00 | 1.68 | 2.15 | 2.58 |
| 每股经营现金流 (最新摊薄) | 1.46 | 1.37 | 2.33 | 2.03 | 3.27 |
| 每股净资产 (最新摊薄) | 8.31 | 10.16 | 11.84 | 13.90 | 16.41 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 11.5 | 8.1 | 9.6 | 7.5 | 6.2 |
| P/B | 1.9 | 1.6 | 1.4 | 1.2 | 1.0 |
| EV/EBITDA | 7.3 | 5.8 | 5.5 | 4.3 | 3.2 |

资料来源: 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 4 月 28 日收盘价

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

| 公司评级 | | 行业评级 | |
|------|------------------------------|------|---------------------|
| 买入 | 预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上 | 强于大市 | 预期未来6个月内行业整体表现战胜市场 |
| 增持 | 预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间 | 中性 | 预期未来6个月内行业整体表现与市场同步 |
| 持有 | 预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间 | 弱于大市 | 预期未来6个月内行业整体表现弱于市场 |
| 卖出 | 预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上 | | |

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层
邮编：518033
传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层
邮编：200126
传真：021-31829681
网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层
邮编：100044
传真：86-10-88366686