

## 2022年Alpha属性得到验证, 2023有望跟随玻纤Beta实现价格修复

### 核心观点

公司发布2022年报, 营收同比增长20.37%至30.17亿元, 扣非归母净利润同比增长14.12%至6.07亿元; 单四季度营收同比增长7.05%至7.21亿元, 扣非归母净利润同比下滑34.03%至0.83亿元, 环比2022Q3下滑45.19%。2022年公司玻纤及制品销量增长35.8%, 产销基本平衡, 产销量增长领先于行业, alpha属性再次验证; 玻纤制品占比高使得底部盈利有良好支撑。2023年预计将跟随行业Beta具备价格修复逻辑, 2024-2025年预计将实现产能驱动成长。

#### 事件:

公司发布2022年报, 实现营收30.17亿元, 同比增长20.37%; 实现归母净利润8.17亿元, 同比增长42.78%; 扣非归母净利润6.07亿元, 同比增长14.12%。单四季度营业收入7.21亿元, 同比增长7.05%; 归母净利润2.15亿元, 同比增长41.80%; 扣非归母净利润0.83亿元, 同比下滑34.03%, 环比2022Q3下滑45.19%。

#### 点评:

**1、2022年玻纤及制品销量增长35.8%, 产销基本平衡, alpha属性再次验证**

**2022年公司玻纤主业属性进一步强化。1) 分业务:** 公司转债募投项目10万吨玻纤产能全面释放, 2022年玻纤及制品产量同比增长35.52%至28.51万吨, 产能利用率95%; 销量同比增长35.80%至27.72万吨, 产销率97.22%; 2022年国内玻纤产量同比增长10.2%至687万吨, 公司相较于行业的产量alpha得以体现。公司玻纤及制品营收同比增长31.41%至22.65亿元, 营收占比提升6.31pct至75.08%。树脂等化工制品营收小幅下降0.37%至6.80亿元, 营收占比下降4.69pct至22.53%。玻璃钢制品、气体分别实现营收7050、150万元, 占比2.34%、0.05%。

**2) 分区域:** 2022年公司外销占比提升1.33pct至23.78%, 主要系2022年上半年海外需求高景气, 玻纤出口大幅提升; 下半年海外需求回落(2022H1、2022H2外销占比分别为27.33%、20.10%), 从而全年外销占比同比增幅收窄。

**2、全年扣非净利率再创历史新高, 玻纤底部盈利超过1000元/吨**

2022年, 公司综合毛利率同比小幅下滑0.35pct至33.38%。其中玻纤及制品业务毛利率下滑1.63pct至39.23%, 仍然处在历史较高水平。化工制品、玻璃钢制品、气体实现17.33%、32.82%、-29.81%的毛利率, 分别变动+0.21pct、+9.39pct、-66.17%。2022年公司期间

## 长海股份(300196)

维持

买入

吕娟

lyujuan@csc.com.cn

021-68821610

SAC 编号: s1440519080001

SFC 编号: BOU764

研究助理 李长鸿

lichanghong@csc.com.cn

发布日期: 2023年04月12日

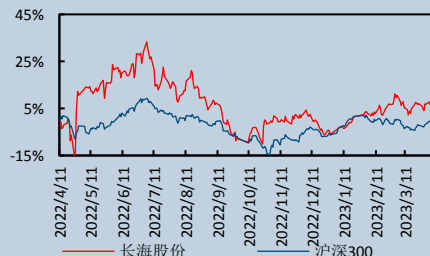
当前股价: 15.95元

#### 主要数据

##### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1个月	3个月	12个月
	1.14/-2.33	10.38/8.21	7.24/10.22
12月最高/最低价(元)			20.0/12.82
总股本(万股)			40,871.6
流通A股(万股)			24,636.17
总市值(亿元)			65.19
流通市值(亿元)			39.29
近3月日均成交量(万股)			269.24
主要股东			
杨鹏威			41.71%

#### 股价表现



#### 相关研究报告

费用率稳步下降 0.83 pct 至 9.68%，其中销售费用率下降 0.21 pct 至 2.15%；管理+研发费用率提升 0.12 pct 至 7.82%；财务费用率下降 0.74 pct 至 -0.29%。2022 年，公司非经常性损益 2.10 亿元，同比增长 152.4%，主要系处置贵金属的收益及固定资产所得税加计扣除等所致。同期扣非归母净利率小幅提升 0.6 pct 至 20.12%，创历史新高。

基于公司公告披露数据，结合部分假设进行合理测算，2022 年玻纤及制品价格/单位成本/单位扣非归母净利润约分别为 8173/4967/1933 元/吨，同比变动-273/-28/-64 元/吨，价格与盈利基本延续 2021 年以来的高位区间。其中 2022Q1、2022Q2、2022Q3、2022Q4 均价预计分别为 9512、8407、7663、7273 元/吨，单位扣非归母净利润预计分别为 2580、2414、1830、1003 元/吨。公司玻纤业务中制品占比较高（大约 40%-50%，以短切毡、湿法薄毡为主），从而在行业周期底部保持了相对较高的产品均价与单位盈利。

### 3、60 万吨产能规划助力远期成长，旧线技改布局风电等高端领域

2022 年 4 月，公司公告称拟将常州天马集团 3 万吨产线升级改造成 8 万吨高端高性能玻璃纤维及特种织物生产线；定位于**高强高模量纱**及深加工制品，专用于**风电及新能源汽车**等高端领域。项目建设期 12 个月，总投资 5.99 亿元。当前该产线仍然处于满负荷运行中，天马集团将根据生产及市场需求情况，启动技改扩建。预计该项目对 2023 年全年新增产量贡献有限，但是产品结构将进一步优化。

远期拟投资 63.47 亿元建设 60 万吨玻纤产能。公司积极推进项目进度，于 2022 年 4 月和 11 月竞得 520 亩土地使用权，目前项目一期 2 条 15 万吨产线正在建设中。据合理判断，预计分别于 2024 年、2025 年贡献增量，从而显著提升市场份额。

**投资建议：**预计公司 2023-2025 年营收为 33.78、43.87、57.47 亿元，归母净利润 8.27、10.47、13.86 亿元，对应动态 PE 分别为 7.9、6.2、4.7 倍。公司过去 10 年间有 8 年归母净利润正增长，CAGR 高达 24.85%，成长质地优良。2023 年预计将是业绩从底部逐季提升之年，跟随行业 Beta；2024-2025 年预计将实现产能驱动成长。考虑到公司高量利弹性与低估值，维持“买入”评级。

**风险提示：**1) 海外经济衰退风险；2) 玻纤行业产能扩张过快的风险。

### 重要财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,506	3,017	3,378	4,387	5,747
增长率(%)	22.7	20.4	11.9	29.9	31.0
净利润(百万元)	572	817	827	1,047	1,386
增长率(%)	111.5	42.8	1.2	26.5	32.5
ROE(%)	16.4	19.2	16.6	17.5	19.0
EPS(元/股，摊薄)	1.40	2.00	2.02	2.56	3.39
P/E(倍)	11.4	8.0	7.9	6.2	4.7
P/B(倍)	1.9	1.5	1.3	1.1	0.9

资料来源: Wind, 中信建投

## 风险分析

### 1) 海外经济衰退风险

我国玻纤产业面临北美、欧洲等海外市场需求，全球通胀与美联储加息使得欧美面临经济衰退风险。倘若海外经济体衰退期缩减制造业投资，将降低对我国玻纤的需求量，从而使得玻纤行业面临需求下滑的风险。

### 2) 玻纤行业产能扩张过快的风险

玻纤行业具有较强的周期性，价格受供需关系影响明显。当行业产能扩张过快，部分企业将通过压低价格的方式展开竞争，从而使得玻纤价格大幅波动。玻纤成本相较于价格而言稳定，但价格波动将显著影响企业盈利。

## 分析师介绍

**吕娟：**董事总经理，高端制造组组长，机械&建材首席分析师。复旦大学经济学硕士，法国 EDHEC 商学院金融工程交换生，河海大学机械工程及自动化学士，2007.07-2016.12 曾就职于国泰君安证券研究所，2017.01-2019.07 曾就职于方正证券研究所。曾获新财富、金牛、IAMAC、水晶球、第一财经、WIND 最佳分析师第一名。

## 研究助理

**李长鸿** 010-81158042 lichanghong@csc.com.cn

## 评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,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。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

### 中信建投证券研究发展部

北京  
 东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层  
 电话:(8610) 8513-0588  
 联系人:李祉瑶  
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室  
 电话:(8621) 6882-1600  
 联系人:翁起帆  
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼  
 电话:(86755) 8252-1369  
 联系人:曹莹  
 邮箱:caoying@csc.com.cn

### 中信建投(国际)

香港  
 中环交易广场2期18楼  
 电话:(852) 3465-5600  
 联系人:刘泓麟  
 邮箱:charleneliu@csci.hk