

长海股份 (300196.SZ)

业绩稳健增长，看好持续成长

2016 年公司实现营收 17.68 亿元，同比增长 16.61%，归属净利 2.58 亿元，同比增长 20.64%。2017 年 Q1 预计归属净利同比增长 13.42%-38.17%。

业绩保持稳健增长，现金流情况良好，财务费用率下降：公司全年业绩依然保持稳健增长，现金流情况良好，经营性现金流净额同比增长 11%；Q4 营收同比增长 4%，归属净利同比增 15%，毛利率 28.61%，同比下降 1.41pct，主要是公司产品结构调整，毛利率较低的化工制品业务占比提升；2016 年公司销售费用率、管理费用率和财务费用率分别同比下降 0.18、0.59、0.73 个百分点，其中财务费用大幅下降主要得益于海外业务拓展顺利，受益人民币贬值汇兑收益增加（约 1630 万）。

玻纤制品主业稳健发展，新产品拓展顺利：2016 年公司玻纤制品主业稳健发展，销量同比+7.68%，营收同比+10.41%，毛利率同比+3.13 个百分点。短切毡、薄毡和玻纤纱销售情况良好。涂层毡、电子薄毡等新产品放量较快，且海外业务发展迅速，营收增长 37%。

天马盈利持续向好，产业链布局日臻完善：2016 年天马集团经营持续向好，实现营收 6.6 亿元，同比增长 7%；净利润 3514 万，同比增长约 27%，净利率约 5.3%；分业务来看，公司整体化工业务（树脂）销量同比增加 15%，营收同比增长 37%（天马瑞盛营收 3.15 亿，同比增长 37%）；玻璃钢业务销量同比增加 29.46%，营收同比增加 21.48%。此次定增扩产护航持续成长，大股东认购彰显信心，积极布局的热塑性连续纤维复材有望成为新的核心产品，纱+制品+复合材料全产业链将进一步完善。

投资建议：维持“买入”评级：整体而言，公司竞争力突出，在成本控制、精细化管理等方面都表现优异；目前公司正在积极推进纱+制品+复合材料上下游一体化产业链的战略，积极扩充产能产品，实现持续增长，同时存在外延扩张预期；我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 1.50、1.95、2.52 元/股，维持“买入”评级。

风险提示：玻纤市场需求持续低迷，收购整合低预期，新产品拓展低预期。

盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,516.06	1,767.92	2,156.99	2,755.28	3,570.52
增长率(%)	36.26%	16.61%	22.01%	27.74%	29.59%
EBITDA(百万元)	358.83	431.17	524.19	675.98	868.96
净利润(百万元)	213.54	257.63	317.77	413.83	534.18
增长率(%)	45.39%	20.64%	23.34%	30.23%	29.08%
EPS(元/股)	1.112	1.214	1.497	1.950	2.517
市盈率(P/E)	32.00	30.99	24.65	18.93	14.66
市净率(P/B)	5.29	3.52	3.03	2.61	2.22
EV/EBITDA	19.70	18.51	13.68	10.72	8.38

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	36.90 元
前次评级	买入
报告日期	2017-04-16

分析师： 邹 戈 S0260512020001



021-60750616



zouge@gf.com.cn

分析师： 谢 璐 S0260514080004



021-60750630



xielu@gf.com.cn

相关研究：

长海股份(300196.SZ)：内 2017-02-28

生增长依然稳健，业绩符合预期

长海股份(300196.SZ)：内 2016-11-04

生增长稳健，外延可期

长海股份(300196.SZ)：内 2016-08-26

生增长强劲，新成长可期

联系人： 徐笔龙 021-60750611

xubilong@gf.com.cn

目录索引

事件描述	4
事件评论	4
业绩保持稳健增长，现金流情况良好，财务费用率下降	4
玻纤制品主业稳健发展，新产品拓展顺利	5
天马盈利持续向好，产业链布局日臻完善	6
定增扩产护航持续成长，大股东认购彰显信心	7
投资建议：维持“买入”评级	8
风险提示	8

图表索引

图 1: 2016 年营收同比上升 16.61%.....	4
图 2: 2016 归母净利润同比上升 20.64%	4
图 3: 2016Q4 营收同比增长 3.89%.....	5
图 4: 2016Q4 归母净利润同比上升 14.79%.....	5
图 5: 公司毛利率同比上升 0.72%.....	5
图 6: 公司三费率同比下降 1.5%.....	5
图 7: 2016 年毛利增量占比	6
图 8: 近年来各项业务占比	6
图 9: 公司玻纤制品业务营收同比增长 10.14%	6
图 10: 公司玻纤制品毛利率同比增长 3.13%.....	6
图 11: 公司化工业务营收同比增长 36.61%.....	7
图 12: 公司化工业务毛利率较为稳定	7
图 13: 收购天马将进一步完善公司玻纤纱、玻纤制品、复合材料产业链	7
表 1: 公司本报告期主要财务指标.....	4
表 2: 募集资金投资项目情况	7

事件描述

长海股份公布2016年年报:

- 报告期内公司实现营业收入17.68亿元,同比增长16.61%,实现营业利润3.06亿元,同比增长31.03%;实现利润总额3.15亿元,同比增长20.93%。
- 归属于上市公司股东净利润2.58亿元,同比增长20.64%,对应每股收益1.3元,同比增长17.12%。
- 公司以 212,248,038 股为基数,向全体股东每 10 股派发现金红利3.00元(含税),送红股0股(含税),以资本公积金向全体股东每10股转增0股。
- 2017年Q1预计归属净利润5500-6700万元,同比增长13.42%-38.17%。

表 1: 公司本报告期主要财务指标

	本报告期末	去年上年度期末	增减变动
总资产(万元)	302,618.78	226,749.49	33.46%
归属上市公司股东的所有者权益(万元)	226,989.46	129,272.34	75.59%
归属上市公司股东的每股净资产(元/股)	10.69	6.73	75.59%
	本报告期	上年同期	增减变动
营业总收入(万元)	176,791.98	151,606.43	16.61%
毛利率(%)	31.88	31.16	+0.72pct
营业利润(万元)	30,646.43	23,388.37	31.03%
利润总额(万元)	31,494.59	26,044.29	20.93%
归属于上市公司股东的净利润(万元)	27,090.08	22,470.32	20.56%
基本每股收益(元/股)	1.30	1.11	17.12%
经营活动产生的现金流量净额(万元)	32,925.40	29,542.96	11.45%
每股经营活动产生的现金流量净额(元/股)	1.55	1.54	0.82%

数据来源:公司公告,广发证券发展研究中心

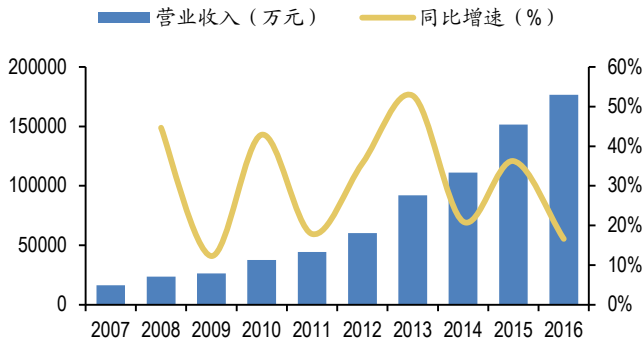
事件评论

业绩保持稳健增长,现金流情况良好,财务费用率下降

报告期内公司实现营收17.68亿元,同比增长16.61%,归属净利2.58亿元,同比增长20.64%,经营性现金流净额同比增长11.45%,公司全年业绩依然保持稳健增长,现金流情况良好;分季度来看,公司Q4营收4.66亿元,同比增长3.89%,归属净利6344.48万元,同比增长14.79%,毛利率28.61%,同比下降1.41pct,主要是公司产品结构调整,毛利率较低的化工制品(2016年毛利率16.78%)业务占比提升;2016年公司的销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为:5.25%,7.80%,0.24%,分别同比下降0.18、0.59、0.73个百分点,其中财务费用的大幅下降主要得益于海外业务拓展顺利,受益人民币贬值汇兑收益增加(约1630万)。

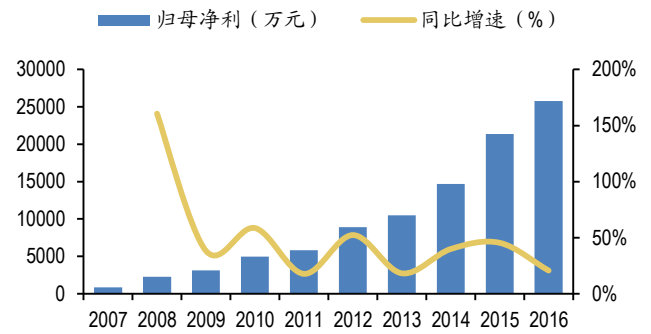
图1: 2016年营收同比上升16.61%

图2: 2016归母净利润同比上升20.64%



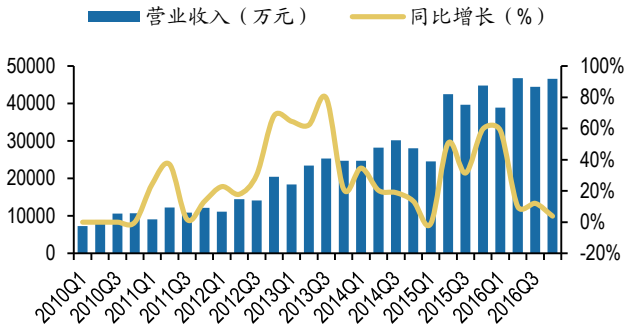
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图3: 2016Q4营收同比增长3.89%



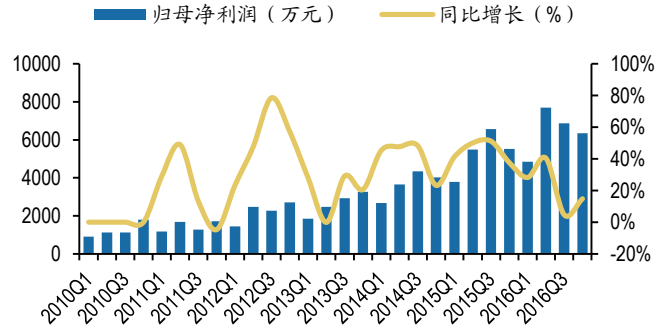
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图4: 2016Q4归母净利润同比上升14.79%



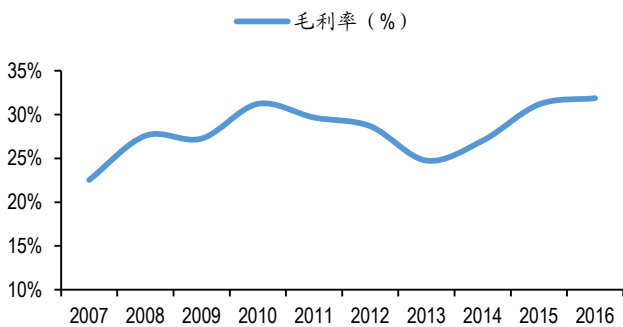
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图5: 公司毛利率同比上升0.72%

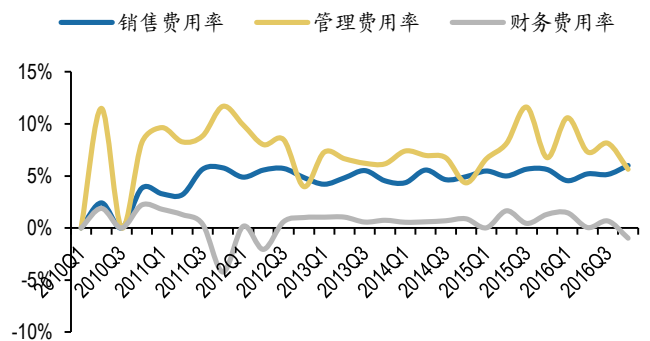


数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图6: 公司三费率同比下降1.5%



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心



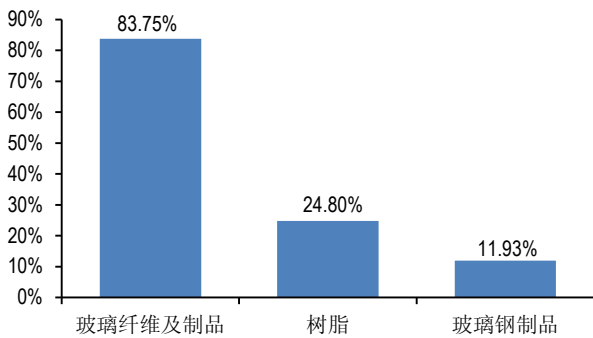
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

玻纤制品主业稳健发展，新产品拓展顺利

2016年公司玻纤制品主业稳健发展，2016年玻纤制品主业营收占比66.56%，较上一年度同比下降2.43%。虽然随着并表天马，化工和玻璃钢业务的增长快速使得玻纤业务营收占比略有下降，但其仍然是公司业务的主力军。毛利贡献占比83.75%，传

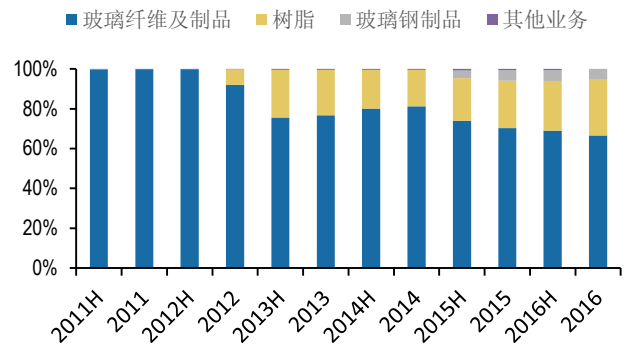
统优势产品短切毡、薄毡和玻纤纱为主的玻纤及制品业务仍是公司利润增加的主要贡献者。**2016年公司玻纤纱及制品业务销量同比增长7.68%，营收同比增长10.14%，毛利率同比增加3.13个百分点。**短切毡销售情况比较好，受益于汽车轻量化，产线满产运行，2017年预计将继续扩张生产规模、提高生产效率；另外公司涂层毡、电子薄毡等新产品放量较快，且海外业务发展迅速，营收增长37%。

图7：2016年毛利增量占比



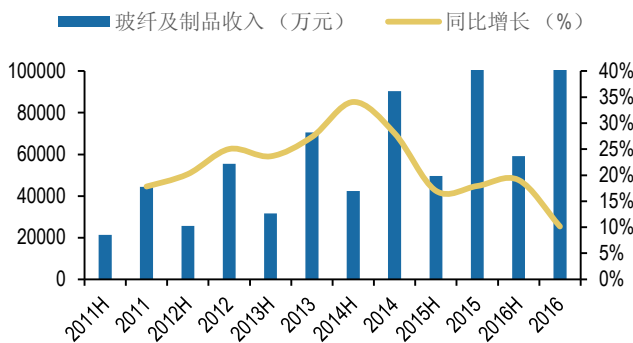
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图8：近年来各项业务占比



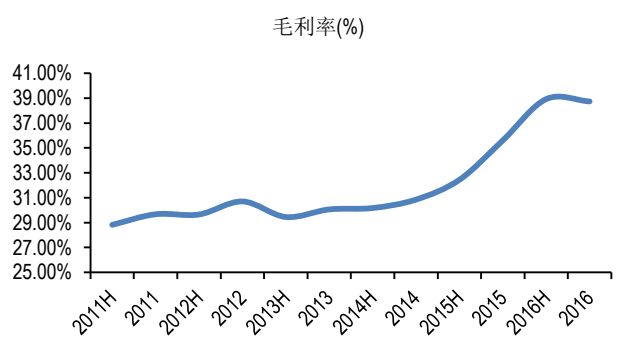
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图9：公司玻纤制品业务营收同比增长10.14%



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图10：公司玻纤制品毛利率同比增长3.13%



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

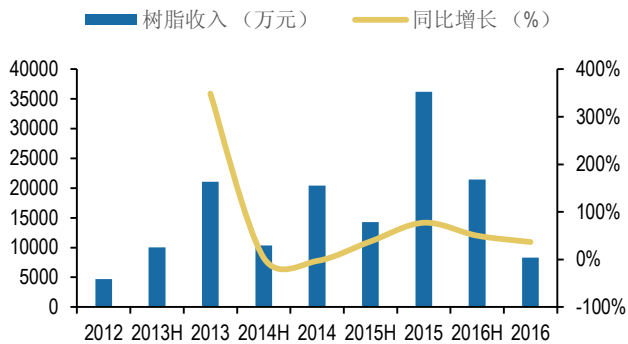
天马盈利持续向好，产业链布局日臻完善

天马集团主营三大业务：玻纤及制品（以3万吨池窑为主体，但已不生产任何玻纤制品），玻璃钢制品（SMC、玻璃钢储罐）和化工业务（乙烯基树脂、粉剂等精细化工）。2016年天马集团经营持续向好，实现营收6.6亿元，同比增长7%左右；净利润3514万，同比增长约27%，净利率约5.3%；分业务来看，公司整体化工业务销量同比增加15.38%，营收同比增长36.61%，主要是树脂业务销售情况较好（天马瑞盛营收3.15亿，同比增长37%）；玻璃钢业务销量同比增加29.46%，营收同比增加21.48%。

公司大力发展与汽车轻量化，积极布局的热塑性连续纤维复材有望成为新的核心产品，纱+制品+复合材料全产业链将进一步完善。目前，热固和热塑是玻璃纤维复合材料两

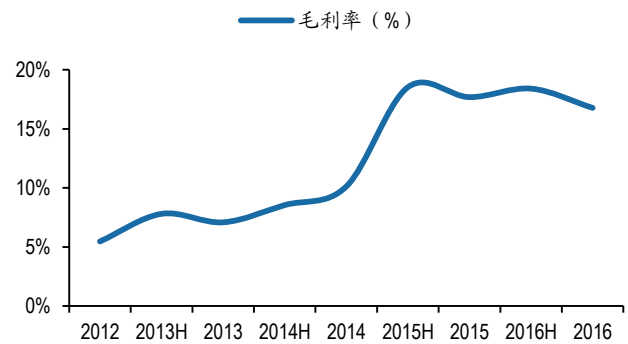
个最主要的应用。热塑材料由于加工成型简单、效率高、具有可回收性等特点，近几年高速发展，市场容量不断增长，总体市场规模预计2017年将突破80亿美元。连续纤维复合材料作为新型的热塑性复合材料，比传统短纤维热塑性复合材料在强度上有大幅度提升，目前已在汽车轻量化方面开始应用。由于减轻重量、节省燃料以及高性能等优势，连续纤维复合材料的应用领域将越来越广，有望成为长海又一个核心产品。

图11: 公司化工业务营收同比增长36.61%



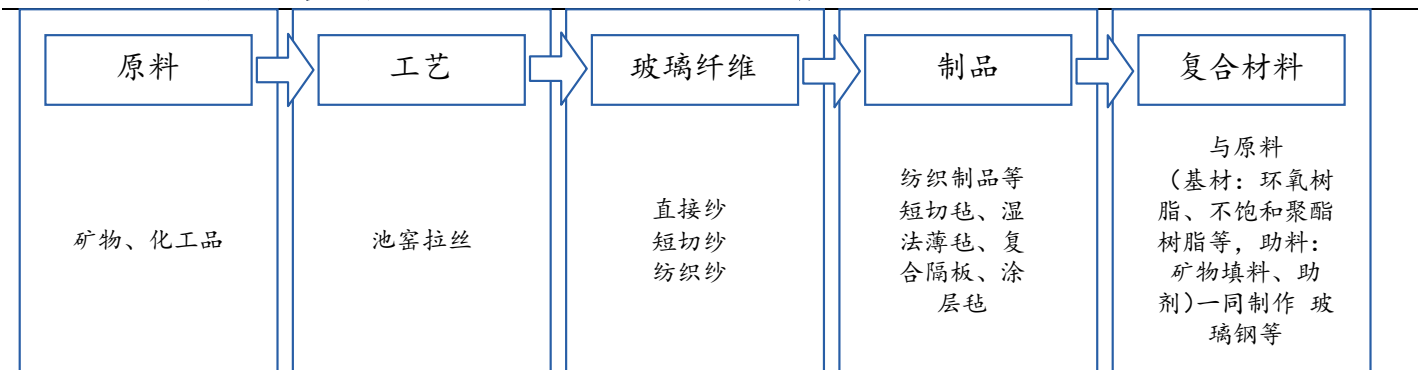
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图12: 公司化工业务毛利率较为稳定



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图13: 收购天马将进一步完善公司玻纤纱、玻纤制品、复合材料产业链



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

定增扩产护航持续成长, 大股东认购彰显信心

2016年8月, 公司完成最新一轮定增, 募集资金8亿元。共向5名特定投资者非公开发行2045万股, 发行价 39.51 元/股, 其中大股东杨鹏威认购15%, 总金额达1.2亿元。此次定增募集资金主要用于扩大池窑生产线、玻璃纤维生产线扩能技改、扩大树脂产能开展4万吨/年不饱和聚酯树脂生产技改, 以及投建 7200吨连续纤维增强热塑性复合材料。此次是上市以来第一次再融资, 主业产能扩张将为未来3年增长保驾护航。长期来看, 当前全球玻纤复合材料发展迅速, 领域不断拓展, 公司有望不断获得新的成长空间。

表 2: 募集资金投资项目情况 (万元)

序号	募集资金投资项目	投资总额	承诺投资金额
1	环保型玻璃纤维池窑拉丝生产线项目	46,271.80	46,271.80
2	原年产 70,000 吨 E-CH 玻璃纤维生产线扩能技改项目	10,143.58	10,143.58
3	年产 7,200 吨连续纤维增强热塑性复合材料生产线项目	12,002.00	12,002.00
4	4 万吨/年不饱和产技改项目	6,000.00	6,000.00
5	补充流动资金	5,582.62	5,582.62

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

投资建议：维持“买入”评级

整体而言，公司竞争力突出，在成本控制、精细化管理等方面都表现优异；目前公司正在积极推进纱+制品+复合材料上下游一体化产业链的战略，积极扩充产能产品，实现持续增长，同时存在外延扩张预期；我们预计公司2017-2019年EPS分别为1.50、1.95、2.52元/股，维持“买入”评级。

风险提示

玻纤市场需求持续低迷，收购整合低预期，新产品拓展低预期。

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	789	1645	1574	1712	1947
货币资金	216	406	918	864	857
应收及预付	430	460	528	686	881
存货	127	145	124	158	204
其他流动资产	16	635	4	4	4
非流动资产	1478	1381	1554	1822	2135
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1173	1097	1220	1430	1670
在建工程	63	67	98	138	188
无形资产	181	187	221	237	262
其他长期资产	61	30	16	16	16
资产总计	2267	3026	3128	3533	4082
流动负债	530	508	433	539	696
短期借款	276	252	100	120	150
应付及预收	250	253	333	419	546
其他流动负债	4	3	0	0	0
非流动负债	225	203	159	159	159
长期借款	172	149	159	159	159
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	53	55	0	0	0
负债合计	755	711	591	697	855
股本	192	212	212	212	212
资本公积	457	1185	1185	1185	1185
留存收益	644	873	1190	1604	2138
归属母公司股东权	1293	2270	2588	3001	3536
少数股东权益	220	45	49	55	62
负债和股东权益	2267	3026	3128	3533	4082

现金流量表

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	295	329	1156	513	681
净利润	225	271	322	419	541
折旧摊销	106	117	153	194	247
营运资金变动	-52	-65	663	-106	-115
其它	17	7	18	5	6
投资活动现金流	-179	-617	-326	-450	-550
资本支出	-85	-27	-336	-457	-557
投资变动	-98	-5	10	7	7
其他	4	-585	0	0	0
筹资活动现金流	-25	477	-318	-117	-138
银行借款	625	395	-242	-100	-120
债券融资	-628	-443	-56	0	0
股权融资	0	782	0	0	0
其他	-22	-257	-19	-17	-18
现金净增加额	91	190	512	-54	-7
期初现金余额	124	216	406	918	864
期末现金余额	215	406	918	864	857

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	36.3	16.6	22.0	27.7	29.6
营业利润增长	45.3	31.0	17.9	30.6	29.4
归属母公司净利润增长	45.4	20.6	23.3	30.2	29.1
获利能力(%)					
毛利率	31.2	31.9	30.2	30.3	30.4
净利率	14.8	15.3	14.9	15.2	15.2
ROE	16.5	11.3	12.3	13.8	15.1
ROIC	12.9	11.8	17.6	19.0	20.6
偿债能力					
资产负债率(%)	33.3	23.5	18.9	19.7	20.9
净负债比率	0.2	-	-0.3	-0.2	-0.2
流动比率	1.49	3.24	3.64	3.18	2.80
速动比率	1.23	2.92	3.30	2.84	2.45
营运能力					
总资产周转率	0.80	0.67	0.70	0.83	0.94
应收账款周转率	6.27	5.42	5.82	5.61	5.71
存货周转率	11.23	8.86	12.17	12.17	12.17
每股指标(元)					
每股收益	1.11	1.21	1.50	1.95	2.52
每股经营现金流	1.54	1.55	5.45	2.42	3.21
每股净资产	6.73	10.69	12.19	14.14	16.66
估值比率					
P/E	32.0	31.0	24.6	18.9	14.7
P/B	5.3	3.5	3.0	2.6	2.2
EV/EBITDA	19.7	18.5	13.7	10.7	8.4

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1516	1768	2157	2755	3571
营业成本	1044	1204	1506	1919	2487
营业税金及附加	10	19	12	15	20
销售费用	82	93	104	128	170
管理费用	127	138	165	211	273
财务费用	15	4	19	17	18
资产减值损失	4	9	0	0	0
公允价值变动收益	0	3	0	0	0
投资净收益	-1	2	10	7	7
营业利润	234	306	361	472	610
营业外收入	30	11	10	10	10
营业外支出	3	3	5	5	5
利润总额	260	315	366	476	615
所得税	36	44	44	57	74
净利润	225	271	322	419	541
少数股东损益	11	13	4	5	7
归属母公司净利润	214	258	318	414	534
EBITDA	359	431	524	676	869
EPS(元)	1.11	1.21	1.50	1.95	2.52

广发建材行业研究小组

- 邹戈：首席分析师，上海交通大学财务与会计硕士，2011年进入广发证券发展研究中心。
谢璐：分析师，南开大学经济学硕士，2012年进入广发证券发展研究中心。
徐笔龙：研究助理，南京大学管理学硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。
赵勇臻：联系人，上海交通大学材料科学与工程硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。