

# 长海股份 (300196.SZ) 其它非金属行业

评级：增持 下调评级

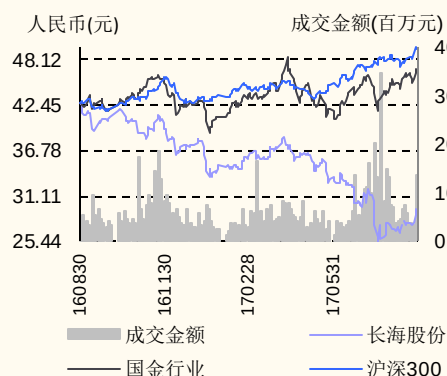
公司点评

市场价格 (人民币): 29.45 元  
目标价格 (人民币): 31.50-32.70 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股) 130.57  
总市值(百万元) 6,250.70  
年内股价最高最低(元) 42.82/25.44  
沪深 300 指数 3834.54



## 相关报告

1. 《主业稳健，静待产业链延伸-长海股份公司深度研究》，2017.6.8

闫广

联系人  
(8621)60230241  
yanguang@gjzq.com.cn

黄俊伟

分析师 SAC 执业编号: S1130517050001  
(8621)60230241  
huangjunwei@gjzq.com.cn

## 毛利率下滑，业绩略低于预期

### 公司基本情况(人民币)

| 项目          | 2015   | 2016   | 2017E   | 2018E  | 2019E  |
|-------------|--------|--------|---------|--------|--------|
| 摊薄每股收益(元)   | 1.112  | 1.214  | 1.064   | 1.513  | 1.940  |
| 每股净资产(元)    | 6.73   | 10.69  | 12.49   | 13.71  | 15.35  |
| 每股经营性现金流(元) | 1.51   | 1.53   | 1.72    | 2.16   | 2.71   |
| 市盈率(倍)      | 32.00  | 30.99  | 27.68   | 19.47  | 15.18  |
| 行业优化市盈率(倍)  | 25.43  | 25.43  | 25.43   | 25.43  | 25.43  |
| 净利润增长率(%)   | 45.39% | 20.64% | -12.35% | 42.19% | 28.21% |
| 净资产收益率(%)   | 16.52% | 11.35% | 8.51%   | 11.04% | 12.64% |
| 总股本(百万股)    | 192.00 | 212.25 | 212.25  | 212.25 | 212.25 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 业绩简评

■ 8月29日，公司发布2017年中报，上半年公司实现营收9.26亿元，同比增长8%，归母净利润1.05亿元，同比增长-16.38%，扣非归母净利润8941.43万元，同比增长-26.70%。

### 经营分析

■ 玻纤业务竞争加剧，化工业务成本上升。公司于2016年8月收购子公司天马集团40.43%少数股权并于去年同期并表，剔除收购影响后，净利润约为1.02亿元，同比增长-18.52%，扣非净利润8673.35万元，同比减少-28.89%（委托他人投资或管理资产取得收益1506.44万元使非经常性损益同比增加1201.08万元），主要原因是玻纤业务竞争加剧，部分产品价格下调及化工业务原材料价格上涨导致毛利率下滑。

■ 各项业务毛利率均下降，费用控制能力增强。上半年公司综合毛利率26.68%，同比下降6.44个百分点。其中玻璃纤维及制品营收出现负增长（-5.87%），毛利率34.69%，同比下降4.24个百分点，毛利率下降原因是行业竞争激烈导致部分产品售价下调；化工制品毛利率13.44%，同比下降4.97个百分点，受到国际原油价格攀升导致化工制品成本涨幅（+55.07%）高于营收涨幅（+46.16%）。与此同时，上半年公司期间费用率为13.7%，较去年同期下滑0.7个百分点，费用控制能力继续提升。

■ 热塑复合材料投产在即，未来成长空间广阔。公司定增项目年产7200吨增强热塑复合材料设备基本到位，预计18年初可以投产。目前我国热塑性复合材料规模占比在逐年增加，2016年增至42.5%，产量达196.5万吨，同比增长11.39%，我们认为，热塑复合材料具有环保属性，性能优势明显，将成为未来玻纤复合材料发展趋势，公司有望迎来新的业绩增长点。

■ 切入军工领域，期待另一片新蓝海。继2016年5月及10月现金购买常州南海船艇科技有限公司49%、2.4%股权后，2017年上半年公司进一步受让该公司合计15.50%的股权，目前持股比例66.90%（通过天马集团持有），欲切入军工领域。目前公司已经生产三艘舰艇交付相关方面试验，样艇性能优于现有普通快艇，突出的动力优势可以用作观光，海上巡逻等用途。一旦公司进入军工领域，将打开广阔的市场空间，同时军工资质是潜在的壁垒，让公司产品更具竞争力，未来可以实现军民两用。公司产业链协同及外延征程

已开启，期待新一轮投资周期带来的优质资产。

### 投资建议

- 各项募投项目顺利推进，预计 18 年产能继续扩大。随着公司主业进入稳健期，热塑等新产品投放将带来新的增长点，切入军工领域后，产业链延伸至复合材料领域将打开新的成长空间，建议关注。

### 估值

- 我们预计公司 17-19 年 EPS 分别为 1.06,1.51 和 1.94 元，对应 17-19 年 PE 估值分别为 27.7,19.5 和 15.2 倍，给予“增持”评级。

### 风险提示

- 玻纤行业景气度下行，新产品及产业链延伸低于预期，原材料价格波动，汇率波动

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

|              | 2014  | 2015   | 2016   | 2017E  | 2018E  | 2019E  |
|--------------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 主营业务收入       | 1,113 | 1,516  | 1,768  | 2,120  | 2,625  | 3,032  |
| 增长率          |       | 36.3%  | 16.6%  | 19.9%  | 23.8%  | 15.5%  |
| 主营业务成本       | -812  | -1,044 | -1,204 | -1,527 | -1,847 | -2,098 |
| %销售收入        | 73.0% | 68.8%  | 68.1%  | 72.0%  | 70.4%  | 69.2%  |
| 毛利           | 301   | 472    | 564    | 593    | 778    | 933    |
| %销售收入        | 27.0% | 31.2%  | 31.9%  | 28.0%  | 29.6%  | 30.8%  |
| 营业税金及附加      | -7    | -10    | -19    | -22    | -27    | -32    |
| %销售收入        | 0.6%  | 0.6%   | 1.1%   | 1.1%   | 1.0%   | 1.1%   |
| 营业费用         | -54   | -82    | -93    | -112   | -139   | -161   |
| %销售收入        | 4.9%  | 5.4%   | 5.3%   | 5.3%   | 5.3%   | 5.3%   |
| 管理费用         | -71   | -127   | -138   | -170   | -213   | -252   |
| %销售收入        | 6.3%  | 8.4%   | 7.8%   | 8.0%   | 8.1%   | 8.3%   |
| 息税前利润 (EBIT) | 169   | 253    | 314    | 289    | 399    | 489    |
| %销售收入        | 15.2% | 16.7%  | 17.8%  | 13.6%  | 15.2%  | 16.1%  |
| 财务费用         | -8    | -15    | -4     | -23    | -24    | -11    |
| %销售收入        | 0.7%  | 1.0%   | 0.2%   | 1.1%   | 0.9%   | 0.3%   |
| 资产减值损失       | -1    | -4     | -9     | 0      | 0      | 0      |
| 公允价值变动收益     | 0     | 0      | 3      | 0      | 0      | 0      |
| 投资收益         | 1     | -1     | 2      | 3      | 4      | 5      |
| %税前利润        | 0.5%  | n.a    | 0.8%   | 1.1%   | 1.0%   | 1.0%   |
| 营业利润         | 161   | 234    | 306    | 269    | 379    | 483    |
| 营业利润率        | 14.5% | 15.4%  | 17.3%  | 12.7%  | 14.4%  | 15.9%  |
| 营业外收支        | 12    | 27     | 8      | 9      | 10     | 11     |
| 税前利润         | 173   | 260    | 315    | 278    | 389    | 494    |
| 利润率          | 15.5% | 17.2%  | 17.8%  | 13.1%  | 14.8%  | 16.3%  |
| 所得税          | -24   | -36    | -44    | -39    | -54    | -69    |
| 所得税率         | 14.0% | 13.7%  | 14.0%  | 14.0%  | 14.0%  | 14.0%  |
| 净利润          | 149   | 225    | 271    | 239    | 335    | 425    |
| 少数股东损益       | 2     | 11     | 13     | 13     | 14     | 14     |
| 归属于母公司的净利润   | 147   | 214    | 258    | 226    | 321    | 412    |
| 净利率          | 13.2% | 14.1%  | 14.6%  | 10.7%  | 12.2%  | 13.6%  |

**现金流量表 (人民币百万元)**

|          | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------|------|------|------|-------|-------|-------|
| 净利润      | 149  | 225  | 271  | 239   | 335   | 425   |
| 少数股东损益   | 2    | 11   | 13   | 13    | 14    | 14    |
| 非现金支出    | 65   | 105  | 122  | 146   | 196   | 213   |
| 非经营收益    | 6    | 13   | -2   | 19    | 20    | 5     |
| 营运资金变动   | -87  | -52  | -65  | -40   | -92   | -69   |
| 经营活动现金净流 | 132  | 291  | 325  | 365   | 459   | 574   |
| 资本开支     | -66  | -85  | -27  | -598  | -248  | -127  |
| 投资       | 0    | -98  | -5   | -1    | 0     | 0     |
| 其他       | -32  | 4    | -585 | 3     | 4     | 5     |
| 投资活动现金净流 | -98  | -179 | -617 | -596  | -244  | -122  |
| 股权募资     | 0    | 0    | 782  | 0     | 0     | 0     |
| 债权募资     | 23   | -3   | -48  | 151   | -87   | -297  |
| 其他       | -32  | -22  | -257 | 125   | -98   | -85   |
| 筹资活动现金净流 | -9   | -25  | 477  | 275   | -185  | -382  |
| 现金净流量    | 26   | 86   | 186  | 44    | 30    | 70    |

**资产负债表 (人民币百万元)**

|          | 2014  | 2015  | 2016  | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金     | 124   | 216   | 406   | 450   | 480   | 550   |
| 应收款项     | 238   | 417   | 443   | 525   | 654   | 759   |
| 存货       | 59    | 127   | 145   | 176   | 213   | 243   |
| 其他流动资产   | 43    | 29    | 652   | 664   | 670   | 678   |
| 流动资产     | 464   | 789   | 1,645 | 1,815 | 2,017 | 2,230 |
| %总资产     | 30.3% | 34.8% | 54.4% | 49.6% | 51.4% | 54.9% |
| 长期投资     | 136   | 49    | 16    | 16    | 16    | 16    |
| 固定资产     | 836   | 1,236 | 1,165 | 1,621 | 1,677 | 1,597 |
| %总资产     | 54.5% | 54.5% | 38.5% | 44.3% | 42.8% | 39.3% |
| 无形资产     | 96    | 181   | 187   | 192   | 197   | 202   |
| 非流动资产    | 1,071 | 1,478 | 1,381 | 1,842 | 1,904 | 1,829 |
| %总资产     | 69.7% | 65.2% | 45.6% | 50.4% | 48.6% | 45.1% |
| 资产总计     | 1,535 | 2,267 | 3,026 | 3,657 | 3,921 | 4,059 |
| 短期借款     | 140   | 279   | 254   | 405   | 318   | 20    |
| 应付款项     | 172   | 201   | 197   | 265   | 326   | 382   |
| 其他流动负债   | 26    | 50    | 57    | 74    | 93    | 111   |
| 流动负债     | 338   | 530   | 508   | 744   | 737   | 513   |
| 长期贷款     | 5     | 172   | 149   | 149   | 149   | 150   |
| 其他长期负债   | 53    | 53    | 55    | 54    | 54    | 55    |
| 负债       | 396   | 755   | 711   | 946   | 939   | 717   |
| 普通股股东权益  | 1,099 | 1,293 | 2,270 | 2,652 | 2,909 | 3,257 |
| 少数股东权益   | 40    | 220   | 45    | 58    | 72    | 85    |
| 负债股东权益合计 | 1,535 | 2,267 | 3,026 | 3,657 | 3,921 | 4,059 |

**比率分析**

|             | 2014   | 2015   | 2016   | 2017E   | 2018E  | 2019E   |
|-------------|--------|--------|--------|---------|--------|---------|
| 每股指标        |        |        |        |         |        |         |
| 每股收益        | 0.765  | 1.112  | 1.214  | 1.064   | 1.513  | 1.940   |
| 每股净资产       | 5.726  | 6.733  | 10.695 | 12.495  | 13.708 | 15.347  |
| 每股经营现金净流    | 0.688  | 1.515  | 1.533  | 1.720   | 2.161  | 2.705   |
| 每股股利        | 0.100  | 0.150  | 0.300  | 0.300   | 0.300  | 0.300   |
| 回报率         |        |        |        |         |        |         |
| 净资产收益率      | 13.36% | 16.52% | 11.35% | 8.51%   | 11.04% | 12.64%  |
| 总资产收益率      | 9.57%  | 9.42%  | 8.51%  | 6.17%   | 8.19%  | 10.14%  |
| 投入资本收益率     | 11.30% | 11.12% | 9.94%  | 7.61%   | 9.96%  | 11.97%  |
| 增长率         |        |        |        |         |        |         |
| 主营业务收入增长率   | 20.97% | 36.26% | 16.61% | 19.89%  | 23.84% | 15.49%  |
| EBIT 增长率    | 38.12% | 49.98% | 24.07% | -7.99%  | 38.18% | 22.45%  |
| 净利润增长率      | 39.85% | 45.39% | 20.64% | -12.35% | 42.19% | 28.21%  |
| 总资产增长率      | 7.19%  | 47.70% | 33.46% | 20.84%  | 7.21%  | 3.54%   |
| 资产管理能力      |        |        |        |         |        |         |
| 应收账款周转天数    | 51.4   | 58.2   | 67.3   | 68.0    | 68.2   | 68.3    |
| 存货周转天数      | 30.5   | 32.5   | 41.2   | 42.0    | 42.1   | 42.2    |
| 应付账款周转天数    | 68.0   | 57.5   | 51.4   | 52.0    | 52.5   | 53.0    |
| 固定资产周转天数    | 263.9  | 282.4  | 226.6  | 302.0   | 244.7  | 198.6   |
| 偿债能力        |        |        |        |         |        |         |
| 净负债/股东权益    | 1.82%  | 15.50% | -0.26% | 3.72%   | -0.55% | -11.47% |
| EBIT 利息保障倍数 | 22.3   | 17.3   | 73.6   | 12.6    | 16.5   | 46.1    |
| 资产负债率       | 25.80% | 33.28% | 23.50% | 25.88%  | 23.96% | 17.65%  |

资料来源：公司公告，国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

| 日期 | 一周内  | 一月内  | 二月内  | 三月内  | 六月内  |
|----|------|------|------|------|------|
| 买入 | 0    | 0    | 1    | 1    | 4    |
| 增持 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 中性 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 减持 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 评分 | 0.00 | 0.00 | 1.00 | 1.00 | 1.00 |

来源：朝阳永续

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

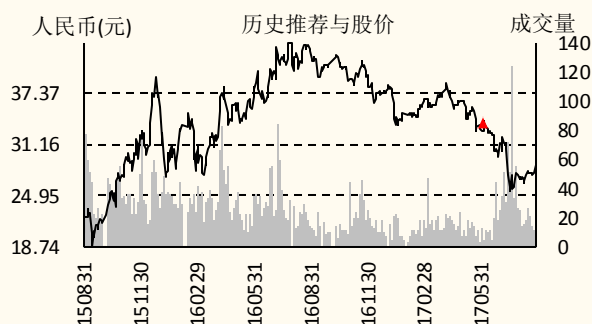
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性  
 3.01~4.0 = 减持

**历史推荐和目标定价(人民币)**

| 序号 | 日期         | 评级 | 市价    | 目标价         |
|----|------------|----|-------|-------------|
| 1  | 2017-06-08 | 买入 | 34.02 | 40.90~43.80 |
|    |            |    |       |             |
|    |            |    |       |             |
|    |            |    |       |             |
|    |            |    |       |             |
|    |            |    |       |             |
|    |            |    |       |             |
|    |            |    |       |             |

来源：国金证券研究所


**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD