

长海股份 (300196)

证券研究报告

2021年04月11日

汇兑损失影响业绩，21年快速增长可期

20年业绩小幅下滑，21年或迎来快速增长

公司20年实现营收/归母净利润20.43/2.71亿元，YOY-7.57%/-6.48%，扣非归母净利润2.53亿元，YOY-6.72%，其中20Q4实现收入/归母净利润5.65/0.74亿元，同比+3.84%/+35.93%，Q4汇兑损失增加近1900万，导致利润增速较低。公司同时公布21年一季度业绩预告，预计归母净利润同比增长60.53%-103.33%，我们认为公司21年玻纤、树脂产能均有提升，同时玻纤价格弹性释放，业绩有望迎来快速增长，上调至“买入”评级。

20年玻纤及制品收入同比下滑3%，预计21年有望迎来量价齐升

公司20年玻纤及制品收入13.31亿元，同比下降3%，主要系价格下滑影响，全年销售玻纤及制品19.6万吨，同比基本持平，我们测算吨均价6786元，同比下滑4.7%，吨成本4497元，同比下降149元，降本增效继续推进。20年玻纤及制品毛利率33.7%，同比下滑1.0pct，其中上半年/下半年毛利率分别为31.5%/35.4%，下半年毛利率已有所好转。Q4玻纤价格开始进入上行通道，我们认为21年价格弹性有望充分释放，同时公司玻纤纱10万吨产能将落地，预计21年玻纤业务有望迎来量价齐升。

化工业务毛利率逆势提升，21年技改完成有望进一步增加收入

公司20年化工业务收入6.1亿元，同比下滑16%，全年销量9万吨，同比增长11%，因产能利用率有所提升，全年产能利用率59.7%，同比提升6.1pct。单吨售价6792元，同比下滑25%，主要因化工原材料价格下降，公司对产品价格进行同步调整，但降价幅度小于原材料价格下滑幅度，推动毛利率同比提升6.1pct达25.6%。下半年化工原材料价格迎来反弹，化工毛利率25.2%，较上半年的26.2%有所下滑。公司全资子公司天马集团原年产2.5万吨不饱和聚酯树脂生产线于20年11月启动技改，项目建成后产能可提升至10万吨，有望进一步提升化工业务收入。

汇率波动导致汇兑损失大幅增加，资本结构仍保持良好

公司20年期间费用率15.7%，同比提升2.0pct，其中销售/财务费用率同比分别提升0.8/1.2pct，销售费用率提升主要系职工薪酬增加较多，财务费用率提升因报告期内汇兑损失增加2877万，主要受美元汇率持续走低影响，21年汇率波动有望减弱。20年末资产负债率23.65%，同比提升9.4pct，系公司发行可转债募资，但杠杆率仍处于低位，未来扩张空间较大。

21年有望进入新一轮产能扩张期，上调至“买入”评级

考虑到玻纤价格上涨及产能释放，上调21年盈利预测至4.4亿元（前值4.1亿元），补充22-23年盈利预测5.8/7.1亿元，参考可比公司估值，考虑到公司未来扩张空间大，成长性较好，给予公司21年20倍目标PE，对应目标价21.60元，上调至“买入”评级。

风险提示：公司投产进度不及预期、玻纤需求下滑、行业产能大幅扩张。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,209.71	2,042.51	2,782.65	3,560.37	4,071.73
增长率(%)	0.54	(7.57)	36.24	27.95	14.36
EBITDA(百万元)	562.00	561.75	579.98	735.56	889.93
净利润(百万元)	289.45	270.69	440.94	579.56	711.89
增长率(%)	10.03	(6.48)	62.89	31.44	22.83
EPS(元/股)	0.71	0.66	1.08	1.42	1.74
市盈率(P/E)	23.69	25.33	15.55	11.83	9.63
市净率(P/B)	2.56	2.31	2.12	1.84	1.57
市销率(P/S)	3.10	3.36	2.46	1.93	1.68
EV/EBITDA	7.33	10.75	10.25	7.29	5.53

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	化工/化学制品
6个月评级	买入（调高评级）
当前价格	16.78元
目标价格	21.60元

基本数据

A股总股本(百万股)	408.70
流通A股股本(百万股)	245.83
A股总市值(百万元)	6,857.99
流通A股市值(百万元)	4,125.05
每股净资产(元)	7.01
资产负债率(%)	23.65
一年内最高/最低(元)	21.86/9.11

作者

鲍荣富 分析师
SAC执业证书编号：S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

王涛 分析师
SAC执业证书编号：S1110521010001
wangtao@tfzq.com

李辉 分析师
SAC执业证书编号：S1110517040001
hulii@tfzq.com

股价走势



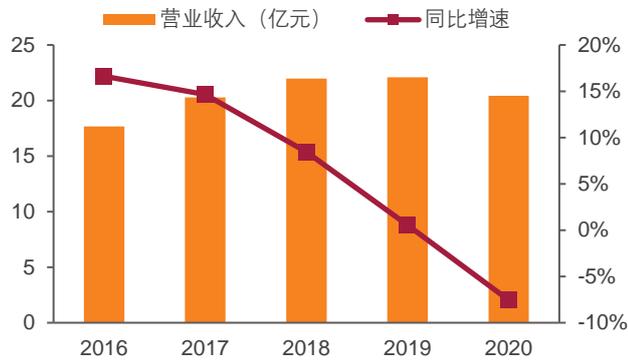
资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《长海股份-公司点评:业绩稳健增长，行业有望边际向好》2020-01-14
- 2 《长海股份-季报点评:盈利增长稳健，收现情况改善》2019-10-27
- 3 《长海股份-半年报点评:业绩实现较快增长，经营情况整体稳健》2019-08-28

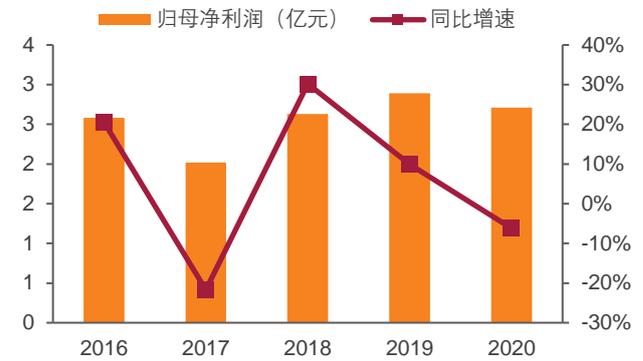
公司历年经营情况

图 1：公司 2016–2020 年营收及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：公司 2016–2020 年归母净利润及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

表 1：可比公司估值表

证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	当前价格 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2019	2020	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
600176.SH	中国巨石	665.4	19.00	0.61	0.69	1.26	1.44	31.15	27.54	15.08	13.19
002080.SZ	中材科技	370.9	22.10	0.82	1.22	1.59	1.87	26.95	18.11	13.90	11.82
605006.SH	山东玻纤	62.8	12.55	0.37	0.34	0.91	1.12	33.92	36.91	13.79	11.21
	平均值							30.67	27.52	14.26	12.07
300196.SZ	长海股份	68.6	16.78	0.71	0.66	1.08	1.42	23.69	25.33	15.55	11.83

注：数据截至 20210409 收盘，除长海股份 21-22 年为天风预测外，其余公司 21-22 年 EPS 为 Wind 一致预测。

资料来源：Wind、天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	624.28	1,243.66	1,069.58	1,556.38	1,944.56
应收票据及应收账款	348.85	349.44	690.47	583.41	905.84
预付账款	14.49	11.21	26.92	20.60	31.36
存货	184.77	166.14	288.09	300.57	348.84
其他	386.72	363.99	328.02	352.52	358.38
流动资产合计	1,559.11	2,134.44	2,403.08	2,813.47	3,588.99
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,385.86	1,462.31	1,448.76	1,440.37	1,422.09
在建工程	39.06	86.68	88.01	100.81	90.48
无形资产	163.76	159.14	154.31	149.47	144.63
其他	37.88	35.60	26.73	21.08	17.95
非流动资产合计	1,626.57	1,743.74	1,717.80	1,711.73	1,675.16
资产总计	3,185.68	3,878.17	4,120.88	4,525.20	5,264.14
短期借款	70.59	26.53	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	249.98	241.52	409.18	417.34	508.44
其他	86.48	164.72	140.55	132.82	191.75
流动负债合计	407.04	432.77	549.73	550.16	700.19
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	443.82	300.00	200.00	150.00
其他	46.81	40.50	45.58	44.29	43.46
非流动负债合计	46.81	484.31	345.58	244.29	193.46
负债合计	453.85	917.09	895.31	794.45	893.65
少数股东权益	53.27	(1.90)	(2.12)	(1.94)	(2.23)
股本	415.19	408.70	408.70	408.70	408.70
资本公积	881.66	806.18	806.18	806.18	806.18
留存收益	2,320.94	2,454.84	2,818.99	3,323.99	3,964.02
其他	(939.23)	(706.73)	(806.18)	(806.18)	(806.18)
股东权益合计	2,731.83	2,961.09	3,225.57	3,730.75	4,370.50
负债和股东权益总计	3,185.68	3,878.17	4,120.88	4,525.20	5,264.14

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	290.18	270.41	440.94	579.56	711.89
折旧摊销	151.13	159.55	77.06	80.42	83.44
财务费用	5.63	30.37	(1.29)	(8.31)	(7.75)
投资损失	(7.04)	(7.69)	(7.37)	(7.53)	(7.45)
营运资金变动	(172.04)	(2.77)	(282.02)	84.60	(231.44)
其它	111.26	(16.51)	3.16	3.63	3.20
经营活动现金流	379.12	433.36	230.49	732.38	551.90
资本支出	87.71	277.95	54.92	81.28	50.84
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(173.19)	(479.67)	(114.21)	(160.61)	(100.45)
投资活动现金流	(85.48)	(201.72)	(59.29)	(79.33)	(49.61)
债权融资	70.59	470.35	300.00	200.00	150.00
股权融资	(0.68)	53.19	(98.16)	8.31	7.75
其他	(276.92)	(105.05)	(547.13)	(374.57)	(271.85)
筹资活动现金流	(207.02)	418.49	(345.29)	(166.25)	(114.10)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	86.62	650.13	(174.09)	486.80	388.18

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2,209.71	2,042.51	2,782.65	3,560.37	4,071.73
营业成本	1,565.96	1,410.73	1,864.77	2,374.58	2,656.67
营业税金及附加	18.82	17.23	23.48	30.04	34.35
营业费用	124.84	131.37	175.31	220.74	252.45
管理费用	90.34	83.90	114.09	145.98	166.94
研发费用	91.30	83.71	114.09	145.98	166.94
财务费用	(2.61)	21.85	(1.29)	(8.31)	(7.75)
资产减值损失	(1.51)	(0.96)	(1.23)	(1.10)	(1.17)
公允价值变动收益	(0.19)	1.62	3.39	3.45	3.50
投资净收益	7.04	7.69	7.37	7.53	7.45
其他	(14.09)	(24.42)	(21.52)	(21.96)	(21.89)
营业利润	329.81	309.79	504.21	663.45	814.24
营业外收入	1.11	0.29	0.78	0.72	0.60
营业外支出	1.48	0.77	0.89	1.05	0.90
利润总额	329.44	309.30	504.09	663.12	813.93
所得税	39.26	38.89	63.38	83.38	102.34
净利润	290.18	270.41	440.71	579.75	711.60
少数股东损益	0.73	(0.28)	(0.23)	0.18	(0.29)
归属于母公司净利润	289.45	270.69	440.94	579.56	711.89
每股收益(元)	0.71	0.66	1.08	1.42	1.74

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	0.54%	-7.57%	36.24%	27.95%	14.36%
营业利润	8.66%	-6.07%	62.76%	31.58%	22.73%
归属于母公司净利润	10.03%	-6.48%	62.89%	31.44%	22.83%
获利能力					
毛利率	29.13%	30.93%	32.99%	33.31%	34.75%
净利率	13.10%	13.25%	15.85%	16.28%	17.48%
ROE	10.81%	9.14%	13.66%	15.53%	16.28%
ROIC	13.47%	14.56%	21.54%	24.74%	31.54%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	14.25%	23.65%	21.73%	17.56%	16.98%
净负债率	-20.27%	-26.12%	-23.86%	-36.36%	-41.06%
流动比率	3.83	4.93	4.37	5.11	5.13
速动比率	3.38	4.55	3.85	4.57	4.63

营运能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
应收账款周转率	4.93	5.85	5.35	5.59	5.47
存货周转率	11.23	11.64	12.25	12.10	12.54
总资产周转率	0.70	0.58	0.70	0.82	0.83

每股指标(元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	0.71	0.66	1.08	1.42	1.74
每股经营现金流	0.93	1.06	0.56	1.79	1.35
每股净资产	6.55	7.25	7.90	9.13	10.70

估值比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
市盈率	23.69	25.33	15.55	11.83	9.63
市净率	2.56	2.31	2.12	1.84	1.57
EV/EBITDA	7.33	10.75	10.25	7.29	5.53
EV/EBIT	9.86	14.74	11.82	8.18	6.10

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com