

公司研究

坚定走主业，长海进入新一轮产能扩张期

——长海股份（300196.SH）2020年报和2021年一季度业绩预告点评

要点

2020年长海归母净利润同降6.5%，EPS 0.66元；21年一季度业绩大幅预增：

2020年公司实现营业收入20.4亿元，同降7.6%，归母净利润2.7亿元，同降6.5%，EPS 0.66元；单4季度公司营收5.7亿元，同增3.8%，归母净利润0.74亿元，同增35.3%，EPS 0.18元。2021年一季度业绩预告归母净利润0.9-1.14亿元，同增60.5%-103.3%。因玻纤行业景气度持续走高，自20年下半年以来公司盈利情况逐季改善。

玻纤提价盈利改善，多因素致使费率上升：

2020年公司综合毛利率30.9%，同比上升1.8个百分点；销售、管理、研发和财务费率分别为6.4%、4.1%、4.1%、1.1%，同比变动+0.8、+0、-0和+1.2个百分点，期间费率15.7%，同比上升2.0个百分点。单4季度综合毛利率33.7%，同升5.9个百分点；销售、管理、研发和财务费率分别为8.3%、3.5%、4.5%和3.3%，同比变动+1.6、-0.8、+0.2和+2.5个百分点，期间费率19.7%，同升3.5个百分点。

20年国内和风电市场需求较好，且行业新增供给有限，下半年以来玻纤行业景气改善，玻纤价格出现多轮上涨，因长期客户占比高和化工原材料大幅上涨影响，公司整体盈利水平小幅改善；此外受海运费用大幅上涨和人民币升值产生汇兑损失等因素影响，销售和财务费用率出现较为明显的上升，整体业绩表现一般。21年1季度玻纤行业高景气，产品量价齐升，生产效率高，公司业绩出现显著改善。

坚定走主业，长海进入新一轮产能扩张期：

10万吨/年的无碱粗纱池窑生产线，预计21年二季度末点火；配套制品（短切纱/毡）深加工生产线进入调试期，将逐步释放产能；不饱和树脂扩建10万吨项目预计下半年投产，年内处于产能爬坡期。公司坚定走主业，预计后期还有新的玻纤窑炉配套制品产能正在规划中，且未来随产能的扩大，将进一步优化产品结构。

盈利预测与估值评级：

我们维持公司的盈利预测，21-22年EPS 1.02、1.32；新增23年EPS 1.61元。长海股份的产能扩张加速推进，叠加玻纤行业高景气，预计下半年出口需求好转和海运费用下降。当前股价对应的2021年PE估值约16倍处于历史估值底部，维持“买入”评级。

风险提示：

玻纤及制品需求不确定性风险；原材料成本上升；汇率波动导致汇兑损失风险；国内项目建设投产和产品推广不及预期等。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	2,210	2,043	2,626	3,256	4,034
营业收入增长率	0.54%	-7.57%	28.59%	23.98%	23.90%
净利润（百万元）	289	271	418	539	657
净利润增长率	10.03%	-6.48%	54.45%	28.89%	21.91%
EPS（元）	0.70	0.66	1.02	1.32	1.61
ROE（归属母公司）（摊薄）	10.81%	9.14%	12.52%	14.39%	15.53%
P/E	23	24	16	12	10
P/B	2.5	2.2	1.9	1.7	1.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-04-12
注：19年末总股本为4.15亿股，20年末为4.09亿股

买入（维持）

当前价：15.91元

作者

分析师：

胡添雅

执业证书编号：S0930518110002

021-52523817

hutianya@ebscn.com

孙伟风

执业证书编号：S0930516110003

021-52523822

sunwf@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	4.09
总市值(亿元)	65.02
一年最低/最高(元)	8.98/21.86
近3月换手率	72.00%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-0.95	4.35	25.86
绝对	-2.69	-6.95	57.68

资料来源：Wind

相关研报

是周期还是成长？——对玻璃纤维行业制造业本质的探讨（2020-08-26）

产能翻倍式扩张，可再造一个长海——长海股份2020年三季度报点评（2020-10-30）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2,210	2,043	2,626	3,256	4,034
营业成本	1,566	1,411	1,746	2,166	2,699
折旧和摊销	144	152	165	243	325
税金及附加	19	17	22	27	34
销售费用	125	131	158	195	242
管理费用	90	84	105	120	145
研发费用	91	84	105	112	137
财务费用	-3	22	26	33	40
投资收益	7	8	20	20	20
营业利润	330	310	476	613	747
利润总额	329	309	475	612	747
所得税	39	39	57	73	90
净利润	290	270	418	539	657
少数股东损益	1	0	0	0	0
归属母公司净利润	289	271	418	539	657
EPS(元)	0.70	0.66	1.02	1.32	1.61

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	379	433	406	602	765
净利润	289	271	418	539	657
折旧摊销	144	152	165	243	325
净营运资金增加	-88	-123	347	369	455
其他	34	134	-525	-549	-672
投资活动产生现金流	-85	-202	-1,998	-2,005	-1,980
净资本支出	-79	-266	-2,000	-2,000	-2,000
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-7	64	2	-5	20
融资活动现金流	-207	418	1,083	1,579	1,433
股本变化	-9	-6	0	0	0
债务净变化	-115	400	1,151	1,745	1,646
无息负债变化	-40	63	45	88	111
净现金流	87	621	-508	176	218

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	29.1%	30.9%	33.5%	33.5%	33.1%
EBITDA 率	21.9%	23.9%	25.0%	27.0%	27.3%
EBIT 率	15.1%	16.1%	18.7%	19.5%	19.2%
税前净利润率	14.9%	15.1%	18.1%	18.8%	18.5%
归母净利润率	13.1%	13.3%	15.9%	16.5%	16.3%
ROA	9.1%	7.0%	7.7%	7.0%	6.6%
ROE (摊薄)	10.8%	9.1%	12.5%	14.4%	15.5%
经营性 ROIC	11.1%	10.8%	8.9%	8.0%	7.5%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	14%	24%	39%	51%	57%
流动比率	3.83	4.93	1.40	0.81	0.64
速动比率	3.38	4.55	1.24	0.72	0.57
归母权益/有息债务	37.95	6.30	2.06	1.11	0.84
有形资产/有息债务	42.29	7.84	3.25	2.23	1.95

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按当年年末股本计算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	3,186	3,878	5,451	7,689	9,930
货币资金	624	1,244	735	912	1,130
交易性金融资产	149	111	111	111	111
应收帐款	346	347	411	510	632
应收票据	3	2	3	3	4
其他应收款 (合计)	2	2	3	3	4
存货	185	166	207	257	320
其他流动资产	236	251	368	494	649
流动资产合计	1,559	2,134	1,855	2,312	2,877
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,386	1,462	2,927	4,382	5,808
在建工程	39	87	365	574	730
无形资产	164	159	151	144	136
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	1	5	23	23	23
非流动资产合计	1,627	1,744	3,596	5,378	7,053
总负债	454	917	2,113	3,946	5,702
短期借款	71	27	877	2,322	3,818
应付账款	219	189	244	303	378
应付票据	31	52	35	43	54
预收账款	21	0	26	33	40
其他流动负债	0	20	20	20	20
流动负债合计	407	433	1,329	2,861	4,468
长期借款	0	0	300	600	750
应付债券	0	444	444	444	444
其他非流动负债	47	40	40	40	40
非流动负债合计	47	484	784	1,084	1,234
股东权益	2,732	2,961	3,338	3,743	4,228
股本	415	409	409	409	409
公积金	1,022	964	1,006	1,011	1,011
未分配利润	1,298	1,491	1,827	2,227	2,711
归属母公司权益	2,679	2,963	3,340	3,745	4,230
少数股东权益	53	-2	-2	-2	-2

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	5.65%	6.43%	6.00%	6.00%	6.00%
管理费用率	4.09%	4.11%	4.00%	3.70%	3.60%
财务费用率	-0.12%	1.07%	1.00%	1.00%	1.00%
研发费用率	4.13%	4.10%	4.00%	3.45%	3.40%
所得税率	12%	13%	12%	12%	12%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.15	0.10	0.33	0.42	0.51
每股经营现金流	0.91	1.06	0.99	1.47	1.87
每股净资产	6.45	7.25	8.17	9.16	10.35
每股销售收入	5.32	5.00	6.43	7.97	9.87

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	23	24	16	12	10
PB	2.5	2.2	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	13.9	12.9	12.2	11.1	10.3
股息率	0.9%	0.6%	2.1%	2.7%	3.2%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE