

长海股份 (300196)

证券研究报告

2021年05月16日

产能迎大幅扩张，未来成长可期

拟投资建设 60 万吨高性能玻璃纤维纱，产能进入新一轮扩张期

公司发布公告，拟投资建设 60 万吨高性能玻璃纤维智能制造基地项目，总投资 63.47 亿元（固定资产投资 59.67 亿，流动资金 3.8 亿），其中自有资金投入 25 亿，其他通过定增、发行可转债或申请银行贷款等方式自筹，资金费用率与银行贷款利率相同（为 4.75%）。项目建设四条年产 15 万吨玻纤池窑拉丝生产线，分两期实施（每期两条），其中一期工程拟为 30 个月，二期工程拟为 24 个月，项目建成后，年平均销售收入 38.34 亿元，净利润约 15.34 亿元，税后内部收益率为 28.57%，投资回收期为 6.43 年，具有较好的经济效益。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，维持“买入”评级。

新项目内部收益率更高，达产后公司将跻身国内第三大玻纤企业

公司目前拥有 3 座玻纤池窑生产线，25 万吨玻璃纤维产能，产能总量位居全国前五位，产能达产后，公司将成为国内第三大玻璃纤维企业，仅次于中国巨石及泰山玻纤。根据公司可行性研究报告，项目建成后可实现吨收入 6390 元，采用纯氧燃烧+大功率电助熔技术，单位产品燃料成本可降低 15%-30%，总体能耗水平可降低 30%以上，我们测算单吨总成本 3325 元（含费用），税后财务内部收益率为 28.57%，高于前期 10 万吨募投项目的 24.51%。该项目的建成将使得公司风电纱产能得到扩充，产品应用领域得到进一步拓展，产业链更加完善，同时新产能能效更高，有望进一步拉近公司与龙头企业的成本差距。

21 全年价格较为乐观，长期需求空间仍在

21 年上半年行业新增产能较少，行业景气度有望延续，下半年部分企业新建产线预计点火，但我们认为供需格局或仍将维持稳健：1) 因玻纤窑炉存在产能爬坡期，因此落地产能实际运行时间或更短；2) 需求端受益于汽车轻量化、家电等需求带动，部分玻纤纱或仍出现结构性短缺，同时海外有望贡献部分增量，我们对全年玻纤价格仍较为乐观。长期来看，在碳减排政策下，新能源行业面临较大的发展机遇，风电装机量及新能源车需求量有望维持较快增长，带动玻纤纱需求提升。根据 IMF 预测，近年全球玻纤将保持 5% 的复合增长速度，而国内玻纤需求的增速高于全球，预计未来五年的复合增速在 8-10%，长期需求空间仍在。

21 年业绩有望迎来快速增长，维持“买入”评级

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，当前对应 21 年 PE 仅 13.8 倍，接近估值底部，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 24.60 元，维持“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	2,898.92	3,705.66	4,325.99
增长率(%)	0.54	(7.57)	41.93	27.83	16.74
EBITDA(百万元)	562.00	561.75	658.65	824.35	1,023.85
净利润(百万元)	289.45	270.69	501.05	657.70	830.18
增长率(%)	10.03	(6.48)	85.10	31.26	26.22
EPS(元/股)	0.71	0.66	1.23	1.61	2.03
市盈率(P/E)	23.88	25.53	13.79	10.51	8.32
市净率(P/B)	2.58	2.33	2.11	1.79	1.50
市销率(P/S)	3.13	3.38	2.38	1.87	1.60
EV/EBITDA	7.33	10.75	9.09	6.43	4.71

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（维持评级）
当前价格	16.31 元
目标价格	24.60 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)	6,665.90
流通 A 股市值(百万元)	4,009.51
每股净资产(元)	7.27
资产负债率(%)	23.40
一年内最高/最低(元)	21.86/10.14

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

- 《长海股份-季报点评:涨价弹性开始释放，行业高景气延续》 2021-04-27
- 《长海股份-年报点评报告:汇兑损失影响业绩，21 年快速增长可期》 2021-04-11
- 《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

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	624.28	1,243.66	1,079.09	1,667.39	2,095.55	营业收入	2,209.71	2,042.51	2,898.92	3,705.66	4,325.99
应收票据及应收账款	348.85	349.44	733.92	591.94	990.30	营业成本	1,565.96	1,410.73	1,881.63	2,403.38	2,733.93
预付账款	14.49	11.21	27.27	20.83	32.64	营业税金及附加	18.82	17.23	24.46	31.26	36.50
存货	184.77	166.14	292.19	303.60	364.70	营业费用	124.84	131.37	185.53	235.31	272.54
其他	386.72	363.99	328.35	352.56	358.98	管理费用	90.34	83.90	118.86	151.93	177.37
流动资产合计	1,559.11	2,134.44	2,460.82	2,936.32	3,842.17	研发费用	91.30	83.71	118.86	151.93	177.37
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	(2.61)	21.85	8.66	(8.92)	(9.08)
固定资产	1,385.86	1,462.31	1,448.76	1,440.37	1,422.09	资产减值损失	(1.51)	(0.96)	(1.23)	(1.10)	(1.17)
在建工程	39.06	86.68	88.01	100.81	90.48	公允价值变动收益	(0.19)	1.62	3.39	3.45	3.50
无形资产	163.76	159.14	154.31	149.47	144.63	投资净收益	7.04	7.69	7.37	7.53	7.45
其他	37.88	35.60	26.73	21.08	17.95	其他	(14.09)	(24.42)	(21.52)	(21.96)	(21.89)
非流动资产合计	1,626.57	1,743.74	1,717.80	1,711.73	1,675.16	营业利润	329.81	309.79	572.92	752.84	949.48
资产总计	3,185.68	3,878.17	4,178.62	4,648.05	5,517.32	营业外收入	1.11	0.29	0.78	0.72	0.60
短期借款	70.59	26.53	0.00	0.00	0.00	营业外支出	1.48	0.77	0.89	1.05	0.90
应付票据及应付账款	249.98	241.52	415.07	421.48	531.22	利润总额	329.44	309.30	572.81	752.52	949.18
其他	86.48	164.72	142.80	133.82	198.13	所得税	39.26	38.89	72.02	94.62	119.34
流动负债合计	407.04	432.77	557.87	555.29	729.35	净利润	290.18	270.41	500.79	657.90	829.83
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	0.73	(0.28)	(0.26)	0.21	(0.34)
应付债券	0.00	443.82	300.00	200.00	150.00	归属于母公司净利润	289.45	270.69	501.05	657.70	830.18
其他	46.81	40.50	45.58	44.29	43.46	每股收益(元)	0.71	0.66	1.23	1.61	2.03
非流动负债合计	46.81	484.31	345.58	244.29	193.46	主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
负债合计	453.85	917.09	903.44	799.59	922.81	成长能力					
少数股东权益	53.27	(1.90)	(2.15)	(1.94)	(2.28)	营业收入	0.54%	-7.57%	41.93%	27.83%	16.74%
股本	415.19	408.70	408.70	408.70	408.70	营业利润	8.66%	-6.07%	84.94%	31.40%	26.12%
资本公积	881.66	806.18	806.18	806.18	806.18	归属于母公司净利润	10.03%	-6.48%	85.10%	31.26%	26.22%
留存收益	2,320.94	2,454.84	2,868.63	3,441.71	4,188.09	获利能力					
其他	(939.23)	(706.73)	(806.18)	(806.18)	(806.18)	毛利率	29.13%	30.93%	35.09%	35.14%	36.80%
股东权益合计	2,731.83	2,961.09	3,275.18	3,848.47	4,594.51	净利率	13.10%	13.25%	17.28%	17.75%	19.19%
负债和股东权益总计	3,185.68	3,878.17	4,178.62	4,648.05	5,517.32	ROE	10.81%	9.14%	15.29%	17.08%	18.06%
						ROIC	13.47%	14.56%	24.91%	27.62%	36.67%
						偿债能力					
						资产负债率	14.25%	23.65%	21.62%	17.20%	16.73%
						净负债率	-20.27%	-26.12%	-23.79%	-38.13%	-42.35%
						流动比率	3.83	4.93	4.41	5.29	5.27
						速动比率	3.38	4.55	3.89	4.74	4.77
						营运能力					
						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	12.65	12.44	12.95
						总资产周转率	0.70	0.58	0.72	0.84	0.85
						每股指标(元)					
						每股收益	0.71	0.66	1.23	1.61	2.03
						每股经营现金流	0.93	1.06	0.64	2.06	1.47
						每股净资产	6.55	7.25	8.02	9.42	11.25
						估值比率					
						市盈率	23.88	25.53	13.79	10.51	8.32
						市净率	2.58	2.33	2.11	1.79	1.50
						EV/EBITDA	7.33	10.75	9.09	6.43	4.71
						EV/EBIT	9.86	14.74	10.30	7.13	5.13

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	290.18	270.41	501.05	657.70	830.18
折旧摊销	151.13	159.55	77.06	80.42	83.44
财务费用	5.63	30.37	8.66	(8.92)	(9.08)
投资损失	(7.04)	(7.69)	(7.37)	(7.53)	(7.45)
营运资金变动	(172.04)	(2.77)	(322.12)	117.99	(297.76)
其它	111.26	(16.51)	3.13	3.66	3.15
经营活动现金流	379.12	433.36	260.42	843.32	602.49
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	(108.11)	8.92	9.08
其他	(276.92)	(105.05)	(557.60)	(384.62)	(283.79)
筹资活动现金流	(207.02)	418.49	(365.71)	(175.70)	(124.71)
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	(164.57)	588.30	428.16

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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