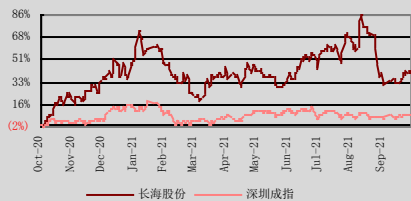


300196.SZ

增持

原评级: 增持
市场价格: 人民币 17.54
板块评级: 中性
本报告要点

- 长海股份 2021 年三季报点评。

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	0.2	1.7	(1.0)	38.4
相对深证成指	3.1	1.3	(3.1)	29.9

发行股数(百万)	409
流通股(%)	60
总市值(人民币 百万)	7,169
3个月日均交易额(人民币 百万)	117
净负债比率(%) (2021E)	净现金
主要股东(%)	
杨鹏威	42

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以 2021 年 10 月 28 日收市价为标准

相关研究报告

《长海股份: 业绩高速增长, 看好新产能带来产品结构调整》 20210823

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

化工: 化学制品

证券分析师: 余斯杰

(8621)20328217

sijie.yu@bocichina.com.cn

证券投资咨询业务证书编号: S1300520060001

证券分析师: 陈浩武

(8621)20328592

haowu.chen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300520090006

长海股份

业绩维持高增长, 产能规划显成长性

公司发布 2021 年三季报, 前三季度公司营收 18.33 亿元, 同增 24.1%; 归母净利 4.2 亿, 同增 114.5%, EPS1.03 元/股; Q3 公司营收 6.55 亿元, 同增 14.6%, 归母净利 1.61 亿元, 同增 122.8%。

支撑评级的要点

- 玻纤景气度高叠加费用管控优化, 利润水平再度提高: Q3 玻纤行业景气小幅回落便再度走高, 公司产品价格保持高位, 我们预计公司 Q3 玻纤及制品销量约 5 万吨, 环比稳定。公司综合毛利率与净利率分别为 33.9%与 24.6%, 环比稳中有升。在价格维持高位的同时, 公司费用管控进一步优化, Q3 公司费用率维持 9.3%的较低水平, 同比下降显著。
- 产能增加叠加产品结构调整, 看好公司盈利能力持续提升: 9 月 14 日公司 3 线建成并点火, 预计十月份产能能够达产, Q4 新增产量约 2 万吨。新产能投产后, 公司的热塑产品占比预计由目前的 10%左右提升至 20%, 产能由 2 万吨提升至 6 万吨, 高端产品占比进一步提升。公司原年产 2.5 万吨不饱和聚酯树脂生产线技改扩建至 10 万吨项目在 Q4 有望投产, 树脂板块营收有望增长。
- 看好四季度及明年玻纤行业景气持续: 我们持续看好玻纤行业, 原因有以下几点: 1.需求增速高于新增产能增速, 供需缺口持续存在 2.能耗双控、天然气涨价加速中小企业退出; 3.铈粉价格处于高位, 但新增产能预计会相应滞后; 4.长期看, 风电纱, 热塑短切及电子布需求持续旺盛, 新能源车放量、汽车轻量化以及手机加速迭代增加玻纤需求。

估值

- 公司业绩基本符合预期, 考虑公司新产能投放, 我们小幅调整盈利预测。预计 2021-2023 年公司收入为 29.1、33.2、38.7 亿元; 归母净利分别为 5.9、6.5、7.7 亿元; EPS 分别为 1.44、1.59、1.87 元。维持公司**增持**评级。

评级面临的主要风险

- 玻纤需求超预期下滑, 海运价格持续提升, 化工产品价格持续提升

投资摘要

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入(人民币 百万)	2,210	2,043	2,914	3,320	3,874
变动(%)	1	(8)	43	14	17
净利润(人民币 百万)	289	271	588	649	765
全面摊薄每股收益(人民币)	0.708	0.662	1.438	1.588	1.872
变动(%)	8.2	(6.5)	117.1	10.4	17.9
市场预期每股收益(人民币)			1.290	1.580	1.900
原先预测摊薄每股收益(人民币)			1.331	1.490	1.757
调整幅度(%)			8.0	6.5	6.5
全面摊薄市盈率(倍)	24.8	26.5	12.2	11.0	9.4
价格/每股账面价值(倍)	23.9	30.5	11.3	9.3	7.9
每股现金流量(人民币)	0.73	0.58	1.55	1.90	2.22
企业价值/息税折旧前利润(倍)	15.3	14.6	8.6	7.9	6.9
每股股息(人民币)	0.26	0.23	0.29	0.32	0.37
股息率(%)	1.5	1.3	1.7	1.8	2.1

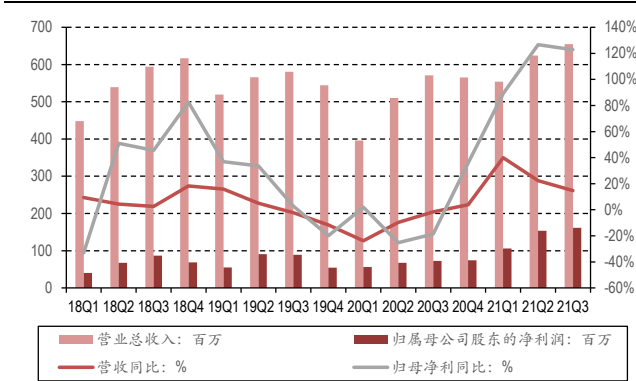
资料来源: 公司公告, 中银证券预测

一、Q3 营收增长 14.6%，归母净利增长 122.8%

事件：公司发布 2021 年三季报，前三季度公司营收 18.33 亿元，同增 24.1%；归母净利 4.2 亿，同增 114.5%，EPS1.03 元/股；Q3 公司营收 6.55 亿元，同增 14.6%，归母净利 1.61 亿元，同增 122.8%。Q3 销售商品提供劳务的现金流 5.26 亿元，经营活动现金净流量 1.46 亿元。

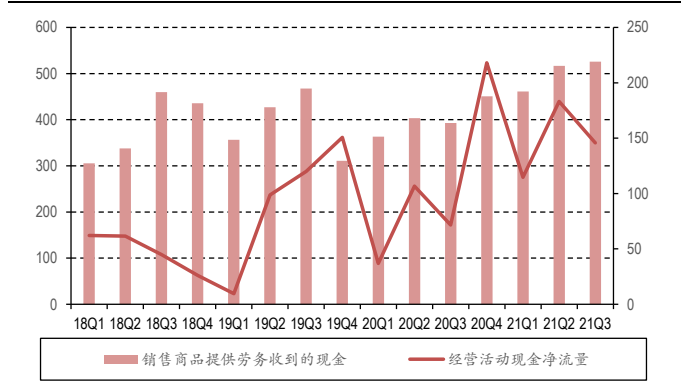
玻纤景气度高叠加费用管控优化，利润水平再度提高：Q3 玻纤行业景气小幅回落后便再度走高，公司产品价格保持高位，我们预计公司 Q3 玻纤及制品销量约 5 万吨，环比稳定。公司综合毛利率与净利率分别为 33.9%与 24.6%，环比稳中有升。在价格维持高位的同时，公司费用管控进一步优化，Q3 公司费用率维持 9.3%的较低水平，环比稳定，同比下降显著。

图表 1. Q3 营收增长 14.6%，归母净利增长 122.8%



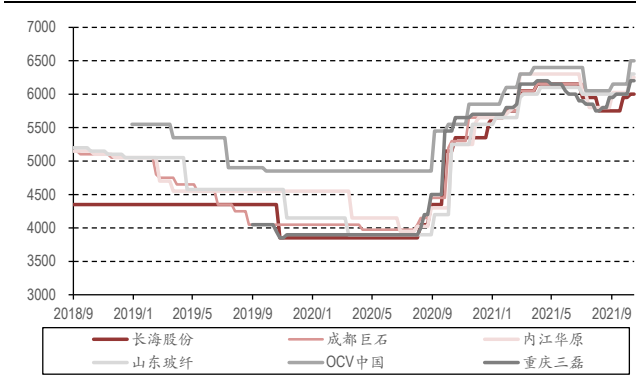
资料来源：公司财报，中银证券

图表 2. Q3 现金流量稳中向好(单位:百万)



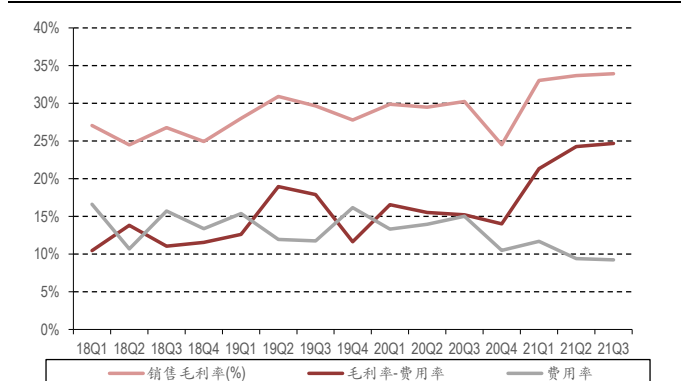
资料来源：公司财报，中银证券

图表 3. 玻纤保持较高景气度



资料来源：公司财报，中银证券

图表 4. 费用控制依然较好，利润率上升



资料来源：公司财报，中银证券

二、新增产能释放体现公司成长性，持续看好行业格局

产能增加叠加产品结构调整，看好公司盈利能力持续提升：根据卓创资讯，9 月 14 日公司 3 线建成并点火，预计十月份产能够达产，Q4 新增两个半月产能约 2 万吨。新产能投产后，产能将有一部分投入热塑产品生产，部分投入制品的原料生产，公司的热塑产品占比预计由目前的 10%左右提升至 20%，产能由 2 万吨提升至 6 万吨，高端产品占比进一步提升。公司已经为新产能投产做好了市场铺垫，预计产能达产后将能够顺利消化。同时，公司原年产 2.5 万吨不饱和聚酯树脂生产线技改扩建至 10 万吨项目在 Q4 有望投产，新产能释放，产品结构调整，全产业链布局进一步完善，树脂板块营收有望增长。

六十万吨玻纤纱池窑规划稳步推进，十四五期间成长性有望兑现：今年 5 月公司公告 60 万吨玻纤纱池窑新建项目的可行性报告，公司将综合利用自有资金、可转债、银行贷款等融资方式为 60 万吨产线建设筹措资金：项目建设资金中自有资金 25 亿，其余通过定增、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%；正常生产年份流动资金 30%为企业自有投入，其余为银行贷款，年利率为 4.35%。公司资产负债率较低，为公司扩产提供空间。

看好四季度及明年玻纤行业景气持续：我们持续看好玻纤行业，原因有以下几点：1.需求增速高于新增产能增速，供需缺口持续存在，产品价格有望维持高位；2.能耗双控、天然气涨价对能源供给良好，能耗效率较高的龙头企业影响相对较小，而中小企业则会加速退出；3.铈粉价格虽回落，但仍处于高位，龙头出售闲置铈粉、降低铂铈合金中铈含量增厚利润，但新增产能预计会相应滞后；4.长期看，除了风电韧性之外，热塑短切及电子布需求持续旺盛，新能源车放量、汽车轻量化以及手机加速迭代之下，我们认为热塑短切及电子布需求的加速增长将为大概率；传统建材及工业纱需求韧性仍存，且替代效应将持续显现；玻纤需求仍维持旺盛，玻纤行业景气度仍然有望持续。

图表 5. 2021Q3 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2020Q3	2021Q3	同比增长(%)
营业收入	571.17	654.80	14.64
营业税及附加	4.78	3.73	(22.05)
净营业收入	566.39	651.08	14.95
营业成本	398.41	432.64	8.59
销售费用	29.55	16.02	(45.79)
管理费用	20.31	23.24	14.38
财务费用	15.12	(0.95)	(106.27)
资产减值损失	(0.10)	(0.19)	(95.52)
营业利润	86.90	186.49	114.60
营业外收入	0.13	0.00	(97.74)
营业外支出	0.54	0.14	(74.91)
利润总额	86.49	186.35	115.46
所得税	14.17	25.11	77.15
少数股东损益	(0.10)	(0.10)	0.18
归属母公司股东净利润	72.42	161.35	122.79
扣除非经常性损益的净利润	68.64	137.05	99.67
每股收益(元)	0.18	0.39	116.67
扣非后每股收益(元)	0.16	0.32	100.00
毛利率(%)	30.25	33.93	增加 3.68 个百分点
净利率(%)	12.66	24.63	增加 11.96 个百分点
销售费用率(%)	5.17	2.45	减少 2.73 个百分点
管理费用率(%)	3.56	3.55	减少 0.01 个百分点
财务费用率(%)	2.65	(0.14)	减少 2.79 个百分点

资料来源：万得，中银证券

图表 6. 2021Q1-Q3 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2020Q1-3	2021Q1-3	同比增长(%)
营业收入	1,477.18	1,833.29	24.11
营业税及附加	13.22	12.63	(4.46)
净营业收入	1,463.96	1,820.65	24.37
营业成本	1,035.77	1,217.86	17.58
销售费用	84.30	48.36	(42.64)
管理费用	58.13	69.87	20.19
财务费用	3.09	2.30	(25.83)
资产减值损失	5.98	(0.79)	(113.19)
营业利润	228.88	487.19	112.86
营业外收入	0.21	0.28	34.45
营业外支出	0.76	0.36	(52.48)
利润总额	228.33	487.11	113.34
所得税	32.29	66.56	106.10
少数股东损益	(0.17)	(0.30)	(75.57)
归属母公司股东净利润	196.20	420.85	114.50
扣除非经常性损益的净利润	184.66	362.81	96.48
每股收益(元)	0.48	1.03	114.58
扣非后每股收益(元)	0.44	0.85	93.18
毛利率(%)	29.88	33.57	增加 3.69 个百分点
净利率(%)	13.27	22.94	增加 9.67 个百分点
销售费用率(%)	14.76	7.38	减少 7.37 个百分点
管理费用率(%)	10.18	10.67	增加 0.49 个百分点
财务费用率(%)	0.54	0.35	减少 0.19 个百分点

资料来源: 万得, 中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入	2,210	2,043	2,914	3,320	3,874
销售成本	1,566	1,462	2,043	2,304	2,688
经营费用	234	181	233	266	310
息税折旧前利润	477	491	834	907	1,040
折旧及摊销	151	160	149	159	167
经营利润(息税前利润)	326	331	685	748	872
净利息收入/(费用)	3	(22)	(5)	3	13
其他收益/(损失)	6	9	49	1	1
税前利润	329	310	679	750	885
所得税	39	39	92	101	119
少数股东权益	1	(0)	(0)	(0)	(0)
净利润	289	271	588	649	765
核心净利润	283	262	538	648	764
每股收益(人民币)	0.708	0.662	1.438	1.588	1.872
核心每股收益(人民币)	0.692	0.641	1.317	1.585	1.870
每股股息(人民币)	0.260	0.229	0.290	0.320	0.370
收入增长(%)	1	(8)	43	14	17
息税前利润增长(%)	13	2	107	9	17
息税折旧前利润增长(%)	12	3	70	9	15
每股收益增长(%)	8	(6)	117	10	18
核心每股收益增长(%)	19	(7)	106	20	18

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	329	310	679	750	885
折旧与摊销	151	160	149	159	167
净利息费用	(3)	22	5	(3)	(13)
运营资本变动	(217)	(29)	59	(16)	(24)
税金	115	91	48	49	49
其他经营现金流	(430)	(177)	(169)	(130)	(147)
经营活动产生的现金流	379	433	654	841	965
购买固定资产净值	79	266	48	101	101
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	(7)	64	26	34	44
投资活动产生的现金流	(85)	(202)	(22)	(67)	(57)
净增权益	(3)	(14)	0	0	0
净增债务	(116)	501	0	0	0
支付股息	104	92	119	131	151
其他融资现金流	16	24	(30)	(31)	(31)
融资活动产生的现金流	(207)	418	(149)	(161)	(182)
现金变动	87	621	483	613	726
期初现金	541	854	1,470	1,953	2,566
公司自由现金流	294	232	632	775	908
权益自由现金流	194	756	602	744	878

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	854	1,470	1,953	2,566	3,293
应收帐款	351	351	493	557	645
库存	185	166	237	269	313
其他流动资产	169	125	125	125	125
流动资产总计	1,559	2,113	2,808	3,517	4,375
固定资产	1,386	1,462	1,450	1,406	1,347
无形资产	164	159	154	149	143
其他长期资产	77	122	87	78	76
长期资产总计	1,627	1,744	1,691	1,633	1,566
总资产	3,186	3,856	4,498	5,150	5,942
应付帐款	250	242	337	380	443
短期债务	71	27	27	27	27
其他流动负债	86	143	201	270	362
流动负债总计	407	411	564	676	832
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	47	484	504	525	548
股本	415	409	409	409	409
储备	2,317	2,552	3,021	3,539	4,153
股东权益	2,732	2,961	3,430	3,948	4,562
少数股东权益	53	(2)	(2)	(2)	(2)
总负债及权益	3,186	3,856	4,498	5,150	5,942
每股帐面价值(人民币)	6.55	7.25	8.40	9.67	11.17
每股有形资产(人民币)	7.52	9.15	10.59	12.20	14.15
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.84)	(2.38)	(3.48)	(4.93)	(6.65)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	21.6	24.0	28.6	27.3	26.8
息税前利润率(%)	14.8	16.2	23.5	22.5	22.5
税前利润率(%)	14.9	15.2	23.3	22.6	22.8
净利率(%)	13.1	13.2	20.2	19.5	19.8
流动性					
流动比率(倍)	3.8	5.1	5.0	5.2	5.3
利息覆盖率(倍)	182.5	22.5	157.0	349.4	82.9
净权益负债率(%)	(27.0)	(32.4)	(41.5)	(51.0)	(59.6)
速动比率(倍)	3.4	4.7	4.6	4.8	4.9
估值					
市盈率(倍)	24.8	26.5	12.2	11.0	9.4
核心业务市盈率(倍)	25.3	27.4	13.3	11.1	9.4
市净率(倍)	2.7	2.4	2.1	1.8	1.6
价格/现金流(倍)	23.9	30.5	11.3	9.3	7.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	15.3	14.6	8.6	7.9	6.9
周转率					
存货周转天数	30.5	29.7	29.7	29.6	29.5
应收帐款周转天数	58.0	62.8	61.7	61.2	60.7
应付帐款周转天数	58.3	60.3	60.2	60.2	60.2
回报率					
股息支付率(%)	36.7	34.5	20.2	20.2	19.8
净资产收益率(%)	10.6	9.1	17.1	16.4	16.8
资产收益率(%)	9.1	7.0	13.1	12.6	12.9
已运用资本收益率(%)	10.1	8.3	15.0	14.4	14.7

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371