

## 受益玻纤高景气，22 年释放产能弹性

——长海股份 21Y&22Q1 业绩点评

### 核心观点

- **21 年享受价格弹性，22 年释放产能弹性。**公司近期发布 21 年年报和 22 年一季报，报告期内分别实现收入 25.1/7.5 亿元，YoY+22.7%/36.1%；分别实现归母净利润 5.7/2.3 亿元，同比+111.5%/115.5%。22Q1 业绩开始呈现加速态势，主要因为一方面新投产的 10 万吨玻纤纱窑炉 21 年 9 月份点火，之后需要 2-3 个月的烤窑和调试期，叠加 21 年 9 月份限电影响，新增产量预计在 22 年释放；另一方面部分玻纤制品的调价窗口会滞后于玻纤纱一段时间，所以价格有望在 22 年依然享受一定上涨。叠加预判 22 年玻纤行业持续高景气，公司将预计享受量价齐升的业绩弹性。
- **玻纤制品均价依然有望上涨，海外需求恢复。**玻纤及制品 21 年产/销量分别为 21/20.4 万吨，销量同比增加接近 8000 吨，均价 8446 元/吨，同比上涨 1673 元/吨，毛利 3450 元/吨，同比上涨 1351 元/吨。21 年经营业绩增长更多是价格端带来的弹性。由于部分玻纤制品中长协订单的调价频率较低（季度/年度），我们预计今年部分制品均价依然有上涨的可能性。此外，公司深耕海外市场，21 年海外市场收入 5.6 亿元，YoY+38.7%，增速明显高于国内市场（18.8%），占比达 22%。在海外疫情常态化的背景下，海外的需求将恢复性增长，由此给公司海外业务带来持续增长。
- **继续夯实玻纤制品先发优势。**公司主要玻纤制品包括短切毡/湿法毡/织物，其中前两项产品均处于细分行业龙头地位。由于下游应用范围广泛且新能源车/风电等需求持续增长，玻纤制品目前均处于改进技术和产能扩张阶段，将进一步夯实先发优势。在织物方面，公司将瞄准在风电领域的应用，继续扩大产能规模。在粗砂生产方面，通过窑炉升级改造，提高自配浸润剂比例等多种手段降低生产成本。在产能方面，公司 21 年 5 月 14 日公告，将建设 4 条 15 万吨玻纤池窑拉丝生产线，分两期实施，每期两条。该项目目前尚未取得能评和节能量审核批复，落地时间尚不确定。

### 盈利预测与投资建议

- 预计 22-24 年 EPS 为 1.83/2.02/2.54 元（原 22/23 年预测为 1.66/2.10 元），由于部分玻纤制品价格 22 年仍可能上调，我们稍微调高了 22 年玻纤及制品板块毛利率。我们认可给予公司 22 年 14X PE，对应目标价为 25.62 元，维持“买入”评级。

### 风险提示

产能扩张进度低于预期，欧盟对玻纤反倾销调查风险超预期，疫情持续时间超预期风险

### 公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,043	2,506	3,317	3,738	4,898
同比增长(%)	-7.6%	22.7%	32.3%	12.7%	31.0%
营业利润(百万元)	310	660	864	950	1,197
同比增长(%)	-6.1%	113.2%	30.9%	9.9%	26.0%
归属母公司净利润(百万元)	271	572	749	824	1,038
同比增长(%)	-6.5%	111.5%	30.9%	10.0%	26.0%
每股收益(元)	0.66	1.40	1.83	2.02	2.54
毛利率(%)	28.4%	33.7%	33.8%	33.4%	32.9%
净利率(%)	13.3%	22.8%	22.6%	22.0%	21.2%
净资产收益率(%)	9.6%	17.7%	19.6%	18.5%	20.0%
市盈率	25.2	11.9	9.1	8.3	6.6
市净率	2.3	2.0	1.6	1.4	1.2

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

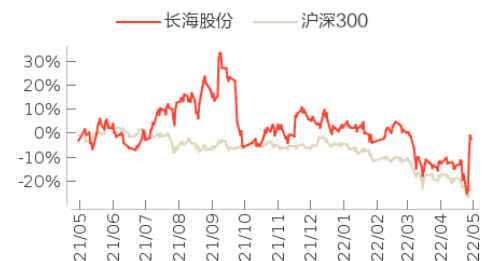
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

### 投资评级

投资评级	买入（维持）
股价（2022年04月29日）	16.7 元
目标价格	25.62 元
52 周最高价/最低价	23.8/12.82 元
总股本/流通 A 股（万股）	40,871/24,600
A 股市值（百万元）	6,826
国家/地区	中国
行业	建材
报告发布日期	2022 年 04 月 29 日

### 股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	18.01	15.4	1.34	-2.46
相对表现	15.83	19.22	11.79	25.57
沪深 300	2.18	-3.82	-10.45	-28.03



### 证券分析师

黄骥	021-63325888*6074
	huangji@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860520030001
余斯杰	yusijie@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860521120002

### 相关报告

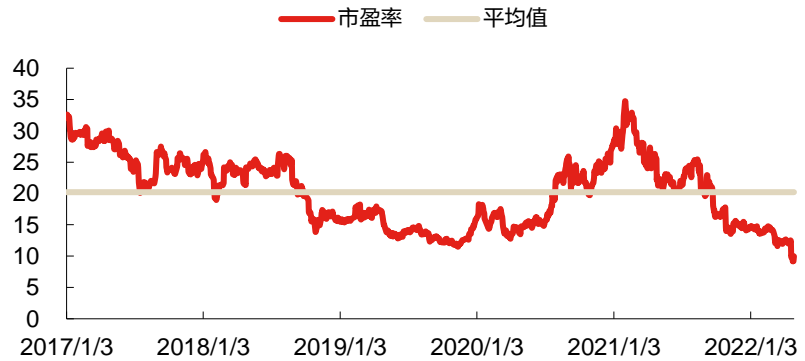
受益行业高景气，产能扩张逐步兑现：——2021 年三季度报点评	2021-10-28
行业高景气，产能建设加快：——2021 年中报点评	2021-08-23
拟新建 60 万吨产能，加速发展主业：——公告点评	2021-05-17

## 投资建议

我们认可给予公司 22 年 14X PE 的估值水平。过去 5 年（17/1/1-22/4/28）公司 PE（TTM）的平均 PE 为 20X。和之前的估值方法相同，我们选取公司历史估值水平作为参考。我们采用历史估值法进行估值，有两个原因。一，玻纤行业虽然在过去两年呈现较好向上景气，但拉长到 3-5 年周期，仍然体现明显的周期性，采用绝对估值法会产生较大误差；二、同行可比公司较少，且具有较高玻纤制品收入占比的可比公司几乎没有。公司过去 5 年 PE（TTM）估值中枢为 20.2X，站在当下我们认为应给予平均估值 30% 的估值折价。原因一，目前的玻纤价格水平已处于历史高位，未来市场预判继续向上概率较小，也就是说当前处于行业周期高位；二，从公司未来规划看，23 年以后增长的来源是新增的玻纤纱产能，但目前此项目还未获得政府的审批，存在一定不确定因素。

调整 22-24 年 EPS 为 1.83/2.02/2.54 元（原 22/23 年预测为 1.66/2.10 元）。作为玻纤纱和玻纤制品一体化布局的公司，未来依然有较大发展空间，认可给予公司 22 年 14X PE，对应目标价 25.62 元，维持“买入”评级。

图 1：公司 2017/1/3-2022/4/28 PE (TTM)



数据来源：Wind，东方证券研究所

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,244	751	995	1,078	1,224	营业收入	2,043	2,506	3,317	3,738	4,898
应收票据及应收账款	597	756	994	1,129	1,475	营业成本	1,462	1,661	2,196	2,491	3,286
预付账款	11	17	21	23	31	营业税金及附加	17	16	21	23	31
存货	166	220	267	305	412	营业费用	80	59	78	88	115
其他	116	281	254	255	257	管理费用及研发费用	168	193	256	288	377
<b>流动资产合计</b>	<b>2,134</b>	<b>2,024</b>	<b>2,530</b>	<b>2,791</b>	<b>3,399</b>	财务费用	22	11	12	(5)	(11)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	3	6	5	6	7
固定资产	1,462	2,280	2,206	2,519	2,988	公允价值变动收益	2	0	2	2	2
在建工程	87	68	106	140	175	投资净收益	8	11	20	10	10
无形资产	159	155	151	147	142	其他	10	90	93	91	92
其他	36	169	9	0	0	<b>营业利润</b>	<b>310</b>	<b>660</b>	<b>864</b>	<b>950</b>	<b>1,197</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,744</b>	<b>2,672</b>	<b>2,472</b>	<b>2,806</b>	<b>3,306</b>	营业外收入	0	0	0	1	1
<b>资产总计</b>	<b>3,878</b>	<b>4,697</b>	<b>5,002</b>	<b>5,596</b>	<b>6,706</b>	营业外支出	1	1	1	1	1
短期借款	27	0	166	0	11	<b>利润总额</b>	<b>309</b>	<b>660</b>	<b>864</b>	<b>950</b>	<b>1,197</b>
应付票据及应付账款	242	561	543	639	894	所得税	39	88	116	127	160
其他	165	145	154	183	195	<b>净利润</b>	<b>270</b>	<b>572</b>	<b>748</b>	<b>823</b>	<b>1,037</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>433</b>	<b>707</b>	<b>863</b>	<b>822</b>	<b>1,100</b>	少数股东损益	(0)	(1)	(1)	(1)	(2)
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>271</b>	<b>572</b>	<b>749</b>	<b>824</b>	<b>1,038</b>
应付债券	444	464	0	0	0	每股收益 (元)	0.66	1.40	1.83	2.02	2.54
其他	40	36	0	0	0						
<b>非流动负债合计</b>	<b>484</b>	<b>500</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>917</b>	<b>1,206</b>	<b>863</b>	<b>822</b>	<b>1,100</b>		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	(2)	(4)	(5)	(6)	(8)	<b>成长能力</b>					
股本	409	409	409	409	409	营业收入	-7.6%	22.7%	32.3%	12.7%	31.0%
资本公积	806	806	806	806	806	营业利润	-6.1%	113.2%	30.9%	9.9%	26.0%
留存收益	1,649	2,180	2,929	3,566	4,398	归属于母公司净利润	-6.5%	111.5%	30.9%	10.0%	26.0%
其他	99	100	0	0	0	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>2,961</b>	<b>3,490</b>	<b>4,139</b>	<b>4,775</b>	<b>5,605</b>	毛利率	28.4%	33.7%	33.8%	33.4%	32.9%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3,878</b>	<b>4,697</b>	<b>5,002</b>	<b>5,596</b>	<b>6,706</b>	净利率	13.3%	22.8%	22.6%	22.0%	21.2%
						ROE	9.6%	17.7%	19.6%	18.5%	20.0%
						ROIC	9.3%	15.8%	18.4%	18.0%	19.8%
现金流量表						<b>偿债能力</b>					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	23.6%	25.7%	17.3%	14.7%	16.4%
净利润	270	572	748	823	1,037	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	142	114	180	201	234	流动比率	4.93	2.87	2.93	3.40	3.09
财务费用	22	11	12	(5)	(11)	速动比率	4.55	2.55	2.62	3.02	2.71
投资损失	(8)	(11)	(20)	(10)	(10)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	76	54	(271)	(53)	(195)	应收账款周转率	5.9	6.6	6.9	6.4	6.8
其它	(70)	(142)	42	(2)	(2)	存货周转率	8.3	8.6	9.0	8.7	9.2
<b>经营活动现金流</b>	<b>433</b>	<b>598</b>	<b>691</b>	<b>954</b>	<b>1,053</b>	总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.8
资本支出	(244)	(926)	(60)	(534)	(735)	<b>每股指标 (元)</b>					
长期投资	0	0	0	0	0	每股收益	0.66	1.40	1.83	2.02	2.54
其他	42	(114)	(77)	12	12	每股经营现金流	1.06	1.46	1.69	2.33	2.58
<b>投资活动现金流</b>	<b>(202)</b>	<b>(1,040)</b>	<b>(137)</b>	<b>(522)</b>	<b>(723)</b>	每股净资产	7.25	8.55	10.14	11.70	13.73
债权融资	444	20	(464)	(0)	(0)	<b>估值比率</b>					
股权融资	(24)	(0)	0	0	0	市盈率	25.2	11.9	9.1	8.3	6.6
其他	(1)	(92)	154	(348)	(184)	市净率	2.3	2.0	1.6	1.4	1.2
<b>筹资活动现金流</b>	<b>418</b>	<b>(72)</b>	<b>(310)</b>	<b>(348)</b>	<b>(184)</b>	EV/EBITDA	13.3	8.0	6.0	5.5	4.4
汇率变动影响	(29)	(15)	-0	-0	-0	EV/EBIT	19.0	9.4	7.2	6.7	5.3
<b>现金净增加额</b>	<b>621</b>	<b>(530)</b>	<b>244</b>	<b>83</b>	<b>146</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

**每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：**

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)