

300196.SZ

# 增持

原评级: 增持

市场价格: 人民币 17.98

板块评级: 强于大市

## 股价表现



| (%)    | 今年至今 | 1 个月 | 3 个月  | 12 个月 |
|--------|------|------|-------|-------|
| 绝对     | 1.1  | 6.5  | 7.3   | (2.3) |
| 相对深证成指 | 15.9 | 5.0  | (4.9) | 9.9   |

|                   |       |
|-------------------|-------|
| 发行股数(百万)          | 409   |
| 流通股(%)            | 60    |
| 总市值(人民币 百万)       | 7,349 |
| 3 个月日均交易额(人民币 百万) | 89    |
| 净负债比率(%) (2022E)  | 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 2022 年 8 月 17 日收市价为标准

## 相关研究报告

《长海股份: 10 万吨新产线产能释放, 降本增效成果明显》20220715

《长海股份: 玻纤全产业链布局, 粗纱景气有望延续》20220427

建筑材料: 玻璃玻纤

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

## 玻纤全产业链布局, 业绩弹性逐渐释放

公司于 8 月 17 日发布 2022 年半年报, 上半年营收 15.4 亿元, 同比增长 30.4%; 归母净利 4.3 亿元, 同比增长 65.0%。公司 10 万吨玻纤纱产线投产后产能增加 50%, 弹性十足, 同时出售闲置铈粉增厚利润。我们维持公司**增持**评级。

### 支撑评级的要点

- 上半年营收及归母净利同比大幅增长, 二季度营收环比正增长: 公司上半年营收 15.4 亿元, 同比增长 30.4%; 归母净利 4.3 亿元, 同比增长 65.0%; 单二季度营收 7.8 亿元, 归母净利 2.0 亿元, 分别环比变化 3.8%/-12.3%, 同比增长 25.4%/30.4%。
- 玻纤产能增量释放, 盈利能力持续提升: 21 年 9 月, 长海本部 3 线 10 万吨玻纤产能投产, 公司玻纤纱总产能提升 50%, 产能增量释放及综合成本下降驱动公司业绩及盈利水平大幅提升。报告期内, 公司玻纤及制品业务营收 11.9 亿元, 同比增长 49.5%; 毛利率 43.6%, 同比上涨 4.7pct。
- 公司是玻纤制品龙头, 新产能投放持续完善全产业链布局: 公司计划将 3 万吨玻纤生产线升级为 8 万吨高端高性能玻纤及特种织物生产线; 计划新建 5 条薄毡线, 现已完成 2 条生产线的投产, 细分领域龙头地位进一步稳固; 此外, 公司年产 10 万吨不饱和聚酯树脂技改扩建项目已建成。公司“玻纤纱-玻纤制品-树脂-复合材料”产业链布局获得进一步完善。
- 年内新增供给较多, 国内需求待修复: 上半年玻纤出口持续景气, 国内受疫情影响下游需求受到冲击; 我们预计风力发电、新能源汽车、以及绿色节能建材等市场需求将逐步回暖。供给端, 21 年下半年新点火及冷修复产的产能已达产; 据卓创资讯, 截至 7 月中旬, 今年已点火新增玻纤产能 71 万吨, 供给持续增加给价格带来一定压力。

### 估值

- 玻纤行业国内需求短期偏弱, 我们下调原有盈利预测。预计 2022-2024 年公司收入为 32.2、39.4、46.0 亿元; 归母净利分别为 7.6、8.9、10.3 亿元; EPS 分别为 1.9、2.2、2.5 元。维持公司**增持**评级。

### 评级面临的主要风险

- 玻纤需求不及预期, 化工产品原材料价格持续提升。

### 投资摘要

| 年结日: 12 月 31 日  | 2020  | 2021   | 2022E  | 2023E | 2024E |
|-----------------|-------|--------|--------|-------|-------|
| 销售收入(人民币 百万)    | 2,043 | 2,506  | 3,220  | 3,936 | 4,604 |
| 变动(%)           | (8)   | 23     | 28     | 22    | 17    |
| 净利润(人民币 百万)     | 271   | 572    | 760    | 887   | 1,032 |
| 全面摊薄每股收益(人民币)   | 0.662 | 1.401  | 1.860  | 2.169 | 2.525 |
| 变动(%)           | (8.2) | 111.5  | 32.8   | 16.6  | 16.4  |
| 原先预测摊薄每股收益(人民币) |       |        | 2.074  | 2.289 | 2.641 |
| 变动(%)           |       |        | (10.3) | (5.2) | (4.4) |
| 全面摊薄市盈率(倍)      | 27.1  | 12.8   | 9.7    | 8.3   | 7.1   |
| 价格/每股现金流量(倍)    | 31.2  | (16.6) | 8.8    | 6.9   | 5.7   |
| 每股现金流量(人民币)     | 0.58  | (1.08) | 2.04   | 2.61  | 3.14  |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 15.0  | 8.8    | 6.7    | 5.9   | 5.3   |
| 每股股息(人民币)       | 0.10  | 0.15   | 0.19   | 0.22  | 0.25  |
| 股息率(%)          | 0.6   | 0.8    | 1.1    | 1.2   | 1.4   |

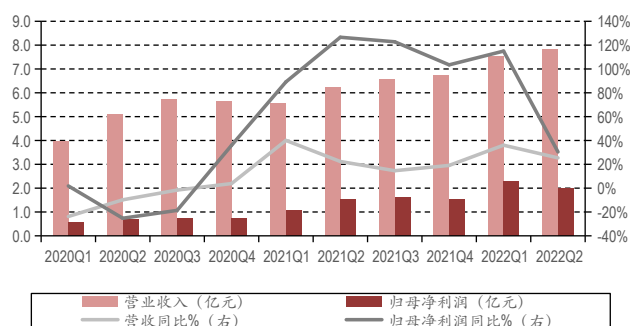
资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 一、22H1 营收及利润高增长，二季度营收环比正增长

**事件：**公司于 8 月 17 日发布 2022 年半年报，上半年营收 15.4 亿元，同比增长 30.4%；归母净利 4.3 亿元，同比增长 65.0%；扣非归母净利润 3.7 亿元，同比增长 64.7%，非经常性利润主要来源于铈粉出售收益。公司单二季度营收 7.8 亿元，归母净利 2.0 亿元，分别环比变化 3.8%/12.3%，同比增长 25.4%/30.4%。公司现金流情况较好，Q2 销售商品提供劳务收到现金 7.0 亿元，经营活动现金净流量 1.8 亿元，分别环比增长 20.7%和 46.0%。

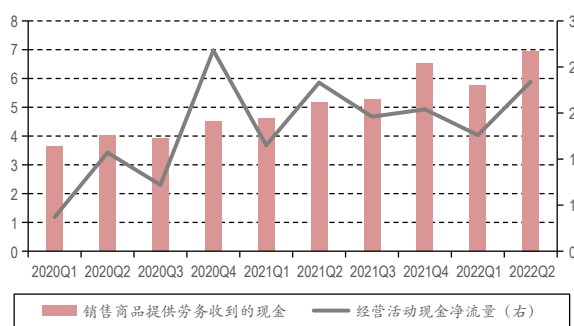
**公司费用管控较好，盈利水平小幅下调但仍维持高位：**22Q2 公司销售费用率、管理费用率同比上升 1.1pct/1.2pct，环比基本稳定；财务费用率同比下降 3.2pct，环比下降 3.4pct，主要是汇兑收益增加所致。长三角地区是玻纤的重要市场，今年二季度上海疫情爆发，对国内玻纤需求造成较为明显的影响，国内玻纤价格普遍有所回落。22Q2 公司 2400tex 缠绕直接纱均价 5,885 元/吨，环比小幅下调 1.9%，同比下调 4.2%；22Q2 公司销售毛利率与净利率分别为 36.7%与 25.5%，同比分别增加 3.0/1.0pct，环比下调 2.1/4.7pct。

图表 1. Q2 营收及归母净利分别同比增长 25.4%/30.4%



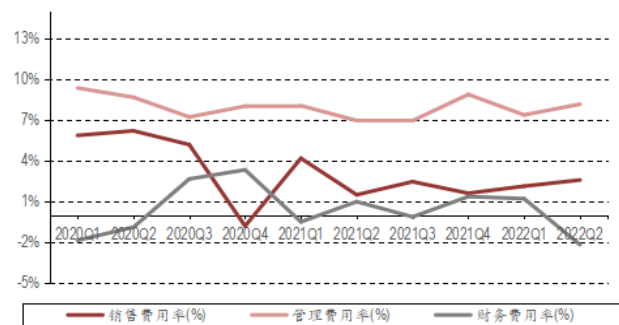
资料来源：公司公告，中银证券

图表 2. Q2 现金流同比环比均上升（单位：亿元）



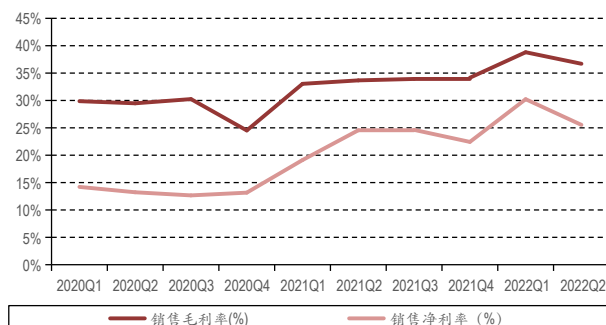
资料来源：公司公告，中银证券

图表 3. 公司费用管控能力较强，财务费用率下降



资料来源：公司公告，中银证券

图表 4. 公司毛利率与净利率同比上升，环比小幅下调



资料来源：公司公告，中银证券

图表 5. 公司铈粉出售情况

| 公告时间        | 2022/8/18       | 2022/8/5 | 2022/3/19 | 2022/1/22 | 2021/8/28 | 2021/7/16        | 2021/7/14     | 2021/4/21 | 2021/4/19    |
|-------------|-----------------|----------|-----------|-----------|-----------|------------------|---------------|-----------|--------------|
| 公告内容        | 将择机出售铈粉不超过 50kg |          |           |           |           | 将择机出售铈粉不超过 100kg | 本次出售部分资产已实施完毕 |           | 将择机出售铈粉 10kg |
| 出售铈粉收入 (万元) |                 | 2,944    | 5,146     | 4,256     | 2,484     |                  | 6,027         | 3,996     |              |

资料来源：公司公告，中银证券

## 二、玻纤全产业链布局，低资产负债率为扩产提供空间

**玻纤产能增量释放，盈利能力持续提升：**21年9月，长海本部3线10万吨玻纤产能投产，公司玻纤纱总产能提升50%，产能增量释放及综合成本下降驱动公司业绩及盈利水平大幅提升。报告期内，公司玻纤及制品业务营收11.9亿元，同比增长49.5%，在总收入中占比77.6%；玻纤及制品业务毛利率43.6%，同比上涨4.7pct。

**公司玻纤、薄毡、树脂产能增加，全产业链布局优势进一步加强：**据公司公告，公司玻纤在产产能30万吨，位居国内第五。2022年4月20日，公司公告计划投资6亿元将子公司常州天马原有的一条年产3万吨玻璃纤维池窑拉丝生产线升级改造为年产8万吨高端高性能玻璃纤维及特种织物生产线，项目产品将应用于风电及新能源汽车等高端领域。21年4月，公司公告计划投资63.5亿元建设60万吨玻纤纱池窑项目，目前公司已竞得拟实施该项目的土地，该项目投产后将大幅提升公司生产规模。玻纤制品方面，公司计划新建5条薄毡线，现已完成2条生产线的投产，剩余3条将根据市场需求逐步投建。此外，公司年产10万吨不饱和聚酯树脂技改扩建项目已建成，公司制品的原料自给率持续提高，使得公司“玻纤纱-玻纤制品-树脂-复合材料”产业链布局进一步完善，树脂板块营收有望增长。

图表 6. 公司玻纤纱产能与基地梳理

| 基地   | 名称 | 状态 | 点火时间    | 产品  | 产能/万吨   |
|------|----|----|---------|-----|---------|
| 长海本部 | 1线 | 在产 | 2018-03 | 无碱纱 | 3.0改8.5 |
| 长海本部 | 2线 | 在产 | 2018-05 | 无碱纱 | 7.0改8.5 |
| 长海本部 | 3线 | 在产 | 2021-09 | 无碱纱 | 10.0    |
| 天马   | 1线 | 在产 | 2015-07 | 无碱纱 | 3.0     |
| 合计产能 |    |    |         |     | 30.0    |

资料来源：公司公告，中银证券

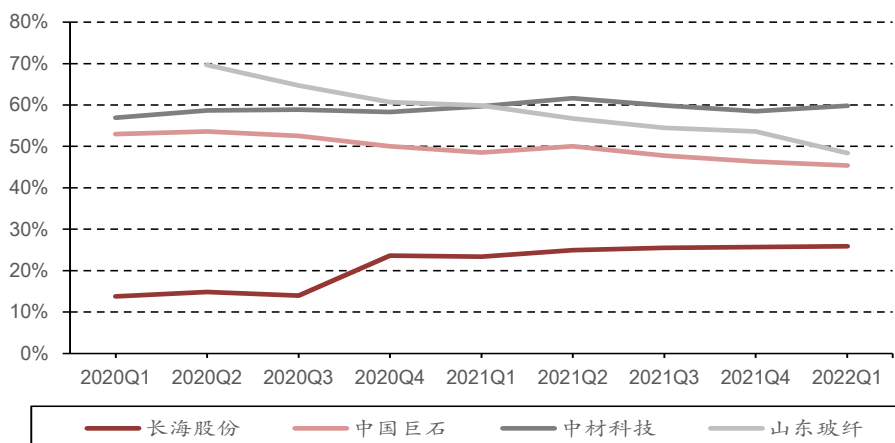
图表 7. 公司已公告的玻纤纱生产线项目

| 生产线    | 公告时间    | 投资金额   | 产品及应用领域                  | 产能/万吨            | 建设周期 |
|--------|---------|--------|--------------------------|------------------|------|
| 天马1线   | 2022-04 | 6.0亿元  | 高端高性能玻璃纤维及特种织物, 风电和新能源汽车 | 3.0改8.0          | 12个月 |
| 长海     | 2021-05 | 63.5亿元 | 高性能玻璃纤维, 主要拓展风电领域的应用     | 4条15万吨产线, 共计60.0 | 54个月 |
| 合计产能增量 |         |        |                          | 65.0             |      |

资料来源：公司公告，中银证券

**公司资产负债率较低：**公司22Q2资产负债率23.4%，近2年保持在14-26%，明显低于行业平均水平，偿债压力较小，财务费用率较低。公司通过IPO、定增、发行可转债、银行贷款等多种方式进行融资，融资多元化，且公司债务规模较小，整体偿债能力指标表现良好，为公司未来的融资灵活性提供了较大的空间。

图表 8. 公司资产负债率明显低于同业公司



资料来源：各公司公告，中银证券

### 三、粗纱价格有所下调，静待国内需求回暖

**玻纤需求预期仍旺盛，但年内新点火产能较多：**据卓创资讯数据，受玻纤及制品高价驱动，2021 年国内主要玻纤企业新增产能较多；截至 7 月中旬，今年已点火新增玻纤产能 71 万吨，大部分产能于 5-6 月点火，经历产能爬坡后将于 7-8 月释放增量，供给持续增加将给价格带来较大压力。需求端，玻纤出口持续景气，据卓创资讯数据，2022 年我国上半年玻纤出口量 107.8 万吨，同比增长 42%；受华东地区疫情影响，二季度国内基建、风电、汽车等领域对玻纤的需求未能充分释放，我们预计下半年国内需求将会有所修复，且在双碳大背景下，风力发电、新能源汽车、以及绿色节能建材等市场有望持续拉动玻纤需求。

图表 9.2022-2023 年新增产能及其他在建拟建产能（万吨）

| 2022 年新增产能    |      |           |       |        |      |
|---------------|------|-----------|-------|--------|------|
| 点火时间          | 公司   | 产线名称      | 产能    | 产品     | 产能冲击 |
| 2022/1/10     | 建滔化工 | 新建线 6 线   | 6.0   | 电子纱    | 5.0  |
| 2022/3/28     | 邢台金牛 | 4 线       | 10.0  | 无碱粗纱   | 6.0  |
| 2022/5/20     | 四川裕达 | 1 线       | 3.0   | 无碱粗纱   | 1.5  |
| 2022/5/28     | 中国巨石 | 成都 3 线    | 15.0  | 短切纱为主  | 7.5  |
| 2022/6/18     | 中国巨石 | 智能电子纱 3 线 | 10.0  | 电子纱    | 3.0  |
| 2022/6/27     | 重庆三磊 | 黔江区 2 线   | 10.0  | 无碱粗纱   | 4.0  |
| 2022/6/29     | 重庆国际 | F12       | 15.0  | 无碱粗纱   | 5.0  |
| 2022/7/8      | 四川威远 | 泰国 1 线    | 5.0   | 无碱粗纱   | 2.0  |
| 预计年内投产        | 江西元源 | 2 线       | 8.0   | 无碱粗纱   | 2.0  |
| 2022Q4        | 泰山玻纤 | 邹城 2 线    | 6.0   | 高强高模玻纤 | 1.0  |
| 预计 2022 年年底投产 | 中国巨石 | 埃及 4 线    | 12.0  | 无碱粗纱   | 0.0  |
| 国内合计          |      |           | 85.0  |        | 35.0 |
| 合计            |      |           | 102.0 |        | 37.0 |

| 其他在建拟建产能           |      |                      |      |          |
|--------------------|------|----------------------|------|----------|
| 建设进展               | 公司   | 产线名称                 | 产能   | 产品       |
| 审批中                | 长海股份 | 高性能玻璃纤维智能制造基地        | 60.0 | 无碱玻纤粗纱   |
| 具体点火时间暂不确定         | 安徽丹凤 | 3 线                  | 2.0  | 电子纱      |
| 准备募资               | 邢台金牛 | 5 线                  | 15.0 | 无碱粗纱     |
| 准备募资               | 邢台金牛 | 6 线                  | 15.0 | 无碱粗纱     |
| 预计 2022 开工、2023 投产 | 中国巨石 | 九江 3 线               | 20.0 | 无碱粗纱     |
| 预计 2023 开工、2024 投产 | 中国巨石 | 九江 4 线               | 20.0 | 无碱粗纱     |
| 2022 年 6 月 24 日公告  | 山东玻纤 | 目标“十四五”末玻纤产能达 100 万吨 |      |          |
| 20.5 万吨产能已点火       | 重庆三磊 | 高性能玻纤生产基地            | 50.0 | 无碱粗纱、短切毡 |
| 2022 年 6 月 30 日公告  | 泰山玻纤 | 高性能玻纤智能制造生产线         | 30.0 |          |

资料来源：卓创资讯，各公司公告，中银证券

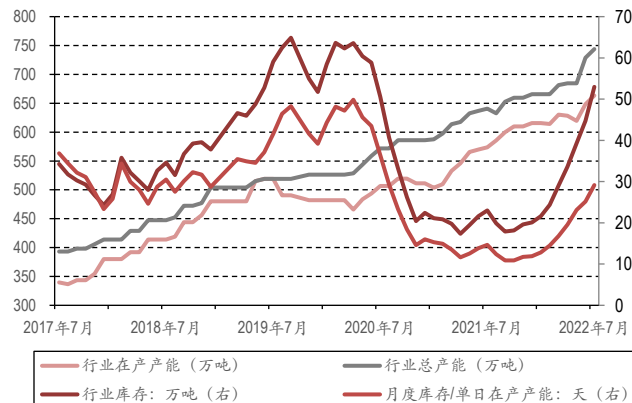
据卓创资讯，截止 8 月上旬，粗纱主流产品 2400tex 缠绕直接纱价格为 4,800-5,300 元/吨，环比下调 7.8%；玻纤行业库存有所上升，2022 年 7 月行业库存 53.0 万吨，环比上涨 18.6%/8.6 万吨；经我们测算，目前玻纤行业库存天数 29.2 天，环比增加 15.9%/4.0 天。

图表 10. 2400tex 缠绕直接纱均价



资料来源：卓创资讯、中银证券

图表 11. 国内玻纤行业库存天数有所上升



资料来源：卓创资讯、中银证券

## 四、风险提示

玻纤需求不及预期，化工产品原材料价格持续提升。

图表 12. 2022Q2 业绩摘要表

| (人民币, 百万)    | 2021Q2 | 2022Q2  | 同比增长(%)      |
|--------------|--------|---------|--------------|
| 营业收入         | 624.30 | 783.04  | 25.43        |
| 营业税及附加       | 5.87   | 4.53    | (22.95)      |
| 净营业收入        | 618.42 | 778.51  | 25.89        |
| 营业成本         | 414.12 | 495.54  | 19.66        |
| 销售费用         | 9.24   | 20.14   | 117.86       |
| 管理费用         | 43.39  | 63.83   | 47.10        |
| 财务费用         | 6.09   | (17.13) | (381.57)     |
| 资产减值损失       | (3.70) | (0.38)  | 89.69        |
| 营业利润         | 179.00 | 231.89  | 29.55        |
| 营业外收入        | 0.27   | (0.01)  | (103.80)     |
| 营业外支出        | 0.02   | 0.05    | 135.22       |
| 利润总额         | 179.24 | 231.83  | 29.34        |
| 所得税          | 25.89  | 31.81   | 22.87        |
| 少数股东损益       | (0.10) | (0.13)  | (36.63)      |
| 归属母公司股东净利润   | 153.45 | 200.15  | 30.43        |
| 扣除非经常性损益的净利润 | 124.50 | 189.58  | 52.27        |
| 每股收益(元)      | 0.38   | 0.49    | 28.95        |
| 扣非后每股收益(元)   | 0.30   | 0.46    | 53.33        |
| 毛利率(%)       | 33.67  | 36.72   | 增加 3.05 个百分点 |
| 净利率(%)       | 24.56  | 25.54   | 增加 0.98 个百分点 |
| 销售费用率(%)     | 1.48   | 2.57    | 增加 1.09 个百分点 |
| 管理费用率(%)     | 6.95   | 8.15    | 增加 1.20 个百分点 |
| 财务费用率(%)     | 0.97   | (2.19)  | 减少 3.16 个百分点 |

资料来源：万得，中银证券

图表 13. 2022H1 业绩摘要表

| (人民币, 百万)    | 2021H1   | 2022H1   | 同比增长(%)      |
|--------------|----------|----------|--------------|
| 营业收入         | 1,178.49 | 1,537.03 | 30.42        |
| 营业税及附加       | 8.91     | 7.24     | (18.66)      |
| 净营业收入        | 1,169.58 | 1,529.79 | 30.80        |
| 营业成本         | 785.22   | 956.87   | 21.86        |
| 销售费用         | 32.34    | 36.09    | 11.60        |
| 管理费用         | 87.96    | 119.33   | 35.67        |
| 财务费用         | 3.24     | (8.11)   | (350.05)     |
| 资产减值损失       | (3.05)   | (1.45)   | 52.28        |
| 营业利润         | 300.71   | 492.77   | 63.87        |
| 营业外收入        | 0.27     | 0.07     | (73.87)      |
| 营业外支出        | 0.23     | 0.30     | 34.37        |
| 利润总额         | 300.75   | 492.54   | 63.77        |
| 所得税          | 41.45    | 64.62    | 55.90        |
| 少数股东损益       | (0.20)   | (0.24)   | (22.54)      |
| 归属母公司股东净利润   | 259.50   | 428.16   | 64.99        |
| 扣除非经常性损益的净利润 | 225.76   | 371.75   | 64.66        |
| 每股收益(元)      | 0.63     | 1.05     | 66.67        |
| 扣非后每股收益(元)   | 0.55     | 0.91     | 65.45        |
| 毛利率(%)       | 33.37    | 37.75    | 增加 4.38 个百分点 |
| 净利率(%)       | 22.00    | 27.84    | 增加 5.84 个百分点 |
| 销售费用率(%)     | 2.74     | 2.35     | 减少 0.40 个百分点 |
| 管理费用率(%)     | 7.46     | 7.76     | 增加 0.30 个百分点 |
| 财务费用率(%)     | 0.28     | (0.53)   | 减少 0.80 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  | 2020  | 2021  | 2022E | 2023E | 2024E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 销售收入         | 2,043 | 2,506 | 3,220 | 3,936 | 4,604 |
| 销售成本         | 1,462 | 1,661 | 2,072 | 2,516 | 2,938 |
| 经营费用         | 181   | 165   | 225   | 276   | 322   |
| 息税折旧前利润      | 491   | 833   | 1,096 | 1,238 | 1,398 |
| 折旧及摊销        | 160   | 161   | 226   | 235   | 244   |
| 经营利润(息税前利润)  | 331   | 672   | 870   | 1,003 | 1,154 |
| 净利息收入/(费用)   | (22)  | (11)  | 9     | 22    | 39    |
| 其他收益/(损失)    | 9     | 11    | 80    | 20    | 0     |
| 税前利润         | 310   | 661   | 879   | 1,025 | 1,193 |
| 所得税          | 39    | 88    | 119   | 138   | 161   |
| 少数股东权益       | (0)   | (1)   | (0)   | (0)   | (0)   |
| 净利润          | 271   | 572   | 760   | 887   | 1,032 |
| 核心净利润        | 262   | 562   | 680   | 867   | 1,032 |
| 每股收益(人民币)    | 0.662 | 1.401 | 1.860 | 2.169 | 2.525 |
| 核心每股收益(人民币)  | 0.641 | 1.374 | 1.665 | 2.120 | 2.525 |
| 每股股息(人民币)    | 0.102 | 0.150 | 0.190 | 0.220 | 0.250 |
| 收入增长(%)      | (8)   | 23    | 28    | 22    | 17    |
| 息税前利润增长(%)   | 1     | 103   | 29    | 15    | 15    |
| 息税折旧前利润增长(%) | 3     | 70    | 32    | 13    | 13    |
| 每股收益增长(%)    | (8)   | 111   | 33    | 17    | 16    |
| 核心每股收益增长(%)  | (3)   | 115   | 21    | 27    | 19    |

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 | 2020  | 2021    | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------|-------|---------|-------|-------|-------|
| 税前利润        | 310   | 661     | 879   | 1,025 | 1,193 |
| 折旧与摊销       | 160   | 161     | 226   | 235   | 244   |
| 净利息费用       | 22    | 11      | (9)   | (22)  | (39)  |
| 运营资本变动      | (32)  | (27)    | 11    | (27)  | (70)  |
| 税金          | 91    | 78      | 31    | 25    | 20    |
| 其他经营现金流     | (180) | (340)   | (200) | (152) | (149) |
| 经营活动产生的现金流  | 433   | 598     | 916   | 1,137 | 1,338 |
| 购买固定资产净值    | 266   | 918     | 101   | 101   | 101   |
| 投资减少/增加     | 0     | 0       | 0     | 0     | 0     |
| 其他投资现金流     | 64    | (122)   | 17    | 31    | 47    |
| 投资活动产生的现金流  | (202) | (1,040) | (83)  | (70)  | (53)  |
| 净增权益        | (14)  | (3)     | 0     | 0     | 0     |
| 净增债务        | 501   | (26)    | 0     | 0     | 0     |
| 支付股息        | 41    | 61      | 78    | 90    | 102   |
| 其他融资现金流     | (27)  | 19      | (8)   | (8)   | (8)   |
| 融资活动产生的现金流  | 418   | (72)    | (86)  | (98)  | (111) |
| 现金变动        | 621   | (530)   | 747   | 969   | 1,174 |
| 期初现金        | 624   | 1,244   | 751   | 1,577 | 2,567 |
| 公司自由现金流     | 232   | (442)   | 833   | 1,068 | 1,285 |
| 权益自由现金流     | 705   | (450)   | 824   | 1,059 | 1,277 |

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     | 2020   | 2021   | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 现金及现金等价物        | 1,244  | 751    | 1,577  | 2,567  | 3,741  |
| 应收帐款            | 351    | 425    | 540    | 655    | 761    |
| 库存              | 166    | 220    | 278    | 335    | 388    |
| 其他流动资产          | 373    | 628    | 628    | 628    | 628    |
| 流动资产总计          | 2,134  | 2,024  | 3,023  | 4,185  | 5,518  |
| 固定资产            | 1,462  | 2,280  | 2,177  | 2,053  | 1,917  |
| 无形资产            | 159    | 155    | 150    | 145    | 139    |
| 其他长期资产          | 122    | 238    | 220    | 215    | 214    |
| 长期资产总计          | 1,744  | 2,672  | 2,547  | 2,413  | 2,270  |
| 总资产             | 3,878  | 4,697  | 5,571  | 6,597  | 7,789  |
| 应付帐款            | 242    | 561    | 629    | 702    | 771    |
| 短期债务            | 27     | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 其他流动负债          | 165    | 145    | 238    | 364    | 524    |
| 流动负债总计          | 433    | 707    | 867    | 1,066  | 1,296  |
| 长期借款            | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 其他长期负债          | 484    | 500    | 530    | 562    | 594    |
| 股本              | 409    | 409    | 409    | 409    | 409    |
| 储备              | 2,552  | 3,082  | 3,764  | 4,561  | 5,490  |
| 股东权益            | 2,961  | 3,490  | 4,173  | 4,969  | 5,899  |
| 少数股东权益          | (2)    | (4)    | (4)    | (4)    | (4)    |
| 总负债及权益          | 3,878  | 4,697  | 5,571  | 6,597  | 7,789  |
| 每股帐面价值(人民币)     | 7.25   | 8.55   | 10.22  | 12.17  | 14.44  |
| 每股有形资产(人民币)     | 9.21   | 11.08  | 13.23  | 15.75  | 18.68  |
| 每股净负债/(现金)(人民币) | (1.82) | (0.61) | (2.56) | (4.91) | (7.70) |

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     | 2020   | 2021   | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 盈利能力            |        |        |        |        |        |
| 息税折旧前利润率(%)     | 24.0   | 33.2   | 34.0   | 31.4   | 30.4   |
| 息税前利润率(%)       | 16.2   | 26.8   | 27.0   | 25.5   | 25.1   |
| 税前利润率(%)        | 15.2   | 26.4   | 27.3   | 26.0   | 25.9   |
| 净利率(%)          | 13.2   | 22.8   | 23.6   | 22.5   | 22.4   |
| 流动性             |        |        |        |        |        |
| 流动比率(倍)         | 4.9    | 2.9    | 3.5    | 3.9    | 4.3    |
| 利息覆盖率(倍)        | 22.5   | 73.2   | 121.7  | 55.1   | 36.2   |
| 净权益负债率(%)       | (24.7) | (7.2)  | (25.1) | (40.3) | (53.3) |
| 速动比率(倍)         | 4.5    | 2.6    | 3.2    | 3.6    | 4.0    |
| 估值              |        |        |        |        |        |
| 市盈率(倍)          | 27.1   | 12.8   | 9.7    | 8.3    | 7.1    |
| 核心业务市盈率(倍)      | 28.1   | 13.1   | 10.8   | 8.5    | 7.1    |
| 市净率(倍)          | 2.5    | 2.1    | 1.8    | 1.5    | 1.2    |
| 价格/现金流(倍)       | 31.2   | (16.6) | 8.8    | 6.9    | 5.7    |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 15.0   | 8.8    | 6.7    | 5.9    | 5.3    |
| 周转率             |        |        |        |        |        |
| 存货周转天数          | 29.7   | 32.1   | 31.5   | 31.1   | 30.8   |
| 应收帐款周转天数        | 62.8   | 61.9   | 61.2   | 60.7   | 60.3   |
| 应付帐款周转天数        | 60.3   | 123.4  | 110.8  | 101.8  | 95.8   |
| 回报率             |        |        |        |        |        |
| 股息支付率(%)        | 15.3   | 10.7   | 10.2   | 10.1   | 9.9    |
| 净资产收益率(%)       | 9.1    | 16.4   | 18.2   | 17.8   | 17.5   |
| 资产收益率(%)        | 7.0    | 12.2   | 13.6   | 13.4   | 13.2   |
| 已运用资本收益率(%)     | 8.3    | 14.6   | 16.0   | 15.7   | 15.4   |

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得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刊载或转发的，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