

长海股份 (300196.SZ)

玻纤周期回落, 重视公司内生成长

核心观点:

- **事件:** 公司发布 2022 年三季报, 2022 年前三季度公司营业收入 22.96 亿元, 同比+25%, 归母净利润 6.02 亿元, 同比+43%, 扣非净利润 5.24 亿元, 同比+44%, 非经常性损益 7860 万元(主要来自铈粉出售)。22Q3 公司营业收入 7.59 亿元, 同比+16%, 归母净利润 1.74 亿元, 同比+8%, 扣非净利润 1.52 亿元, 同比+11%。
- **玻纤周期回落, 产业链一体化优势彰显。** 年初至今玻纤行业持续累库, 6 月份开始粗纱价格开始回落; 22Q3 行业开始处于筑底阶段(累库+降价), 海外需求边际回落, 国内高温天气限电等因素压制需求, 以 2400tex 缠绕直接纱为例, 价格从 6 月初的 6000 元/吨回落 33%, 22Q3 均价同比下滑 15%。景气度下行期间, 上下游一体化布局的竞争策略使得公司盈利波动较同行更小(制品长协定价模式下价格波动小于原纱, 22Q3 公司扣非 ROE3.85%, 环比下滑 1.15pct; 粗纱龙头 22Q3 扣非 ROE2.97%, 环比下滑 2.64pct); 同时公司产能释放(公司 21Q3 点火 10 万吨粗纱产线, 但由于烤窑及产能爬坡, 并未在 2021 年贡献产量增长, 2022 年以来随着产能爬坡贡献增量)、景气下行期间销售策略的调整, 预计 22Q3 销量环比逆势正增长。盈利韧性叠加产能释放, 景气度下行期间公司 22Q3 收入、扣非净利均逆势正增长。
- **粗纱行业供给增速放缓, 观察需求边际变化; 扩规模+降成本+调结构共同驱动公司内生成长。** 公司在玻纤行业竞争力和盈利能力处于加强态势, 背后的驱动力来自扩规模+降成本+调结构。
- **盈利预测与投资建议:** 预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 1.79、1.83、2.48 元/股, 最新收盘价对应 PE 分别为 8.2、8.0、5.9 倍。我们给予公司 2022 年 15X PE 估值, 对应公司合理价值为 26.82 元/股, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 玻纤需求低预期、行业产能大幅扩张、公司扩张低预期。

盈利预测:

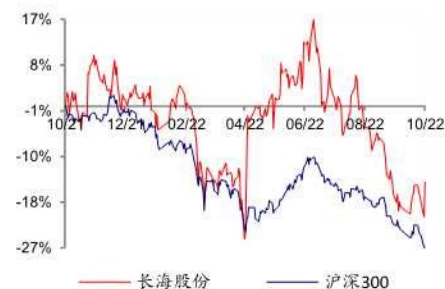
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,043	2,506	3,256	4,145	5,479
增长率(%)	-7.6	22.7	29.9	27.3	32.2
EBITDA(百万元)	475	738	889	1,007	1,350
归母净利润(百万元)	271	572	731	749	1,015
增长率(%)	-6.5	111.5	27.7	2.5	35.5
EPS(元/股)	0.66	1.40	1.79	1.83	2.48
市盈率(P/E)	25.71	12.52	8.16	7.96	5.88
ROE(%)	9.1	16.4	17.1	14.6	16.2
EV/EBITDA	13.02	9.31	6.27	5.55	3.98

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

识别风险, 发现价值

公司评级	买入
当前价格	14.60 元
合理价值	26.82 元
前次评级	买入
报告日期	2022-10-25

相对市场表现



分析师:

邹戈



SAC 执业证号: S0260512020001



021-38003689



zouge@gf.com.cn

分析师:

谢璐



SAC 执业证号: S0260514080004



SFC CE No. BMB592



021-38003688



xielu@gf.com.cn

分析师:

苗蒙



SAC 执业证号: S0260521120002



021-38003633



miaomeng@gf.com.cn

请注意: 邹戈、苗蒙并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

- 长海股份(300196.SZ):量 2022-08-23
利齐升驱动玻纤业务高增长, 重视公司内生成长
- 长海股份(300196.SZ):玻 2022-04-26
纤出口超预期叠加产能释放驱动 Q1 业绩高增
- 长海股份(300196.SZ):由 2022-04-23
行业景气驱动进入内生驱动(扩规模+降成本+调结构)

请务必阅读末页的免责声明

事件: 公司发布2022年三季报, 2022年前三季度公司营业收入22.96亿元, 同比+25%, 归母净利润6.02亿元, 同比+43%, 扣非净利润5.24亿元, 同比+44%, 非经常性损益7860万元(主要来自铈粉出售)。22Q3公司营业收入7.59亿元, 同比+16%, 归母净利润1.74亿元, 同比+8%, 扣非净利润1.52亿元, 同比+11%。

玻纤周期回落, 产业链一体化优势彰显。 基于我们对玻纤行业周期研究框架, 景气度的领先指标库存2022年1月出现拐点, 年初至今行业持续累库, 6月份开始粗纱价格开始回落; 22Q3行业整体处于筑底阶段(累库+降价), 海外需求边际回落, 国内高温天气限电等因素压制需求, 以2400tex缠绕直接纱为例, 价格从6月初的6000元/吨回落33%, 22Q3均价同比下滑15%。景气度下行期间, 上下游一体化布局的竞争策略使得公司盈利波动较同行更小(制品长协定价模式下价格波动小于原纱, 22Q3公司扣非ROE3.85%, 环比下滑1.15pct, 粗纱龙头22Q3扣非ROE2.97%, 环比下滑2.64pct); 同时公司产能释放(公司21Q3点火10万吨粗纱产线, 但由于烤窑及产能爬坡, 并未在2021年贡献产量增长, 2022年以来随着产能爬坡贡献增量)、景气下行期间销售策略的调整, 预计22Q3销量环比逆势正增长。盈利韧性叠加产能释放, 景气度下行期间公司22Q3收入、扣非净利均逆势正增长。

粗纱供给增速放缓, 观察需求边际变化。 供给端, 据卓创资讯统计, 22-23年国内企业粗纱、电子纱年均新增产能低于2021年, 景气度回落后企业扩产/复产进度或将延后, 进一步驱动供给增速边际放缓。需求端, 基于广发宏观小组观点, 宏观面未来逻辑改善的空间大于逻辑恶化的空间, 全球流动性方面, 美国CPI通胀同比高点已初步确认升温期的冲击已经过去; 国内经济方面, 相对压力最大的阶段已经度过, 9月末地产政策出现一轮显著升温, 社融也已显著扩张。

扩规模+降成本+调结构共同驱动公司内生成长。 从历史数据来看, 公司在玻纤行业具备护城河、盈利能力也处于长期领先地位; 而2022年开始公司将进入新一轮内生增长阶段, 背后的驱动力来自扩规模+降成本+调结构。

(1) 扩规模: 粗纱方面, 公司于2021Q3点火一条10万吨的粗纱产线计在2022年给公司带来明显的产量增量; 同时公司拟择机将原有的一条年产3万吨玻璃纤维池窑拉丝生产线升级改造为一条年产8万吨高端高性能玻璃纤维及特种织物生产线, 预计对2023年带来5万吨的粗纱产能增量; 中期来看, 公司拟在江苏省常州市经济开发区投资建设4条年产15万吨玻纤池窑拉丝生产线(项目手续仍在审批中)。目前公司玻纤在产产能30万吨, 预计技改+拟建项目落地后粗纱产能规模可达95万吨。树脂方面, 天马集团原年产2.5万吨不饱和聚酯树脂生产线的技改扩建成10万吨新线项目目已完成, 产能将从9.5万吨扩充到17万吨(目前尚未满负荷生产, 根据市场需求逐步投放)。规模扩张背后的支撑是公司优异现金流及较低的有息负债率。

(2) 降成本: 一方面, 玻纤纱、制品、树脂业务规模扩张的同时, 通过技改将带来单位成本下降; 玻纤纱的技术迭代使得新线比老线更有竞争力, 随着2021年10万吨粗纱新线投产及近期公告的天马3万吨老线技改扩张驱动玻纤纱单位成本下降, 中期来看, 公司拟建项目全部落地后公司粗纱单线规模将提升至近12万吨, 相比2020年底接近翻倍; 公司新建薄毡线其生产效率有较大提升将带来单位成本下降; 天马集

因原年产2.5万吨不饱和聚酯树脂生产线的技改扩建成10万吨新线将带来效率提升和单位成本下降。另一方面，公司逐步增加玻纤纱上游的配套率，比如浸润剂，一体化布局将进一步带来单位成本下降。

(3)调结构:公司制定了“在现有玻纤制品基础上进行技术提升，实现质量升级产品优化，逐步向高端产品转型”的发展战略，高端高毛利率产品（热塑纱、风电纱等）占比的提升，有望提升整体盈利水平。近期公告的天马技改项目，产品主要定位于风电及新能源汽车等高端领域，随着技术突破、产品认证和产能技改，2023年值得期待。

盈利预测与投资建议:预计公司2022-2024年EPS分别为1.79、1.83、2.48元/股，最新收盘价对应PE分别为8.2、8.0、5.9倍。我们给予公司2022年15X PE估值，对应公司合理价值为26.82元/股，维持“买入”评级。

风险提示

玻纤需求低预期:若玻纤下游需求不及预期，将影响玻纤行业景气度及相关公司收入及盈利能力。

行业产能大幅扩张:若玻纤行业产能大幅扩张，将影响玻纤行业景气度及相关公司盈利能力。

公司扩张低预期:若公司拟建60万吨项目进度不及预期，将影响公司份额扩张。

图1: 公司累计季度营业收入



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图2: 公司累计季度归母净利润



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图3: 公司单季度营业收入



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图4: 公司单季度归母净利润



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图5: 公司累计季度扣非净利润



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图6: 公司单季度扣非净利润



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图7: 长海股份单季度毛利率



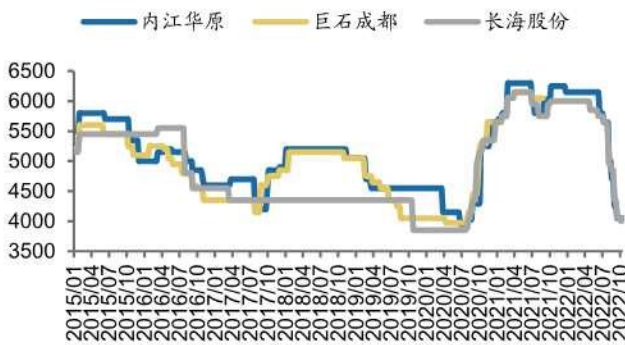
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图8: 长海股份单季度净利率



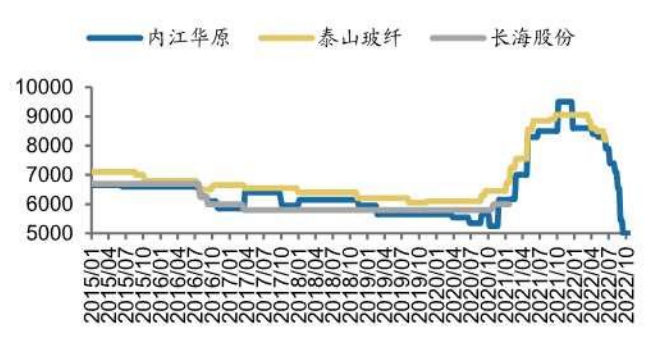
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图9: 2400tex缠绕直接纱价格(元/吨)



数据来源: 卓创资讯, 广发证券发展研究中心

图10: 2400texSMC 合股纱价格(元/吨)



数据来源: 卓创资讯, 广发证券发展研究中心

图11: 2022年初以来国内玻纤纱持续累库



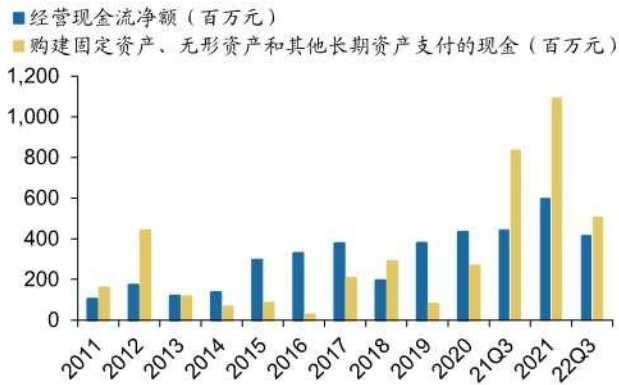
数据来源: 卓创资讯, 广发证券发展研究中心

图12: 22Q3 粗纱出口景气度边际回落



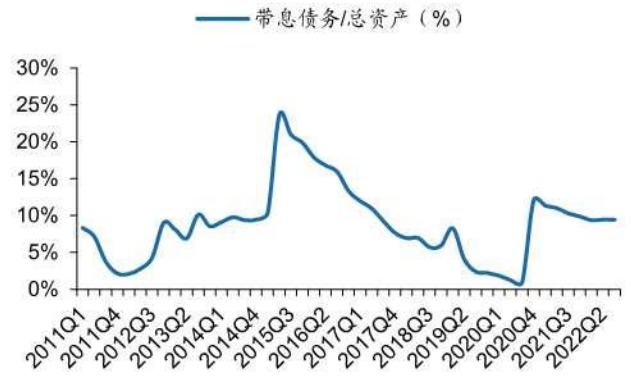
数据来源: 卓创资讯, 广发证券发展研究中心

图 13: 公司资本开支及经营现金流



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 14: 公司有息负债率处于低位



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2,134	2,024	2,305	2,624	3,103	经营活动现金流	433	598	711	939	1,185
货币资金	1,244	751	852	920	1,055	净利润	270	572	730	748	1,014
应收及预付	361	439	566	726	957	折旧摊销	160	161	179	200	214
存货	166	220	272	362	473	营运资金变动	-24	-69	-139	24	-26
其他流动资产	364	615	615	616	618	其它	28	-66	-60	-34	-17
非流动资产	1,744	2,672	3,222	4,096	5,006	投资活动现金流	-202	-1,040	-582	-914	-946
长期股权投资	0	0	0	0	0	资本支出	-266	-918	-593	-925	-957
固定资产	1,462	2,308	2,804	3,606	4,452	投资变动	0	0	0	0	0
在建工程	87	68	138	228	308	其他	64	-122	12	11	11
无形资产	159	155	138	121	104	筹资活动现金流	418	-72	-28	43	-103
其他长期资产	36	141	141	141	141	银行借款	571	1	0	73	-73
资产总计	3,878	4,697	5,527	6,720	8,109	股权融资	0	0	0	0	0
流动负债	433	707	748	1,096	1,340	其他	-153	-73	-28	-30	-30
短期借款	27	0	0	73	0	现金净增加额	621	-530	101	68	135
应付及预收	242	561	551	769	1,025	期初现金余额	622	1,244	751	852	920
其他流动负债	165	145	197	254	316	期末现金余额	1,244	714	852	920	1,055
非流动负债	484	500	500	500	500						
长期借款	0	0	0	0	0						
应付债券	444	464	464	464	464						
其他非流动负债	40	36	36	36	36						
负债合计	917	1,206	1,248	1,596	1,840						
股本	409	409	409	409	409						
资本公积	806	806	806	806	806						
留存收益	1,649	2,180	2,970	3,816	4,961						
归属母公司股东权益	2,963	3,494	4,284	5,130	6,275						
少数股东权益	-2	-4	-5	-6	-6						
负债和股东权益	3,878	4,697	5,527	6,720	8,109						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2,043	2,506	3,256	4,145	5,479
营业成本	1,462	1,661	2,197	2,896	3,758
营业税金及附加	17	16	20	26	34
销售费用	80	59	77	98	129
管理费用	84	90	117	148	196
研发费用	84	103	134	171	226
财务费用	22	11	-35	16	19
资产减值损失	-1	-3	-4	-5	-6
公允价值变动收益	2	0	0	0	0
投资净收益	8	11	11	11	11
营业利润	310	660	843	864	1,171
营业外收支	0	0	0	0	0
利润总额	309	660	843	864	1,171
所得税	39	88	113	116	157
净利润	270	572	730	748	1,014
少数股东损益	0	-1	-1	-1	-1
归属母公司净利润	271	572	731	749	1,015
EBITDA	475	738	889	1,007	1,350
EPS (元)	0.66	1.40	1.79	1.83	2.48

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入增长	-7.6%	22.7%	29.9%	27.3%	32.2%
营业利润增长	-6.1%	113.2%	27.7%	2.5%	35.5%
归母净利润增长	-6.5%	111.5%	27.7%	2.5%	35.5%
获利能力					
毛利率	28.4%	33.7%	32.5%	30.1%	31.4%
净利率	13.2%	22.8%	22.4%	18.1%	18.5%
ROE	9.1%	16.4%	17.1%	14.6%	16.2%
ROIC	8.0%	12.6%	13.0%	12.3%	14.6%
偿债能力					
资产负债率	23.6%	25.7%	22.6%	23.7%	22.7%
净负债比率	31.0%	34.6%	29.2%	31.1%	29.4%
流动比率	4.93	2.87	3.08	2.39	2.32
速动比率	4.52	2.53	2.69	2.04	1.94
营运能力					
总资产周转率	0.53	0.53	0.59	0.62	0.68
应收账款周转率	5.88	6.01	6.02	5.99	6.01
存货周转率	12.29	11.39	11.97	11.45	11.59
每股指标 (元)					
每股收益	0.66	1.40	1.79	1.83	2.48
每股经营现金流	1.06	1.46	1.74	2.30	2.90
每股净资产	7.25	8.55	10.48	12.55	15.35
估值比率					
P/E	25.71	12.52	8.16	7.96	5.88
P/B	2.35	2.05	1.39	1.16	0.95
EV/EBITDA	13.02	9.31	6.27	5.55	3.98

广发建材行业研究小组

- 邹戈：首席分析师，上海交通大学财务与会计硕士，2011年进入广发证券发展研究中心。
- 谢璐：联席首席分析师，南开大学经济学硕士，2012年进入广发证券发展研究中心。
- 苗蒙：资深分析师，南京大学材料工程硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 张乾：高级分析师，南京大学经济学硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于 -10% ~ +10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15% 以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于 -5% ~ +5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5% 以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号 李宝椿大厦 29 及 30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。