



买入 (维持)

所属行业: 建筑材料/玻璃纤维
当前价格(元): 10.12

证券分析师

闫广

资格编号: S0120521060002

邮箱: yanguang@tebon.com.cn

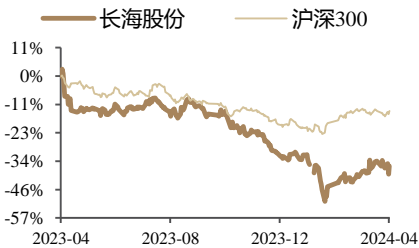
王逸枫

资格编号: S0120524010004

邮箱: wangyf6@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	5.97	14.74	-0.91
相对涨幅(%)	6.10	8.78	-8.92

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

- 《长海股份(300196.SZ): 23Q3 玻纤持续筑底, 关注明年新产能投放节奏》, 2023.10.25
- 《长海股份(300196.SZ): 周期底部全产业链布局优势显现》, 2023.8.18
- 《长海股份(300196.SZ): 行业景气触底, 毛利环比回升》, 2023.4.28
- 《【德邦建材】长海股份(300196.SZ)深度: 长风破浪会有时, 直挂云帆济沧海, 小而美的进击》, 2023.4.20

长海股份 (300196.SZ): 23 年业绩承压, 新产能或投产在即, 关注小而美弹性

投资要点

事件: 2024 年 4 月 17 日, 公司发布 2023 年年度报告, 2023 年公司实现营收约 26.07 亿元, 同比-13.59%, 实现归母净利润约 2.96 亿元, 同比-63.77%, 实现扣非归母净利润约 2.81 亿元, 同比-53.66%。单季度来看, 公司 23Q4 实现营收约 6.19 亿元, 同比-14.11% (降幅扩大 3.75pct), 环比-9.07%, 实现归母净利润约 0.08 亿元, 同比-96.21% (降幅扩大 40.65pct), 环比-89.47%, 实现扣非归母净利润约 0.16 亿元, 同比-81.26% (降幅扩大 28.20pct), 环比-78.12%。公司每 10 股拟派发现金红利 1.50 元(含税), 合计分红 0.61 亿元, 分红率 20.83%。

玻纤价格探底拖累收入及盈利。 23 年玻纤下游建材等主要市场需求疲软, 叠加前期产能过快增长, 玻纤行业产能供需失衡, 企业库存压力上升, 玻纤价格持续探底影响公司收入表现。根据卓创资讯, 23 年全国无碱 2400tex 缠绕直接纱/成交均价约 3803 元/吨, 同比-29.6%。价格下降导致毛利率承压, 23 年公司毛利率约 24.51%, 同比-8.86pct。公司分业务来看:

1) **玻纤及制品:** 23 年公司玻纤及制品产量约 27.19 万吨, 同比-4.61%, 销量约 27.36 万吨, 同比-1.27%, 公司及时调整产品结构, 提高高附加值产品销售比重, 销量实现同比基本持平。23 年公司玻纤及制品实现收入约 19.08 亿元, 同比-15.77%, 我们测算单吨收入约 6973 元/吨, 同比-14.68%, 单吨成本约 5041 元/吨, 同比+1.49%, 吨成本上涨主要系新建产能增加设备导致吨折旧同比上涨 20.38%。销售价格下滑叠加成本小幅上升, 23 年公司玻纤及制品吨毛利同比-39.74%至 1932 元/吨, 毛利率下滑 11.53pct 至 27.70%。此外, 海外销售毛利率虽然同样下滑, 但盈利能力优于内销, 23 年公司海外销售毛利率下滑 6.58pct 至 35.70%, 而内销毛利率下滑 9.81pct 至 20.79%。

2) **化工制品:** 23 年公司化工制品产量约 7.80 万吨, 同比+0.51%, 销量约 7.86 万吨, 同比+3.26%, 实现收入约 6.39 亿元, 同比-5.98%, 测算单吨收入约 8132 元/吨, 同比-8.95%, 单吨成本约 6899 元/吨, 同比-8.86%, 主要系占比最大的原材料成本下降所致。23 年公司化工制品毛利率约 15.16%, 同比-0.08pct。

3) **玻璃钢制品:** 23 年公司玻璃钢制品产量约 6757 吨 (千个), 同比-9.69%, 销量约 6811 吨 (千个), 同比-9.73%, 市场需求偏弱、SMC 库存减少导致公司玻璃钢制品产销下降。23 年公司实现收入约 0.60 亿元, 同比-15.12%, 毛利率约 22.70%, 同比+0.99pct。

费用率小幅上升, 经营性现金流改善。 23 年公司费用率为 11.45%, 同比提升 1.77pct, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.62%/4.47%/5.06%/-0.70%, 分别同比+0.47/+0.96/+0.75/-0.42pct, 汇兑收益虽然同比-42.34%至 1522 万元, 但公司利息收入同比+494.82%至 4133 万元, 财务费用率呈现下降趋势。23 年公司归母净利润率约 11.36%, 同比-15.73pct, 经营性现金流约 7.19 亿元, 同比+28.11%。

24Q1 或是行业底部, 公司新建及技改产能落地在即。 3 月底粗纱全品类实现普涨, 涨价趋势延续至 4 月, 根据卓创资讯, 清明节后第一周粗纱价格延续小涨趋势, 前期厂家新价陆续落实。截止 4 月 12 日, 全国无碱 2400tex 缠绕直接纱均价约 3225 元/吨, 较 3 月 22 日底部价格 3113 元/吨上涨 3.61%。本次玻纤提价的信号意义明显, 而供给端落后产能退出+在建产能延迟投产+龙头新产能投产与老产线冷修并行, 表明 24Q1 或是行业底部, 龙头经营底部安全边际或已建立。公司 23

年产能约 30 万吨，在建 60 万吨项目一期 30 万吨的第一条 15 万吨产线有望在 24H1 投产，同时天马产线 3 改 8 冷修技改已在 23 年末启动。在建项目投产后，公司产能有望提升至 50 万吨/年，产销规模提升有望发挥规模效应带动成本进一步下降，同时有望推动公司产品性能提升，提高产品市场竞争力，进一步提高中高端市场占有率。

投资建议：我们认为，本轮粗纱及电子纱价格提涨或标志着行业底部建立，价格能否持续上涨、走出底部区间仍依赖于终端需求的持续修复，但行业至暗时刻已过，龙头企业不管是估值还是经营底部安全边际或已建立。公司作为玻纤及制品一体布局的细分行业龙头，24 年公司产能跨越式增长有望驱动公司进入内生成长阶段，同时规模效应驱动吨成本降低，带来更高的业绩弹性。我们预计公司 24-26 年归母净利润分别为 3.78、5.00 和 6.70 亿元，现价对应 PE 分别为 10.94、8.28 和 6.18 倍，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行超预期、海外需求不及预期或汇率大幅波动、在建项目建设进度不及预期、行业新增供给超预期、原材料成本超预期上行。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	408.72		2022	2023	2024E	2025E	2026E
流通 A 股(百万股):	246.36	营业收入(百万元)	3,017	2,607	3,121	3,780	4,640
52 周内股价区间(元):	7.87-16.32	(+/-)YOY(%)	20.4%	-13.6%	19.7%	21.1%	22.8%
总市值(百万元):	4,136.21	净利润(百万元)	817	296	378	500	670
总资产(百万元):	6,313.79	(+/-)YOY(%)	42.8%	-63.8%	27.7%	32.2%	34.0%
每股净资产(元):	10.92	全面摊薄 EPS(元)	2.00	0.72	0.92	1.22	1.64
资料来源:公司公告		毛利率(%)	33.4%	24.5%	25.2%	26.5%	27.8%
		净资产收益率(%)	19.2%	6.6%	7.9%	9.7%	11.7%
		资料来源:公司年报(2022-2023),德邦研究所					
		备注:净利润为归属母公司所有者的净利润					

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	0.72	0.92	1.22	1.64
每股净资产	10.92	11.66	12.64	13.95
每股经营现金流	1.76	2.88	3.20	3.97
每股股利	0.15	0.18	0.24	0.33
价值评估(倍)				
P/E	15.11	10.94	8.28	6.18
P/B	1.00	0.87	0.80	0.73
P/S	1.59	1.33	1.09	0.89
EV/EBITDA	7.72	3.57	2.82	2.11
股息率%	1.4%	1.8%	2.4%	3.2%
盈利能力指标(%)				
毛利率	24.5%	25.2%	26.5%	27.8%
净利润率	11.4%	12.1%	13.2%	14.4%
净资产收益率	6.6%	7.9%	9.7%	11.7%
资产回报率	4.7%	5.4%	6.5%	7.7%
投资回报率	4.9%	6.1%	7.3%	8.8%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-13.6%	19.7%	21.1%	22.8%
EBIT 增长率	-56.1%	37.8%	33.5%	33.9%
净利润增长率	-63.8%	27.7%	32.2%	34.0%
偿债能力指标				
资产负债率	29.4%	31.6%	33.2%	34.3%
流动比率	3.5	3.1	3.1	3.2
速动比率	3.1	2.8	2.7	2.9
现金比率	1.7	1.6	1.6	1.7
经营效率指标				
应收帐款周转天数	58.4	40.0	40.0	40.0
存货周转天数	48.6	48.6	48.6	48.6
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5
固定资产周转率	1.0	1.1	1.2	1.4

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	296	378	500	670
少数股东损益	-1	-1	-2	-2
非现金支出	249	695	860	1,025
非经营收益	40	34	40	47
营运资金变动	136	72	-89	-115
经营活动现金流	719	1,178	1,309	1,624
资产	-631	-1,195	-1,193	-1,191
投资	-5	0	0	0
其他	-138	12	15	19
投资活动现金流	-775	-1,183	-1,178	-1,173
债权募资	409	233	230	230
股权募资	0	0	0	0
其他	-101	-127	-163	-208
融资活动现金流	308	106	67	22
现金净流量	272	101	199	474

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 17 日
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2,607	3,121	3,780	4,640
营业成本	1,968	2,334	2,777	3,349
毛利率%	24.5%	25.2%	26.5%	27.8%
营业税金及附加	23	28	34	42
营业税金率%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	68	81	98	121
营业费用率%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%
管理费用	117	140	170	209
管理费用率%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
研发费用	132	156	189	232
研发费用率%	5.1%	5.0%	5.0%	5.0%
EBIT	306	422	564	755
财务费用	-18	-12	-10	-14
财务费用率%	-0.7%	-0.4%	-0.3%	-0.3%
资产减值损失	-17	-5	-5	-5
投资收益	9	12	15	19
营业利润	338	435	573	768
营业外收支	-1	-1	-0	-0
利润总额	336	433	573	767
EBITDA	536	1,108	1,415	1,771
所得税	41	56	74	100
有效所得税率%	12.2%	13.0%	13.0%	13.0%
少数股东损益	-1	-1	-2	-2
归属母公司所有者净利润	296	378	500	670

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,388	1,490	1,689	2,162
应收账款及应收票据	437	361	438	539
存货	262	306	365	441
其它流动资产	723	786	866	971
流动资产合计	2,810	2,942	3,358	4,113
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	2,549	2,963	3,212	3,296
在建工程	474	574	674	774
无形资产	411	411	411	411
非流动资产合计	3,504	4,018	4,367	4,551
资产总计	6,314	6,960	7,725	8,664
短期借款	37	50	60	70
应付票据及应付账款	484	575	684	824
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	292	314	341	376
流动负债合计	814	939	1,085	1,270
长期借款	370	570	770	970
其它长期负债	671	691	711	731
非流动负债合计	1,041	1,261	1,481	1,701
负债总计	1,855	2,200	2,566	2,971
实收资本	409	409	409	409
普通股股东权益	4,465	4,767	5,167	5,702
少数股东权益	-6	-7	-8	-10
负债和所有者权益合计	6,314	6,960	7,725	8,664

信息披露

分析师与研究助理简介

闫广 建筑建材首席分析师，香港中文大学理学硕士，先后任职于中投证券、国金证券、太平洋证券，负责建材研究，2021年加入德邦证券，用扎实靠谱的研究服务产业及资本；曾获2019年金牛奖建筑材料第二名；2019年金麒麟新材料新锐分析师第一名；2019年Wind金牌分析师建筑材料第一名；2020年Wind金牌分析师建筑材料第一名。

王逸枫 建筑建材行业分析师，剑桥大学经济学硕士，2022年加入德邦证券，主要负责水泥、玻璃、玻纤和新材料。曾任职于浙商证券以及平安集团旗下不动产投资平台，拥有产业和卖方研究复合背景。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现20%以上；
		增持	相对强于市场表现5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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客户。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。