

长海股份（300196.SZ）/ 建筑材料

证券研究报告/公司点评

2024年5月3日

评级：增持（维持）

市场价格：11.22

分析师：孙颖

执业证书编号：S0740519070002

Email: sunying@zts.com.cn

分析师：韩宇

执业证书编号：S0740522040003

Email: hanyu@zts.com.cn

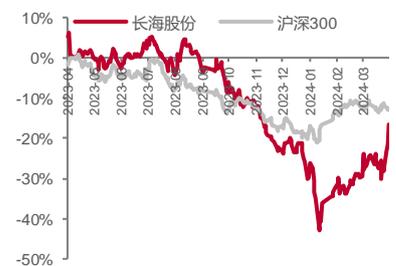
分析师：聂磊

执业证书编号：S0740521120003

Email: nielei@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	409
流通股本(百万股)	246
市价(元)	11.22
市值(百万元)	4,586
流通市值(百万元)	2,764

股价与行业-市场走势对比

相关报告

【公司点评】盈利韧性再彰显；底部精进，竞争优势再加强 20231030

【公司点评】全产业链优势发挥，底部彰显强盈利韧性 20230818

【公司点评】毛利率环比提升，行业底部盈利韧性强 20230427

【公司点评】跨过扩产里程碑，黑马成长加速度 20230410

【公司点评】玻纤周期底部已明，扩产实质推动阶段 20230201

【公司点评】产品结构优势显现，下行周期业绩展现高韧性 20221025

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,017	2,607	3,115	4,123	4,860
增长率 yoy%	20%	-14%	19%	32%	18%
归母净利润(百万元)	817	296	322	471	644
增长率 yoy%	43%	-64%	9%	46%	37%
每股收益(元)	2.00	0.72	0.79	1.15	1.58
净资产收益率	19%	7%	7%	9%	11%
P/E	5.6	15.5	14.2	9.7	7.1
P/B	1.1	1.0	1.0	0.9	0.8

备注：股价取自 2024 年 4 月 30 日收盘价

投资要点

- 事件：**公司公布 2023 年年报，报告期内实现营收、归母净利润和扣非归母净利润分别为 26.07、2.96、2.81 亿，分别同比-13.59%、-63.77%、-53.66%，2023Q4 实现营收、归母净利润和扣非归母净利润分别为 6.19、0.08 和 0.16 亿，分别同比-14.11%、-96.21%和-81.26%，分别环比-9.10%、-89.61%和-77.46%。
- 事件：**公司公布 2024 年一季报，报告期内实现营收、归母净利润和扣非归母净利润分别为 5.81、0.51、0.45 亿元，分别同比-3.67%、-37.56%、-37.83%，分别环比-6.14%、+537.5%、+181.25%。
- 2023 年玻纤行业景气下行，公司玻纤量、价、利均有所承压。**2023 年各大玻纤细分应用方向需求增速承压，叠加产能持续有所新增，行业整体供需失衡，价格端来看，随着中国巨石九江 20 万吨粗纱线、泰山玻纤邹城 6 改 12 粗纱线等产线在上半年点火，其产能爬坡后于下半年对市场构成显著增量冲击，行业价格于 Q3 出现环比显著下行，并持续创下历史新低。就公司 2023 年产销来看，玻纤及制品销量为 27.36 万吨，同比-1.29%，玻纤及制品销售收入为 19.08 亿，同比-15.77%，我们测算公司玻纤及制品吨均价、吨成本和吨毛利分别为 6973.12、5041.23、1931.89 元/吨，分别同比-14.67%、+1.51%、-39.73%。
- 玻纤行业底部已明，2024 看好粗纱供需改善。**我们测算 2024-2025 年粗纱新增有效产能为 40.6、64.8 万吨，对应供给增速分别为 4.5%、6.8%，测算 2024-2025 年粗纱下游需求增速分别为 4.4%、4.7%。当前处周期底部，尾部企业产能仍亏损至现金成本，新增产能投产节奏或有放缓，且冷修产线增加，供给端整体可控，2024 玻纤行业供需有望有所改善。2024Q1 来看，玻纤主要下游领域需求皆有所恢复，其中热塑、电子、风电相关领域增长较好，同时海外市场需求强于国内，2024 年 1-3 月玻纤及制品出口量为 52.55 万吨，同比+12.07%。内需恢复叠加外需复苏之下，2024 年 3 月 25 日行业层面出现恢复性涨价，库存得到快速去化，截止 3 月末，玻纤生产企业库存环比-12.4%。
- 在建工程大幅增加，底部蓄力下一轮量价齐升的景气周期。**2023 年末公司在建工程账面价值 4.74 亿，比期初+4.38 亿，背后主要是 60 万吨新基地一期（期末账面价值 3.74 亿）以及年产 8 万吨高端高性能玻璃纤维及特种织物高端化技改项目（期末账面价值 0.63 亿）的开工建设。投资者关系活动表显示，公司 60 万吨新基地池窑一期项目 30 万吨正在建设中，第一条 15 万吨产线预计在 2024 年投产，2024 年公司总设计产能有望达 40 万吨以上，新线投产将为 2024 年玻纤外销贡献一定增量。根据公司 2024 年产能投放计划，随着新建池窑落地，玻纤制品端产能也将同步扩张，制品的占比有望继续提升，全产业链竞争优势将得到再次加强。

【公司点评】制品压舱石护航，业绩稳健性 22H2 将再次验证 20220818

- **2024Q1 业绩超出市场预期，“小而美”的经营质量再次被验证。** 2024Q1 公司实现扣非归母净利 0.45 亿，环比 2023Q4 实现大幅提升，我们预计背后核心是因：1) 3 月 25 日价格提涨落实较好，出货价格环比有所提振；2) 2023Q4 资产减值损失达 0.17 亿，2024Q1 环比大幅减少。2024Q1 行业仍处底部，公司业绩韧性展现出强于行业的水平，“小而美”的经营质量再次被验证。
- **投资建议：**公司 2023 年业绩符合预期，但考虑到当前仍处行业相对底部，2024 年供需改善给公司带来的盈利弹性相对有限，我们下调公司盈利预测，并引入 2026 年盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润分别为 3.22、4.71、6.44 亿（2024-2025 前值分别为 4.75、6.97 亿），对应当前股价的 PE 分别为 14.2 倍、9.7 倍、7.1 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**产能大幅扩张；需求不及预期；能源成本上涨；产能建设进度不及预期；汇率大幅波动。

盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,388	1,745	1,897	2,226	营业收入	2,607	3,115	4,123	4,860
应收票据	19	0	0	0	营业成本	1,968	2,351	3,077	3,535
应收账款	417	437	552	643	税金及附加	23	19	29	35
预付账款	15	35	46	53	销售费用	68	75	99	122
存货	262	268	332	401	管理费用	117	140	186	194
合同资产	0	0	0	0	研发费用	132	171	227	267
其他流动资产	708	670	795	886	财务费用	-18	-3	-7	-4
流动资产合计	2,810	3,155	3,623	4,209	信用减值损失	-3	-3	-3	-3
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-17	-17	-17	-17
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	2,549	2,753	3,001	3,289	投资收益	9	15	17	14
在建工程	474	574	574	474	其他收益	27	27	27	27
无形资产	411	461	537	592	营业利润	338	367	537	733
其他非流动资产	70	73	77	81	营业外收入	0	1	1	0
非流动资产合计	3,504	3,862	4,189	4,436	营业外支出	2	2	2	2
资产合计	6,314	7,017	7,812	8,645	利润总额	336	366	536	731
短期借款	37	0	0	0	所得税	41	45	66	89
应付票据	212	181	268	293	净利润	295	321	470	642
应付账款	273	705	932	1,082	少数股东损益	-1	-1	-1	-2
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	296	322	471	644
合同负债	20	56	74	87	NOPLAT	279	318	464	638
其他应付款	37	37	37	37	EPS (按最新股本摊薄)	0.72	0.79	1.15	1.58
一年内到期的非流动负债	168	168	168	168					
其他流动负债	67	80	104	110	主要财务比率				
流动负债合计	814	1,227	1,584	1,777	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	370	420	470	550	成长能力				
应付债券	502	502	502	502	营业收入增长率	-13.6%	19.5%	32.4%	17.9%
其他非流动负债	169	169	169	169	EBIT增长率	-61.4%	14.1%	45.7%	37.6%
非流动负债合计	1,041	1,091	1,141	1,221	归母公司净利润增长率	-63.8%	8.8%	46.4%	36.6%
负债合计	1,855	2,319	2,726	2,998	获利能力				
归属母公司所有者权益	4,465	4,705	5,095	5,657	毛利率	24.5%	24.5%	25.4%	27.3%
少数股东权益	-6	-7	-8	-10	净利率	11.3%	10.3%	11.4%	13.2%
所有者权益合计	4,459	4,698	5,087	5,647	ROE	6.6%	6.9%	9.3%	11.4%
负债和股东权益	6,314	7,017	7,812	8,645	ROIC	5.9%	6.5%	8.8%	10.9%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	29.4%	33.0%	34.9%	34.7%
					债务权益比	28.0%	26.8%	25.7%	24.6%
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	流动比率	3.5	2.6	2.3	2.4
经营活动现金流	719	1,016	761	860	速动比率	3.1	2.4	2.1	2.1
现金收益	505	569	736	939	营运能力				
存货影响	-15	-6	-64	-69	总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.6
经营性应收影响	35	-4	-110	-81	应收账款周转天数	59	49	43	44
经营性应付影响	1	402	314	173	应付账款周转天数	57	75	96	103
其他影响	193	55	-115	-103	存货周转天数	47	41	35	37
投资活动现金流	-775	-594	-584	-534	每股指标(元)				
资本支出	-768	-605	-596	-544	每股收益	0.72	0.79	1.15	1.58
股权投资	0	0	0	0	每股经营现金流	1.76	2.49	1.86	2.10
其他长期资产变化	-7	11	12	10	每股净资产	10.92	11.51	12.46	13.84
融资活动现金流	308	-66	-25	3	估值比率				
借款增加	432	13	50	80	P/E	15.5	14.2	9.7	7.1
股利及利息支付	-100	-99	-149	-182	P/B	1.0	1.0	0.9	0.8
股东融资	0	0	0	0	EV/EBITDA	75.4	67.2	51.4	40.1
其他影响	-24	20	74	105					

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权, 任何机构和个人, 不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。