

长海股份 (300196.SZ)

行业底部、公司盈利能力逆势提升，扩张可期

核心观点：

- **中报归母净利润下滑 15%，符合预期。**公司 2019 年中报实现收入 9.06 亿元，同比下滑 16.5%，归母净利润 1.24 亿元，同比下滑 15%，好于业绩预告中值 (1.19 亿元)，扣非净利润 1.16 亿元，同比下滑 15.9%。其中公司单二季度实现收入 5.1 亿元，同比下滑 9.8%，归母净利润 0.68 亿元，同比下滑 25.3%。
- **汇兑损失侵蚀利润，产业链一体化带来盈利水平稳中有升。**虽然受疫情影响，但公司上半年盈利水平仍稳中有升，毛利率、净利率同比提高 0.13、0.22pct。分业务来看，公司玻纤及制品、化工、玻璃钢三大业务收入出现不同程度下滑，玻纤及制品毛利率同比下滑 3.2pct，但化工及玻璃钢业务毛利率逆势提升 5.8、4.3pct。此外，公司汇兑收益同减少滑 1029 万元，若剔除汇兑收益影响，公司营业利润仅同比下滑 10% (未剔除汇兑收益的营业利润同比下滑 16%)。
- **应收账款周转大幅改善，库存周转小幅上行，经营压力小。**虽然行业一季度受国内疫情二季度受海外疫情影响，但公司上半年库存周转天数 50 天，同比小幅上升 (去年同期 48 天)，应收账款周转天数 68 天，同比大幅改善 (去年同期 96 天)，说明公司销售压力很小。
- **投资建议：维持“买入”评级。**受全球疫情影响，玻纤行业景气底部更夯实，公司在底部加快产能扩张，而且各主要产品成本仍有改进空间，预计 2021-2022 年将迎来量价齐升的态势；预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.73/1.00/1.37 元/股。从公司历史 PE、PB 估值来看，目前均处于历史底部区域；公司在玻纤行业具备较宽的护城河、盈利能力也处于长期领先地位，而且公司竞争力和盈利能力处于加强态势。我们维持公司合理价值 20.0 元/股的判断不变，维持“买入”评级。
- **风险提示：**疫情继续扩散，玻纤需求不及预期；玻纤行业产能大幅扩张：新产能、新产品进度低于预期。

盈利预测：

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	2,198	2,210	2,245	2,815	3,412
增长率 (%)	8.4	0.5	1.6	25.4	21.2
EBITDA (百万元)	403	470	431	553	729
归母净利润 (百万元)	263	289	300	410	562
增长率 (%)	30.3	10.0	3.5	36.8	37.0
EPS (元/股)	0.62	0.70	0.73	1.00	1.37
市盈率 (P/E)	14.25	16.61	19.75	14.43	10.54
ROE (%)	10.6	10.8	10.1	12.1	14.3
EV/EBITDA	8.43	9.06	12.46	9.76	7.38

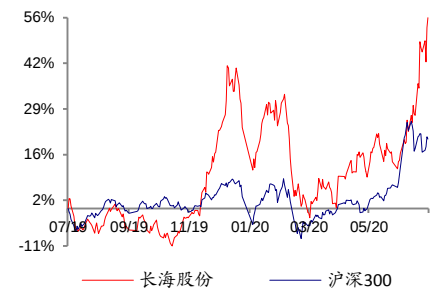
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	14.48 元
合理价值	20.0 元
前次评级	买入
报告日期	2020-07-31

相对市场表现



分析师：

邹戈



SAC 执证号：S0260512020001



021-60750616



zouge@gf.com.cn

分析师：

谢璐



SAC 执证号：S0260514080004



SFC CE No. BMB592



021-60750630



xielu@gf.com.cn

请注意，邹戈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) :玻纤一体化小龙头，步入扩张大周期 2020-07-22

长海股份 (300196.SZ) :毛利率同比环比均有提升，汇兑收益带来利润增量 2020-04-27

长海股份 (300196.SZ) :业绩增长稳健，内生增长加速 2020-04-10

联系人：李振兴 010-59136627

lizhenxing@gf.com.cn

资产负债表		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
流动资产	1,456	1,559	1,681	1,878	2,022	
货币资金	541	624	747	818	840	
应收及预付	566	363	362	447	534	
存货	209	185	183	223	257	
其他流动资产	140	387	389	390	391	
非流动资产	1,680	1,627	1,919	2,311	2,805	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产	1,456	1,386	1,578	1,870	2,265	
在建工程	22	39	139	239	339	
无形资产	169	164	164	164	164	
其他长期资产	32	38	38	38	38	
资产总计	3,136	3,186	3,599	4,188	4,828	
流动负债	548	407	429	510	487	
短期借款	174	71	100	100	0	
应付及预收	314	271	271	338	401	
其他流动负债	60	65	58	73	86	
非流动负债	61	47	147	247	347	
长期借款	12	0	100	200	300	
应付债券	0	0	0	0	0	
其他非流动负债	49	47	47	47	47	
负债合计	610	454	576	757	834	
股本	424	415	409	409	409	
资本公积	972	882	882	882	882	
留存收益	1,232	1,439	1,736	2,143	2,705	
归属母公司股东权益	2,474	2,679	2,969	3,376	3,937	
少数股东权益	53	53	54	55	56	
负债和股东权益	3,136	3,186	3,599	4,188	4,828	

利润表	单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,198	2,210	2,245	2,815	3,412
营业成本	1,632	1,566	1,592	1,983	2,349
营业税金及附加	15	19	19	24	29
销售费用	114	125	121	141	171
管理费用	88	90	92	102	106
研发费用	83	91	90	113	130
财务费用	-15	-3	1	-1	3
资产减值损失	-6	-2	-5	-5	-5
公允价值变动收益	1	0	0	0	0
投资净收益	15	7	10	10	10
营业利润	304	330	342	467	639
营业外收支	1	0	-1	-1	0
利润总额	304	329	341	467	639
所得税	42	39	41	56	76
净利润	262	290	301	411	563
少数股东损益	-1	1	1	1	1
归属母公司净利润	263	289	300	410	562
EBITDA	403	470	431	553	729
EPS (元)	0.62	0.70	0.73	1.00	1.37

现金流量表	单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	195	379	397	474	627
净利润	262	290	301	411	563
折旧摊销	137	151	100	100	100
营运资金变动	-186	-71	-6	-45	-45
其它	-19	9	3	8	10
投资活动现金流	-1	-85	-391	-490	-590
资本支出	-289	-79	-401	-501	-600
投资变动	14	0	0	0	0
其他	275	-7	10	10	10
筹资活动现金流	-255	-207	116	88	-15
银行借款	198	236	129	100	0
股权融资	2	0	-6	0	0
其他	-455	-443	-7	-13	-15
现金净增加额	-43	87	122	71	22
期初现金余额	579	535	624	747	818
期末现金余额	535	622	747	818	840

主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	8.4%	0.5%	1.6%	25.4%	21.2%
营业利润增长	30.1%	8.7%	3.8%	36.5%	36.8%
归母净利润增长	30.3%	10.0%	3.5%	36.8%	37.0%
获利能力					
毛利率	25.8%	29.1%	29.1%	29.6%	31.2%
净利率	11.9%	13.1%	13.4%	14.6%	16.5%
ROE	10.6%	10.8%	10.1%	12.1%	14.3%
ROIC	8.4%	10.0%	9.0%	10.7%	12.9%
偿债能力					
资产负债率	19.4%	14.2%	16.0%	18.1%	17.3%
净负债比率	24.1%	16.6%	19.1%	22.1%	20.9%
流动比率	2.66	3.83	3.91	3.68	4.15
速动比率	2.24	3.34	3.46	3.21	3.59
营运能力					
总资产周转率	0.70	0.69	0.62	0.67	0.71
应收账款周转率	6.26	6.38	6.46	6.52	6.58
存货周转率	10.52	11.96	12.26	12.64	13.26
每股指标 (元)					
每股收益	0.62	0.70	0.73	1.00	1.37
每股经营现金流	0.46	0.91	0.97	1.16	1.54
每股净资产	5.83	6.45	7.26	8.26	9.63
估值比率					
P/E	14.25	16.61	19.75	14.43	10.54
P/B	1.51	1.79	1.99	1.75	1.50
EV/EBITDA	8.43	9.06	12.46	9.76	7.38

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，带领团队荣获2019年新财富非金属类建材行业第二名。

谢璐：资深分析师，南开大学经济学硕士，2012年进入广发证券发展研究中心。

李振兴：研究助理，中国科学院研究生院硕士，2019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	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
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。