



## 买入（维持）

所属行业：建筑材料/玻璃纤维  
当前价格(元)：9.12

### 证券分析师

闫广

资格编号：S0120521060002

邮箱：yanguang@tebon.com.cn

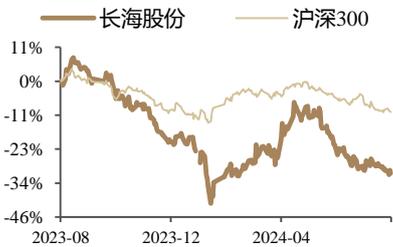
王逸枫

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(%) | -3.29 | -12.14 | -24.59 |
| 相对涨幅(%) | 2.45  | -6.92  | -14.51 |

资料来源：德邦研究所，聚源数据

### 相关研究

- 《长海股份(300196.SZ)：Q1 淡季盈利环比改善，新产能+价格向上有望释放业绩弹性》，2024.4.23
- 《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》，2024.4.17
- 《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

### 股票数据

|              |            |
|--------------|------------|
| 总股本(百万股)：    | 408.72     |
| 流通A股(百万股)：   | 246.32     |
| 52周内股价区间(元)： | 7.77-14.26 |
| 总市值(百万元)：    | 3,727.49   |
| 总资产(百万元)：    | 6,822.80   |
| 每股净资产(元)：    | 11.05      |

资料来源：公司公告

## 长海股份(300196.SZ)：Q2 复价带动毛利率环比持续改善，关注下半年新产能释放

### 投资要点

- 事件：**2024年8月22日，公司发布2024年半年报，24H1公司实现营收约12.24亿元，同比-6.40%，实现归母净利润约1.22亿元，同比-42.01%，实现扣非归母净利润约1.17亿元，同比-40.05%；单季度来看，24Q2公司实现营收约6.43亿元，同比-8.74%，环比+10.62%，实现归母净利润约0.71亿元，同比-44.82%，环比+40.30%，实现扣非归母净利润约0.71亿元，同比-41.38%，环比+57.44%。
- 24Q2 价格尚未修复至去年同期，上半年量稳价降。**根据卓创资讯，24Q2全国粗纱均价为3723元/吨，同比-8.2%，环比+17.8%，公司在玻纤终端需求疲软情况下通过调整产品结构、积极开拓市场，实现玻纤产品销售同比持平，但由于价格尚未修复至去年同期水平导致公司收入承压。盈利能力来看，24H1公司毛利率约22.80%，同比-4.49pct，其中玻纤及制品毛利率约24.99%，同比-4.78pct，化工制品毛利率约16.40%，同比-3.68pct，玻璃钢制品毛利率约16.99%，同比-7.97pct，单季度来看，24Q2公司毛利率约23.93%，同比-2.94pct，但环比+2.38pct。
- 汇兑收益减少导致费用率小幅上升。**24H1公司费用率约12.80%，同比+3.09pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为2.35%/5.15%/4.75%/0.55%，分别同比+0.04/+0.86/-0.56/+2.76pct，财务费用同比有所上升或主要系汇兑收益减少所致，24H1公司汇兑损失约0.12亿元，而23年同期为汇兑收益0.32亿元。此外，24H1公司资产处置收益约31.21万元，同比-96.66%，或主要系处置贵金属铈粉减少所致，23H1公司处置铈粉贡献净利润约828.75万元。
- 新产能有望在涨价后落地。**公司23年产能约30万吨，天马产线3改8冷修技改已在23年末启动，在建项目为60万吨项目一期第一条15万吨产线，我们认为在行业Q2复价后有望加速在24年投产，在建及技改项目投产后，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，进一步提高中高端市场占有率。
- 投资建议：**公司作为玻纤及制品一体布局的细分龙头，充分受益于Q2行业复价，24年新产能释放后中长期业绩弹性可期。考虑到当前粗纱价格面临下降压力，我们下调此前盈利预测，预计公司24-26年归母净利润分别为3.08、4.54和6.08亿元，现价对应PE分别为12.10、8.21和6.13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。

### 主要财务数据及预测

|             | 2022  | 2023   | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)   | 3,017 | 2,607  | 2,792 | 3,780 | 4,640 |
| (+/-)YOY(%) | 20.4% | -13.6% | 7.1%  | 35.4% | 22.8% |
| 净利润(百万元)    | 817   | 296    | 308   | 454   | 608   |
| (+/-)YOY(%) | 42.8% | -63.8% | 4.1%  | 47.4% | 33.9% |
| 全面摊薄EPS(元)  | 2.00  | 0.72   | 0.75  | 1.11  | 1.49  |
| 毛利率(%)      | 33.4% | 24.5%  | 24.0% | 25.1% | 26.3% |
| 净资产收益率(%)   | 19.2% | 6.6%   | 6.5%  | 8.9%  | 10.9% |

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   | 0.75  | 1.11  | 1.49  |
| 每股净资产     | 10.92  | 11.53 | 12.42 | 13.61 |
| 每股经营现金流   | 1.76   | 2.99  | 3.01  | 3.83  |
| 每股股利      | 0.15   | 0.15  | 0.22  | 0.30  |
| 价值评估(倍)   |        |       |       |       |
| P/E       | 15.11  | 12.10 | 8.21  | 6.13  |
| P/B       | 1.00   | 0.79  | 0.73  | 0.67  |
| P/S       | 1.43   | 1.34  | 0.99  | 0.80  |
| EV/EBITDA | 7.72   | 3.22  | 2.51  | 1.89  |
| 股息率%      | 1.4%   | 1.7%  | 2.4%  | 3.3%  |
| 盈利能力指标(%) |        |       |       |       |
| 毛利率       | 24.5%  | 24.0% | 25.1% | 26.3% |
| 净利润率      | 11.4%  | 11.0% | 12.0% | 13.1% |
| 净资产收益率    | 6.6%   | 6.5%  | 8.9%  | 10.9% |
| 资产回报率     | 4.7%   | 4.5%  | 5.9%  | 7.1%  |
| 投资回报率     | 4.9%   | 4.9%  | 6.7%  | 8.1%  |
| 盈利增长(%)   |        |       |       |       |
| 营业收入增长率   | -13.6% | 7.1%  | 35.4% | 22.8% |
| EBIT 增长率  | -56.1% | 11.6% | 48.6% | 34.3% |
| 净利润增长率    | -63.8% | 4.1%  | 47.4% | 33.9% |
| 偿债能力指标    |        |       |       |       |
| 资产负债率     | 29.4%  | 31.2% | 33.8% | 35.0% |
| 流动比率      | 3.5    | 3.2   | 3.0   | 3.1   |
| 速动比率      | 3.1    | 2.9   | 2.6   | 2.7   |
| 现金比率      | 1.7    | 2.0   | 1.7   | 1.8   |
| 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    | 0.9   | 1.2   | 1.4   |

| 现金流量表(百万元) | 2023 | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|------------|------|--------|--------|--------|
| 净利润        | 296  | 308    | 454    | 608    |
| 少数股东损益     | -1   | -1     | -1     | -2     |
| 非现金支出      | 249  | 695    | 860    | 1,025  |
| 非经营收益      | 40   | 36     | 40     | 47     |
| 营运资金变动     | 136  | 182    | -122   | -112   |
| 经营活动现金流    | 719  | 1,220  | 1,231  | 1,566  |
| 资产         | -631 | -1,196 | -1,193 | -1,191 |
| 投资         | -5   | 182    | 0      | 0      |
| 其他         | -138 | 8      | 15     | 19     |
| 投资活动现金流    | -775 | -1,005 | -1,178 | -1,173 |
| 债权募资       | 409  | 233    | 230    | 230    |
| 股权募资       | 0    | 0      | 0      | 0      |
| 其他         | -101 | -113   | -153   | -196   |
| 融资活动现金流    | 308  | 120    | 77     | 34     |
| 现金净流量      | 272  | 335    | 130    | 427    |

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 22 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 | 2,792 | 3,780 | 4,640 |
| 营业成本        | 1,968 | 2,122 | 2,833 | 3,422 |
| 毛利率%        | 24.5% | 24.0% | 25.1% | 26.3% |
| 营业税金及附加     | 23    | 25    | 34    | 42    |
| 营业税金率%      | 0.9%  | 0.9%  | 0.9%  | 0.9%  |
| 营业费用        | 68    | 73    | 98    | 121   |
| 营业费用率%      | 2.6%  | 2.6%  | 2.6%  | 2.6%  |
| 管理费用        | 117   | 126   | 170   | 209   |
| 管理费用率%      | 4.5%  | 4.5%  | 4.5%  | 4.5%  |
| 研发费用        | 132   | 140   | 189   | 232   |
| 研发费用率%      | 5.1%  | 5.0%  | 5.0%  | 5.0%  |
| EBIT        | 306   | 342   | 508   | 682   |
| 财务费用        | -18   | -12   | -14   | -17   |
| 财务费用率%      | -0.7% | -0.4% | -0.4% | -0.4% |
| 资产减值损失      | -17   | -5    | -5    | -5    |
| 投资收益        | 9     | 11    | 15    | 19    |
| 营业利润        | 338   | 354   | 521   | 697   |
| 营业外收支       | -1    | -1    | -0    | -0    |
| 利润总额        | 336   | 353   | 520   | 697   |
| EBITDA      | 536   | 1,028 | 1,359 | 1,698 |
| 所得税         | 41    | 46    | 68    | 91    |
| 有效所得税率%     | 12.2% | 13.0% | 13.0% | 13.0% |
| 少数股东损益      | -1    | -1    | -1    | -2    |
| 归属母公司所有者净利润 | 296   | 308   | 454   | 608   |

| 资产负债表(百万元) | 2023  | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金       | 1,388 | 1,724 | 1,854 | 2,281 |
| 应收账款及应收票据  | 437   | 323   | 438   | 539   |
| 存货         | 262   | 278   | 372   | 451   |
| 其它流动资产     | 723   | 495   | 616   | 721   |
| 流动资产合计     | 2,810 | 2,819 | 3,280 | 3,991 |
| 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 | 4,020 | 4,369 | 4,553 |
| 资产总计       | 6,314 | 6,839 | 7,649 | 8,545 |
| 短期借款       | 37    | 50    | 60    | 70    |
| 应付票据及应付账款  | 484   | 522   | 698   | 842   |
| 预收账款       | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其它流动负债     | 292   | 301   | 344   | 380   |
| 流动负债合计     | 814   | 874   | 1,102 | 1,292 |
| 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 | 2,135 | 2,583 | 2,994 |
| 实收资本       | 409   | 409   | 409   | 409   |
| 普通股股东权益    | 4,465 | 4,711 | 5,074 | 5,561 |
| 少数股东权益     | -6    | -7    | -8    | -10   |
| 负债和所有者权益合计 | 6,314 | 6,839 | 7,649 | 8,545 |

# 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                            |
|--|--------|------|-------------------------------|
| <b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b><br>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。                 |
| <b>2. 市场基准指数的比较标准：</b><br>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。