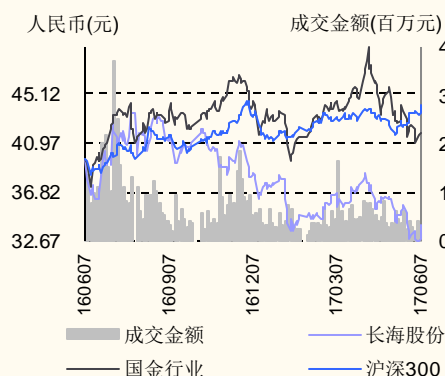


市场价格 (人民币): 34.02 元  
 目标价格 (人民币): 40.90-43.80 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

### 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	106.93
总市值(百万元)	7,220.68
年内股价最高最低(元)	43.45/32.67
沪深 300 指数	3533.87



## 主业稳健，静待产业链延伸

### 公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	1.112	1.214	1.461	1.858	2.207
每股净资产(元)	6.73	10.69	12.89	14.45	16.36
每股经营性现金流(元)	1.51	1.53	1.97	2.52	2.94
市盈率(倍)	32.00	30.99	23.29	18.31	15.41
行业优化市盈率(倍)	25.43	25.43	25.43	25.43	25.43
净利润增长率(%)	45.39%	20.64%	20.36%	27.19%	18.80%
净资产收益率(%)	16.52%	11.35%	11.33%	12.86%	13.49%
总股本(百万股)	192.00	212.25	212.25	212.25	212.25

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 投资逻辑

- **玻纤制品领军者，主业进入稳定期：**自从 2011 年上市以来，公司营收复合增长率达到 31.9%，业绩复合增速达到 34.2%，白马特质明显。随着产能利用率及各产品市场占有率的不断提升，公司玻纤及玻纤制品进入稳定期，未来将持续为公司业绩提供稳定支撑。
- **进入化工领域，树脂业务增速亮眼：**16 年公司收购天马集团剩余股份，使其成为全资子公司，公司形成了较完整的玻纤纱-玻纤制品-树脂-玻璃钢复合材料产业链。从 12 年到 16 年，树脂业务营收复合增长率达到 80%，成为公司新的业绩增长点。随着定增生产线建设完成，届时树脂总产能将达到 10 万吨，规模优势凸显。同时，公司进入精细化工领域，为产业链延伸至复合材料领域打下坚实基础，未来产业链延伸值得期待。
- **热塑复合材料投产在即，未来成长空间广阔：**公司定增项目年产 7200 吨增强热塑复合材料生产线即将到位，预计 17 年下半年可以投产。目前我国热塑性复合材料规模占比在逐年增加，2016 年增至 42.5%，产量达 196.5 万吨，同比增长 11.39%，我们认为，热塑复合材料具有环保属性，性能优势明显，将成为未来玻纤复合材料发展趋势，公司有望迎来新的业绩增长点。
- **切入军工领域，期待另一片新蓝海：**公司投资设立常州南海船艇科技有限公司（子公司天马集团持股 66.9%），欲切入军工领域，目前公司已经生产三艘舰艇交付相关方面试验，样艇性能优于现有普通快艇，突出的动力优势可以用作观光，海上巡逻等用途。一旦公司进入军工领域，将打开广阔的市场空间，同时军工资质是潜在的壁垒，让公司产品更具竞争力，未来可以实现军民两用。公司产业链协同及外延征程已开启，期待新一轮投资周期带来的优质资产。

### 投资建议

- 随着公司主业进入稳健期，热塑等新产品投放将带来新的增长点，切入军工领域后，产业链延伸至复合材料领域将打开新的成长空间，建议重点关注。

### 估值

- 预计公司 17-19 年 EPS 分别为 1.46, 1.86 和 2.21 元，对应 17-19 年 PE 估值分别为 23.3, 18.3 和 15.4 倍，目标价 40.9-43.8 元，给予“买入”评级。

### 风险

- 玻纤行业景气度下行，新产品及产业链延伸低于预期，大股东减持风险

闰广

联系人  
 (8621)60230241  
 yanguang@gjzq.com.cn

贺国文

分析师 SAC 执业编号: S1130512040001  
 (8621)60230235  
 hegww@gjzq.com.cn

## 内容目录

长海股份—玻纤制品的领导者.....	4
17年深耕玻纤领域，如今向复合材料商转型.....	4
主业稳健，业绩增长进入平稳阶段.....	5
盈利能力突出，成本费用管控能力强.....	6
主业精益求精，产业链不断完善.....	7
玻纤纱：自产自用，产能继续扩张.....	9
短切毡：明星产品市场地位稳固，受益汽车轻量化.....	10
湿法薄毡：优质建筑材料，与房地产息息相关.....	11
复合隔板：蓄电池的核心零部件.....	12
电子薄毡：下游需求良好，产品迎来爆发期.....	13
涂层毡：市场竞争激烈，公司努力提升产能利用率.....	14
树脂+复合材料：产业链延伸至化工领域，转型复合材料商初露端倪.....	14
定增项目进展顺利，期待新产品绽放.....	15
切入军工领域，积极向下游复合材料领域迈进.....	16
盈利预测与投资建议.....	16
风险提示.....	17

## 图表目录

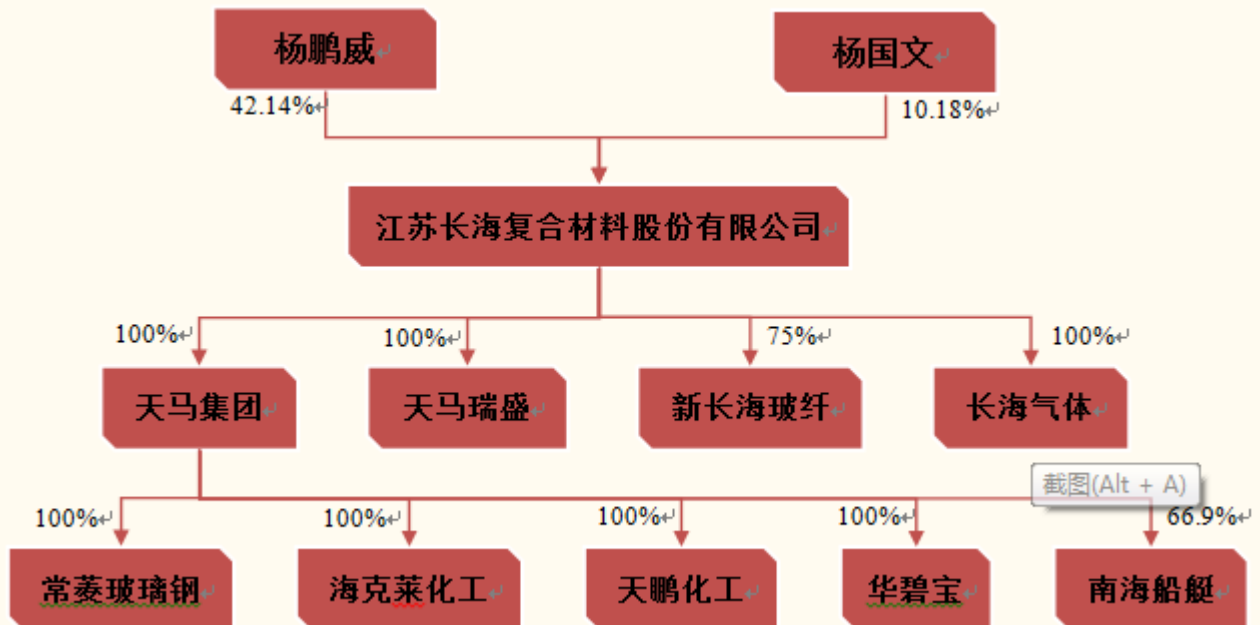
图表 1：公司股权结构.....	4
图表 2：公司发展大事记.....	5
图表 3：公司营业收入及增速.....	5
图表 4：公司归母净利润及增速.....	5
图表 5：公司分产品收入结构.....	6
图表 6：公司分区域收入结构.....	6
图表 7：玻纤行业主要企业销售毛利率对比.....	6
图表 8：玻纤行业主要企业销售净利率对比.....	6
图表 9：玻纤行业主要企业 ROE 对比.....	7
图表 10：玻纤行业主要企业期间费用率对比.....	7
图表 11：公司产业链示意图.....	7
图表 12：公司主要产品销售收入.....	8
图表 13：公司主要产能情况.....	8
图表 14：公司主要产品及应用领域.....	9
图表 15：公司玻纤纱产量.....	10
图表 16：公司短切毡产销量.....	10
图表 17：我国汽车年产量.....	11
图表 18：汽车轻量化效益.....	11
图表 19：主要国家汽车排放标准.....	11

图表 20: 全国房地产开发投资额及增速.....	12
图表 21: 全社会固定资产投资额及增速.....	12
图表 22: 2015 年全球蓄电池分布.....	12
图表 23: 全国铅酸蓄电池产量及增速.....	13
图表 24: 全国铅酸蓄电池销售规模及增速.....	13
图表 25: PCB 产业链.....	13
图表 26: 我国覆铜板年销售额.....	13
图表 27: 我国 PCB 年产量及增速.....	14
图表 28: 我国 PCB 产值及增速.....	14
图表 29: 公司树脂业务营业收入及增速.....	14
图表 30: 热塑性复合材料产量及增速.....	15
图表 31: 热塑性与热固性复合材料产量比例.....	15
图表 32: 公司募投项目产能情况及资金投入.....	15
图表 33: 公司分产品盈利预测.....	16

## 长海股份—玻纤制品的领导者

- 长海股份是国内领先的玻纤制品及玻纤复合材料制造商，主要生产玻纤纱、短切毡、湿法薄毡、复合隔板、涂层毡等产品。公司玻纤纱及制品产能位居全国前列，是国内规模最大的无纺玻纤制品综合生产企业之一。目前公司大股东（杨国文与杨鹏威为父子关系，属于一致行动人）共持股 52.32%，为公司实际控制人，旗下有天马集团，天马瑞盛，新长海玻纤和长海气体等子公司，覆盖玻纤纱，玻纤毡，树脂，玻纤复合材料等领域，同时在积极向复合材料商迈进。

图表 1：公司股权结构



来源：公司公告，国金证券研究所

### 17 年深耕玻纤领域，如今向复合材料商转型

- 公司成立于 2000 年 5 月，前身为常州市长海玻纤制品有限公司。2009 年公司整体变更为股份公司，并更名为江苏长海复合材料股份有限公司。2011 年 3 月，公司在深圳证券交易所上市交易，2016 年收购天马集团为全资子公司，进入精细化工领域，打通迈向复合材料商关键一步。
- 公司自成立以来，通过不断兼并与设立子公司来延伸上下游业务，循序渐进完善产业布局，建立起从玻纤纱生产、玻纤制品深加工到玻纤复合材料制造的完整产业链，成为国内高端玻纤毡制品领导者。

图表 2：公司发展大事记

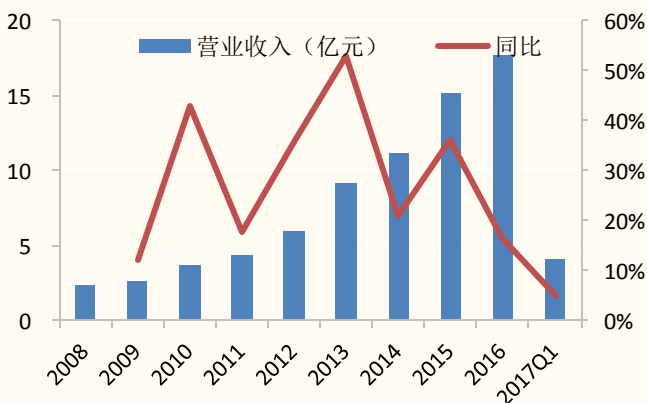


来源：公司公告，国金证券研究所

### 主业稳健，业绩增长进入平稳阶段

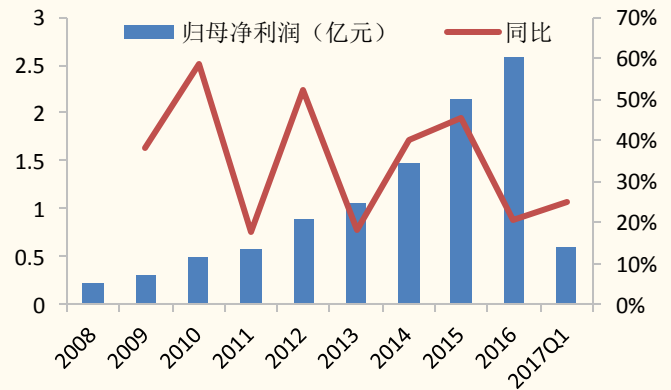
- 自 2008 年以来，公司盈利能力不断提升，营业收入复合增长率达到 28.72%，归属于母公司净利润复合增长率高达 35.54%。其中，2016 年公司营业收入 17.68 亿元，同比增长 16.61%；归属于母公司净利润为 2.58 亿元，同比增长 20.64%，依旧维持稳定增长。而 2017 年第一季度营业收入 4.09 亿元，比上年同期增加 5.14%；归属母公司净利润为 0.6 亿元，同比增长 24%。随着玻纤行业景气度的提升及下游应用领域的不断拓展，公司业绩有望继续保持稳定增长。

图表 3：公司营业收入及增速



来源：Wind，国金证券研究所

图表 4：公司归母净利润及增速

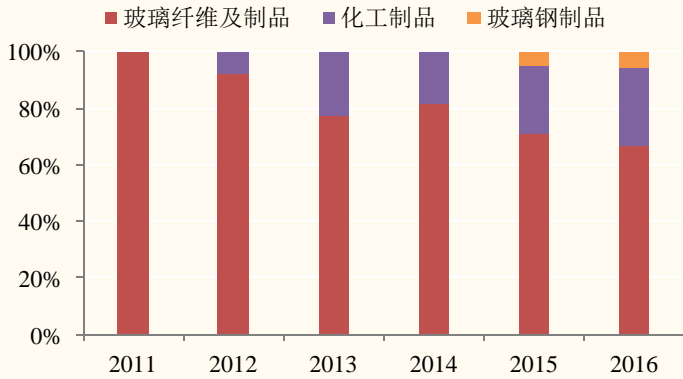


来源：Wind，国金证券研究所

- 分行业看，玻璃纤维及制品始终是公司的主打产业，2016 年创造收入 11.77 亿元，近 5 年复合增长率为 21.56%，拥有较强的竞争力。2012 年之后，公司陆续收购天马瑞盛、天马集团，开始涉入化工制品与玻璃钢制品领域，2016 年分别贡献了营业收入的 27.95%和 5.48%。虽然起步不久，但借助公司完整产业链的上下游互补，化工产业和下游复合材料产业具备良好的成长性，将是公司未来的重点发展方向。

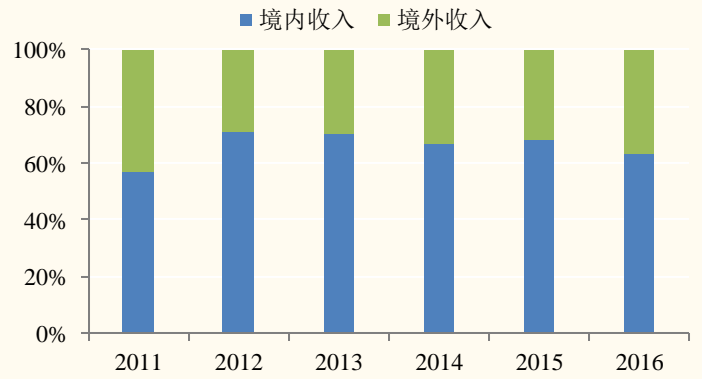
- 分地区看，公司营业收入主要来源于国内，占比维持在 60%-70%，同时公司也积极拓展海外市场，建立全球化的销售网络。公司客户不但横跨全国大部分省市，还远至北美、南美、欧洲、中东、东南亚、大洋洲、非洲等 30 多个国家和地区，相对于受反倾销影响的产品具有一定优势，公司产品不受国外反倾销政策影响，只有反补贴税率 4.9%，为公司未来进一步拓展海外市场打下坚实基础。

图表 5：公司分产品收入结构



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 6：公司分区域收入结构

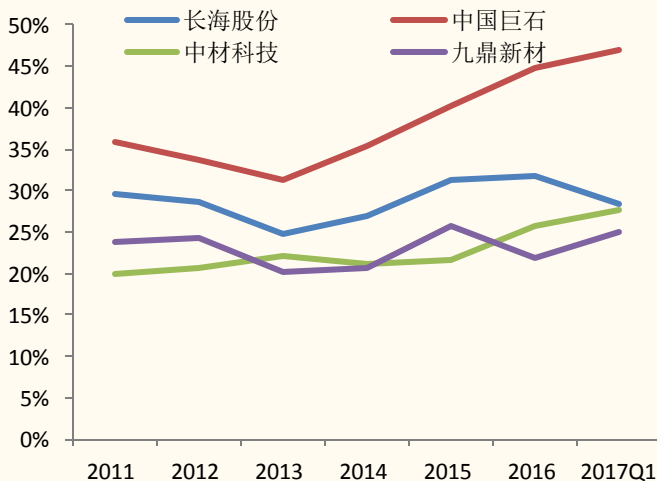


来源：公司公告，国金证券研究所

盈利能力突出，成本费用管控能力强

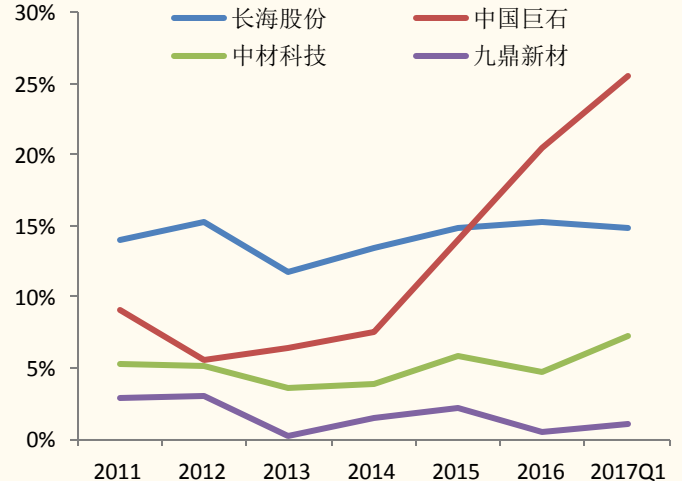
- 从 13 年以来，公司销售毛利率维持在 30%左右，净利率维持在 15%左右，仅次于玻纤龙头中国巨石，盈利能力保持稳定。2016 年 ROE 略降，但依旧维持在 11.3%，高于竞争对手中材科技和九鼎新材。除此之外，公司费用控制能力在不断提升，期间费用率始终保持在 12%-15%之间，低于同行业其他上市公司，高效的费用控制能力及产业链上下游之间的协同效应，使得公司盈利水平维持高位，未来随着公司不断改进生产工艺，提升生产效率及加强管控能力，将进一步降低成本，提升盈利水平。

图表 7：玻纤行业主要企业销售毛利率对比



来源：Wind，国金证券研究所

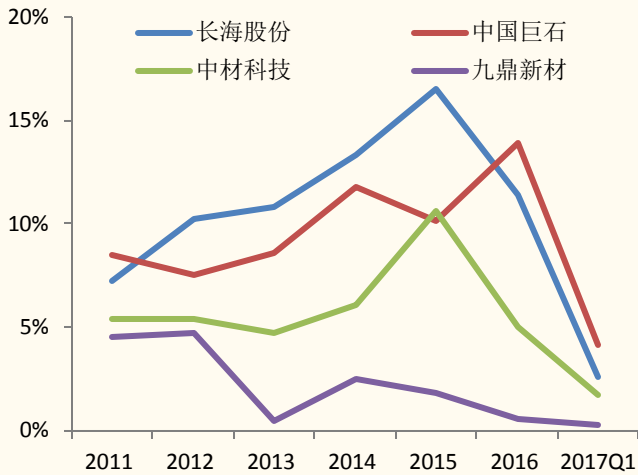
图表 8：玻纤行业主要企业销售净利率对比



来源：Wind，国金证券研究所

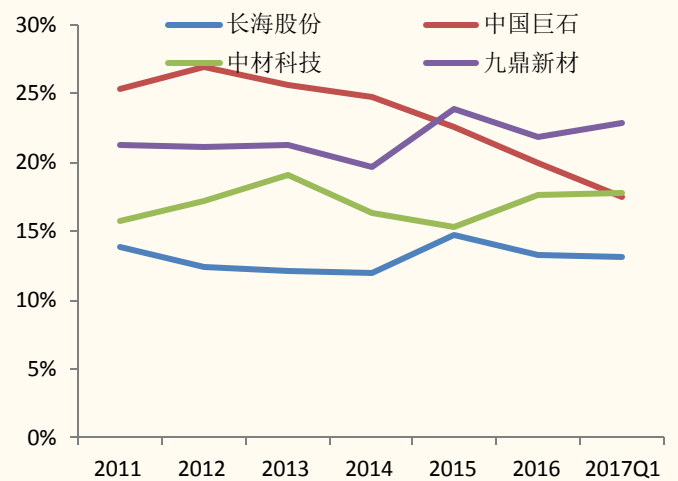


图表 9：玻纤行业主要企业 ROE 对比



来源：Wind, 国金证券研究所

图表 10：玻纤行业主要企业期间费用率对比

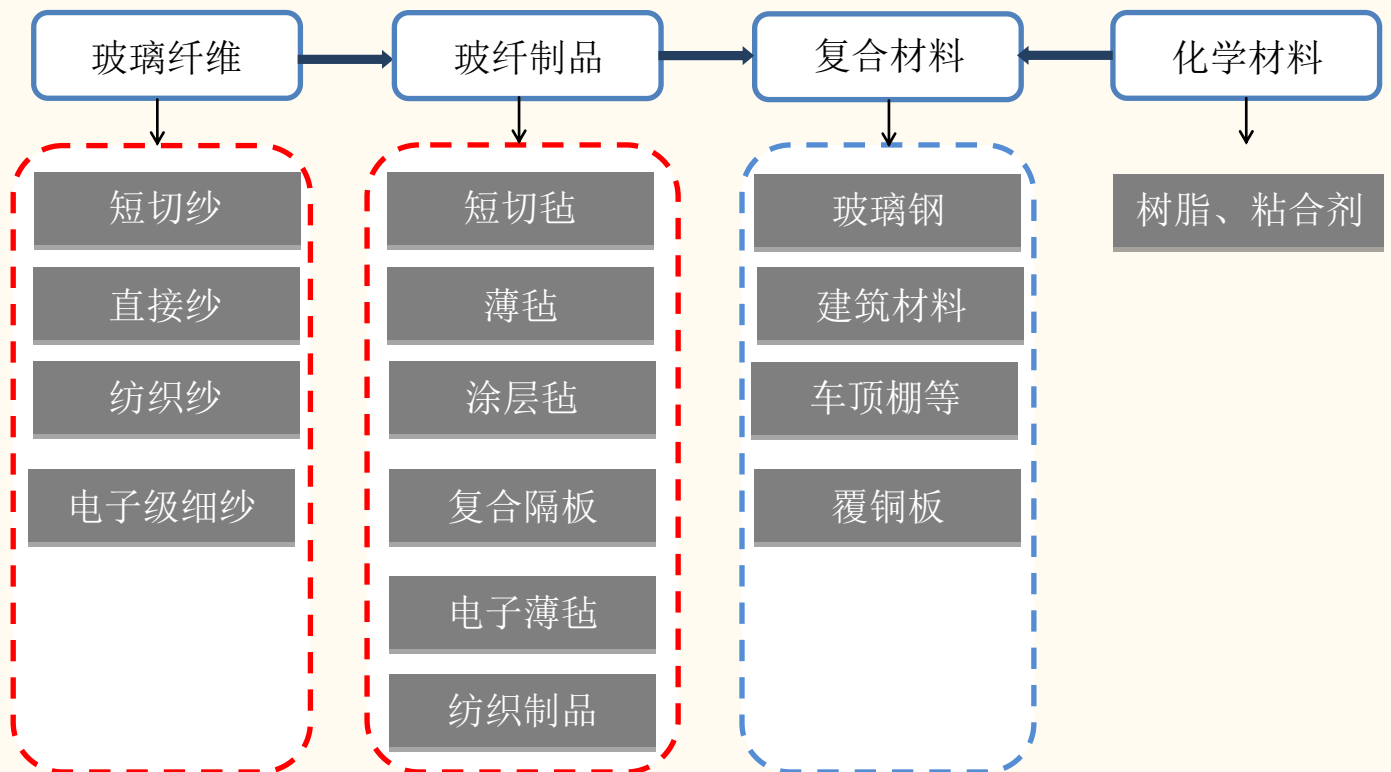


来源：Wind, 国金证券研究所

### 主业精益求精，产业链不断完善

- 公司上市之初，以短切毡、湿法薄毡和复合隔膜三大系为核心产品，然后通过一系列资本运作，不断完善产业链，2012 年，公司收购天马瑞盛，新增树脂产能 3 万吨，并大量投放涂层毡产能；2013 年，公司点火投产 7 万吨玻纤纱池窑，并进驻 PE 复合隔板、电子薄毡等新产品；2015 年公司并表天马集团，吸收 3 万吨玻纤纱产能、5 万吨树脂产能和部分玻璃钢制品产能，形成了玻纤纱-玻纤制品-树脂及粘合剂-玻璃钢等复合材料为一体的产业链，并在细分领域具有较强的核心竞争力。

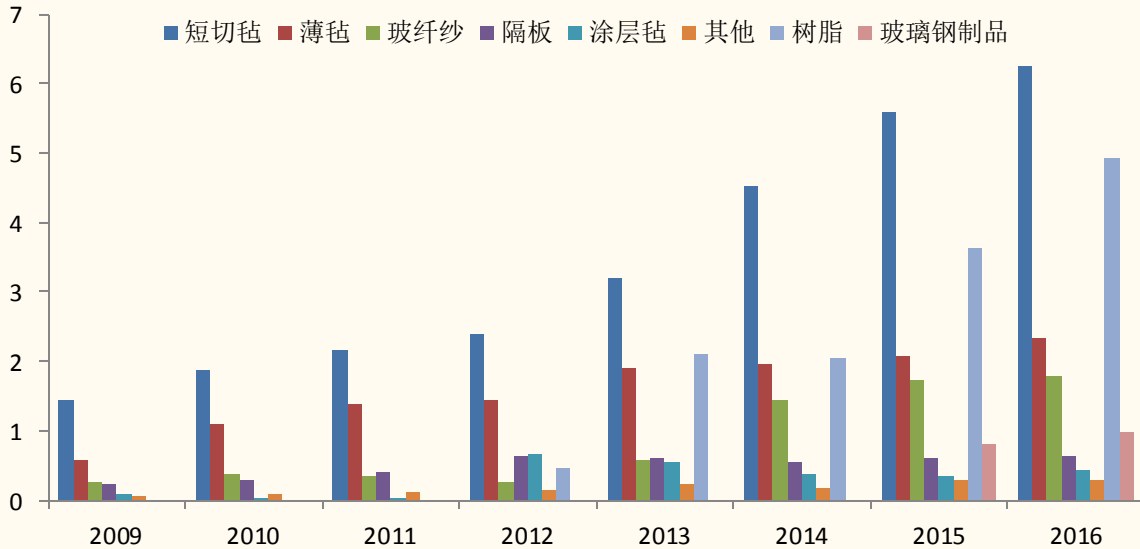
图表 11：公司产业链示意图



来源：公司公告，国金证券研究所

- 从细分产品来看，短切毡营收占主导地位，16年公司短切毡销量约7万吨，下游需求良好，基本实现满产满销。而自从收购天马瑞盛进入树脂领域后，过去五年，营收复合增长率达到80%，成为公司新的业绩增长点，其他产品则保持相对稳定。

图表 12：公司主要产品销售收入



来源：公司公告，国金证券研究所（注：15、16年玻纤制品收入为估算）

- 目前公司玻纤纱有3条生产线，其中一条为天马集团的，合计产能13万吨，今年有两条生产线将进行技改冷修，届时将增加产能7万吨，同时生产效率大幅提升；短切毡有11条生产线，合计产能7万吨，基本处于满产状态，今年将继续提升现有产线的生产效率，产能将扩充至7.5万吨；湿法薄毡有6条生产线，总产能约4.2亿平方米；隔板有3条生产线，主要用来生产复合隔板，合计产能为1500万平方米；涂层毡有5条线，产能约7000-8000万平方米；电子薄毡有1条1000万平方米的生产线，主要用于覆铜板，如果未来需求景气，公司计划新增一条1000万平米生产线；树脂技改完成后产能将达到10万吨，其中天马瑞盛7万吨，天马集团有3万吨，用来做短切毡粘合剂，公司定增项目7200吨热塑性复合材料预计今年年底投产。公司生产线产能利用率维持在高位，短切毡，薄毡及电子薄毡等均满产满销。

图表 13：公司主要产能情况

	生产线	产能	备注
玻纤纱	1线	3万吨/年	6月份冷修技改，拟扩建至8.5万吨/年，预计年底投产
	2线	7万吨/年	拟技改冷修至8.5万吨/年
	3线	3万吨/年	属于天马集团
短切毡	1.65米短切毡	1500吨/年	1.6米改造成1.65米2013年1月份改造完成
	3.45米短切毡	7200吨/年	3.3米改建成3.45米2012年2月份改造完成
	3.45米短切毡	7200吨/年	3.3米改建成3.45米2011年12月份改造完成
	3.45米短切毡	2500吨/年	2.08米改建成3.45米2011年9月份改造完成
	2.6米短切毡	6300吨/年	2012年9月改造完成
	2.6米短切毡	6300吨/年	3.3米改建2.6米2011年8月份扩建完成
	3.3米短切毡	10000吨/年	2010年5月份新建完成



	3.6 米短切毡	4000 吨/年	2013 年 7 月完工
	3.6 米短切毡	5000 吨/年	2014 年 1 月投产
	3.3 米短切毡	5000 吨/年	2014 年底投产
	3.3 米短切毡	5000 吨/年	2014 年底投产
	3.3 米短切毡	10000 吨/年	2016 年天马集团生产线完成改造
湿法薄毡	2.08 米湿法薄毡	4700 万平米/年	上市前
	1.4 米湿法薄毡	2300 万平米/年	上市前
	3.3 米湿法薄毡	11000 万平米/年	2009 年
	3.3 米湿法薄毡	15790 万平米/年	2011 年 11 月扩建
	1.5 米湿法薄毡	2500 万平米/年	2013 年三季度投产
	2.3 米湿法薄毡	6000 万平米/年	2013 年 4 月投产
复合隔板	1.5 米复合隔板	500 万平米/年	2009 年
	1.5 米复合隔板	500 万平米/年	2012 年
	1.5 米复合隔板 (PE)	500 万平米/年	2013 年
涂层毡	5 条	7000-8000 万平米/年	产能利用率有望从 50%提升到 70%
电子薄毡	1 条	1000 万平米/年	2015 年实现量产
树脂	天马瑞盛	3 万吨/年	技改完成后将达到 7 万吨
	天马集团	3 万吨/年	配套短切毡用的粘合剂
增强热塑性塑料		7200 吨/年	生产线 7 月份到位, 预计年底投产

来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 随着玻纤及其制品的性能不断提升, 下游应用领域在不断拓展, 汽车轻量化、风电叶片, PCB 板等仍处于景气周期, 热塑复合材料正成为未来发展趋势。公司凭借多年的技术储备及竞争优势, 正成为各细分领域的龙头。

图表 14: 公司主要产品及应用领域

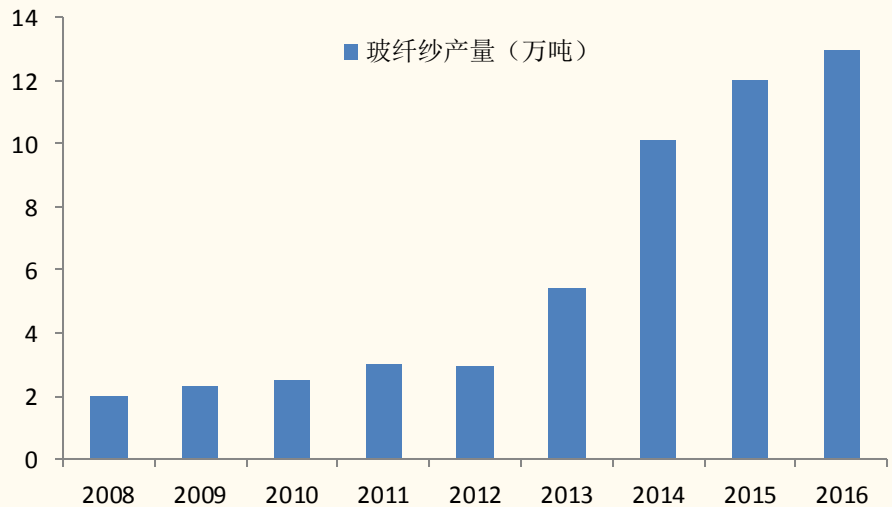
产品	应用领域
玻纤纱	风电叶片、汽车零部件、航空航天、缠绕管道、大型棚柱、拉挤型材
短切毡	汽车顶棚、游艇外壳、货车箱体、卫浴洁具、透明板材、大型贮罐
湿法薄毡	内外墙装饰、罐体防腐、桌椅表面、强化地毯、建筑防水
复合隔板	蓄电池: 摩托车、汽车、叉车
涂层毡	石膏板
电子薄毡	电子基材 (覆铜板)

来源: 公司公告, 国金证券研究所

#### 玻纤纱: 自产自用, 产能继续扩张

- 公司 2006 年开始通过子公司新长海布局玻纤纱业务, 拥有玻纤纱生产线 10 万吨, 另吸收天马 3 万吨产能。公司玻纤纱多是自产自用, 为下游短切毡、薄毡等玻纤制品提供原材料。16 年公司 13 万吨产量中, 仅有 3 万吨用于对外销售, 利用玻纤纱到玻纤制品产业链的协同效应, 公司更具成本优势。今年公司将两条玻纤纱生产线进行冷修技改, 预计年底将冷修完成新增 7 万吨产能, 届时生产效率将进一步提升, 规模优势及成本控制优势更加突出。目前, 玻纤行业仍处于景气周期, 公司玻纤纱基本满产满销, 充分受益行业回暖带来的红利。

图表 15：公司玻纤纱产量

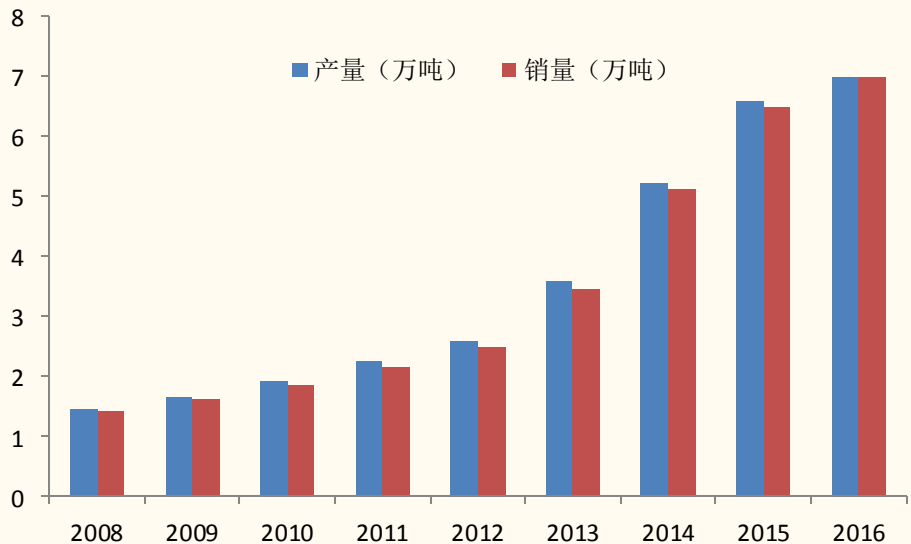


来源：公司公告，国金证券研究所

短切毡：明星产品市场地位稳固，受益汽车轻量化

- 短切毡是长海最早涉猎的细分行业之一，在该领域已拥有成熟完备的生产技术，具有强劲的竞争力和议价能力，市场占有率从上市之前的 13% 增加至 30% 以上，为国内短切毡制品龙头。其产销量逐年上升，2016 年产销量约为 7 万吨，产销率接近 100%，下游需求良好，基本处于满产满销状态，17 年公司 will 进一步提升产线生产效率，产能将增加至 7.5 万吨。

图表 16：公司短切毡产销量



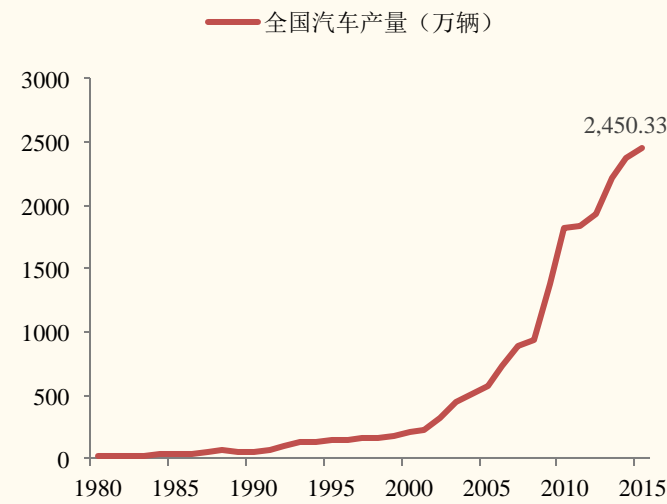
来源：公司公告，国金证券研究所

- 短切毡是一种优质的增强材料，由玻璃纤维原丝经短切成一定长度后，无定向地均匀分布，经聚酯粉末、聚酯乳液粘结剂粘结而成，广泛应用于汽车顶棚、游艇外壳、货车箱体、卫浴洁具、大型储罐、透明板材等领域，是目前国内生产规模最大的玻纤无纺制品之一。
- 汽车轻量化是公司短切毡产品应用的主要方面，占下游需求的 50% 左右，也是未来需求增长的重要支撑。汽车的轻量化能够提高汽车的动力性，减少燃料消耗、降低排气污染，汽车每减重 10%，就可以节省燃料 6%，从而相应减少碳排放 6%。随着能源与环境危机的加剧，全球范围内对乘用车

车燃油油耗和碳排放都进行了严格的限制，汽车轻量化是实现节能环保的重要途径。

- 在汽车轻量化的替代材料中，玻璃纤维增强塑料即玻璃钢（GFRP）密度低、强度大，并且耐磨、耐热、耐腐蚀，性价比较高，制成的汽车零配件比传统材料轻 25%-30%，适用于制造汽车顶棚、保险杠、地板和车内饰件等。目前我国整车配件上的复合材料应用比例仅为 8%-12%，远低于国外 20-30%的应用比例。同时，我国汽车产量正高速增长，2015 年产量已达到 2450.33 万辆。在汽车轻量化趋势和汽车产量逐年增加的双重驱动下，未来汽车零配件制造对玻纤复合材料的需求必将稳定上涨，短切毡需求仍有很大的提升空间，公司作为该细分行业龙头将充分受益。

图表 17：我国汽车年产量



来源：中国汽车工业年鉴，国金证券研究所

图表 18：汽车轻量化效益



来源：中国塑料机械网，国金证券研究所

图表 19：主要国家汽车排放标准

	2015		2020		2025		年降幅 - 2020	年降幅 - 2025
	原始	对应国标	原始	对应国标	原始	对应国标		
欧盟	130g/km	5.2L/100km	95g/km	3.8L/100km	75g/km	3L/100km	5.40%	4.20%
美国	36.2mpg	6.7L/100km	44.8mpg	6L/100km	56.2mpg	4.8L/100km	3.50%	3.40%
日本	16.8km/L	5.9L/100km	20.3km/L	4.9L/100km			3.30%	
中国		6.9L/100km		5L/100km			5.50%	

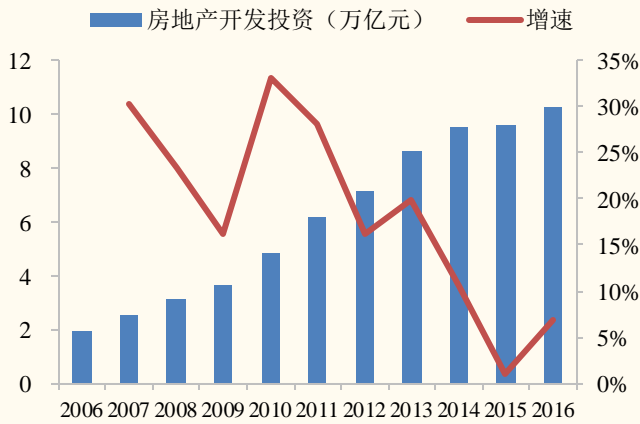
来源：环保部，国金证券研究所

### 湿法薄毡：优质建筑材料，与房地产息息相关

- 湿法薄毡是公司的另一大主打产品，在国内的市场占有率在 40%以上。目前公司湿法薄毡的产能约 4 亿平米，2016 年销量为 2.6 亿平米，预计今年销量将达到 3 亿平米。湿法薄毡是由短切玻璃纤维添加某些化学助剂后，经过搅拌、分散、脱水、浸渍等步骤制成的平面结构材料，下游主要应用在防水卷材基材、管道包覆、墙面装饰等建筑领域。湿法薄毡用于建筑材料，具有保温防水的功能，更加节能环保。
- 房地产投资是湿法薄毡需求的重要保障。湿法薄毡作为优质的建筑材料，市场需求与房地产投资相关性较大。虽然近几年来我国房地产开发与固定资产投资增速放缓，但投资额仍处于高位。2016 年全国房地产开发投资 10.26 万亿元，全社会固定资产投资 59.22 万亿元，增速分别为 6.88%和

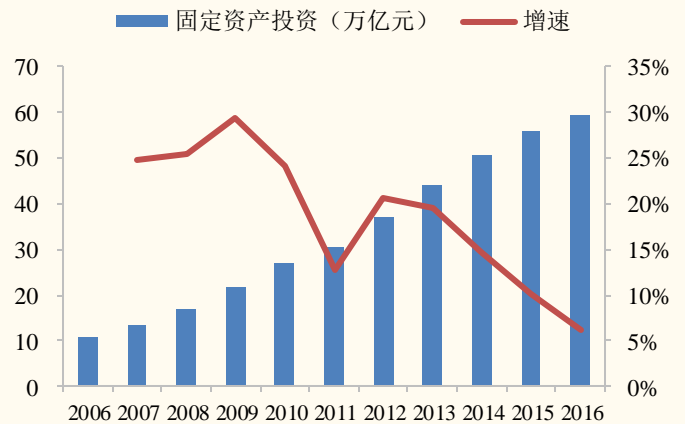
6.23%。在城市化进程的推动下，我国地产投资将继续保持稳定增长态势，同时绿色建筑的推广将使得玻纤制品在建筑建材中的渗透率提高。短期来看，公司湿法薄毡的下游需求仍有支撑。

图表 20：全国房地产开发投资额及增速



来源：Wind，国金证券研究所

图表 21：全社会固定资产投资额及增速

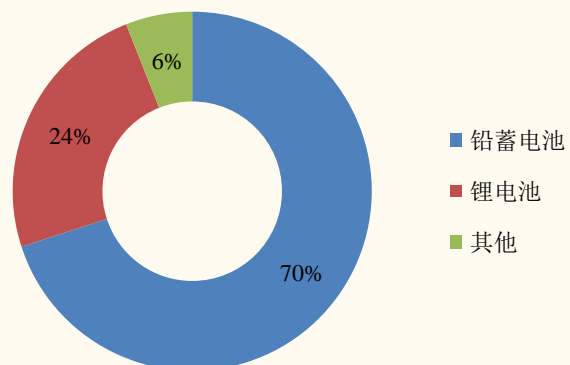


来源：Wind，国金证券研究所

### 复合隔板：蓄电池的核心零部件

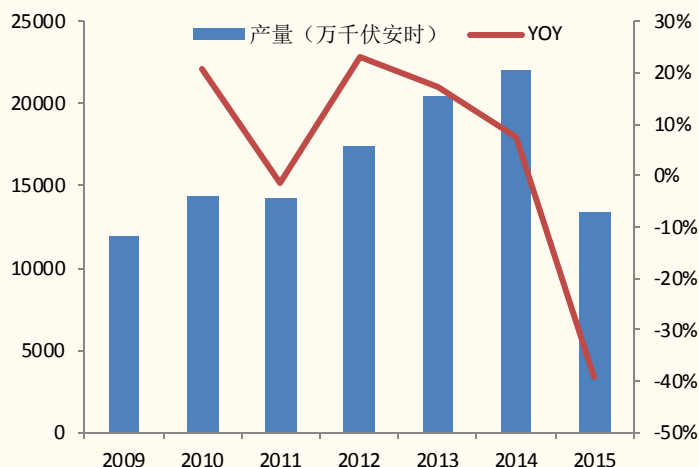
- 目前公司隔板业务包括复合隔板和 PE 隔板，共有三条隔板生产线，合计产能 1500 万平米，其中复合隔板为主要产品，是公司自主研发成功的湿法薄毡延伸制品，下游主要应用于铅蓄电池，每年销量约 1000 万平米，产品市场占有率达到 80%-90%，是细分市场的第一龙头企业。
- 蓄电池是复合隔板的主要下游产业。蓄电池技术成熟，性价比较高，仍然是作为汽车、摩托车动力的主流电池产品，产量占电池行业总量的 50%左右，占充电电池的 70%。近年来，随着新能源汽车的兴起，锂电池凭借环保、性能较强等优势抢占了蓄电池的部分市场空间，因此 2012 年之后铅酸蓄电池产量增速放缓，2015 年产量为 1.34 亿千伏，首次出现下滑。但由于锂电池价格昂贵、容量较小等缺陷未能解决，短期内无法得以广泛应用，预计蓄电池产量仍将保持一定体量，成为复合隔板下游的主要支撑。公司在复合隔板领域优势明显，短期内将维持稳定。

图表 22：2015 年全球蓄电池分布



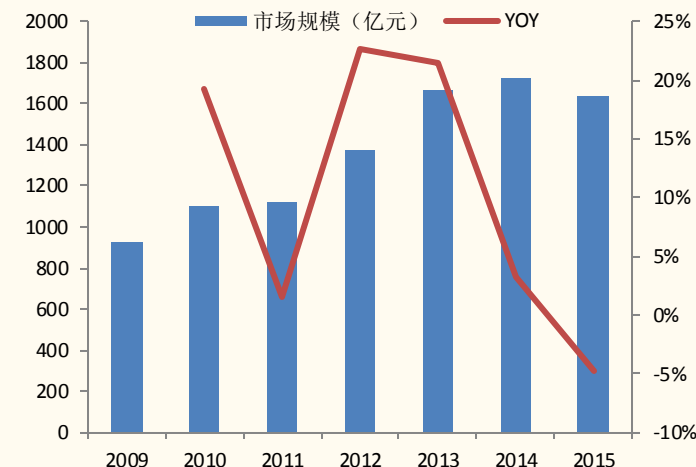
来源：中国产业信息网，国金证券研究所

图表 23：全国铅酸蓄电池产量及增速



来源：中国产业信息网，国金证券研究所

图表 24：全国铅酸蓄电池销售规模及增速

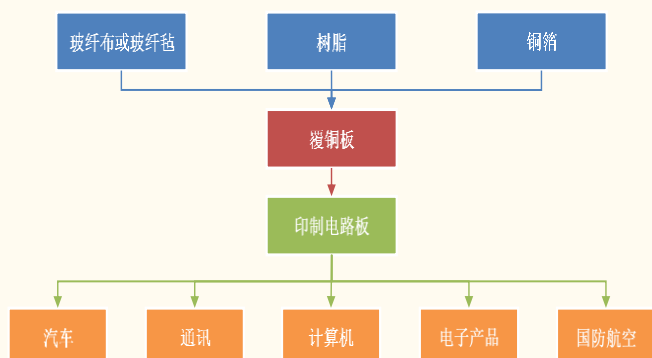


来源：博思数据，国金证券研究所

电子薄毡：下游需求良好，产品迎来爆发期

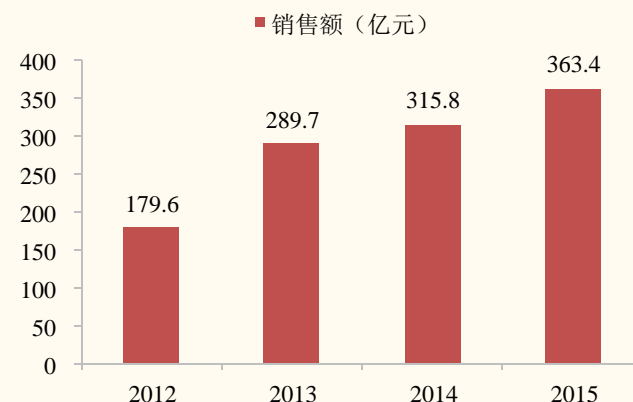
- 电子薄毡是公司近几年新增的产品，从 2013 年开始实现量产，现已在市场获得客户的高度认可。目前电子薄毡产能为 1000 万平方米，16 年销量约 1000 万平方米，基本实现满产满销。预计今年产能将达到 1200 万平米，目前公司有几个潜在客户正在洽谈，若谈判顺利，公司将新增一条生产线。
- 电子薄毡下游主要应用领域为覆铜板，用作基板的增强材料。我国覆铜板 2015 年总销量达 5.30 亿平方米，实现销售收入 363.4 亿元，连续四年销售收入稳定增长。覆铜板是印制电路板 (PCB) 的核心基材，PCB 是大多数电子产品实现电路互通必不可少的部件，全国产量呈现上升趋势，2016 年达到 2.5 亿平方米，实现产值 279 亿美元。以移动互联网、大数据、云计算为代表的新一代信息技术，催生了许多新产品，如智能家居、可穿戴设备、智能硬件、VR 等物联网产业破土而出，给电子元器件带来了广阔的应用前景。由于 PCB 产业在电子元件细分产业中比重最大，将直接拉动电子薄毡消费需求。

图表 25：PCB 产业链



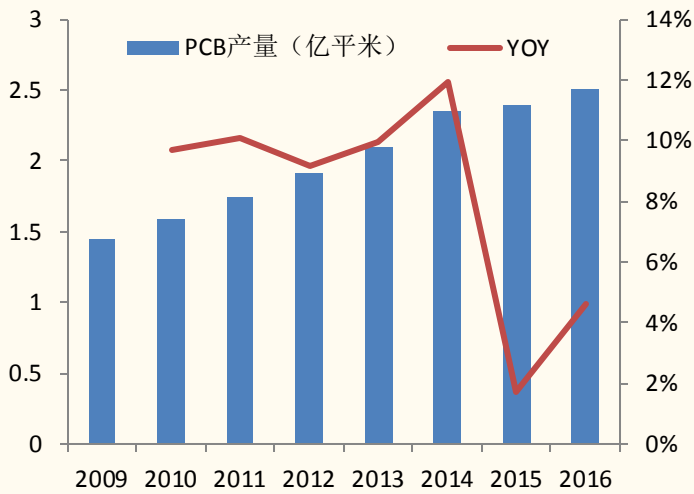
来源：中商产业研究院，国金证券研究所

图表 26：我国覆铜板年销售额



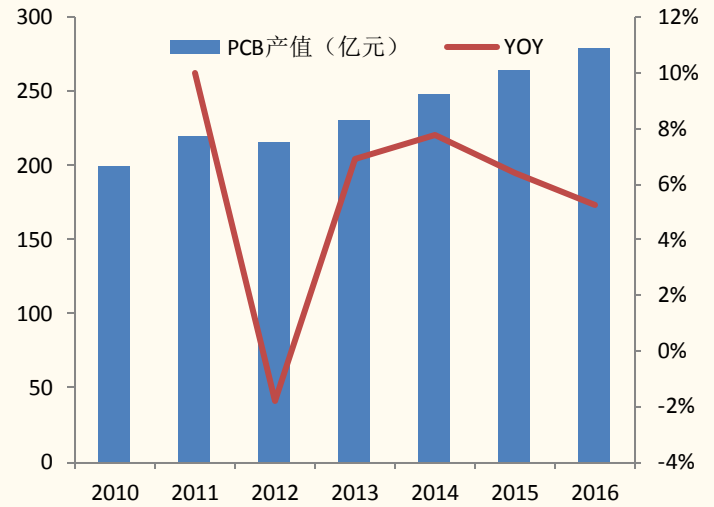
来源：中商产业研究院，国金证券研究所

图表 27: 我国 PCB 年产量及增速



来源: 中国产业信息网, 国金证券研究所

图表 28: 我国 PCB 产值及增速



来源: 中国产业信息网, 国金证券研究所

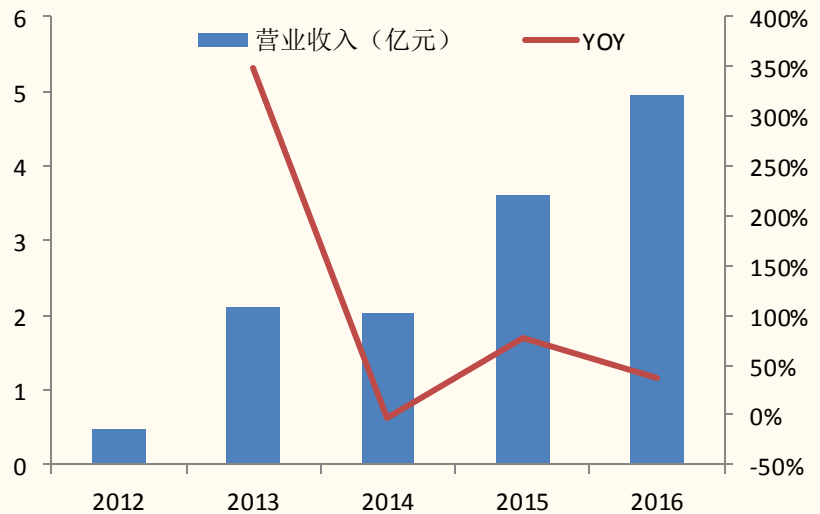
### 涂层毡: 市场竞争激烈, 公司努力提升产能利用率

- 涂层毡的下游应用领域主要是石膏板, 由于近年来国内涂层毡产能增加较快, 行业竞争激烈, 公司涂层毡产能利用率不足 50%, 为打开市场, 公司将目光转向海外, 利用公司成熟的海外销售渠道, 将产品销往海外市场, 目前公司涂层毡的产能约 7000-8000 万平方米, 16 年销量为 1500 万平方米左右, 预计 17 年销量将达到 3000-4000 平方米, 积极开拓市场, 提高产能利用率。

### 树脂+复合材料: 产业链延伸至化工领域, 转型复合材料商初露端倪

- 公司在吸收天马瑞盛与天马集团的树脂产能后, 形成了较完整的玻纤纱-玻纤制品-树脂-玻璃钢等复合材料产业链。目前天马瑞盛树脂产能约 3 万吨, 定增项目完成后, 产能规模将达到 7 万吨, 规模优势逐步凸显。16 年树脂销量约 3 万吨, 仍保持高速增长, 从 12 年到 16 年, 营收复合增长率达到 80%, 成为公司新的业绩增长点, 与此同时, 公司进入精细化工领域, 为产业链延伸至复合材料领域打下坚实基础, 未来产业链延伸值得期待。

图表 29: 公司树脂业务营业收入及增速

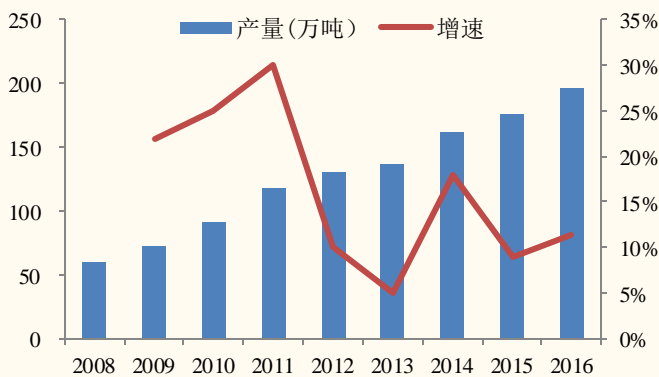


来源: Wind, 国金证券研究所



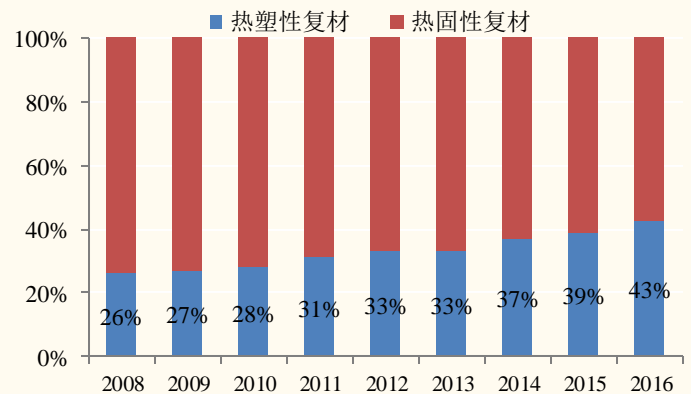
- **玻璃钢业务蓄力发展。**玻璃钢是以玻璃纤维及其制品（包括短切毡）为增强材料，以合成树脂为基体的优质复合材料，除了能作为汽车轻量化的替代材料外，在建材、交通、管道、工业等领域也不断渗透，未来应用前景广阔。目前公司的玻璃钢业务处于起步阶段，2016年共生产玻璃钢制品1.08万吨，销售1.07万吨，实现收入9693.95万元，同比上年增长21.5%。可以预见公司将继续开拓以玻璃钢为主的复合材料领域，与产业链上游玻纤制品与化工制品形成良好的协同效应，增强复合材料产品的竞争优势。
- **热塑性复合材料是主要发展方向。**由于热塑性复材的成型周期短、冲击强度高、环保性强，开始逐渐替代热固性复材而成为主流。我国热塑性复材在复合材料总产量中的占比近几年来逐渐提高，2016年增至42.5%，产量达到196.5万吨，同比增长11.39%。由于热固性复材存在不可回收、质量不高和原材料涨价等多方面弱势，预计热塑性复材市场发展速度会远超过热固性复材，拥有良好的市场前景。公司在2016年完成的定增募投项目中，拟建设增强热塑性复合材料7200吨生产线，目前已开工建设，待该生产线完工投产后，将能够很好地顺应复合材料市场需求。

图表 30：热塑性复合材料产量及增速



来源：中国玻璃纤维复合材料信息网，国金证券研究所

图表 31：热塑性与热固性复合材料产量比例



来源：中国玻璃纤维复合材料信息网，国金证券研究所

定增项目进展顺利，期待新产品绽放

- 16年8月份，公司定增8亿元，发行价39.51元/股，其中大股东认购1.2亿元。公司募投项目计划新增7万吨玻纤纱产能，包括在原有一期生产线的基础上建设一条年产5.5万吨环保型（无硼无氟）池窑生产线，以及对二期生产线进行设备改造增加1.5万吨产能，预计2018年1月完成。届时产能规模及生产效率提升，有望进一步缩减成本，叠加天然气等能源价格的下调，有利于玻纤纱毛利率的持续提升。公司年产7200吨增强热塑复合材料生产线马上到位，预计今年下半年可以投产，热塑材料作为未来玻纤复合材料发展趋势，公司有望受益行业快速发展带来的红利。

图表 32：公司募投项目产能情况及资金投入

募集资金投资项目	产能情况	募集资金 (万元)	已投入资金 (万元)	投资进度	项目达到预定可使用状态日期
环保型玻璃纤维池窑拉丝生产线项目	年产5.5万吨无硼无氟池窑生产线	46271.8	812.81	1.8%	2018年1月31日
原年产70000吨E-CH玻璃纤维生产线扩能技改项目	增加1.5万吨产能	10143.58	0	0	2018年1月31日
年产7200吨连续纤维增强热塑性复合材料生产线项目	年产各种连续纤维增强热塑性复合材料制品共约7,200吨	10209	338	3.31%	2018年1月31日
年产4万吨不饱和聚酯树脂生产线技改项目	4万吨/年高性能不饱和聚酯树脂	6000	1105.13	18.42%	2018年1月31日

来源：公司公告，国金证券研究所

### 切入军工领域，积极向下游复合材料领域迈进

- 过去几年，公司已经充分受益产能快速释放的红利，目前产能利用率、市场占有率及毛利率均达到一定高度，后续单靠内生增长略显乏力，公司主业进入稳定期，因此，公司在积极寻找外延并购的机会，寻找新一轮的资本投资机会。
- 公司投资设立常州南海船艇科技有限公司（子公司天马集团持股比例达到66.9%，进一步增强控股地位），欲切入军工领域，公司已经生产三艘舰艇交付相关方面试验，样艇性能优于现有普通快艇，突出的动力优势可以用作观光，海上巡逻等用途。公司生产的船艇将以玻璃钢为主体，辅以凯夫拉等材料，重量将大幅减轻，速度更快。一旦公司进入军工领域，将打开广阔的市场空间，同时军工资质是潜在的壁垒，让公司产品更具竞争力，未来可以实现军民两用。我们认为，公司产业链协同及外延征程已开启，期待新一轮投资周期带来的优质资产。

### 盈利预测与投资建议

- 随着公司主业进入稳健期，热塑等新产品投放带来新的增长点，而切入军工领域，产业链延伸至复合材料领域将打开新的成长空间。预计公司17-19年EPS分别为1.46, 1.86和2.21元，对应17-19年PE估值23.3, 18.3和15.4倍，建议重点关注。

**图表 33：公司分产品盈利预测**

一、玻纤制品业务合计	2015年	2016年	2017E	2018E	2019E
收入(万元)	106,583	117,677	142,568	171,203	193,415
增速	18%	10%	21%	20%	13%
成本(万元)	68,625	72,088	87,898	104,410	117,533
毛利率(%)	35.61%	38.74%	38.35%	39.01%	39.23%
二、化工业务-树脂	2015年	2016年	2017E	2018E	2019E
产能	70000	90000	120000	120000	120000
产量(吨)	48316.28	58795.52	65000	70000.00	75000.00
销量(吨)	35426.73	40874.96	55000	62350	70010
收入(万元)	36,177	49,421	68,750	79,808	93,113
增速	77%	37%	39%	16%	17%
单价(万元/吨)	1.02	1.21	1.25	1.28	1.33
成本(万元)	29,778	41,130	56,375	65,203	75,887
毛利率(%)	17.69%	16.78%	18.00%	18.30%	18.50%
三、玻璃钢制品	2015年	2016年	2017E	2018E	2019E
产量(吨.千个)	7921.21	10807.16	15000.00	20000.00	26000.00
销量(吨.千个)	7732.26	10702.43	14943.00	19870.00	25867.00
增速		38.4%	39.6%	33.0%	30.2%
收入(万元)	7,980	9,694	14,196	19,671	27,160
增速		21.5%	46.4%	38.6%	38.1%
单价(万元/吨)	1.03	0.91	0.95	0.99	1.05
成本(万元)	5,725	7,213	10,434	14,222	19,501
毛利率(%)	28.26%	25.59%	26.50%	27.70%	28.20%
合计收入(万元)	151,606	176,792	225,514	270,682	313,689
合计成本(万元)	104,358	120,431	154,707	183,835	212,921
毛利	47,248	56,361	70,806	86,847	100,767

一、玻纤制品业务合计	2015年	2016年	2017E	2018E	2019E
毛利率 (%)	31.16%	31.88%	31.40%	32.08%	32.12%

来源：公司公告，国金证券研究所

### 风险提示

- 玻纤行业景气度下行，公司产品销量下滑
- 外延进展低于预期
- 新产品投放市场低于预期
- 海外市场拓展缓慢，反倾销政策影响公司产品
- 公司 3 月 8 号公告，公告之日起十五个交易日后六个月内以集中竞价交易、大宗交易或其他合法的方式减持本公司股份不超过 15,000,000 股（占公司总股本 7.07%），大股东潜在的减持压力。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>主营业务收入</b>	<b>1,113</b>	<b>1,516</b>	<b>1,768</b>	<b>2,255</b>	<b>2,707</b>	<b>3,137</b>	货币资金	124	216	406	450	480	726
增长率	36.3%	16.6%	27.6%	20.0%	15.9%		应收账款	238	417	443	559	675	786
<b>主营业务成本</b>	<b>-812</b>	<b>-1,044</b>	<b>-1,204</b>	<b>-1,547</b>	<b>-1,838</b>	<b>-2,129</b>	存货	59	127	145	178	212	246
%销售收入	73.0%	68.8%	68.1%	68.6%	67.9%	67.9%	其他流动资产	43	29	652	665	670	679
<b>毛利</b>	<b>301</b>	<b>472</b>	<b>564</b>	<b>708</b>	<b>868</b>	<b>1,008</b>	流动资产	464	789	1,645	1,851	2,036	2,437
%销售收入	27.0%	31.2%	31.9%	31.4%	32.1%	32.1%	%总资产	30.3%	34.8%	54.4%	50.1%	51.7%	57.1%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-7</b>	<b>-10</b>	<b>-19</b>	<b>-24</b>	<b>-28</b>	<b>-33</b>	长期投资	136	49	16	16	16	16
%销售收入	0.6%	0.6%	1.1%	1.1%	1.0%	1.1%	固定资产	836	1,236	1,165	1,621	1,677	1,597
<b>营业费用</b>	<b>-54</b>	<b>-82</b>	<b>-93</b>	<b>-119</b>	<b>-143</b>	<b>-166</b>	%总资产	54.5%	54.5%	38.5%	43.9%	42.6%	37.4%
%销售收入	4.9%	5.4%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	无形资产	96	181	187	192	197	202
<b>管理费用</b>	<b>-71</b>	<b>-127</b>	<b>-138</b>	<b>-180</b>	<b>-219</b>	<b>-260</b>	非流动资产	1,071	1,478	1,381	1,842	1,904	1,829
%销售收入	6.3%	8.4%	7.8%	8.0%	8.1%	8.3%	%总资产	69.7%	65.2%	45.6%	49.9%	48.3%	42.9%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>169</b>	<b>253</b>	<b>314</b>	<b>385</b>	<b>478</b>	<b>548</b>	<b>资产总计</b>	<b>1,535</b>	<b>2,267</b>	<b>3,026</b>	<b>3,693</b>	<b>3,940</b>	<b>4,266</b>
%销售收入	15.2%	16.7%	17.8%	17.1%	17.7%	17.5%	短期借款	140	279	254	350	179	3
<b>财务费用</b>	<b>-8</b>	<b>-15</b>	<b>-4</b>	<b>-21</b>	<b>-18</b>	<b>-4</b>	应付款项	172	201	197	270	326	388
%销售收入	0.7%	1.0%	0.2%	0.9%	0.7%	0.1%	其他流动负债	26	50	57	76	94	114
<b>资产减值损失</b>	<b>-1</b>	<b>-4</b>	<b>-9</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	流动负债	338	530	508	696	598	504
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>3</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	长期贷款	5	172	149	149	149	150
<b>投资收益</b>	<b>1</b>	<b>-1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	其他长期负债	53	53	55	54	54	55
%税前利润	0.5%	n.a	0.8%	0.8%	0.8%	0.9%	<b>负债</b>	<b>396</b>	<b>755</b>	<b>711</b>	<b>898</b>	<b>801</b>	<b>708</b>
<b>营业利润</b>	<b>161</b>	<b>234</b>	<b>306</b>	<b>367</b>	<b>464</b>	<b>549</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,099</b>	<b>1,293</b>	<b>2,270</b>	<b>2,736</b>	<b>3,067</b>	<b>3,472</b>
营业利润率	14.5%	15.4%	17.3%	16.3%	17.2%	17.5%	少数股东权益	40	220	45	58	72	85
<b>营业外收支</b>	<b>12</b>	<b>27</b>	<b>8</b>	<b>9</b>	<b>10</b>	<b>11</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,535</b>	<b>2,267</b>	<b>3,026</b>	<b>3,693</b>	<b>3,940</b>	<b>4,266</b>
<b>税前利润</b>	<b>173</b>	<b>260</b>	<b>315</b>	<b>376</b>	<b>474</b>	<b>560</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	15.5%	17.2%	17.8%	16.7%	17.5%	17.9%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>所得税</b>	<b>-24</b>	<b>-36</b>	<b>-44</b>	<b>-53</b>	<b>-66</b>	<b>-78</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	14.0%	13.7%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%	每股收益	0.765	1.112	1.214	1.461	1.858	2.207
<b>净利润</b>	<b>149</b>	<b>225</b>	<b>271</b>	<b>323</b>	<b>408</b>	<b>482</b>	每股净资产	5.726	6.733	10.695	12.892	14.450	16.357
少数股东损益	2	11	13	13	14	14	每股经营现金净流	0.688	1.515	1.533	1.973	2.524	2.936
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>147</b>	<b>214</b>	<b>258</b>	<b>310</b>	<b>394</b>	<b>469</b>	每股股利	0.100	0.150	0.300	0.300	0.300	0.300
净利率	13.2%	14.1%	14.6%	13.7%	14.6%	14.9%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	13.36%	16.52%	11.35%	11.33%	12.86%	13.49%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	9.57%	9.42%	8.51%	8.40%	10.01%	10.98%
净利润	149	225	271	323	408	482	投入资本收益率	11.30%	11.12%	9.94%	10.06%	11.86%	12.71%
少数股东损益	2	11	13	13	14	14	<b>增长率</b>						
非现金支出	65	105	122	146	196	213	主营业务收入增长率	20.97%	36.26%	16.61%	27.56%	20.03%	15.89%
非经营收益	6	13	-2	17	13	0	EBIT增长率	38.12%	49.98%	24.07%	22.62%	24.15%	14.63%
营运资金变动	-87	-52	-65	-68	-82	-72	净利润增长率	39.85%	45.39%	20.64%	20.36%	27.19%	18.80%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>132</b>	<b>291</b>	<b>325</b>	<b>419</b>	<b>536</b>	<b>623</b>	总资产增长率	7.19%	47.70%	33.46%	22.04%	6.69%	8.26%
资本开支	-66	-85	-27	-598	-248	-127	<b>资产管理能力</b>						
投资	0	-98	-5	-1	0	0	应收账款周转天数	51.4	58.2	67.3	68.0	68.2	68.3
其他	-32	4	-585	3	4	5	存货周转天数	30.5	32.5	41.2	42.0	42.1	42.2
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-98</b>	<b>-179</b>	<b>-617</b>	<b>-596</b>	<b>-244</b>	<b>-122</b>	应付账款周转天数	68.0	57.5	51.4	52.0	52.5	53.0
股权募资	0	0	782	0	0	0	固定资产周转天数	263.9	282.4	226.6	283.8	237.3	191.9
债权募资	23	-3	-48	95	-171	-175	<b>偿债能力</b>						
其他	-32	-22	-257	126	-91	-80	净负债/股东权益	1.82%	15.50%	-0.26%	1.62%	-4.95%	-16.21%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-9</b>	<b>-25</b>	<b>477</b>	<b>222</b>	<b>-262</b>	<b>-255</b>	EBIT利息保障倍数	22.3	17.3	73.6	18.2	26.8	150.5
<b>现金净流量</b>	<b>26</b>	<b>86</b>	<b>186</b>	<b>44</b>	<b>30</b>	<b>246</b>	资产负债率	25.80%	33.28%	23.50%	24.33%	20.33%	16.61%

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	5
增持	0	0	0	0	1
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>1.17</b>

来源：朝阳永续

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD