



2017 年 05 月 25 日

买入(维持)

当前价: 33.89 元

中小市值研究组

分析师: 王风华

执业编号: S0300516060001

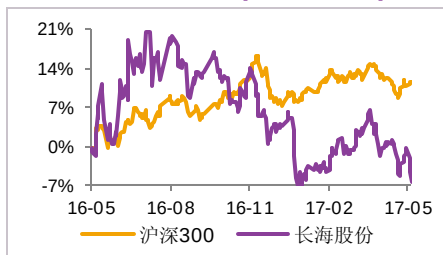
邮箱: wangfenghua@lxsec.com

研究助理: 徐鸿飞

电话: 010-64408919

邮箱: xuhongfei@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	1767.9	2230.4	2915.5	3607.7
(+/-)	17%	26%	31%	24%
净利润	271	332	418	505
(+/-)	21%	23%	26%	21%
EPS(元)	1.30	1.56	1.97	2.38
P/E	28.94	21.67	17.20	14.24

资料来源: 联讯证券研究院

相关研究

《【联讯中小盘公司点评】长海股份: 行业复苏促进收入增长, 产能扩张持续释放业绩》2017-04-17

长海股份(300196.SZ)

【联讯中小盘公司深度】长海股份：“小而美”的玻纤龙头

投资要点

◇ 公司是玻纤制品领域的细分市场龙头

公司现有 3 条玻纤池窑生产线, 拥有 13 万吨玻璃纤维产能, 产能总量位居全国前五位。制品行业主要产品为: 薄毡、短切毡、隔板、涂层毡、玻纤纱、树脂、玻璃钢制品等。其中, 短切毡、湿法薄毡是国内细分行业的龙头; 短切毡产能全球第一。

◇ 高壁垒保证高盈利

与行业龙头相比, 公司营业收入与资产体量较小, 但拥有较高的毛利与 ROE。公司壁垒主要体现在两方面: 1) 稳定的客户群。公司拥有 2000-3000 家下游客户群, 客户分散度高, 且对于下游企业来说, 公司产品属于用量少、货值低的关键性核心材料, 质量是客户着重考虑的因素, 客户更换意愿低, 忠诚度较高, 公司容易获得品牌溢价。2) 良好的经济性。对新进入者而言, 产能较低会影响其生产经济性, 拉低毛利水平, 产能高则提高了寻找客户的难度, 无形中又形成了一道壁垒。

◇ 拓展需求空间, 寻求新增长核心

轻量化将成为未来玻纤领域的主流, 公司将大力发展与汽车轻量化、轨道交通相关的热塑性连续纤维复合材料作为发展的新核心。现阶段, 公司短切毡 50% 的需求就来自于汽车轻量化领域; 玻璃钢制品则可用于前后防撞梁、保险杠上; 未来公司生产的连续片材还可以用于厢式车车厢厢板, 火车货车车厢中。此外, 为进一步发展公司玻璃钢业务, 拓展高端玻璃钢制品市场应用空间, 公司投资设立常州南海船艇科技有限公司, 主要从事游艇的生产与制造。目前该公司已建造出 3 条试验用船。

◇ 业绩预测与投资建议

我们预计公司 2017-2019 年, 营业收入为 22.3、29.16、36.08 亿元, 归母净利润为 3.32、4.18、5.05 亿元; EPS 为 1.56、1.97、2.38 元; 对应当前股价 PE 为 22x、17x、14x。我们认为, 公司作为玻纤复合材料领域的细分市场龙头, 拥有较高的壁垒, 在行业整体保持景气的情况下, 2017 年将延续此前良好的盈利能力。我们坚定看好公司未来的成长空间, 维持“买入”评级。

◇ 风险提示

1) 玻纤行业下游市场波动; 2) 募集资金投资项目建设与投产进度不及预期; 3) 控股股东计划于未来 6 个月内(2017 年 3 月 7 日公告)减持不超过 7.07% 股权的市场风险; 4) 宏观经济与政策风险, 汇率波动风险。



投资要件：

盈利预测与估值

我们预计公司 2017-2019 年，营业收入为 22.3、29.16、36.08 亿元，归母净利润为 3.32、4.18、5.05 亿元；EPS 为 1.56、1.97、2.38 元；对应当前股价 PE 为 22x、17x、14x。

选取 SW 玻纤子行业公司作为可比公司。可比公司平均 PE (TTM)、2017 年 PE 一致预期均高于公司水平。与公司市值相近的再升科技，估值水平也明显高于公司。我们认为，公司作为玻纤复合材料领域的细分市场龙头，拥有较高的壁垒，在行业整体保持景气的情况下，2017 年将延续此前良好的盈利能力。我们坚定看好公司未来的成长空间，维持“买入”评级。

关键假设点

公司是玻纤细分领域的行业龙头，主要产品拥有稳定的客户群。我们预计公司 2017 年产能效率与销售量将较 2016 年有所提高，具体来看：

- (1) 玻纤纱：受技改和冷修影响，产能略减；
- (2) 短切毡：公司将根据市场情况，或将提高短切毡的生产规模，增加生产线提升生产效率。从目前产能来看，公司在不增加新生产线的前提下，还有 10%的产能提升空间；
- (3) 湿法薄毡：销量进一步扩大，2016 年销量超 3 亿平米，2017 年将超过 4 亿平米；
- (4) 电子薄毡：产能效率进一步提升，预计达到 1200 万平米；
- (5) 天马瑞盛与天马集团利润将进一步提升。

有别于大众认识

玻纤行业整体运行良好，但 2017 年新增产能较多，提升市场对产能过剩，加剧行业竞争的担忧。我们认为，公司优势产品是玻纤制品及玻纤复合材料，新增产能主要是新建玻纤池窑，而公司玻纤纱主要用于自用，影响有限。玻纤纱新建产能集中释放，或将拉低产品价格，公司部分外购玻纤纱对公司成本下降产生有利影响。

股价表现催化剂

行业保持较高景气，玻纤制品需求超预期。

核心假设风险

下游市场需求不足致公司产销低于预期。



目 录

一、公司业务情况介绍	5
二、完善产业链布局，细分领域做大做强	7
（一）玻纤及玻纤制品	8
1、玻纤纱	9
2、短切毡	10
3、薄毡	10
4、隔板	11
5、连续纤维增强热塑性材料	11
（二）收购原料供应商，强化产业链控制能力	12
1、天马瑞盛	12
2、天马集团	13
三、公司行业地位与产业链分析	14
（一）玻纤行业整体发展情况	14
（二）“小而美”的细分市场龙头	16
（三）拓展需求空间，寻求新增长极	18
四、业绩预测及投资建议	18
（一）业绩预测	18
（二）估值与投资建议	19
五、风险提示	20

图表目录

图表 1： 公司股权结构	5
图表 2： 营业收入及增速（亿元，%）	6
图表 3： 归母净利润及增速（亿元，%）	6
图表 4： 2016 年主营收入占比（%）	6
图表 5： 国内外收入来源（亿元）	6
图表 6： 主营产品成本中材料成本占比（%）	7
图表 7： 营业收入毛利率（%）	7
图表 8： 公司三费比率（%）	7
图表 9： 公司发展历程	8
图表 10： 2016 年公司定增拟募投资项目情况	8
图表 11： 公司产业链架构	9
图表 12： 玻纤纱产销量（万吨）	9
图表 13： 玻纤纱营业收入及毛利率（亿元，%）	9
图表 14： 短切毡产销量（万吨）	10
图表 15： 短切毡营业收入及毛利率（亿元，%）	10
图表 16： 薄毡产销量（亿平方米）	11



图表 17: 薄毡营业收入及毛利率 (亿元, %)	11
图表 18: 隔板产销量 (万平方米)	11
图表 19: 隔板营业收入及毛利率 (亿元, %)	11
图表 20: 纤维增强热固性产品和热塑性产品产量及增速 (万吨, %)	12
图表 21: 天马瑞盛营业收入及同比增速 (亿元, %)	12
图表 22: 天马瑞盛净利润及同比增速 (百万元, %)	12
图表 23: 公司收购天马集团历程	13
图表 24: 天马集团营业收入及同比增速 (亿元, %)	13
图表 25: 天马集团净利润 (千万元)	13
图表 26: 玻纤纱产量及增速 (万吨, %)	14
图表 27: 池窑纱产量及增速 (万吨, %)	14
图表 28: 2015 年我国玻纤企业产能占比	14
图表 29: 2015 年玻纤行业下游需求分布比例	15
图表 30: 建筑领域玻纤收入与行业投资关系	15
图表 31: 建筑业固定资产投资完成额 (亿元, %)	15
图表 32: 电子领域玻纤收入与集成电路板产量关系	16
图表 33: 我国集成电路产量	16
图表 34: 主要国家和地区燃料消耗量标准目标对比	16
图表 35: 公司营业收入与毛利率对比	17
图表 36: SW 玻纤行业公司 ROE 对比	17
图表 37: SW 玻纤行业公司净利润率对比	17
图表 38: SW 玻纤行业公司资产负债率对比	18
图表 39: SW 玻纤行业公司资产周转率对比	18
图表 40: 公司产能情况	19
图表 41: SW 玻纤行业可比公司估值情况 (截至 2017/5/24)	19
图表 42: 公司 PE Band	20
图表 43: 公司 PB Band	20
附录: 公司财务预测表 (百万元)	22



一、公司业务情况介绍

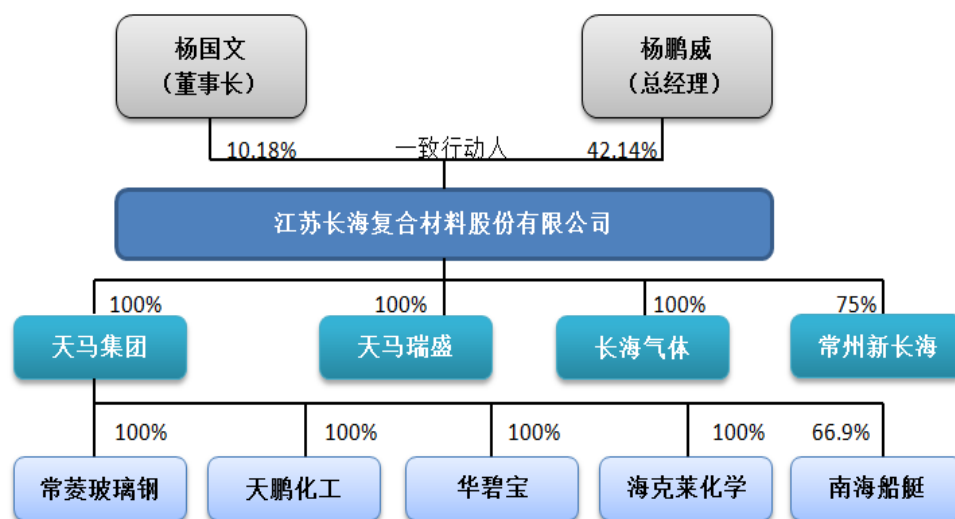
公司属于玻璃纤维及其制品制造行业。主营业务为玻纤制品及玻纤复合材料的研发、生产和销售，主要产品包括玻纤纱、短切毡、湿法薄毡、复合隔板、涂层毡等。公司为国内为数不多的拥有从玻纤生产、玻纤制品深加工到玻纤复合材料制造的完整产业链的玻纤企业，是国内规模最大的无纺玻纤制品综合生产企业之一，也是国内少数能制造高端玻纤毡制品并不断进行制品深加工的高新技术企业。其中，短切毡、湿法薄毡成为国内细分行业的龙头。

公司自 2000 年 5 月成立以来，一直致力于玻纤制品及玻纤复合材料的研发、生产和销售。在主营业务持续发展的同时，公司积极进行产业布局，先后通过设立子公司、收购等方式，涉足玻纤产业的上下游领域，完善公司产业链，加强对产业链上下游的控制，发挥协同效应。2012 年 9 月，公司收购常州天马瑞盛，开始涉足树脂领域；2014 年，公司设立全资子公司长海气体，从事气体研发；先后四次增资，于 2016 年 8 月实现对天马集团全资控股，进一步拓展玻纤增强热固性树脂及辅料、玻纤增强复合材料的生业务；2016 年 5 月，公司控股子公司天马集团投资新设常州南海船艇科技有限公司，从事非金属船舶及玻璃钢制品的研发，截至目前，公司持股比例为 66.9%。

目前，公司拥有从玻纤生产、玻纤制品深加工到玻纤复合材料制造的完整产业链。在此基础上，公司通过非公开发行募集资金 8 亿元，投入玻璃纤维与树脂等生产线项目。项目达产之后，能够极大的提高产能，扩大公司主营业务规模，满足行业内对玻璃纤维的市场需求，增厚公司的盈利水平。

公司控股股东、实际控制人为杨国文、杨鹏威，两人为父子关系，属于一致行动人。截至目前，杨鹏威先生持有本公司 42.14%股份，杨国文先生持有本公司 10.18%股份。两人合计公司 52.32%股份。2017 年 3 月，股东杨鹏威计划以集中竞价交易、大宗交易或其他合法的方式，在未来 6 个月内，减持本公司不超过 7.07%的股份。

图表1： 公司股权结构

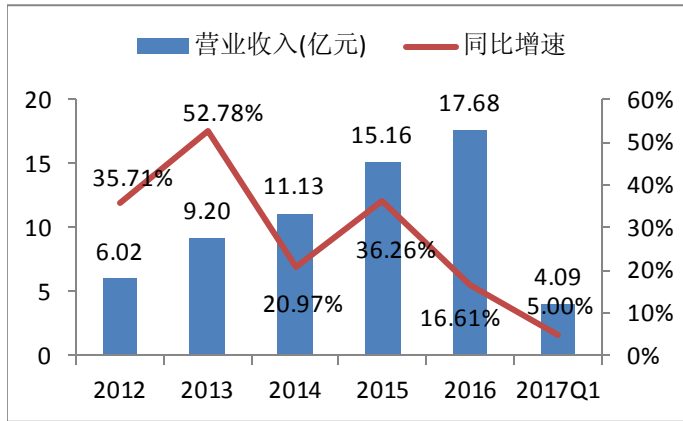


资料来源:公司公告, 联讯证券

2016 年，公司实现营业收入 17.68 亿元，同比增长 5.16%；实现归母净利润 2.58 亿元，同比增长 23.79%。2017 年一季度，公司主营业务平稳增长，实现营业收入 4.09 亿元，同比增长 5.16%；实现归母净利润 0.6 亿元，同比增长 23.79%。

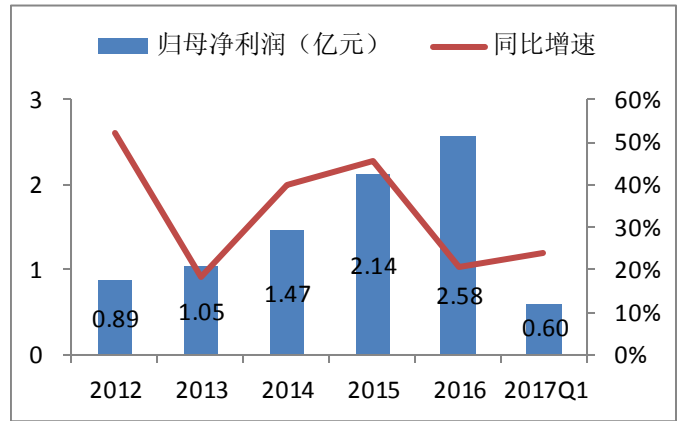


图表2： 营业收入及增速（亿元，%）



资料来源：Wind，联讯证券

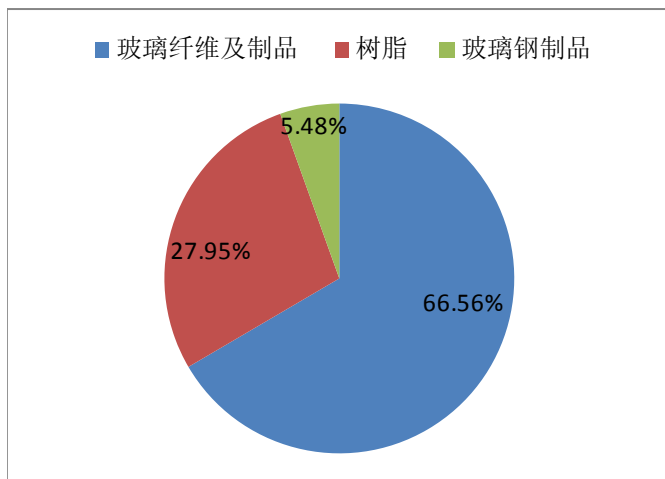
图表3： 归母净利润及增速（亿元，%）



资料来源：Wind，联讯证券

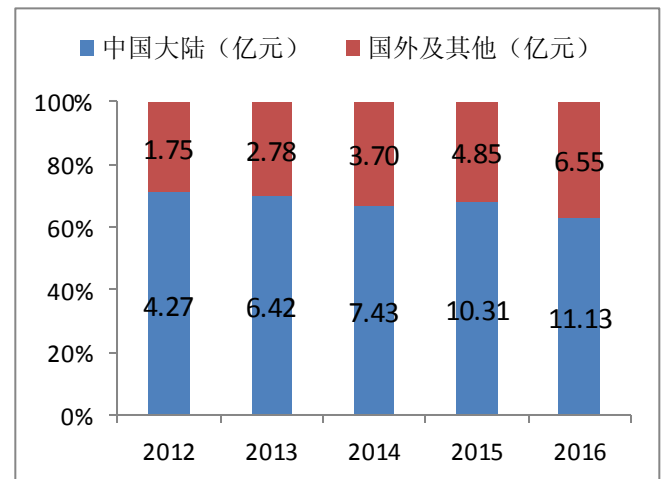
2016 年公司的产品主要用于内销，国内营收占比约 63%，国外及其他地区营收占比约 37%。

图表4： 2016 年主营收入占比（%）



资料来源：Wind，联讯证券

图表5： 国内外收入来源（亿元）

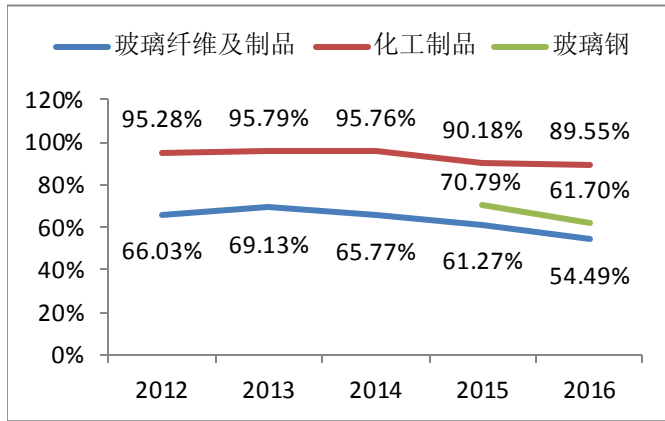


资料来源：Wind，联讯证券

随着公司产业布局的稳步推进，向玻纤产业上下游扩张，整合上下游资源优势，协同效应显现，带动各产品成本下降，公司营收毛利率逐渐提高。2016 年，毛利率已经达到 32%。天马集团一直是长海股份的重要原料供应商之一，2016 年天马集团成为公司的全资子公司，未来将有助于公司对重要原材料的进一步控制。

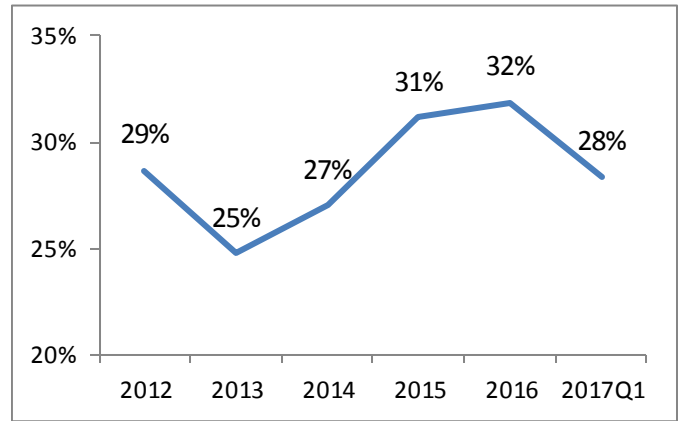


图表6：主营产品成本中材料成本占比（%）



资料来源：Wind，联讯证券

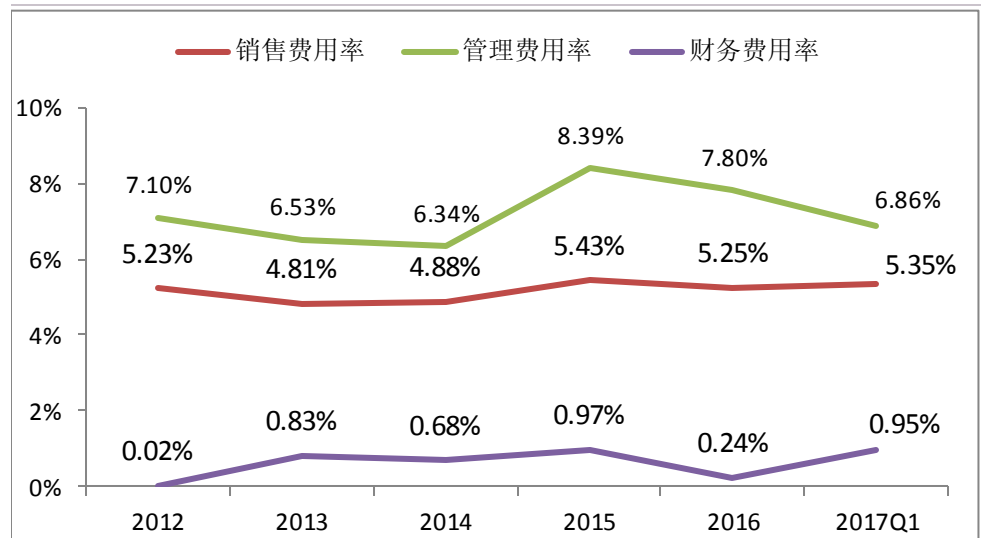
图表7：营业收入毛利率（%）



资料来源：Wind，联讯证券

2016 年，销售费用和管理费用保持在较为平稳的水平，财务费用有较大变化，主要是人民币贬值带来的汇兑收益，以及利息收入增加。

图表8：公司三费比率（%）



资料来源：Wind，联讯证券

二、完善产业链布局，细分领域做大做强

公司主营短切毡、湿法薄毡、复合隔板三大系列，在细分市场处于领先地位。为进一步巩固公司既有优势，提升在玻纤制品领域的竞争力，公司通过扩大产能、并购重组等途径进一步完善产业链，先后收购天马瑞盛、天马集团，强化“玻纤纱→玻纤制品深加工→玻纤复合材料”的产业链布局。



图表9： 公司发展历程



资料来源：公司公告，联讯证券

2016 年，为进一步扩大产能，优化产品结构，公司完成 8 亿元定向增发。相关项目将于 2017 年陆续开工建设，预计 2018 年 1 月底达到预定可使用状态。这些项目包括：

- 1) 新建一条年产 5.5 万吨无硼无氟池窑生产线；
- 2) 对原有 7 万吨玻纤纱窑炉进行设备改造，扩产 1.5 万吨产能；
- 3) 新建连续纤维增强热塑性复合材料生产线，年产能约 7,200 吨；
- 4) 建设 7 万吨/年不饱和聚酯树脂生产线的二期项目。

图表10： 2016 年公司定增拟募投项目情况

募集资金投资项目	投资总额 (万元)	募集资金承诺投入金额 (万元)	建设期 (月)	IRR	投资回收期 (年) 含建设，税后
环保型玻璃纤维池窑拉丝生产线项目	46,271.80	46,271.80	8	20.64%	5.33
原年产 70,000 吨 E-CH 玻璃纤维生产线扩能技改项目	10,143.58	10,143.58	6	29.86%	4.3
年产 7,200 吨连续纤维增强热塑性复合材料生产线项目	12,002.00	12,002.00	12	39.71%	3.94
4 万吨/年不饱和聚酯树脂生产技改项目	6,000.00	6,000.00	12	62.58%	2.89
补充流动资金	5,582.62	5,582.62			
总计	80,000.00	80,000.00			

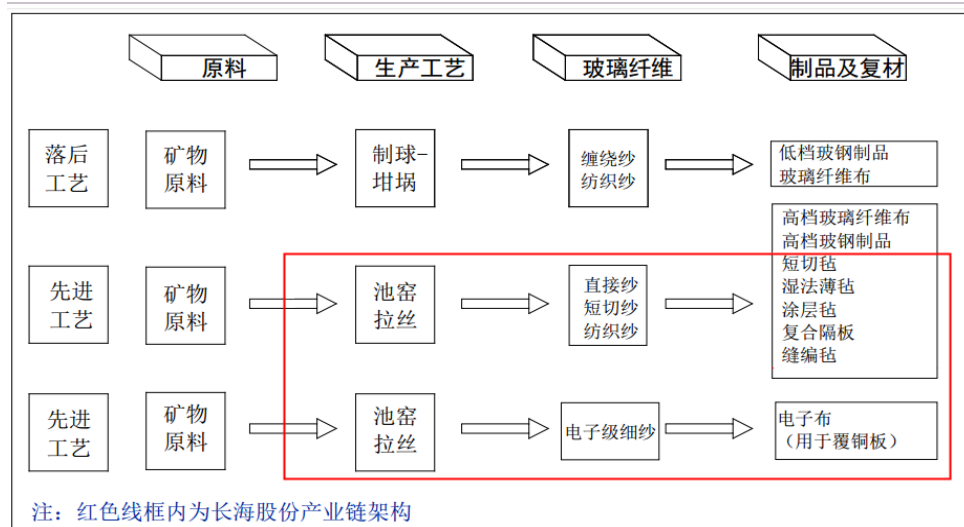
资料来源：公司公告，联讯证券

（一）玻纤及玻纤制品

公司主营玻纤及玻纤制品、玻纤复合材料。其中，短切毡、湿法薄毡、复合隔板是公司三大主营业务。



图表11： 公司产业链架构



资料来源:公司公告, 联讯证券

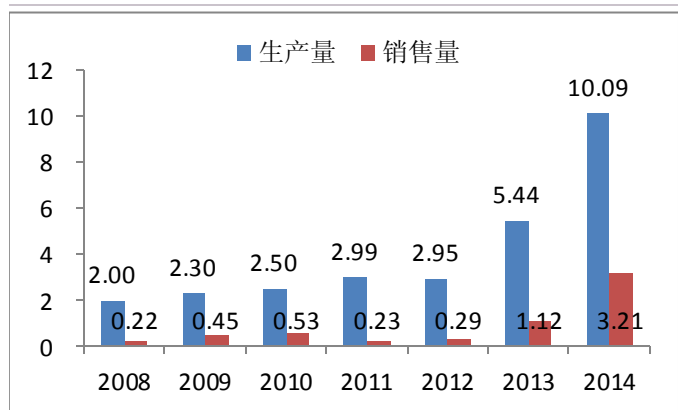
1、玻纤纱

玻纤纱是玻纤产业链上游产品。玻纤纱生产有“球法坩埚拉丝”和“池窑法直接拉丝”两种工艺，公司采用的是普遍采用的池窑法直接拉丝工艺。池窑法直接拉丝将叶蜡石等磨细入窑，加热熔化物料后直接拉丝，产量大、质量稳、能耗低，是目前最先进的工艺方法。玻纤拉丝后再经过络纱、织布等工序，可形成各类机织物。

经过多次扩产，截至 2016 年年底，公司共有玻纤纱池窑合计 13 万吨，其中新长海产能 10 万吨，天马集团产能 3 万吨。目前，公司处于满产状态，其中约 20%-25%用于外销，其余全部用于企业自身生产需要。

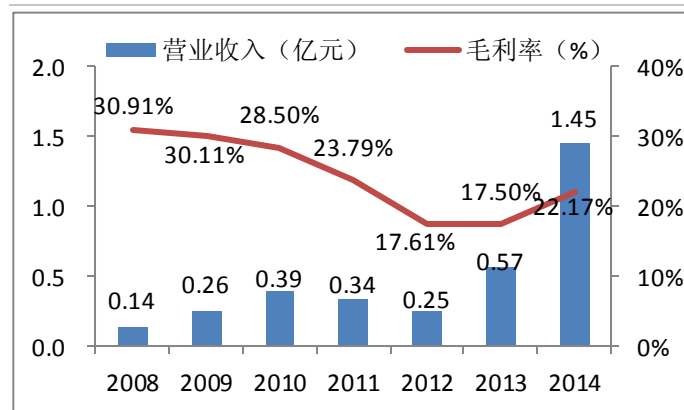
按照计划，2017 年将是公司玻纤纱产能整体改造提升的一年。根据定增方案，2017 年公司将在原年产 70,000 吨 E-CH 玻璃纤维生产线上进行设备改造，增加产能 1.5 万吨产能，6 月份停产改造，2018 年 1 月达产；同时，公司将建设一条年产 5.5 万吨无硼无氟池窑生产线，该部分产能预计 2018 年 1 月达产。此外，公司原有玻纤纱池窑已进入冷修期，公司计划于 6 月份进入冷修。受此影响，2017 年公司玻纤纱产量将较 2016 年略有降低，公司拟通过外购进行补充。

图表12： 玻纤纱产销量（万吨）



资料来源:公司公告, 联讯证券

图表13： 玻纤纱营业收入及毛利率（亿元，%）



资料来源:公司公告, 联讯证券

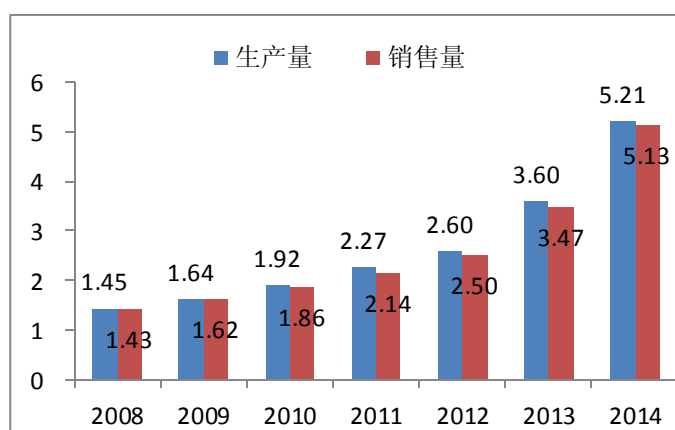


2、短切毡

短切毡是指连续纤维原丝短切后，随机无定向分布，用粘结剂粘合在一起而制成的平面结构材料。公司是全球最大的短切毡生产企业。截至 2016 年底，公司拥有 12 条，合计 7 万吨短切毡产能，可以实现专线专用，这也是公司相较同行业其他竞争者的最大优势。公司短切毡主要应用于采光瓦、冷却塔、化学品储藏罐、FRP 管道、洁具、汽车顶篷、船体和甲板等产品及轨道交通、风力发电领域等。其中，汽车轻量化被认为是最有前景的应用领域，也是公司未来主要发展方向。

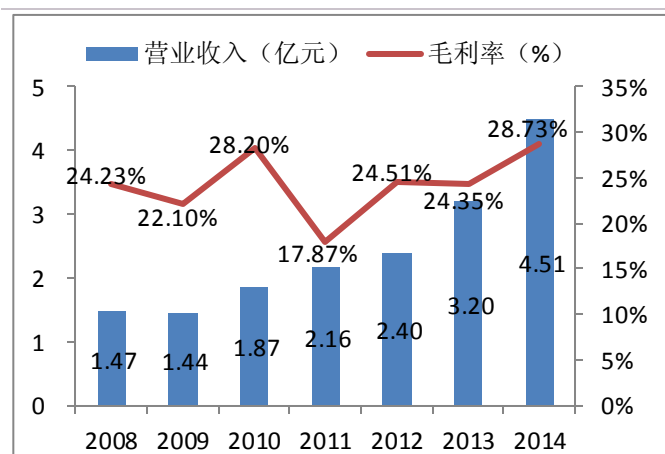
产能方面，2016 年年底，公司有一条新线建成，2017 年产能预计达到 7.5 万吨。短切毡目前已达到满产状态，未来，公司主要通过提升生产线速度来提高产能，提升空间约 10% 左右。

图表14：短切毡产销量（万吨）



资料来源：公司公告，联讯证券

图表15：短切毡营业收入及毛利率（亿元，%）



资料来源：公司公告，联讯证券

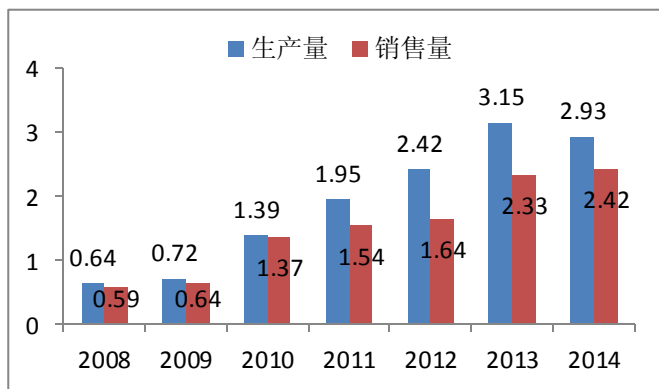
3、薄毡

湿法薄毡是以短切玻璃纤维为原料，添加某些化学助剂使之在水中分散成浆体，经抄取、脱水、施胶、干燥等过程制成的平面结构材料。湿法薄毡是公司重点产品之一，包括表面毡、屋面毡、管道包覆毡、隔板毡、贴面毡、地板毡、地毯毡、覆铜板基材、沥青瓦等多个系列。目前，公司湿法薄毡共有 6 条生产线，规划产能 4.4 亿平方米（针对单一品种）。

此外，公司拥有 1 条电子薄毡，2016 年产能 1000 万平方米，公司预计 2017 年产能将达到 1200 万平方米。电子薄毡是将增强材料浸以树脂，两面覆铜箔经热压而成的一种板状材料，主要作为印刷电路板（PCB）的基板。2016 年公司覆铜板销量约 1000 万平米，销售额超 3000 万元，预计 2017 年销售将进一步扩大。

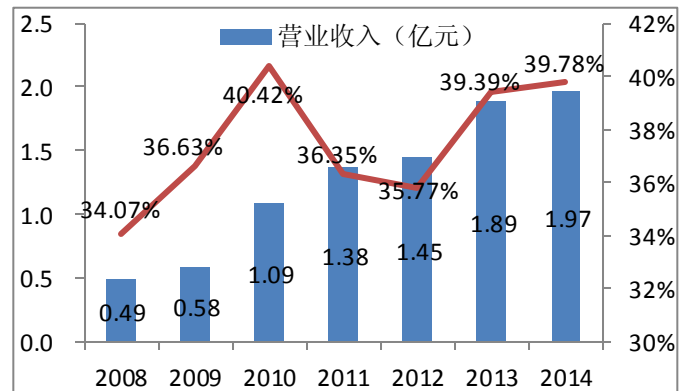


图表16: 薄毡产销量(亿平方米)



资料来源: 公司公告, 联讯证券

图表17: 薄毡营业收入及毛利率(亿元, %)



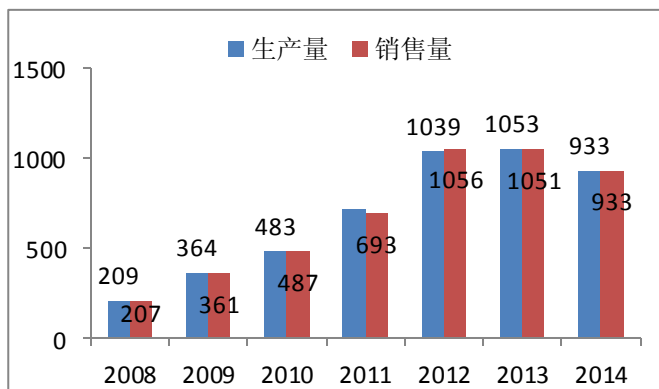
资料来源: 公司公告, 联讯证券

4、隔板

复合隔板是由基板层和复合于基板一侧的玻璃纤维薄毡层组成的层状复合板材。在蓄电池中, 隔板的基板一侧与电池负极接触, 玻璃纤维薄毡一侧与正极接触, 具有低电阻、孔率大、孔径小等特点, 是生产摩托车、汽车启动电池, 电动自行车电瓶的重要材料。

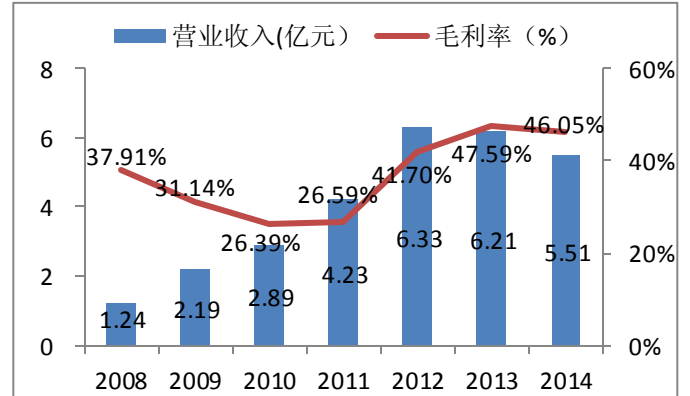
公司是国内最大的隔板生产制造商, 目前拥有 3 条隔板生产线, 其中 2 条复合隔板线、1 条 PE 隔板线, 合计产能 1500 万平方米。

图表18: 隔板产销量(万平方米)



资料来源: 公司公告, 联讯证券

图表19: 隔板营业收入及毛利率(亿元, %)



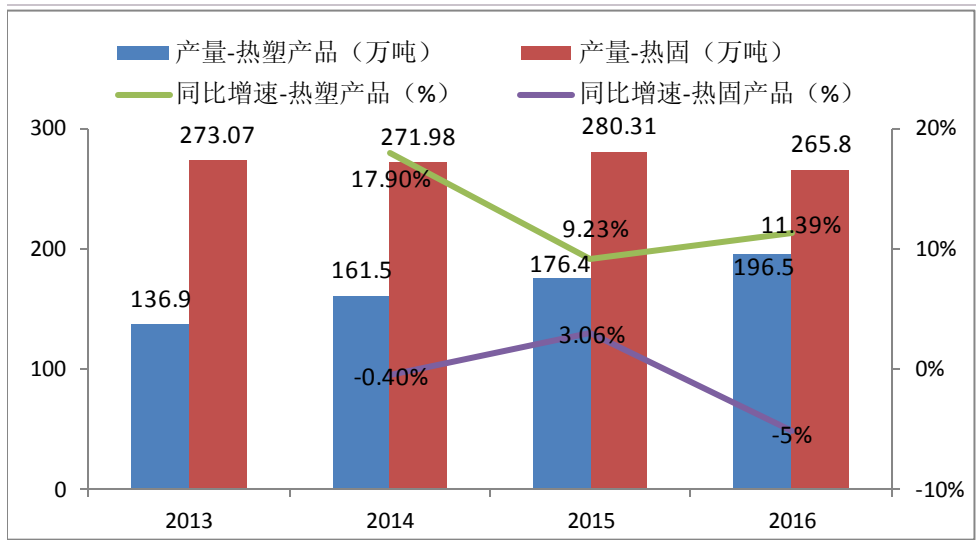
资料来源: 公司公告, 联讯证券

5、连续纤维增强热塑性材料

纤维增强复合材料分为纤维增强热塑性复合材料与纤维增强热固性复合材料。2016 年, 我国纤维增强塑料制品总产量约为 462.3 万吨, 同比增长 1.2%。其中, 纤维增强热固性产品产量为 265.8 万吨, 同比减少 5.2%; 纤维增强热塑性产品产量为 196.5 万吨, 同比增长 11.39%。热固性复合材料产量回落, 主要原因还是环保问题, 如生产环节的排放问题与回收处理难的问题。相较于热固性材料, 热塑性材料绿色环保, 且可回收再利用, 其在汽车轻量化、家电、建筑等领域得到越来越广泛的应用。



图表20： 纤维增强热固性产品和热塑性产品产量及增速（万吨，%）



资料来源：中国玻璃纤维工业协会，联讯证券

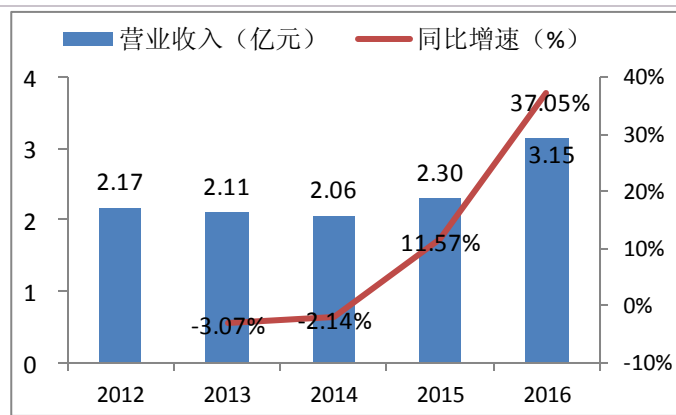
公司也看重热塑性复合材料未来的广阔前景，并将发展热塑性连续复合材料作为未来发展的核心。2016 年定增项目中，公司规划新建连续纤维增强热塑性复合材料生产线，年产 7,200 吨连续纤维增强热塑性复合材料，其中 LFT 复合片材 6,000 吨、LFT 复合板材（阻燃）1,200 吨。该项目预计 2018 年 1 月完工达产。

（二）收购原料供应商，强化产业链控制能力

1、天马瑞盛

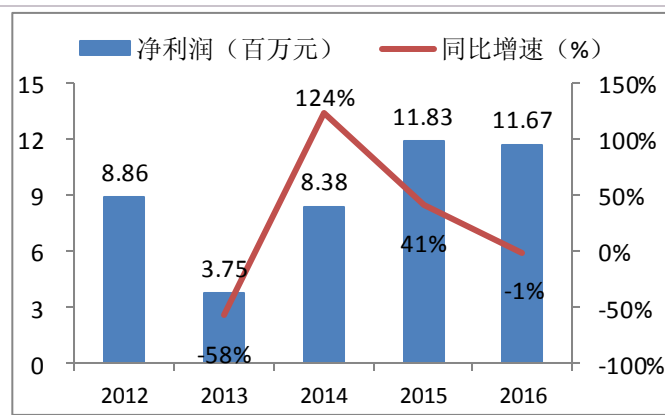
2012 年，公司收购天马瑞盛 100% 股权，正式纳入树脂产能。天马瑞盛主要生产不饱和聚酯树脂，通过吸纳天马瑞盛，公司一方面实现横向的业务拓展，为公司增加盈利主体，另一方面，天马瑞盛为公司生产玻纤制品提供基体树脂，在公司向玻纤复合材料方向发展上起到基础性作用。2016 年，天马瑞盛实现营业收入 3.15 亿元，净利润 1167.32 万元。

图表21： 天马瑞盛营业收入及同比增速（亿元，%）



资料来源：公司公告，联讯证券

图表22： 天马瑞盛净利润及同比增速（百万元，%）



资料来源：公司公告，联讯证券

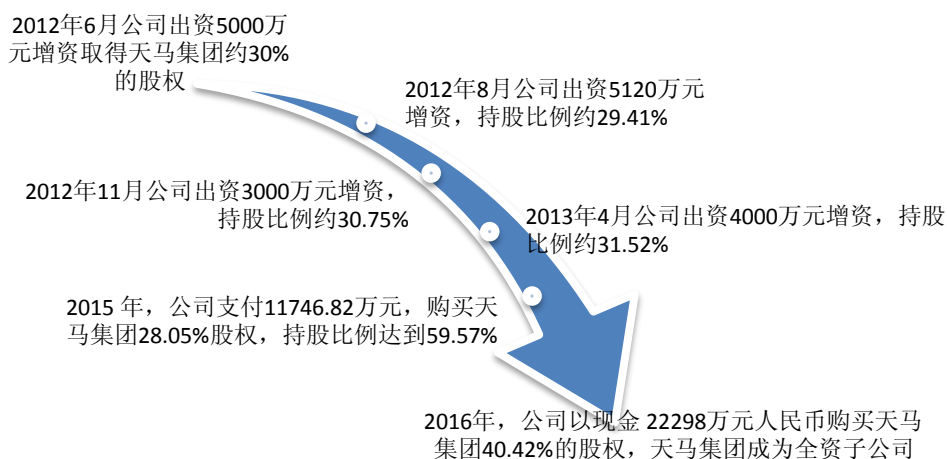


公司收购天马瑞盛后，为天马瑞盛提供了良好的发展空间。2014 年，公司确定为天马瑞盛扩建 7 万吨不饱和聚酯树脂项目，一期 3 万吨已于 2015 年完成，二期 4 万吨也是 2016 年增发募投项目之一，将于 2017 年开工建设，2018 年 1 月完成。预计届时，公司树脂产能将达到 11 万吨。

2、天马集团

天马集团是原建材二五三厂，公司从 2012 年开始参股到 2016 年完成对天马集团全部剩余股权的收购，天马集团成为公司的全资子公司。天马集团主要生产一直是公司重要的原料供应商之一，其产品包括玻璃纤维及制品、玻璃钢制品、化工原料等。天马集团的加入，一是增强了公司对重要原材料的控制能力；二是进一步拓展了公司在玻纤增强热固性树脂及辅料、玻纤增强复合材料领域的生产业务，完善公司在玻纤制品领域的业务布局。

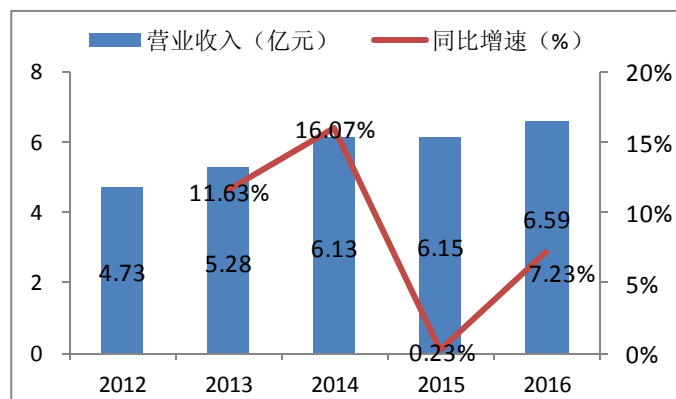
图表23： 公司收购天马集团历程



资料来源:公司公告, 联讯证券

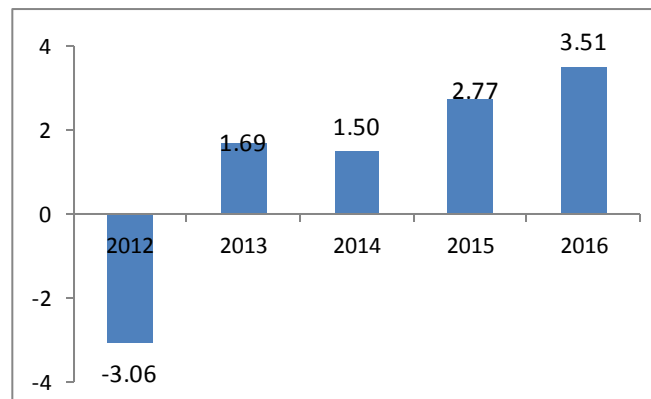
目前，天马集团拥有 3 万吨玻纤纱、5 万吨化工、40 万件玻璃钢产能。2016 年，公司实现 6.59 亿元收入，3513.51 万元净利润。

图表24： 天马集团营业收入及同比增速（亿元，%）



资料来源:公司公告, 联讯证券

图表25： 天马集团净利润（千万元）



资料来源:公司公告, 联讯证券

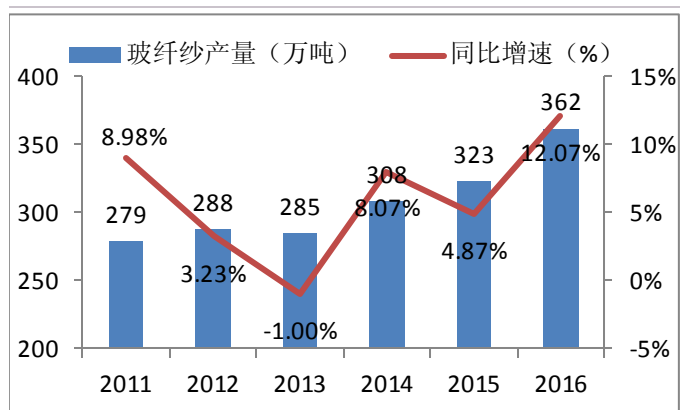


三、公司行业地位与产业链分析

(一) 玻纤行业整体发展情况

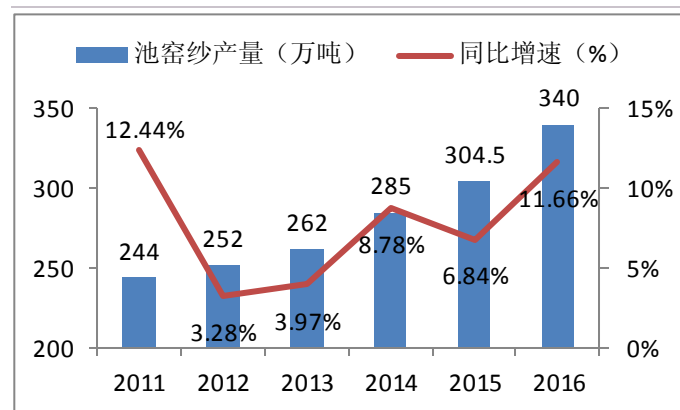
2016 年，受风电、热塑及覆铜板行业需求拉动，上游玻纤纱行业产能利用率提升，产量增速加快。但从行业产能供应情况来看，截至 2016 年 11 月，全国玻纤池窑总产能 386.7 万吨，在产产能 334.9 万吨，池窑纱全年产量 340 万吨，玻纤行业已达到满产状态。全国 2017 年下半年，包括中国巨石、重庆玻纤等玻纤纱龙头有新增产能集中释放，或将增加玻纤纱行业产能过剩风险。

图表26： 玻纤纱产量及增速（万吨，%）



资料来源：玻璃纤维工业协会，联讯证券

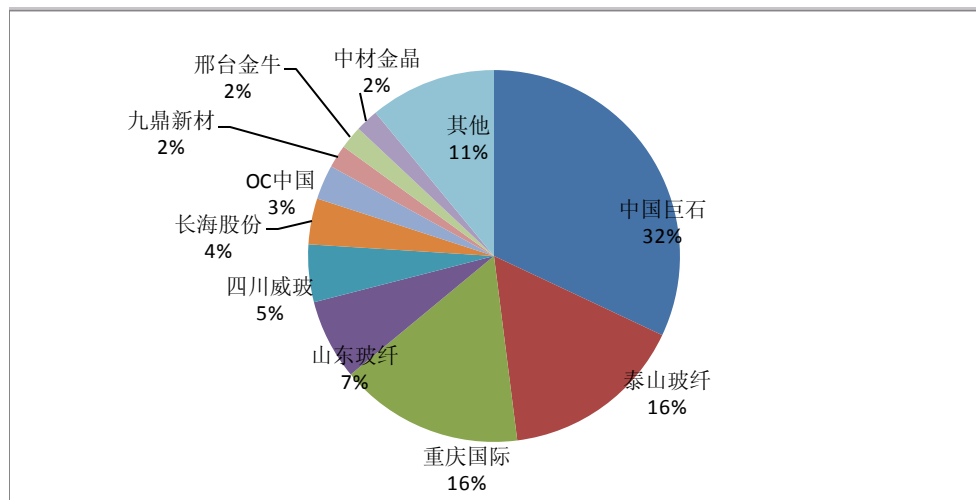
图表27： 池窑纱产量及增速（万吨，%）



资料来源：玻璃纤维工业协会，联讯证券

玻纤纱行业竞争格局中，公司 13 万吨产能仅占玻纤纱总产能的近 4%，位居第 6 位。且公司玻纤纱只有约 20%-25%外销，大多数用于生产自用。

图表28： 2015 年我国玻纤企业产能占比

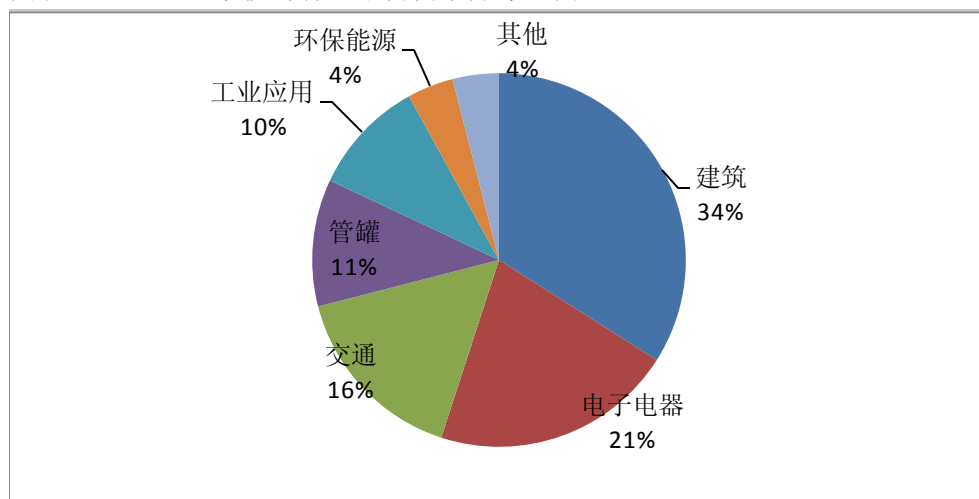


资料来源：中国产业信息网，联讯证券

从下游需求来看，建筑、电子电器、交通领域是玻纤行业主要应用领域。公司玻纤制品，如短切毡、电子薄毡等的需求也主要来自于相关领域。我们预计，未来几年，伴随下游市场保持平稳较快增长，相关领域对玻纤制品的需求也将呈现稳步上升趋势。



图表29： 2015 年玻纤行业下游需求分布比例

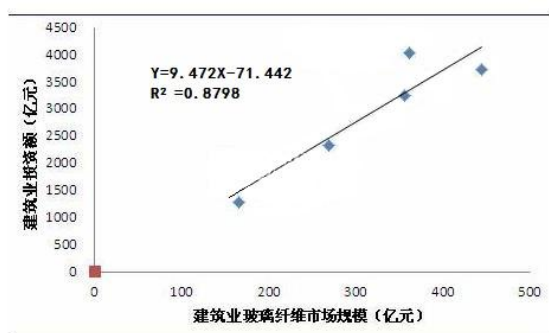


资料来源：中国产业信息网，联讯证券

玻纤在建筑行业主要应用于外墙屋面保温防水、玻纤增强水泥、以及各类建材。据统计，过去 3 年，我国城镇建筑业固定资产投资完成额 CAGR 约为 9%，以 9%作为假设，预计到 2020 年，建筑业固定资产投资完成额将达到 6465 亿元，对应建筑领域玻纤销售规模约为 690 亿元。

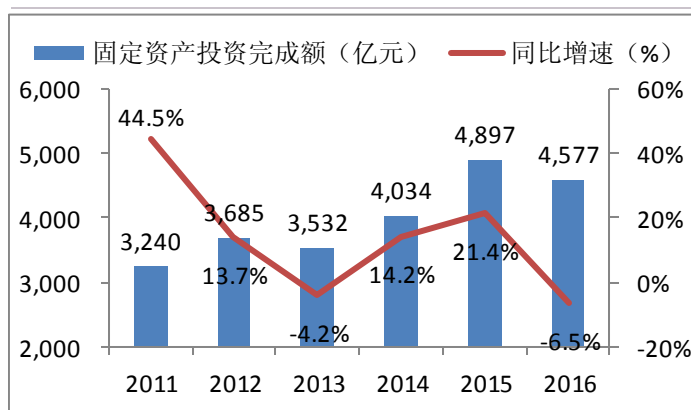
图表30： 建筑领域玻纤收入与行业投资关系

建筑领域玻璃纤维销售收入与建筑业投资的线性关系（单位：亿元）



资料来源：前瞻网，联讯证券

图表31： 建筑业固定资产投资完成额（亿元，%）

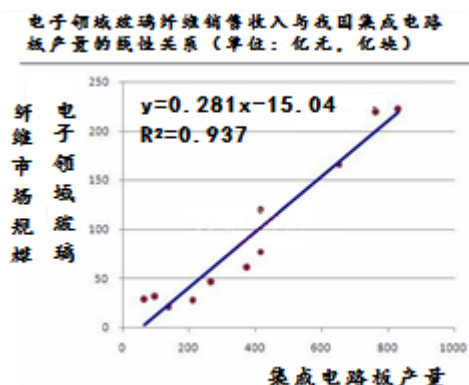


资料来源：国家统计局，联讯证券

电子领域，玻纤最主要的产品电子玻纤布，是制作 PCB 覆铜板的关键原材料。随着我国电子行业发展，电子领域对玻纤需求空间极大。据统计，过去 3 年，我国集成电路产量 CAGR 约为 15.3%。以此假设，到 2020 年，我国电子集成电路产量将达到约 2347 亿块，对应电子领域玻纤收入规模约 644 亿元。

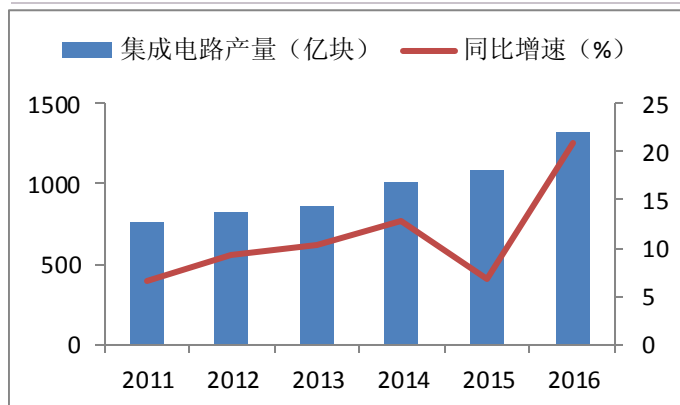


图表32: 电子领域玻纤收入与集成电路板产量关系



资料来源: 前瞻网, 联讯证券

图表33: 我国集成电路产量



资料来源: 国家统计局, 联讯证券

在汽车轻量化领域, 从每立方米强度价格、每立方米强度能耗的水平看, 玻璃纤维仅是钢的 40%, 铝的 10%, 且价格原低于碳纤维材料。随着我国对汽车油耗要求愈发趋于严格, 轻量化材料在汽车上的应用将成为大的方向。据统计, 车身自重消耗 40%以上的燃油, 汽车每减轻 100 千克, 每百公里油耗减少 0.4 升, 二氧化碳可减排 1 公斤; 车身自重减少 10%, 油耗降低 6%-8%。目前, 我国整车配件上复合材料应用比例仅占 8%-12%左右, 远低于国外的 20%-30%, 玻纤复合材料在汽车轻量化领域的应用前景也非常广阔。根据玻纤工业协会与复合材料工业协会的预计, 到 2020 年, 我国车船轻量化市场需求规模将达到 150 万吨。

图表34: 主要国家和地区燃料消耗量标准目标对比

	2015 年		2020 年		2025 年		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	130 g/km	5.2 L/100km	95 g/km	3.8 L/100km	75 g/km	3 L/100km	5.4%	4.2%
美国	36.2 mpg	6.7 L/100km	44.8 mpg	6 L/100km	56.2 mpg	4.8 L/100km	3.5%	3.4%
日本	16.8 km/L	5.9 L/100km	20.3 km/L	4.9 L/100km			3.3%	
中国	6.9L/100km		5L/100km		4L/100km		5.5%	4.4%

资料来源: 工信部, 联讯证券

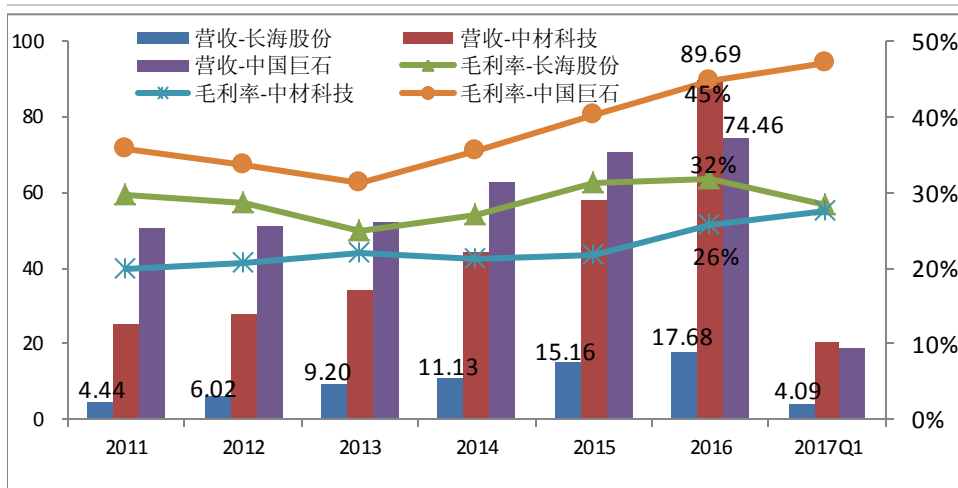
(二) “小而美”的细分市场龙头

作为细分领域龙头, 公司充分体现了“小而美”的特点: 拥有较高的行业进入壁垒; 收入体量虽小但拥有较高毛利与 ROE。

2016 年公司营业收入 17.68 亿元, 远低于行业龙头中国巨石的 89.69 亿元, 和中材科技的 74.46 亿元。但从毛利率上来看, 公司毛利率 32%, 介于中国巨石 45%和中材科技 26%之间, 多年来始终维持在较高水平上, 且近两年有上升趋势。



图表35： 公司营业收入与毛利率对比

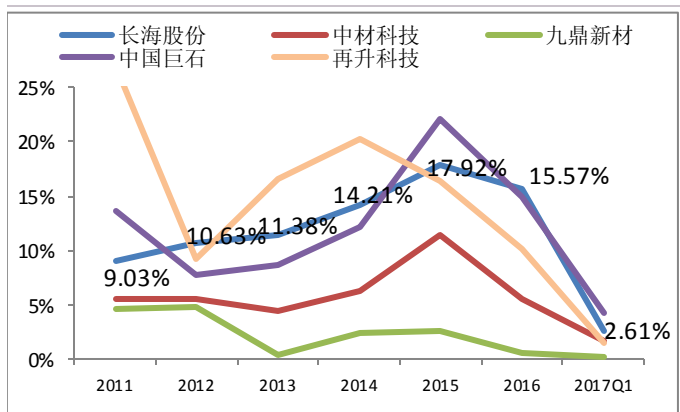


资料来源：Wind，联讯证券

较高的毛利，说明公司拥有较高的竞争壁垒。究其原因主要有两点：1) 稳定的客户群。公司拥有 2000-3000 家下游客户群，客户购买体量小，分散度高，前五大客户占比小，下游行业需求特点限制了新进入者。且对于下游企业来说，公司产品属于用量少、货值低的关键性核心材料，质量是客户着重考虑的因素，客户更换意愿低，忠诚度较高，公司容易获得品牌溢价。2) 公司产能的经济性较好，产品消化快。对新进入者而言，产能较低会影响其生产经济性，拉低毛利水平，产能高则提高了寻找客户的难度，无形中又形成了一道壁垒。

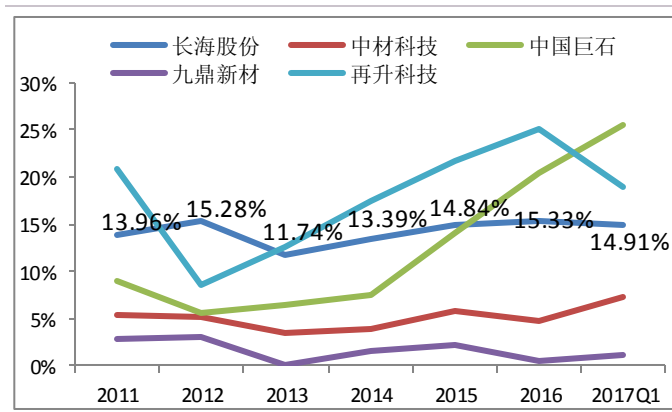
2016 年，公司 ROE 为 16%，较中国巨石的 15% 高 1 个百分点，较中材科技的 6% 高近 10 个百分点。高周转率是保证公司高 ROE 的关键。其中，公司资产周转率比中国巨石高出 0.46；比中材科技高 0.21。

图表36： SW 玻纤行业公司 ROE 对比



资料来源：Wind，联讯证券

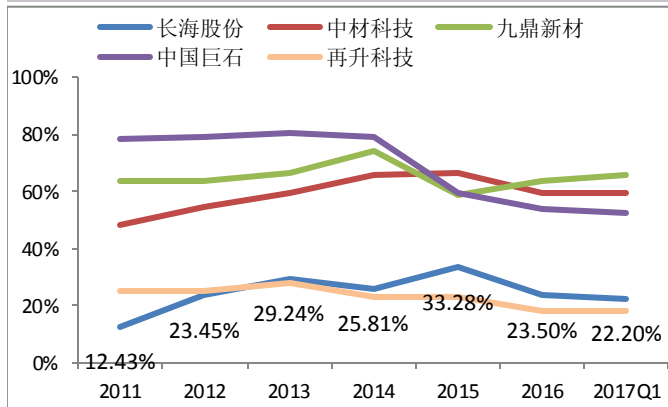
图表37： SW 玻纤行业公司净利润率对比



资料来源：Wind，联讯证券

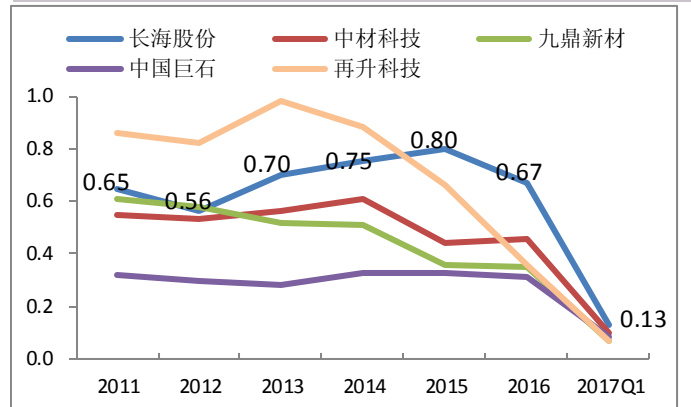


图表38: SW 玻纤行业公司资产负债率对比



资料来源: Wind, 联讯证券

图表39: SW 玻纤行业公司资产周转率对比



资料来源: Wind, 联讯证券

(三) 拓展需求空间, 寻求新增长极

轻量化将成为未来玻纤领域的主流, 包括船艇、汽车、门窗都会用到。根据 2016 年年度报告, 公司将大力发展与汽车轻量化、轨道交通相关的热塑性连续纤维复合材料作为发展的新核心。

现阶段能用于轻量化的产品, 仍以短切毡为主, 未来还将包括连续片材。公司短切毡 50%的需求就来自于汽车轻量化领域; 玻璃钢制品则可用于前后防撞梁、保险杠上; 未来公司生产的连续片材还可以用于厢式车车厢面板, 火车货车车厢中。

为进一步拓展公司玻璃钢业务, 拓展高端玻璃钢制品市场需求, 公司投资设立常州南海船艇科技有限公司, 主要从事游艇的生产与制造。公司从挪威引进技术和原型机, 由公司负责船体的制造与生产, 由南京理工大学负责火控系统, 船艇设计时速可达 150 公里/时, 可实现军民两用。目前公司已建造出 3 条试验用船。

四、业绩预测及投资建议

(一) 业绩预测

公司是玻纤细分领域的行业龙头, 主要产品拥有稳定的客户群。我们预计公司 2017 年产能效率与销售量将较 2016 年有所提高, 具体来看:

- (1) 玻纤纱: 受技改和冷修影响, 产能略减;
- (2) 短切毡: 公司将根据市场情况, 或将提高短切毡的生产规模, 增加生产线提升生产效率。从目前产能来看, 公司在不增加新生产线的前提下, 还有 10%的产能提升空间;
- (3) 湿法薄毡: 销量进一步扩大, 2016 年销量超 3 亿平米, 2017 年将超过 4 亿平米;
- (4) 电子薄毡: 产能效率进一步提升, 预计达到 1200 万平米;
- (5) 天马瑞盛与天马集团利润将进一步提升。



图表40： 公司产能情况

产品	单位	2016 年产能		2017 年预计产能	备注
玻纤纱	万吨	长海	10	受技改影响略减	新建 5.5 万吨项目预计 2017 年年底达产
		天马集团	3		
短切毡	万吨		7	7.5	
湿法薄毡	亿平方米		4.4	4.4	
隔板	万平方米		1500	1500	
涂层毡	万平方米		7000-8000	7000-8000	
电子薄毡	万平方米		1000-1200	1200	
连续纤维热塑性材料	吨				年底新增 7200 吨

资料来源：公司调研数据，联讯证券

在此假设条件下，我们预计公司 2017-2019 年，营业收入为 22.3、29.16、36.08 亿元，归母净利润为 3.32、4.18、5.05 亿元；EPS 为 1.56、1.97、2.38 元；对应当前股价 PE 为 23x、18x、15x。

（二）估值与投资建议

选取 SW 玻纤子行业公司作为可比公司。从数据可以看到，可比公司平均 PE(TTM) 为 53x，2017 年 PE 一致预期均值为 24x，均高于公司水平。与公司市值相近的再升科技，估值水平也明显高于公司。

图表41： SW 玻纤行业可比公司估值情况（截至 2017/5/24）

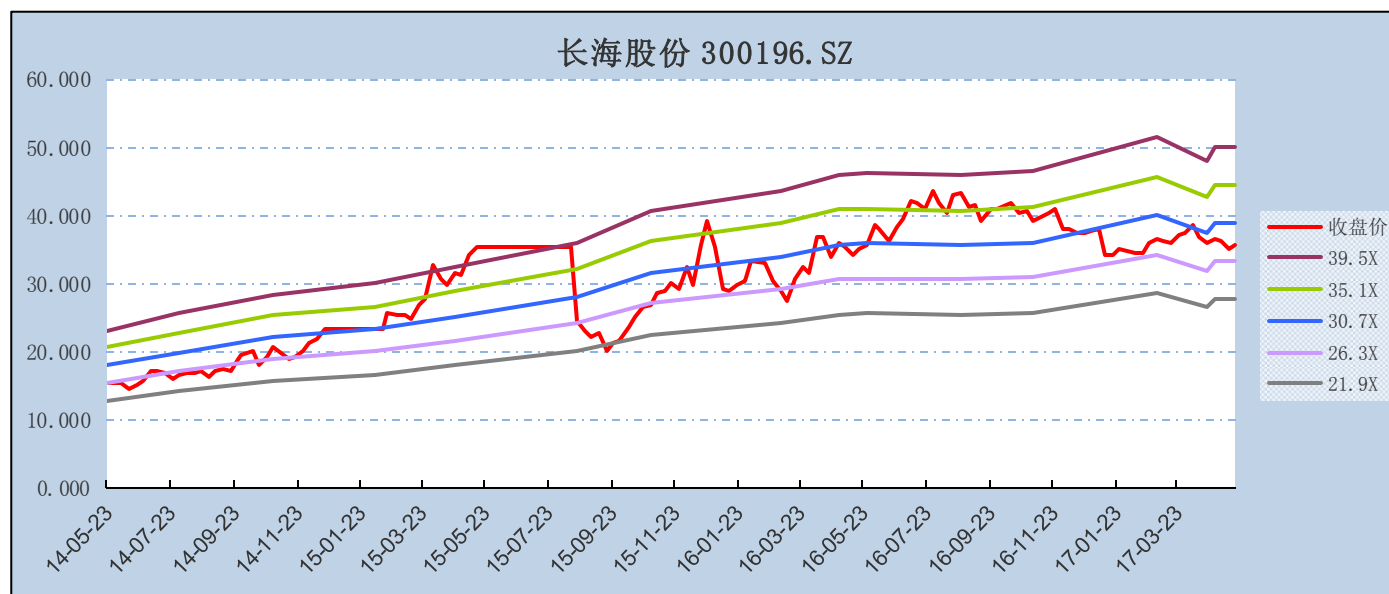
证券代码	证券简称	股价	总市值	EPS				PE				
				2016	2017E	2018E	2019E	TTM	TTM(扣非)	2017E	2018E	2019E
002080.SZ	中材科技	16.46	132.80	0.53	0.97	1.19	1.45	26.07	34.26	16.96	13.83	11.39
600176.SH	中国巨石	9.38	273.76	0.63	0.62	0.72	0.82	16.78	17.42	15.11	13.09	11.46
603601.SH	再升科技	16.54	63.87	0.22	0.42	0.66	1.07	79.78	106.21	39.51	25.07	15.47
002201.SZ	九鼎新材	11.90	30.43	0.02				615.54	-189.51			
均值（剔除负值）				0.35	0.67	0.86	1.11	184.54	52.63	23.86	17.33	12.77
中值				0.38	0.62	0.72	1.07	52.92	25.84	16.96	13.83	11.46
300196.SZ	长海股份	33.89	71.93	1.30	1.52	1.85	2.25	26.72	28.10	22.27	18.27	15.09

资料来源：Wind，联讯证券

我们认为，公司作为玻纤复合材料领域的细分市场龙头，拥有较高的壁垒，在行业整体保持景气的情况下，2017 年将延续此前良好的盈利能力。我们坚定看好公司未来的成长空间，维持“买入”评级。

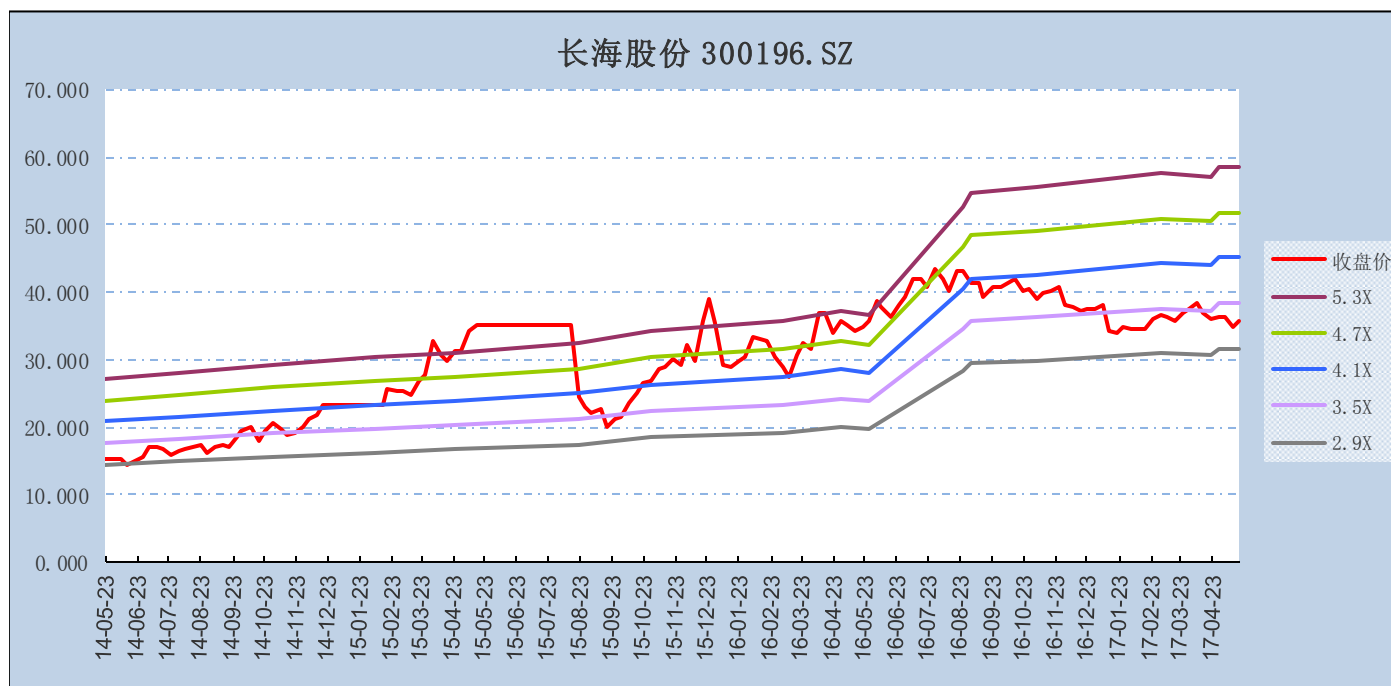


图表42: 公司 PE Band



资料来源:Wind, 联讯证券

图表43: 公司 PB Band



资料来源: Wind, 联讯证券

五、风险提示

- 1) 玻纤行业下游市场波动, 需求下滑, 产品价格下降, 毛利降低;
- 2) 募集资金投资项目建设与投产进度不及预期, 项目建设期内原有产能停产所造成的不利影响;
- 3) 控股股东 3 月 7 日公告, 计划于未来 6 个月内减持不超过 7.07% 股权的市场风



险:

4) 宏观经济与政策风险, 汇率波动风险。



附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表	2016	2017E	2018E	2019E	现金流量表	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1645	1539	2638	3876	经营活动现金流	329	435	568	703
现金	406	511	1294	2213	净利润	271	332	418	505
应收账款	339	410	536	663	折旧摊销	117	161	152	142
其它应收款	2	3	4	5	财务费用	4	14	18	23
预付账款	17	20	27	33	投资损失	-2	0	0	0
存货	145	163	213	263	营运资金变动	878	-242	898	1035
其他	737	432	565	699	其它	-938	170	-919	-1003
非流动资产	1381	1791	1689	1588	投资活动现金流	-617	-410	102	102
长期投资	0	0	0	0	资本支出	46	571	50	41
固定资产	1165	1574	1473	1371	长期投资	0	0	0	0
无形资产	174	174	174	174	其他	571	-161	-152	-142
其他	43	43	43	43	筹资活动现金流	461	65	97	98
资产总计	3026	3330	4327	5463	短期借款	-24	65	97	98
流动负债	508	644	844	1047	长期借款	-24	0	0	0
短期借款	252	317	414	512	其他	509	0	0	0
应付账款	163	208	274	341	现金净增加额	16	16	16	16
其他	93	119	156	193					
非流动负债	203	203	203	203	主要财务比率	2016	2017E	2018E	2019E
长期借款	149	149	149	149	成长能力				
其他	55	55	55	55	营业收入	16.6%	26.2%	30.7%	23.7%
负债合计	711	847	1047	1250	营业利润	31.0%	16.9%	25.7%	20.6%
少数股东权益	45	48	64	82	归属母公司净利润	20.6%	28.8%	26.0%	20.8%
归属母公司股东权益	2270	2434	3216	4131	获利能力				
负债和股东权益	3026	3330	4327	5463	毛利率	31.9%	30.9%	30.3%	29.9%
					净利率	15.3%	14.9%	14.3%	14.0%
利润表	2016	2017E	2018E	2019E	ROE	14.2%	13.8%	14.5%	13.5%
营业收入	1768	2230	2916	3608	ROIC	11.2%	12.2%	11.7%	11.0%
营业成本	1204	1540	2032	2528	偿债能力				
营业税金及附加	19	24	31	38	资产负债率	23.5%	25.4%	24.2%	22.9%
营业费用	93	116	151	187	净负债比率	14.8%	15.8%	14.6%	13.6%
管理费用	138	167	219	271	流动比率	323.9%	239.0%	312.5%	370.3%
财务费用	4	14	18	23	速动比率	150.4%	146.7%	220.4%	278.4%
资产减值损失	9	11	14	18	营运能力				
公允价值变动收益	3	0	0	0	总资产周转率	0.23	0.25	0.24	0.23
投资净收益	2	0	0	0	应收账款周转率	5.42	5.96	6.17	6.02
营业利润	306	358	450	543	应付账款周转率	10.42	12.04	12.09	11.72
营业外收入	11	28	36	45	每股指标(元)				
营业外支出	3	4	5	6	每股收益	1.30	1.56	1.97	2.38
利润总额	315	382	482	582	每股经营现金	1.55	2.05	2.68	3.31
所得税	44	50	63	76	每股净资产	10.69	11.47	15.15	19.47
净利润	271	332	418	505	估值比率				
少数股东损益	13	0	0	0	P/E	28.94	21.67	17.20	14.24
归属母公司净利润	258	332	418	505	P/B	3.52	2.95	2.24	1.74
EBITDA	450	557	652	747	EV/EBITDA	18.61	13.75	11.90	10.52
EPS（元）	1.30	1.56	1.97	2.38					

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

王风华：中国人民大学硕士研究生，现任联讯证券研究院执行院长。从业 20 年，在卖方研究行业领域先后任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小市值首席分析师、申万宏源研究所中小盘研究部负责人，2012-2014 年连续三年获得新财富最佳中小市值分析师，实地调研数百家上市公司，擅长挖掘中长线成长股。

研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	赵玉洁	021-51782233	18818101870	zhaoyujie@lxsec.com
上海	杨志勇	021-51782335	13816013064	yangzhiyong@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。
本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

- 买入：相对大盘涨幅大于 10%；
- 增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；
- 持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；
- 减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

- 增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；
- 中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；
- 减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com