

长海股份（300196）：隐形壁垒和产业链一体化助力稳健成长

——长海股份深度报告

2021年01月06日

强烈推荐/首次

长海股份 公司报告

与市场不同的观点：市场认为长海股份在玻纤行业寡头竞争格局下中长期成长性不强。我们认为：寡头竞争在原纱市场而不是在玻纤制品市场，长海股份的产品结构以玻纤制品为主，是短切毡和湿法薄毡领域的龙头企业。中长期来看，公司核心产品短切毡在汽车轻量化领域和湿法薄毡在石膏板贴面材料领域具有较大渗透空间，公司向原纱的产能扩张也是为了后续扩张玻纤制品产能打好基础，中长期看我们认为公司成长性较强。

唯一上市的民营玻纤制品龙头企业，产业链一体化带来差异化竞争优势。长海股份是短切毡和湿法薄毡领域的龙头企业，在这两个细分方向上有着很高的市占率，积累起了深厚的客户资源，公司在玻纤行业寡头竞争格局之下“内生+外延”延展产业链，在行业中形成了产业链一体化的差异化竞争优势，占据了更多的增加值，并且能够有效应对成本端的波动，与原纱占比较大的中国巨石相比，公司盈利水平保持在高位，业绩增速更为平稳。

技术、品牌以及客户资源铸就玻纤制品隐形护城河。公司研发支出总额占营收的比例高于同业，长期高研发投入使得公司在核心产品短切毡和湿法薄毡上具备国际领先的技术优势，相较于其他同业，公司占据了更为高端的玻纤制品市场。另一方面，玻纤制品应用广泛，种类多样，以技术为基，公司能够迅速根据客户需求调整产品技术和规格，销售模式也以直销为主。在与客户的合作互动中积累起对制品应用市场的深度把握和多达1000家左右客户，长海股份利用高品质的产品打造出自己的品牌优势，这些客户具有较高的粘性。长海股份的技术、品牌和长期客户资源三位一体，使得公司在制品应用市场形成了自己的隐形护城河。

盈利预测与投资评级：预计公司2020到2022年的营业收入为21.91、28.61和36.01亿元，归属于母公司的净利润为2.94、4.53和6.29亿元，对应的EPS分别为0.71、1.09和1.51元，对应的动态PE分别为24倍、16倍和11倍，首次覆盖，给予公司“强烈推荐”的投资评级。

风险提示：行业产能无序扩张、新产品开拓进度不及预期、海外疫情反复

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,197.94	2,209.71	2,190.80	2,861.20	3,601.01
增长率(%)	8.42	0.54	-0.86	30.60	25.86
净归母净利润(百万元)	263.08	289.45	294.16	452.90	628.51
增长率(%)	30.15	10.63	1.61	53.83	38.72
净资产收益率(%)	10.63	10.81	9.95	13.74	16.68
每股收益(元)	0.63	0.71	0.71	1.09	1.51
PE	27.03	23.99	24.04	15.61	11.25
PB	2.92	2.64	2.39	2.14	1.88

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

公司是中国玻纤制品龙头企业，主要产品包括短切毡、湿法薄毡、复合隔板以及玻璃钢等，公司是短切毡和湿法薄毡细分方向上的龙头企业。

未来3-6个月重大事项提示：

公司规模为5.5亿元的可转债即将上市。

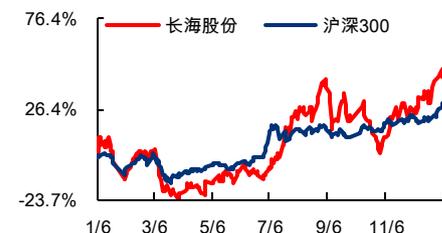
发债及交叉持股介绍：

-

交易数据

52周股价区间(元)	17.61-9.05
总市值(亿元)	70.01
流通市值(亿元)	42.11
总股本/流通A股(万股)	40,870/24,583
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	1.97

52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：赵军胜

010-66554088

zhaojs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480512070003

研究助理：韩宇

010-66554042

hanyu_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480119070045

目 录

1. 与市场不同的观点.....	4
2. 产业链一体化助力盈利更稳更高，玻纤制品领域具备隐形护城河.....	4
2.1 唯一上市的玻纤民营龙头企业，产业链一体化助力盈利更稳更高.....	4
2.2 技术、品牌和客户资源隐形壁垒铸就玻纤制品护城河.....	7
3. 周期中成长：行业景气度高涨，公司新一轮成长大幕拉开.....	9
3.1 玻纤纱：行业拐点确立，原纱产能扩张和降本增效并举.....	9
3.2 玻纤制品：短期受益行业景气上行，长期应用扩容空间广阔.....	11
3.2.1 玻纤制品市占率将受益于原纱价格上行而提升.....	11
3.2.2 短切毡和湿法薄毡需求成长空间广阔.....	12
4. “玻纤+树脂”具有较强协同优势，树脂业务市占水平持续提升.....	14
4.1 “玻纤+树脂”目标客户群重合度高，具有较强的协同优势.....	14
4.2 规模优势和产品结构升级助力树脂业务市占水平持续提升.....	15
5. 盈利预测与投资评级.....	16
6. 风险提示.....	17
相关报告汇总.....	19

插图目录

图 1：长海股份营收构成（2020 年中报）.....	4
图 2：长海股份毛利构成（2020 年中报）.....	4
图 3：长海股份股权结构图及主要子公司.....	5
图 4：长海股份所在的产业链位置.....	6
图 5：长海玻纤及制品业务毛利增速较巨石更为平稳.....	6
图 6：长海股份吨售价领先于同业.....	7
图 7：长海股份吨毛利领先于同业.....	7
图 8：长海股份研发支出总额占营收的比例高于中国巨石.....	7
图 9：公司核心产品短切毡的主要应用领域.....	8
图 10：公司核心产品湿法薄毡的主要应用领域.....	8
图 11：玻纤行业拐点之下的供给分析.....	9
图 12：玻纤行业拐点之下的需求分析.....	9
图 13：以产量表征的我国玻纤行业产能扩张周期是 2013-2018 年.....	9
图 14：玻纤行业正处于新一轮景气度上行通道.....	10
图 15：2017 年冷修及扩产结束后公司玻纤及制品吨成本明显下降.....	10
图 16：全球玻纤行业呈现寡头竞争格局（产能市占计）.....	11
图 17：中国玻纤行业呈现寡头竞争格局（产能市占计）.....	11
图 18：原材料在宏和科技营业成本中占比 60%左右.....	12
图 19：原材料在中国巨石营业成本中占比约 34%.....	12
图 20：长海股份各产品 2021 年产能扩张幅度.....	12

图 21: 复合材料在整车配件上的应用示例	13
图 22: 复合材料在我国整车配件上的应用比例提升空间较大	13
图 23: 各种材料车身质量对比 单位: kg	13
图 24: 长海股份短切毡产能变化情况	13
图 25: 长海股份湿法薄毡产能变化情况	14
图 26: 玻纤制品的主要分类	14
图 27: 树脂价格与原油价格波动基本同步	15
图 28: 长海股份树脂业务毛利率逆势提升	15
图 29: 长海股份化工业务吨成本不断下降 单位: 元/吨	15
图 30: 长海股份化工业务产能利用率变化情况	15
图 31: 长海股份湿法薄毡产能变化情况	16
图 32: 长海股份 PE-band	17

表格目录

表 1: 我国玻纤行业龙头企业以国有为主	4
表 2: 长海股份核心技术情况一览表	7

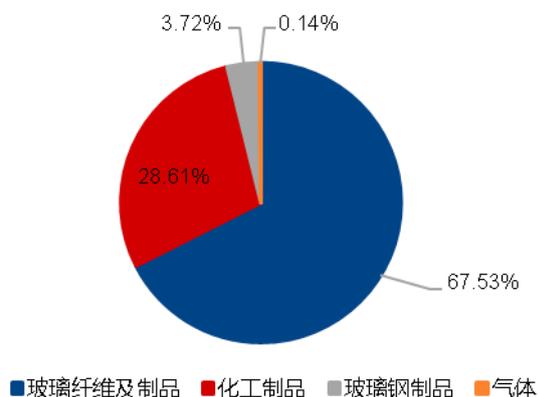
1. 与市场不同的观点

市场认为长海股份在玻纤行业寡头竞争格局下中长期成长性不强。我们认为：**原纱市场是寡头竞争格局，而制品市场不是，长海股份的产品结构以玻纤制品为主，测算玻纤制品营收占比在60%左右，是短切毡和湿法薄毡这两个玻纤制品细分领域的龙头企业。**公司通过“内生+外延”的方式，形成了产业链一体化的竞争优势，整体盈利水平高而稳定。技术、品牌和高粘性客户群三位一体，公司在玻纤制品领域形成了自身的隐形护城河。中长期来看，公司核心产品短切毡在汽车轻量化领域，湿法薄毡在石膏板贴面材料领域具有较大渗透空间，公司向原纱的产能扩张也是为后续扩张玻纤制品产能打好基础，我们认为公司成长性较强。

2. 产业链一体化助力盈利更稳更高，玻纤制品领域具备隐形护城河

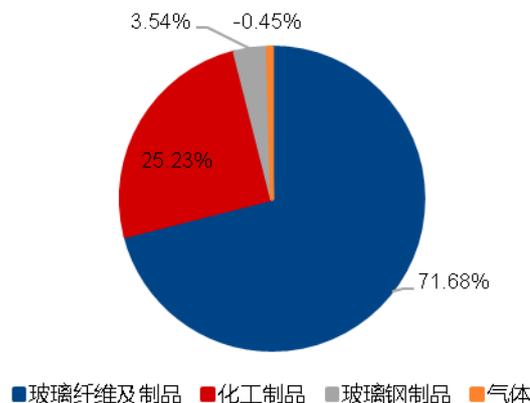
长海股份业务可以分为四类：玻璃纤维及制品、化工制品、玻璃钢以及气体，公司营收和毛利都主要来自于玻璃纤维及制品和化工产品，其营收占比分别为67.53%和28.61%，毛利占比分别为71.68%和25.23%。

图1：长海股份营收构成（2020年中报）



资料来源：wind，东兴证券研究所

图2：长海股份毛利构成（2020年中报）



资料来源：wind，东兴证券研究所

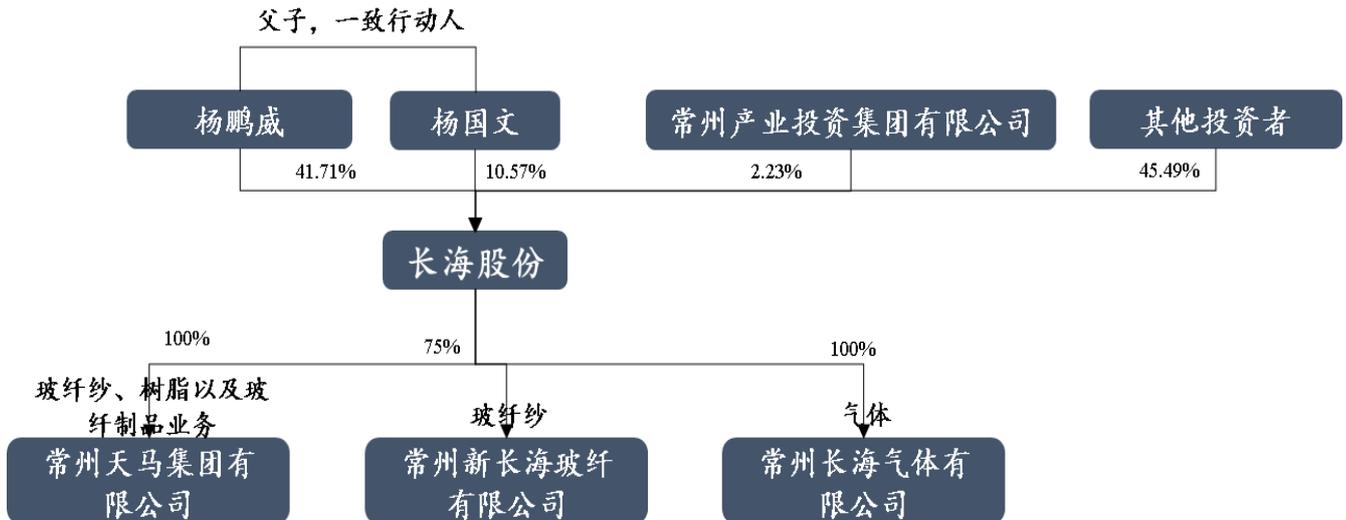
2.1 唯一上市的玻纤民营龙头企业，产业链一体化助力盈利更稳更高

我国玻纤龙头企业以国有为主，长海股份是国内玻纤行业中唯一上市的民营龙头企业。公司股权相对集中，董事长杨鹏威和总经理杨国文父子为公司的实际控制人，分别直接持有公司41.71%和10.57%的股份。

表1：我国玻纤行业龙头企业以国有为主

厂商名称	实际控制人
中国巨石	国务院国有资产监督管理委员会
泰山玻纤	国务院国有资产监督管理委员会
重庆国际	云南省人民政府国有资产监督管理委员会
山东玻纤	山东省人民政府国有资产监督管理委员会

资料来源：wind，东兴证券研究所

图3：长海股份股权结构图及主要子公司


资料来源：wind，东兴证券研究所

长海股份以玻纤制品起家，通过“内生+外延”的方式，多年来紧紧围绕玻纤及制品产业链进行产能扩张，拓展自身在产业链上的覆盖范围，最终形成产业链一体化的竞争优势，目前拥有从玻纤原纱到玻纤制品再到玻纤复合材料的一体化生产能力。公司是短切毡和湿法薄毡这两个玻纤制品细分领域的龙头企业，根据市场部门统计，公司在这两个细分品类中拥有高达60%的市占率。

公司在向上下游进行产业链一体化的过程中，有三次具有代表意义的资本运作：

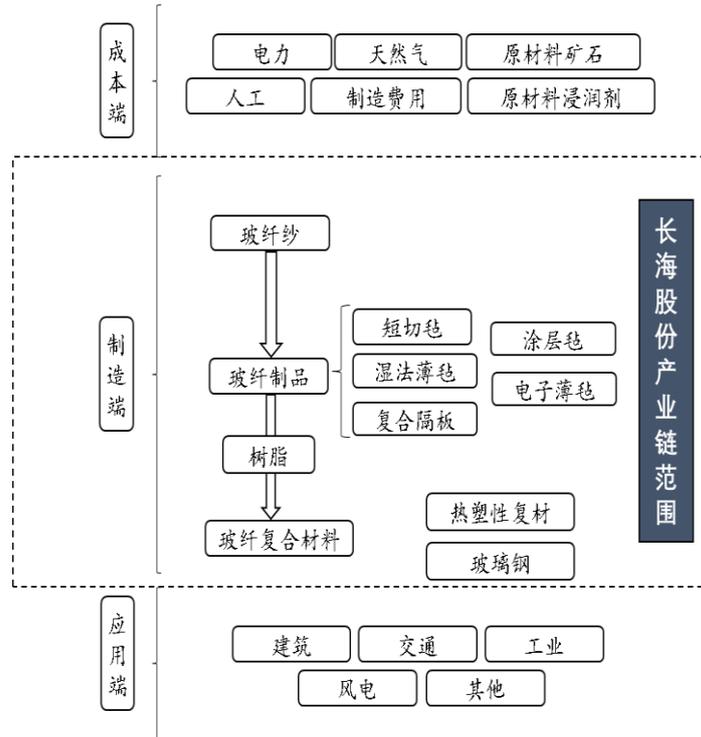
一是2006年公司引入加拿大外资，合资成立新长海玻纤有限公司，投入2500万美元进行“年产3万吨特种玻璃纤维池窑拉丝项目”的建设，该项目于2008年正式运营，开创了我国民营企业建造池窑的先例。

二是2011年的IPO上市，这也是公司发展的一个转折点，作为民营企业，获得上市地位为丰富了公司的融资渠道并为公司提供了资本运作的平台，公司利用上市募资扩建特种玻纤制品生产线及建设年产7万吨玻纤纱的池窑，进一步扩充了自身在制品方面的产能规模并增大了玻纤原纱的自给率。

三是公司在2012年和2016年分别收购天马瑞盛和天马集团100%股权，增添了3万吨玻纤纱产能和3万吨不饱和聚酯树脂产能。完成了向下游的产业链延伸及品类扩张。

经过一系列在上下游产业链延伸上的资本运作和产能扩张，公司目前已具备19.5万吨玻纤纱产能、8.5万吨短切毡产能、4.6亿平米湿法薄毡、1500万平复合隔板、7200万热塑性材料以及17.5万吨树脂产能。

图4: 长海股份所在的产业链位置

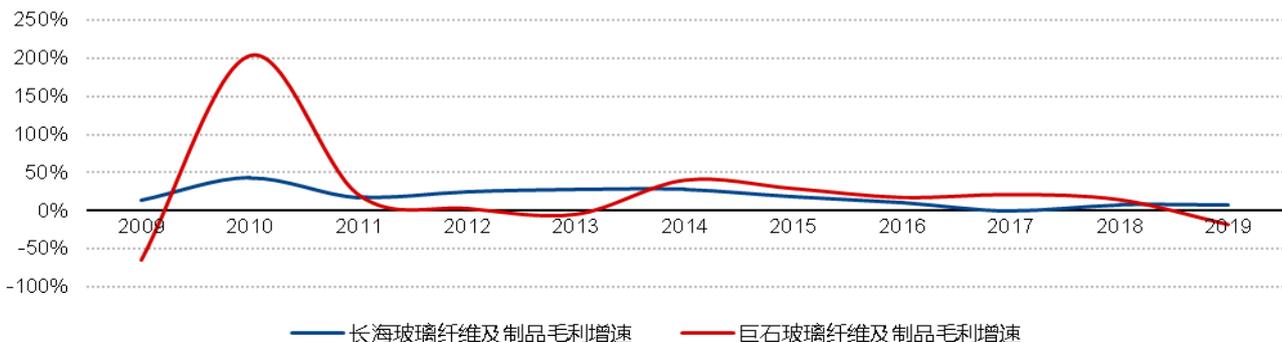


资料来源: 东兴证券研究所

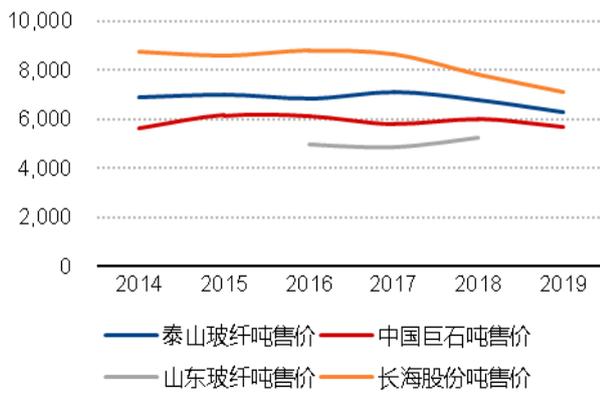
相较于中国巨石主要以玻纤纱为主要产品的产业链一体化，长海股份突出的特色在于公司的产业链一体化主要是以玻纤制品为主要产品，玻纤制品最主要的成本为原材料，原材料的种类包括玻纤纱、助剂、粉剂、乳剂和矿石等，其中以玻纤纱占成本的比重为最大，玻纤纱生产属于重资产，而玻纤制品制造的资产则较轻，这导致了玻纤纱周期性较玻纤制品强，价格波动幅度也较大，因此外购玻纤纱占比较大带来的问题是成本端的波动较大。目前长海股份玻纤制品生产所需的玻纤原纱可以实现自给自足。除此之外，公司用来生产毡类玻纤制品的粘结剂等化工制剂也可以从子公司天马集团处得到供应。

产业链一体化使得公司在玻纤产业链中占据了更多的增加值，并能够降低原材料成本并平抑成本端的波动，也赋予了公司根据客户需求迅速开发和排产相应产品的能力，与玻纤原纱收入占比较大的中国巨石相比，长海股份的玻纤及制品业务的毛利增速更为平稳。2014-2019年间，公司产品吨售价和吨毛利水平领先行业。

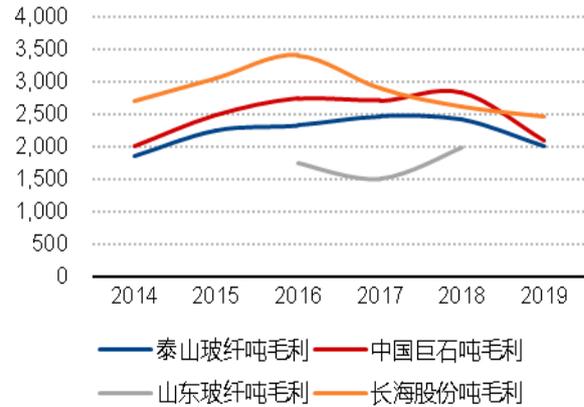
图5: 长海玻纤及制品业务毛利增速较巨石更为平稳



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图6: 长海股份吨售价领先于同业


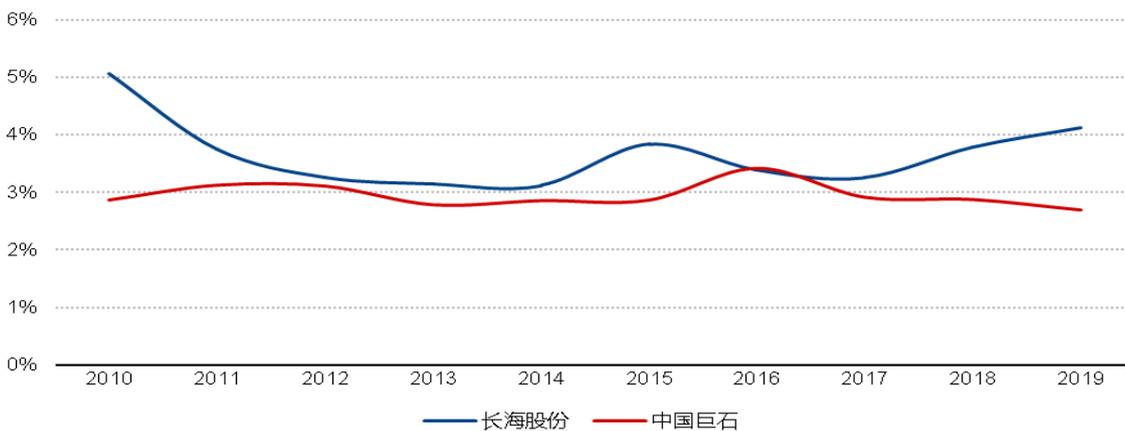
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图7: 长海股份吨毛利领先于同业


资料来源: wind, 东兴证券研究所

2.2 技术、品牌和客户资源隐形壁垒铸就玻纤制品护城河

长海股份在玻纤制品领域具备突出的技术优势。公司长期保持着较高的研发投入, 研发支出总额占营业收入的比例保持在 3% 以上, 高于中国巨石。持续的研发攻关使得公司在轻质薄型短切毡、抗拉防潮湿法薄毡等领域通过原始创新掌握了多项具备国际领先水平的技术。公司是国内唯一具备规模化生产高端车顶用短切毡的企业, 并且开发的 CHH-1 玻纤涂层毡填补了国内在此项领域中的空白。

图8: 长海股份研发支出总额占营收的比例高于中国巨石


资料来源: wind, 东兴证券研究所

表2: 长海股份核心技术情况一览表

核心技术名称	技术来源	技术水平	成熟程度	
轻质薄型短切毡	电子抗静电变频短切技术	原始创新	国内领先、国际先进	成熟
	可变风速沉降微调技术	原始创新	国内领先、国际先进	成熟

	变频式喷淋撒粉技术	原始创新	国际先进	成熟
	可控恒温压平调节技术	原始创新	国内领先	成熟
	一体五步联动技术	原始创新	国内领先	成熟
	多管喷射导纱调节稳定技术	原始创新	国际先进	成熟
	薄毡纵横向强度及湿强度增强技术	原始创新	国际先进	成熟
抗拉防潮湿法薄毡	变频横向自动循环真空抽吸技术	原始创新	国际先进	成熟
	可调式水力循环旋转分离技术	原始创新	国内领先	成熟
	快速宽幅薄毡生产技术	原始创新	国内领先	成熟
CHH-1 玻纤涂 层毡	多组分高粘度防水涂料技术	原始创新	填补国内空白；国际领先	成熟
	可控式刮涂技术			
	可调式热风印刷技术			

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

长海股份在玻纤制品应用端的品牌和客户资源形成隐形壁垒。玻纤制品种类繁多，我国国内的玻纤应用规格多达 10000 多种，国外更是已经达到 60000 多种，不同的客户对于同一玻纤制品的要求也不相同，同种类型的产品用量不大。如此之多的应用规格对制品厂商的客户管理和拓展能力提出了很高要求，进入到玻纤制品行业首先要解决的是客户问题，如果没有较大的客户群，生产的成本就比较高，所以一般企业拓展市场是一个需要时间积累的过程。公司长期深耕于玻纤制品的开发和应用，能够迅速根据客户需求调整产品技术和规格，销售模式也以直销为主。长期耕耘之下，根据公司统计，其目前长期合作客户的已多达 1000 家左右，在与客户的互动中，长海股份也利用高品质的产品打造出自己的品牌优势，在玻纤客群中形成了很高的品牌认可度。

图9：公司核心产品短切毡的主要应用领域

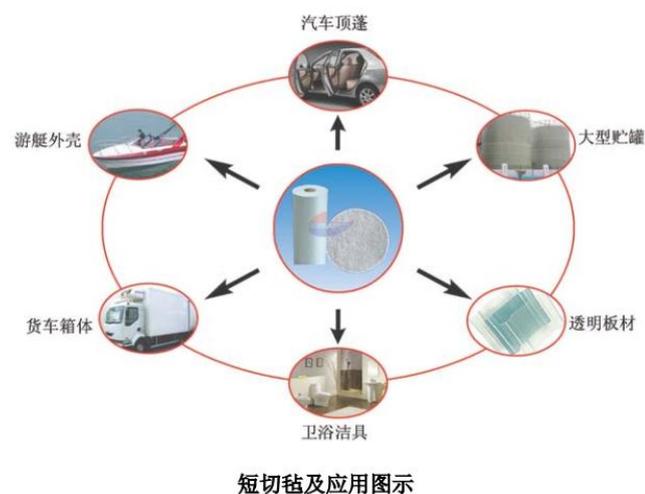
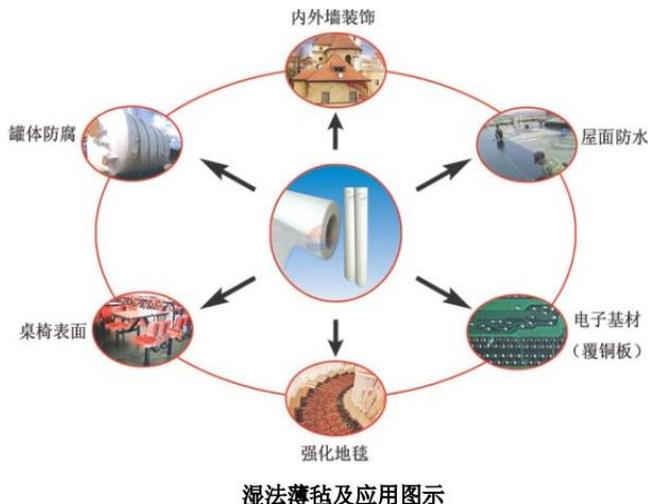


图10：公司核心产品湿法薄毡的主要应用领域



资料来源: wind, 东兴证券研究所

资料来源: wind, 东兴证券研究所

技术、品牌以及高粘性客户群三位一体, 使得公司产品应用市场形成了自己的护城河。

3. 周期中成长: 行业景气度高涨, 公司新一轮成长大幕拉开

3.1 玻纤纱: 行业拐点确立, 原纱产能扩张和降本增效并举

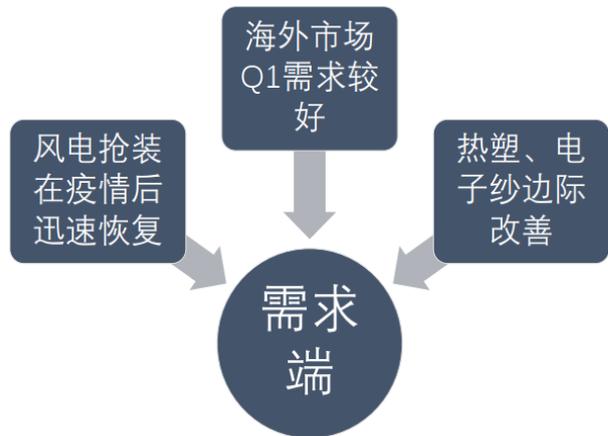
玻纤行业景气度拐点已经出现。2020年8月和10月, 以中国巨石、泰山玻纤等为代表的行业龙头厂商齐发调价函, 玻纤原纱产品迎来价格普涨, 确认了行业拐点的到来。

图11: 玻纤行业拐点之下的供给分析



资料来源: wind, 东兴证券研究所

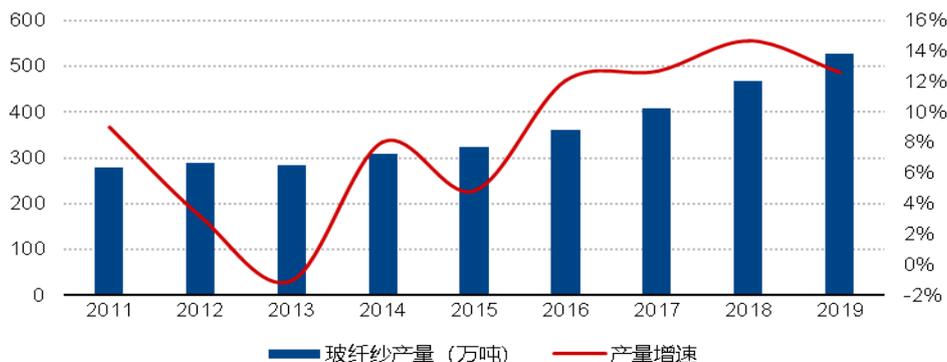
图12: 玻纤行业拐点之下的需求分析



资料来源: wind, 东兴证券研究所

产能冲击风险趋弱, 顺周期下价格仍将有进一步上行空间。展望后市行业需求, 一是海外风电装机和海上风电发展之下, 2021 风电装机不会出现大幅度滑坡。二是玻纤是典型顺周期品种, 疫情后全球经济复苏将直接推升玻纤需求。供给侧来看, 2020 和 2021 年预计新增产能分别为 36 万吨和 41 万吨, 相较 2018 年大幅放缓, 由于玻纤行业供给的刚性, 玻纤产量基本能够代表产能, 而 2013 年开始我国玻纤纱产量增速步入上行通道, 直到 2019 年增速下降, 这意味着此轮玻纤扩产周期为 2013-2018 年, 以玻纤窑炉 8 年的冷修周期计算, 2021 年行业将进入新一轮冷修高峰周期。

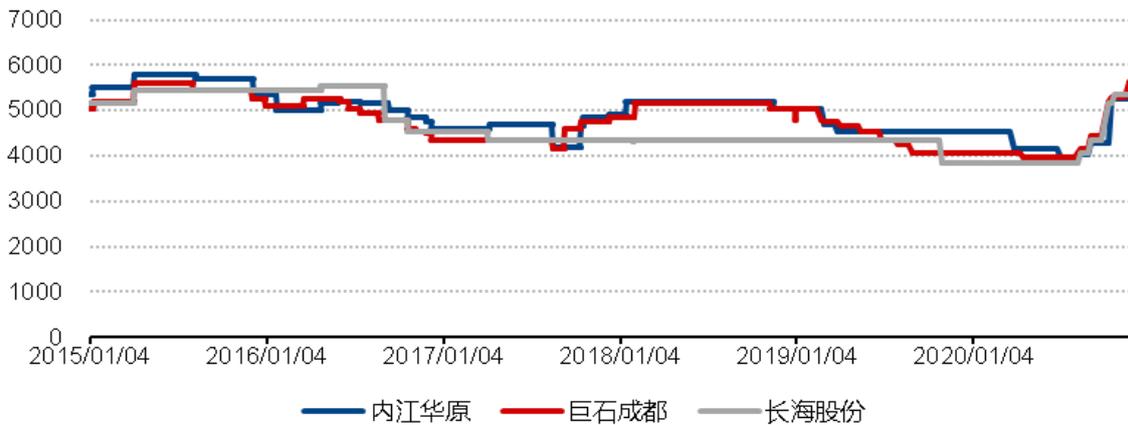
图13: 以产量表征的我国玻纤行业产能扩张周期是 2013-2018 年



资料来源：中国玻纤复材协会，东兴证券研究所

综合以上供需分析，我们认为玻纤行业目前仍处在新一轮的景气上行周期之内，而回顾过往的 2014-2017、2017-2020 两轮周期，以 2400tex 无碱缠绕直接纱的价格表现为观测指标，产品价格的上行周期在半年到一年时间左右，2021 年在供给可控，需求增长的背景下，我们认为后续价格上涨仍有空间。

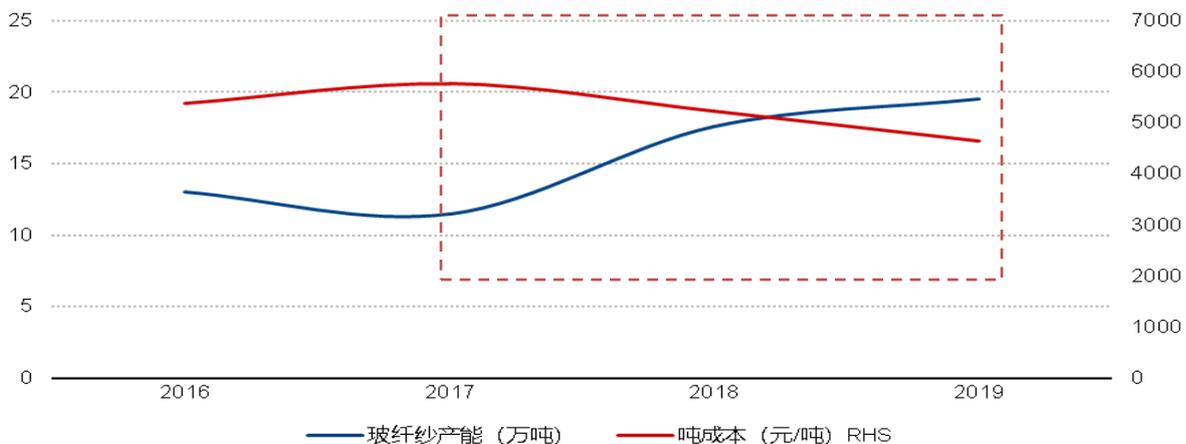
图 14：玻纤行业正处于新一轮景气度上行通道



资料来源：东兴证券研究所

2020 年 10 月 16 日，公司公开发行可转债申请获审核通过，计划募集资金不超过人民币 5.5 亿元，用以建设 10 万吨/年无碱玻璃纤维粗纱池窑拉丝技术生产线，项目建成后，将使得公司增加 10 万吨粗纱产能，其中 2 万吨直接纱和 5 万吨短切纱将用于直接对外销售。10 万吨粗纱产线预计明年 5 月份点火，投产后将继续增强公司玻纤原纱供应能力，增强规模成本优势和产业链一体的差异化竞争力，并在景气度上行阶段贡献原纱销售增量，我们预计公司原纱外销大概率将量价齐升。另一方面，天马集团 3 万吨玻纤纱产线 2021 年将运行满 8 年有望进入冷修，冷修完成后预计还将为公司贡献原纱产能增量并降低成本。

图 15：2017 年冷修及扩产结束后公司玻纤及制品吨成本明显下降



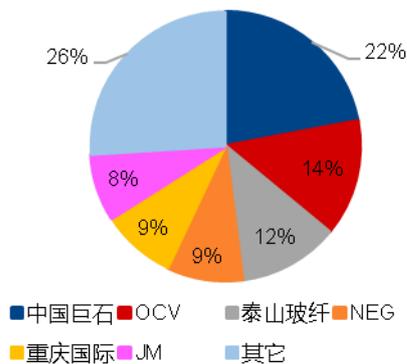
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

3.2 玻纤制品: 短期受益行业景气上行, 长期应用扩容空间广阔

3.2.1 玻纤制品市占率将受益于原纱价格上行而提升

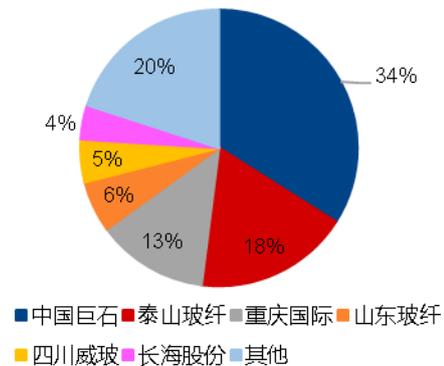
玻纤产业链原纱环节寡头竞争格局长期以来非常稳固。在玻纤产业链上, 原纱环节因为单位产能投资额大、生产工序长关键节点多, 具有典型的重资产和高技术壁垒特征, 寡头竞争格局长期以来非常稳固, 中国巨石、泰山玻纤以及重庆国际为国内玻纤行业“三大家”, 以产能计的 CR3 为 65%, 长海股份、四川威玻以及山东玻纤为“三小家”, 产能合计占到 15%, “三大家”和“三小家”产能合计占到全行业的 80%。

图16: 全球玻纤行业呈现寡头竞争格局 (产能市占计)



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图17: 中国玻纤行业呈现寡头竞争格局 (产能市占计)

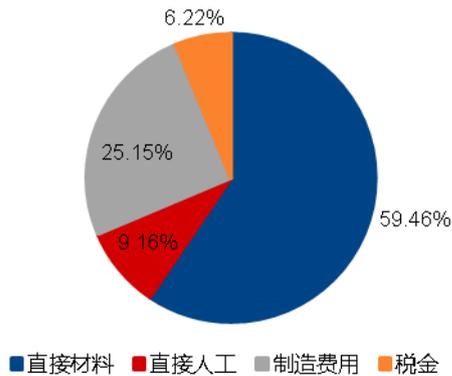


资料来源: wind, 东兴证券研究所

玻纤制品行业竞争格局分散, 长海股份市占率或受益于原纱价格上行而提升。此轮玻纤行业景气周期始于原纱价格大幅上涨, 从往轮周期的经验来看, 制品价格的涨幅往往不如原纱, 这是因为一方面玻纤制品只涉及到对原纱进行机械、化学处理从而制成无纺玻纤制品或进行编织而生成玻纤织物, 从资金和技术壁垒上来看不如原纱, 在产业链上所占的增加值较少, 另一方面, 玻纤制品企业由于原材料 (主要是原纱) 成本占比较大 (如主营为电子玻纤布的宏和科技原材料在营业成本中的占比为 60%), 因而应对原材料成本变化的能力也不如原纱企业。原纱此轮价格大幅上行之前, 玻纤制品企业原材料库存处于低位, 此番价格上涨将使其成本端面临较大压力, 具备原纱全部自给能力的长海股份有望通过提供更具性价比的产品来占领更多市场份额, 跟随行业景气周期实现量价齐升。

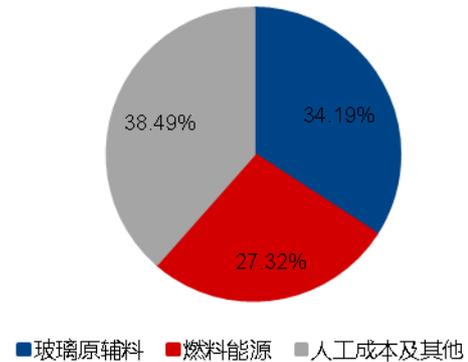
公司核心产品短切毡和湿法薄毡产能也将随原纱扩产而增加, 2021 年投产的 10 万吨原纱中有 3 万吨短切毡用纱将制成 6.88 万吨短切毡外销, 结合公司对湿法薄毡的产能扩张计划, 总的来看, 公司短切毡和湿法薄毡的产能净增量分别为 1.1 万吨和 2.4 亿平米, 分别同比增长 13.92%、52.17%。

图18：原材料在宏和科技营业成本中占比 60%左右



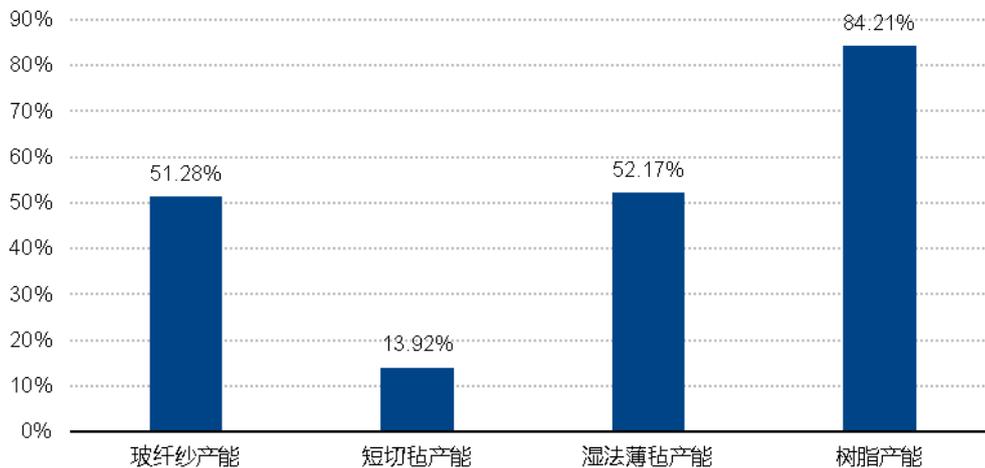
资料来源：wind，东兴证券研究所

图19：原材料在中国巨石营业成本中占比约 34%



资料来源：wind，东兴证券研究所

图20：长海股份各产品 2021 年产能扩张幅度



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

3.2.2 短切毡和湿法薄毡需求成长空间广阔

车身复合材料应用比例在我国提升空间大，汽车轻量化趋势带动短切毡需求长期向好。短切毡 2014 年就已占到公司收入的 40% 以上，主要用于汽车轻量化市场，且接近一半用于出口。复合材料主要应用在汽车的车身侧围、底板、横梁以及车顶，如果在这些部位采用玻纤复合材料，那么可以减重 35%，有利于降低传统汽车的单位公里燃油消耗量和延长新能源汽车的续航里程。汽车部件使用玻璃钢还有性价比高、可设计性强、开发周期短、耐冲击、耐腐蚀等优点，在国家倡导节能减排以及加大对新能源汽车推广的大背景下，汽车轻量化市场方兴未艾，而根据中国复合材料信息网的数据，目前复合材料在我国整车配件上的应用占比仅为 8-12%，远低于欧美日 20-30% 的水平，提升空间巨大。

图21: 复合材料在整车配件上的应用示例



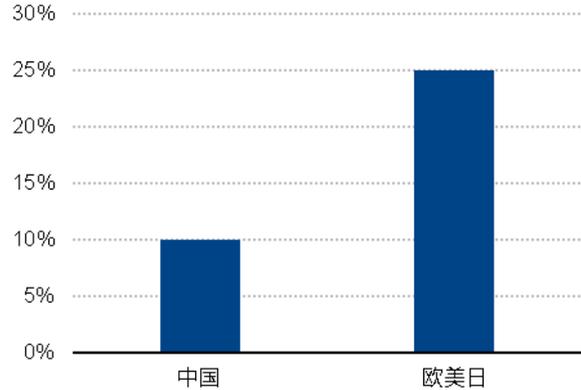
SMC车身板示意图

零部件清单:

1. 车顶板
2. 车顶框架
3. 车顶外延板
4. 后举门(三件套)
5. 侧板左、右附件
6. 后板
7. 侧门板
8. 浮动板
9. 前、后翼子板
10. 挡热板
11. 空气流槽
12. 仪表板

资料来源: 中国复合材料信息网, 东兴证券研究所

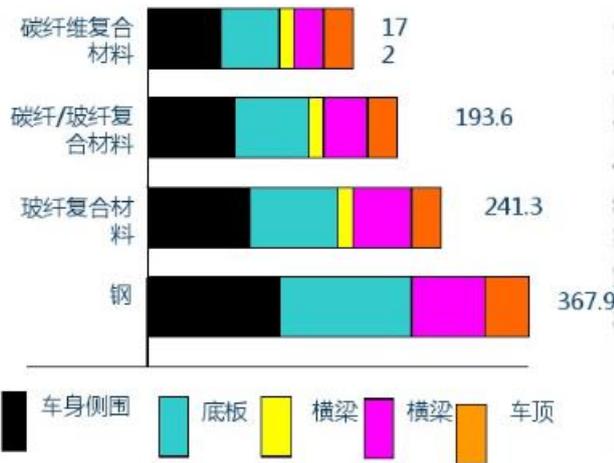
图22: 复合材料在我国整车配件上的应用比例提升空间较大



资料来源: 中国复合材料信息网, 东兴证券研究所

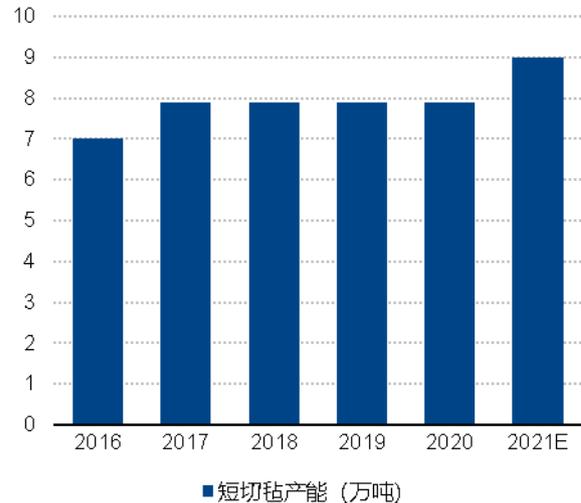
图23: 各种材料车身质量对比

单位: kg



资料来源: 中国复合材料信息网, 东兴证券研究所

图24: 长海股份短切毡产能变化情况



资料来源: 中国复合材料信息网, 东兴证券研究所

湿法薄毡在我国玻纤行业应用提升空间大。目前我国湿法薄毡的产量仅占玻纤行业总产量的3%，而美国湿法薄毡的消费量占到了市场总量的三分之一以上，相较于美国，我国市场上对湿法薄毡的应用主要集中于防水卷材、外墙保温以及覆铜板基材等领域，而在美国市场上湿法薄毡应用较多的沥青瓦及增强石膏板（替代护面纸用作护面纸贴面）领域则较少涉及，美国防水材料产品结构以玻纤增强沥青瓦为主，因而湿法薄毡在防水材料领域应用量较大，基于中美两国不同的建筑类型和对防水材料的使用习惯，我们认为湿法薄毡在国内防水材料领域的提升空间不大，但就石膏板而言，涂层毡（由湿法薄毡所制成）贴面的石膏板耐火性、强度和耐湿性较好，相较传统纸面石膏板具有明显优势，在我国的应用比例将不断提升。

图25：长海股份湿法薄毡产能变化情况



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

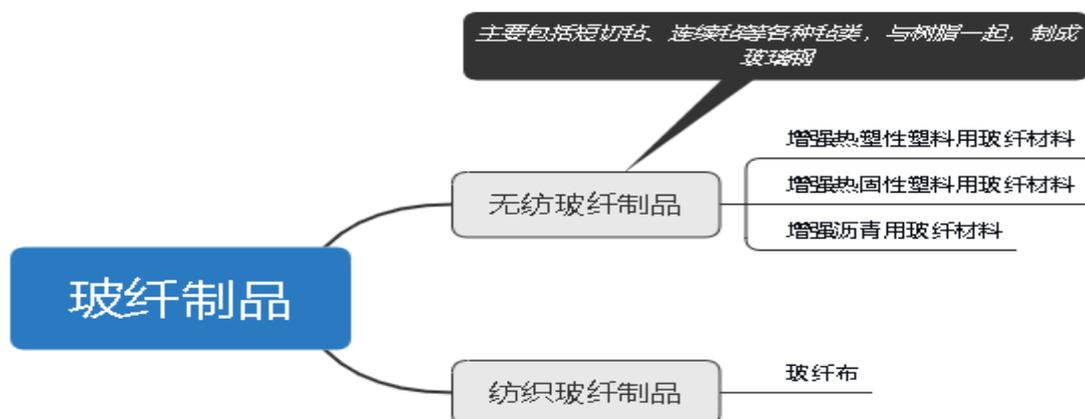
4. 玻纤+树脂”具有较强协同优势，树脂业务市占水平持续提升

4.1 “玻纤+树脂”目标客户群重合度高，具有较强的协同优势

横向品类扩张方面，长海股份的化工业务板块包括精细化工和树脂两大类，其中树脂占到绝大部分，公司目前拥有 17.5 万吨的不饱和聚酯树脂产能，不饱和聚酯树脂是热固性树脂中用量最大的品种，也是玻璃钢制品中应用最多的基体树脂，公司树脂产品除部分自用以生产玻璃钢制品对外销售外，大部分用于直接对外销售，2020 中报玻璃钢和树脂的营收占比分别达到 3.72%和 28.61%。

长海股份玻纤及制品业务和树脂业务在销售渠道上具备良好的协同性。公司玻纤板块业务主要包括短切毡、湿法薄毡等，属于无纺玻纤制品，与树脂一起，是玻璃纤维增强复合材料（下称“玻璃钢”）的主要原材料，因而公司玻纤和树脂业务的客户具有很高的重合度，公司玻纤制品和树脂在销售上具有较强的协同优势。

图26：玻纤制品的主要分类

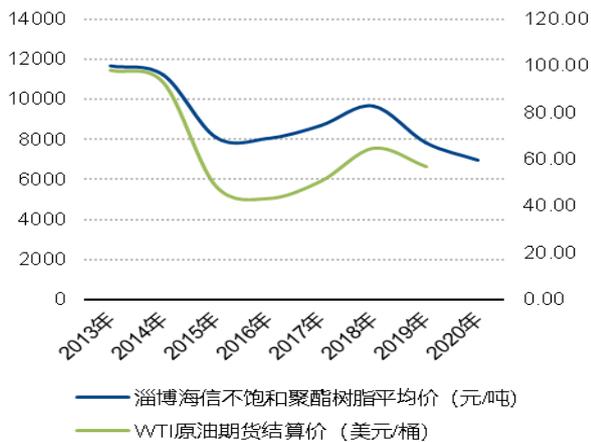


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

4.2 规模优势和产品结构升级助力树脂业务市占水平继续提升

长海股份 2012 年收购天马瑞盛, 正式进入下游树脂及复合材料领域, 后续公司通过并购、技改及扩产树脂产能增加到 2020 年的 9.5 万吨。公司化工业务收入主要由树脂构成, 树脂销售以零售为主, 产品价格调整灵活, 原材料成本的变化能够较好的传导至下游, 近年来随着产销规模的扩大和产能利用率的提升 (树脂行业季节性较为明显, 因而整体表现产能利用率水平较低), 公司化工产品吨成本下降明显, 与此同时, 产品结构也在不断改善, 两重因素推动树脂业务毛利率在原油价格上行周期中逆势提升。

图27: 树脂价格与原油价格波动基本同步



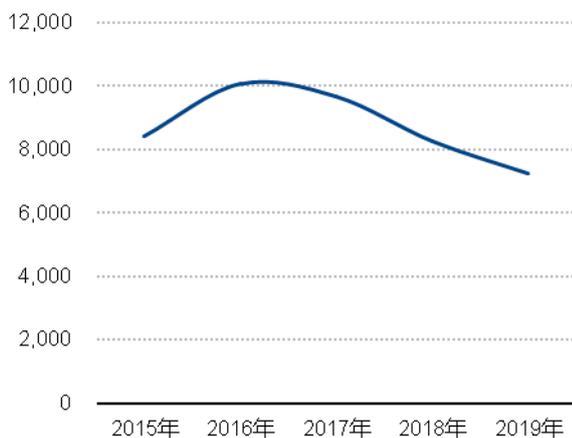
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图28: 长海股份树脂业务毛利率逆势提升



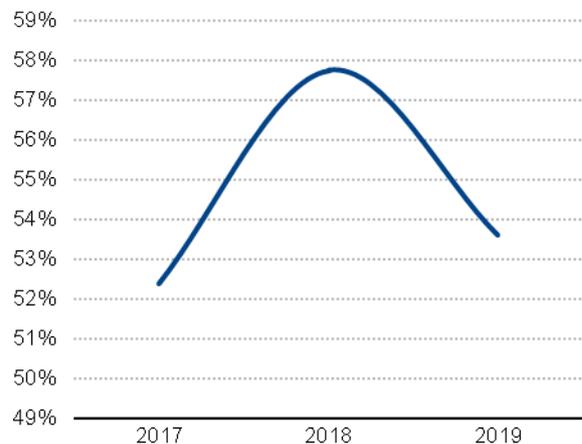
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图29: 长海股份化工业务吨成本不断下降 单位: 元/吨



资料来源: wind, 东兴证券研究所

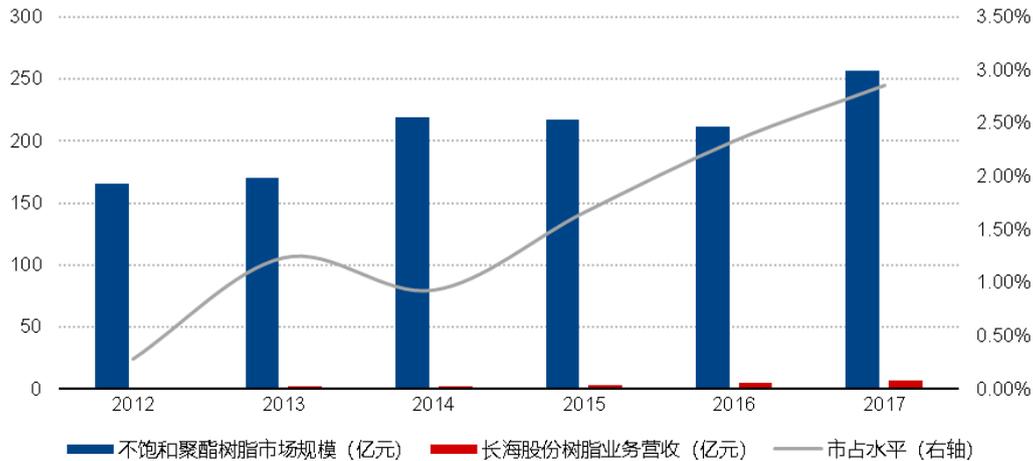
图30: 长海股份化工业务产能利用率变化情况



资料来源: wind, 东兴证券研究所

不饱和聚酯树脂是热固性树脂的主要品种, 近年来, 热固性复材产量占比不断下降, 不饱和聚酯树脂市场规模也保持稳定甚至有所缩减, 存量市场下成本和产品优势更显著的龙头企业更具竞争力, 长海股份不饱和聚酯树脂市占率不断提升。2020年2月, 公司发布公告, 计划对原年产 2.5 万吨不饱和聚酯树脂生产线进行技改扩建, 完成后将增加树脂产能 8 万吨左右, 我们认为此次扩建将进一步增强公司化工业务的规模优势和降低生产成本, 并助推产品结构的进一步升级和市占率提高, 公司化工业务盈利将继续改善。

图31：长海股份湿法薄毡产能变化情况



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

5. 盈利预测与投资评级

长海股份是玻纤行业中唯一上市的民营龙头企业，寡头竞争格局之下公司长期积累，通过“内生+外延”的方式延展产业链，在行业中形成了产业链一体化的差异化竞争优势，产业链一体化使得公司在玻纤产业链中占据了更多的增加值，并且能够有效应对成本端的波动，公司盈利水平高位保持稳定。

2020年9月，玻纤行业景气度迎来拐点，目前仍处于上行周期，综合供需两方面的判断，我们认为2021年行业景气度仍将处于高位，行业景气度上行之际公司发行可转债募投10万吨原纱产能，预计明年5月份点火，新产能标志着公司新一轮扩产周期的开始，扩产不仅意味着外销原纱和核心玻纤制品的量价齐升，更是在对公司产业链一体化竞争优势的再次加强，我们预计公司2020到2022年的营业收入为21.91、28.61和36.01亿元，归属于母公司的净利润为2.94、4.53和6.29亿元，对应的EPS分别为0.71、1.09和1.51元，对应的动态PE分别为24倍、16倍和11倍，首次覆盖，给予公司“强烈推荐”的投资评级。

估值方面，参考可比公司和公司历史估值水平，我们给予公司2021年22倍PE，对应目标价24元。

简称	EPS (元)				PE				PB	评级
	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E		
中国巨石	0.61	0.61	1.09	1.42	33.43	33.43	18.71	14.36	4.35	强烈推荐
中材科技*	0.82	1.21	1.40	1.61	30.18	20.40	17.66	15.39	3.58	未评级

资料来源：wind，公司财报、东兴证券研究所，标“*”公司盈利预测取wind一致预期，PE倍数取2021年1月4日收盘价

图32: 长海股份 PE-band



资料来源: wind, 东兴证券研究所

6. 风险提示

玻纤产能供给大幅增加、风电市场需求出现大幅滑坡、产能投产进度不及预期。

附表：公司盈利预测表

资产负债表		单位:百万元					利润表					单位:百万元					
流动资产合计	1456	1559	1983	2618	3334	营业收入	2198	2210	2191	2861	3601						
货币资金	541	624	1221	1718	2234	营业成本	1632	1566	1532	1901	2331						
应收账款	351	346	330	392	493	营业税金及附加	15	19	26	34	43						
其他应收款	3	2	2	3	4	营业费用	114	125	131	172	216						
预付款项	19	14	24	33	46	管理费用	88	90	88	129	151						
存货	209	185	168	208	255	财务费用	-15	-3	-7	-15	-20						
其他流动资产	137	6	6	33	70	研发费用	83	91	110	143	180						
非流动资产合计	1680	1627	1509	1392	1275	资产减值损失	5.93	-1.51	5.00	5.00	5.00						
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	1.45	-0.19	0.00	0.00	0.00						
固定资产	1456	1386	1275	1164	1053	投资净收益	14.86	7.04	15.00	15.00	15.00						
无形资产	169	164	154	145	136	加:其他收益	12.90	12.89	12.89	12.89	12.89						
其他非流动资产	1	1	0	0	0	营业利润	304	330	334	520	722						
资产总计	3136	3186	3491	4010	4609	营业外收入	0.94	1.11	1.00	1.00	1.00						
流动负债合计	548	407	434	612	739	营业外支出	0.42	1.48	0.00	0.00	0.00						
短期借款	174	71	0	0	0	利润总额	304	329	335	521	723						
应付账款	225	219	273	365	447	所得税	42	39	40	68	94						
预收款项	21	21	54	105	163	净利润	262	290	295	454	629						
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0	少数股东损益	-1	1	1	1	1						
非流动负债合计	61	47	47	47	47	归属母公司净利润	263	289	294	453	629						
长期借款	12	0	0	0	0	主要财务比率											
应付债券	0	0	0	0	0	成长能力											
负债合计	610	454	481	659	786	营业收入增长	8.42%	0.54%	-0.86%	30.60%	25.86%						
少数股东权益	53	53	54	55	55	营业利润增长	30.10	8.66%	1.29%	55.77%	38.79%						
实收资本(或股本)	424	415	415	415	415	归属于母公司净利润增长	30.28	10.03%	1.63%	53.96%	38.78%						
资本公积	972	882	882	882	882	获利能力											
未分配利润	1112	1298	1496	1799	2220	毛利率(%)	25.76	29.13%	30.07%	33.57%	35.27%						
归属母公司股东权益合计	2474	2679	2957	3296	3768	净利率(%)	11.93	13.13%	13.46%	15.85%	17.47%						
负债和所有者权益	3136	3186	3491	4010	4609	总资产净利润(%)	8.39%	9.09%	8.43%	11.29%	13.64%						
现金流量表		单位:百万元					ROE(%)					10.63	10.81%	9.95%	13.74%	16.68%	
经营活动现金流		195	379	524	592	651	偿债能力										
净利润	262	290	295	454	629	资产负债率(%)	19%	14%	14%	16%	17%						
折旧摊销	137.12	151.13	123.94	123.91	123.84	流动比率	2.66	3.83	4.57	4.28	4.51						
财务费用	-15	-3	-7	-15	-20	速动比率	2.28	3.38	4.18	3.94	4.17						
应收帐款减少	-3	5	16	-62	-101	营运能力											
预收帐款增加	-7	1	33	50	59	总资产周转率	0.70	0.70	0.66	0.76	0.84						
投资活动现金流	-1	-85	152	3	3	应收账款周转率	6	6	6	8	8						
公允价值变动收益	1	0	0	0	0	应付账款周转率	10.91	9.96	8.91	8.98	8.87						
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)											
投资收益	15	7	15	15	15	每股收益(最新摊薄)	0.63	0.71	0.71	1.09	1.51						
筹资活动现金流	-255	-207	-80	-99	-137	每股净现金流(最新摊薄)	-0.14	0.21	1.44	1.20	1.24						
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	5.83	6.45	7.12	7.94	9.07						
长期借款增加	12	-12	0	0	0	估值比率											
普通股增加	0	-9	0	0	0	P/E	27.95	24.80	24.86	16.14	11.63						
资本公积增加	0	-91	0	0	0	P/B	3.02	2.73	2.47	2.22	1.94						
现金净增加额	-61	87	597	496	516	EV/EBITDA	16.93	14.35	13.60	8.94	6.18						

资料来源:公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业深度报告	玻纤行业深度报告：周期与成长的协奏，龙头将持续跑赢	2020-11-12
行业普通报告	建材行业：水泥整合酝酿新变局-天山股份资产注入点评	2020-08-13
行业深度报告	建材行业深度报告：集中度提升孕育老建材核心资产	2020-08-07
行业深度报告	混凝土减水剂行业深度报告：产业链地位提升下的行业价值重估	2020-08-05
行业深度报告	瓷砖行业深度报告：好生意集中度提升，翘楚机遇期逐鹿	2020-06-18
行业深度报告	混凝土减水剂行业深度报告：潮起双强立，风正一帆悬	2020-04-13
行业深度报告	建筑防水材料产业报告：行业集中度加速提升	2020-04-10
行业深度报告	后疫情时代系列报告之二：业绩估值双升力，内需水泥看今朝	2020-03-28

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

赵军胜

中央财经大学硕士，首席分析师，2011年加盟东兴证券，从事建材、建筑等行业研究。金融界慧眼识券商行业最佳分析师2014和2015年第4和第3名。东方财富中国最佳分析师2015年、2016年和2017年上半年建材第3名、建材第1名和建材第3名和建筑装饰第1名。卖方分析师水晶球奖2016和2017年公募基金榜连续入围。2018年今日投资“天眼”唯一3年五星级分析师，2014、2016、2017和2018年获最佳分析师，选股第3和第1名、盈利预测最准确分析师等。2019年“金翼奖”第1名。2020年WIND金牌分析师第三名。

研究助理简介

韩宇

应用经济学硕士，四川大学金属材料工程学士，2019年7月加入东兴证券研究所，从事建材行业研究。获得2020wind金牌分析师第三名。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526