

# 长海股份 (300196.SZ)

公司研究/深度报告

## 竣工回暖带来行业景气，产能扩张驱动业绩

深度研究报告/建筑材料行业

2021年01月26日

### 报告摘要:

#### ● 本报告试图探究：玻纤行业景气度走势以及长海股份未来业绩驱动因素。

我们认为：(1) 玻纤行业供需格局向好，看好 2021 年持续高景气：供给端，2021 年产能增幅较小：自 2018 年玻纤新增产能大幅增加后，2019-2021 年，产能增幅较小，供给格局向好；需求端，看好 2021 年竣工端持续向好+玻纤需求多点开花：根据房屋销售和竣工面积剪刀差推测，2021 年竣工数据将持续向好，叠加玻纤下游需求多点开花（风电+5G 普及+新能源汽车发力）。(2) 产能扩张驱动业绩增长：公司目前玻纤及制品产能为 20 万吨，预计到 2021 年底可达 30 万吨，玻纤纱产能增幅达 50%。

#### ● 公司概况：国内玻纤细分行业领军者

**国内玻纤细分行业领军者。**公司现有短切毡、湿法薄毡、复合隔板和涂层毡多个特种毡产品，并已成为国内短切毡及湿法薄毡细分行业领军者。

**业绩情况：**(1) 公司营收稳定增长，归母净利略有波动。2014-2019 年公司营收及归母净利润年均复合增速分别为 14.7% 和 14.5%；(2) 公司主要产品为玻纤及制品和树脂，2019 年，二者营收占比分别为 62.4% 和 32.9%。

**公司实际控制人为杨国文、杨鹏威。**截止 2020H1，公司第一、二大股东杨鹏威和杨国文分别持有 40.06% 和 10.40% 股份，两者为一致行动人，合计持股 51.46%。

#### ● 行业逻辑：供需格局向好，看好2021年竣工回暖带来的行业持续高景气

**供给端：2019-2021 年，国内玻纤产能增量有限，供给格局较好。**根据各公司公告，2019-2021E，新增净产能分别为-2.5 万吨、23.5 万吨和 19 万吨，三年合计增幅仅为 8.7% 左右，增量较 2018 年大幅缩减，供给格局较好。

**需求端：看好 2021 年竣工持续回暖，及玻纤需求多点开花。**(1) 看好 2021 年竣工持续回暖：据房屋销售和竣工面积剪刀差推测，2021 年竣工将持续向好，测算得到 2021 年建筑领域的玻纤需求增速为 14.2%；(2) 玻纤下游需求多点开花：1) 汽车产销复苏+新能源汽车高速增长；2) 风电抢装潮继续；3) 5G 落地；玻纤需求短期内将持续旺盛；

**玻纤及制品 PPI 同比增速已于 2019 年底触底反弹，并持续上行。**从玻纤及玻纤增强塑料制品 PPI 同比数据看，玻纤及制品 PPI 同比已于 2019 年 11 月起触底反弹，持续回升，并于 2020 年 12 月恢复至 103.5，高于去年同期。

#### ● 公司逻辑：产能扩张+高弹性+产业链一体化布局优势

**产能扩张支撑未来业绩增长及成本下降：**预计到 2021 年底，公司玻纤及制品产能可达 30 万吨，较 2020 年末增加 50%。此外，受益于规模效应+玻纤制品原材料自供+生产线技改，玻纤及制品单吨成本从 2017 年的 5770 元/吨下降至 2019 年的 4646 元/吨。

**公司产能弹性较高。**测算得到，长海股份、中国巨石、中材科技和山东玻纤的产能弹性产能分别为 4254 吨/亿元、2444 吨/亿元、2055 吨/亿元和 8905 吨/亿元，长海股份弹性高于中国巨石及中材科技。

**产业链一体化布局，抗风险能力提升。**通过自建+收购，公司已形成玻纤纱—玻纤制品—树脂—玻纤复材的完整产业链，公司单一产品结构得以改善，抗风险能力得到提升。

#### ● 投资建议

预计公司 2020~2022 年 EPS 分别为 0.76 元、1.00 元、1.26 元，对应 PE 分别为 23.93 倍、18.10 倍、14.34 倍。据 wind，当前玻纤行业可比公司平均估值 PETTM 约为 31.7 倍，此外考虑到公司向上下游拓展，未来两年 PEG 小于 1，维持“推荐”评级。

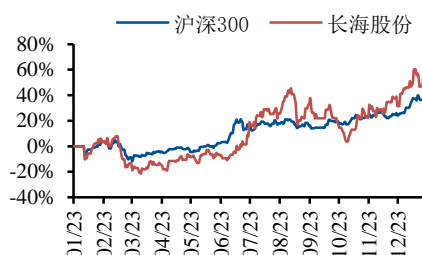
**推荐** 维持评级

当前价格： 18.09

交易数据 2021-01-25

近 12 个月最高/最低(元)	18.74/9.04
总股本(百万股)	408.70
流通股本(百万股)	245.83
流通股比例(%)	60%
总市值(亿元)	73.93
流通市值(亿元)	44.47

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：杨侃

执业证号： S0100516120001

电话： 0755-22662010

邮箱： yangkan@mszq.com

相关研究

1, 《长海股份 (300196.SZ): 竣工持续回暖, 玻纤需求有望快速增加》20210106

**● 风险提示**

玻纤新增产能较多带来行业的激烈的价格竞争；地产竣工端回暖较慢；汽车行业生产端复苏较慢；风电抢装速度较慢；国内外新冠疫情反复。

**盈利预测与财务指标**

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	2,210	2,138	2,755	3,363
增长率 (%)	0.5%	-3.2%	28.9%	22.1%
归属母公司股东净利润 (百万元)	289	309	409	516
增长率 (%)	10.0%	6.7%	32.2%	26.2%
每股收益 (元)	0.71	0.76	1.00	1.26
PE (现价)	25.5	23.93	18.10	14.34
PB	2.8	2.6	2.3	2.1

资料来源：公司公告、民生证券研究院

## 目录

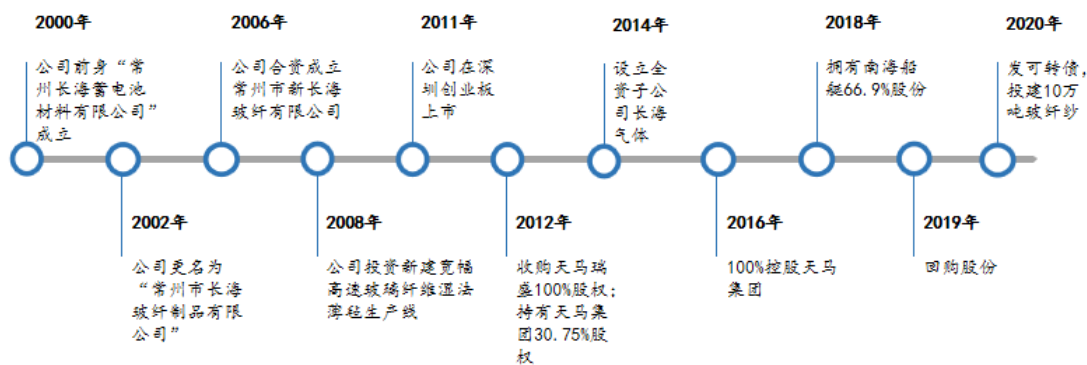
<b>1 公司概况：国内玻纤细分行业领军者，全产业链布局</b>	<b>4</b>
1.1 长海股份：国内玻纤细分行业领军者，全产业链布局	4
1.2 业绩稳步增长，毛利率持续提升	4
1.3 股权结构集中，实际控制人为杨国文、杨鹏威	5
<b>2 行业逻辑：看好竣工回暖带来的玻纤景气度提升</b>	<b>7</b>
2.1 供给端：2019-2021年，国内玻纤新增产能有限	8
2.2 需求端：看好竣工回暖，下游需求多点开花	11
2.2.1 建筑材料：竣工逻辑持续演绎带来玻纤需求持续旺盛	12
2.2.2 交通运输：短期看汽车销量复苏，长期看玻纤复材运用比例的提升	15
2.2.3 风电行业：抢装潮来临带来玻纤需求增长	17
2.2.4 电子电器：5G技术的逐步落地普及带动电子纱需求增长	18
2.3 供需共振下，玻纤纱价格已回升至较高水平	19
<b>3 公司逻辑：产能扩张+高弹性+产业链一体化布局优势</b>	<b>22</b>
3.1 玻纤及制品产能扩张，业绩增长与成本下降并行	22
3.2 公司业绩弹性较高	23
3.3 产业链一体化布局，抗风险能力增强	24
<b>4 盈利预测与投资建议</b>	<b>27</b>
4.1 盈利预测	27
4.2 投资建议	28
4.2.1 相对估值法	28
4.2.2 PEG法	28
<b>5 风险提示</b>	<b>29</b>
<b>插图目录</b>	<b>31</b>
<b>表格目录</b>	<b>31</b>

# 1 公司概况：国内玻纤细分行业领军者，全产业链布局

## 1.1 长海股份：国内玻纤细分行业领军者，全产业链布局

国内短切毡、湿法薄毡细分行业领军者，全产业链布局玻纤行业。长海股份前身为常州市长海玻纤制品有限公司，成立于2000年5月，并于2011年在深圳交易所上市。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。公司现有3座玻纤池窑生产线，合计20万吨玻纤及制品产能，主要产品覆盖短切毡、湿法薄毡、蓄电池复合隔板、涂层毡等多个特种毡系列产品，已逐步成为国内短切毡、湿法薄毡的细分行业的领军者。

图1：长海股份发展历程

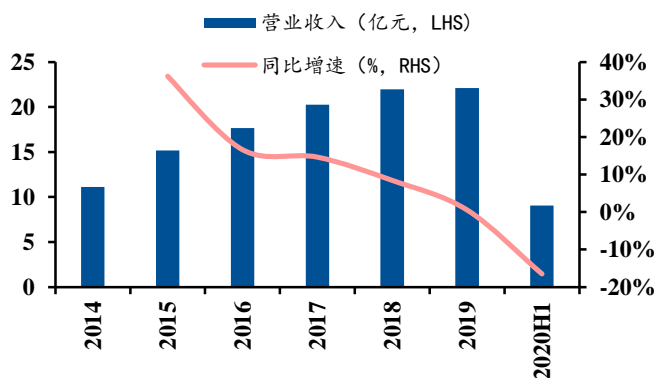


资料来源：公司官网，民生证券研究院

## 1.2 业绩稳步增长，毛利率持续提升

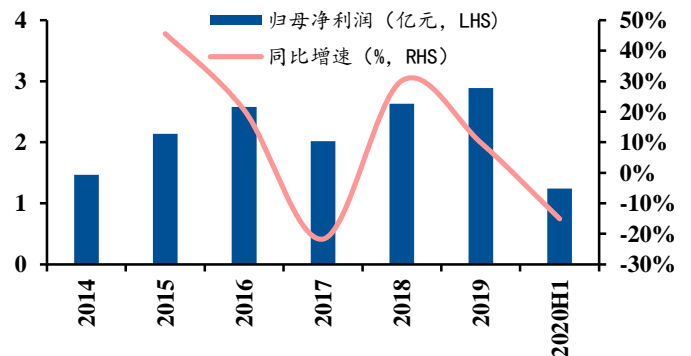
公司营收稳定增长，归母净利润略有波动。公司营业收入从2014年的11.1亿元上升至2019年的22.1亿元，年均复合增速达+14.7%；归母净利润从2014年的1.5亿元上升至2019年的2.9亿元，年均复合增速达+14.5%。2017年，受化工原材料价格上涨和汇兑损失大幅增加影响，归母净利润同比降幅较大(-21.7%)。受新冠疫情影响，2020H1公司营业收入和归母净利润降幅超15%。

图2：19年公司营收（左轴）22.1亿元，同比+5.5%



资料来源：Wind，民生证券研究院

图3：19年公司归母净利润（左轴）2.9亿元，同比+9.9%

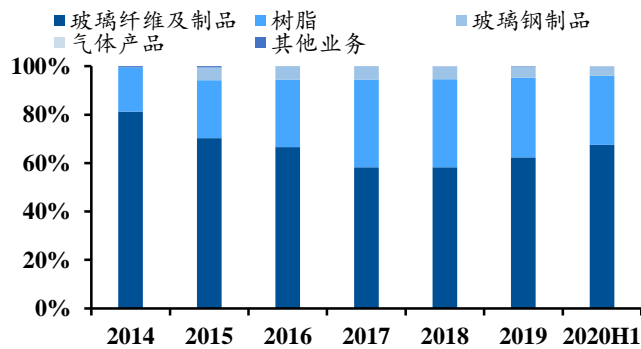


资料来源：Wind，民生证券研究院

玻璃纤维及制品为公司拳头产品，2019年营收占比达62.4%。公司主要产品包括玻璃纤维

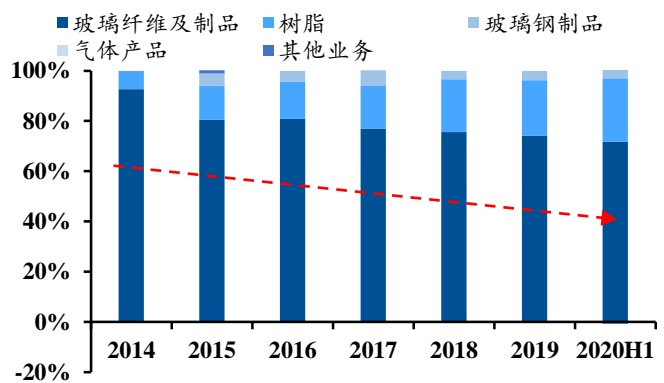
及制品、树脂、玻璃钢制品和气体产品；其中，玻璃纤维及制品为公司主要收入来源，2019 年其收入为 13.8 亿元，营收占比达 62.4%；从毛利占比看，2019 年，玻璃纤维及制品毛利占比达 71.8%；受树脂业务毛利提升影响，玻纤及制品毛利占比逐年下降。

图4: 玻纤及其制品为公司拳头产品 (单位: %)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

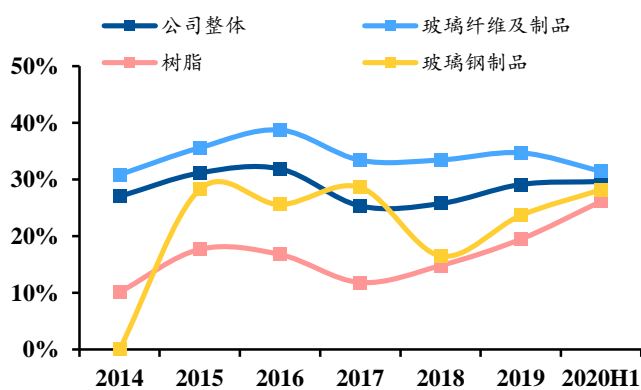
图5: 2019 年玻纤及其制品毛利贡献比为 71.7% (单位: %)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

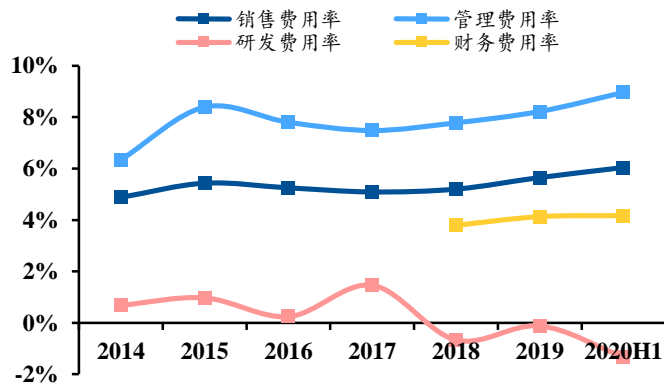
玻纤及制品毛利率略有下滑，期间费用率有待改善。公司毛利率从 2017 年的 25.3% 提升至 2019 年的 29.1%，提升 3.8 个百分点，系公司产能结构高端化；分产品看，2019 年玻纤及制品毛利率下降了 3.2 个百分点至 34.7%，主要系玻纤纱行业产能扩张后带来的价格竞争；树脂、玻璃钢制品和气体产品毛利率略有提升。此外，2019 年公司期间费用率为 8.2%，同比 2018 年略有提升，有待改善。

图6: 2019 年公司整体毛利率为 29.1% (单位: %)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图7: 2019 年公司期间费用率为 8.2% (单位: %)

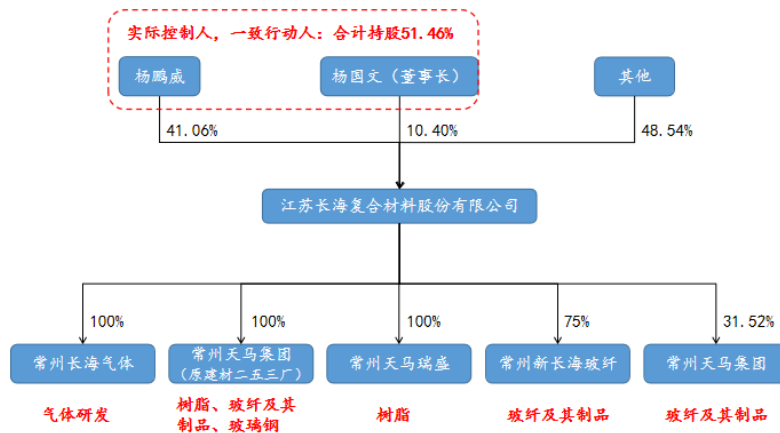


资料来源: Wind, 民生证券研究院

### 1.3 股权结构集中，实际控制人为杨国文、杨鹏威

公司实际控制人为杨国文、杨鹏威父子。公司为民营控股家族集团，截止 2020 年上半年，公司第一大股东杨鹏威持有公司 40.06% 的股份，第二大股东杨国文(现任董事长)持有公司 10.40% 股份；其中，杨国文系杨鹏威之父，两者为一致行动人，合计持股 51.46%，股权结构较为集中，实际控制人对公司控制力强。

图8: 公司实际控制人为杨国文、杨鹏威



资料来源：Wind，民生证券研究院

两次股票回购，彰显公司信心。公司分别于2019年7月和2020年7月完成股票回购，两次回购分别占总股本的2.2%和1.59%。

表1: 长海股份股票回购情况

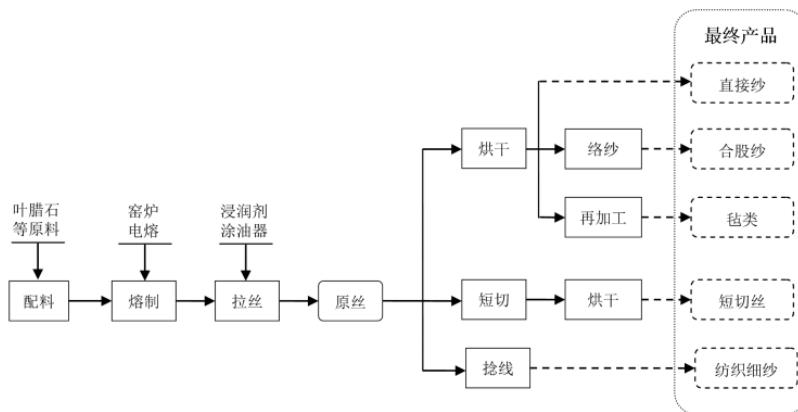
完成回购日期	股份注销日期	回购数量(股)	占总股份比例(%)	回购均价(元/股)
2019.07.15	2019.07.29	6490300	1.59%	8.87
2020.07.10	2020.09.03	9305397	2.28%	10.75

资料来源：Wind，民生证券研究院

## 2 行业逻辑：看好竣工回暖带来的玻纤景气度提升

玻璃纤维具有质轻、高强度等优点，主要作为增强材料使用。玻璃纤维是一种性能优异的无机非金属材料，其以叶腊石、石英砂、石灰石等天然无机非金属矿石为原料，按一定的配方经高温熔制、拉丝、络纱等数道工序加工而成，具有质轻、高强度、耐高温、耐腐蚀、隔热、吸音、电绝缘性能好等优点。

图9：无碱纱及其相关玻纤制品工艺流程图



资料来源：山东玻纤招股说明书，民生证券研究院

回顾历史，玻纤发展史可分为三个阶段。

- **第一阶段：诞生期，工艺为坩埚拉丝法，主要特点为工艺复杂、成型工艺不稳定，不适合规模化生产：**玻璃纤维诞生于 1938 年，在第二次世界大战期间，它被运用在军事上，如：坦克部件、飞机机舱、武器外壳、防弹衣等。
- **第二阶段：规模化阶段，工艺为池窑拉丝法，开启规模化生产之路：**经过 70 多年的发展，玻纤池窑拉丝工艺获得成功，实现了玻纤生产技术的重大突破，开启了玻纤规模化、现代化生产之路。
- **第三阶段：需求拓展期，下游需求多点开花，大池窑成发展趋势：**随着各种增强型浸润剂的应用，增强型玻纤制品在复合材料中得到迅猛发展；同时，单池窑高产能成未来趋势，成本降低与能耗降低并行。

根据碱含量和丝直径的大小，玻璃纤维可分为不同种类。其中，无碱纱和粗纱产能占比最高。

- **按照碱含量：**可分为无碱、中碱、高碱和耐碱玻璃纤维。其中，无碱玻纤占据市场主流，产能规模占比在 95% 以上。
- **按照单丝直径的大小：**分为粗纱、细纱和电子纱等三大系列。其中，粗纱常与树脂复合后制成玻纤增强塑料(玻璃钢)；细纱可制成玻纤纺织制品；电子纱织造成玻纤布，主要用于制造印刷电路板的原材料覆铜板。从产能占比看，我国粗纱的产量占比为 70%-75%，但随着粗纱产能的淘汰与调整，粗纱占比逐步下降。

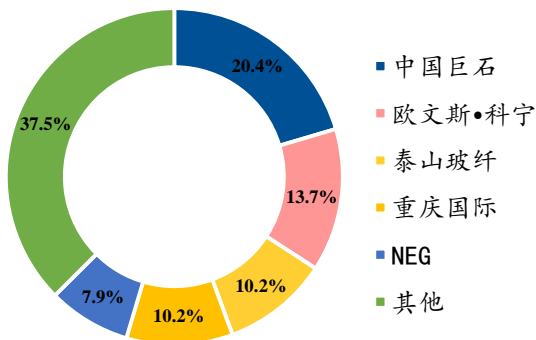
表2: 不同含碱量玻纤对比

类别	特性	用途
无碱玻纤 (E-玻璃)	良好的电气绝缘性及机械性能, 耐高温, 不耐酸和强碱	玻璃钢增强材料、管道、风电叶片、汽车车体、贮罐、渔船、游艇、模具、土工格栅
中碱玻纤 (C-玻璃)	耐化学性特别是耐酸性优良, 电气性能差, 价格低廉	耐腐蚀, 广泛应用于石油、化工领域管道储罐及建筑、工业设备、体育设施、酸性过滤布、窗纱基材等
高碱玻纤 (A-玻璃)	碱金属含量 14%-17%, 熔制和成形温度比 E 玻纤低。耐酸性好, 机械强度较差, 耐水性差。	耐酸性的蓄电池隔板、电镀槽、硫酸厂酸雾过滤
耐碱玻纤 (AR)	组成中含有氧化锆, 能耐碱性物质长期侵蚀	增强水泥

资料来源: 前瞻研究院, 民生证券研究院

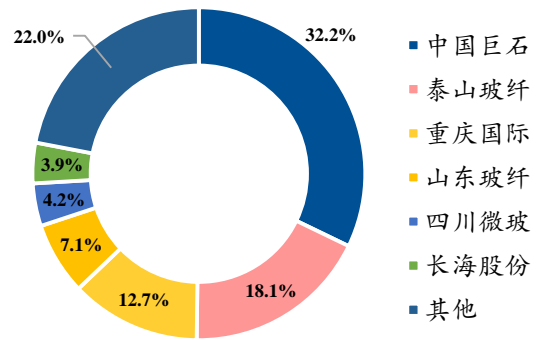
玻璃纤维行业市场集中度高, 呈寡头垄断格局。全球来看, 以产能为依据, 2019 年全球前五大玻纤供应商分别为中国巨石、OC、泰山玻纤、重庆国际和 NEG, 五者产能占比达 62.5%; 国内而言, 前三大产能巨头分别为中国巨石、泰山玻纤和重庆国际, 产能占比达 64%; 加上山东玻纤、四川威玻和长海股份, 国内前六玻纤大供应商产能占比为 80%, 呈寡头垄断格局。

图10: 全球玻纤 CR5 产能占比达 62.5%(%)



资料来源: 泰山玻纤年报, 民生证券研究院

图11: 中国玻纤 CR6 产能占比达 80%(%)



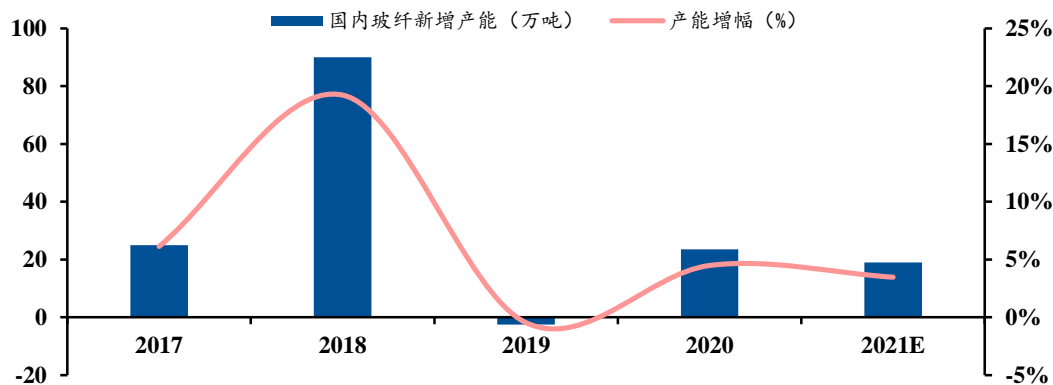
资料来源: 山东玻纤招股说明书, 民生证券研究院

## 2.1 供给端: 2019-2021 年, 国内玻纤新增产能有限

2019-2021 年, 国内玻纤产能合计仅增 8.7%, 供给格局较好。根据中国玻璃纤维工业协会统计, 2017-2018 年全国新增原纱产能 25 万吨和 90 万吨, 新增产能大幅增加 (增幅约 30%), 致使国内玻纤行业竞争恶化, 价格竞争加剧, 各公司盈利能力受损。但是, 从 2019 年起, 国内玻纤新增产能逐步放缓, 2019-2021E, 新增净产能分别为-2.5 万吨、23.5 万吨和 19 万吨, 三年合计增幅仅为 8.7%左右, 增量较 2018 年大幅缩减, 供给格局较好。



图12: 国内玻纤新增产能情况 (产能, 左轴; 增幅, 右轴)



资料来源: 山东玻纤招股说明书, 各公司公告, 民生证券研究院

2019年, 国内玻纤新增净产能为负。国内而言, 2019年国内玻纤纱点火产线较少, 合计为23.5万吨, 净增长产能为6.5万吨; 而2019年国内关停产能达9万吨, 实际玻纤纱新增产能为负值。全球来看, 2019年, 国外新增产能达18.1万吨, 主要来源于中国巨石美国产线和北自科技韩国产线。

表3: 2019年玻纤行业新增产能情况

企业	产线	产品	产能	状态	点火时间
<b>中国玻纤新增产能情况</b>					
重庆国际	11万吨高模量产线	无碱粗纱	11万吨 (冷修前11万吨)	冷修技改	2019.3
泰山玻纤	邹城3线	无碱粗纱	9万吨 (冷修前6万吨)	冷修技改	2019.1
台嘉玻纤	蚌埠8万吨电子纱一期	电子纱	3.5万吨	新建	2019.5
合计			23.5万吨 (净增长6.5万吨)		
<b>中国关停玻纤产能</b>					
泰山玻纤	老区9线	无碱粗纱	4万吨	关停	2019.11
中国巨石	成都1线	无碱粗纱	5万吨	关停	2019.11
合计			9万吨		
<b>国外新增玻纤产能</b>					
中国巨石	美国9.6万吨产线	无碱粗纱	9.6万吨	新建	2019.5
北自科技	韩国8.5万吨产线	无碱粗纱	8.5万吨	新建	2019.5
合计			18.1万吨		

资料来源: 中国产业信息网, 各公司公告, 民生证券研究院

2020年, 国内玻纤新增净产能达17.5万吨, 产能增幅小于3.3%, 对供给端影响不大。2020年, 国内玻纤纱点火产线合计有5条, 总产能达58万吨; 国内关停或冷修产线7条, 总产能合计40.5万吨; 合计而言, 2020年, 国内新增玻纤净产能达17.5万吨, 占2019年国内总产量比例为3.3%, 增幅有限。

**表4: 2020年国内玻纤行业新增产能情况**

企业	产线	产品	产能(万吨)	状态	时间
<b>新增产能情况</b>					
山东玻纤	格赛博	无碱粗纱	8	新建	2020.05
泰山玻纤	新区 F07	无碱粗纱	10	新建	2020.05
中国巨石	桐乡智能 2 线	无碱粗纱	15	新建	2020.06
中国巨石	成都智能 1 线	无碱粗纱	13	新建	2020.07
中国巨石	成都智能 2 线	无碱粗纱	12	新建	2020.09
<b>合计</b>			<b>58</b>		
<b>缩减产能情况</b>					
中国巨石	成都 2 线	无碱粗纱	8	关停	2020.02
中国巨石	成都 3 线	无碱粗纱	9	关停	2020.02
泰山玻纤	老区 1 线	无碱粗纱	1.5 万吨	关停	2020Q1
泰山玻纤	老区 2 线	无碱粗纱	3.5 万吨	关停	2020Q1
泰山玻纤	老区 3 线	无碱粗纱	4.5 万吨	关停	2020Q1
泰山玻纤	邹城 ZF01 线	无碱粗纱	6	冷修	2020.10
欧文斯科宁	余杭 1 线	无碱粗纱	8	关停	2020.01
<b>合计</b>			<b>40.5</b>		

资料来源: 各公司公告, 民生证券研究院

展望 2021 年, 国内玻纤产能净增加 19 万吨, 增幅约为 3.5%, 增量有限。根据各玻纤公司公告整理, 2021 年, 预计新增投产玻纤产线有 3 条, 合计产能达 30 万吨; 停产产线 2 条, 合计产能为 11 万吨; 预计合计新增净产能达 19 万吨, 增幅约为 3.5%, 增幅有限。

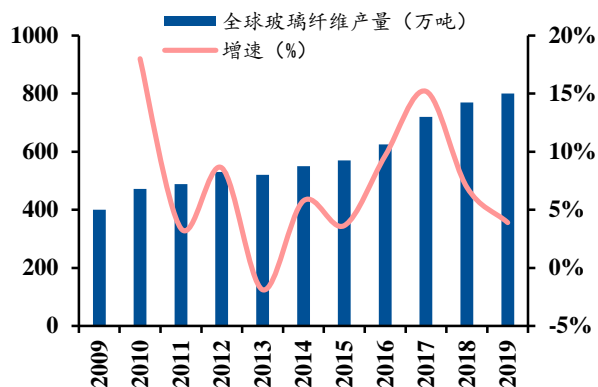
**表5: 2021年, 国内玻纤行业产能变化情况**

企业	产线	年产能(万吨)	点火时间
<b>新增产能</b>			
邢台金牛	一线	10	2021Q1
长海股份	粗纱线	10	2021Q2
邢台金牛	二线	10	2021Q4
<b>合计</b>		<b>30</b>	
<b>冷修或关停产能</b>			
长海股份	天马集团产线	3	2021Q2
中国巨石	埃及一线	8	2020H2
<b>合计</b>		<b>11</b>	

资料来源: 各公司公告, 民生证券研究院

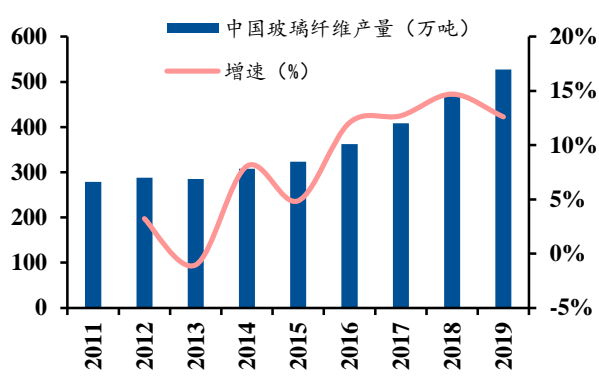
产量来看, 2019 年起, 全球及国内玻纤产量增速放缓。从总产量看, 2011-2019 年全球及中国玻纤产量逐年上升, 并于 2019 年分别达到 800 万吨和 527 万吨; 从增速看, 全球玻纤产量增速和中国玻纤产量增速分别于 2017 年和 2018 年达到高点, 并于 2019 年均略有下降, 且中国玻纤产量增速高于全球增速。

图13: 2009-2019 年全球玻纤产量 (左轴) 及增速



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图14: 2011-2019 年中国玻纤产量 (左轴) 及增速



资料来源: Wind, 民生证券研究院

## 2.2 需求端: 看好竣工回暖, 下游需求多点开花

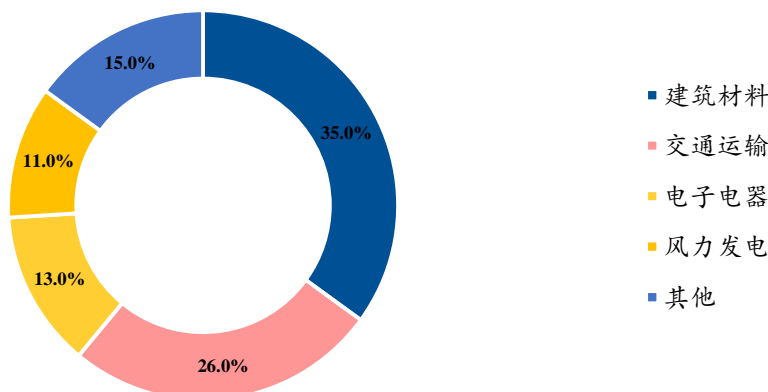
建筑材料、交通运输、电子电器和风力发电为玻纤下游主要需求点。目前, 建筑材料、交通运输、工业和风力发电为玻纤的主要下游行业, 四者在玻纤需求结构中的占比高达 87%。

表6: 玻纤主要运用领域介绍

运用领域	适用特点	具体运用
建筑材料	玻璃纤维复合材料具有强度高、重量轻、耐老化、阻燃性能好、隔音隔热等诸多特点, 被广泛用于建筑行业	增强混凝土、复合材料墙体、保温纱窗与装饰、FRP 钢筋、卫浴、游泳池、顶棚、采光板、FRP 瓦、门窗
交通运输	玻纤产品在韧性、耐腐蚀性、耐磨性及耐高温性等方面, 与传统材料相比具有明显的优势, 且能满足运输工具对质轻高强的要求, 因此在交通运输领域的应用越来越广	汽车车身、汽车座椅、汽车零部件及高铁车身/结构、船体结构、土工格栅
电子电器	玻璃纤维产品具有电绝缘性、防腐蚀性、隔热、重量轻等诸多特点, 在电子电器行业颇受欢迎	印刷电路板、电器罩壳、电器开关盒、绝缘子、绝缘工具、家用电器外壳、电子配件
环保风电	玻璃纤维具有保温、绝热、增强效果好、重量轻等特点, 其本身也是环保工程中的一种重要材料	制造玻璃钢风电叶片和机组罩、空调排风扇、废气处理

资料来源: 山东玻纤招股说明书, 民生证券研究院

图15: 玻纤下游应用领域需求占比 (%)



资料来源: 山东玻纤招股说明书, 民生证券研究院

长期来看，玻纤行业成长空间广阔。我们认为，基于（1）玻纤运用领域广泛、并持续扩展，且下游（电子电器、新能源汽车、风电）成长性高，未来增速快；（2）玻纤及玻纤复合材料在各运用领域的渗透率提升，玻纤及其制品长期成长空间广阔。

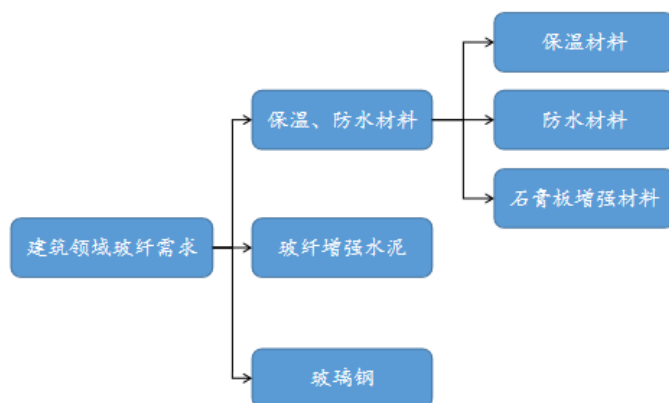
短期来看，四大下游需求行业复苏带来持续增量。（1）竣工逻辑演绎；（2）汽车销量快速复苏+新能源汽车快速增长；（3）风电强装潮；（4）5G落地，玻纤需求短期内将持续旺盛。

### 2.2.1 建筑材料：竣工逻辑持续演绎带来玻纤需求持续旺盛

建筑是玻纤应用领域中最传统也是需求最高的领域，主要包括房地产和基建。玻璃纤维在建筑领域的运用主要可分为以下三部分：

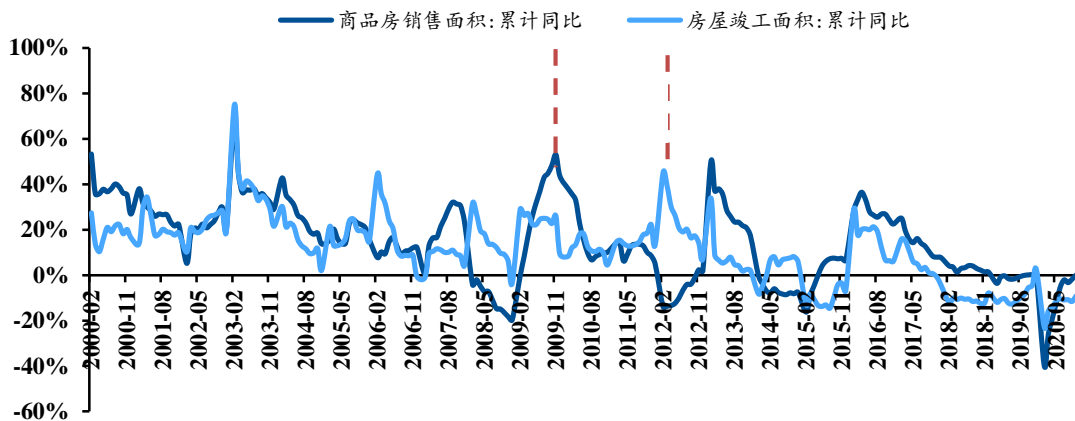
- **建筑外墙、屋面的保温及防水材料：**（1）**保温：**在各类外墙保温系统中玻璃纤维被大量使用，如聚苯乙烯、聚氨酯板，均添加玻璃纤维增强。（2）**防水：**目前欧洲各国的玻纤建筑防水材料已占建筑防水材料总量的 45%-50%，美国则高达 80%。（3）**其他：**由湿法薄毡制成的涂层毡还被用作石膏板增强材料和贴面料。
- **玻纤增强水泥：**玻璃纤维增强水泥(GRC)是以玻璃纤维为增强材料，水泥净浆或水泥砂浆为基体而形成的一种复合材料，耐碱玻璃纤维不仅可以提高水泥基的抗弯、抗拉强度，还可以提高其抗冲击强度。
- **玻璃钢：**玻璃钢在建筑领域的应用有采光、卫生、装饰装修、给排水、采暖通风、围护土木、电气、工装器具等。另外，建筑补强和玻璃钢在桥梁上的应用成为新的关注点。

图16: 玻纤及制品在建筑领域的运用



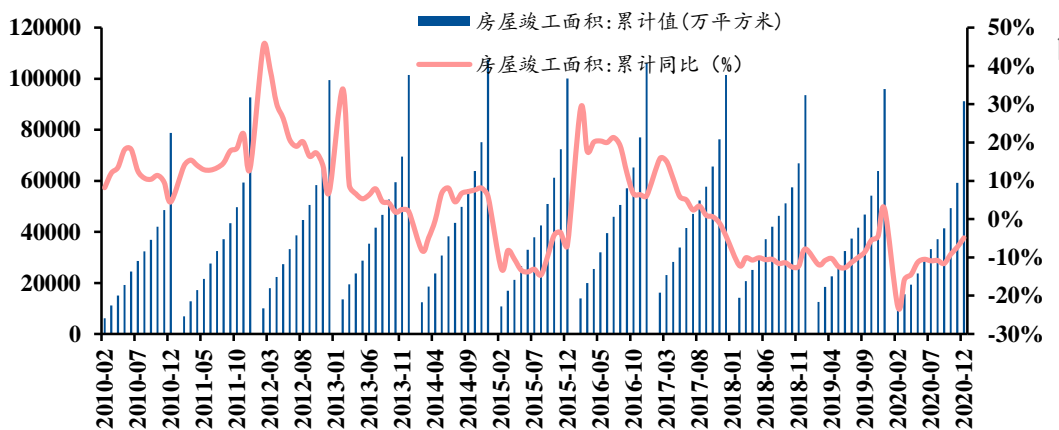
资料来源：山东玻纤招股说明书，民生证券研究院

房地产销售端到竣工端的传导时间在 2-3 年左右。从历史数据来看，房地产期房销售数据到房屋竣工数据之间的传导时间为 2-3 年左右；从前两轮传导周期来看，2009 年 10 月房屋销售面积累计同比达到顶点，而竣工面积累计同比在 2012 年 3 月达到顶点，传导时间为 2 年 3 个月；2013 年 2 月房屋销售面积累计同比达到顶点，而竣工面积累计同比在 2016 年 2 月达到顶点，传导时间为 3 年。

**图17: 地产期房销售数据到房屋竣工数据之间的传导时间为 2-3 年左右 (单位: %)**


资料来源: Wind, 民生证券研究院

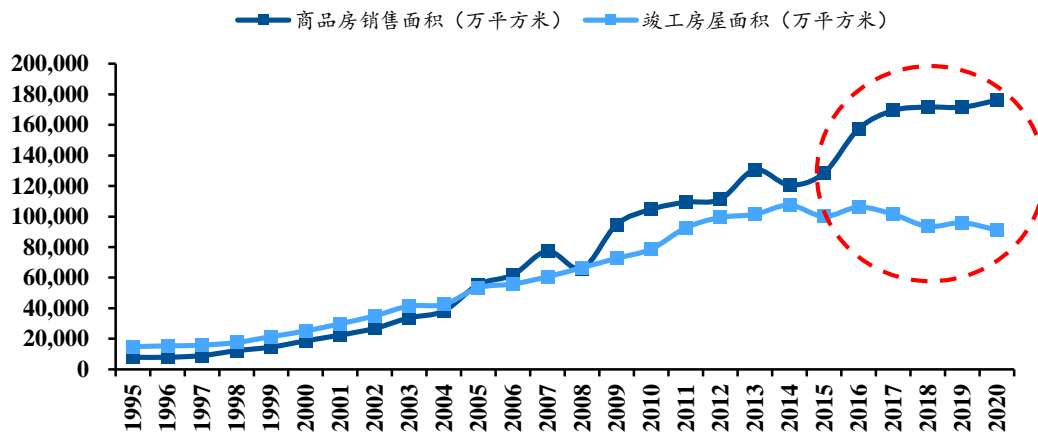
2020 年, 房屋竣工面积为 9.1 亿平方米, 同比-4.9%。根据统计局数据, 2020 年房屋竣工面积 9.1 亿平方米, 累计同比为-4.9%, 较 1-11 月累计同比增速收窄 2.5 个百分点, 12 月单月竣工面积 3.2 亿平方米, 同比-0.2%, 略有下降。若从中长期角度看, 2019 年房屋竣工面积累计同比降幅从 8 月份开始收窄, 并于 12 月由负转正; 但是, 受疫情停工影响, 2020 年 2 月累计同比降幅扩至 22.9%。我们认为, 受益于经济复苏及“三条红线”下房企回收资金的需求, 2021 年房屋竣工面积有望持续向好。

**图18: 房屋竣工面积累计值及累计同比 (单位, 左轴: 万平方米; 右轴: %)**


资料来源: Wind, 民生证券研究院

商品房销售面积与竣工面积差值较大。从数据来看, 从 2016 年开始, 商品房销售面积出现较大幅度增长, 竣工面积略有回落, 以致于 2017 年-2020 年, 商品房销售面积与竣工面积差值持续扩大, 已达到历史最大值, 后续预计将逐步收窄。

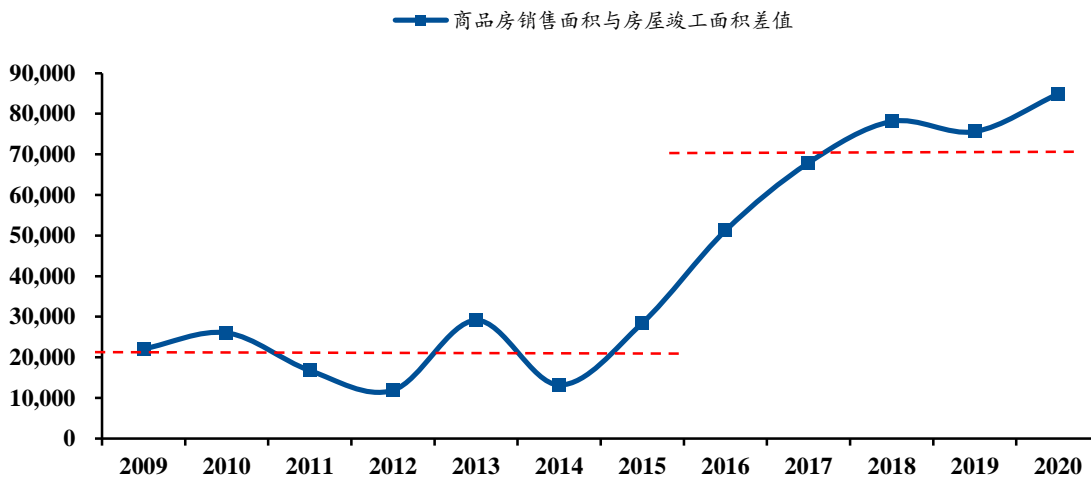
图19: 商品房销售面积与竣工面积差值较大



资料来源: Wind, 民生证券研究院

为消解 2016-2019 年积累的销售竣工面积差值, 未来两年竣工数据有望持续向好。根据我们的粗略测算, 2016 年-2019 年, 房屋销售面积和房屋竣工面积的差值达 35.8 亿平方米, 而 2020 年房屋竣工面积合计为 9.1 亿平方米。因此, 我们判断, 为消解 2016-2019 年积累的销售竣工面积差值, 未来两年竣工数据有望持续向好。

图20: 商品房销售面积与房屋竣工面积差值于 2016 年开始快速上升 (单位: 万平方米)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

基于以下假设:

(1) 2011-2019 年, 建筑领域玻纤需求占国内玻纤表观消费量的比例为 35%(该比例来自于山东玻纤招股说明书);

(2) 根据“房屋竣工面积/建筑领域玻纤需求量”, 得到单位竣工面积所需玻纤量, 并假设 2020-2022 年单位竣工面积所需玻纤量保持 14.2 吨/万平方米不变;

(4) 我们测算得到, 2009-2015 年商品房销售面积与房屋竣工面积年均差值为 2.1 亿平方米, 假设 2016-2020 年年均合理差值为 2.1 亿平方米, 则 2016-2020 年实际差值与合理差值之间已累计 35.8 亿平方米, 假设未来 3 年该差值的 10%被消解, 则年均需消解 1.3 亿平方米, 并

以此为依据假设 2021-2023 年，房屋竣工面积增速乐观+14%，中性 9%，悲观+4%。

测算得到，2021-2023 年，运用于建筑领域的玻纤需求增速将分别为 9.0%、9.0%和 9.0%。

根据我们测算，2021-2023 年，运用于建筑领域的玻纤需求量将分别为 141.2 万吨、153.9 万吨和 167.8 万吨，同比增速将分别为 9.0%、9.0%和 9.0%，建筑领域玻纤需求有望持续保持高增长。

表7: 建筑领域玻纤需求测算

	房屋竣工面积 (亿平方米)	增速 (%)	国内玻纤表观消 费量(万吨)	建筑领域玻纤 需求占比 (%)	建筑领域玻纤需 求量(万吨)	增速 (%)	单位竣工面积玻纤需 求量(吨/万平方米)	增速 (%)
2018	9.35	-7.82%	328.5	35%	115.0	15.9%	12.3	18.3%
2019	9.59	2.56%	389.4	35%	136.3	18.5%	14.2	25.7%
2020	9.12	-4.90%	—	35%	129.6	-4.9%	14.2	0%
2021E	乐观	14%	—	—	147.7	14%	14.2	0%
	中性	9%	—	—	141.2	9%	14.2	0%
	悲观	4%	—	—	134.8	4%	14.2	0%
2022E	乐观	14%	—	—	168.4	14%	14.2	0%
	中性	9%	—	—	153.9	9%	14.2	0%
	悲观	4%	—	—	140.1	4%	14.2	0%
2023E	乐观	14%	—	—	192.0	14%	14.2	0%
	中性	9%	—	—	167.8	9%	14.2	0%
	悲观	4%	—	—	145.7	4%	14.2	0%

资料来源: Wind, 山东玻纤招股说明书, 民生证券研究院

## 2.2.2 交通运输: 短期看汽车销量复苏, 长期看玻纤复材运用比例的提升

汽车轻量化大势所趋。对于乘用车: 欧美及中国油耗标准提升驱动汽车轻量化材料的发展。据中国产业信息网, 汽车重量每减少 100 千克, 每百公里可节省燃油 0.3 升, 每公里二氧化碳排放也将相应减少 7.5-12.5 克; 汽车整车质量降低 10%, 可提高燃油效率 6%-8%; 对于新能源汽车: 汽车减重将有助于里程的提升。

汽车轻量化材料中玻纤材料性价比较高。汽车轻量化材料包括玻纤、高强度钢、铝合金、镁合金、钛合金、不锈钢和碳纤维。从减重效果看, 玻璃纤维减重率为 40%-60%, 处于中等水平; 从相对成本看, 玻纤相对于高强度钢的成本在 1-1.5 之间, 相对成本低; 因此, 从减重率和相对成本两个维度看, 玻纤是众多材料中性价比最高的汽车轻量化材料。

表8: 主要汽车轻量化材料对比

轻量化材料	替代材料	减重率	相对成本
玻纤	钢	40%-60%	1-1.5
高强度钢	低碳钢	10%	1
铝合金	钢、铸铁	40%-60%	1.3-1
镁合金	钢或铸铁	60%-75%	1.5-2.5
镁合金	铝合金	25%-35%	1-1.5
铝与复合材料	钢或铸铁	50%-65%	1.5-3+
钛合金	合金钢	40%-55%	1.5-10+
不锈钢	碳钢	20%-45%	1.2-1.7
碳纤维	钢	75%+	50+

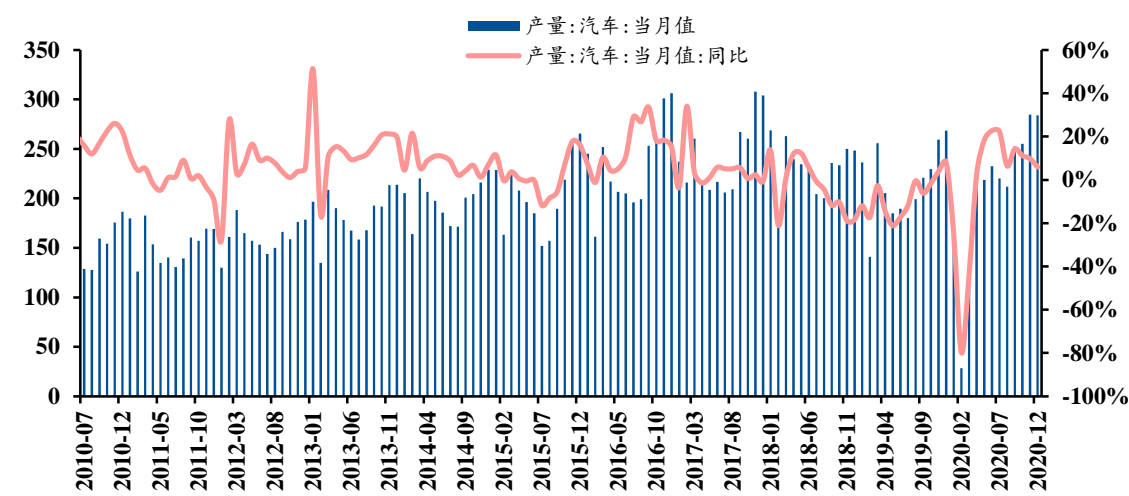
资料来源: 新材料在线, 民生证券研究院

长期来看, 汽车配件中玻纤复合材料运用比例的提升将驱动玻纤的长期需求。目前, 我国整车配件中玻纤复合材料的应用比例仅为 8%-12%, 远低于国外的 20-30%。因此, 在汽车轻量化

趋势下，玻纤复合材料在汽车配件中运用比例的提升将带动玻纤需求的长期增长。

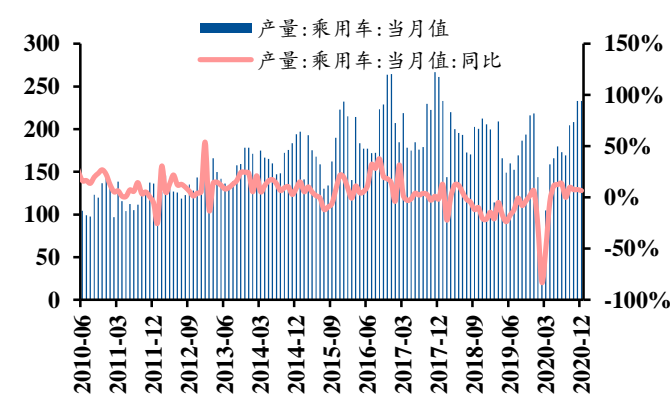
短期来看，2021年，汽车产量有望持续复苏，进而带动车用玻纤材料需求的快速增长。国内来看，根据中汽协数据，随着汽车激励政策的推动（“新能源汽车下乡补贴”活动等）和疫情压抑需求的释放，中国汽车产量同比已于2020年4月由负转正，至今已连续9个月实现同比正增长。全球来看，2019年全球汽车产量为9179万辆，同比下滑5%，2020年受疫情影响全球汽车产销数据将变现低迷，但是随着欧洲排放标准提升，新能源汽车需求大涨，全球汽车增速有望快速复苏。我们认为，由于2020年的低基数及新能源汽车高增速，2021年国内外汽车产量将继续高增长。

图21: 中国汽车产量（左轴）及同比（万辆，%）



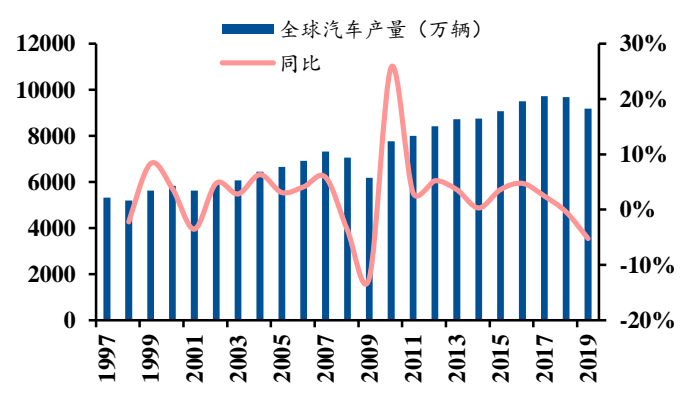
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图22: 中国乘用车销量及同比（左轴：万辆，右轴：%）



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图23: 全球汽车产量及同比（左轴：万辆，右轴：%）



资料来源: Wind, 民生证券研究院

受益于新能源汽车的高速增长，交通运输领域的玻纤需求有望在2021年继续增长。根据中汽协预测，2021年我国汽车总销量预计达2630万辆，同比增长4%，其中，新能源汽车销量180万辆，同比增长40%左右。因此，我们认为，受益于2021年新能源汽车的高速增长，交通领域的玻纤需求亦有望继续增长。

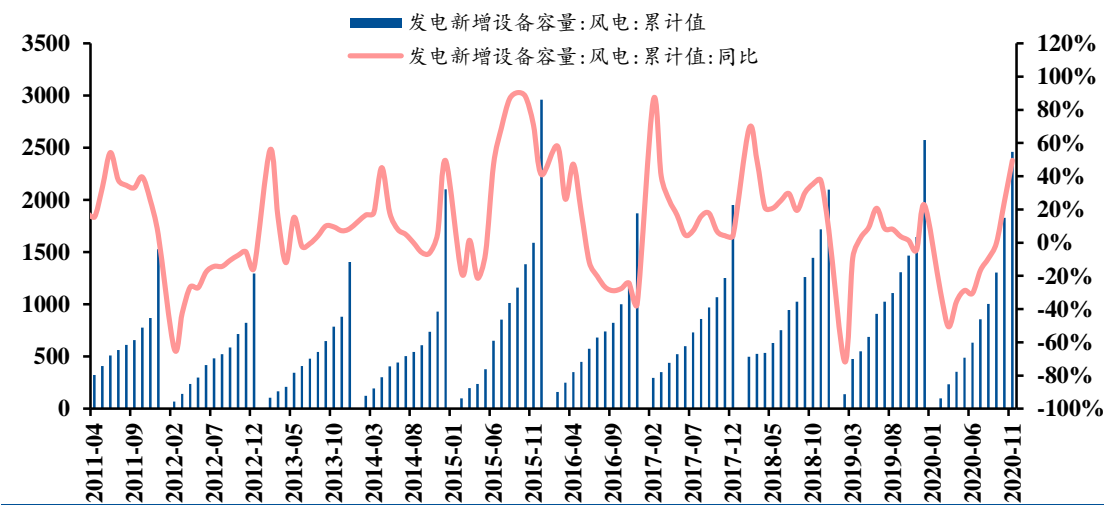


### 2.2.3 风电行业：抢装潮来临带来玻纤需求增长

风电领域中，玻纤主要用于制造风电叶片和机舱罩。玻璃纤维具有增强效果好、重量轻特点，且本身为环保材料，因此其被运用于风电行业中，主要被应用于制造风电叶片与机舱罩部分。

至 2020 年 11 月，风电装机量累计值同比大增 49.6%。2019 年，全国风电装机 2574 万千瓦时，较 2018 全年同比增长 23%，增幅较大；2020 年，受风电抢装潮影响，截止 2020 年 11 月，全国风电装机量累计值为 2462 万千瓦时，同比增长 49.6%。

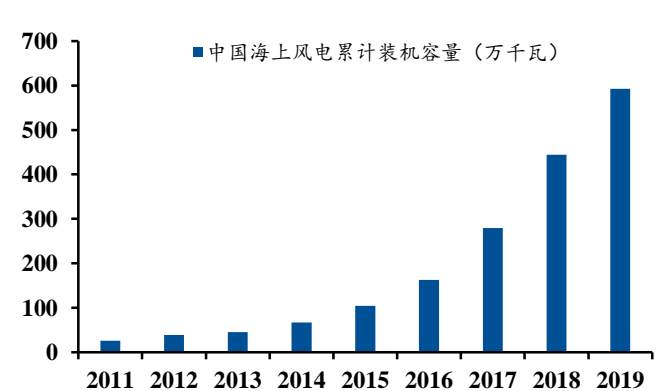
图24: 风电装机量累计值及同比 (单位: 左轴, 万千瓦时; 右轴, %)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

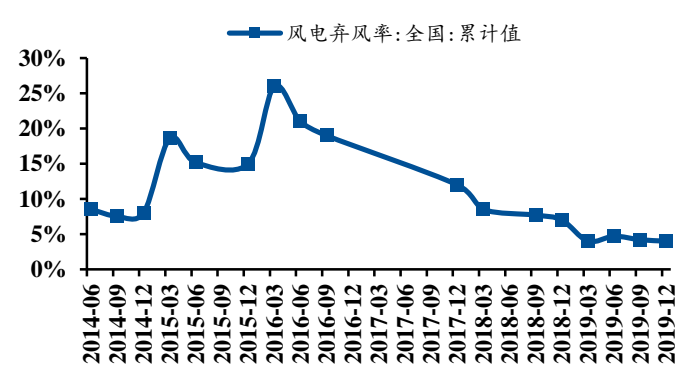
海上风电装机容量快速发展，风电弃风率持续下降。近年来，海上风电装机累计容量快速提升，从 2011 年的 26 万千瓦提升至 2019 年的 593 万千瓦，增长速度较快。同时，随着并网的推行，中国风电弃风率从 2016 年起逐步下降，2019 年 12 月为 4%。

图25: 中国海上风电累计装机容量(单位: 万千瓦)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图26: 中国风电弃风率(单位: %)

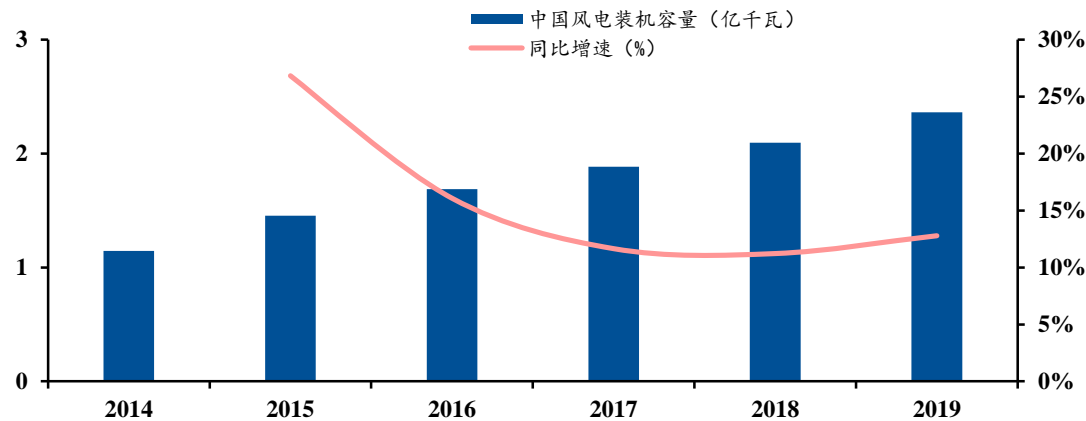


资料来源: Wind, 民生证券研究院

长期来看，未来 10 年，风电等清洁能源将迎来高速增长期。2020 年 12 月 12 日，国家主席习近平在气候雄心峰会上宣布，到 2030 年风电、太阳能发电总装机容量将达到 12 亿千瓦以上。而截至 2020 年 11 月，全国风电装机容量为 2.6 亿千瓦，若以 2030 年 6 亿千瓦为目标，2021-2030

年，年均装机容量将为 3391 万千瓦（2019 年新增装机容量为 2462 万千瓦）。

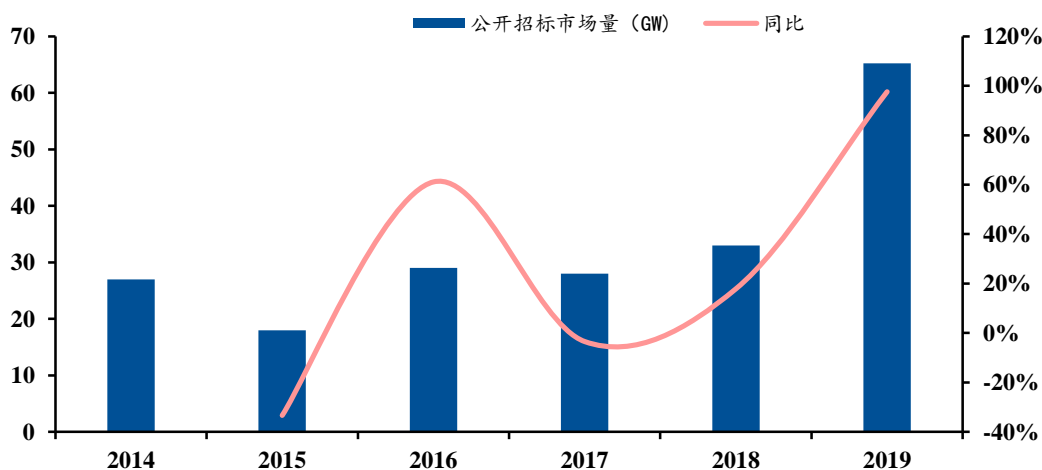
图27: 2014-2019 年中国风电装机容量（左轴，装机容量；右轴，同比增速）



资料来源：Wind，民生证券研究院

短期来看，并网补贴退坡推动 2021 年风电装机潮。2019 年 5 月，国家发改委于发布了《国家发展改革委关于完善风电上网电价政策的通知》确定，2018 年底之前核准的陆上风电项目，2020 年底前仍未完成并网的，国家不再予以补贴；2019 年 1 月 1 日至 2020 年底前核准的陆上风电项目，2021 年底前仍未完成并网的，国家不再予以补贴。因此，并网补贴退坡将推动风电行业 2021 年迎来抢装潮。

图28: 全年风电项目公开招标市场量（单位：左轴，兆瓦；右轴，%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

长短期看，风电领域玻纤需求都将维持高增长。长期受益于我国能源消耗结构调整，短期受益于风电抢装潮，风电领域的玻纤需求将持续旺盛。

## 2.2.4 电子电器：5G 技术的逐步落地普及带动电子纱需求增长

玻纤纱在电子电器领域最主要的用途为制造 PCB 中的覆铜板。玻纤纱中的电子纱由于其绝缘性、增强等特点，在电子领域运用广泛，最主要的用途为制作 PCB 的覆铜板；其通过纺织后制作成电子布，并成为覆铜板的原材料之一，其约占覆铜板成本的 40%（厚板）和 25%（薄板）；

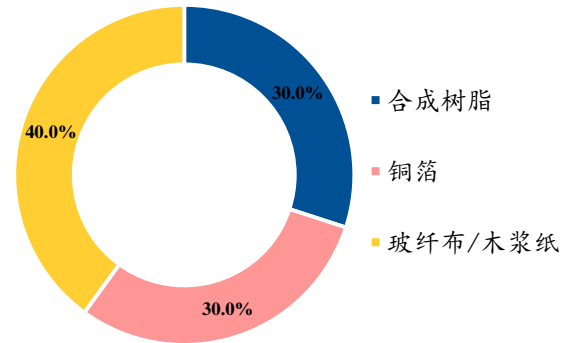
玻纤布在 PCB 制造中作为增强材料起到增加强度和绝缘的作用。

图29: 玻纤在 PCB 中的应用



资料来源: 民生证券研究院整理

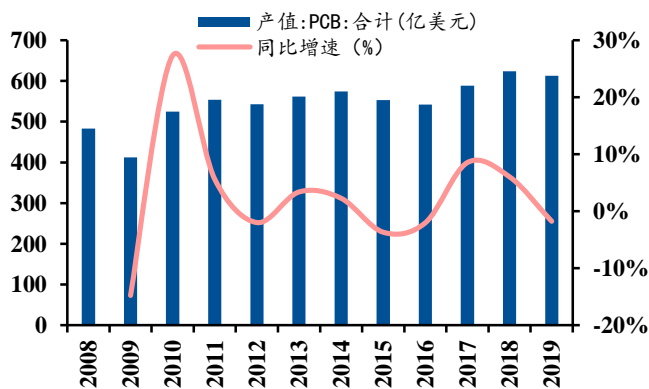
图30: 厚覆铜板材料成本构成比例 (%)



资料来源: 观研网, 民生证券研究院

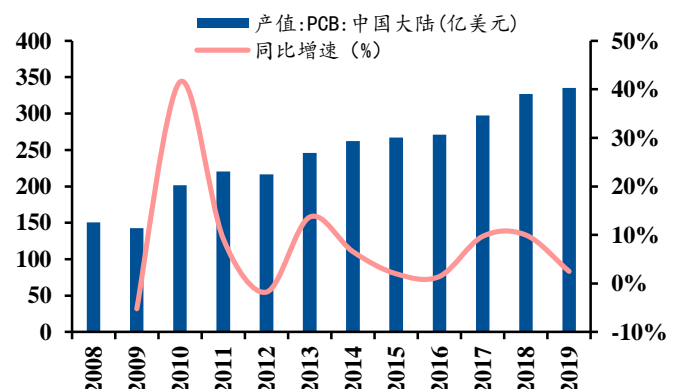
下游 PCB 的广泛用途带动电子纱需求增长。印制电路板 (简称 PCB) 是绝大多数电子设备产品必需的元件, 又被称为“电子产品之母”, 应用领域覆盖面广泛, 涵盖通信、计算机、航空航天、工控医疗、消费电子、汽车电子等。PCB 广泛的运用途径将有力支撑未来电子纱需求。

图31: 全球 PCB 产值 (左轴) 及增速



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图32: 中国大陆 PCB 产值 (左轴) 及增速



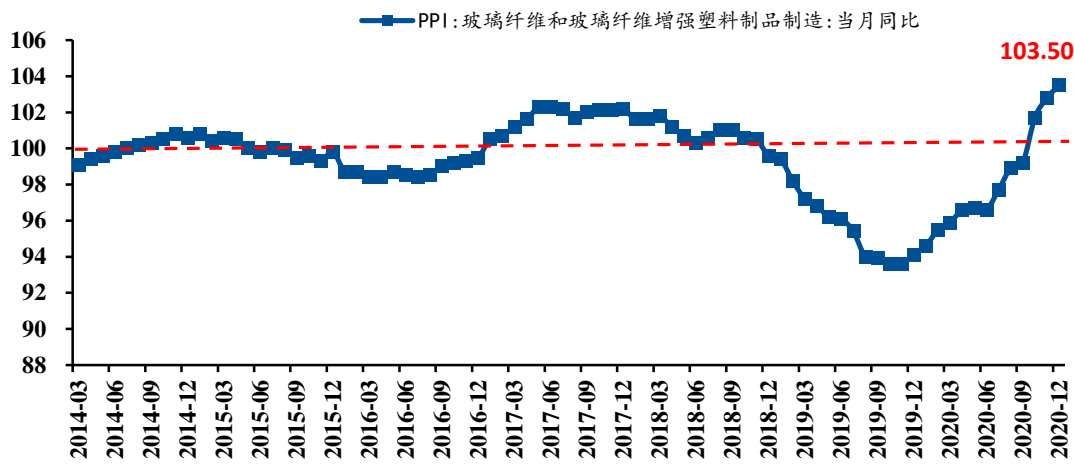
资料来源: Wind, 民生证券研究院

5G 技术的逐步落地普及, 2020 年电子玻纤布需求量有望超 7 亿米。我国已成为全球最大的覆铜板出产地, 我国的刚性覆铜板产量占全球比重已超过 70%。根据台湾工研院发布的《全球与中国电子玻纤布市场与未来发展调查》, 预计 2017 年至 2020 年全球电子布市场规模将持续增长, 2020 年市场规模将达到 19.5 亿美元, 预计 2020 年全球电子玻纤布需求量为 14.4 亿米, 我国电子玻纤纱消费量占全球 50%, 即我国 2020 年电子玻纤布需求量为 7.2 亿米。

## 2.3 供需共振下, 玻纤纱价格已回升至较高水平

玻纤及制品 PPI 同比增速已于 2019 年底触底反弹, 并持续上行。从玻纤及玻纤增强塑料制品 PPI 同比增速看, 玻纤及制品价格变动呈周期波动, 整个周期持续时间大约为 4 年; 根据当月同比数据看, 玻纤及制品价 PPI 同比已于 2019 年 11 月起触动反弹, 同比值持续回升, 并于 2020 年 12 月同比恢复至 103.5, 高于去年同期。

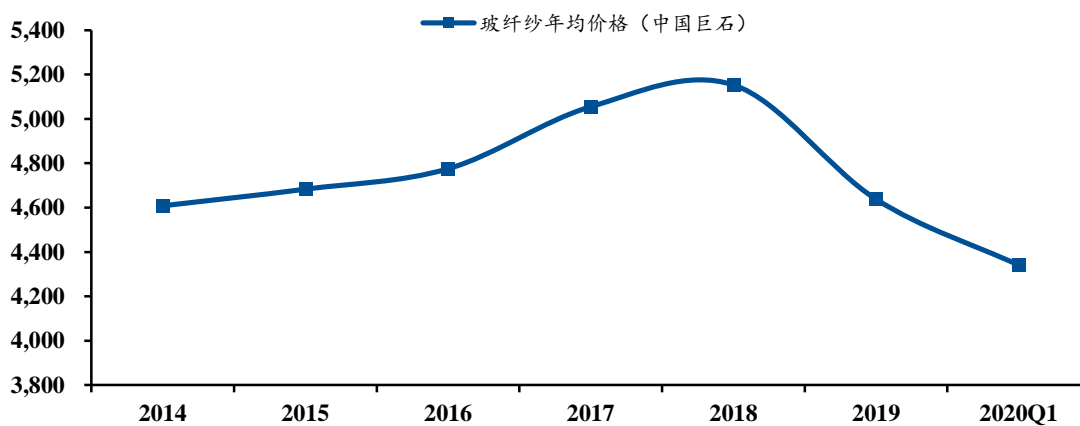
图33: 玻纤及玻纤增强塑料制品 PPI 当月同比 (去年同期为 100) (%)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

玻纤纱价格于 2020 年 9 月进入涨价阶段, 2021 年有望维持高价。长期来看, 2020Q1 近 6 年的价格低点, 并于 2020 年 9 月开始进入涨价阶段; 从玻纤纱均价 (中国巨石) 近六年的价格变化趋势看, 玻纤纱价格从 2018 年到顶后持续下降, 到 2020Q1 时, 中国巨石玻纤纱平均价格为 4340 元/吨左右, 处于过去 6 年的最低水平。短期来看, 玻纤纱直接纱价格从 2020 年 9 月起触底反弹, 并 2021 年 1 月初达到 5500 元/吨左右。我们认为, 根据 2021 年供需格局变化情况, 玻纤纱价格有望持续维持在 5000 元/吨以上。

图34: 玻纤纱年度平均价格 (中国巨石) (单位: 元/吨)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图35: 各厂商缠绕直接纱出厂价(单位:元/吨)

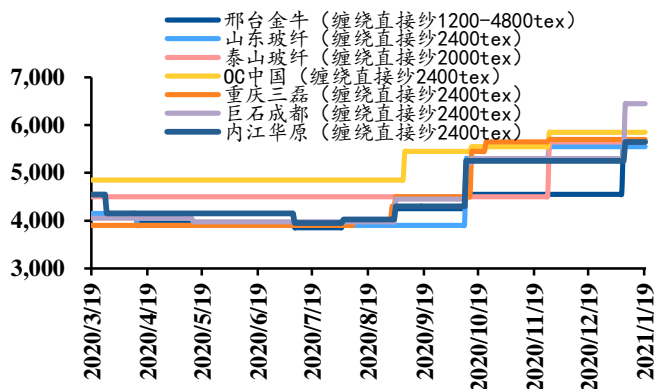
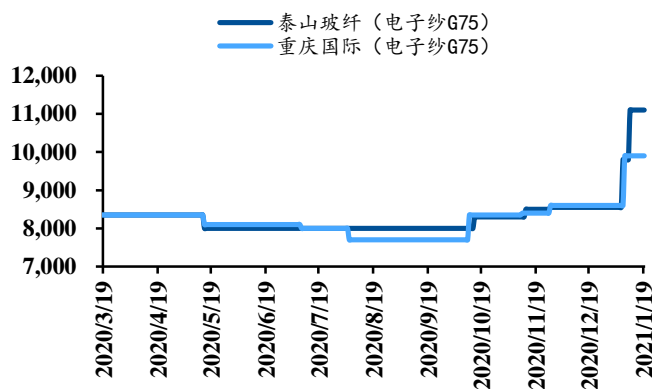


图36: 各厂商电子纱 G75 出厂价(单位:元/吨)

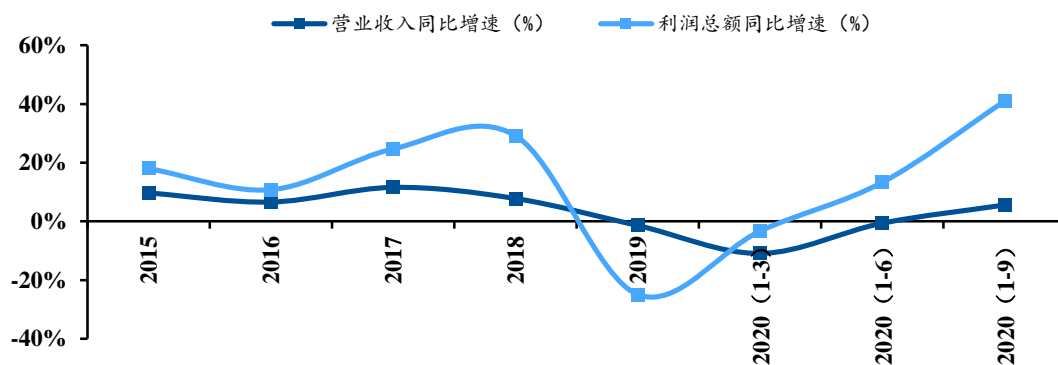


资料来源: 百川盈孚, 民生证券研究院

资料来源: 百川盈孚, 民生证券研究院

玻纤行业利润及营收同比增速转正。受玻纤价格回升影响, 2020年1-9月, 玻纤行业营收同比增长5.6%, 利润总额同比大增41%。

图37: 玻纤行业营收及利润同比增速 (%)



资料来源: 中国玻璃纤维工业协会, 民生证券研究院

### 3 公司逻辑：产能扩张+高弹性+产业链一体化布局优势

#### 3.1 玻纤及制品产能扩张，业绩增长与成本下降并行

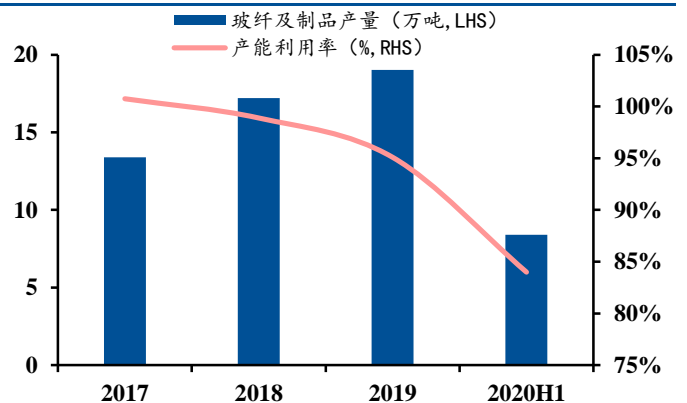
玻纤及制品产能利用率超 95%，产能成制约公司成长的主要因素。根据公司公告，截止 2020 年末，公司拥有玻纤纱产线 3 条，玻纤及制品总年产能 20 万吨。并且，公司 2017-2019 年玻纤及制品产能利用率均高于 95%。我们认为，从公司高产能利用率来看，公司现有产能基本满产，产能是限制公司中长期发展的主要因素。

图38：长海股份玻纤纱产能变化情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图39：玻纤及制品产量（左轴）及产能利用率



资料来源：公司公告，民生证券研究院

发行可转债，加码玻纤及制品，达产后玻纤及制品产能可达 30 万吨。公司于 2020 年 7 月发布公告，向不特定对象发行可转换公司债券，募集 5.5 亿元资金，新增 10 万吨/年无碱玻璃纤维粗纱池窑拉丝技术生产线及短切纱、短切毡，建设期为 12 个月，预计将于 2021 年中投产。投产后，公司玻纤及制品产能将达到 30 万吨，产能增幅超 50%。

表9：新增玻纤池窑生产线项目情况

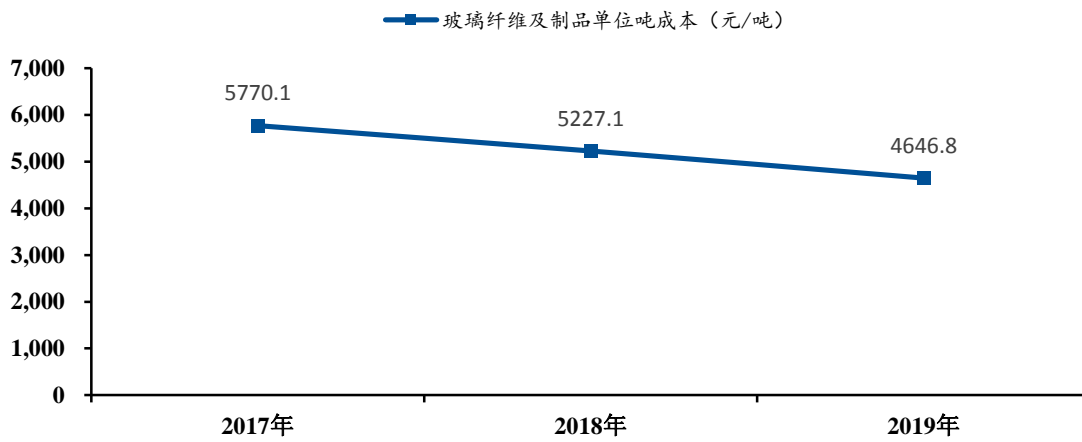
序号	产品名称	年产量 (吨)	单价 (元/吨)	年销售额 (万元)
1	直接纱	20,000	5,700	11,400
2	短切纱	50,000	7,000	35,000
3	短切毡	68,800	8,800	60,544
合计				106,944

资料来源：公司公告，民生证券研究院

新增产能投产后，公司产能制约有望初步缓解，业绩将向前迈一大步。根据可转债募集说明书，公司新增产能投产后，玻纤纱产能增量为 10 万吨，短切毡增量为 6.8 万吨。公司营收及净利有望向前迈一大步。

此外，玻纤纱产能扩张带来规模效应和原材料自给自足，公司玻纤及制品成本持续降低。(1) 玻纤纱产能扩张带来规模效应：随着公司玻纤纱产能的持续提升，规模效应逐步显现，这将带来玻纤纱成本的下降。(2) 玻纤制品原材料自给自足带动制品成本下降：公司玻纤制品原材料已自给自足，这将减少玻纤制品生产工序，降低了生产、包装与运输成本，逐步降低玻纤制品成本。根据我们计算，公司玻纤及制品单位吨成本从 2017 年的 5770 元/吨下降至 2019 年的 4647 元/吨，单位吨成本下降超 1000 元/吨，公司玻纤及其制品的成本下降明显。

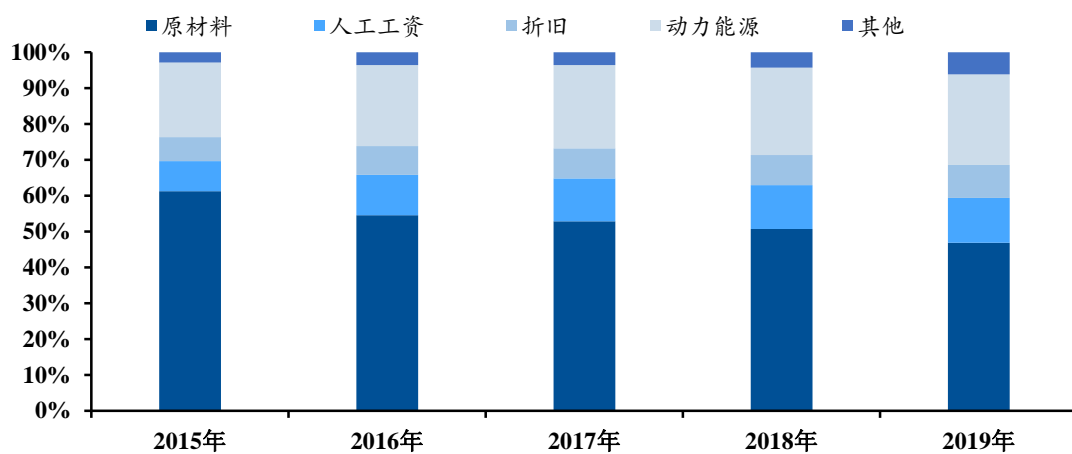
图40: 2017年-2019年长海股份玻璃纤维及制品单位成本



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

玻纤纱池窑技改进一步降低了公司玻纤及制品成本。由于技改可提升生产线效率和节约能源、原材料, 因此, 生产线经冷修技改后, 单位成本将下降。公司已于 2017 年 8 月对原有 3 万吨玻璃池窑生产线进行冷修技改, 并于 2018 年完成; 此外, 子公司天马集团的 3 万吨玻纤生产线冷修技改预计将于 2021 年完成, 技改后, 公司成本有望持续下降。从长海股份玻纤及制品的成本拆分可以看到, 公司原材料在总成本中的占比从 2015 年的 61.3% 下降至 2019 年的 46.9%, 下降了近 15 个百分点, 下降幅度大。由于玻纤及制品中, 人工、折旧、动力能源等成本较为刚性, 变动不大, 因此, 公司原材料成本占比的下降主要来源于原材料成本的下降。

图41: 2015-2019年长海股份玻纤及制品成本分拆 (%)

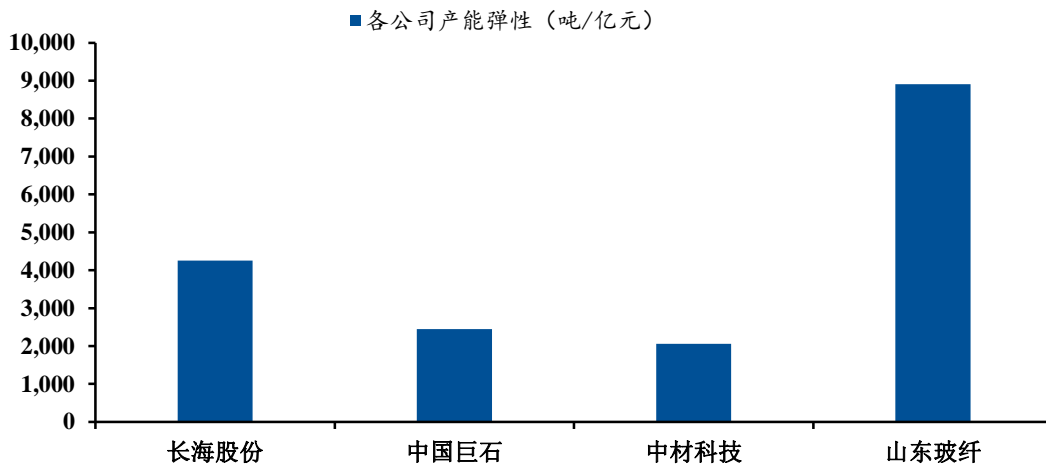


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

### 3.2 公司业绩弹性较高

公司业绩弹性较高。我们通过将各公司玻纤纱总产能除以当前公司总市值得到公司弹性, 及每亿元市值所对应的玻纤纱产能, 并比较行业内上市公司间的弹性大小。通过测算, 我们得到, 长海股份、中国巨石、中材科技和山东玻纤的弹性分别为 4254 吨/亿元、2444 吨/亿元、2055 吨/亿元和 8905 吨/亿元, 长海股份的弹性高于中国巨石及中材科技。

图42: 公司单位市值对应产能较高



资料来源: Wind, 民生证券研究院

注: 业绩弹性=玻纤纱总产能/总市值; 其中玻纤纱总产能包含现有产能及在建产能;

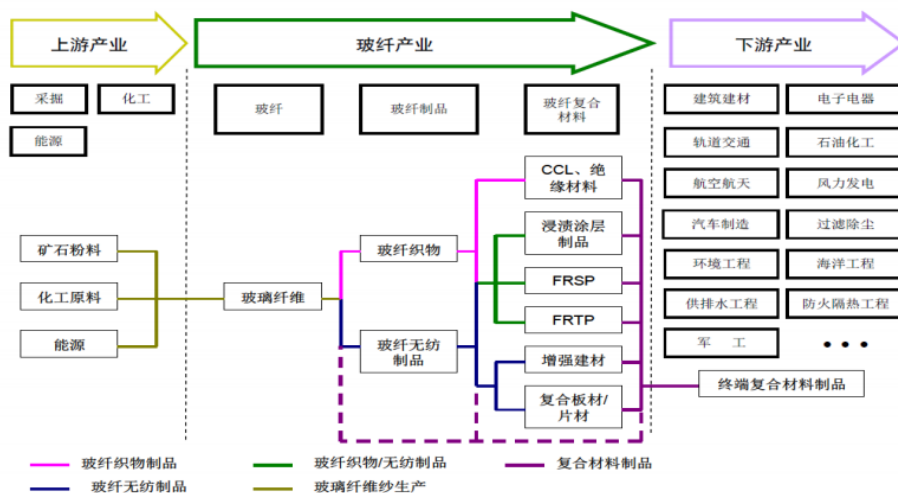
各公司市值 2021 年 1 月 25 日的收盘价计算得到;

高弹性叠加玻纤景气度回升, 公司业绩有望深蹲起跳。根据我们前面的分析, 玻纤行业在供需两端均得到改善的情况下, 2021 年价格有望维持在高位; 而长海股份是玻纤行业中弹性较大的上市公司, 则在玻纤价格维持高位的情况下, 公司业绩及市值均有望迎来反弹。

### 3.3 产业链一体化布局, 抗风险能力增强

公司具有产业链一体化布局优势。公司初始布局短切毡、湿法薄毡、隔板等玻璃纤维制品, 随后向产业链上下游扩展; 一方面, 公司向玻纤上游发展, 布局玻纤纱产能, 既可以摆脱对于其他原材料厂商的依赖, 也可以降低成本; 另一方面, 公司收购天马集团, 向下游布局复合材料——树脂、玻璃钢和热塑性复合材料, 这将改善公司之前较为单一的产品结构, 提高抗风险能力。

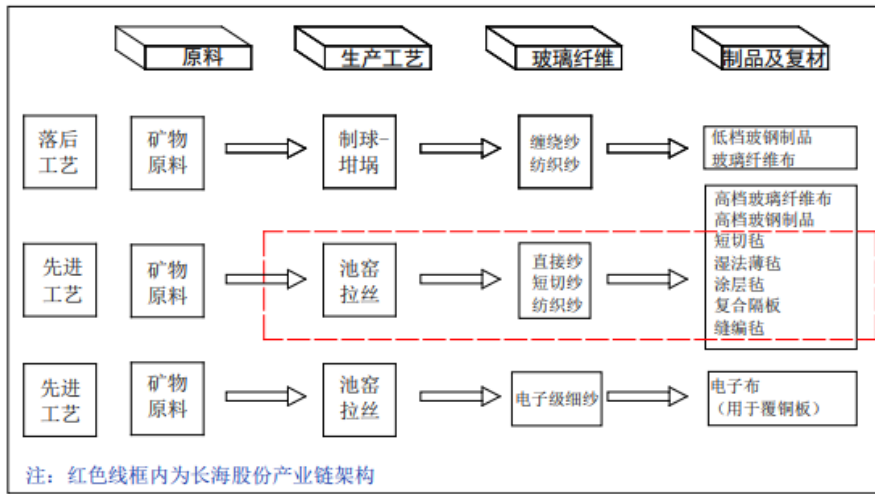
图43: 玻纤行业产业链图示



资料来源: 公司招股说明书, 民生证券研究院



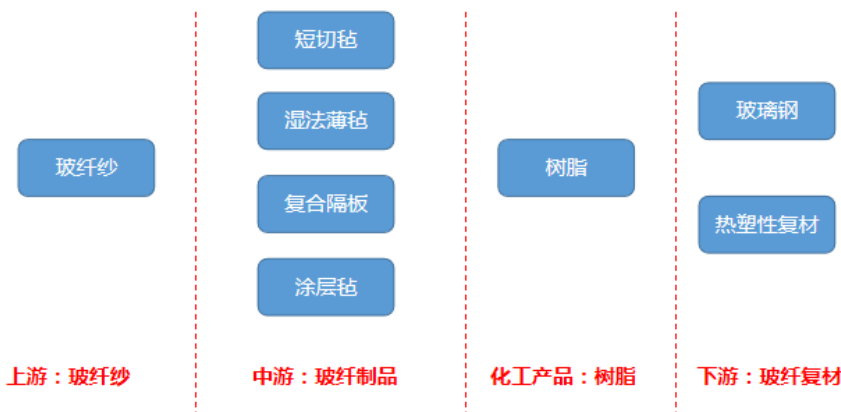
图44: 中国主要玻纤产品种类及生产工艺情况



资料来源: 公司招股说明书, 民生证券研究院

扩展下游玻纤复合材料品类, 完成产业链一体化。2016年, 公司完成了对天马集团 100% 股权的收购, 通过此次收购, 公司完成了以玻纤纱、玻纤制品、化工类产品及玻璃钢制品为主的纵向产业链一体化。公司与子公司天马集团在原料、产品、设备、客户等方面存在极高的相关度, 子公司天马集团生产的化工辅料是公司现有各类玻纤制品的重要原材料之一, 天马集团玻纤增强材料产品则使用了公司生产的短切毡、薄毡等玻纤制品, 形成了较为完整的玻纤纱—玻纤制品—树脂—玻纤复合材料产业链, 改善了公司之前以玻纤制品为主的较为单一的产品结构。

图45: 长海股份产品结构



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

热塑性复合材料在较热固性复合材料具有明显的优势。玻纤复合材料分为热固性纤维增强塑料 (FRSP) 和热塑性纤维增强塑料 (FRTP) 两种。与热固性复材相比, 热塑性复材在基本性能和工艺性能等方面具有明显的优势: (1) 良好的韧性和耐热性能; (2) 由于热塑性树脂的塑化过程仅为物理变化, 在加热时可在分子结构不变情况下发生变形, 故可重复或二次加工, 生产周期短、生产效率高; (3) 优良的耐药品、耐水、耐辐射和电气性能等。

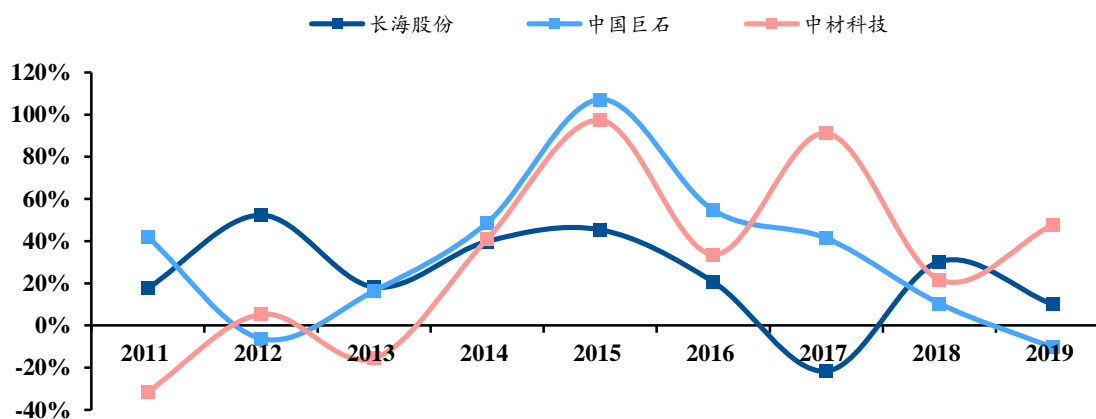
**表10: 热塑性复合材料与热固性复合材料性能比较**

性能	热塑性复合材料	热固性复合材料
材料储存	可半永久保存, 不受低温和储存期的限制	半成型预浸料可在阴暗处保留适当时间
遇热可溶性	遇热可溶性高, 可二次成型	遇热可溶性低, 仅可一次成型
损伤容限	承载能力高, 破损安全性高	承载能力低, 破损安全性低
循环利用性	可回收, 可循环利用	不可循环利用
生产周期	生产周期短, 只需几分钟到几十分钟	生产周期长, 需要几个小时
使用年限	较长, 抗疲劳性强, 抗老化性强	较短
设计自由度	度较高	较低
稳定性	尺寸稳定性较强, 翘曲度低	尺寸稳定性较弱

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

**公司布局热塑性复合材料, 完善产业链一体化。**2015 年公司募投项目“年产 7200 吨连续纤维增强热塑性复合材料生产线项目”于 2018 年开始逐步投产。根据可行性分析报告, 该项目总投资 12,002 万元, 建设期 1 年, 并且在该项目达产后, 投资内部收益率(税后)将达到 39.71%, 高于公司其他募投产品的投资内部收益率, 投资回收期(含建设期)(税后)为 3.94 年。随着热塑性复合材料的投产, 公司产品结构进一步改善, 抗风险能力得到加强。

**产业链一体化布局有利于增强公司抗风险能力。**由于玻纤及其制品行业属于周期性行业, 行业内公司营收及归母净利增速呈周期性变化, 波动较大。因此, 长海股份积极扩展玻纤纱及玻纤复合材料领域, 布局玻纤产业链一体化, 目前在各链条中的布局已基本完成。随着产业链一体化战略的实行, 公司抗风险能力增长, 归母净利润同比增速波动小于专注于玻纤纱的领军者中国巨石和扩展隔膜、风电叶片的中材科技。

**图46: 长海股份盈利增速波动小于中国巨石和中材科技**


资料来源: Wind, 民生证券研究院

## 4 盈利预测与投资建议

### 4.1 盈利预测

我们的盈利预测基于以下假设：

- **玻璃纤维及制品：(1) 平均价格：**根据白川咨询提供的玻纤纱价格变化趋势，假设 2020 年玻纤及制品价格同比-10%；结合 2020 年末玻纤纱价格、供需格局和公司产品结构，假设 2021-2022 年，玻纤及制品价格同比增速为 10%和 5%；**(2) 销售数量：**结合 2020 年公司玻纤及制品 20 万吨的产能情况及公司募投项目将于 2021 年中投产的信息，假设 2020-2022 年，公司玻纤及制品销售数量分别为 20/25/30 万吨；**(3) 毛利率：**结合公司 2019 年 34.7% 的毛利率及公司产品结构变化，假设 2020-2022 年，玻纤及制品毛利率分别为 30%/32%/33%。
- **化工制品：(1) 增速：**根据 2020 年疫情影响的事实及 2021-2022 年化工制品的恢复速度，假设 2020-2022 年，化工制品收入增速分别为-10%/15%/15%；**(2) 毛利率：**结合公司 2019 年 19.5% 的毛利率，假设 2020-2022 年，化工制品毛利率分别为 20%/20%/20%。
- **玻璃钢制品：(1) 增速：**根据玻璃钢制品 2015-2019 年年均 6.9% 的增速及增速变化趋势，假设 2020-2022 年，玻璃钢制品收入增速分别为 3%/3%/3%；**(2) 毛利率：**结合过去 5 年的毛利率，假设 2020-2022 年，玻璃钢制品毛利率分别为 20%/20%/20%；
- **气体：(1) 增速：**根据 2018-2019 年气体收入情况，假设 2020-2022 年，气体收入增速分别为 3%/1%/1%；**(2) 毛利率：**结合公司 2019 年 12.4% 的毛利率，假设 2020-2022 年，气体毛利率分别为 12%/12%/12%。

表11: 公司收入及毛利率拆分 (单位: 百万元/%)

业务	汇总表	2019A	2020E	2021E	2022E
玻璃纤维及制品	平均售价 (元/吨)	7642.1	6877.9	7565.7	7943.9
	销售数量 (吨)	193534.0	200000	250000	300000
	收入	1479.0	1375.5	1891.4	2383.2
	增速		-7.0%	37.5%	26.0%
	毛利率	34.7%	30.0%	32.0%	33.0%
化工制品	收入	727.4	654.7	752.9	865.8
	增速	—	-10.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	19.5%	20.0%	20.0%	20.0%
玻璃钢制品	收入	101.2	104.2	107.3	110.6
	增速	—	3.0%	3.0%	3.0%
	毛利率	23.7%	28.0%	28.0%	28.0%
气体	收入	3.5	3.6	3.6	3.7
	增速		3.0%	1.0%	1.0%
	毛利率	12.4%	12.0%	12.0%	12.0%
合计	收入	2209.7	2138.0	2755.2	3363.2
	增速		-3.2%	28.9%	22.1%
	毛利率	29.1%	26.8%	28.5%	29.5%

资料来源: Wind, 民生证券研究院

## 4.2 投资建议

### 4.2.1 相对估值法

我们预计公司 2020 年至 2022 年实现营业收入 21.4/27.6/33.6 亿元, 归属于母公司的净利润分别为 3.1/4.1/5.2 亿元, EPS 分别为 0.76/1.00/1.26 元, 对应的 PE 分别为 24/18/14 倍。选取中国巨石、中材科技和山东玻纤作为可比公司, 以可比公司 PETTM 均值 31.7 倍为参考, 维持“推荐”评级。

表12: 长海股份 PE 低于行业均值

代码	简称	EPS			PE			PB (MRQ)	PS (TTM)
		TTM	2020E	2021E	TTM	2020E	2021E		
行业均值 (整体法)		0.60	0.71	0.90	31.66	29.24	22.06	3.84	4.28
行业中值		0.61	0.61	0.88	33.50	25.17	19.66	3.99	2.72
300196	长海股份	0.71	0.78	0.99	23.54	21.29	16.81	2.44	3.37
600176	中国巨石	0.61	0.61	0.88	39.90	39.85	27.48	5.10	7.87
002080	中材科技	0.82	1.21	1.40	33.50	22.71	19.66	3.99	2.72
002080	山东玻纤	0.37	0.32	0.42	21.57	25.17	19.05	2.44	2.25

资料来源: Wind, 民生证券研究院

### 4.2.2 PEG 法

根据对公司各项目的盈利预测, 可得出 2021-2022 年公司业绩高速增长, PEG 分别为 0.6, 0.5, 未来两年 PEG<1, 因此维持“推荐”评级。

## 5 风险提示

玻纤新增产能较多带来行业的激烈的价格竞争，地产竣工端回暖较慢，汽车行业生产端复苏较慢，风电强装速度较慢，疫情出现反复。

**玻纤新增产能较多带来行业的激烈的价格竞争：**新增产能的扩张将使玻纤纱供大于求，进而趋势行业内公司进行激烈的价格竞争，届时，公司盈利能力将受到冲击；

**地产竣工端回暖较慢：**建筑行业为玻纤的主要需求来源，地产竣工端回暖速度变慢将影响玻纤行业需求，进而影响公司盈利能力和水平；

**汽车行业生产端复苏较慢：**汽车行业为玻纤的主要需求来源之一，其生产端复苏速度变慢将影响玻纤行业需求，进而影响公司盈利能力和水平；

**风电强装速度较慢：**风电强装趋势为玻纤需求复苏的主要动力，风电强装速度较慢将影响玻纤行业需求，进而影响公司盈利能力和水平；

**疫情出现反复：**新冠疫情反复将影响下游建筑、汽车、风电等行业的生产节奏，进而影响玻纤行业需求，给公司业绩带来巨大挑战。

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	2,210	2,138	2,755	3,363
营业成本	1,566	1,565	1,969	2,372
营业税金及附加	19	18	23	29
销售费用	125	114	148	183
管理费用	90	87	113	138
研发费用	91	56	97	115
EBIT	318	298	405	526
财务费用	(3)	(34)	(47)	(52)
资产减值损失	(2)	0	0	0
投资收益	7	12	12	12
营业利润	330	356	477	604
营业外收支	(0)	0	0	0
利润总额	329	363	481	606
所得税	39	55	72	91
净利润	290	309	409	516
归属于母公司净利润	289	309	409	516
EBITDA	470	445	563	693
<b>资产负债表 (百万元)</b>				
货币资金	624	1127	879	1729
应收账款及票据	349	443	564	639
预付款项	14	17	21	24
存货	185	174	293	275
其他流动资产	6	6	6	6
流动资产合计	1559	1765	2198	2753
长期股权投资	0	12	24	36
固定资产	1386	1482	1616	1670
无形资产	164	156	147	139
非流动资产合计	1627	1569	1496	1373
资产合计	3186	3335	3694	4126
短期借款	71	0	0	0
应付账款及票据	250	274	337	400
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	407	355	441	528
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	47	47	47	47
非流动负债合计	47	47	47	47
负债合计	454	402	488	574
股本	415	409	409	409
少数股东权益	53	53	53	53
股东权益合计	2732	2932	3206	3551
负债和股东权益合计	3186	3335	3694	4126

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	0.5%	-3.2%	28.9%	22.1%
EBIT 增长率	20.0%	-6.6%	36.0%	30.0%
净利润增长率	10.0%	6.7%	32.2%	26.2%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	29.1%	26.8%	28.5%	29.5%
净利润率	13.1%	14.5%	14.8%	15.3%
总资产收益率 ROA	9.1%	9.3%	11.1%	12.5%
净资产收益率 ROE	10.8%	10.7%	13.0%	14.7%
<b>偿债能力</b>				
流动比率	3.8	5.0	5.0	5.2
速动比率	3.4	4.5	4.3	4.7
现金比率	1.9	3.6	2.3	3.6
资产负债率	0.1	0.1	0.1	0.1
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	56.8	58.3	57.4	57.5
存货周转天数	45.2	41.3	42.7	43.1
总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.9
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.7	0.76	1.00	1.26
每股净资产	6.5	7.0	7.7	8.6
每股经营现金流	0.9	1.8	(0.1)	2.6
每股股利	0.2	0.2	0.3	0.4
<b>估值分析</b>				
PE	25.5	23.93	18.10	14.34
PB	2.8	2.6	2.3	2.1
EV/EBITDA	12.2	12.5	9.9	7.0
股息收益率	0.8%	1.4%	1.8%	2.3%
<b>现金流量表 (百万元)</b>				
净利润	290	309	409	516
折旧和摊销	153	148	158	167
营运资金变动	(71)	316	(595)	382
经营活动现金流	369	755	(44)	1,050
资本开支	79	72	69	29
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	(85)	(72)	(69)	(29)
股权募资	0	(6)	0	0
债务募资	(116)	(0)	0	0
筹资活动现金流	(207)	(181)	(135)	(170)
现金净流量	77	503	(248)	850

## 插图目录

图 1: 长海股份发展历程.....	4
图 2: 19 年公司营收 (左轴) 22.1 亿元, 同比+5.5%.....	4
图 3: 19 年公司归母净利润 (左轴) 2.9 亿元, 同比+9.9%.....	4
图 4: 玻纤及其制品为公司拳头产品 (单位: %) .....	5
图 5: 2019 年玻纤及其制品毛利贡献比为 71.7% (单位: %) .....	5
图 6: 2019 年公司整体毛利率为 29.1% (单位: %) .....	5
图 7: 2019 年公司期间费用率为 8.2% (单位: %) .....	5
图 8: 公司实际控制人为杨国文、杨鹏威.....	6
图 9: 无碱纱及其相关玻纤制品工艺流程图.....	7
图 10: 全球玻纤 CR5 产能占比达 62.5%(%).....	8
图 11: 中国玻纤 CR6 产能占比达 80%(%).....	8
图 12: 国内玻纤新增产能情况 (产能, 左轴; 增幅, 右轴) .....	9
图 13: 2009-2019 年全球玻纤产量 (左轴) 及增速.....	11
图 14: 2011-2019 年中国玻纤产量 (左轴) 及增速.....	11
图 15: 玻纤下游应用领域需求占比 (%) .....	11
图 16: 玻纤及制品在建筑领域的运用.....	12
图 17: 地产期房销售数据到房屋竣工数据之间的传导时间为 2-3 年左右 (单位: %) .....	13
图 18: 房屋竣工面积累计值及累计同比 (单位, 左轴: 万平方米; 右轴: %) .....	13
图 19: 商品房销售面积与竣工面积差值较大.....	14
图 20: 商品房销售面积与房屋竣工面积差值于 2016 年开始快速上升 (单位: 万平方米) .....	14
图 21: 中国汽车产量 (左轴) 及同比 (万辆, %) .....	16
图 22: 中国乘用车销量及同比 (左轴: 万辆, 右轴: %) .....	16
图 23: 全球汽车产量及同比 (左轴: 万辆, 右轴: %) .....	16
图 24: 风电装机量累计值及同比 (单位: 左轴, 万千瓦时; 右轴, %) .....	17
图 25: 中国海上风电累计装机容量(单位: 万千瓦).....	17
图 26: 中国风电弃风率(单位: %)... ..	17
图 27: 2014-2019 年中国风电装机容量 (左轴, 装机容量; 右轴, 同比增速) .....	18
图 28: 全年风电项目公开招标市场量 (单位: 左轴, 兆瓦; 右轴, %) .....	18
图 29: 玻纤在 PCB 中的应用 .....	19
图 30: 厚覆铜板材料成本构成比例 (%) .....	19
图 31: 全球 PCB 产值 (左轴) 及增速 .....	19
图 32: 中国大陆 PCB 产值 (左轴) 及增速 .....	19
图 33: 玻纤及玻纤增强塑料制品 PPI 当月同比 (去年同期为 100) (%) .....	20
图 34: 玻纤纱年度平均价格 (中国巨石) (单位: 元/吨) .....	20
图 35: 各厂商缠绕直接纱出厂价(单位: 元/吨).....	21
图 36: 各厂商电子纱 G75 出厂价(单位: 元/吨).....	21
图 37: 玻纤行业营收及利润同比增速 (%) .....	21
图 38: 长海股份玻纤纱产能变化情况.....	22
图 39: 玻纤及制品产量 (左轴) 及产能利用率.....	22
图 40: 2017 年-2019 年长海股份玻璃纤维及制品单位成本.....	23
图 41: 2015-2019 年长海股份玻纤及制品成本分拆 (%) .....	23
图 42: 公司单位市值对应产能较高.....	24
图 43: 玻纤行业产业链图示.....	24
图 44: 中国主要玻纤产品种类及生产工艺情况.....	25
图 45: 长海股份产品结构.....	25
图 46: 长海股份盈利增速波动小于中国巨石和中材科技.....	26

## 表格目录

表 1: 长海股份股票回购情况.....	6
----------------------	---

表 2: 不同含碱量玻纤对比 .....	8
表 3: 2019 年玻纤行业新增产能情况 .....	9
表 4: 2020 年国内玻纤行业新增产能情况 .....	10
表 5: 2021 年, 国内玻纤行业产能变化情况 .....	10
表 6: 玻纤主要运用领域介绍 .....	11
表 7: 建筑领域玻纤需求测算 .....	15
表 8: 主要汽车轻量化材料对比 .....	15
表 9: 新增玻纤池窑生产线项目情况 .....	22
表 10: 热塑性复合材料与热固性复合材料性能比较 .....	26
表 11: 公司收入及毛利率拆分 (单位: 百万元/%) .....	27
表 12: 长海股份 PE 低于行业均值 .....	28
公司财务报表数据预测汇总 .....	30



## 分析师简介

**杨 侃：**南京大学地科院与美国Rutgers大学化工系联合培养博士（地球探测与信息技术专业，计算化学与油气资源方向），本科专业为地球化学。2014年10月加入民生证券，从事石化、建材方向的行业研究，2015年度“天眼”中国最佳证券分析师评选发掘行业最佳选股分析师第二名，2019年获得《财经》金榜最佳独立见解分析师。

## 分析师承诺

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。