

长海股份（300196）：行业差异化发展阶段的一匹黑马

2021 年 02 月 25 日

强烈推荐/维持

长海股份

公司报告

事件：近期重庆三磊、OC 和泰山玻纤等厂商在库存紧俏之下继续对无碱粗纱部分品种价格进行上调，印证玻纤行业的高景气度状态持续。

玻纤行业已是差异化发展阶段，景气度上行由中高端产品引领。玻纤行业自 2020 年 9 月迎来拐点之后，目前景气度仍在高位，展望 2021 年下游需求，2020 年风电抢装不仅带动当年风电纱需求的高增，已开工但尚未进入大规模建设阶段的存量风电项目也会对 2021 需求形成支撑，叠加海外风电装机在疫情后的恢复和海上风电的加速推广，全年风电装机预计较为平稳，不会出现大幅度滑坡。风电之外，我们观察到近期电子纱、热塑纱价格皆有较好表现，特别是电子纱自 12 月 8 日开启上涨以来，涨幅已达 30% 左右。此轮玻纤景气度上行再次由中高端产品涨价带动，说明玻纤行业目前已是差异化发展阶段，技术和产品对于获取客户的重要性越来越高。

隐形护城河和产业链一体化助力盈利弹性和稳定性达到良好协调。长海股份是玻纤制品的龙头企业，公司两大核心产品短切毡和湿法薄毡在国内市场具有很高的市场占有率。公司长期坚持高研发投入带来核心技术领先，技术为基，公司在与客户的互动中积累起对玻纤应用市场的深度把握，并建立起围绕自身品牌的高粘性客户群，技术、品牌以及高粘性客户群三位一体建立起宽深护城河。玻纤制品领域深耕之外，公司还积极向上游原纱和下游玻纤复材领域进行延伸，占据了更多产业链环节。在玻纤制品领域的核心竞争力和纵向产业链一体化使得公司具备较高的议价权，体现在制品售价能够较好传导原纱的价格上涨，并且在原纱价格下行之时，由于较高的客户粘性，调价频次也会慢于原纱价格变动频次，公司核心产品在产业链上较高的议价权使得盈利具弹性和稳定性达到良好协调，原纱景气度上行时公司业绩有弹性，原纱景气度下行时盈利波动较纯原纱企业更为稳定。

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	2,974.46	3,644.58
增长率（%）	8.42	0.54	-0.86	35.77	22.53
归母净利润（百万元）	263.08	289.45	294.16	494.82	660.49
增长率（%）	30.15	10.63	1.61	68.05	33.43
净资产收益率（%）	10.63	10.81	9.95	14.87	17.28
每股收益（元）	0.63	0.71	0.71	1.19	1.59
PE	31.32	27.79	27.85	16.55	12.40
PB	3.39	3.06	2.77	2.46	2.14

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。

资料来源：wind

未来 3-6 个月重大事项提示：

-

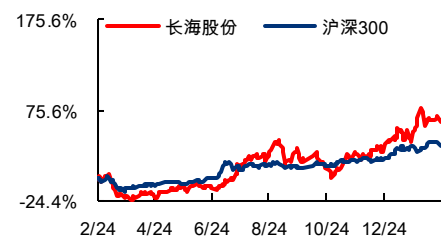
发债及交叉持股介绍：

-

交易数据

52 周股价区间（元）	21.34-9.05
总市值（亿元）	80.64
流通市值（亿元）	48.5
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	2.0

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：

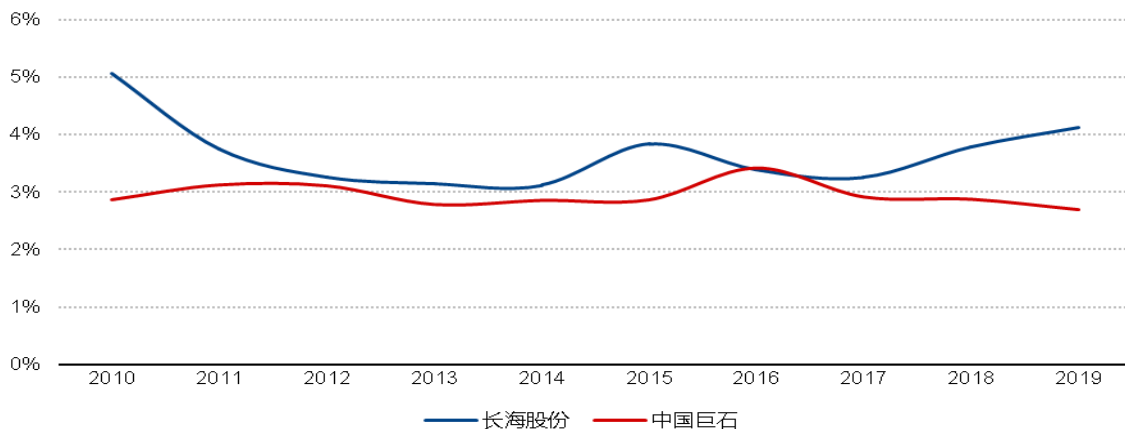
S1480119070045

站在新一轮扩张起点，有望成为差异化发展阶段的行业黑马。公司经过前几年蛰伏，重新制定规划，5.5亿元可转债募投10万吨原纱产能，标志着新一轮扩张的开始，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化的差异化竞争力，2021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%。玻纤及制品行业目前已来到差异化发展阶段，玻纤制品应用领域的不断拓展和渗透率的提升是行业未来最重要的发展方向之一，技术和产品领先的企业在此轮竞争中将会拔得头筹。目前玻纤制品行业中的中小企业普遍缺乏研发能力，产品结构以低端产品为主，且经历上一轮景气度低谷和疫情的双重打击，扩张能力和意愿已显著下降，目前景气度高涨的态势之下，长海股份是少有的具备扩张能力的企业，并且公司多年来坚持高于行业龙头企业的研发投入水平，玻纤制品产品结构以中高端产品为主，且技术水平也达到了国际领先的水平，我们认为公司在扩张新阶段将会继续巩固自身在玻纤制品领域深厚的护城河以及产业链一体化的竞争优势，有望成为行业差异化发展阶段中的一批黑马。

盈利预测与投资评级：长海股份在玻纤制品行业具备隐形护城河及产业链一体化的竞争优势，凭借深厚的研发实力以及在技术和产品方面的持续领先，公司有望成为行业差异化发展阶段的一匹黑马。行业景气度持续上行，此轮提价时间点超出市场预期，且公司核心竞争优势不断巩固，我们上调公司盈利预测，预计公司2020到2022年的营业收入为21.91、29.74和36.44亿元，归属于母公司的净利润为2.94、4.95和6.60亿元，对应的EPS分别为0.71、1.19和1.59元，对应的动态PE分别为28倍、17倍和12倍，维持公司“强烈推荐”的投资评级。

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。

图1：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1：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
抗拉防潮湿法	多管喷射导纱调节稳	原始创新	国际先进	成熟

薄毡	定技术			
	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
	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

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				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		
流动资产合计	1456.4	1559.	1982.5	2662.4	3392.19	营业收入	2197.94	2209.71	2190.8	2974.46	3644.58		
货币资金	540.88	624.2	1221.4	1736.4	2284.80	营业成本	1631.82	1565.96	1532.0	1947.06	2331.09		
应收账款	350.91	346.3	330.12	407.46	499.26	营业税金	15.36	18.82	26.29	35.69	43.73		
其他应收款	3.44	2.44	2.42	3.28	4.02	营业费用	114.34	124.84	131.45	178.47	218.67		
预付款项	18.98	14.49	23.98	33.21	45.96	管理费用	87.61	90.34	87.63	133.85	153.07		
存货	208.87	184.7	167.89	213.38	255.46	财务费用	(14.77)	(2.61)	(7.11)	(14.79)	(20.11)		
其他流动资产	136.98	6.38	5.81	37.15	70.66	资产减值	5.93	-1.51	5.00	5.00	5.00		
非流动资产合计	1679.8	1626.	1508.7	1391.8	1274.98	公允价值	1.45	-0.19	0.00	0.00	0.00		
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收	14.86	7.04	15.00	15.00	15.00		
固定资产	1456.4	1385.	1275.0	1164.1	1053.26	营业利润	303.54	329.81	334.07	568.57	758.99		
无形资产	168.54	163.7	153.94	144.70	136.02	营业外收	0.94	1.11	1.00	1.00	1.00		
其他非流动资产	0.51	0.90	0.00	0.00	0.00	营业外支	0.42	1.48	0.00	0.00	0.00		
资产总计	3136.3	3185.	3491.3	4054.2	4667.18	利润总额	304.06	329.44	335.07	569.57	759.99		
流动负债合计	548.21	407.0	433.79	624.90	741.76	所得税	41.77	39.26	40.21	74.04	98.80		
短期借款	174.00	70.59	0.00	0.00	0.00	净利润	262.29	290.18	294.86	495.52	661.19		
应付账款	224.81	218.9	272.83	373.41	447.06	少数股东	(0.79)	0.73	0.70	0.70	0.70		
预收款项	20.94	21.49	54.19	106.68	166.04	归属母公	263.08	289.45	294.16	494.82	660.49		
一年内到期的	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA	421	471	448	674	858		
非流动负债合计	61.42	46.81	46.81	46.81	46.81	EPS（元）	0.63	0.71	0.71	1.19	1.59		
长期借款	12.00	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00								
负债合计	609.64	453.8	480.59	671.71	788.56	成长能力							
少数股东权益	52.54	53.27	53.97	54.67	55.37	营业收入	8.42%	0.54%	-0.86%	35.77%	22.53%		
实收资本(或股	424.50	415.1	415.19	415.19	415.19	营业利润	30.10%	8.66%	1.29%	70.19%	33.49%		
资本公积	972.36	881.6	881.66	881.66	881.66	归属于母	30.28%	10.03%	1.63%	68.21%	33.48%		
未分配利润	1112.1	1298.	1495.5	1827.1	2269.64	获利能力							
归属母公司股	2474.1	2678.	2956.7	3327.8	3823.24	毛利率	25.76%	29.13%	30.07%	34.54%	36.04%		
负债和所有者	3136.3	3185.	3491.3	4054.2	4667.18	净利率	11.93%	13.13%	13.46%	16.66%	18.14%		
现金流量表		单位：百万元					总资产净	8.39%	9.09%	8.43%	12.21%		
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		ROE (%)	10.63%	10.81%	9.95%	14.87%	17.28%	
经营活动现金	194.51	379.1	524.33	620.92	690.42	偿债能力							
净利润	262.29	290.1	294.86	495.52	661.19	资产负债	19%	14%	14%	17%	17%		
折旧摊销	137.12	151.1	123.94	123.91	123.84	流动比率	2.66	3.83	4.57	4.26	4.57		
财务费用	(14.77)	(2.61)	(7.11)	(14.79)	(20.11)	速动比率	2.28	3.38	4.18	3.92	4.23		
应付账款的变	(3.24)	4.57	16.22	(77.34)	(91.80)	营运能力							
预收账款的变	(6.90)	0.55	32.69	52.49	59.35	总资产周	0.70	0.70	0.66	0.79	0.84		
投资活动现金	(0.62)	(85.4)	152.42	3.00	3.00	应收账款	6	6	6	8	8		
公允价值变动	1.45	(0.19)	0.00	0.00	0.00	应付账款	10.91	9.96	8.91	9.21	8.88		
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股指标							
投资收益	14.86	7.04	15.00	15.00	15.00	每股收益	0.63	0.71	0.71	1.19	1.59		
筹资活动现金	(255.1)	(207.)	(79.63)	(108.9)	(145.02)	每股净现	-0.14	0.21	1.44	1.24	1.32		
应付债券增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资	5.83	6.45	7.12	8.02	9.21		
长期借款增加	12.00	(12.0)	0.00	0.00	0.00	估值比率							
普通股增加	0.00	(9.31)	0.00	0.00	0.00	P/E	31.32	27.79	27.85	16.55	12.40		
资本公积增加	(0.30)	(90.7)	0.00	0.00	0.00	P/B	3.39	3.06	2.77	2.46	2.14		
现金净增加额	(61.26)	86.62	597.12	515.01	548.40	EV/EBITD	19.07	16.21	15.57	9.58	6.88		

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
公司深度报告	长海股份（300196）深度报告：隐形壁垒和产业链一体化助力稳健成长	2021-01-07
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 3 名、东方财富最佳行业分析师第 3 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。2020wind 金牌分析师第 3 名团队和 2020 东方财富最佳建材行业分析师第 3 名团队核心成员。

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