

长海股份：全产业链差异化布局

长海股份，2000 年成立，2011 年于创业板上市。总部位于江苏常州，是国内领先的专业化玻纤复合材料制造商。产品方面，公司已形成“玻纤纱—玻纤制品—树脂—复合材料”的完整产业链布局。

玻纤行业：供需紧俏，迭代升级

需求端，我们预计 2022 年国内玻纤表观消费量为 660 万吨，同比+6%，增量主要来自出口、风电、新能源汽车领域：1) 2022 年 1-4 月我国玻纤及制品出口总量 72.11 万吨，同比+45.6%，海外需求高景气；2) 看好风电装机趋势，关注公司高模量玻纤技术突破；3) 玻纤复材为汽车轻量化重要材料，单车用量提升空间大，新能源车渗透率迅速提升带动玻纤用量。

供给端，严格假设条件下，新增趋缓，产能投放多在 2022H2。预计今年实际产能边际放缓（预计新增 45.5 万吨，2021 年为+82 万吨）。我们预计 2022 年有效产能增量约 64.7 万吨。综上测算 2021-2022 年玻纤行业产能富裕率为 2.65%、3.86%，供给冲击有限。我们提示，更应关注 2022 年内实际投放产能冲击，而非 2021 年老产线爬坡产能冲击，2021H2 增量供给冲击已基本消化。

“小而美”加速成长，增量产能弹性大

增量产能：1) 募投 10 万吨产能已投产，2022Q1 公司实现营收同比+36.05%，10 万吨新产能贡献主要增量。10 万吨产能释放后优化产品结构、降低生产成本；2) 天马集团“3 改 8”，高强高模量纱及深加工制品产线专用于风电及新能源汽车等高端领域；3) 60 万吨高性能玻纤智能制造基地目前尚在审批中

产业链一体化布局，平滑玻纤价格波动周期：1) 短切毡为汽车轻量化重要材料，2021 年公司国内车顶毡市占率超 50%。关注近期汽车政策密集出台，汽车链复工复产持续推进；2) 湿法薄毡受益海外地产需求旺盛；3) 天马集团化工制品业务，2021 年提价以应对原材料上涨压力，“2.5 改 10”扩建项目已建成；4) 玻璃钢业务。

吨价格显著优于可比公司，主因制品占比较高。2021 年末公司资产负债率 25.69%，后续可加杠杆空间较大。关注近期行业边际变化：1) 关税、汇率均有改善迹象，2021 年公司出口收入占比达 22.46%，我们预计 2022 年公司出口收入占比将持续提升；2) 2022 年 5 月以来粗纱价格小幅回落 200-300 元/吨。预计与 5 月上旬金牛投产（3 月底点火）有关，节奏符合预期，另外受疫情影响，库存环比上涨。

投资建议：

公司成长性优，估值安全边际高。 β 为玻纤行业景气延续、板块估值提升， α 为公司增量产能弹性大，产能投放后吨成本降低、吨毛利提升，我们预计 2021-2024 年公司归母净利润 CAGR 达 22%，A 股可比公司为 14%，公司成长性优。横向对比，A 股玻纤行业可比公司 2022 年平均 PE 为 9x 左右，纵向对比，当前长海 PE 位于近 5 年中枢低点，PB 位于近 5 年中枢。继续关注长海股份“小而美”持续扩张：①公司玻纤全产业链布局，产能投放后进一步提升竞争力、降低成本，②优化产品结构，风电纱产品持续推进，③新建项目审批进展，④出口景气持续，我们预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 7.35、8.66 和 10.46 亿元，5 月 26 日收盘价对应 PE 分别为 10x、8x、7x，维持“推荐”评级。

风险提示：宏观经济下行；行业产能投放节奏不及预期；燃料价格大幅波动。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	2506	3386	4146	4825
增长率 (%)	22.7	35.1	22.5	16.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	572	735	866	1046
增长率 (%)	111.5	28.4	17.8	20.8
每股收益 (元)	1.40	1.80	2.12	2.56
PE	12	10	8	7
PB	2.0	1.7	1.4	1.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 5 月 26 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

17.36 元



分析师：李阳

执业证号：S0100521110008

邮箱：liyong_yj@mszq.com

相关研究

- 1.长海股份 (300196.SZ) 2022 年一季报点评：同比量价齐升，新产能贡献发力
- 2.长海股份 (300196.SZ) 2021 年报点评：玻纤及制品量价齐升，“小而美”持续扩张

目录

1 长海股份：全产业链布局，差异化竞争	3
2 玻纤行业：供需紧平衡，迭代再升级	6
2.1 需求：出口持续向好，国内关注风电+新能源车	6
2.2 供给：集中度高，新增趋缓	11
2.3 供需继续紧平衡	14
3 “小而美”高速成长，增量产能弹性大	16
3.1 新产能贡献发力，增厚全年业绩	16
3.2 产业链一体化布局，平滑玻纤价格波动周期	17
3.3 吨价格、负债率显著优于可比公司	20
3.4 关注近期行业边际变化	21
4 盈利预测与投资建议	25
4.1 盈利预测假设与业务拆分	25
4.2 估值分析及投资建议	26
5 风险提示	28
插图目录	30
表格目录	30

1 长海股份：全产业链布局，差异化竞争

江苏长海复合材料股份有限公司，成立于 2000 年 5 月，总部位于江苏常州，是国内领先的专业化玻纤复合材料制造商。2011 年于创业板上市，2012 年出资收购天马瑞盛 100% 股份，进入化工制品行业，同年开始了对天马集团为期 4 年的收购进程。2015 年 2 月，公司控股常州天马集团有限公司（原建材二五三厂），积极扩展产业链。

产品方面，公司形成“玻纤纱—玻纤制品—树脂—复合材料”的完整产业链布局，主要产品有玻纤纱、短切毡、湿法薄毡、复合隔板、涂层毡、树脂、玻璃钢等；**生产方面**，公司持续推进产能扩张，新建年产 10 万吨无碱玻纤粗纱池窑生产线 2021 年已投产，2022 年贡献新增产能，目前名义产能达 30 万吨。此外，60 万吨高性能玻纤制造基地处于项目审批阶段；**销售方面**，公司对内销售采取以直销为主、经销为辅的销售模式，对外销售采用“经销商+展会”的模式。公司海外区域销售范围广泛，涉及欧洲、美国、东南亚、中东等地。

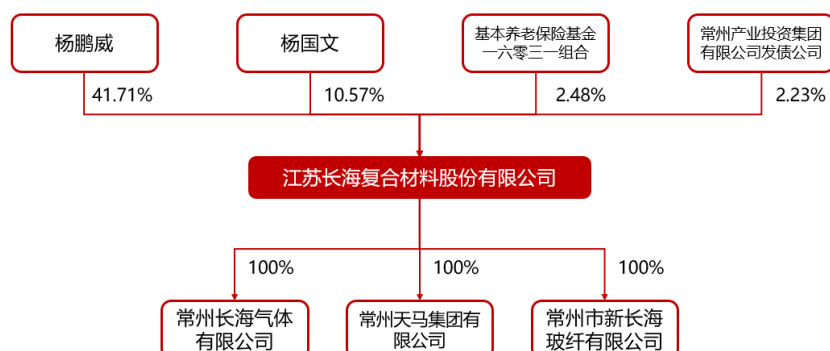
图 1：公司玻纤制品生产线图示



资料来源：wind，民生证券研究院

公司股权相对集中，控股股东及实际控制人为杨国文、杨鹏威父子，属于一致行动人，其中，杨国文先生任公司董事长，持股 10.57%，杨鹏威先生任公司总经理，持股 41.71%。公司旗下 3 家全资子公司：常州市新长海玻纤有限公司、常州天马瑞盛复合材料有限公司、常州长海气体有限公司。

图 2：公司股权架构（截至 2022Q1）



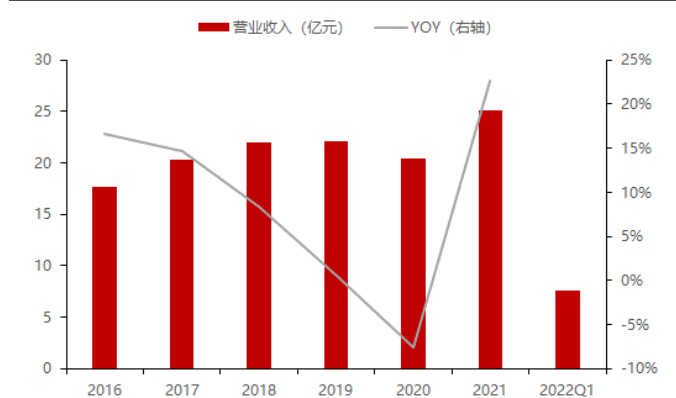
资料来源：wind，民生证券研究院

2021 年公司营收、归母净利快速增长。2016-2021 年营收从 17.68 亿增至 25.06 亿元，

CAGR 为 7.23%，其中，2021 年营收 25.06 亿，同比+22.71%；2016-2021 年归母净利从 2.58 亿增至 5.72 亿元，CAGR 为 17.26%，其中，2021 年归母净利 5.72 亿，同比大幅 +111.46%。

受益玻纤行业高景气，公司毛利率与净利率快速上升。2021 年公司毛利率 33.72%，同比 +6.38pct（已剔除运费、包装及服务费影响），净利率 22.83%，同比+9.56pct。

图 3：2017-2021 年公司营收及增速



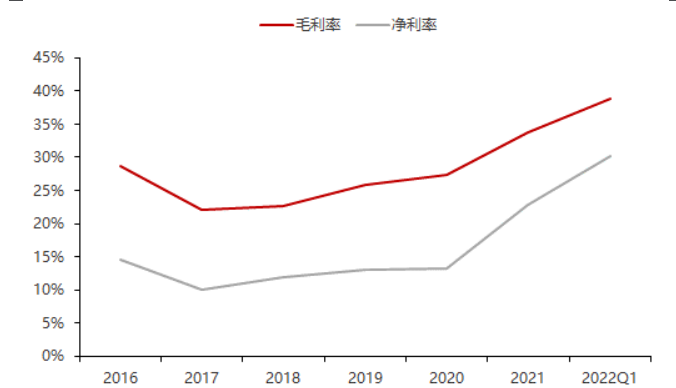
资料来源：wind，民生证券研究院

图 4：2017-2021 年公司归母净利及增速



资料来源：wind，民生证券研究院

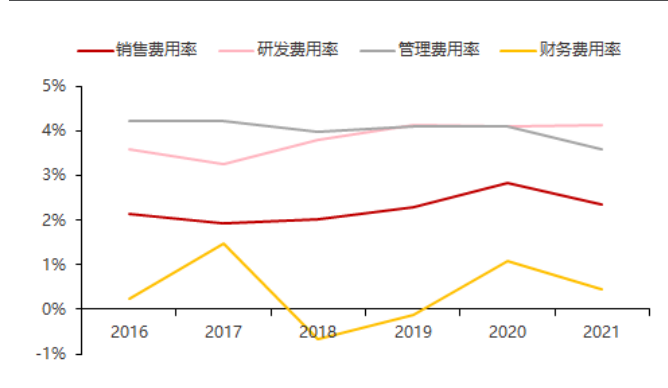
图 5：2017-2021 年公司毛利率及净利率



资料来源：wind，民生证券研究院

注：2016-2020 年营业成本中计入运费、包装及服务费，与 2021 年同口径

图 6：2017-2021 年公司期间费用率表现



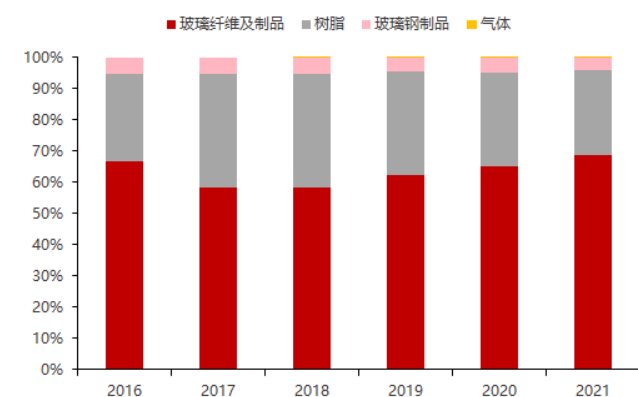
资料来源：wind，民生证券研究院

注：2016-2020 年销售费用剔除运费、包装及服务费，与 2021 年同口径

营收主要由玻璃纤维及制品和树脂构成，玻纤及制品收入占比逐年提高。2016-2021 年玻纤及其制品收入从 11.77 亿元增至 17.24 亿元，CAGR 为 7.67%，2021 年收入占比在 69%；2017-2021 年树脂收入从 4.94 亿元增至 6.82 亿元，CAGR 为 6.66%，2021 年收入占比 27%；玻璃钢制品和气体收入占比较低。

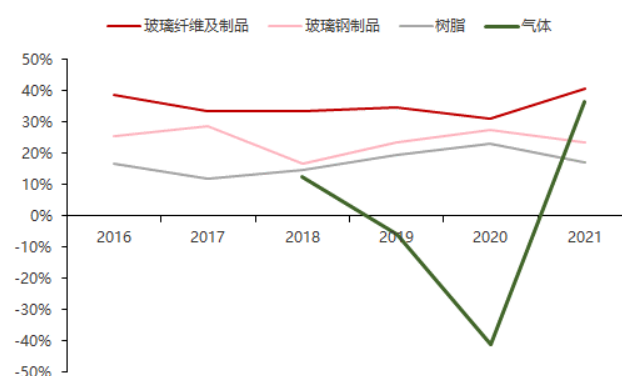
2021 年玻纤及制品毛利率 40.85%，同比+9.72pct（未剔除包装及服务费影响），树脂与玻璃钢制品毛利率较为稳定，2021 毛利率分别为 17.12%和 23.44%。

图 7：2017-2021 年公司营收结构



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 8：2017-2021 年公司主要业务毛利率情况



资料来源：Wind，民生证券研究院

2 玻纤行业：供需紧平衡，迭代再升级

2.1 需求：出口持续向好，国内关注风电+新能源车

玻纤不断拓宽下游应用领域，主因性能优异且具备经济性：

- **密度满足轻量化需求。**玻纤密度低于一般金属，材料密度越小，单位体积质量越轻。
- **拉伸模量、拉伸强度满足刚度与强度性能需求。**复合材料由于其可设计性，刚度和强度高于钢材、铝合金等其他材料，更适用于高压强环境。
- **具备经济性。**过去 10 年缠绕直接纱 2400tex 价格在 4000-6500 元/吨，位于钢材与铝合金之间，大规模应用不会大幅提升成本。

表 1：各类材料物理性质对比

材料	密度 (g/cm ³)	拉伸强度 (Mpa)	拉伸模量 (Gpa)
ECR 玻纤	2.54-2.60	2100-2500	73-79
ECT 玻纤	2.52-2.60	2300-2700	80-82
TM 玻纤	2.59-2.63	3000-3200	84-86
钢	7.8	1080	210
铝合金	2.8	470	75
钛合金	4.5	1000	110

资料来源：前瞻产业研究院，民生证券研究院

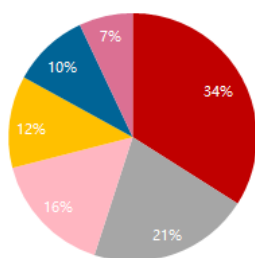
2.1.1 建筑建材：玻纤最大、最基础的应用领域

建筑建材为玻纤下游最大应用，占比约 34%。玻璃钢以树脂为基体、玻璃纤维为增强材料，广泛应用于门窗、模板、钢筋、加固混凝土梁等各类建筑结构中。

国内受益稳增长政策，基建投资回暖。玻纤大量用于各类基础设施建设，属于中低端应用但需求量大。应对今年稳增长压力，基建投资在当前时点发挥“抓手”作用更为合适。基建既不缺项目、也不缺资金，**稳增长目标坚定，预期防疫结束后，3-4 月积压需求加快释放，基建链继续对冲下行压力。2022Q1 我国基建投资完成额同比+10.48%。**

图 9：我国玻纤下游应用领域占比（2019 年）

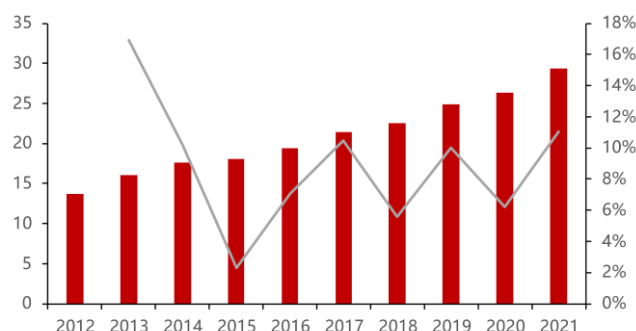
■ 建筑与结构 ■ 电子电气 ■ 交通运输 ■ 管道 ■ 工业 ■ 新能源环保



资料来源：智研咨询，民生证券研究院

图 10：2021 年我国建筑业总产值同比+11%

■ 我国建筑业总产值（万亿） — yoy（右轴）



资料来源：wind，民生证券研究院

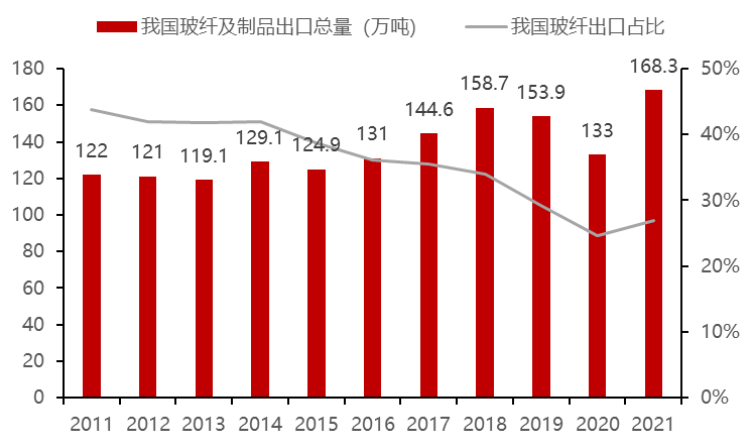
2.1.2 出口：海外景气延续

出口维持高景气。根据卓创资讯：2021 年我国玻纤及制品出口总量达 171.3 万吨，同比+25.2%，出口金额 31.17 亿美元，同比+42.1%；**2022 年 1-4 月我国玻纤及制品出口总量 72.11 万吨，同比+45.6%，出口金额 12.73 亿美元，同比+45.2%。**

需求端：(1) 欧洲需求高景气领域为新能源，汽车工业热塑短切+风电纱；(2) 北美需求高景气领域为汽车工业热塑短切+房地产。

供给端：俄乌冲突加剧欧洲能源危机，天然气价格高企，当地玻纤产线生产成本高，依赖于中国玻纤供给。

图 11：2011-2021 年我国玻纤及制品出口总量



数据来源：中国玻璃纤维行业协会，民生证券研究院

表 2：中国玻璃纤维纱及制品出口统计

日期	出口数量 (kg)	同比 (%)	出口金额 (美元)	同比 (%)
2021 年 1 月	113365794	-17.40	211570725	2.91
2021 年 2 月	109545448	18.20	184296184	59.14
2021 年 3 月	141364305	-19.91	240580584	-3.51
2021 年 4 月	130828690	8.76	240514699	32.08
2021 年 5 月	134390856	42.94	251254447	59.04
2021 年 6 月	146549169	63.68	270569999	74.25
2021 年 7 月	132138290	30.01	251700659	41.39
2021 年 8 月	161063275	47.11	300761641	71.71
2021 年 9 月	148581196	37.26	219207034	25.14
2021 年 10 月	163420850	43.58	303227787	62.87
2021 年 11 月	162845493	44.37	307199056	53.89
2021 年 12 月	168692326	51.58	336229596	57.46
2022 年 1 月	179303689	58.16	330704255	56.31
2022 年 2 月	156520537	42.88	267125713	44.94

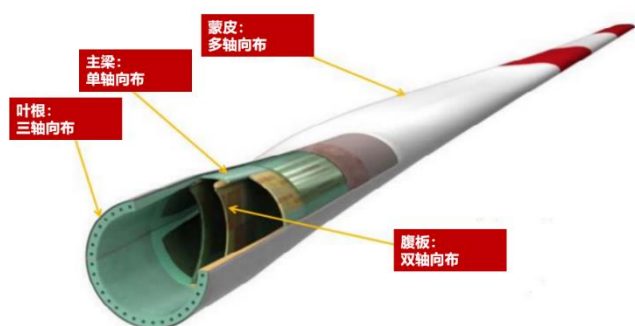
2022 年 3 月	209640945	48.30	354581990	47.39
2022 年 4 月	175636951	34.25	320769313	33.37

资料来源：卓创资讯，民生证券研究院

2.1.3 风电叶片增强材料：门槛高企，关注公司技术突破

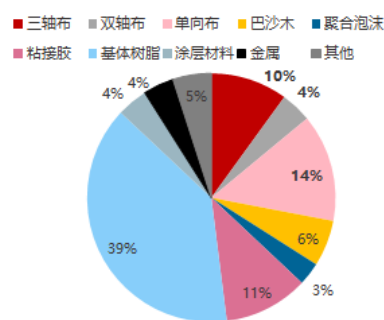
风电叶片结构包括主梁系统、上下蒙皮、叶根增强层等，原材料包括树脂基体、增强材料以及粘接剂、芯材等，其中，增强材料主要有玻璃纤维和碳纤维两种。玻纤（风电纱）以单/多轴向经编织物形式应用于风电叶片中，主要起质轻、强度性能高等作用，约占风电叶片材料成本的 28%。

图 12：风电叶片中玻纤应用



资料来源：聚合科技招股说明书，民生证券研究院

图 13：风电叶片材料成本占比（2017 年）



资料来源：《复合材料结构设计对风电叶片成本的影响》，民生证券研究院

风电纱需求受风电装机量影响。2020 年是我国陆上风电项目享受补贴的最后一年，“抢装潮”下全年风电并网新增容量 71.48GW；2021 年为我国海风国补最后一年，全年海风并网新增容量 16.9GW，同比+340%，全年风电并网新增容量 47.57GW；根据《风能北京宣言》规划，“十四五”期间保证我国风电年均新增装机 50GW 以上，2025 年后年均新增装机容量应不低于 60GW。**2022Q1 我国风电并网新增容量 7.9GW，同比+50.2%。**

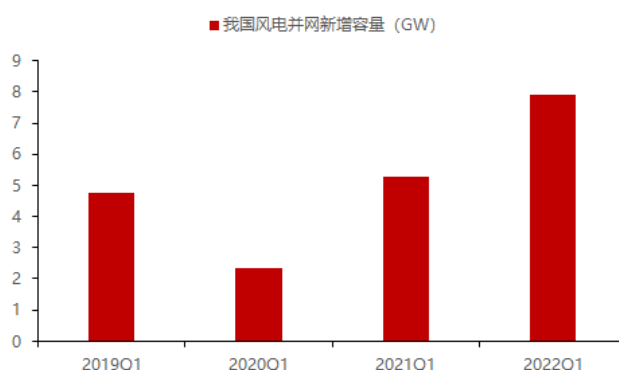
仅考虑增量风电叶片玻纤需求，我们预计 1GW 风电叶片约需 1 万吨玻纤用量（数据来源：巨石 2020 年报），2020-2021 年对应风电纱需求量分别为 71.48、47.57 万吨。“抢装潮”后预计风电装机量波动相对平滑。

图 14：2007-2021 年我国风电并网每年新增容量



资料来源：国家能源局，民生证券研究院

图 15：2019Q1-2022Q1 我国风电并网新增容量



资料来源：国家能源局，民生证券研究院

表 3：我国风电纱需求预测

	2018	2019	2020	2021	2022E	2021-2025 (年均)	2026-2030 (年均)
我国风电并网每年新增容量 (GW)	21	26	71	48	50	50	60
我国风电纱需求量 (万吨)	20.59	25.79	71.48	47.57	50	50	60

资料来源：wind，公司年报，民生证券研究院预测

关注公司高模量玻纤技术突破。2022 年 4 月 20 日公司公告，全资子公司天马集团拟将原有 3 万吨玻纤产线技改为年产 8 万吨**高强高模量纱**及深加工制品产线，专用于风电及新能源汽车等高端领域，建设期 12 个月。当前中国巨石、泰山玻纤和重庆国际在国内风电纱领域市占率达 90%。

2.1.4 交通运输：汽车轻量化

玻纤在交通运输领域应用主要体现在轨道交通装备、汽车制造和其他交通工具制造三大领域。

玻纤复材为汽车轻量化重要材料。玻纤增强复合材料因强度高、轻量化、模块化、低成本等优点，**在汽车的前端模块、发动机罩、装饰部件、新能源汽车电池保护盒、复合材料板簧中被广泛运用**，可有效降低整车质量，“双碳”背景下对燃油车降低油耗+新能源汽车续航里程提升具有显著作用。

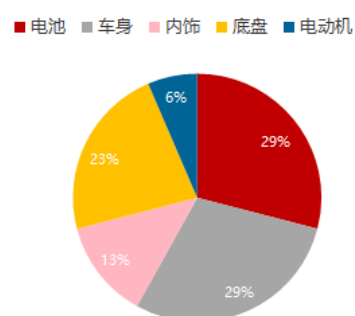
新能源汽车轻量化需求迫切。新能源汽车在搭载电量不变的前提下，若要提高续航里程，必须通过提高效率来实现。而电动车电池重量占比较大，在电池技术未发生变革的情况下，降低车身、内饰、底盘等重量是实现轻量化的重要途径。

图 16：汽车轻量化改造主要零部件



资料来源：国际复材招股说明书，民生证券研究院

图 17：某纯电动汽车各部分重量占比 (2019 年)

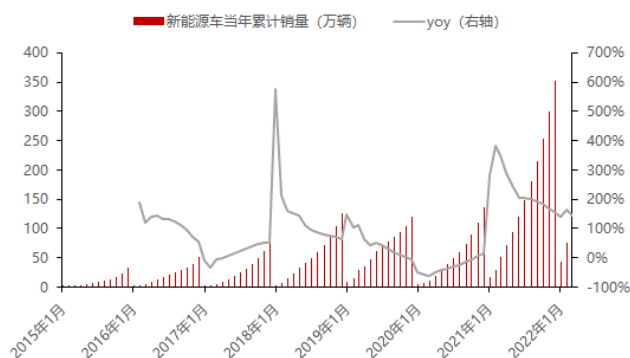


资料来源：前瞻产业研究院，民生证券研究院

单车用量提升空间大：1) 改性塑料使用率低于欧美国家。2020 年我国乘用车 (非新能源) 单车改性塑料使用量为 160 千克 (其中复合材料占 11.5%，玻纤为主)，使用质量占比为 13%，而欧美国家单车改性塑料使用质量占比达 19% (250-310kg)，德系车单车达 25% (340-

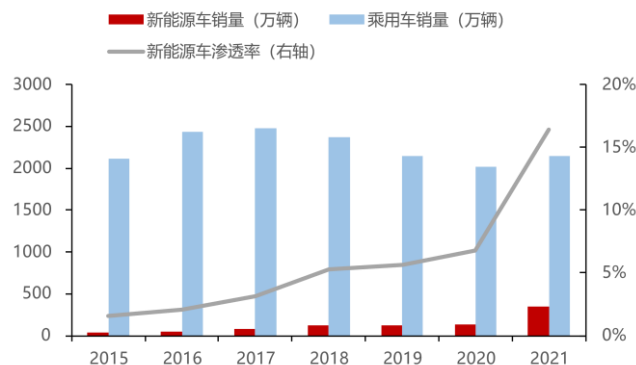
410kg)；2) 新能源车渗透率迅速提升。2021 年新能源车销量达 352 万辆，同比+157%，渗透率为 16.4%，较 2020 年提升 9.6 个百分点。**2022Q1 新能源汽车产销量分别为 129.3 万辆和 125.7 万辆，同比均+140%，渗透率达 19.3%**。新能源汽车单车玻纤用量（约 175kg）高于燃油车，渗透率迅速提升带动车用玻纤增强复合材料放量。

图 18：2021 年我国新能源车销量同比+157%



资料来源：中国汽车工业协会，民生证券研究院

图 19：我国新能源车渗透率迅速提升



资料来源：中国汽车工业协会，民生证券研究院

我们预测 2021-2022 年交通运输领域玻纤需求为 76、80 万吨，增速分别为 9%、6%：

（1）2020 年新能源单车改性塑料用量约 175kg（数据来源：国际复材招股说明书），非新能源车单车改性塑料用量约 160kg（数据来源：前瞻产业研究院）。玻纤用量占塑料用量比重为 11.5%，保持不变。

（2）2021 年我国新能源车销量约 352 万辆，乘用车销量约 2148 万辆。预计 2022 年我国新能源车销量为 550 万台（数据来源：乘联会），乘用车销量维持不变。

（3）预计 2021-2022 年新能源车单车玻纤用量增速为 10%（2021 年预测数据来自于国际复材招股说明书），非新能源车单车用量增速为 6%。

（4）2020 年全国轨道交通投资额增速为 5%，保守预计其他交通运输领域如轨交等玻纤用量保持 3%增速。

表 4：我们测算 2021-2022 年我国新能源车玻纤需求量增速分别为 184%、72%

	2018	2019	2020	2021	2022E
新能源车销量（万辆）	126	121	137	352	550
单车改性塑料用量（kg）	145	163	175	193	212
单车玻纤用量（kg）	16.68	18.75	20.13	22.20	24.41
新能源车玻纤需求（万吨）	2.1	2.3	2.8	7.8	13.4
非新能源乘用车销量（万辆）	2245	2024	1881	1796	1600
单车改性塑料用量（kg）	145	152	160	168	176
单车玻纤用量（kg）	16.68	17.51	18.38	19.30	20.27
非新能源乘用车玻纤需求（万吨）	37.4	35.4	34.6	34.7	32.4
乘用车玻纤总需求（万吨）	40	38	37	42	46
乘用车玻纤总需求 yoy		-5%	-1%	14%	8%
交通运输其他领域玻纤需求（万吨）	30	31	32	33	34

交通运输玻纤总需求 (万吨)	70	69	70	76	80
交通运输玻纤总需求 yoy		-1%	1%	9%	6%

资料来源：国际复材招股书，乘联会，前瞻产业研究院，民生证券研究院测算

2.1.5 玻纤综合需求测算

本文定义国内表观消费量=国内需求+出口量-进口量

中国玻纤工业协会数据显示，**2021 年玻纤表观消费量为 624 万吨，同比+15%**，主因新能源汽车、建筑节能、电子电器领域发力，同时，外贸出口重回上升渠道。

我们预计 2022 年国内玻纤表观消费量为 660 万吨，同比+6%，主要增量来自出口、风电、新能源汽车领域，此外，假设 2022 年建筑材料和电子设备领域玻纤消费量增速分别为 4%、-3%。

表 5：我们测算 2022 年我国玻纤表观消费量为 660 万吨，同比+6%

	2018	2019	2020	2021	2022E
建筑材料	112	131	136	151	157
同比 (%)	16%	18%	4%	11%	4%
交通运输	70	69	70	76	80
同比 (%)	2%	-2%	1%	9%	6%
电子设备	57	63	71	81	78
同比 (%)	15%	11%	13%	13%	-3%
风电	21	26	71	48	50
同比 (%)	8%	23%	177%	-33%	5%
其他	68	97	78	119	103
同比 (%)	40%	42%	-19%	52%	-13%
进口量	19	16	19	18	18
出口量	159	157	133	168	210
国内表观消费量	468	527	541	624	660
同比	15%	13%	3%	15%	6%

资料来源：中国玻纤工业协会，民生证券研究院测算

2.2 供给：集中度高，新增趋缓

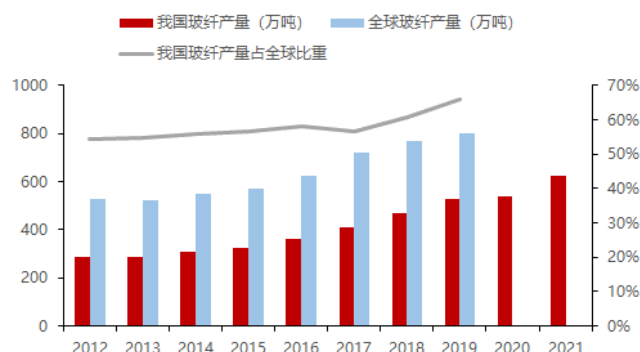
2.2.1 格局稳定，集中度高

国内视角，2020 年全国新增玻纤产量 14 万吨，同比+2.7%；2021 年年内完成点火/冷修后投产的池窑数量较多，全国新增玻纤产量 81 万吨，总产量约 624 万吨，同比增长+15.3%，近 2 年 CAGR 为 8.8%。**全球视角**，2019 年全球玻璃纤维产量 800 万吨，同比+3.9%。我国玻纤产量占全球比重稳中有升，2019 年达 65.9%。

行业集中度高。产量口径，2020-2021 年我国玻纤行业 CR3（巨石、泰玻、重庆国际）均

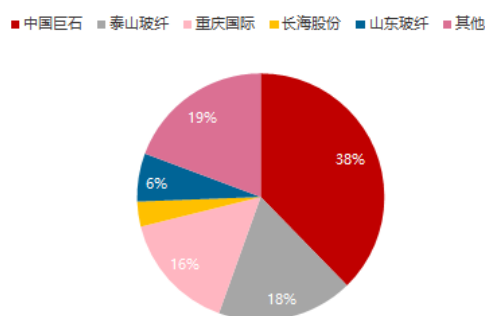
为 72%，而产能口径 2019 年全球玻纤行业 CR4（巨石、OCV、泰玻、重庆国际）达 54.6%。

图 20：2012-2021 年我国/全球玻纤产量



资料来源：中国玻纤工业协会，民生证券研究院

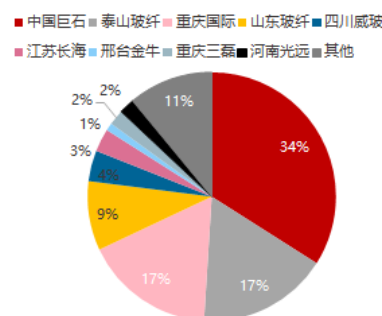
图 21：2021 年我国玻纤行业 CR3 达 72%（产量口径）



资料来源：wind，中国玻纤工业协会，民生证券研究院

注：市占率=2021 年各公司年报口径产量/2021 年我国玻纤产量；重庆国际为 2020 年数据

图 22：2019 年我国玻纤行业 CR3 达 68%（产能口径）



资料来源：前瞻产业研究院，民生证券研究院

2.2.2 新增趋缓，产能投放多在 2022H2

我们测算 2020 年新增产能约 36 万吨，且实际产能冲击不多。上半年疫情压制需求，下半年供需矛盾凸显。2021 年国内新能源汽车、电子 PCB 等需求高景气，叠加 2021H2 以来出口旺盛，供不应求导致粗纱、电子纱价格不断上调。

2021 年投放产能较大，我们测算当年新增产能 82 万吨，且下半年投放更多，有效产能增量约 44.3 万吨（其中 2021 年实际投放产能冲击 25.6 万吨，2020 年老产线爬坡产能冲击 18.7 万吨），产能冲击约 7.9%（产能冲击=当年新增有效产能/前一年在产产能）。

虽然 2021 年新增产能爬坡结束后，对 2022 年实际冲击较大，但我们预计 2022 年新产能投放边际放缓，且增量主要来自龙头企业。我们测算 2022 年当年新增产能 45.5 万吨，其中巨石预计占增量产能的 80%，并于 2022H2 甚至近年底投放，有效供给增速趋缓。预计 2022 年有效产能增量约 64.7 万吨（其中 2022 年实际投放产能冲击 16.2 万吨，2021 年老产线爬坡

产能冲击 48.5 万吨)，产能冲击约 10.1%。

表 6：我们测算 2021 年当年新增产能 82 万吨，产能冲击 44.3 万吨

2021 年玻纤行业产能情况						合计 82	合计 44.3
2021 年新增产能计划		新增合计：	72	开工时间	点火时间	当年新增产能	产能冲击
邢台金牛	点火	年产 10 万吨无碱粗纱池窑线	10	2019 年底	2021 年 3 月投产	10	6
邢台金牛	在建	年产 10 万吨无碱粗纱池窑线	10	2019 年底		0	0
中国巨石	点火	年产 15 万吨无碱粗纱池窑智能 3 线	15	2020 年 9 月底	2021 年 5 月投产	15	7.5
中国巨石	点火	桐乡 6 万吨电子纱产线 3 亿平米电子布	6		2021 年 3 月投产	6	4
中国巨石	点火	年产 15 万吨无碱粗纱池窑智能 4 线	15		2021 年 8 月投产	15	4
长海股份	点火	年产 10 万吨无碱粗纱池窑线	10		2021 年 9 月投产，但实际产能释放略迟	10	0
泰山玻纤	点火	满庄基地 9 线年产能 10 万吨/年	10		2021 年 9 月投产	10	2
泰山玻纤	点火	邹城基地 6 线年产能 6 万吨/年	6		2021 年 12 月投产	6	0
清远建韬	在建	年产 4 万吨电子纱（1.25 亿平）	4		2017 年 4 月动工，计划 2018 年点火，推迟		
重庆三磊	在建	黔江二线 8 万吨产线	8		缺资金		
2021 年冷修计划		冷修合计：	34	冷修时间	点火时间	当年新增产能	产能冲击
邢台金牛	冷修后已投产	年产 4 万吨无碱纱池窑线	4	2021 年 2 月	2021 年 3 月点火	0	-0.3
内江华原	冷修后已投产	6 线 5 万吨	5	2021 年 3 月	2021 年 5 月点火	0	-0.8
中国巨石	暂未冷修	埃及基地一线 8 改 12	8			0	0
重庆国际	冷修后已投产	长寿 F08 线 8 改 12 主要产热塑玻纤纱	8	2021 年 2 月	2021 年 4 月点火	4	4
山东玻纤	冷修后已投产	3 线 6 改 10	6	2021 年 7 月	2021 年 10 月点火	4	-0.8
泸州天蜀	冷修后已投产	一条无碱粗纱池窑产线 3 改 5	3	2021 年 8 月	2021 年 9 月点火	2	0
重庆国际	待复产	大渡口 F06 年产 7 万吨无碱池窑产线	7	2015 年 10 月冷修，计划复产			

资料来源：卓创资讯，公司公告，民生证券研究院测算

注：产能冲击=当年新增有效产能/前一年在产产能

表 7：我们测算 2022 年当年新增产能 45.5 万吨，产能冲击 64.7 万吨（主因 2021 年投产线爬坡释放）

2022 年玻纤行业产能情况						合计 45.5	合计 64.7
2022 年新增产能计划		新增合计：	52	开工时间	点火时间	当年新增产能	产能冲击
邢台金牛	在建	年产 10 万吨无碱粗纱池窑线	10	2019 年底	2022 年 3 月点火，5 月投产	10	5
中国巨石	在建	桐乡 10 万吨电子纱产线 3 亿平米电子布	10		计划 22Q2 投产	10	5
中国巨石	在建	成都 3 线 15 万吨无碱粗纱池窑	15		计划 22Q3 投产	15	4

中国巨石	在建	埃及 4 线 12 万吨无碱粗纱	12		最快计划 22Q4 投产	12	2
泰山玻纤	已发公告拟投建	山东邹城 6 万吨高模高强玻纤产线项目	6	2022 年 4 月发布拟投产公告			
重庆国际	在建	重庆国际长寿 15 万吨玻纤智能线	15	2022 年 1 月开工			
重庆国际	在建	F08 5 万吨无碱粗纱池窑线	5			5	2
清远建滔	在建	邹城基地 6 线年产能 12 万吨/年			2017 年 4 月动工, 计划 2018 年点火, 推迟		
重庆三磊	在建	黔江二线 8 万吨产线			缺资金		
2022 年冷修计划		冷修合计:	27.5	冷修时间	点火时间	当年新增产能	产能冲击
山东玻纤	冷修后已复产	6 改 10	0	2021 年 7 月冷修	2021 年 10 月点火	0	3
山东玻纤	未冷修	5 号线 6 改 10, 后改为冷修后 6 改 17	6	暂未披露预期冷修时间		0	0
泰山玻纤	停产	邹城电子纱 1 线产能 1.5 万吨/年停产	1.5	2022 年 1 月停产		-1.5	-1.5
中国巨石	预计今年冷修	桐乡 8 改 10	8	计划 2022 年冷修	节奏晚一点	2	0
中国巨石	冷修后待复产	国内 4 改 5	4	预计 2021 年 11 月或者 2022 年初冷修		1	1
中国巨石	已发冷修公告	埃及基地一线 8 改 12	8	公告日期为 2021 年 3 月, 但因欧洲需求旺未冷修, 预计等埃及 4 线投产后冷修		-8	-1.3
长海股份	已发冷修公告	天马集团拟将原 3 万吨玻纤产线技改为年产 8 万吨高模高强模量纱及深加工制品产线	3	预计最早为 22H2		0	0
泰山玻纤	已发冷修公告	邹城投年产 12 万吨无碱玻纤池窑拉丝冷修改造项目	12	暂未冷修		0	0

资料来源: 卓创资讯, 公司公告, 民生证券研究院测算

注: 产能冲击=当年新增有效产能/前一年在产产能

2.3 供需继续紧平衡

根据前文测算, 2021 年实际投放产能较多, 对 2022 年产能冲击较大, 预计今年实际产能投放边际放缓; 而 2022 年我国玻纤表观消费量测算同比+6%, 其中外贸出口、新能源汽车、风电等领域增速确定性高。我们测算 2021-2022 年玻纤行业产能富裕率为 2.65%、3.86%, 市场供需仍然紧平衡。

表 8: 我们测算 2021-2022 年我国玻纤行业产能富裕率为 2.65%、3.86%

	国内表观消费量 (万吨)	国内总产能 (万吨)	产能富裕率 (%)
2015	323	367	11.99%
2016	362	384	5.73%
2017	408	404	-0.99%

2018	468	496	5.65%
2019	527	523	-0.76%
2020	541	559	3.22%
2021	624	641	2.65%
2022E	660	687	3.86%

资料来源：中国玻纤工业协会，卓创资讯，民生证券研究院测算

注：定义产能富裕率=产能/需求-1

我们提示，更应关注 2022 年内实际投放产能冲击而非 2021 年老产线爬坡产能冲击：老产线在 22Q1 已完全（如巨石桐乡智能 3 线、巨石桐乡智能 4 线）或大部分（如长海 10 万吨新线、山玻 3 线 6 改 10）贡献增量产能，在国内部分区域运输、下游客户需求受疫情干扰的情况下，粗纱价格仍然坚挺，巨石、长海等公司 Q1 业绩超预期开门红，证明在出口持续高景气情况下，该部分增量供给已基本消化，更应关注后续产能边际变化以及“双碳”背景下行业新建产能审批严格程度。

3 “小而美” 高速成长，增量产能弹性大

3.1 新产能贡献发力，增厚全年业绩

募投 10 万吨产能已投产，新产能贡献发力，同时关注新建 60 万吨项目审批进展。

(1) 2020 年 12 月公司发行可转债，规划新建一条 10 万吨/年无碱玻纤粗纱池窑拉丝技术生产线及配套制品深加工车间。2020 年公司玻纤及制品年产能 20 万吨，产能利用率达 95.03%，基本满负荷生产，募投项目达产后公司产能增加至 30 万吨，增量达 50%。募投 10 万吨 2021 年 9 月投产，产能释放节奏略后，预计 22Q1 已贡献大部分产能。

募投项目同步增加玻纤制品产能。本次募投 10 万吨项目包含玻纤制品短切毡 6.88 万吨/年，其中本次募投项目供纱 3 万吨，其余用纱由公司其他生产线提供。2020 年公司短切毡产能约 8 万吨，新增产能部分基于老产线改造，产线效率提升，预计全面投产后短切毡产能有望超 10 万吨。

表 9：可转债 10 万吨募投项目产能及进度情况（截至 2022Q1）

	募投产能（万吨/年）	募投项目进度
玻璃纤维纱	10	
其中：对外销售直接纱	2	
对外销售短切纱	5	2021 年 9 月点火，22Q1 贡献主要产能增量
短切毡用纱	3	
短切毡	6.88	

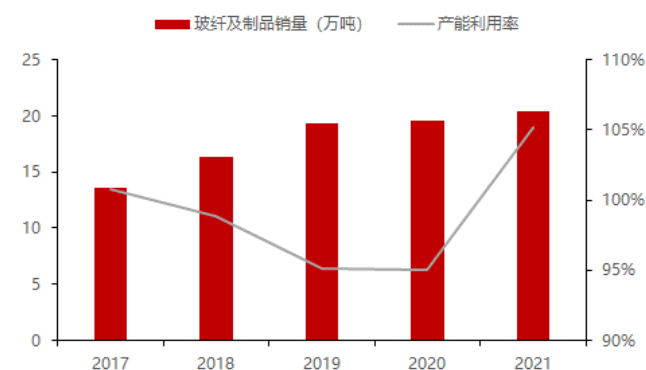
资料来源：公司公告，民生证券研究院

10 万吨产能释放后优化产品结构、降低生产成本：1) 募投项目中附加值高、单价高的短切纱占比高；2) 新线技术、成本控制更优，单线成本低于老线；3) 产品结构调整、减少产线生产切换，老线生产成本同样下降。

(2) 2022 年 4 月 20 日公告，公司全资子公司天马集团拟将原有 3 万吨玻纤产线技改为年产 8 万吨高强高模量纱及深加工制品产线，**专用于风电及新能源汽车等高端领域**，建设期 12 个月，投产后优化产品结构。

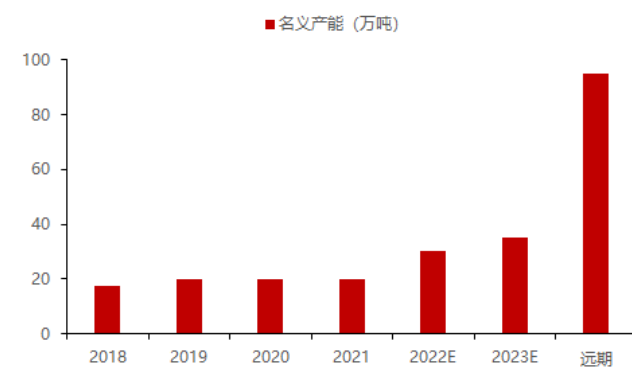
(3) 2021 年 5 月 14 日公司发布公告，拟投资 63.47 亿于江苏常州投资建设 60 万吨高性能玻纤智能制造基地，共 4 条 15 万吨/年玻纤池窑拉丝生产线，分两期实施，一期 2 条预计于 2024 年投产，二期 2 条预计于 2026 年投产。**若 60 万吨高性能玻纤智能制造基地项目建成，公司远期年产能将达 95 万吨。**项目实施尚须政府立项核准及报备、土地公开出让、环评和施工许可等前置审批工作，目前项目尚在审批中。

图 23：2017-2021 年公司玻纤及制品产能利用率在 95-105%



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 24：预计 2022-2023 年公司名义产能达 30、35 万吨



资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

2022Q1 公司实现营收 7.54 亿元，同比+36.05%，归母净利 2.28 亿元，同比+115%，扣非净利 1.82 亿元，同比+79.9%。非经常性损益 0.46 亿预计主要为铈粉利润。销售毛利率、销售净利率分别为 38.81%、30.23%，同比+5.77、+11.11pct。**玻纤及制品同比量价齐升，10 万吨新产能贡献主要增量：**

①**粗纱价格环比稳定、同比提升**，Q1 全国缠绕直接纱 2400tex 均价 6138 元/吨，同比+333 元/吨，环比-40 元/吨，基本稳定。成本端天然气成本涨幅大，叶腊石涨幅不及天然气。

②Q1 粗纱+制品销量同比增长。21Q1 公司产能预计 5 万吨，22Q1 增量来自可转债募投项目 10 万吨产线贡献，假设 10 万吨产能于 Q1 贡献 7-8 成，则公司销量或提升 30-40%。

③我们预计公司价格上涨主因：1）粗纱及制品海外销售提升，2）制品新签订单执行涨后价格。

3.2 产业链一体化布局，平滑玻纤价格波动周期

公司产业链一体化布局。公司拥有以玻纤纱、玻纤制品及玻纤复材为主的纵向产业链，子公司天马集团拥有以玻纤纱、玻纤制品、化工类产品及玻璃钢制品为主的横向产业链，内生+外延扩张实现产业链一体化。

图 25：公司玻纤产业链布局



资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司玻纤制品业务包括短切毡、湿法薄毡、复合隔板、涂层毡等。

表 10：公司玻纤制品一览

应用领域	
短切毡	广泛应用于汽车顶棚、卫浴洁具、大型储罐、透明板材等多个方面
湿法薄毡	可用于内外墙装饰、屋面防水、电子基材等方面
复合隔板	蓄电池
涂层毡	建筑建材

资料来源：公司公告，民生证券研究院

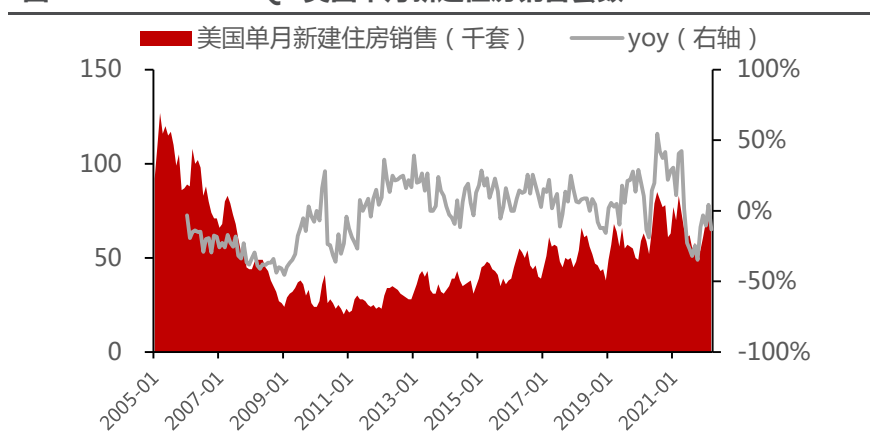
- **短切毡：汽车轻量化重要材料，公司优势明显。**短切毡可增加汽车顶棚的强度、刚性、隔热性、隔音性等性能，同时起轻量化效果，汽车轻量化推动以短切毡为原料的汽车顶棚快速增长。**公司全产业链一体化**，上游短切纱自供，下游天马集团玻纤增强材料可使用公司生产的短切毡，公司在规模、技术、客户方面具备领先优势，**2021 年国内车顶毡市占率超 50%。关注近期汽车政策密集出台，汽车链复工复产持续推进。**
- **湿法薄毡：**2021 年我国湿法毡市场规模仅占玻纤行业总规模的 3%，而北美市场湿法毡市场规模占玻纤行业总规模的 30%（2021 年），北美房地产、基建领域湿法薄毡应用较多。**海外地产需求旺盛**，2020 年 7 月美国单月新建住房销售达 2007 年以来最高值，2021-2022Q1 地产景气度延续。公司湿法薄毡国内市占率同样处于领先地位。

表 11：近期促进汽车消费政策（不完全统计）

文件	时间（2022 年）	内容
国常会	5 月 23 日	阶段性减征部分乘用车购置税 600 亿元；对中小微企业个体工商户贷款、货车车贷、遇困个人房贷消费贷，支持银行年内延期还本付息；汽车央企发放的 900 亿元货车贷款，要银企联动延期半年还本付息；稳产业链供应链，优化复工复产政策。
《广东省进一步促进消费若干措施》	4 月 28 日	广东省报废旧车，购买新能源汽车的补贴 10000 元/辆、购买燃油汽车的补贴 5000 元/辆；转出旧车，购买新能源汽车的补贴 8000 元/辆、购买燃油汽车的补贴 3000 元/辆；5-6 月期间，在原有基础上，广州增加 3 万个购车指标、深圳增加 1 万个购车指标。

资料来源：各政府官网（新华社、广东省政府官网），民生证券研究院

图 26：2005-2022Q1 美国单月新建住房销售套数



资料来源：wind，民生证券研究院

2012 年公司出资收购天马瑞盛 100%股份，同年开始对天马集团为期 4 年的收购进程。2015 年 2 月，公司控股常州天马集团有限公司（原建材二五三厂）。天马集团主营业务为玻纤及制品、化工制品、玻璃钢制品：

玻纤及制品业务主体为 3 万吨池窑，“3 改 8”后预计设计产能提升、生产成本下降、产品结构优化。

化工制品业务主要为不饱和聚酯树脂，**天马集团树脂产品是玻纤复材的重要原材料**，是玻纤全产业链上的重要环节。营收及盈利方面，2021 年公司提价以应对原材料上涨压力。2021 年公司化工制品销售 8.01 万吨（同比-0.98 万吨），实现营收 6.82 亿元，据此推算吨价格 8518 元（同比+1726 元），吨成本 7060 元（同比+1827 元），其中，吨材料成本 6428 元（同比+1861 元）。吨毛利 1458 元（同比-101 元）。

产能方面，2020 年树脂业务产能 15.06 万吨，同时天马集团年产 10 万吨不饱和聚酯树脂技改扩建项目已建成，目前正在进行调试测试，通过相关验收、试运行后将正式投入生产运营。

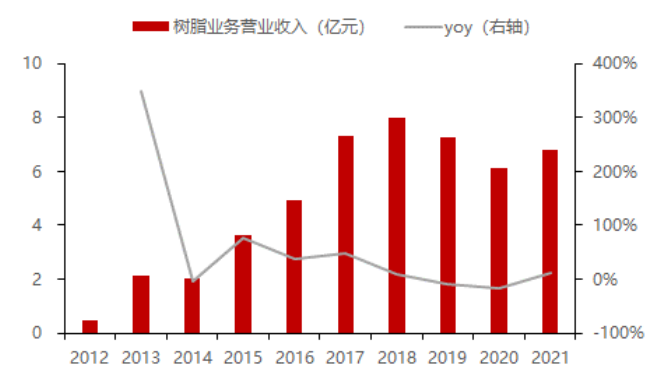
表 12：公司树脂业务产能及产能利用率

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E
树脂业务产能（万吨）	12.3	14.6	15.06	15.06	13.06	20.56
产能利用率	52.37%	57.75%	53.61%	59.74%	60.87%	

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

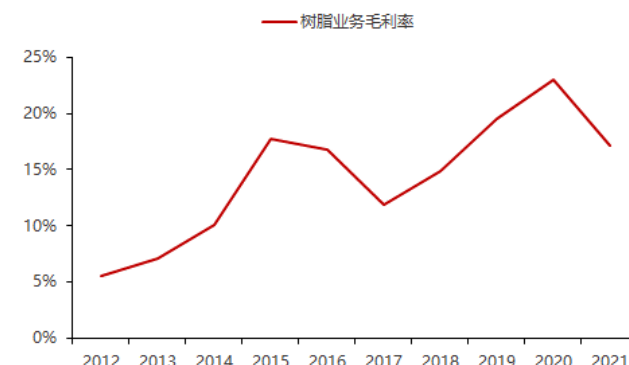
注：2021 年树脂业务产能为预计值，产能下降主因天马集团原年产 2.5 万吨不饱和聚酯树脂生产线技改，以及孙公司常州海克莱 2021 年因搬迁关闭位于滨江化工园区内生产线，涉及产能 2 万吨/年

图 27：2012-2021 年公司树脂业务营收及 yoy



资料来源：公司公告，民生证券研究院

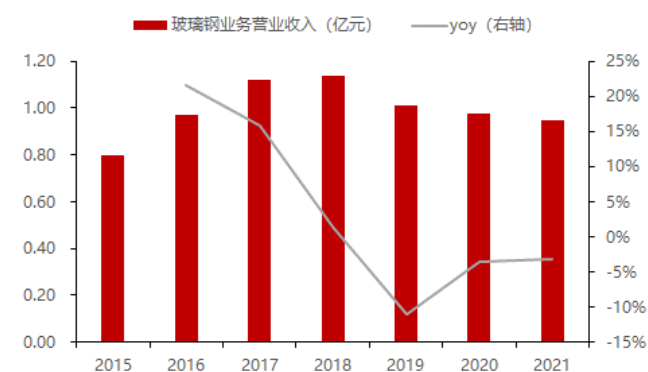
图 28：2012-2021 年公司树脂业务毛利率



资料来源：公司公告，民生证券研究院

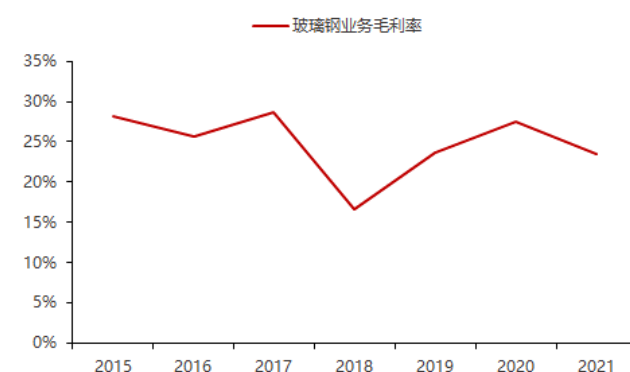
玻璃钢业务指用玻纤增强不饱和聚酯、环氧树脂与酚醛树脂基体，以玻纤或其制品作增强材料的增强塑料，**天马集团玻纤增强材料产品使用公司生产的短切毡、薄毡等玻纤制品。**

图 29：2015-2021 年公司玻璃钢业务营收及 yoy



资料来源：公司公告，民生证券研究院

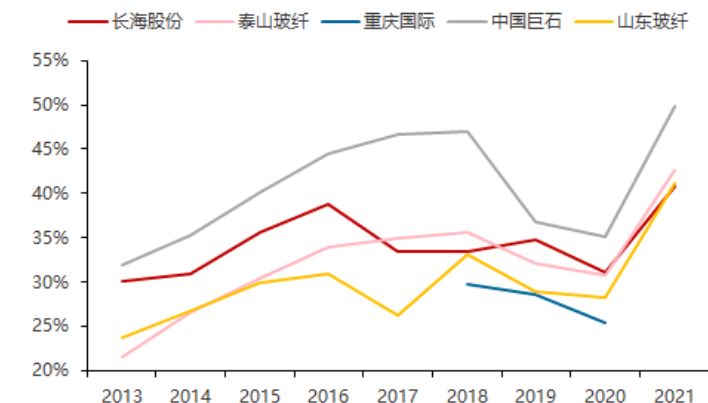
图 30：2015-2021 年公司玻璃钢业务毛利率



资料来源：公司公告，民生证券研究院

产业链一体化优势使公司玻纤及制品业务毛利率波动较为稳定。复盘近 10 年公司及相关同行毛利率变化趋势，行业景气度高、粗纱价格高位时，如 2015 年（风电“抢装潮”拉动）、2018 年（成本推涨，出口+热塑景气）、2021 年（疫情导致供需错配，下游“三驾马车”及出口轮番接棒），公司毛利率达 35-40%；粗纱价格低位时，如 2013、2017、2020 年，公司毛利率略高于 30%，毛利率波动区间小于同行。公司粗纱自用比例高于外售，全产业链平滑粗纱价格波动周期。

图 31：公司玻纤及制品毛利率波动较稳定



资料来源：wind，民生证券研究院

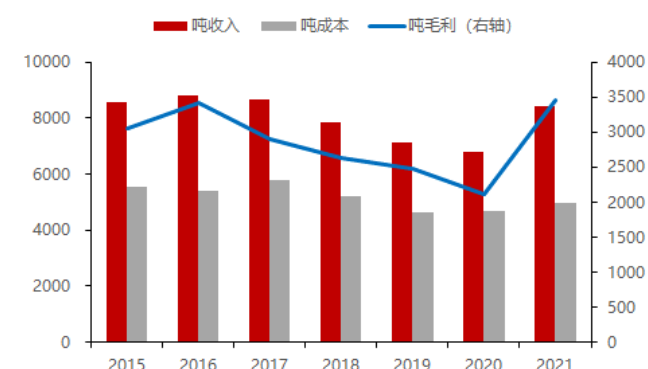
注：泰玻 2015 年为 Q1-Q3 毛利率

3.3 吨价格、负债率显著优于可比公司

吨收入显著高于同行：制品占比较高拉升公司销售均价，2021 年公司吨收入 8440 元，较泰玻、巨石、山玻分别高 555、855、2419 元。

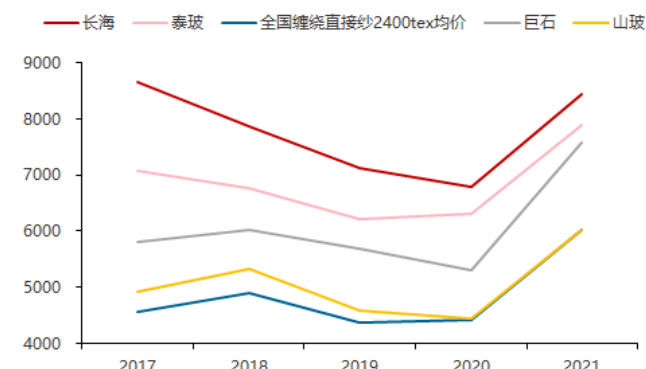
吨成本存在优化空间：2016 年公司定增募投项目新增 7 万吨玻纤产能，产能投放后 2017-2020 年公司吨成本下降明显。2021 年公司吨成本 4992 元，同比+319 元，主因原材料、能源成本上涨。当前公司产能规模相对较小，2021Q4 以来公司增量产能弹性大，产能投放后进一步提升竞争力、降低成本。

图 32：2015-2021 年公司吨收入/吨成本/吨毛利（元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

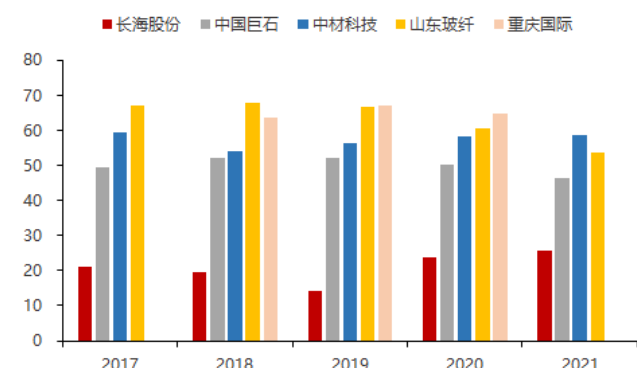
图 33：2017-2021 年玻纤行业吨收入（元）与粗纱价格比较



资料来源：各公司公告，卓创资讯，民生证券研究院

2021 年末公司资产负债率 25.69%，显著低于行业平均水平 52.81%。2019-2021 年公司负债率提升明显，对应的是在玻纤景气周期加大产能投资计划。我们认为公司后续可加杠杆空间较大（达到行业平均仍需增长 1.1 倍），潜在项目包括天马集团“3 改 8”项目、及尚在审批流程的 60 万吨高性能玻纤智能制造基地项目，未来或积极引入负债加速产能扩张和技改。

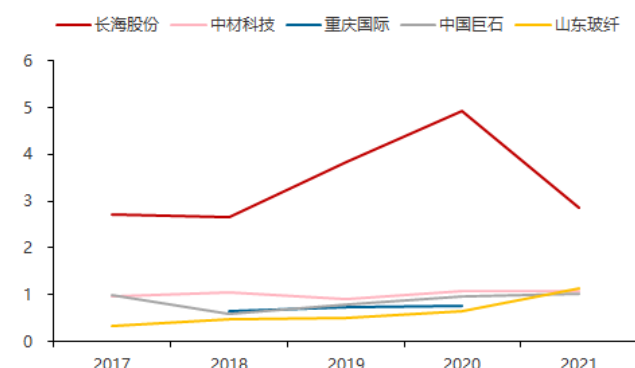
图 34：公司资产负债率（%）显著低于同行



资料来源：wind，民生证券研究院

注：泰玻数据为母公司中材国际

图 35：公司流动比率显著高于同行



资料来源：wind，民生证券研究院

注：泰玻数据为母公司中材国际

3.4 关注近期行业边际变化

3.4.1 关税、汇率均有改善迹象

- **出口美国 25%关税存在减免可能性**：2018、2019 年美国分 2 次对约 2000 亿美金的中国商品合计加征关税 25%，其中包含玻纤。2022 年 5 月 3 日美国贸易代表办公室宣布，4 年前对中国输美商品加征关税的两项行动将分别于今年 7 月 6 日和 8 月 23 日结束，该办公室即日起启动对相关行动的复审程序。**5 月 10 日，拜登称为应对通货膨胀，有可能取消特朗普时期对中国产品加征的部分关税。**
- **汇率**：2022 年 4 月以来人民币兑美元贬值明显，海外订单收益。

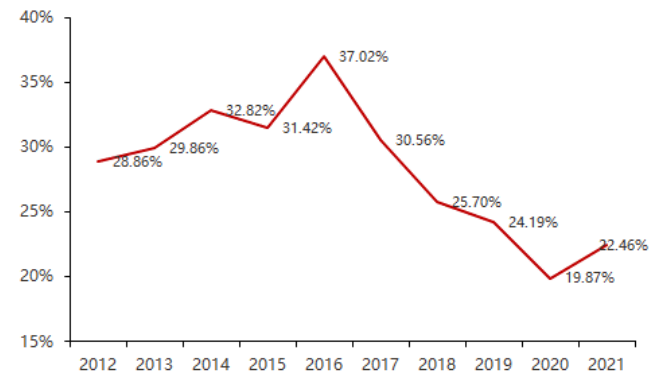
2021 年公司出口收入占比达 22.46%，同比+2.59pct，海外玻纤及制品业务量价齐升。近期关税、汇率均有改善迹象，此外，公司主要出口市场为欧洲，欧洲玻纤供给端受天然气价格上涨影响较大，依赖于中国玻纤及制品进口，我们预计 2022 年公司出口收入占比将持续提升。

图 36：2022 年 4 月以来人民币兑美元贬值明显



资料来源：wind，民生证券研究院

图 37：2012-2021 年公司出口收入占比



资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司出口欧洲的贸易摩擦税率低于同行。1) 2020 年 6 月 15 日，欧盟委员会对原产于中国及埃及的玻纤织物作出反补贴肯定性终裁，公司反补贴税率为 24.8%，反倾销税率为 37.6%，税率较粗纱为主的同行公司，有一定优势；2) 公司出口欧洲以玻纤制品为主，玻纤制品反补贴税率低于玻纤织物。

表 13：中国涉案玻纤企业出口欧洲双反税率表

中国制造商	反补贴税	修改后反倾销税
巨石集团	30.7%	69%
浙江恒石	30.7%	69%
泰山玻纤	30.7%	69%
宏发新材	17%	37.6%
重庆天勤	17%	37.6%
双反调查合作的企业（常熟东宇、常州普泰、江苏长海、内江华原、浙江联洋、浙江鸿铭）	24.8%	37.6%
反倾销调查合作、反补贴调查不合作的企业（江苏九鼎）	39.7%	34%

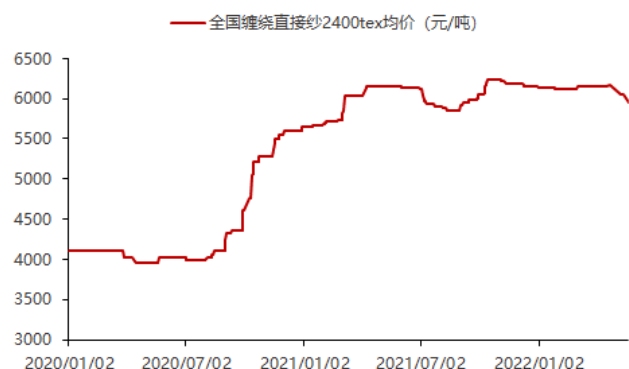
资料来源：欧盟委员会，民生证券研究院

3.4.2 5 月以来粗纱价格小幅回落

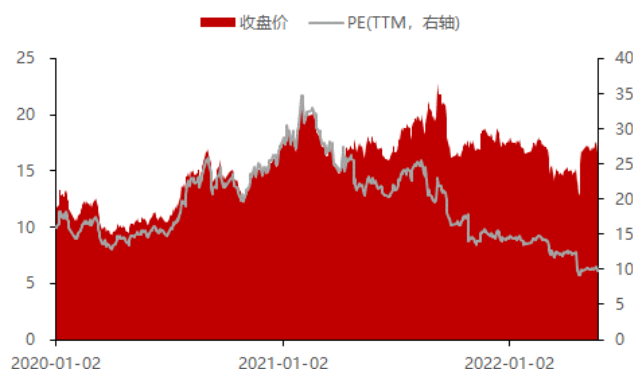
复盘 2020Q3 至今玻纤供需关系，疫情导致供需错配，静待需求跟随经济复苏：

价格变化：2020 年 8 月玻纤开始提价，以全国缠绕直接纱 2400tex 均价为例，第一次阶段性峰值 6157 元/吨出现在 2021 年 5 月，同比涨幅为 54.3%，较 2020Q2 低点上涨 54.3%；第二次阶段性峰值 6233 元/吨出现在 2021 年 10 月，同比涨幅为 23.4%，较 2020Q2 低点上涨 56.2%。

股价表现：2020.4.1（长海股价阶段性低点）-2021.9.8（长海股价阶段性高点）股价涨幅为 149%，阶段性高点对应 PE-TTM 为 23X。

图 38：2020 年至今玻纤价格走势（元/吨）


资料来源：卓创资讯，民生证券研究院

图 39：长海股份股价走势（元/股）及 PE-TTM


资料来源：wind，民生证券研究院

供需关系：1) 2020H2 国内需求回升，供需矛盾开始凸显。我们测算 2020 年新增产能约 36 万吨，且实际产能冲击不多，而需求端 2020 年为陆上风电享受补贴最后一年，“抢装潮”下全年尤其是 Q4 风电纱需求旺；2) 2021 年新能源汽车、电子 PCB 等全年高景气，叠加 2021H2 以来海外需求恢复、出口重回上升通道，而供给投放多在下半年，供不应求态势持续。

本轮价格变化“不一样”：

- **价格峰值更高、高位持续时间更长。**玻纤价格 2021 年 3 月突破 6000 元/吨，为 2012 年以来最高点；玻纤价格在 5800 元/吨以上高位维持超 1 年时间（2021 年 3 月至今），2021H2 产能投放较多，但粗纱价格保持坚挺。
- **弱化周期属性。**2020Q3 至今，需求端“三驾马车”热塑、风电、电子轮番接棒，同时供给端受“双碳”政策影响，部分企业产能投放多有波折，供需端变化熨平周期波动。
- **成本和价格可能出现趋势性变化。**1) 复盘近 10 年玻纤价格，受供需影响各年份间波动各异，但拉长时间维度看，整体价格呈下行趋势，主因玻纤企业尤其是龙头以技术进步推动成本下降，成本下降带来价格下行空间，价格下行提高玻纤性价比并拓宽应用领域。2) 国际逆全球化趋势和我国“双碳”大背景下，基础原材料如煤炭、天然气以及电力等价格中枢或将上移，玻纤企业成本端通过降低单耗或无法完全对冲原材料上涨影响。未来玻纤可能以高于历史水平的单价和成本发展。

2022 年 5 月以来粗纱价格小幅回落 200-300 元/吨。5 月初粗纱价格回落 100-200 元/吨，5 月 20 日粗纱价格继续环比回落 100 元，预计与 5 月上旬金牛投产（3 月底点火）有关，节奏符合预期，另外受疫情影响，库存环比上涨。

表 14：近期玻纤价格（元/吨，电子布为元/米）小幅回落

玻纤品类（厂家报价）	2021.5.20 价格	2022.5.20 价格	2022.3.20 价格	近 2 月环比	同比	中枢价格
2400tex 直接缠绕纱（最常用）	6157	5958	6150	-3.12%	-3.23%	5050（近 10 年）
SMC 纱（泰山玻纤）	8550	8500	8800	-3.41%	-0.58%	
BMC 纱（OC 中国）	9000	8800	7700	14.29%	-2.22%	
喷射合股纱（重庆国际）	8150	9250	9800	-5.61%	13.50%	
热塑直接纱（山东玻纤）	6500	6200	6600	-6.07%	-4.62%	
喷射纱（泰山玻纤）	9000	9600	10000	-4.00%	6.67%	
高模量直接纱（OC 中国，风电 H 玻纤）	11500	12000	12000	0%	4.35%	
板材纱（山东玻纤）	8350	8400	8800	-4.55%	-0.60%	
毡用纱（泰山玻纤）	9450	8650	9200	-5.97%	-8.47%	
7628 电子布	8.3	3.95	3.85	2.60%	-52.41%	6.4（近 1 年半）

资料来源：卓创资讯，民生证券研究院

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测假设与业务拆分

关键假设：

1) 根据产能投放进度，预计2022-2023年公司玻纤及制品销量（假设产销率100%，后同）分别为27.5、33万吨，除产能爬坡外，2022年玻纤及制品增量主要对应募投10万吨项目投产；2023年增量主要对应天马集团“3改8”产线冷修完成后投产；预计2022-2023年公司化工制品销量分别为11.5、15万吨，增量主要来自于天马集团2.5改10产线冷修完成后产能陆续投放。

2) 公司2021年玻纤及制品单吨均价在8446元/吨，近期粗纱价格小幅回调，但我们预计玻纤行业景气度延续，需求端出口持续向好，供给端新增产能投放多在22H2，我们预计2022-年玻纤及制品单吨均价为8350元/吨。

3) 预计2022年玻纤及制品毛利率为38.42%，同比下滑主因单吨材料、能源成本上升。

表 15：公司营收拆分-假设表

	2021A	2022E	2023E	2024E
玻纤及制品				
销售量（万吨）	20.4	27.5	33	39
单吨均价（元/吨）	8446	8350	8350	8350
营业收入（亿元）	17.2	23.0	27.6	32.6
Yoy	29.5%	33.2%	20.0%	18.2%
毛利率	40.85%	38.42%	39.10%	39.41%
化工制品				
销售量（万吨）	8.0	11.5	15	17
单吨均价（元/吨）	8518	8600	8600	8600
营业收入（亿元）	6.8	9.9	12.9	14.6
Yoy	11.2%	45.0%	30.4%	13.3%
毛利率	17.12%	20.37%	21.57%	21.96%
整体营收				
营业收入（亿元）	33.8	33.8	41.5	48.3
Yoy	22.7	35.1	22.5	16.4
毛利率	33.72%	32.75%	33.30%	33.80%
盈利情况				
归母净利润（亿元）	5.72	7.37	8.66	10.46
归母净利润/营业收入	22.84%	21.70%	20.87%	21.68%

资料来源：wind，民生证券研究院预测

根据以上假设，我们预计2022-2024年公司玻纤及制品营收同比增速分别为33.2%、20%、18.2%。预计2022-2024年公司整体营收分别为33.86、41.46、48.25亿元，归母净利润分别为

7.35、8.66和10.46亿元。

4.2 估值分析及投资建议

我们选取中国巨石、中材科技、山东玻纤作为可比上市公司。横向对比，A 股玻纤行业公司股价对应 2022 年平均 PE 为 9x 左右，公司当前股价对应 2022 年 PE 为 10x。

我们预计未来 3 年公司归母净利润 CAGR 为 22%，同时可比公司为 14%。我们认为公司股价的β因素体现为玻纤行业景气延续、板块估值提升，α因素体现为公司增量产能弹性大，产能投放后所带来的吨成本降低、吨毛利提升。**鉴于公司相比同行具备较高的成长性，我们认为其可享受一定的估值溢价。**

表 16：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
600176	中国巨石	15.52	1.51	1.68	1.78	10	9	9
002080	中材科技	21.93	2.01	2.52	2.95	11	9	7
605006	山东玻纤	10.08	1.09	1.34	1.53	9	8	7
平均						10	9	8
300196	长海股份	17.36	1.40	1.80	2.12	12	10	8

资料来源：wind，民生证券研究院预测；

注：中国巨石、中材科技、山东玻纤均已覆盖，股价时间为 2022 年 5 月 26 日

表 17：可比公司净利润 CAGR 对比表

	2022E	2023E	2024E	2021-2024 年归母净利润 CAGR
中国巨石	11%	6%	10%	9%
中材科技	26%	17%	7%	16%
山东玻纤	23%	14%	11%	16%
平均	20%	12%	9%	14%
长海股份	28%	18%	21%	22%

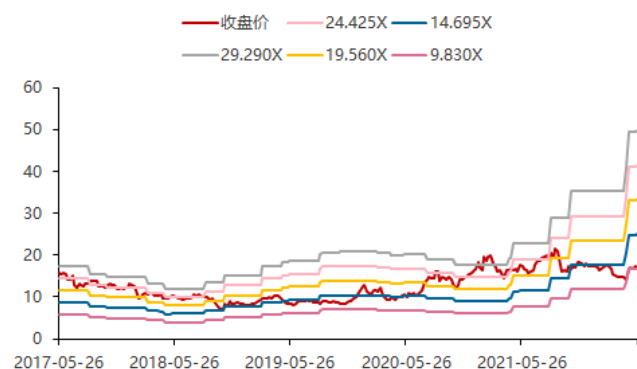
资料来源：wind，民生证券研究院预测；

注：中国巨石、中材科技、山东玻纤均已覆盖

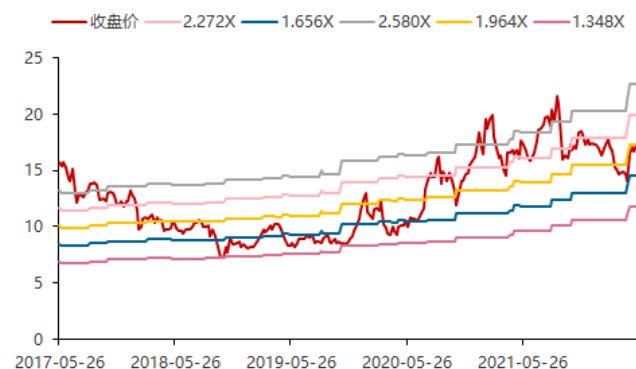
纵向比较，公司当前相对估值水平具备较大安全边际。复盘近 5 年公司 PE、PB 波动，公司估值指标呈现周期波动特点，但我们认为：

1) 本轮玻纤价格波动，价格峰值更高、高位持续时间更长，且行业弱化周期，表现远强于 2014-2015 年以及 2017Q4-2018H1，需求端“三驾马车”不断接棒，供给端能耗指标趋严。当前“双碳”背景下，能源成本或将较长时间维持高位，带动玻纤价格维持高位，**行业估值中枢或将提升；**

2) 当前公司 PE 位于近 5 年中枢低点，而 PB 位于近 5 年中枢。公司增量产能弹性大，成长性优于过往，同时产能投放后将进一步提升竞争力、降低成本，吨毛利有进一步上升空间，**公司估值中枢有望提升。**

图 40：公司近 5 年中枢 PE-TTM 在 19.6x


资料来源：wind，民生证券研究院

图 41：公司近 5 年中枢 PB 在 1.96x


资料来源：wind，民生证券研究院

投资建议：继续关注长海股份“小而美”持续扩张，①公司玻纤全产业链布局，产能投放后进一步提升竞争力、降低成本，②优化产品结构，风电纱产品持续推进，③新建项目审批进展，④出口景气持续。我们预计2022-2024年公司归母净利润分别为7.35、8.66和10.46亿元，5月26日收盘价对应PE分别为10x、8x、7x，维持“推荐”评级。

5 风险提示

1) 宏观经济下行的风险。玻纤大部分下游需求增速与宏观经济挂钩，若宏观经济持续下行，行业需求或不及预期。

2) 行业产能投放较多。我们测算2022年新产能预计多于下半年投放，全年以消化2021年投放产能边际冲击为主。但若行业产能投放超预期，供需格局将受到影响。

3) 燃料价格大幅波动。近期受地缘摩擦等因素影响，天然气价格短期内涨幅较大，若原材料价格持续高位运行，公司盈利能力或受影响。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2506	3386	4146	4825
营业成本	1661	2277	2765	3194
营业税金及附加	16	20	27	29
销售费用	59	82	115	134
管理费用	90	121	157	174
研发费用	103	139	171	199
EBIT	586	746	911	1095
财务费用	11	15	14	12
资产减值损失	-3	0	0	0
投资收益	11	13	17	20
营业利润	660	841	995	1209
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	660	841	995	1209
所得税	88	106	129	163
净利润	572	735	865	1045
归属于母公司净利润	572	735	866	1046
EBITDA	747	974	1148	1342

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	751	837	1326	2026
应收账款及票据	422	562	699	809
预付款项	17	20	24	30
存货	220	276	339	401
其他流动资产	615	686	799	890
流动资产合计	2024	2382	3188	4155
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	2308	2585	2753	2911
无形资产	155	150	146	142
非流动资产合计	2672	2960	3138	3295
资产合计	4697	5342	6326	7450
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	561	503	667	852
其他流动负债	145	199	254	271
流动负债合计	707	702	921	1123
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	500	500	500	500
非流动负债合计	500	500	500	500
负债合计	1206	1202	1421	1623
股本	409	409	409	409
少数股东权益	-4	-4	-5	-5
股东权益合计	3490	4140	4905	5828
负债和股东权益合计	4697	5342	6326	7450

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	22.71	35.10	22.45	16.37
EBIT 增长率	80.67	27.44	22.04	20.25
净利润增长率	111.46	28.41	17.82	20.81
盈利能力 (%)				
毛利率	33.72	32.75	33.30	33.80
净利率	22.80	21.71	20.87	21.67
总资产收益率 ROA	12.19	13.76	13.69	14.04
净资产收益率 ROE	16.38	17.74	17.64	17.94
偿债能力				
流动比率	2.87	3.39	3.46	3.70
速动比率	2.53	2.97	3.07	3.32
现金比率	1.06	1.19	1.44	1.80
资产负债率 (%)	25.69	22.49	22.46	21.78
经营效率				
应收账款周转天数	60.74	60.01	60.94	60.56
存货周转天数	48.36	44.30	44.71	45.79
总资产周转率	0.53	0.63	0.66	0.65
每股指标 (元)				
每股收益	1.40	1.80	2.12	2.56
每股净资产	8.54	10.13	12.00	14.26
每股经营现金流	1.46	1.51	2.33	2.81
每股股利	0.15	0.22	0.25	0.31
估值分析				
PE	12	10	8	7
PB	2.0	1.7	1.4	1.2
EV/EBITDA	9.12	6.90	5.43	4.12
股息收益率 (%)	0.86	1.24	1.46	1.77

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	572	735	865	1045
折旧和摊销	161	227	237	247
营运资金变动	-69	-276	-97	-66
经营活动现金流	598	616	950	1148
资本开支	-918	-435	-355	-324
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-1040	-422	-339	-305
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-26	0	0	0
筹资活动现金流	-72	-107	-122	-144
现金净流量	-530	86	489	699

插图目录

图 1：公司股权架构（截至 2022Q1）	3
图 2：公司股权架构（截至 2022Q1）	3
图 3：2017-2021 年公司营收及增速	4
图 4：2017-2021 年公司归母净利及增速	4
图 5：2017-2021 年公司毛利率及净利率	4
图 6：2017-2021 年公司期间费用率表现	4
图 7：2017-2021 年公司营收结构	5
图 8：2017-2021 年公司主要业务毛利率情况	5
图 9：我国玻纤下游应用领域占比（2019 年）	6
图 10：2021 年我国建筑业总产值同比+11%	6
图 11：2011-2021 年我国玻纤及制品出口总量	7
图 12：风电叶片中玻纤应用	8
图 13：风电叶片材料成本占比（2017 年）	8
图 14：2007-2021 年我国风电并网每年新增容量	8
图 15：2019Q1-2022Q1 我国风电并网新增容量	8
图 16：汽车轻量化改造主要零部件	9
图 17：某纯电动汽车各部分重量占比（2019 年）	9
图 18：2021 年我国新能源车销量同比+157%	10
图 19：我国新能源车渗透率迅速提升	10
图 20：2012-2021 年我国/全球玻纤产量	12
图 21：2021 年我国玻纤行业 CR3 达 72%（产量口径）	12
图 22：2019 年我国玻纤行业 CR3 达 68%（产能口径）	12
图 23：2017-2021 年公司玻纤及制品产能利用率在 95-105%	17
图 24：预计 2022-2023 年公司名义产能达 30、35 万吨	17
图 25：公司玻纤产业链布局	17
图 26：2005-2022Q1 美国单月新建住房销售套数	18
图 27：2012-2021 年公司树脂业务营收及 yoy	19
图 28：2012-2021 年公司树脂业务毛利率	19
图 29：2012-2021 年公司玻璃钢业务营收及 yoy	20
图 30：2012-2021 年公司玻璃钢业务毛利率	20
图 31：公司玻纤及制品毛利率波动较稳定	20
图 32：2015-2021 年公司吨收入/吨成本/吨毛利（元）	21
图 33：2017-2021 年玻纤行业吨收入（元）与粗纱价格比较	21
图 34：公司资产负债率（%）显著低于同行	21
图 35：公司流动比率显著高于同行	21
图 36：2022 年 4 月以来人民币兑美元贬值明显	22
图 37：2012-2021 年公司出口收入占比	22
图 38：2020 年至今玻纤价格走势（元/吨）	23
图 39：长海股份股价走势（元/股）及 PE-TTM	23
图 40：公司近 5 年中枢 PE-TTM 在 19.6x	27
图 41：公司近 5 年中枢 PB 在 1.96x	27

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1：各类材料物理性质对比	6
表 2：中国玻璃纤维纱及制品出口统计	7
表 3：我国风电纱需求预测	9
表 4：我们测算 2021-2022 年我国新能源车玻纤需求量增速分别为 184%、72%	10
表 5：我们测算 2022 年我国玻纤表观消费量为 660 万吨，同比+6%	11

表 6：我们测算 2021 年当年新增产能 82 万吨，产能冲击 44.3 万吨	13
表 7：我们测算 2022 年当年新增产能 45.5 万吨，产能冲击 64.7 万吨（主因 2021 年投产线爬坡释放）	13
表 8：我们测算 2021-2022 年我国玻纤行业产能富裕率为 2.65%、3.86%	14
表 9：可转债 10 万吨募投项目产能及进度情况（截至 2022Q1）	16
表 10：公司玻纤制品一览	18
表 11：近期促进汽车消费政策（不完全统计）	18
表 12：公司树脂业务产能及产能利用率	19
表 13：中国涉案玻纤企业出口欧洲双反税率表	22
表 14：近期玻纤价格（元/吨，电子布为元/米）小幅回落	24
表 15：公司营收拆分-假设表	25
表 16：可比公司 PE 数据对比	26
表 17：可比公司净利润 CAGR 对比表	26
公司财务报表数据预测汇总	29

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

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。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。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。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

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