

300196.SZ

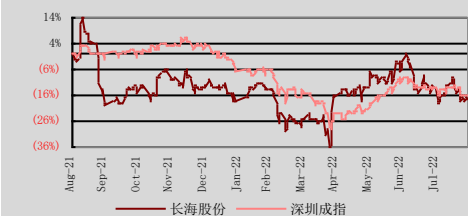
增持

原评级: 增持

市场价格: 人民币 16.22

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(8.8)	(6.8)	(6.2)	(19.2)
相对深证成指	10.3	(4.4)	(12.1)	(2.2)

发行股数(百万)	409
流通股(%)	60
总市值(人民币 百万)	6,629
3 个月日均交易额(人民币 百万)	89
净负债比率(%) (2022E)	净现金
主要股东(%)	
杨鹏威	42

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以 2022 年 8 月 30 日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

建筑材料: 玻璃玻纤

证券分析师: 陈浩武

(8621)20328592

haowu.chen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300520090006

联系人: 杨逸菲

(8621)20328458

yifei.yang@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300122030023

长海股份

构筑一体化玻纤产业链, 业绩弹性逐渐释放

公司是玻纤制品细分领域龙头, 2007 年起自产玻纤纱, 实现玻纤制品的自我配套, 完成产业链纵向延伸; 2012-2016 年间收购天马瑞盛和天马集团, 构建横向产业链, 充分发挥协同效应。2021 年公司 10 万吨玻纤纱产线点火, 有望带来较大的业绩弹性。我们维持公司增持评级。

支撑评级的要点

- 玻纤制品细分领域龙头, 产品应用广泛, 市场空间较大: 公司主营玻纤制品, 是短切毡、湿法薄毡细分领域的龙头公司。短切毡产品主要应用于汽车车顶棚和玻璃钢, 随着汽车轻量化的推进, 该市场有望快速增长; 湿法薄毡可以用于风电项目以及建材装饰材料的基材, 与发达国家相比, 其渗透率仍有较大空间。
- 自产玻纤纱完成产业链纵向延伸, 产能迈入第二梯队: 公司目前有两大基地四条产线在产, 合计 30 万吨粗纱产能, 已经迈入玻纤纱产能第二梯队。产能提升驱动公司业绩稳健增长, 2012-2021 年, 公司玻纤及制品营业收入从 5.5 亿元增至 17.2 亿元, 年复合增长率为 13.4%; 2022H1 玻纤及制品营收 11.9 亿元, 同比增长 49.5%。
- 收购天马集团构筑横向产业链, 充分发挥协同效应: 公司客户中生产玻璃钢制品的企业可以一站式采购玻璃纤维、不饱和树脂、其他化工辅料和技术服务。公司和天马集团在市场开拓和客户资源共享上可以充分发挥协同优势, 打造核心竞争力。
- 财务指标表现良好, 低负债率赋予扩产潜力: 公司 2022H1 毛利率 37.8%, 盈利能力处于行业中上水平, 盈利质量较高, 营运能力领先同业。公司资产负债率明显低于行业平均, 整体偿债能力指标表现良好。

估值

- 公司新产线投放带来业绩弹性, 同时公司适时出售贵金属增厚利润。预计 2022-2024 年公司收入为 32.2、39.4、46.0 亿元; 归母净利润分别为 7.6、8.9、10.3 亿元; EPS 分别为 1.9、2.2、2.5 元。维持公司增持评级。

评级面临的主要风险

- 玻纤产能超预期投放, 生产成本上升, 需求增速不及预期。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入(人民币 百万)	2,043	2,506	3,220	3,936	4,604
变动(%)	(8)	23	28	22	17
归母净利润(人民币 百万)	271	572	760	887	1,032
全面摊薄每股收益(人民币)	0.662	1.401	1.860	2.169	2.525
变动(%)	(8.2)	111.5	32.8	16.6	16.4
全面摊薄市盈率(倍)	24.5	11.6	8.7	7.5	6.4
价格/每股现金流量(倍)	28.2	(15.0)	8.0	6.2	5.2
每股现金流量(人民币)	0.58	(1.08)	2.04	2.61	3.14
企业价值/息税折旧前利润(倍)	13.5	8.0	6.0	5.4	4.7
每股股息(人民币)	0.10	0.15	0.19	0.22	0.25
股息率(%)	0.6	0.9	1.2	1.4	1.5

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

目录

投资概要：坐拥玻纤纱-制品-复合材料完整产业链的玻纤企业	6
深耕玻纤制品细分领域，打造一体化玻纤产业链	6
主营玻纤及化工业务，业绩持续增长，盈利能力稳定	7
玻纤行业：供需持续紧平衡，高景气有望延续	9
玻璃纤维性能优异，应用场景众多	9
2022 年需求分析：玻纤需求保持稳定增长	10
供给端，玻纤产量快速提升，头部企业规模优势明显	14
2022 年供给分析：龙头企业扩产积极，考虑产能爬坡及冷修，实际供给冲击可控	17
需求疲软和供给刚性之间存在错配，价格承压，静待需求恢复	19
公司优势	21
玻纤制品细分领域龙头，自产玻纤纱迈入产能第二梯队	21
产能智造升级，降本增效带来业绩弹性	24
自主研发掌握核心技术，持续增强竞争力	24
深耕海外市场，出口高景气增厚公司利润	25
收购天马集团构筑横向产业链，充分发挥协同效应	27
各项财务指标表现良好，低负债率赋予扩产升级潜力	30
盈利预测	33
关键假设：	33

图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1.长海股份历史沿革.....	6
图表 2.长海股份股权结构图.....	6
图表 3.长海股份产业链布局.....	7
图表 4. 公司 2012-2022H1 营业收入.....	7
图表 5. 公司 2012-2022H1 归母净利润.....	7
图表 6.主营业务收入占比.....	8
图表 7. 公司 2012-2022H1 盈利能力情况	8
图表 8. 主要产品毛利率情况.....	8
图表 9.玻纤产业链.....	9
图表 10.玻纤纱分类.....	9
图表 11.玻纤制品分类.....	9
图表 12.玻纤复合材料.....	10
图表 13.玻纤纱、玻纤制品、玻纤复合材料应用示意图.....	10
图表 14.玻纤产品在建筑中的应用.....	11
图表 15. 2021-2022 年建筑领域玻纤需求量测算.....	11
图表 16.叶片结构与选材（长度方向）	11
图表 17.叶片结构与选材（截面方向）	11
图表 18.2021-2022 年风电领域玻纤需求量测算.....	12
图表 19.电子纱产业链示意图.....	12
图表 20. 2022-2023 年电子纱需求预测	13
图表 21.玻璃纤维在汽车中的应用.....	13
图表 22.不同国家/地区对汽车百公里油耗目标（单位：百公里油耗 升）	13
图表 23. 2022-2023 年汽车领域玻纤需求预测	14
图表 24. 欧洲天然气价格涨幅较大.....	14
图表 25. 2022 年上半年玻纤出口高度景气（单位：吨）	14
图表 26. 2022-2023 年玻纤需求预测汇总.....	14
图表 27. 玻纤纱产量增速保持在合理范围	15
图表 28.复合材料产量平稳增长.....	15
图表 29. 玻纤纱生产流程示意图	16
图表 30.玻纤行业准入门槛不断提升	16

图表 31. 优秀公司的良性循环.....	17
图表 32. 2022 年国内产能格局	17
图表 33. 2021 年冷修产能情况 (万吨)	17
图表 34. 2022-2023 年冷修/拟冷修产能 (万吨)	17
图表 35. 2021 年新增产能集中在下半年释放 (万吨)	18
图表 36. 2022-2023 年新增产能及其他在建拟建产能 (万吨)	18
图表 37. 2022 年国内较 2021 年实际产能冲击约 80.5 万吨	19
图表 38. 国内玻纤需求受华东地区疫情影响较大.....	19
图表 39. 海外需求超预期, 对国内需求形成弥补.....	19
图表 40. 玻纤行业 22 年上半年供需紧平衡	19
图表 41. 价格变化滞后于供需缺口变化	19
图表 42. 2400tex 缠绕直接纱均价	20
图表 43. 国内玻纤行业库存天数有所上升.....	20
图表 44. 公司玻纤纱与制品产能梳理	21
图表 45. 短切毡生产流程示意图	21
图表 46. 湿法薄毡生产流程示意图	21
图表 47. 复合隔板生产流程示意图	22
图表 48. 公司玻纤纱产能与基地梳理	22
图表 49. 公司已公告的玻纤纱生产线项目	23
图表 50. 2012-2022H1 玻纤及制品营业收入	23
图表 51. 玻纤纱产能持续扩张.....	23
图表 52. 2012-2021 年玻纤及制品产销情况	23
图表 53. 玻纤及制品销售情况 (均价单位: 元/吨)	23
图表 54. 玻纤制品售价同业对比 (单位: 元/吨)	23
图表 55. 玻纤成本拆分.....	24
图表 56. 生产单吨玻纤对应各项成本情况 (单位: 元/吨)	24
图表 57. 研发人员占比.....	24
图表 58. 研发投入占比.....	24
图表 59. 2020 年末公司在热塑材料及浸润剂领域掌握的核心技术	25
图表 60. 2020 年末公司热塑材料及浸润剂在研产品及进展	25
图表 61. 公司销售网络.....	26
图表 62. 欧盟反倾销税同业比较	26
图表 63. 欧盟反补贴税同业比较	26
图表 64. 粗纱出口需求旺盛, 价格处于高位	27
图表 65. 公司玻纤产品销售均价与出口占比有相关性	27

图表 66. 公司分多次收购天马瑞盛及天马集团，完成复合材料领域布局	28
图表 67. 化工制品营业收入与增速	28
图表 68. 化工制品产能情况	28
图表 69. 化工制品产销量	29
图表 70. 化工制品毛利率情况	29
图表 71. 玻璃钢营业收入与增速	29
图表 72. 玻璃钢产销量情况	29
图表 73. 玻璃钢毛利率	29
图表 74. 玻璃钢吨成本、吨毛利	29
图表 75. 毛利率获得明显改善	30
图表 76. 净利率水平处于行业中上游	30
图表 77. 费用管控能力优于同业	30
图表 78. 净资产收益率较为稳定	30
图表 79. 资产负债率明显低于行业平均水平	31
图表 80. 财务费用率较低	31
图表 81. EBITDA/利息费用指标远高于同业水平	31
图表 82. 速动比率远高于同业水平	31
图表 83. 公司经营活动产生现金能力较强	32
图表 84. 非经常性损益占比较小，经营情况稳定	32
图表 85. 应收帐款周转率明显提升（单位：次）	32
图表 86. 净营运周期指标表现良好（单位：天）	32
图表 87. 公司盈利预测拆分	33
图表 88. 相对估值	33
损益表(人民币 百万)	35
资产负债表(人民币 百万)	35
现金流量表(人民币 百万)	35
主要比率 (%)	35

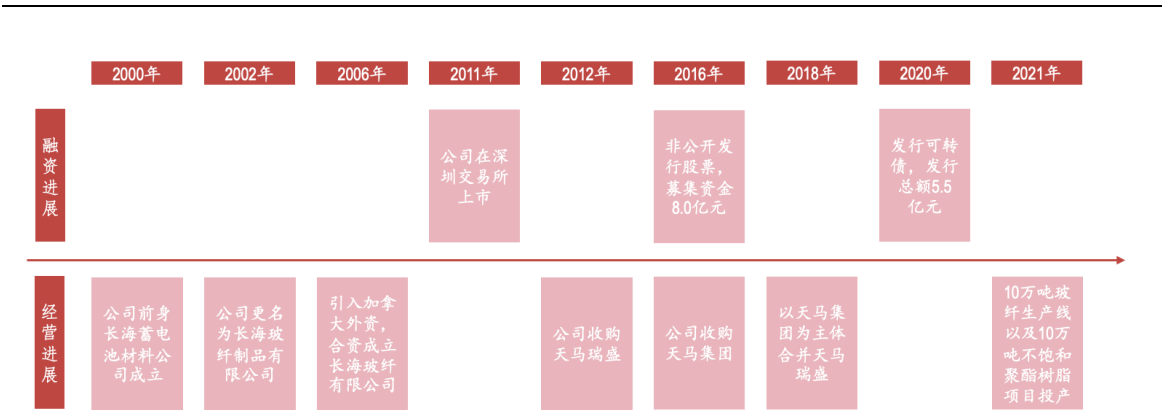
投资概要：坐拥玻纤纱-制品-复合材料完整产业链的玻纤企业

深耕玻纤制品细分领域，打造一体化玻纤产业链

深耕玻纤制品，实现全产业链布局：长海股份是国内领先的玻纤制品及玻纤复合材料生产企业，前身为长海蓄电池材料有限公司，成立于 2000 年。2002 年，长海蓄材更名为长海玻纤制品有限公司。2006 年，公司引入加拿大外资，合资成立长海玻纤有限公司。2011 年，公司在深圳交易所上市。2020 年，公司发行可转债，发行总额 5.5 亿元。

公司于 2012 年和 2016 年分别收购天马瑞盛和天马集团，前者主要经营不饱和聚酯树脂及玻璃钢制品的生产与销售，后者主要经营不饱和聚酯树脂以及玻纤及制品、玻璃钢制品、浸润剂等制造和销售。2018 年，公司以天马集团为主体吸收合并天马瑞盛，治理结构得到优化。2021 年，公司年产 10 万吨玻纤生产线以及年产 10 万吨不饱和聚酯树脂技改扩建项目投产，玻纤纱产能提升至 30 万吨，化工制品产能提升至 17 万吨，“玻纤纱—玻纤制品—树脂—复合材料”的完整产业链布局持续完善。

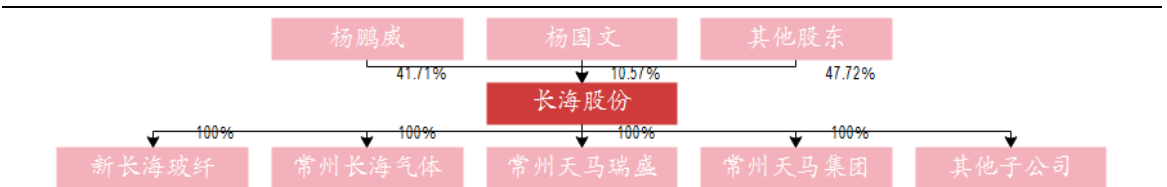
图表 1.长海股份历史沿革



资料来源：公司公告，中银证券

股权结构集中，经营方针稳定：截止 2022 年 6 月，公司第一大股东杨鹏威持有公司 41.7% 的股份，第二大股东杨国文持有公司 10.6% 股份，二人分别担任公司总经理和董事长。其中，杨国文系杨鹏威之父，两者为一致行动人，合计持股超过 50%，股权结构较为集中，实际控制人对公司控制力强。上市以来，公司董事和高管任职无频繁变动，股东也无明显变化，稳定的股权结构表明公司控制权集中、经营方针稳定。

图表 2.长海股份股权结构图

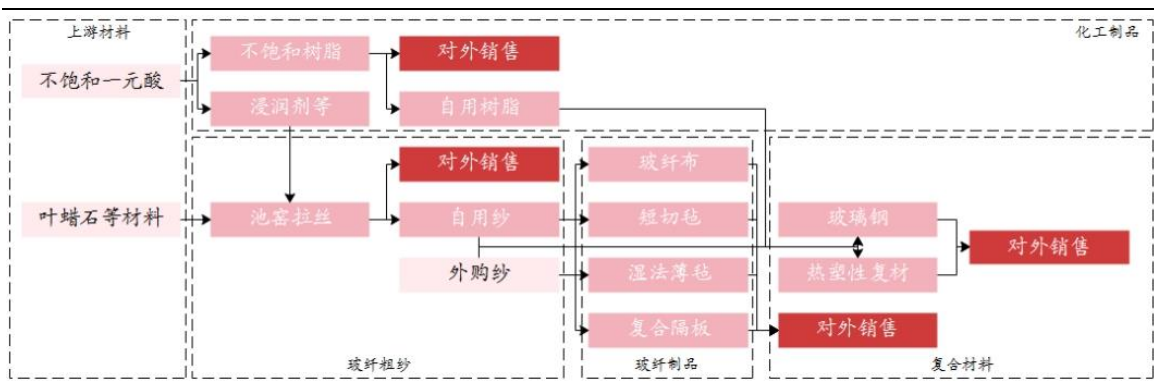


资料来源：公司公告，中银证券

主营玻纤及化工业务，业绩持续增长，盈利能力稳定

公司主营业务为玻璃纤维及制品以及化工制品：玻璃纤维及制品主要包括玻纤纱、短切毡、湿法薄毡、复合隔板等。化工制品主要为子公司天马集团的生产的不饱和聚酯树脂。不饱和聚酯树脂可以与玻璃纤维等材料组成复合材料，是公司主营业务的延伸。公司与天马集团存在较强的协同效应，天马集团生产的树脂和浸润剂是公司玻纤业务的重要原材料之一，而公司生产的短切毡、湿法薄毡等玻纤制品在天马集团进一步加工为玻纤复合材料；同时，公司与子公司在客户方面相关度极高，通过销售团队的整合，两者在市场开拓、客户资源共享等方面齐头并进，实现共同发展。

图表 3.长海股份产业链布局



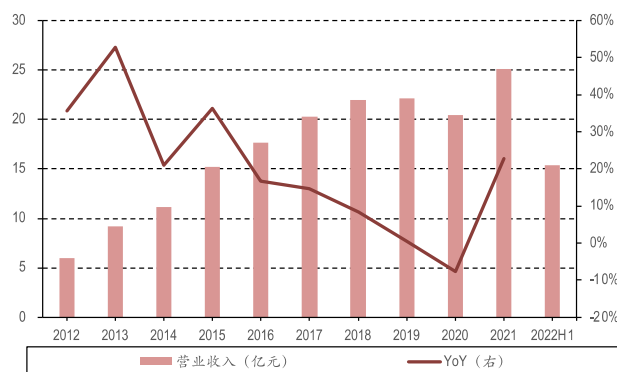
资料来源：公司公告，中银证券

注：2016 年后公司不再外购玻纤纱，实现自给自足

公司收入与利润稳健增长：公司的营业收入从 2012 年的 6.0 亿元增加至 2021 年的 25.1 亿元，年复合增长率为 17.2%；归母净利润从 2012 年的 0.9 亿元增加至 2021 年的 5.7 亿元，年复合增长率为 23.0%。2020 年，营业收入和归母净利润出现小幅下降，主要是因为新冠疫情导致国内外下游企业停工，需求不足；疫情防控措施亦对公司的生产经营产生一定的影响。2021 年玻纤行业景气度高，玻璃纤维及制品产销两旺，公司营业收入和归母净利润分别同比大幅增长 22.7%、111.5%；2022 上半年玻纤行业景气度延续，公司营收 15.4 亿元，同比增长 30.4%；归母净利 4.3 亿元，同比增长 65.0%

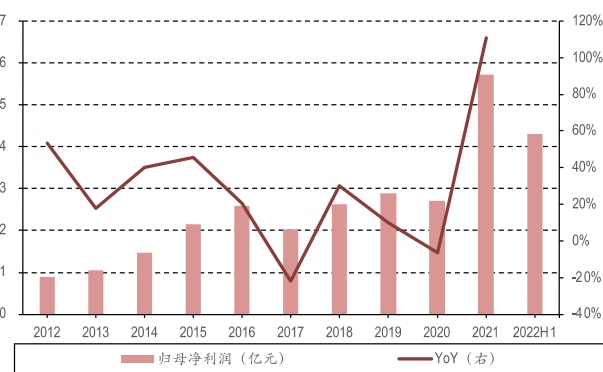
公司 2022H1 营收 15.4 亿元，同比增长 30.4%；归母净利 4.3 亿元，同比增长 65.0%；扣非归母净利润 3.7 亿元，同比增长 64.7%，非经常性利润主要来源于锆粉出售收益。

图表 4. 公司 2012-2022H1 营业收入



资料来源：公司公告，中银证券

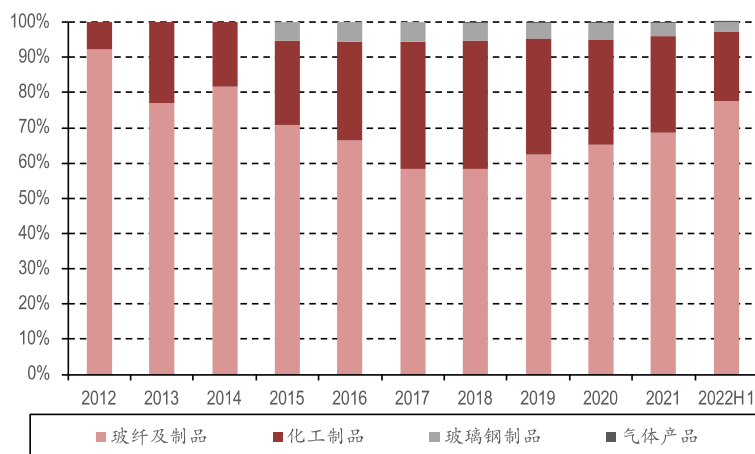
图表 5. 公司 2012-2022H1 归母净利润



资料来源：公司公告，中银证券

主营业务中，玻纤业务占比超 70%：公司收入分为玻纤及制品、化工、玻璃钢、气体四大板块，2022 年上半年四项收入分别为 11.9、3.0、0.4、0.01 亿元，收入占比分别为 77.6%、19.7%、2.7%、0.1%，毛利率分别为 43.6%、17.6%、18.7%、-6.7%。玻纤业务是公司最主要的收入和利润来源。

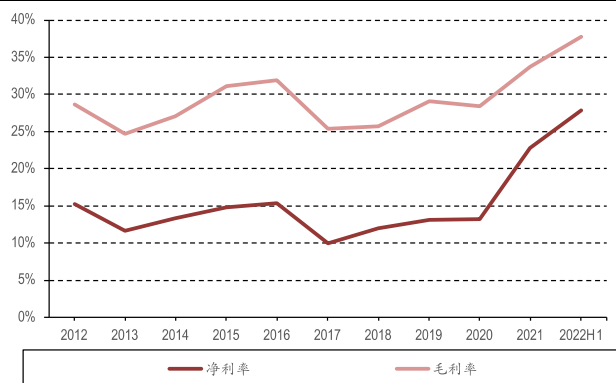
图表 6. 主营业务收入占比



资料来源：公司公告，中银证券

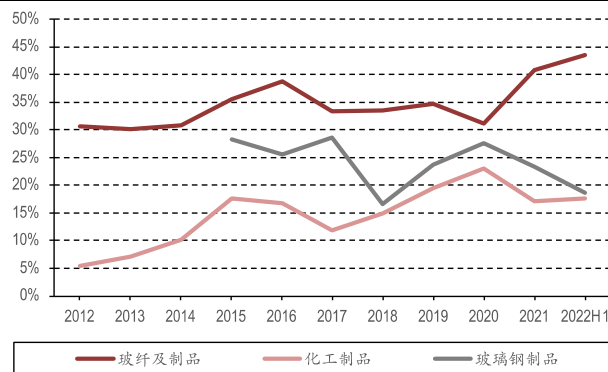
盈利能力稳中有增：公司毛利率从 2012 年的 28.7% 提升至 2022 年上半年的 37.8%，增加 9.1pct；净利率从 2012 年的 15.2% 提升至 2022 年上半年的 27.8%，增加 12.6pct。2022 年上半年毛利率和净利率水平环比同比均有提升，主要是由于玻纤产品销售价格提升以及公司新产线投产带来的综合成本下降。分产品看，玻纤及制品毛利率在 30%-45% 区间，2021 年受海内外需求景气提振，毛利率同比大幅增加 9.7pct 至 40.9%，2022H1 毛利率进一步提升至 43.6%。2022H1 化工制品和玻璃钢制品毛利率分别为 17.6% 和 18.7%。

图表 7. 公司 2012-2022H1 盈利能力情况



资料来源：公司公告，中银证券

图表 8. 主要产品毛利率情况



资料来源：公司公告，中银证券

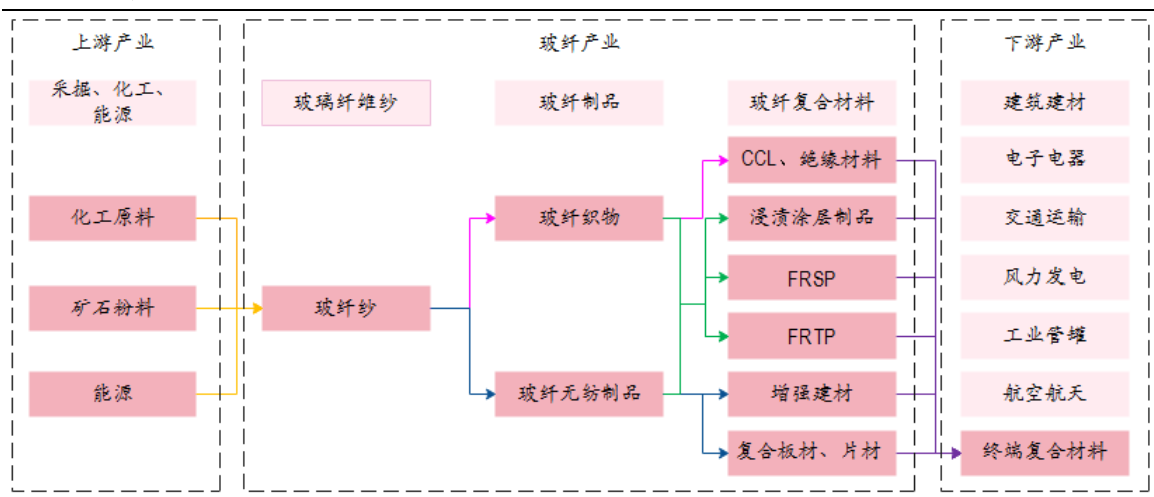
玻纤行业：供需持续紧平衡，高景气有望延续

玻璃纤维性能优异，应用场景众多

玻璃纤维性能优异，应用广泛：玻璃纤维是一种性能优异的无机非金属复合纤维材料，具有成本低廉、轻质高强、耐高温耐腐蚀等一系列优点，被广泛应用于建筑建材、交通运输、电子电器、风力发电、工业管罐、国防军工等各行各业，且渗透率仍在持续提升中。根据中国纤维复材网数据，2019年我国玻纤在建筑、交通、电子和风电的应用占比分别为 34%、14%、20%、10%，合计占比达到 78%。

玻纤产业分为玻璃纤维纱、玻纤制品和玻纤复合材料：玻纤产业的上游为化工原料、矿石粉料和能源。玻纤产业中又分为玻纤纱-玻纤制品-玻纤复合材料三个部分，其中玻纤制品由玻纤进行初级加工制成，主要包括各种玻纤织物(具体品种有方格布、电子布等)及玻纤无纺制品(短切毡、湿法薄毡等)。玻纤复合材料由玻纤制品进行深加工制成，主要包括覆铜板、玻璃钢、增强建材等。

图表 9.玻纤产业链



资料来源：长海股份招股说明书，中银证券

图表 10.玻纤纱分类

产品分类	具体应用
粗纱	直接无捻粗纱 适用于拉挤、缠绕、LFT 等复合材料成型和用于编织及玻纤深加工工艺，广泛应用于基础设施、化工、建筑、电子电器、体育器材等行业
	合股无捻粗纱 适用于喷射、SMC、板材成型等热固性成型工艺，可增强 PA、PBT/PET、PP 等热塑性树脂，产品适用于建筑、卫浴、汽车、轨道交通、电子电器等行业
细纱	电子纱 主要应用在电子行业和工业织物上，适用于电子基布、帘子线、套管、砂轮布、遮阳布、窗纱、滤材等产品的生产制造

资料来源：中材科技公告，长海股份公告，中银证券

图表 11.玻纤制品分类

产品分类	具体应用
玻纤织物	方格布 外墙保温系统、沥青屋面防水、公路路面用土工格栅、建筑用嵌缝带等
	网格布 高楼墙体的广告宣传，以及方格布的应用领域
	电子布 覆铜板(CCL)及智能电子产品
	短切毡 汽车车顶顶棚、游艇外壳、货车箱体、卫浴洁具、透明板材、大型贮罐、玻璃钢内外墙装饰、罐体防腐、桌椅表面、强化地毯、电子基材、屋面防水
玻纤无纺制品	湿法薄毡 生产拉挤型材和形状复杂的模压成型复合材料制品
	连续毡 广泛应用于增强不饱和聚酯树脂，玻璃钢拉挤
	缝编毡 广泛应用于机电、化工、建筑、交通、汽车等行业的夹层保温及消音系统，及用作绝缘防火材料

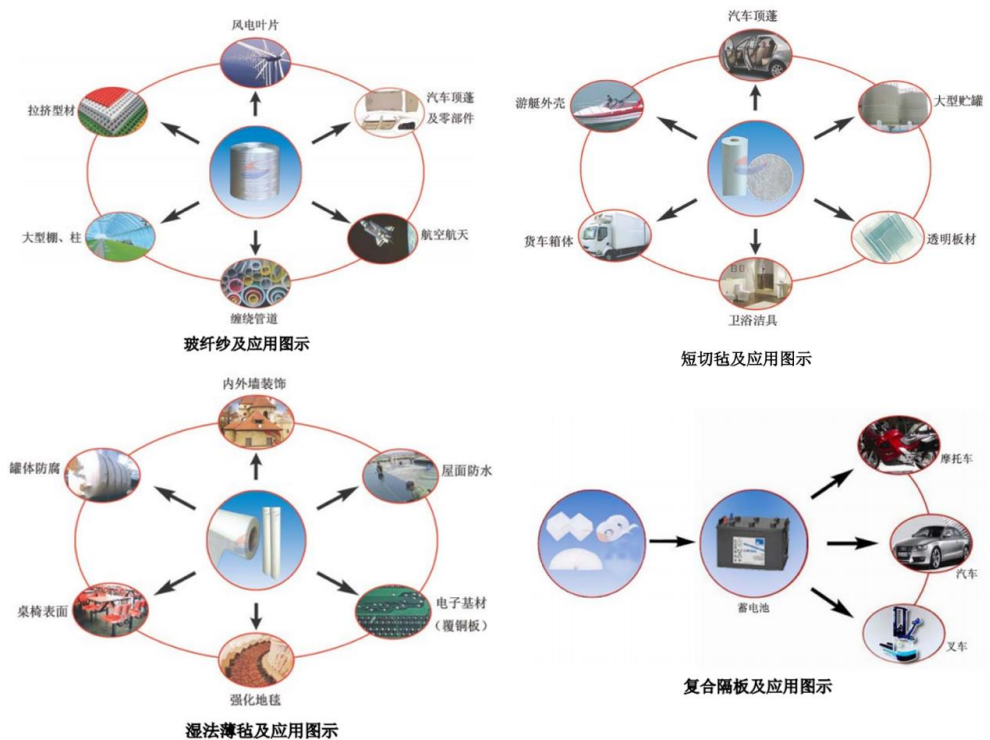
资料来源：中材科技公告，长海股份公告，中银证券

图表 12.玻纤复合材料

分类	具体产品	具体应用
涂层毡 /		聚氨酯保温板、竖丝岩棉复合板、石膏板等保温材料贴面等
FRSP(热固性增强塑料制品)	EP、PF 等, PU 主要用于泡沫, PF 主要用途是制造胶合板, UP 主要用于大型配件	从汽车和航空航天到电子包装和消费品的特殊应用, 热固性塑料包括 PU、
玻璃钢		汽车、飞机的轻量化材料, 飞机的零部件, 风电叶片、建筑行业的建筑模板、盖板、油气行业、体育用品
FRT(热塑性增强塑料制品)		

资料来源: 长海股份公告, 复材网, 中银证券

图表 13.玻纤纱、玻纤制品、玻纤复合材料应用示意图



资料来源: 长海股份招股说明书, 中银证券

2022 年需求分析: 玻纤需求保持稳定增长

建筑领域玻纤需求占比最大, 玻纤渗透率有望提升: 玻纤下游需求中, 建筑建材领域对玻纤的需求最大。玻纤在建筑领域主要应用于 GRC 板、保温板、防火板、吸音材料、承重构件、屋面防水、膜结构等, 涉及建筑承重、加固、装修、防水、保温、隔音、防火等各方面场景。该类材料可靠性、节能效果更为持久, 表面防渗抗裂效果好, 能适应于环保以及饰面工艺的多样化。

绿色建筑是未来建筑发展的确定性方向, 是玻璃纤维大展身手的舞台: 2013 年国务院办公厅就提出《绿色建筑行动方案》, 明确了绿色建筑发展目标、基本原则、重点任务和保障措施。“十三五”期间, 国务院、住建部、工信部等多次提出在 2020 年实现新开工建筑中绿色建筑推广比例要达到 50%, 绿色建材的应用比例达到 40%。2020 年, “碳达峰”和“碳中和”政策推出, 绿色建筑成为建筑行业重要的发展方向。玻璃纤维将受益于绿色建筑推广的机遇, 基于保温、隔热、抗压、隔音上的良好性能提高绿色建筑的性能, 降低建筑能耗。

图表 14.玻纤产品在建筑中的应用

	场景	构件	产品
结构工程	建筑承重	GRC 板等	玻纤增强砼制品
	施工支模板	模板材料	玻璃钢
	建筑加固	承重构件	玻璃钢
装修工程	建筑外装	遮阳布、帘、透明瓦	涂覆 PE/PVC/橡胶的超细织物等
	建筑内装	门窗、装饰材料	玻纤增强门窗、玻纤壁布
	屋面防水	屋面防水材料、顶棚	玻纤织物、毡、布
	建筑保温	保温板	玻璃棉
	建筑隔音	吸音材料	玻纤毡、玻璃棉
	建筑防火	防火板	玻纤布
其他	空气净化器	滤纸	微细玻纤
	大跨结构	膜结构	涂覆 PE/PVC/橡胶的超细织物
	路面增强防裂	土工格栅	玻纤涂覆沥青、玻纤织物涂覆树脂

资料来源：《玻璃纤维制品及复合材料在建筑领域的应用前景》（郝梅平著），《玻璃纤维在建筑材料领域中的应用》（赵春华著），中银证券

预计 2022-2023 年建筑领域玻纤需求保持稳定增长：考虑 2022 年为达成稳增长目标，基建将重点发力，我们预计 2022-2023 建筑业产值增速在 5% 左右。单位产值玻纤需求量受益于绿色建筑的进一步推广，有望逐步增加。中性假设下，我们认为 2022-2023 年建筑领域玻纤需求量分别为 181.5、190.8 万吨，需求增速分别为 6.8%、5.1%，保持稳健增长。

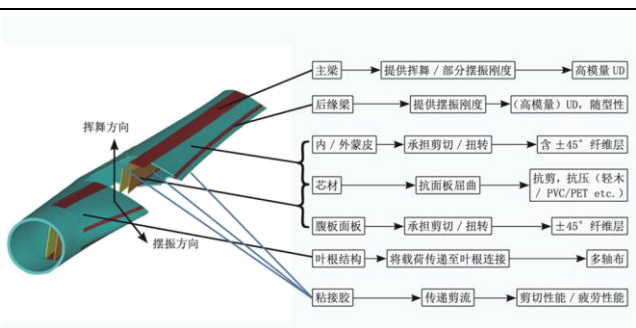
图表 15. 2021-2022 年建筑领域玻纤需求量测算

		2020	2021	2022E	2023E
建筑业产值	万亿元	26.4	29.3	30.8	31.8
单位消费量	吨/亿元	5.7	5.8	5.9	6.0
消费量测算	万吨	150.4	169.9	181.5	190.8
需求增速	%		13.0	6.8	5.1

资料来源：国家统计局，中国纤维复合材料网，中银证券

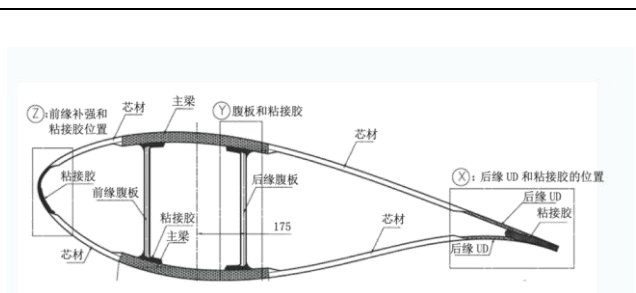
玻纤在风电中的应用主要是作为复合增强材料应用在叶片中，据《复合材料选材对风电叶片气动设计的影响研究》（丁蕊、李成良、毛晓娥），风电叶片中的玻纤规格类型根据玻纤使用位置不同而有所区别，如主梁和后缘梁起到承载的作用，力学性能要求高，需要使用高模量单向织物。根据明阳智能招股说明书，保守估计单位 GW 风电装机所需玻纤用量在 1 万吨左右。

图表 16.叶片结构与选材（长度方向）



资料来源：《复合材料选材对风电叶片气动设计的影响研究》（丁蕊、李成良、毛晓娥），中银证券

图表 17.叶片结构与选材（截面方向）



资料来源：《复合材料选材对风电叶片气动设计的影响研究》（丁蕊、李成良、毛晓娥），中银证券

玻纤材料在叶片中成本占比 28%：据中国可再生能源学会风能专业委员会副秘书长田野在第 42 届玻纤年会上的报告：风电风机材料成本占比在 95% 以上，其中叶片占风机材料成本 20% 左右，而玻纤又占风电叶片材料成本 28%；**相比碳纤维，玻纤增强材料性价比优势明显：**叶片的增强材料包括玻纤和碳纤，密度分别为 2.6g/m³、1.8 g/m³，价格分别为 12-15 元/kg、120 元/kg。目前叶片主体主要用玻纤材料，主梁部分采用碳纤维复合材料，具有经济性。碳纤的模量是玻纤的 2-3 倍，且密度低约 30%，碳纤在性能上是替代玻纤的理想材料；但碳纤维价格约为玻纤的 10 倍，价格昂贵，制约了其在叶片上的应用。

预计 2022-2023 年风电领域玻纤需求持续旺盛：2020 年全国出现新一轮风电抢装潮，年内风电新增装机量达到 71.7GW，创下历史新高。2021 年，新增装机量回落较明显。2022 年 4 月末至 5 月，全国多地陆续发布《“十四五”可再生能源规划》，风电装机量合计约为 250-300GW，即 2022-2025 年每年平均完成 60GW 以上。我们预测 2022、2023 年风电装机量为 55GW、65GW，对应 2022-2023 年玻纤需求量约为 55、65 万吨，增速分别为 19.0%，18.2%。

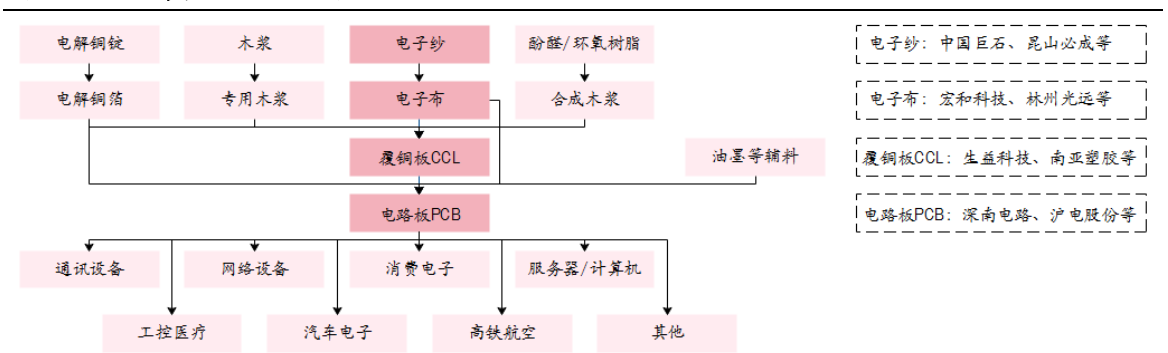
图表 18.2021-2022 年风电领域玻纤需求量测算

		2020	2021	2022E	2023E
风电装机	GW	71.7	46.2	55.0	65.0
单位消费量	万吨/GW	1	1	1	1
消费量测算	万吨	71.7	46.2	55.0	65.0
需求增速	%		(35.6)	19.0	18.2

资料来源：国家统计局，中银证券

电子纱是重要的电路基材原料：印制电路板(PCB)是可以让电子元件按照设计电路连接，几乎所有电子设备都需要用到 PCB，其核心基材是覆铜板(CCL)。据华经产业研究院数据，玻纤布在覆铜板的成本中占比约 19%，其上游即为电子级玻纤纱。电子纱绝缘、高强、耐热等优异性能使得其成为最主要的覆铜板基材原料。

图表 19.电子纱产业链示意图



资料来源：生益科技招股说明书，中银证券

上半年电子纱需求疲弱：我们测算电子纱需求与集成电路产量相关度较高。我们根据集成电路的年产量和电子纱的表观消费量测算，每 35 亿块到 40 亿块集成电路大约对应 1 万吨电子纱。2020 年与 2021 年我国的集成电路产量在汽车电子、智能制造以及 5G 的普及等多重支撑下分别保持了 29.5% 与 37.6% 的较高增速。尤其是 2021 年，电子纱下游的覆铜板、印制电路板需求均保持较高景气，电子纱产品 G75 价格一度达到历史最高的 17,000 元/吨。但电子纱下游的出货量在 2022 年显著回落，据中国信息通信研究院，上半年国内手机出货量同比下滑 21.7%。据国家统计局数据，全国集成电路的产量在四月份也遭遇疫情冲击，增速由去年的高位回落至 4 月份的同降 5.8%，上海 4 月集成电路产量同比下降 65.4%；上半年全国集成电路产量 1,661 亿块，同比下滑 6.3%。

下半年需求有望加速回补，但全年需求或仍是负增长：在下游出货量下滑，对电子纱需求减少叠加疫情干扰的影响下，电子纱需求回落，价格较高位回调较多。随着疫情结束后复工复产加速，三季度或会出现电子纱需求的一个相对高峰期。我们预计今年全国集成电路产量小幅回落至 3,360 亿块，同降 6.5%，对应电子纱需求 88.4 万吨。

图表 20. 2022-2023 年电子纱需求预测

		2020	2021	2022E	2023E
集成电路产量	亿块	2,612.6	3,594.3	3,360.0	3,600
集成电路产量增速	%	29.50	37.58	(6.52)	7.14
单位用量	万吨/亿块	1/38	1/38	1/38	1/38
需求量	万吨	68.75	94.59	88.42	94.74

资料来源：Prismark，中银证券

玻纤在交通运输行业应用场景广阔：根据中国纤维复材网数据，交通运输领域大约占我国玻璃纤维消费量 14%，是玻纤重要的应用场景。玻璃纤维性能优异，相比传统材料具有震动阻尼更好、耐疲劳性高、弹性能量高、模块化组装带来低成本、轻量化等优势。我国汽车工业主要将此材料用于覆盖件和受力构件，如车顶、窗框、保险杠、挡泥板、车身板及仪表板等。据长海股份招股说明书，在汽车制造中，一个典型的玻纤复合材料零件比传统材料轻 25-30%，而汽车重量减轻 10%就可节省燃料 7.0%。铁路运输业主要用于车厢的内外板、顶蓬、座椅及 SMC 窗框。船舶制造业则用于制造各种快速客船、渔船、游览船、救生艇等。

图表 21. 玻璃纤维在汽车中的应用

部位	零件	产品
车身板	发动机罩、行李箱盖、保险杠	玻纤增强片装模塑料(SMC)
排气系统	塑料进气歧管、排气门	玻纤增强 PA6、玻纤增强 PET
结构部件	多功能支架、仪表板托架、座椅骨架、发动机护板、蓄电池托架	玻纤毡增强热塑性材料(GMT)
小功能件	保险楔块、嵌装螺母、油门踏板、开启手柄	玻纤毡增强热塑性材料(GMT)
小功能件	发动机冷却风扇片、正时齿带上下罩盖	长玻纤增强 PP

资料来源：中国汽车材料网，中银证券

在汽车产销复苏以及轻量化驱动下，玻纤在汽车领域需求将获快速增长：当前我国已经实现平均百公里油耗 5.0L；我国《汽车产业中长期发展规划》中指出，到 2025 年，新车平均燃料消耗量乘用车降到 4.0 升/百公里，未来我国汽车玻纤用量仍有望增加。2021 年汽车行业复苏态势明显，年产量自 2018 年以来首次同比增长。此外，新能源汽车对于轻量化的需求更为迫切，轻量化可以增加其续航里程，从而减少动力电池更换次数、降低使用成本。据工信部数据，2021 年中国新能源汽车产量 354.5 万辆，同比增长 159.5%，新能源汽车的快速发展将持续拉动对玻纤轻量化材料的需求。我们预计单车玻纤用量将持续提升，百公里油耗要求趋严；且据国家统计局数据，2021 年我国汽车制造业产能利用率为 74.7%，考虑到汽车行业存在以空间换时间的可能，后续若随着政策刺激，燃油车以及新能源汽车均能够一定程度修复 4-5 月疫情带来的影响。2022 年 6 月我国汽车产量 257.7 万辆，同比增长 26.4%，环比修复 29.3%。我们预计今年汽车产量与去年基本持平，预计 2022-2023 年汽车领域玻纤用量分别为 63.8 和 70.6 万吨。

图表 22. 不同国家/地区对汽车百公里油耗目标（单位：百公里油耗 升）

国家	2015	2020	2025
欧盟	5.2	3.8	3.0
美国	6.7	6.0	4.8
日本	5.9	4.9	
中国	6.9	5.0	4.0

资料来源：中国汽车材料网，中银证券

图表 23. 2022-2023 年汽车领域玻纤需求预测

		2020	2021	2022E	2023E
汽车产量	万辆	2,522.5	2,608.2	2,660.4	2,713.6
单车用量	公斤	20	22	24	26
百公里油耗目标	L	5	4.8	4.5	4.2
玻纤用量	万吨	50.5	57.4	63.8	70.6

资料来源：中国汽车材料网，中银证券

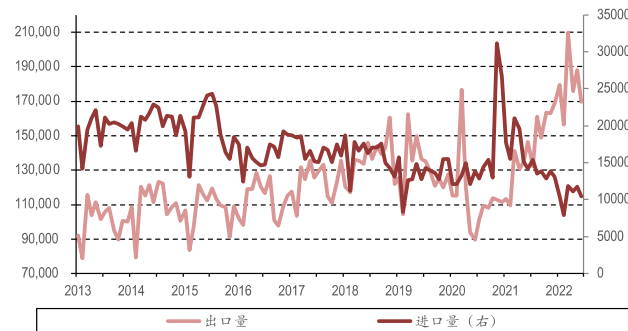
玻纤出口提供重要需求支撑：据卓创资讯数据，2022 年我国上半年玻纤出口量 107.9 万吨，同比增长 39.0%。**出口景气度或能延续：**我们认为此轮玻纤出口景气的主要原因是欧洲能源危机带来的欧洲本土玻纤生产成本激增，叠加欧洲本土产线窑龄较老，生产效率低于我国，带来玻纤供需缺口增加。在海外销售单价远高于国内价格的前提下，出口需求持续旺盛，且近期出口集运箱运价有所回落，我们预计今年我国玻纤出口量能够达到 210 万吨左右。

图表 24. 欧洲天然气价格涨幅较大



资料来源：万得，中银证券

图表 25. 2022 年上半年玻纤出口高度景气（单位：吨）



资料来源：卓创资讯，中银证券

预计未来 1-2 年玻纤行业需求增速仍将保持稳健增长：在综合上述几类需求进行加总，我们预计 2022 年国内需求加上海外出口需求将达到 718.7 万吨，同增 11.9%；2023 年将达到 776.1 万吨，同增 8.0%。

图表 26. 2022-2023 年玻纤需求预测汇总

		2020	2021	2022E	2023E
建筑	万吨	150.4	169.9	181.5	190.8
风电	万吨	71.7	46.2	55.0	65.0
电子	万吨	68.8	94.6	88.4	94.7
汽车	万吨	50.5	57.4	63.8	70.6
其他	万吨	94.0	103.0	120.0	140.0
国内消费量	万吨	435.4	471.1	508.7	561.1
国内需求增速	%		8.2	8.0	10.3
出口量	万吨	136.8	171.3	210.0	215.0
总需求	万吨	572.1	642.4	718.7	776.1
总需求增速	%		12.3	11.9	8.0

资料来源：国家统计局，中国纤维复材网，中国汽车材料网，Prismark，中银证券

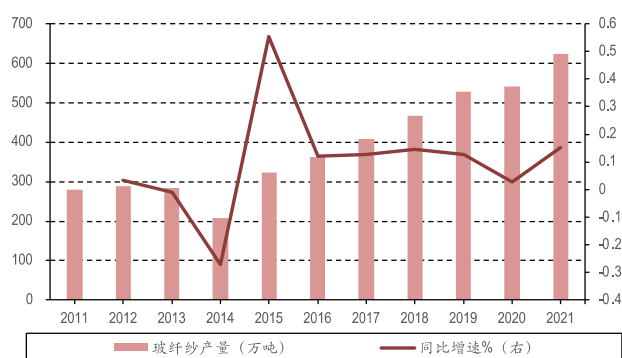
供给端，玻纤产量快速提升，头部企业规模优势明显

玻纤纱产量增速稳健增长：2011-2021 年，我国玻纤纱产量从 279 万吨增至 624 万吨，年复合增长率为 8.4%。2021 年玻纤纱产量 624 万吨，同比增长 15.2%；2020 年受疫情影响，产量同比增速仅为 2.6%，近两年平均增长率为 8.8%，基本符合《玻璃纤维行业“十四五”发展规划》中“行业年度玻璃纤维纱实际总产量同比增速控制在不高于当年 GDP 增速 3 个百分点”的要求。

玻纤制品各细分市场持续增长：据中国玻璃纤维工业协会发布的《中国玻璃纤维及制品行业 2021 年度发展报告》，2021 年，我国电子用毡布制品总产量 80.6 万吨，同比增长 12.9%；主要系电子布下游刚性覆铜板产能规模同比增长 12.0%，产能增速加快，带动电子布企业积极投产。2021 年，我国工业用毡布制品产量 72.2 万吨，同比增长 10.6%；毡布市场下游绿色建材、汽车、家电等市场保持稳定增长，持续带动玻纤毡布制品需求。

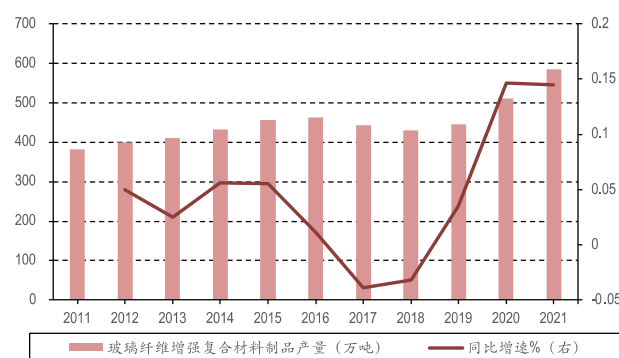
复合材料产量平稳增长，热塑性材料占比提升：2011-2021 年，我国玻璃纤维增强复合材料产量从 381 万吨提升至 584 万吨，年复合增长率为 4.4%。玻璃纤维复合材料可以分为热固性复合材料和热塑性复合材料，其主要区别在于热塑性材料可以通过多次加热进行多次塑性，而热固性材料经过一次加热塑性后便会发生交链固化反应而不再发生形变。基于此性能区别，热固性材料具有刚度高、耐热性好；而热塑性材料具有可回收、生产效率高等优点。2021 年，我国热塑性玻纤复材产量 274 万吨，同比增长 31.1%；热固性玻纤复材产量 310 万吨，同比增长 3.0%。

图表 27. 玻纤纱产量增速保持在合理范围



资料来源：中国玻璃纤维工业协会，中银证券

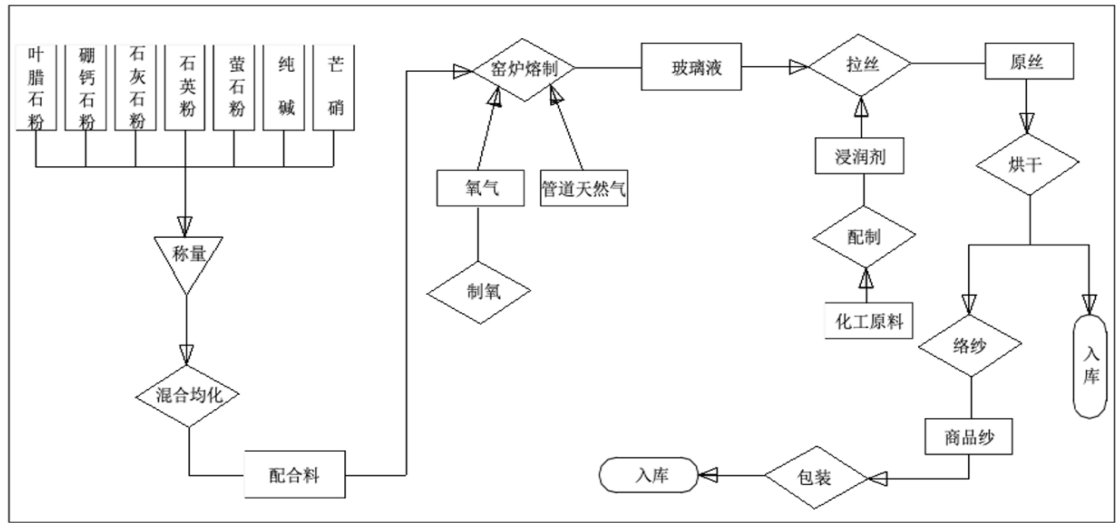
图表 28. 复合材料产量平稳增长



资料来源：中国玻璃纤维工业协会，中银证券

政策、资金、技术壁垒明显：政策端，近年来国家逐步控制高耗能行业产能投放，对玻纤行业单线产能做出明确规定，粗纱池窑单线产能要求从 2007 年的 3 万吨逐步提升到 2019 年的 8 万吨。资金端，玻纤池窑单位资本开支较大。我们据各公司投资公告统计，万吨粗纱产能平均需要投资约 1 亿元，万吨电子纱产能投资额在 1.6 亿元左右，而配套电子布的万吨电子纱投资额接近 4 亿元。技术方面，玻纤行业是一个集玻璃熔制及成型、机械、高分子材料与工程、热工、化工、纺织、自动控制等工业技术以及流体力学理论、界面科学、晶体成核、结晶理论、聚合物理论等研究成果于一体的独立工业体系，且业内企业大多已经拥有数十年的生产经验，形成了较强的自主研发能力。

图表 29. 玻纤纱生产流程示意图



资料来源：长海股份招股说明书，中银证券

图表 30. 玻纤行业准入门槛不断提升

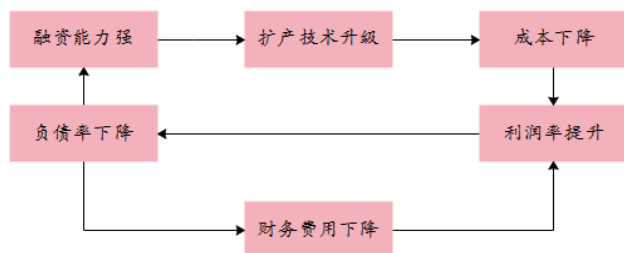
发布时间	文件	生产线规模要求
2007 年	《玻璃纤维行业准入条件》	新建玻纤池窑单线规模 3 万吨以上
2012 年	《玻璃纤维行业准入条件 (2012 年修订)》	新建无碱玻纤池窑粗纱单线规模 5 万吨以上，新建细纱单线规模 3 万吨以上。严禁新建和扩建中碱玻纤池窑粗纱，以及无碱、中间代铂坩埚拉丝线
2019 年、2020 年	《玻璃纤维行业规范条件 (征求意见稿)》《玻璃纤维行业规范条件》	新建无碱玻纤池窑粗纱单线规模 8 万吨以上，新建细纱单线规模 5 万吨以上。新建玻纤制品加工线总投资额宜达到 5,000 万元以上。禁止新建和扩建中碱玻璃纤维池窑法拉丝生产线，中碱、无碱、耐碱玻璃球窑生产线，中碱、无碱玻璃纤维代铂坩埚拉丝生产线
2021 年	《玻璃纤维行业“十四五”发展规划》	行业年度玻璃纤维纱实际总产量同比增速控制在不低于当年 GDP 增速 3 个百分点

资料来源：国家发改委，工信部，中银证券

优秀企业强者恒强：玻纤粗纱产品同质性较强，在相近的价格下，不同企业盈利能力不同，成本越低的企业利润率越高，超额收益利于降低企业负债，进行再融资、技术升级、产能扩张，从而进一步降低成本占领更大的市场份额，形成良性循环。自从 21 世纪初池窑快速普及后，行业头部集中格局基本确立并保持至今，近年来随着产能升级换代，行业集中度仍有缓慢提升趋势。

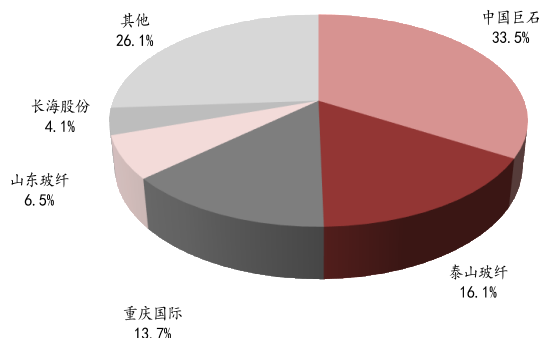
行业集中度较高：在全球范围内，玻纤行业产能高度集中。据中国巨石公告，中国巨石、泰山玻纤、重庆国际、OC、NEG、JM 六大巨头合计产能占有率超过 70%。我国前三大玻纤企业为中国巨石、泰山玻纤、重庆国际。据卓创资讯数据，2016 年国内玻纤企业 CR3 为 60%，2022 年 6 月该比例上升 3pct 至 63%，长海股份玻纤纱产能市占率 4.1%，规模位居国内第五。

图表 31. 优秀公司的良性循环



资料来源：中银证券

图表 32. 2022 年国内产能格局



资料来源：卓创资讯，中国纤维复材网，中银证券

2022 年供给分析：龙头企业扩产积极，考虑产能爬坡及冷修，实际供给冲击可控

预计 2022-2023 年会有较多产能逐步进入冷修期：长时间的高温连续生产会使得产线老化，一般玻纤池窑的窑龄期是 8-10 年。全行业 2010 年以来经历了两轮产能投放。第一次是 2013-2014 年，国内池窑集中冷修进行第一次升级换代，至今已有 8 至 9 年；第二次产能投放是 2017-2018 年玻纤产能景气度高点，国内众多厂商投入较多产能，距今 4 至 5 年。2019-2020 年上半年由于玻纤行业景气度处于低点，产能投放数量比较少。随着 2013-2014 年投产的产能窑龄逐步到期，行业内将会有较多产能需要进行冷修。2021 年主要玻纤厂商共有 7 条线合计 31 万吨产能进入冷修，冷修后新增产能 14 万吨，我们测算冷修带来的产能增量与减量恰好相抵，并未带来全年产量的变化。根据卓创资讯数据结合我们判断，我们预计 2022-2023 年国内主要厂商还将有 8 条线共计 53 万吨产能进入冷修。

图表 33. 2021 年冷修产能情况（万吨）

企业名称	生产线	冷修前	冷修后	产品品类	冷修时间	点火时间	新增产能	21 年冲击	22 年冲击
重庆国际	F08 线	4.0	12.0	无碱粗纱	2021 年 2 月	2021 年 4 月	8.0	4.0	4.0
邢台金牛	1 线	4.0	4.0	无碱粗纱	2021 年 2 月	2021 年 3 月	0.0	(0.3)	0.3
内江华原	6 线	5.0	5.0	无碱粗纱	2021 年 3 月	2021 年 5 月	0.0	(1.3)	1.3
山东玻纤	3 线	6.0	10.0	无碱粗纱	2021 年 7 月	2021 年 10 月	4.0	(1.7)	5.7
泸州天蜀	1 线	3.0	5.0	无碱粗纱	2021 年 8 月	2021 年 9 月	2.0	0.0	2.0
九鼎新材	1 线	1.0	1.0	高硼硅陶瓷纱	2020 年	2021 年 3 月	0.0	(0.3)	0.3
欧文斯科宁	1 线	8.0	8.0	无碱粗纱	2020 年 11 月	2021 年 1 月	0.0	(0.7)	0.7
合计	7	31.0	45.0				14.0	(0.3)	14.3

资料来源：卓创资讯，各公司公告，中银证券

注：产能冲击按照点火后产能爬坡一个月测算，22 年冲击=全年产量-2021 年产量

图表 34. 2022-2023 年冷修/拟冷修产能（万吨）

企业	产线	前	后	产品品类	冷修时间	建设期	新产能	22 年冲击
中国巨石	1 线	8.0	10.0	无碱粗纱	2021 年 8 月公告，待定	1 年	2.0	(2.0)
中国巨石	3 线	12.0	20.0	无碱粗纱	2022 年 4 月公告，待定	1 年	8.0	(3.0)
中国巨石	6 线	4.0	5.0	无碱粗纱（环保废丝）	2021 年 3 月公告，待定	6 个月	1.0	(1.0)
中国巨石	攀登 2 线	3.0	5.0	电子纱	2022 年 4 月公告，待定	1 年	2.0	(1.0)
中国巨石	埃及 1 线	8.0	12.0	无碱粗纱	2022 年年底埃及 4 线投产	6 个月	4.0	(0.0)
重庆国际	长寿 F10B	12.0	15.0	风电纱	预计 2022 年年末	1 年	3.0	(3.0)
山东玻纤	沂水 5 线	6.0	17.0	无碱粗纱（ECER 数字化产线）	2021 年 12 月公告，待定	1 年	11.0	(1.0)
泰山玻纤	邹城 4 线	6.0	12.0	无碱粗纱	2022 年 5 月开始冷修	1 年	6.0	(4.0)
泰山玻纤	邹城 1 线	1.5	0.0	无碱粗纱	2022 年 2 月 2 日	停产	0.0	(1.5)
合计	9	60.5	96.0				37.0	(17.5)
国内合计	8	52.5	84.0				33.0	(17.5)

资料来源：卓创资讯，各公司公告，中银证券

2021-2022 年新增产能较多，龙头企业扩产积极：据卓创资讯数据，2021 年国内主要玻纤企业新增产能 78 万吨，点火产能中下半年点火的约占一半，经历产能爬坡后于 22 年上半年实现满产；新增产能中无碱粗纱 45 万吨，短切原丝 15 万吨，电子纱 18 万吨。截至 7 月中旬，今年已点火新增玻纤产能 71 万吨，考虑大部分产能于 5-6 月释放，且产能爬坡需要约一个月时间，实际新增有效产能将较可控。今年主要的产能冲击来自 21 年新增产能及冷修扩产产能的产能爬坡，经我们测算这两部分的产能冲击合计约为 63 万吨。该部分的产能冲击已基本完成；22 年新增产能带来的产能冲击约为 35 万吨，我们预计 22 年下半年供给冲击的幅度将明显回落。中国巨石、泰山玻纤、山东玻纤、长海股份等龙头公司今年均公告了大幅扩产的计划，但根据目前的建设进度，于 23 年能投产的新产线较少。我们预计 23 年主要的产量增量来自于 22 年新建设产线及冷修复产的产线，产能冲击程度减弱。

图表 35. 2021 年新增产能集中在下半年释放（万吨）

企业名称	地区/基地	生产线	产能	产品品类	点火日期	产能冲击	22 年冲击
中国巨石	浙江桐乡	智能电子纱 2 线	6.0	电子纱	2021 年 3 月	4.0	2.0
中国巨石	浙江桐乡	智能 3 线	15.0	无碱粗纱	2021 年 5 月	7.5	7.5
中国巨石	浙江桐乡	短切原丝/热塑	15.0	短切原丝	2021 年 8 月	3.8	11.3
邢台金牛	河北邢台	3 线	10.0	无碱粗纱	2021 年 3 月	6.7	3.3
泰山玻纤	山东满庄	9 线	10.0	无碱粗纱	2021 年 9 月	1.7	8.3
泰山玻纤	山东邹城	6 线	6.0	电子纱	2021 年 12 月 31 日	0.0	6.0
长海股份	江苏常州	3 线	10.0	无碱粗纱	2021 年 9 月 14 日	1.7	8.3
宏和科技	湖北黄石	1 线	3.0	电子纱	21 年底正常生产	2.8	0.3
宏和科技	湖北黄石	2 线	3.0	电子纱	2021 年 6 月 8 日	1.3	1.8
合计		9 条	78.0	-	-	29.3	48.8

资料来源：卓创资讯，各公司公告，中银证券

图表 36. 2022-2023 年新增产能及其他在建拟建产能（万吨）

2022 年新增产能					
点火时间	公司	产线名称	产能	产品	产能冲击
2022/1/10	建滔化工	新建线 6 线	6.0	电子纱	5.0
2022/3/28	邢台金牛	4 线	10.0	无碱粗纱	6.0
2022/5/20	四川裕达	1 线	3.0	无碱粗纱	1.5
2022/5/28	中国巨石	成都 3 线	15.0	短切纱为主	7.5
2022/6/18	中国巨石	智能电子纱 3 线	10.0	电子纱	3.0
2022/6/27	重庆三磊	黔江区 2 线	10.0	无碱粗纱	4.0
2022/6/29	重庆国际	F12	15.0	无碱粗纱	5.0
2022/7/8	四川威远	泰国 1 线	5.0	无碱粗纱	2.0
预计年内投产	江西元源	2 线	8.0	无碱粗纱	2.0
2022Q4	泰山玻纤	邹城 2 线	6.0	高强高模玻纤	1.0
预计 2022 年年底投产	中国巨石	埃及 4 线	12.0	无碱粗纱	0.0
国内合计			85.0		35.0
合计			102.0		37.0

其他在建拟建产能			
建设进展	公司	产线名称	产能
审批中	长海股份	高性能玻璃纤维智能制造基地	60.0
具体点火时间暂不确定	安徽丹凤	3 线	2.0
准备募资	邢台金牛	5 线	15.0
准备募资	邢台金牛	6 线	15.0
预计 2022 开工、2023 投产	中国巨石	九江 3 线	20.0
预计 2023 开工、2024 投产	中国巨石	九江 4 线	20.0
2022 年 6 月 24 日公告	山东玻纤	目标“十四五”末玻纤产能达 100 万吨	
20.5 万吨产能已点火	重庆三磊	高性能玻纤生产基地	50.0
2022 年 6 月 30 日公告	泰山玻纤	高性能玻纤智能制造生产线	30.0

资料来源：卓创资讯，各公司公告，中银证券

图表 37.2022 年国内较 2021 年实际产能冲击约 80.5 万吨

	2022 年产能冲击 (万吨)
2021 年新增产能	48.8
2021 年冷修产能	14.3
2022 年新增产能	35.0
2022 年冷修产能	(17.5)
合计	80.5

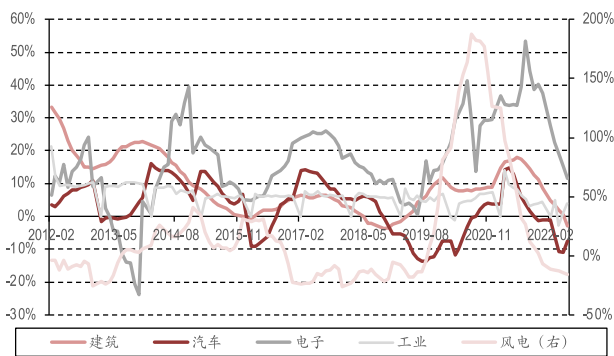
资料来源：卓创资讯，各公司公告，中银证券

需求疲软和供给刚性之间存在错配，价格承压，静待需求恢复

玻纤行业上半年供需紧平衡：我们用建筑投资增速代表建筑行业需求，用风电投资增速代表风电领域需求，用汽车产量增速代表汽车需求，用集成电路产量增速代表电子行业需求，用工业增加值增速代表其他工业生产领域需求，用玻纤出口增速代表海外需求。将上述需求与各自领域占玻纤需求的权重结合可以得到玻纤需求指数（见图表 39）。玻纤行业供给可以用龙头企业产能增速来衡量（中国巨石、中材科技、长海股份、山东玻纤、重庆国际五家产能占全国超过 80%）。用玻纤需求指数减去玻纤供给增速可得到行业供需缺口（见图表 40）。

复盘玻纤行业周期，可以发现 2018 年以来因为行业大规模产能投放导致产能过剩，2020 年以来风电抢装导致行业出现供需缺口，2021 年汽车、电子等领域玻纤需求持续旺盛，玻纤持续供不应求。今年上半年玻纤行业供需平衡边际转弱：21 年下半年新点火粗纱产能 35 万吨，冷修复产点火产能 23 万吨，该部分产能于 22 年上半年基本爬坡完成并释放，叠加今年 1-6 月份行业新点火粗纱产能 53 万吨，行业供给端压力较大；需求端，受华东地区疫情影响，二季度国内基建、风电、汽车等领域对玻纤的需求未能充分释放，而出口需求持续高速增长，对国内需求形成弥补。

图表 38. 国内玻纤需求受华东地区疫情影响较大



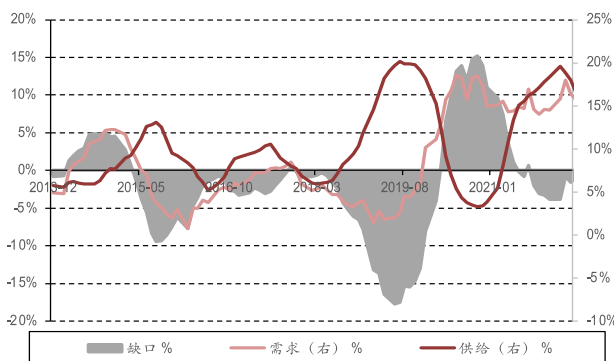
资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 39. 海外需求超预期，对国内需求形成弥补



资料来源：卓创资讯，中国纤维复材网，中银证券

图表 40. 玻纤行业 22 年上半年供需紧平衡



资料来源：卓创资讯，中银证券

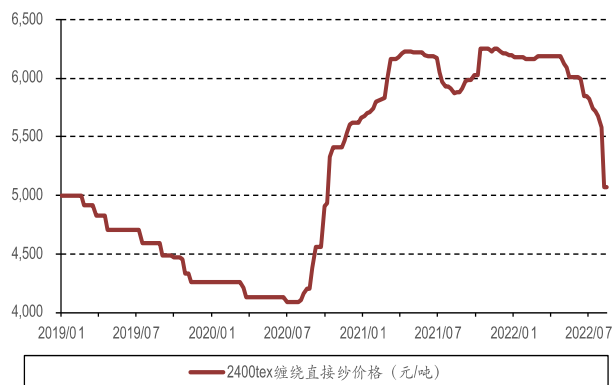
图表 41. 价格变化滞后于供需缺口变化



资料来源：卓创资讯，中国纤维复材网，中银证券

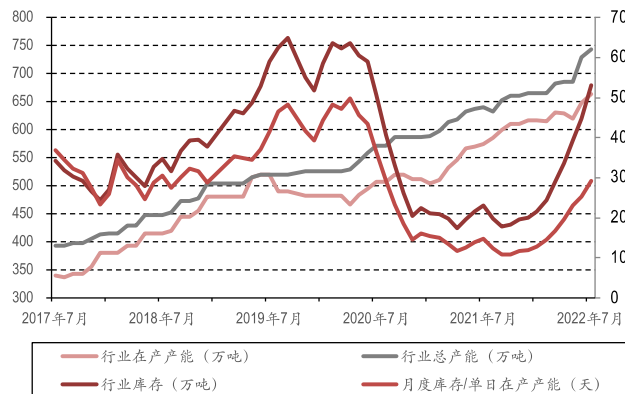
粗纱价格回调幅度较大，电子纱价格筑底：2022 年 8 月下旬，无碱玻纤纱主流产品 2400tex 均价 4,800-5,100 元/吨，环比上月下调约 10%，同比下调约 14%；电子纱价格从 2021 年 17,000 元/吨高位回落至 9,000 元/吨低点后触底回升，目前价格在 9,250 元/吨左右；玻纤行业库存有所上升，2022 年 7 月行业库存 53.0 万吨，环比上涨 18.6%/8.6 万吨；经我们测算，目前玻纤行业库存天数 29.2 天，环比增加 15.9%/4.0 天。

图表 42. 2400tex 缠绕直接纱均价



资料来源：卓创资讯、中银证券

图表 43. 国内玻纤行业库存天数有所上升



资料来源：卓创资讯、中银证券

宏观环境多变复杂，行业供需平衡承压：展望下半年，国内外宏观环境仍然复杂艰巨，需求疲软和供给刚性之间存在错配，行业压力较大。中长期视角来看，在双碳大背景下，风力发电、新能源汽车、以及绿色节能建材等市场将持续带动玻纤需求，市场前景广阔。

公司优势

玻纤制品细分领域龙头，自产玻纤纱迈入产能第二梯队

公司是短切毡和湿法薄毡细分领域龙头：公司自 2000 年成立以来，主营玻纤制品，成为短切毡、湿法薄毡、复合隔板细分领域的龙头公司。2018 年底上述三种玻纤制品产能分别为 8.5 万吨、4.2 万平、1,000 万平。公司在短切毡及湿法薄毡细分市场市占率较高。

汽车顶棚用短切毡发展前景较好，公司市占率超 50%：短切毡产品主要应用于汽车车顶棚和玻璃钢，可以增加顶棚的强度、刚性、尺寸稳定性、隔热性、隔音性，而且起到了减轻汽车重量的效果。随着汽车轻量化的推进，以轻短切毡为原料的汽车顶棚市场有望快速增长。据公司公告，2021 年，公司在国内车顶毡市场的市占率已超过 50%。

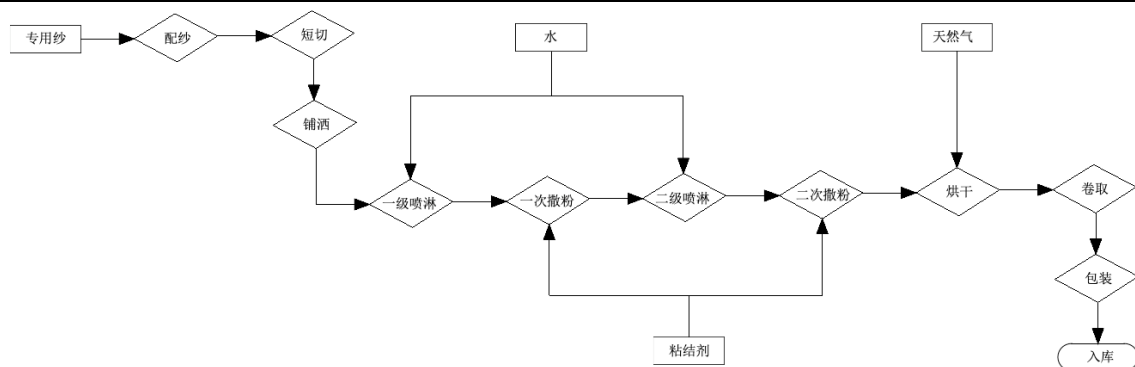
湿法薄毡应用广阔，国内市场仍有较大空间：湿法薄毡可以用于风电项目以及建材装饰材料的基材，如内外墙装饰、屋面防水、电子基材等，应用范围广阔。据公司公告，2021 年我国湿法毡市场规模仅占玻璃纤维行业总规模的 3% 左右、且仍有部分高端产品仍依赖进口，而北美市场湿法毡市场规模占玻璃纤维行业总规模的 30%，市场空间较大，因此公司将重点扩张湿法毡业务。公司于 2020 年 6 月公告计划投资 1.85 亿元建设 5 条薄毡生产线项目，已于 2021 年建成第二条；剩余 3 条生产线将根据市场需求逐步投建；全部建成后，公司薄毡年产能可达到十亿平方米，将进一步消化公司生产的玻纤纱。

图表 44. 公司玻纤纱与制品产能梳理

		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
短切毡	吨	18,000	21,000	30,000	50,000	50,000	70,000	70,000	85,000	85,000
湿法薄毡	万平	18,000	29,090	29,090	40,000	40,000	42,000	42,000	42,000	42,000
复合隔板	万平	800	800	800	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
涂层毡	万平	2,500	2,500	2,500	2,500	7,500	7,500	7,500	7,500	7,500

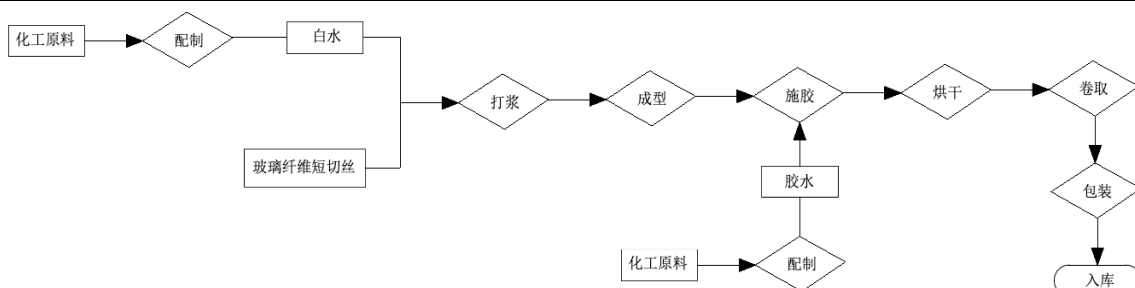
资料来源：公司公告，卓创资讯，中银证券

图表 45. 短切毡生产流程示意图



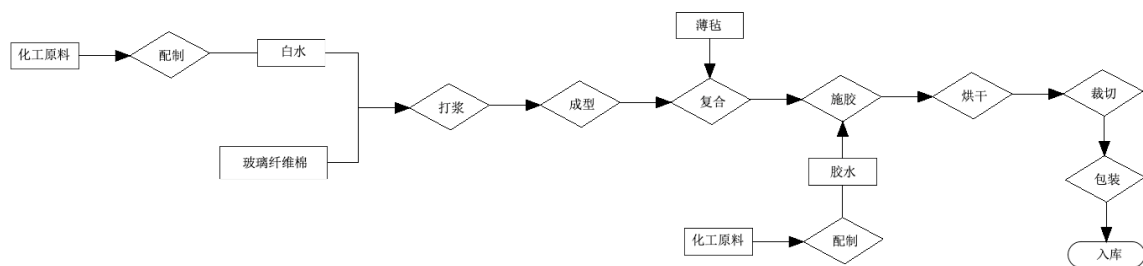
资料来源：长海股份招股说明书，中银证券

图表 46. 湿法薄毡生产流程示意图



资料来源：长海股份招股说明书，中银证券

图表 47. 复合隔板生产流程示意图



资料来源：长海股份招股说明书，中银证券

公司自产玻纤纱实现玻纤制品的自我配套，产能增长助力公司营收迈上新台阶：2007 年，公司投资建设年产 3 万吨池窑拉丝玻纤生产线，实现了玻纤纱-玻纤制品的自我配套，通过布局产业链上游，公司提高了竞争力，在玻纤制品行业中脱颖而出。此外，布局纵向产业链给予了公司经营更大的灵活性。公司每一环节的商品都是可以单独出售，销售的结构也可以根据市场情况灵活调整，比如下游制品需求一般的时候，公司就可以多销售玻纤粗纱；玻纤纱价格根据主流市场波动，短切毡和玻纤织物都是 100% 传导，而湿法薄毡和玻璃纤维的相关度较低，价格的传导性没有那么强，公司的盈利波动相比同业公司更平缓。

两大基地四条产线，合计产能 30 万吨：截至 2022 年 7 月，公司有两大基地四条产线在产，其中长海本部两条线在 2017-2018 年完成冷修改造，目前产能各 8.5 万吨；长海本部 3 线于 2021 年 9 月点火，年产能 10 万吨；天马基地 1 线年产 3 万吨，合计 30 万吨粗纱产能。公司产能规模目前位居国内第五，已经迈入玻纤纱产能第二梯队，仅次于中国巨石（260 万吨）、泰山玻纤（110 万吨）、重庆国际（90 万吨）、山东玻纤（43 万吨）。

图表 48. 公司玻纤纱产能与基地梳理

基地	名称	状态	点火时间	产品	产能/万吨
长海本部	1 线	在产	2018-03	无碱纱	3.0 改 8.5
长海本部	2 线	在产	2018-05	无碱纱	7.0 改 8.5
长海本部	3 线	在产	2021-09	无碱纱	10.0
天马	1 线	在产	2015-07	无碱纱	3.0
合计产能					30.0

资料来源：公司公告，卓创资讯，中银证券

产能提升驱动公司业绩增长：2012-2021 年，公司玻纤及制品营业收入从 5.5 亿元增至 17.2 亿元，年复合增长率为 13.4%，玻纤及制品产销率维持在 95% 以上。据我们测算，2021 年 9 月点火的年产 10 万吨玻纤纱长海本部 3 线将会有 8 万吨左右产能增量于 2022 年内释放，22 年上半年公司玻纤及制品业务营收 11.9 亿元，同比增长 49.5%。我们预计 2022 年全年公司玻纤及制品销量可达 28 万吨，同比增长 37.3%。

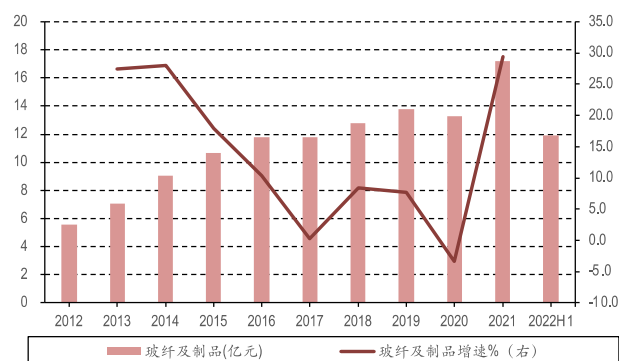
已公告 2 项产能投资计划，业绩仍有较大增长空间：公司于 2022 年 4 月公告对天马基地 1 线进行冷修的建设方案，计划将其改造为年产 8 万吨高端玻纤生产线，生产的高强高模量纱及深加工制品将专用于风电及新能源汽车等高端领域。公司于 2021 年 6 月公告拟建设 60 万吨高性能玻璃纤维智能制造基地项目，目前公司已竞得拟实施该项目的土地，该项目投产后将大幅提升公司生产规模。

图表 49. 公司已公告的玻纤纱生产线项目

生产线	公告时间	投资金额	产品及应用领域	产能/万吨	建设周期
天马 1 线	2022-04	6.0 亿元	高端高性能玻璃纤维及特种织物, 风电和新能源汽车	3.0 改 8.0	12 个月
长海	2021-05	63.5 亿元	高性能玻璃纤维, 主要拓展风电领域的应用	4 条 15 万吨产线, 共计 60.0	54 个月
合计产能增量				65.0	

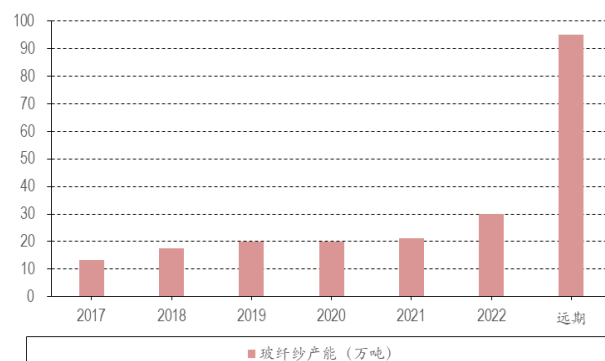
资料来源: 公司公告, 卓创资讯, 中银证券

图表 50. 2012-2022H1 玻纤及制品营业收入



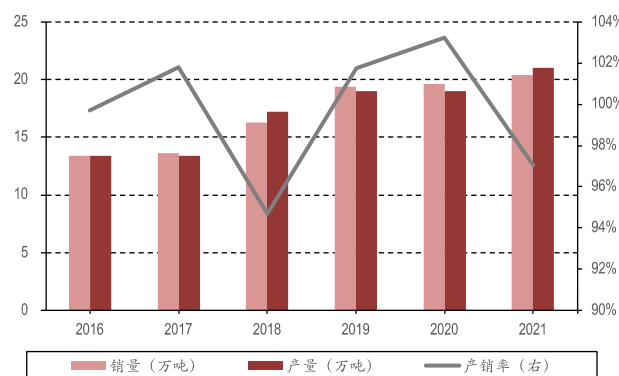
资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 51. 玻纤纱产能持续扩张



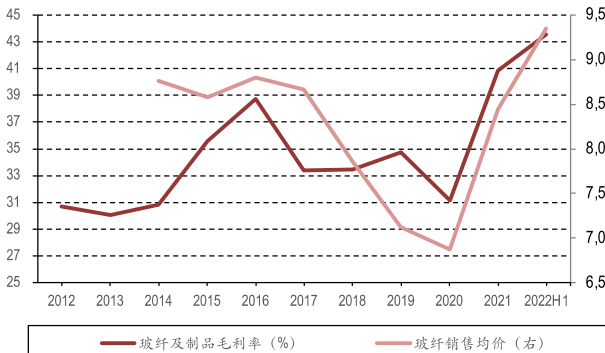
资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 52. 2012-2021 年玻纤及制品产销情况



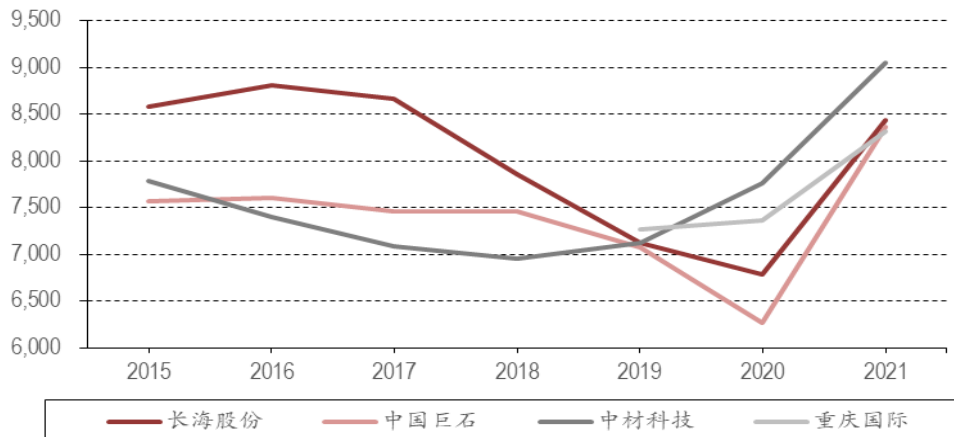
资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 53. 玻纤及制品销售情况 (均价单位: 元/吨)



资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 54. 玻纤制品售价同业对比 (单位: 元/吨)



资料来源: 各公司公告, 中银证券

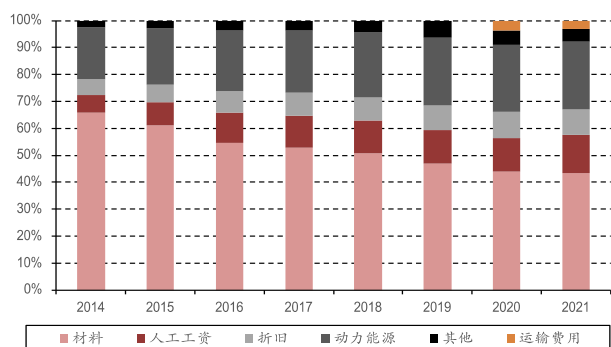
注: 图中中国巨石、中材科技、重庆国际销售价格均为玻纤制品价格, 而长海股份价格为玻纤纱及制品综合价格, 可以推测出长海股份实际玻纤制品价格处于行业中上游水平

产能智造升级，降本增效带来业绩弹性

产能升级，利润弹性持续释放：随着长海本部两条旧生产线于2018年冷修技改完成，公司产能提升至20万吨，玻纤纱实现自给自足，原材料成本降低；同时公司产线生产设备自动化水平提高，带来了生产效率的提升以及原材料的降本增效。据公司公告，玻纤及制品生产成本中，原材料占比45%左右，动力能源占比25%，人工占比13%，折旧占比10%，其他成本约占7%。观察公司2014-2021年各项成本占比变化，可以看到材料成本占比总体呈下降趋势，人工、能源和折旧成本占比有所上升。

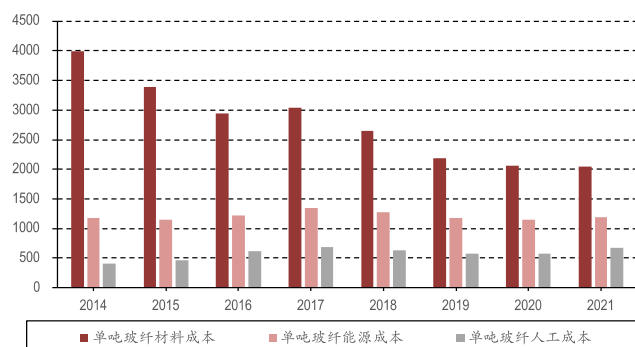
我们测算单吨玻纤对应各项成本，可以看出单吨玻纤材料成本下降幅度较大，能源和人工单吨费用总体较为稳定，考虑近年来人力成本和能源价格均有所上涨，我们认为公司整体降本增效有一定成效。考虑10万吨长海3线于2021年9月点火，新产线产能占公司原产能的50%，该部分的成本下降将为公司整体业绩带来较大弹性。

图表 55. 玻纤成本拆分



资料来源：公司公告，中银证券

图表 56. 生产单吨玻纤对应各项成本情况（单位：元/吨）

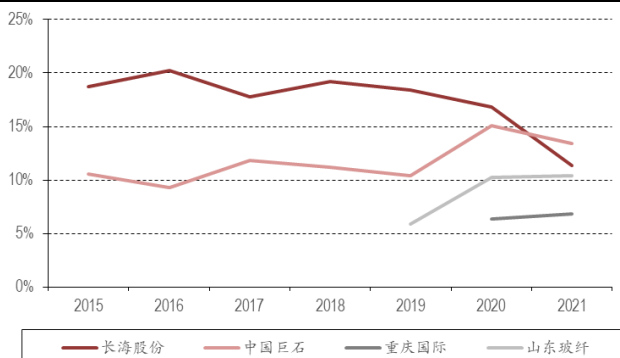


资料来源：公司公告，中银证券

自主研发掌握核心技术，持续增强竞争力

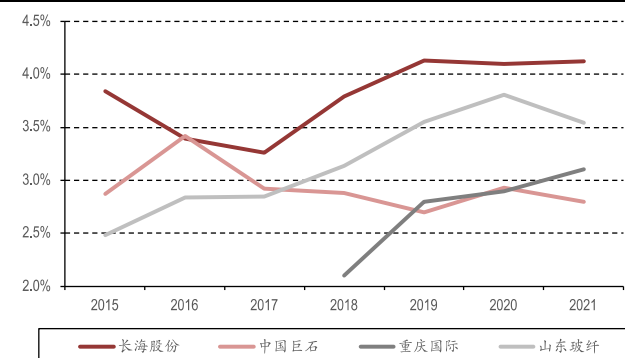
公司重研发，研发人员占比及投入占比均处于行业上游水平：截至2021年末，公司共有研发人员263人，研发人员占比11.4%，仅次于中国巨石；2021年公司研发投入1.03亿元，同比增长23.4%，研发投入占比4.1%，持续领先同业公司。公司技术开发以自主研发为主，并与常州大学等高校开展合作。截至2021年末，公司拥有发明专利36项。

图表 57. 研发人员占比



资料来源：公司公告，中银证券

图表 58. 研发投入占比



资料来源：公司公告，中银证券

热塑材料是公司向高端产品转型战略的重要方向：热塑材料加工成型简单、效率高、可回收，在汽车轻量化、绿色建筑、体育休闲等领域发展前景良好，需求增长迅速，是公司发展的新核心。截止2020年末，公司已经通过自主研发掌握了多项相关技术，且仍有相关产品处于研制中。

公司通过自研浸润剂降低玻纤生产成本：浸润剂是用于在玻纤生产过程中涂覆在玻纤表面的涂层，可以改变玻纤材料的强度和性能。浸润剂对玻璃纤维产品性能影响较大，浸润剂生产属于技术密集型与人力密集型，研发费用和研发难度较高。中小厂商多选择外购，而龙头则倾向于自产。长海股份收购天马集团，实现了浸润剂的自我配套。据公司业绩说明会，浸润剂分为应用于玻纤原丝和玻纤制品的两大类；目前，公司短切毡浸润剂基本实现自供，湿法薄毡浸润剂 60-70%自供；玻璃纤维原丝浸润剂的配套率在 30%左右。据中国巨石公告，浸润剂的自研国产替代使玻纤吨成本降低 400-500 元。浸润剂自产进一步降低了玻纤生产成本，并且能够实现随着玻纤生产需要改变浸润剂供应，满足下游客户对产品的多种需求。

图表 59.2020 年末公司在热塑材料及浸润剂领域掌握的核心技术

核心技术应用产品	核心技术
连续纤维增强热塑性复合材料	特种玻纤的配方、拉丝及纤维表面处理技术
	热塑性塑料的功能化处理技术
	特种纤维与热塑性塑料的连续复合工艺的生产设备及工艺技术
	长纤维的排布技术
	热塑材料涂覆技术
	热塑材料定量控制技术
	纵横向自动叠合配料技术
	恒温恒压可控式热层压技术
	热料冷压平衡技术
	变频横切分料技术
玻纤纱	采光纱专用浸润剂技术
	超薄毡用纱专用浸润剂技术
	喷射纱专用浸润剂技术
	SMC 纱专用浸润剂技术

资料来源：公司公告，中银证券

2021 年公司研发投入同比增长超 20%，主要研发方向是热塑产品的应用，浸润剂的自我配套，以及部分热固产品等，为以后市场开拓打下基础。随着公司 10 万吨新产能投产放量，研发投入会有显著成效。

图表 60.2020 年末公司热塑材料及浸润剂在研产品及进展

项目名称	主要内容	研发进度
SPC 地板用热塑性增强薄毡	一种石塑地板中间的增强材料，通过生产玻纤毡过程中的界面改性，与石塑地板的有机材料紧密结合，从而改善石塑地板的尺寸稳定性	客户小批量生产中
环氧乳液的研发	本项目开发的环氧乳液可以满足各类型玻纤纱的生产要求	在研

资料来源：公司公告，中银证券

深耕海外市场，出口高景气增厚公司利润

公司对外销售采用“经销商+展会”模式：公司在各个销售区域设置独家经销商，公司产品直接销售给经销商，经销商再以“常海”品牌并对外经营并销售给终端客户，从而提高“常海”在全球市场的知名度；此外，公司积极参与国内外的大型行业展会结识潜在客户、传播长海品牌，参与的主要展会包括：世界最大的复合材料展会法国 JEC 展会、新加坡 JEC 展会、中国复合材料工业技术展览会、美国复合材料展览会等。

“经销商+展会”模式有利于降低外销成本、拓宽销售网络、传播公司品牌：独家经销商的设立有效降低了公司的外销成本，展会销售模式则使得公司能够通过展示自己的竞争优势，与潜在用户接触并结成销售关系。公司产品出口国家包括西班牙、意大利、韩国、日本、泰国、印尼、印度、俄罗斯、伊朗、美国、加拿大、阿联酋等，客户行业分布广泛。

图表 61. 公司销售网络



资料来源：公司公告，中银证券

公司出口欧洲的玻纤产品税率低于低于同业公司

2009 年 12 月，欧盟对华玻璃纤维长丝启动反倾销立案调查；2011 年 3 月，欧盟对此案作出终裁；2017 年 4 月，欧盟此案作出日落复审终裁，对长海股份出口欧洲的玻璃纤维长丝不征收反倾销税，对其余企业征收 14.5%-19.9%的反倾销税。

2013 年 12 月，欧盟对原产于中国的玻璃纤维长丝进行反补贴立案调查；2014 年 12 月，欧盟对此案作出反补贴终裁；2021 年 2 月，欧盟对此案作出第一次反补贴日落复审终裁，对长海股份出口欧洲的玻璃纤维长丝征收 4.9%的反补贴税，对其他企业征收 9.7%-10.3%的反补贴税。

2019 年 2 月，欧盟对原产于中国和埃及的玻璃纤维织物进行反倾销立案调查；2020 年 4 月，欧盟对此案作出终裁；2020 年 6 月，欧盟对此案作出反补贴肯定性终裁，决定对埃及涉案产品征收 10.9%反补贴税，对中国涉案产品征收 17.0%-30.7%反补贴税。同时决定修改中国涉案产品的反倾销税，修改后税率为 34.0%-69.0%。对长海股份出口欧洲的玻璃纤维织物征收 24.8%的反补贴税和 37.6%的反倾销税，较同业公司具有税收优势。

图表 62. 欧盟反倾销税同业比较

时间	涉案产品	长海股份	重庆国际	中国巨石
2011 年 3 月	玻璃纤维长丝	7.3%	13.8%	13.8%
2017 年 4 月	玻璃纤维长丝	0.0%	19.9%	14.5%
2020 年 4 月	玻璃纤维织物	37.6%	99.7%	99.7%
2020 年 6 月	玻璃纤维织物	37.6%	69.0%	69.0%

资料来源：中国贸易救济信息网，中银证券

图表 63. 欧盟反补贴税同业比较

时间	涉案产品	长海股份	重庆国际	中国巨石
2014 年 12 月	玻璃纤维长丝	4.9%	9.7%	10.3%
2020 年 6 月	玻璃纤维织物	24.8%	30.7%	30.7%
2021 年 2 月	玻璃纤维长丝	4.9%	9.7%	10.3%

资料来源：中国贸易救济信息网，中银证券

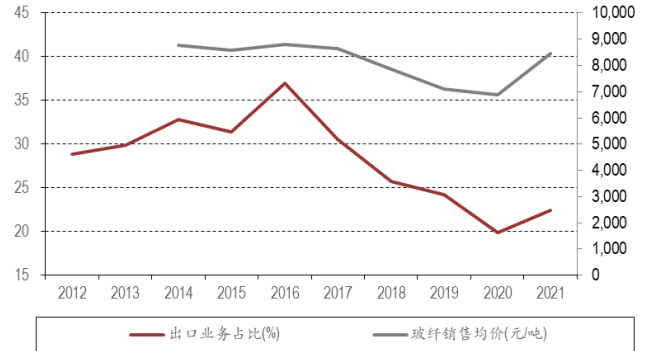
出口需求旺盛有望提振公司业绩：2022 年以来，受欧洲天然气价格暴涨，以及海外汽车、风电产业带动，国内玻纤出口景气度明显提升。据卓创资讯，2022 年上半年我国玻纤出口量同比上升 39%，且玻纤出口销售价格远高于国内，2022 年上半年我国出口粗纱均价约为 7,300 元/吨，同比增长 23.5%，而同期我国 2400tex 缠绕直接纱（最常见产品）均价为 6,050 元/吨。出口需求旺盛下，公司玻纤产品销售均价有望提升，且在出口欧洲的关税方面较同业具有优势，业绩弹性更足。

图表 64. 粗纱出口需求旺盛，价格处于高位



资料来源：卓创资讯、中银证券

图表 65. 公司玻纤产品销售均价与出口占比有相关性



资料来源：卓创资讯、中国纤维复材网、中银证券

收购天马集团构筑横向产业链，充分发挥协同效应

不饱和聚酯树脂需求旺盛，产量持续增长：据中国不饱和聚酯树脂行业协会数据，2008-2020 年我国不饱和聚酯树脂产量从 145 万吨增加至 321 万吨，年复合增长率为 6.8%。不饱和聚酯树脂与玻璃纤维组成的复合材料，具有轻质、高强、多功能等优良特性，广泛应用于工业、交通、运输、国防、电子等领域。随着玻璃纤维的持续创新以及下游应用领域的不断拓展，不饱和聚酯树脂迎来巨大的发展机遇，产品技术不断发展。

公司分多次收购天马集团，切入化工制品，实现从玻纤制品到复合材料的布局：公司从 2012 年开始至 2016 年，分多次收购天马集团及天马瑞盛，并于 2018 年将两家子公司进行整合。公司通过天马集团开展化工业务，主要产品为不饱和聚酯树脂，具体产品还包括玻纤粘结剂、羟酯、颜料糊、固化剂、乙烯基酯树脂等。天马集团生产的化工制品是公司各类玻纤制品的重要原料，由此，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。

图表 66. 公司分多次收购天马瑞盛及天马集团，完成复合材料领域布局

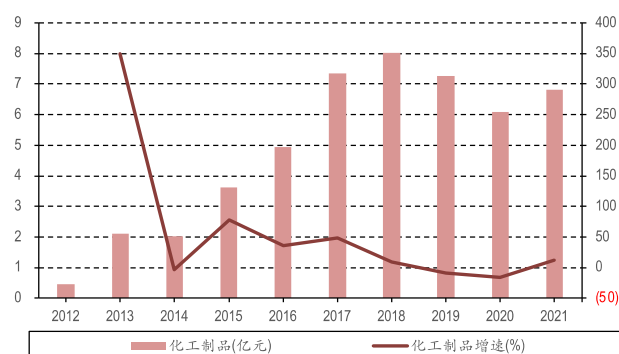
交易标的	时间	持股比例(%)	交易总价 (万元)	交易过程
天马瑞盛	2012-09-28	100.00	1,537.0	天马瑞盛股东将其持有“天马瑞盛”的 100% 股权全部转让给长海股份，股权转让价款总计为人民币 1,537 万元
	2012-10-23		1,000.0	公司对天马瑞盛增资 1,000 万元，同意天马瑞盛用留存收益 897 万元人民币转增注册资本；天马瑞盛注册资本将增至 2,000 万元人民币
	2016-09-28		1,500.0	公司对天马瑞盛增资 1,500 万元人民币，用于开展“4 万吨/年不饱和聚酯树脂生产技改项目”
天马集团	2012-08-29	29.41	5,120.0	公司对天马集团增资 5,120 万元人民币
	2012-11-08	30.75	3,000.0	公司对天马集团增资 3,000 万元人民币
	2013-04-24	31.52	4,000.0	公司对天马集团增资 4,000 万元人民币
	2015-03-06	59.57	11,746.8	公司使用现金 11,746.82 万元购买中企新兴持有的天马集团 28.05% 的股权
	2016-08-25	100.00	22,298.0	公司以现金 22,298 万元人民币购买中企新兴、中企汇鑫、常州常以、苏州亿华、常州联泰、常州海天六家公司持有的天马集团 40.42% 的剩余股权
	2017-04-25		2,850.32	公司对天马集团增资 2,850.32 万元人民币，增资后，天马集团注册资本为 12,800 万元
整合	2018-01-19			天马瑞盛被天马集团吸收合并，天马集团存续经营，天马瑞盛独立法人资格注销，其全部资产、负债、权益、人员及业务由天马集团依法承继

资料来源：公司公告，中银证券

公司化工制品快速发展，营业收入占比约为 30%：公司化工制品的营业收入从 2012 年的 0.5 亿元增加至 2021 年的 6.8 亿元，年复合增长率为 34.6%。2019、2020、2021 年，化工制品占的营收占比分别为 33.0%、29.9%、27.3%，占比下降主要是由于玻纤及制品的高景气使得化工制品营收的相对比例减少导致。

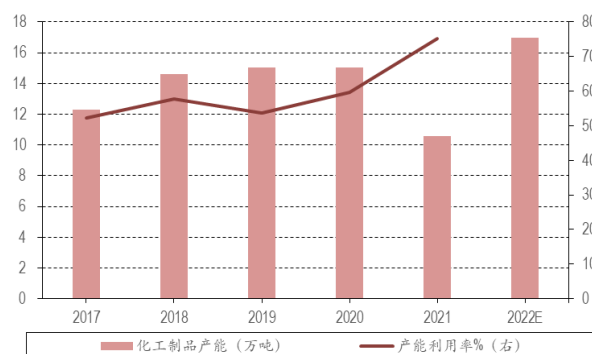
10 万吨不饱和聚酯树脂完工试产，推动公司化工制品产能进一步提升：2021 年，子公司常州海克莱 2 万吨产能生产线关闭搬迁，同时子公司天马集团对原年产 2.5 万吨不饱和聚酯树脂生产线进行技改扩建，公司化工制品产能下降至 10.6 万吨。该技改项目于 2021 年末建成，全面投产后可形成 10 万吨不饱和聚酯树脂的生产能力，公司化工制品产能将达到 17 万吨。

图表 67. 化工制品营业收入与增速



资料来源：公司年报，中银证券

图表 68. 化工制品产能情况

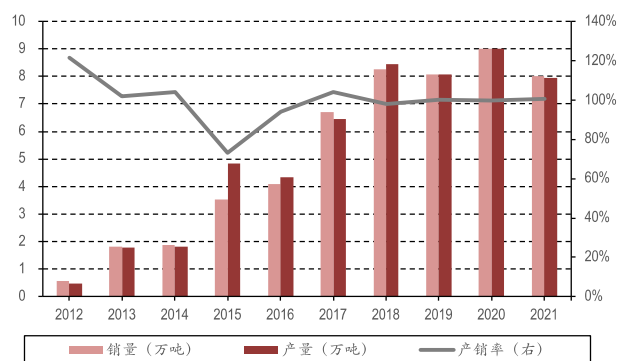


资料来源：公司年报，中银证券

化工制品以销定产，产销率表现良好：公司化工制品的产量从 2012 年的 0.47 吨增加至 2021 年的 7.95 吨，CAGR 为 36.9%；公司化工制品以销定产，产销率稳定在 100% 左右。2015 年产销率为 73%，系当年首次将控股子公司天马集团纳入合并报表，对比去年同期产量数据增量明显。

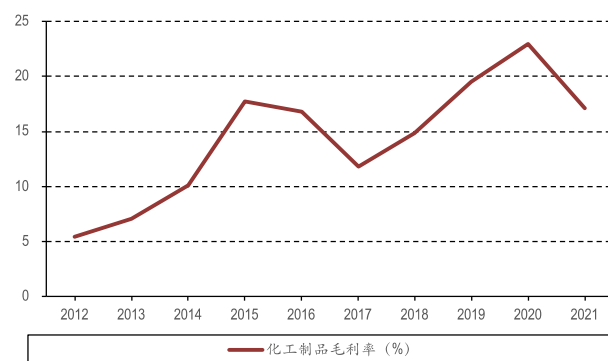
化工制品毛利率波动较大：公司化工制品毛利率从 2012 年的 5.5% 增加至 2021 年的 17.1%。2020 年，化工制品实现毛利率 23%，2021 年毛利率同比下降 5.8ppt，主要是由于苯乙烯等化工原料采购价格大幅上涨，均价由 2020 年的 5,240.54 元/吨上涨到 2021 年的 7,828.89 元/吨，而公司产品以锁定单吨利润的方式定价，原材料价格上升导致毛利率有所下降。

图表 69. 化工制品产销量



资料来源：公司年报，中银证券

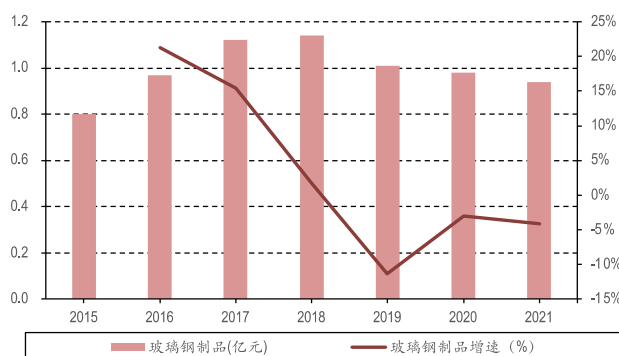
图表 70. 化工制品毛利率情况



资料来源：公司年报，中银证券

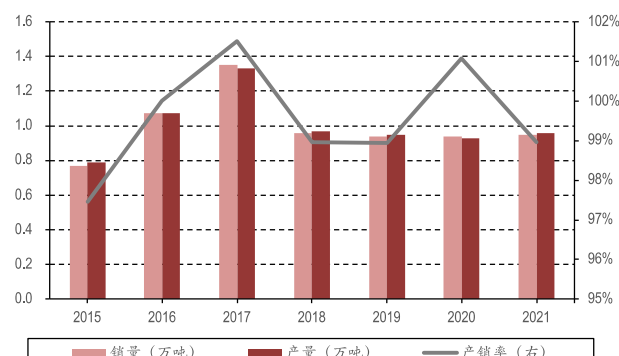
玻璃钢尚未成为公司主要收入来源：2015 年，公司以现金交易持有天马集团 28.1% 的股权。天马集团是中国“玻璃钢”的摇篮，其品牌在业内享有较高的知名度和影响力。公司玻璃钢制品在营收中占比约为 5%；毛利率在 15%-30% 区间波动；玻璃钢产量稳定在 1 吨左右，产销率维持高位。

图表 71. 玻璃钢营业收入与增速



资料来源：公司年报，中银证券

图表 72. 玻璃钢产销量情况



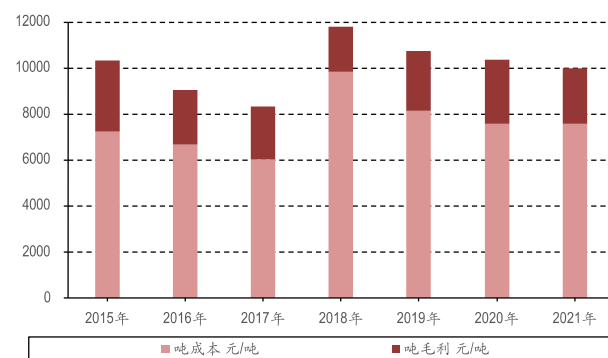
资料来源：公司年报，中银证券

图表 73. 玻璃钢毛利率



资料来源：公司年报，中银证券

图表 74. 玻璃钢吨成本、吨毛利



资料来源：公司年报，中银证券

横纵向产业链联合，充分发挥协同效应：子公司生产的不饱和聚酯树脂少部分用于和公司生产的玻纤配合制成玻璃钢外售，大部分直接对外销售。公司客户中生产玻璃钢制品的企业可以一站式采购玻璃纤维和不饱和树脂，以及其他辅料化工产品和技术服务。公司和天马集团在市场开拓和客户资源共享上可以充分发挥协同优势，打造核心竞争力。据公司业绩说明会，增加不饱和聚酯树脂的产能，布局全产业链，最终形成玻璃钢制品，是公司长期以来发展的基础理念。玻璃钢有各种各样的广泛应用，所以公司的布局从各个方面考虑，新增的玻纤产能和不饱和聚酯树脂的产能也是为了未来增加玻璃钢的市占率。发展玻璃钢是公司的必要战略，公司将持续加大科研力度，寻找下游的玻璃钢制品应用的开发，不断提高在玻璃钢行业的整体竞争力。

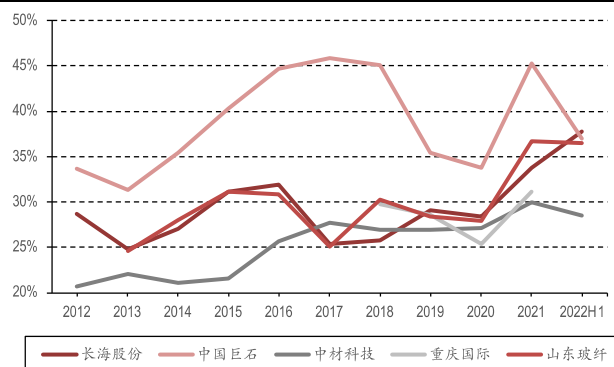
各项财务指标表现良好，低负债率赋予扩产升级潜力

盈利能力持续改善，处于行业中上水平

公司盈利能力持续改善：公司毛利率从2012年的28.7%提升至2022H1的37.7%，提升9.0ppt。公司2020年至2022H1毛利率水平提升较为明显，一方面2021年玻纤行业高度景气，带动行业内公司盈利水平普遍提升，另一方面公司年产10万吨玻纤生产线于2021年投产，降本增效带来较大弹性；公司净利率从2012年的15.2%提升至2022H1的27.8%，提升幅度为12.6ppt；2022H1净利率水平仅次于中国巨石，较中材科技、山东玻纤分别高出8.0ppt、6.0ppt。

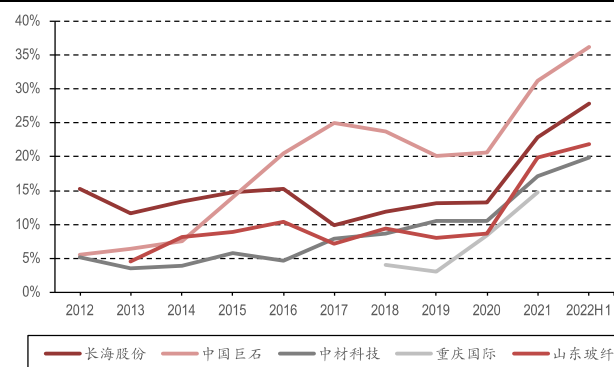
公司费用率始终处于行业较低水平：公司期间费用率由2012年的12.3%下降至2022H1的9.6%，费用管控能力较强且费用水平稳定。公司净资产收益率水平相比同业公司波动率较小。

图表 75. 毛利率获得明显改善



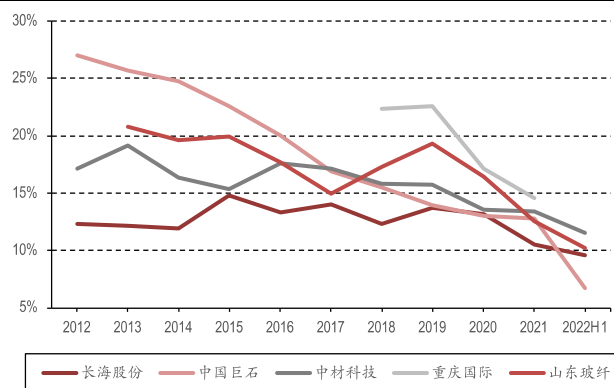
资料来源：各公司公告，中银证券

图表 76. 净利率水平处于行业中上游



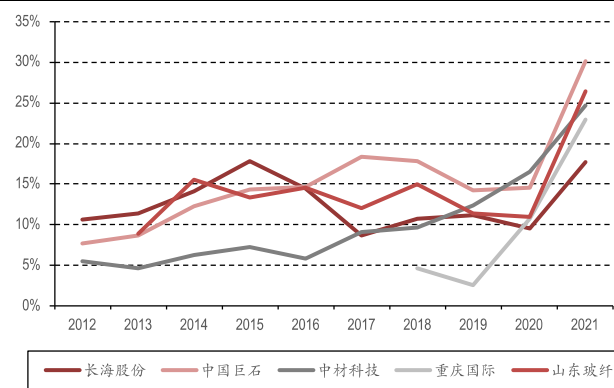
资料来源：各公司公告，中银证券

图表 77. 费用管控能力优于同业



资料来源：各公司公告，中银证券

图表 78. 净资产收益率较为稳定

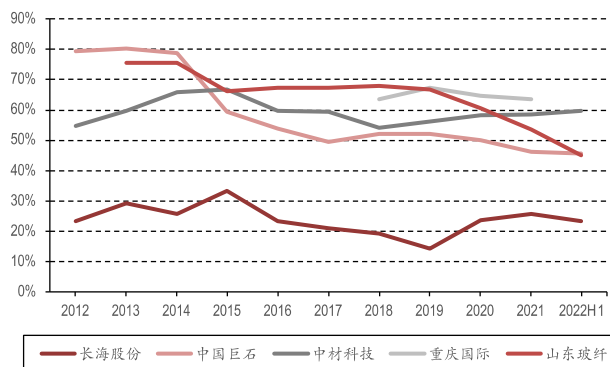


资料来源：各公司公告，中银证券

偿债压力低于同业，未来发展潜力较大

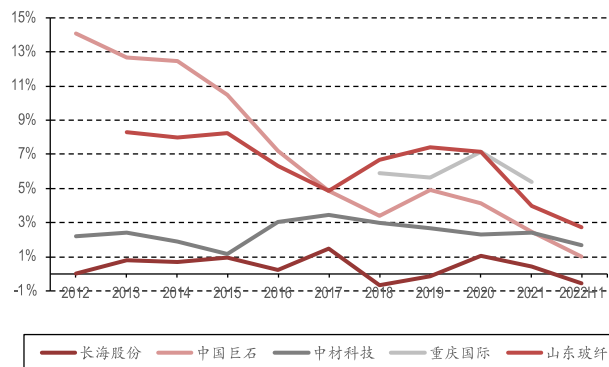
公司资产负债率较低：公司资产负债率保持在 15-30% 水平，明显低于行业平均，偿债压力较小，财务费用率较低。公司通过 IPO、定增、发行可转债、银行贷款等多种方式进行融资，融资多元化，且公司债务规模较小，整体偿债能力指标表现良好，为公司未来的融资灵活性提供了较大的空间。

图表 79. 资产负债率明显低于行业平均水平



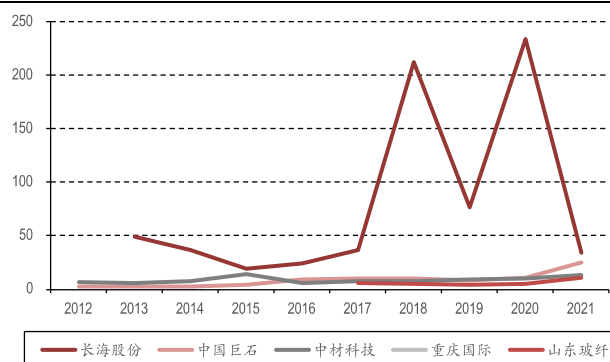
资料来源：公司公告，中银证券

图表 80. 财务费用率较低



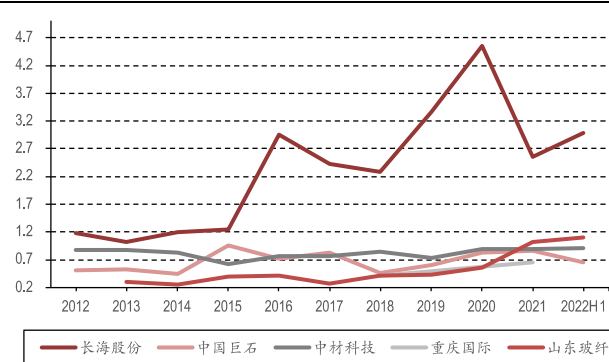
资料来源：各公司公告，中银证券

图表 81. EBITDA/利息费用指标远高于同业水平



资料来源：公司公告，中银证券

图表 82. 速动比率远高于同业水平

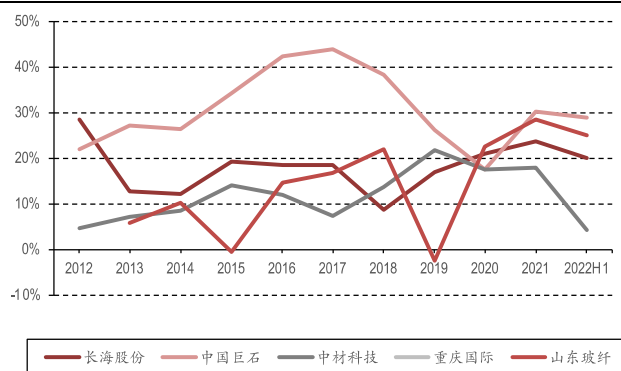


资料来源：各公司公告，中银证券

产生现金能力较强，主业经营情况稳定

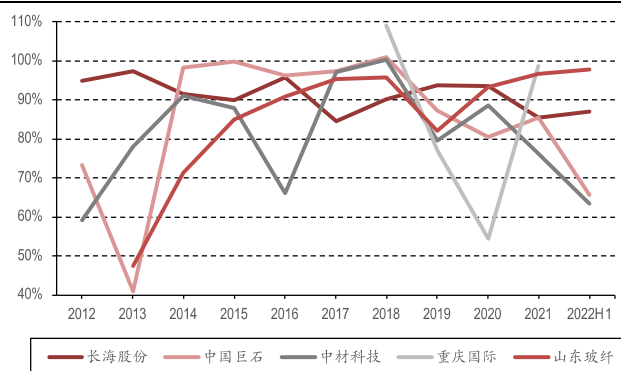
公司盈利质量较高：公司经营性现金净流量与营业收入的比值较为稳定（图表 83），且保持行业中上游位置，经营产生现金的能力较强。公司非经常性损益在净利润中占比较低，2012-2020 年扣非净利占比稳定在 85% 以上，2021-2022 年由于在高位出售部分贵金属产生了较多非经常性损益，该比例小幅下调至 80% 水平，公司总体经营情况较为稳定。

图表 83. 公司经营活动产生现金能力较强



资料来源：各公司公告，中银证券

图表 84. 非经常性损益占比较小，经营情况稳定

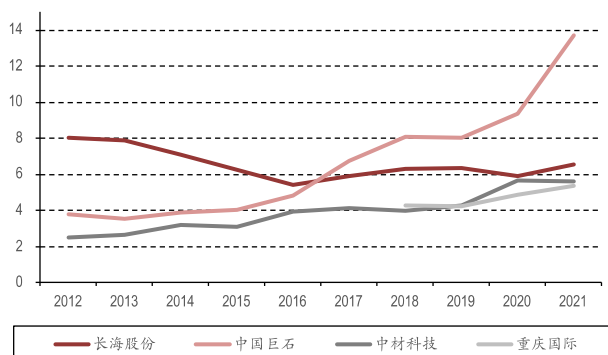


资料来源：各公司公告，中银证券

资产属性相对较轻，营运能力领先同业

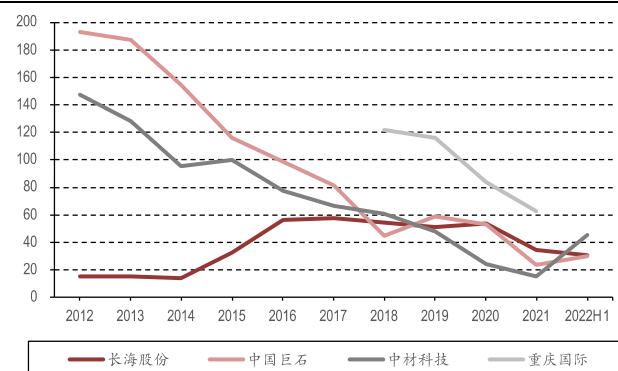
相比玻纤纱企业，公司的资产属性较轻：玻纤制品的产线投资额远低于玻纤纱产线，公司资产属性较轻，资产周转率水平领先同业。公司净营业周期天数处于行业较低水平，且受行业景气带动，2021年净营业周期天数较2020年减少19.7天至34.3天。

图表 85. 应收帐款周转率明显提升（单位：次）



资料来源：各公司公告，中银证券

图表 86. 净营运周期指标表现良好（单位：天）



资料来源：各公司公告，中银证券

盈利预测

关键假设：

- 1) 对玻纤业务的盈利预测从量、价、本三方面展开：销量方面，根据公司产能投放情况，22 年新增产量主要为 21 年 9 月新点火的 10 万吨玻纤纱产线带来的增量。此外，公司还有 5 万吨产能增量将来自于天马产线的冷修技改。价格方面，据卓创资讯统计，截止 8 月初，粗纱价格环比、同比均小幅下调 2% 左右。但受益于公司新产线投产，产品结构有所优化，且公司出口业务占比比较高。据 22H1 财报，公司上半年玻纤销售均价同比有所增长。我们预计公司 2022-24 年玻纤价格将保持高位稳定。成本方面，玻纤成本主要是原材料、燃料、化工辅料、人工及制造费用。去年由于燃料价格上涨，玻纤成本上升，今年各项成本细分项没有出现较大变化。我们预计的玻纤毛利率 22 年相比 21 年有所上升，主要还是价格上升驱动。

图表 87. 公司盈利预测拆分

	单位	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
玻纤及制品							
收入	百万	1,377.64	1,331.43	1,723.77	2,338.00	2,822.00	3,320.00
成本	百万	899.31	883.91	1,019.61	1,344.00	1,598.00	1,880.00
毛利	百万	478.33	447.52	704.16	994.00	1,224.00	1,440.00
毛利率	%	34.72	33.61	40.85	42.51	43.37	43.37
化工							
收入	百万	727.41	610.30	682.28	783.00	1,020.00	1,190.00
成本	百万	585.73	453.94	565.47	648.00	840.00	980.00
毛利	百万	141.68	156.36	116.81	135.00	180.00	210.00
毛利率	%	19.48	25.62	17.12	17.24	17.65	17.65
玻璃钢							
收入	百万	101.18	97.58	94.47	95.00	90.00	90.00
成本	百万	77.23	68.36	72.33	76.00	75.00	74.00
毛利率	%	23.67	29.94	23.44	20.00	16.67	17.78
合计							
收入	百万	2,209.71	2,042.51	2,506.40	3,220.00	3,936.00	4,604.00
成本	百万	1,565.96	1,462.45	1,661.13	2,072.40	2,516.20	2,938.20
毛利	百万	643.75	580.06	845.27	1,147.60	1,419.80	1,665.80
毛利率	%	29.1	28.4	33.7	35.6	36.1	36.2
归母净利	百万	289.45	270.69	572.41	760.33	886.66	1,031.87

资料来源：公司年报，中银证券测算

长海股份的可比公司为玻纤行业上市公司中国巨石、中材科技、山东玻纤。上述三家公司股价对应 2022 年市盈率平均值为 9.22 倍，公司股价对应 2022 年市盈率为 8.72 倍。公司作为玻纤行业里为数不多拥有玻纤生产、玻纤制品深加工和玻纤复合材料制造完整产业链的公司，协同效应明显，且公司产能不断扩张，竞争优势持续加强。我们认为长海股份目前估值仍有较大上升空间，维持公司 **增持** 评级。

图表 88. 相对估值

证券简称	证券代码	最新股价 (元)	总市值 (亿元)	每股收益 (元)			市盈率 (倍)			评级
				2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
中材科技	002080.SZ	24.00	402.75	2.01	2.16	2.51	16.92	11.11	9.56	买入
山东玻纤	605006.SH	9.76	58.56	0.91	1.18	1.36	12.73	8.27	7.18	增持
中国巨石	600176.SH	14.40	576.45	1.51	1.65	1.68	9.69	8.76	8.07	买入
平均值							12.97	9.22	8.07	
长海股份	300196.SZ	16.22	66.29	1.40	1.86	2.17	12.52	8.72	7.47	增持

资料来源：各公司公告，中银证券

注：股价与市值截止日 2022 年 8 月 30 日，中国巨石、中材科技、山东玻纤均为已覆盖公司

风险提示

玻纤产能超预期投放：玻纤行业持续景气促使业内企业纷纷扩产，若产能超预期投放，行业供需平衡将会被打破，玻纤价格趋弱下行。

生产成本上升：玻璃纤维生产中原材料和燃料占成本比例较高，价格上升时企业可能无法将成本传导至下游，盈利空间将缩减。

需求增速不及预期：稳增长政策发力程度或不及预期，对玻纤下游建筑、交通、电子、风电提振效果有限，导致行业供需格局恶化。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入	2,043	2,506	3,220	3,936	4,604
销售成本	1,462	1,661	2,072	2,516	2,938
经营费用	181	165	225	276	322
息税折旧前利润	491	833	1,096	1,238	1,398
折旧及摊销	160	161	226	235	244
经营利润(息税前利润)	331	672	870	1,003	1,154
净利息收入/(费用)	(22)	(11)	9	22	39
其他收益/(损失)	9	11	80	20	0
税前利润	310	661	879	1,025	1,193
所得税	39	88	119	138	161
少数股东权益	(0)	(1)	(0)	(0)	(0)
净利润	271	572	760	887	1,032
核心净利润	262	562	680	867	1,032
每股收益(人民币)	0.662	1.401	1.860	2.169	2.525
核心每股收益(人民币)	0.641	1.374	1.665	2.120	2.525
每股股息(人民币)	0.102	0.150	0.190	0.220	0.250
收入增长(%)	(8)	23	28	22	17
息税前利润增长(%)	1	103	29	15	15
息税折旧前利润增长(%)	3	70	32	13	13
每股收益增长(%)	(8)	111	33	17	16
核心每股收益增长(%)	(3)	115	21	27	19

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
税前利润	310	661	879	1,025	1,193
折旧与摊销	160	161	226	235	244
净利息费用	22	11	(9)	(22)	(39)
运营资本变动	(32)	(27)	11	(27)	(70)
税金	91	78	31	25	20
其他经营现金流	(180)	(340)	(200)	(152)	(149)
经营活动产生的现金流	433	598	916	1,137	1,338
购买固定资产净值	266	918	101	101	101
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	64	(122)	17	31	47
投资活动产生的现金流	(202)	(1,040)	(83)	(70)	(53)
净增权益	(14)	(3)	0	0	0
净增债务	501	(26)	0	0	0
支付股息	41	61	78	90	102
其他融资现金流	(27)	19	(8)	(8)	(8)
融资活动产生的现金流	418	(72)	(86)	(98)	(111)
现金变动	621	(530)	747	969	1,174
期初现金	624	1,244	751	1,577	2,567
公司自由现金流	232	(442)	833	1,068	1,285
权益自由现金流	705	(450)	824	1,059	1,277

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1,244	751	1,577	2,567	3,741
应收帐款	351	425	540	655	761
库存	166	220	278	335	388
其他流动资产	373	628	628	628	628
流动资产总计	2,134	2,024	3,023	4,185	5,518
固定资产	1,462	2,280	2,177	2,053	1,917
无形资产	159	155	150	145	139
其他长期资产	122	238	220	215	214
长期资产总计	1,744	2,672	2,547	2,413	2,270
总资产	3,878	4,697	5,571	6,597	7,789
应付帐款	242	561	629	702	771
短期债务	27	0	0	0	0
其他流动负债	165	145	238	364	524
流动负债总计	433	707	867	1,066	1,296
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	484	500	530	562	594
股本	409	409	409	409	409
储备	2,552	3,082	3,764	4,561	5,490
股东权益	2,961	3,490	4,173	4,969	5,899
少数股东权益	(2)	(4)	(4)	(4)	(4)
总负债及权益	3,878	4,697	5,571	6,597	7,789
每股帐面价值(人民币)	7.25	8.55	10.22	12.17	14.44
每股有形资产(人民币)	9.21	11.08	13.23	15.75	18.68
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.82)	(0.61)	(2.56)	(4.91)	(7.70)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	24.0	33.2	34.0	31.4	30.4
息税前利润率(%)	16.2	26.8	27.0	25.5	25.1
税前利润率(%)	15.2	26.4	27.3	26.0	25.9
净利率(%)	13.2	22.8	23.6	22.5	22.4
流动性					
流动比率(倍)	4.9	2.9	3.5	3.9	4.3
利息覆盖率(倍)	22.5	73.2	121.7	55.1	36.2
净权益负债率(%)	(24.7)	(7.2)	(25.1)	(40.3)	(53.3)
速动比率(倍)	4.5	2.6	3.2	3.6	4.0
估值					
市盈率(倍)	24.5	11.6	8.7	7.5	6.4
核心业务市盈率(倍)	25.3	11.8	9.7	7.6	6.4
市净率(倍)	2.2	1.9	1.6	1.3	1.1
价格/现金流(倍)	28.2	(15.0)	8.0	6.2	5.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	13.5	8.0	6.0	5.4	4.7
周转率					
存货周转天数	29.7	32.1	31.5	31.1	30.8
应收帐款周转天数	62.8	61.9	61.2	60.7	60.3
应付帐款周转天数	60.3	123.4	110.8	101.8	95.8
回报率					
股息支付率(%)	15.3	10.7	10.2	10.1	9.9
净资产收益率(%)	9.1	16.4	18.2	17.8	17.5
资产收益率(%)	7.0	12.2	13.6	13.4	13.2
已运用资本收益率(%)	8.3	14.6	16.0	15.7	15.4

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371