

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 20.67
合理价格区间(元): 24-26

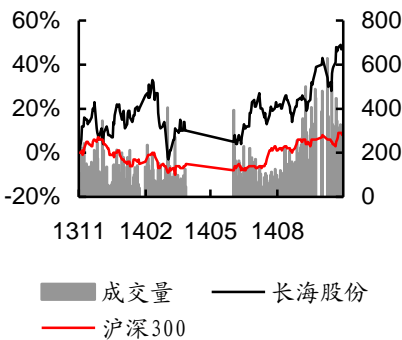
周煊 执业证书编号: S0570512070003
研究员 0755-82492072
zhouhuan@mail.htsc.com.cn

邓云程 执业证书编号: S0570512070015
研究员 0755-82492080
dengyuncheng@mail.htsc.com.cn

相关研究

- 1 《长海股份(300196): 三季报增长符合预期, 明年会更好》2014.10
- 2 《长海股份(300196): 需求复苏促玻纤消费, 天马协同正在进行》2014.08
- 3 《长海股份(300196): 2014年增速重回快车道, 天马整合更进一步》2014.02

股价走势图



供需格局持续向好, 天马并购是锦上添花

长海股份(300196) 2014年11月调研报告

投资要点:

- **天马精细化工优质且具研发能力, 规模突破可促优势发挥。**9月天马并购遭否, 会里对其持续盈利存疑。天马在树脂等化工产品上具备技术及研发优势, 天马的产品类别多, 但规模小, 池窑建设大量消耗现金, 规模扩张难以进行, 因此它在研发及精细化工产品上优势难以发挥。2013年天马盈利现拐点, 2014年盈利状况已经高于并购时预测数。2014年前三季度天马约实现盈利2800万, 而此次并购的审核报告中对天马的盈利预测仅为2500万。
- **未来天马瞄准精细化工, 与长海进行优势互补。**2013年天马即对天马进行人员、财务、销售等方面的整合: 管理仍以天马为主, 但搭建长海的机制, 部分生产人员由机械化设备代替以提高生产效率, 销售团队实行统一管理及绩效考核, 研发团队虚拟持股。未来天马或进行精细化工的生产性投入、设备更新, 与长海形成优势互补。
- **2015或是冷修大年, 供需格局促纱价稳定或小幅上调。**池窑7-8年需要进行冷修, 2015年列入计划冷修的规模约为30万吨, 占全国产能的10%, 2014年冷修量约为15万吨。需求情况看, 美国经济稳步复苏, 欧洲经济情况将较今年好转, 反观国内需求, 构成今年需求增量的一大原因——风电、交通需求, 或将延续至明年上半年。明年纱价或将稳定或小幅上调, 对于购纱进行制品生产的小型企业可能会造成一定挤压, 制品供需格局也将向好。
- **2015年价量毛利率均呈乐观, 新品仍待时机。**未来公司暂无扩产计划, 或根据下游需求以生产线调整为主。价格上看, 2014年制品价格上调发生在下半年, 2015年即使稳步目前的价格, 全年均价也将高于2014年约3%; 销量上看, 2015年增长或来自于薄毡及涂层毡订单签订。毛利率或继续提升: 供需格局改善, 公司开始倾向性选择订单量大, 订购产品毛利率高的客户, 从价、量、毛利率三方面看, 2015年状况都呈乐观情况。
- **盈利预测:** 不考虑天马并购, 预计公司2014-2016年实现EPS分别为0.80、1.05、1.36元, 对应PE分别为26、20、15倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 欧洲经济状况低于预期。

公司基本资料

总股本(百万)	192.00
流通A股(百万)	109.19
52周内股价区间(元)	14.51-30.05
总市值(百万)	3,968.64
总资产(百万)	1,557.87
每股净资产(元)	5.52

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	919.71	1,165.30	1,472.44	1,798.53
+/-%	52.78%	26.70%	26.36%	22.15%
净利润(百万)	105.02	154.50	202.43	262.05
+/-%	18.22%	47.11%	31.02%	29.45%
EPS	0.55	0.80	1.05	1.36
PE	37.79	25.69	19.61	15.15

资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

正文目录

与长海优势互补，天马并购仍稳步推进.....	3
天马精细化工优质且具研发能力，规模突破可促优势发挥.....	3
未来天马瞄准精细化工，与长海进行优势互补.....	3
2014年现需求复苏，2015年供需格局向好.....	3
2014年需求复苏，量价齐升.....	3
2015或迎冷修大年，供需格局继续向好.....	4
2015年价量毛利率均呈乐观，新品仍待时机.....	5
盈利预测.....	6
风险提示.....	6

图表目录

图 1: 长海历年收入利润情况.....	4
图 2: 长海收入结构.....	4
图 3: 历年玻纤纱池窖新建情况.....	4
表格 1: 2014年天马产品及产能表.....	3
表格 2: 2015年玻纤纱产能投放、冷修计划表.....	4
表格 3: 长海关键假设表.....	6

与长海优势互补，天马并购仍稳步推进

9月长海并购天马上会遭否，会里对天马持续盈利存疑。天马的持续盈利可期待，天马与长海的协同是优势互补，公司仍将稳步推进天马并购。

天马精细化工优质且具研发能力，规模突破可促优势发挥

天马原名建材二五三厂，在树脂等化工产品上具备技术及研发优势，天马的产品类别多，但规模小，池窑建设大量消耗现金，规模扩张难以进行，因此它在研发及精细化工产品上优势难以发挥。2013年天马盈利现拐点，2014年盈利状况已经高于并购时预测数。2011年天马亏损1.5个亿，2012年亏损3600万，2013年长海入股31.52%，2013年天马实现盈利1888万，2014年前三季度天马约实现盈利2800万，而此次并购的审核报告中对天马的盈利预测仅为2500万。

未来天马瞄准精细化工，与长海进行优势互补

2013年天马即对天马进行人员、财务、销售等方面的整合：管理仍以天马为主，但搭建长海的机制，部分生产人员由机械化设备代替以提高生产效率，销售团队实行统一管理 & 绩效考核，研发团队虚拟持股。未来天马或进行精细化工的生产性投入、设备更新，与长海形成优势互补。

表格1：2014年天马产品及产能表

	产能
玻纤纱（吨）	30,000
短切毡（吨）（2014年新建）	4,500-5,000
乙烯基树脂（吨）	3,000
合成化工（吨）（包含粉末粘结剂、高性能色浆等）	4,800
精细化工（吨）（包含纯丙乳液、玻纤壁布胶黏剂等）	15,800
SMC（万PCS）	2,000
玻璃钢储罐（万PCS）	40

资料来源：华泰证券研究所

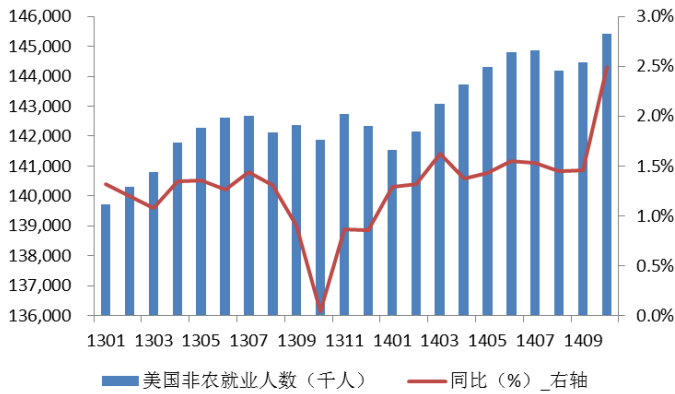
2014年现需求复苏，2015年供需格局向好

2014年需求复苏，量价齐升

2014年非农就业数据显示，美国经济现稳步复苏状态，受益海外经济复苏，构成出口的主要两个商品：短切毡呈无季节性满产状态，薄毡下半年产能利用率进一步提高。短切毡的另一大需求在于轻量化，大量国内汽车厂商加入新能源汽车生产，9月节能与新能源汽车产量同比甚至达到900%。公司短切毡产能5万吨，2014年长海在天马新建一条4000-5000吨的短切毡线，8月已达产，2014年公司短切毡月销达4500-4800吨。

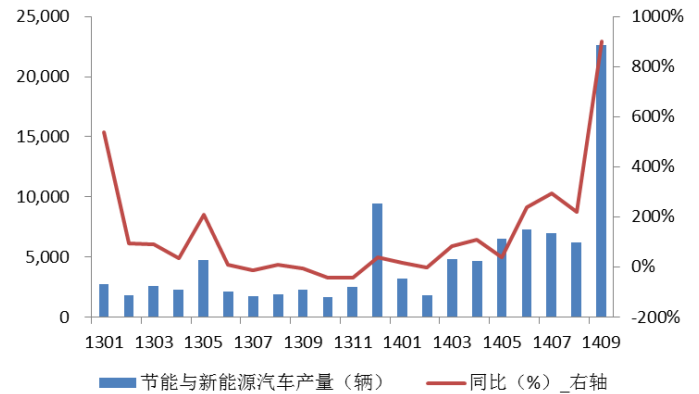
风电用纱毛利提升，纱外销量同比翻倍。公司玻纤纱原以自用为主，今年以来，风电用纱需求上升，价格较上半年约提升6%，外销毛利率上升，全年外销纱销量约为2万吨，较去年翻倍。

图 1: 长海历年收入利润情况



资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

图 2: 长海收入结构

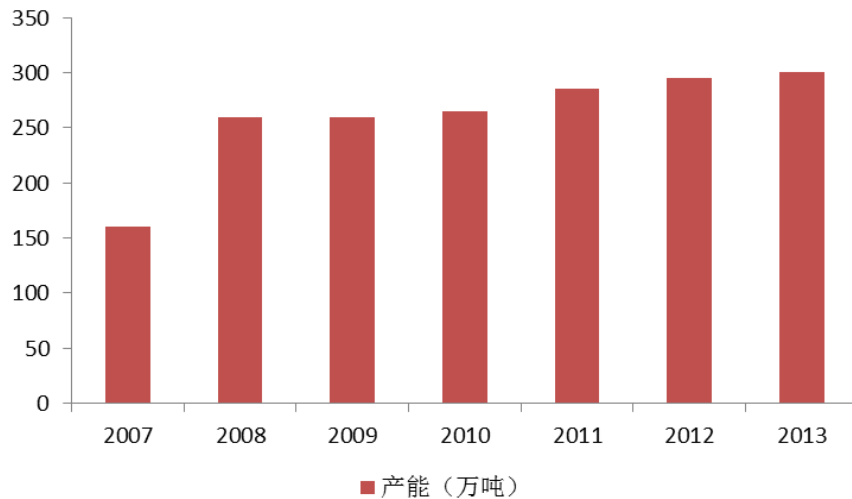


资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

2015 或迎冷修大年，供需格局继续向好

池窑 7-8 年需要进行冷修，而池窑约在 2007-2008 年迎来大规模的建设，2014 年冷修量约为 15 万吨，而 2015 年列入计划冷修的规模约为 30 万吨，占全国产能的 10%。

图 3: 历年玻纤纱池窑新建情况



资料来源: wind, 华泰证券研究所

表格 2: 2015 年玻纤纱产能投放、冷修计划表

冷修计划产能 (万吨)	
金牛	3.5~4
中材	3
泰山	6
巨石	6
长海	16
金晶	3
大华	3 (不确定, 或置换)
新投产产能 (吨)	
泰山	8
九鼎	5 (用于风电)

资料来源：华泰证券研究所

需求情况看，美国经济稳步复苏，欧洲经济情况将较今年好转，反观国内需求，构成今年需求增量的一大原因——风电、交通需求，或将延续至明年上半年。从供需两端观察，明年纱价或将稳定或小幅上调，而对玻纤纱进行深加工的企业而言，制品价格弹性小于纱价弹性，对于购纱进行制品生产的小型企业可能会造成一定挤压，小型制品企业生存或迎挑战，对上海而言，制品供需格局也将向好。

2015年价量毛利率均呈乐观，新品仍待时机

未来公司暂无扩产计划，或根据下游需求以生产线调整为主。**价格上看**，2014年制品价格上涨发生在下半年，2015年即使稳步目前的价格，全年均价也将高于2014年约3%；**毛利率或继续提升**：供需格局改善，公司开始倾向性选择订单量大，订购产品毛利率高的客户；**分产品销量情况上看**，2015年增长或来自于薄毡及涂层毡订单签订。从价、量、毛利率三方面看，2015年状况都呈乐观情况，具体分析如下：

薄毡供给或走向集中，产能利用率将提升，未来仍是主打产品。公司薄毡共6条生产线，约4亿平米产能，未来无扩产计划。上半年薄毡需求情况略弱，三季度需求情况较好。公司薄毡类产品的市占率约50%，未来竞争格局将更趋集中：薄毡大体分为五大类，种类较多，对生产线要求较高，1-2条生产线无法满足多品类的生产，订单签订较为困难，从公司自身发展历程观察，4条薄毡生产线时才进入盈利的良性循环，因此未来供给将集中至生产规模较大的企业。

国内需求受制回款周期长、适用税率不一等问题，涂层毡海外订单或待明年。涂层毡产能利用率约50%：涂层毡是薄毡的深加工产品，主要用于建筑领域，目前建筑标准不统一，工程类客户回款周期较长；另外，涂层毡宽度与重量限制其运输半径；部分小厂外购薄毡生产涂层毡，适用工程类营业税（3%），与增值税公司相比，有税收优势。目前接洽的美国客户原使用本土产品，为单一供应商模式，公司与该客户的订单仍在公关阶段，预订达成将延至明年。

未来纱仍以自用为主，PE隔板有批量性进展。公司的玻纤纱产能10万吨，含短切纱及直接纱，2015年玻纤纱景气或可延续，全行业或有6-7万吨新投放产能，冷修陆续进行，明年公司玻纤纱生产仍以自用为主，纱销量或较2014年有压缩。公司的隔板产品主要包括复合隔板（主要用于酸碱液蓄电池）、PE隔板（主要用于汽车启动电池），未来也将走向供给集中，无扩产计划，PE是新推产品，有批量性的进展。

新品保温棉与电子毡未放量，保温棉等待市场培育期过。目前保温棉属于前期推广，国内未获大批量使用，量产或以新建生产线为优，薄毡线也可改造，但目前薄毡毛利率情况较好，等待行业进行市场培育。目前目标客户为家电厂商，外墙保温还需技术革新。电子毡是对薄毡的升级产品，拥有技术门槛，补充公司高低配产品。公司规划产能为2000万平米，共1条生产线，目标客户需求量较大，订单仍在公关阶段。从竞争状况来看，日本厂商的电子毡做的较好，国内有陕西厂商做的较大。

装饰板材销量有进展，连续毡仍待观望。装饰板材已成立合资公司，销量有一定进展，渠道与原有产品不一样，装饰板材部分用于个人消费者，承包商，生产线目前在天马（租用产地），产能利用率约50%，处于上升通道中。公司连续毡产能为2000-3000吨，需求不是特别旺。国外有厂商在做，国内对复合材料仍持观望态度。

盈利预测

不考虑天马并购，预计公司 2014-2016 年实现 EPS 分别为 0.80、1.05、1.36 元，对应 PE 分别为 26、20、15 倍，维持买入评级。

表格3：长海关键假设表

		2013A (合并备考数据)	2014E	2015E	2016E
总计	收入 (万元)	91,635	116,530	147,244	179,853
	收入增速 (%)		27.2%	26.4%	22.1%
	毛利率 (%)	24.38%	27.65%	27.88%	27.90%
	毛利 (万元)	22,342	32,223	41,049	50,180
	EPS (元)	0.55	0.80	1.05	1.36
	增速 (%)		47.11%	31.02%	29.45%
短切毡	价格 (元/吨)	8,997	9,300	9,600	9,600
	产能 (吨)	41,000	50,000	60,000	70,000
	销量 (吨)	35,524	50,000	65,000	81,250
	收入 (万元)	31,961	46,500	62,400	78,000
	毛利率 (%)	24.35%	28.00%	28.00%	28.00%
湿法薄毡	价格 (元/平米)	0.81	0.85	0.90	0.90
	产能 (万平米)	40,290	40,290	40,290	40,290
	销量 (万平米)	23,358	30,365	36,438	43,726
	收入 (万元)	18,920	25,810	32,794	39,353
	毛利率 (%)	39.39%	41.00%	41.00%	41.00%
复合隔板	价格 (元/平米)	5.9	6.0	6.2	6.2
	产能 (万平米)	1,500	1,500	1,500	1,500
	销量 (万平米)	1,053	1,100	1,250	1,500
	收入 (万元)	6,210	6,600	7,750	9,300
	毛利率 (%)	47.59%	44.00%	44.00%	44.00%
涂层毡	价格 (元/平米)	2.1	2.10	2.30	2.30
	产能 (万平米)	8,280	8,280	8,280	8,280
	销量 (万平米)	2,561	2,600	3,000	4,000
	收入 (万元)	5,378	5,460	6,900	9,200
	毛利率 (%)	30.76%	36.00%	36.00%	36.00%
玻纤纱	价格 (元/吨)	5122.0	5300.00	5500.00	5500.00
	产能 (吨)	100,000	100,000	100,000	100,000
	销量 (吨)	11,201	20,000	20,000	20,000
	收入 (万元)	5,737	10,600	11,000	11,000
	毛利率 (%)	17.50%	18.00%	18.00%	18.00%
树脂	价格 (元/吨)	9,723	9,800	10,000	10,000
	产能 (吨)	30,000	63,000	63,000	63,000
	销量 (吨)	21,653	22,000	26,400	33,000
	收入 (万元)	21,053	21,560	26,400	33,000
	毛利率 (%)	7.09%	8.55%	8.55%	8.55%

资料来源：华泰证券研究所

风险提示

欧洲经济状况低于预期;

盈利预测

资产负债表单位：百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	429	572	893	1255
现金	94	119	353	631
应收账款	143	230	261	284
其他应收账款	1	1	1	2
预付账款	84	78	99	121
存货	77	101	127	156
其他流动资产	31	42	51	62
非流动资产	1003	991	818	784
长期投资	134	161	30	60
固定资产投资	766	762	739	686
无形资产	27	26	25	24
其他非流动资产	76	42	24	14
资产总计	1432	1562	1711	2040
流动负债	348	350	329	427
短期借款	111	105	0	0
应付账款	150	193	243	297
其他流动负债	87	52	86	130
非流动负债	71	65	59	53
长期借款	11	11	11	11
其他非流动负债	59	53	47	42
负债合计	419	415	388	480
少数股东权益	38	41	46	52
股本	120	192	192	192
资本公积	529	457	457	457
留存公积	327	457	627	859
归属母公司股	976	1106	1276	1508
负债和股东权益	1432	1562	1711	2040

现金流量表单位：百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金	119	110	261	321
净利润	108	158	207	268
折旧摊销	44	59	62	63
财务费用	8	6	-2	-19
投资损失	-3	0	0	0
营运资金变动	-39	-109	-1	14
其他经营现金	1	-4	-5	-6
投资活动现金	-154	-49	109	-32
资本支出	116	20	20	0
长期投资	-41	27	-131	30
其他投资现金	-78	-2	-2	-2
筹资活动现金	11	-36	-136	-11
短期借款	16	-6	-105	0
长期借款	-1	0	0	0
普通股增加	0	72	0	0
资本公积增加	0	-72	0	0
其他筹资现金	-5	-30	-31	-11
现金净增加额	-27	25	234	278

利润表单位：百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	920	1165	1472	1799
营业成本	692	843	1062	1297
营业税金及附加	1	7	9	11
营业费用	44	58	74	90
管理费用	60	80	102	124
财务费用	8	6	-2	-19
资产减值损失	0	1	1	1
公允价值变动收	0	0	0	0
投资净收益	3	0	0	0
营业利润	117	170	227	296
营业外收入	6	8	6	6
营业外支出	2	0	1	1
利润总额	121	177	232	301
所得税	13	19	25	32
净利润	108	158	207	268
少数股东损益	2	4	5	6
归属母公司净利	105	155	202	262
EBITDA	169	234	288	340
EPS	0.88	0.80	1.05	1.36

主要财务比率

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	52.8%	26.7%	26.4%	22.2%
营业利润	18.4%	45.0%	34.0%	30.1%
归属母公司净利	18.2%	47.1%	31.0%	29.5%
获利能力				
毛利率(%)	24.8%	27.7%	27.9%	27.9%
净利率(%)	11.4%	13.3%	13.8%	14.6%
ROE(%)	10.8%	14.0%	15.9%	17.4%
ROIC(%)	11.4%	15.0%	20.1%	26.7%
偿债能力				
资产负债率(%)	29.2%	26.6%	22.7%	23.5%
净负债比率(%)	29.22%	28.08%	2.95%	2.38%
流动比率	1.23	1.63	2.71	2.94
速动比率	1.01	1.34	2.32	2.58
营运能力				
总资产周转率	0.70	0.78	0.90	0.96
应收账款周转率	8	6	6	7
应付账款周转率	5.80	4.91	4.87	4.80
每股指标(元)				
每股收益(最新摊	0.55	0.80	1.05	1.36
每股经营现金流	0.62	0.57	1.36	1.67
每股净资产(最新	5.08	5.76	6.65	7.85
估值比率				
PE	31.61	21.49	16.40	12.67
PB	3.40	3.00	2.60	2.20
EV EBITDA	19	14	11	10

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的的存在法律禁止的利益关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。

© 版权所有 2014 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市白下区中山东路 90 号华泰证券大厦/邮政编码：210000

电话：8625 84457777/传真：8625 84579778

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 18 层/邮政编码：518048

电话：86755 82493932/传真：86755 82492062

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 1801/邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：8621 28972098/传真：8621 28972068

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn