

公司研究/首次覆盖

2019年10月15日

建材/非金属新材料 II

投资评级: 买入 (首次评级)

当前价格(元): 9.15
合理价格区间(元): 10.22~11.68

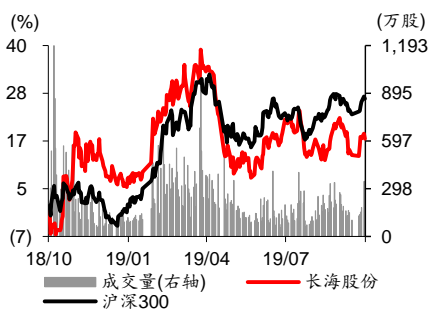
张雪蓉 执业证书编号: S0570517120003
研究员 021-38476737
zhangxuerong@htsc.com

鲍荣富 执业证书编号: S0570515120002
研究员 021-28972085
baorongfu@htsc.com

方晏荷 执业证书编号: S0570517080007
研究员 0755-22660892
fangyanhe@htsc.com

陈亚龙 执业证书编号: S0570517070005
研究员 021-28972238
chenyalong@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

玻纤制品小龙头, 降本增效进行时

长海股份(300196)

长海股份: 玻纤制品小龙头, 产业链一体化优势突出

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, 拥有以玻纤纱、玻纤制品及玻纤复合材料为主的纵向产业链, 随着 18 年玻纤池窑技改完成, 19 年成本改善幅度明显, 受益于下游汽车轻量化带动玻纤渗透率提升、风电及电子行业维持高景气提振玻纤需求, 同时公司将稳步推进湿法薄毡/树脂/玻纤纱等产能扩张, 业绩有望维持稳健增长。公司 18/19 年完成两次回购, 分别占总股本 2.19%/1.53%, 我们认为公司的成本优势+较高端的产品结构+稳健的报表质量并未在估值上得到充分反映, 首次覆盖“买入”评级, 目标价 10.22~11.68 元 (14-16x 2019 年目标 PE)。

技改带动成本下降, 产品结构迈向高端化

公司 15 年收购天马集团, 实现产业链横向扩张, 上下游一体化的产业链优势帮助公司降低原材料供应、价格波动风险。18 年 3 月和 5 月分别完成长海两条玻纤池窑技改, 合计新增玻纤纱产能 6 万吨, 大池窑规模效应逐步显现, 技改后直接纱单吨成本下降 500 元以上, 公司玻璃纤维及制品 2018 年吨成本 5227 元, 同比下降 543 元, 横向比较看, 公司的玻纤及制品单吨净利较高, 预计天马 3 万吨玻纤池窑 2020 年冷修, 将进一步降低成本, 扩充产能。2018 年 12 月, 公司募投热塑性复合材料生产线项目投产, 公司产品结构迈向高端化, 公司在玻纤制品中下游的产业实力进一步增强。

风电/电子高景气+汽车/建筑渗透率提升, 需求保持较快增长

公司产品的下游应用主要可以分为交通、建筑、电子、风电等几大领域, 18 年国产车玻纤及复合材料应用比例为 8%-12%, 显著低于发达国家 20%-30% 的比例, 随着国内汽车轻量化步伐加快促进玻纤渗透率提高, 为公司短切毡及玻璃纤维复合材料带来较大的发展空间, 预计 2019 年国内车用玻纤需求达 53 万吨; 政策推动下建筑业及 5G 商用的发展将提振湿法薄毡需求; 风电领域, 根据华泰电新预测, 我国 2019/2020 新增装机容量为 30GW/35GW, 考虑到存量 15 年的更新换代周期, 按照 1GW 玻纤用量 1 万吨估算, 我们预计 2019/2020 年我国风电纱需求将达到 32/40 万吨。

资产负债表优异, 利润稳健增长, 首次覆盖给予“买入”评级

公司报表质量优异, 资产周转率高于其他玻纤上市公司, 利润于 18 年冷修结束后进入上升轨道, 截至 2019 年中报, 拥有账面净现金 2.3 亿 (占总资产 7%), 经营自由现金流创造能力较强, 可以支撑其未来的产能扩张及收购需求。我们预计公司 2019-2021 年 EPS 0.73/0.82/0.96 元, 增速 15%/13%/17%。目前公司股价对应 2019-2021 年 PE 分别为 12.6/11.2/9.6x, 处于历史低位, 根据可比公司 2019 年 PE 估值均值为 16.7x, 给予公司 14-16x 目标 PE, 对应公司目标价 10.22~11.68 元/股, 首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示: 玻纤产品价格下滑超预期; 募投项目运行效益不及预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	415.19
流通 A 股 (百万股)	251.84
52 周内股价区间 (元)	7.48-11.12
总市值 (百万元)	3,799
总资产 (百万元)	3,127
每股净资产 (元)	6.10

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	2,027	2,198	2,319	2,559	2,821
+/-%	14.67	8.42	5.51	10.34	10.25
归属母公司净利润 (百万元)	201.94	263.08	301.62	340.09	397.07
+/-%	(21.62)	30.28	14.65	12.75	16.76
EPS (元, 最新摊薄)	0.49	0.63	0.73	0.82	0.96
PE (倍)	18.81	14.44	12.60	11.17	9.57

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

核心观点	5
公司核心逻辑	5
区别于市场的观点	5
长海股份：中国玻纤制品小龙头，产业链一体化优势突出	6
技改带动成本下降，产品结构迈向高端化	9
内生增长与外延并购合力，产能持续扩张	9
成本改善幅度较大，管理水平尽显优势	10
产品迈向高端化，寻求新兴业绩发力点	13
风电/电子高景气+汽车/建筑渗透率提升，需求保持较快增长	15
汽车轻量化背景下，短切毡渗透率提升驱动需求平稳增长	15
建筑业叠加 5G 发展带动湿法薄毡需求提升	17
应用领域拓展促进行业持续发展，预计树脂业务未来将稳步增长	19
利润稳健增长，估值维持低位	20
预计 19-21 年净利润增速分别是 15%/13%/17%	20
财务稳健，自由现金流创造能力强	21
估值处于低位，首次覆盖“买入”评级	23
风险提示	23

图表目录

图表 1: 长海股份历史沿革	6
图表 2: 长海股份股权结构图 (截止 2019 年中报)	6
图表 3: 长海股份股票回购情况 (截至 2019 年 7 月 24 日)	7
图表 4: 18 年产品营收占比 (%)	7
图表 5: 18 年产品毛利占比 (%)	7
图表 6: 长海股份产业链架构.....	7
图表 7: 总收入保持平稳增长.....	8
图表 8: 18 年归母净利润恢复增长	8
图表 9: 中国大陆及国外收入 (百万元)	8
图表 10: 中国大陆及国外收入比例 (%)	8
图表 11: 2018 年长海股份募投项目新增产能	9
图表 12: 长海股份年底产能 (截至 2018 年底)	9
图表 13: 长海股份与中国巨石项目比较	10
图表 14: 长海股份主要控股子公司 (截至 2019 年中报)	10
图表 15: 长海股份玻纤及制品吨成本.....	11
图表 16: 技改完成后毛利率有所提高.....	11
图表 17: 2014-2018 年长海股份玻纤及制品成本分拆	11
图表 18: 2010-2018 年长海股份同行业龙头玻纤及制品吨成本比较.....	12
图表 19: 玻纤月度价格变化	12
图表 20: 巨石、长海、泰玻 19H1 毛利率 vs18H1 毛利率	12
图表 21: 2009-2018 年长海股份同行业龙头存货周转天数比较	12
图表 22: 2009-2018 年长海股份同行业龙头应收账款周转天数比较.....	12
图表 23: 2009-2018 年长海股份同行业龙头管理费用率比较	13
图表 24: 2009-2018 年长海股份同行业龙头三项费用率比较	13
图表 25: 热塑性复合材料与热固性复合材料性能比较	13
图表 26: 热固性复材产量及同比增速.....	13
图表 27: 热塑性复材产量及同比增速.....	13
图表 28: 长海股份热塑性产品发展历程	14
图表 29: 2009-2018 年长海股份研发投入金额及占比	14
图表 30: 轻量化技术发展路线图	15
图表 31: 2020 年各类玻纤消费市场预测	15
图表 32: 2020 年复合材料总市场结构预期.....	15
图表 33: 短切毡应用范围.....	16
图表 34: 玻纤材料在汽车轻量化各部应用.....	16
图表 35: 2011-2018 年全国汽车年产量及同比增速	16
图表 36: 全国新能源汽车产量保持高速增长	16
图表 37: 2004-2018 年全球汽车年产量及同比增速	17
图表 38: 全球玻纤下游应用结构 (%)	17
图表 39: 湿法薄毡应用范围	17

图表 40: 2016 年 PCB 下游需求	18
图表 41: 覆铜板成本构成	18
图表 42: 2005-2020E 年新增风电装机容量	19
图表 43: 2005-2020E 新增风电领域玻纤应用规模	19
图表 44: 公司募投项目比较	19
图表 47: 玻纤公司 ROE 比较	21
图表 48: 玻纤公司净利率比较	21
图表 49: 玻纤公司资产周转率比较	21
图表 50: 玻纤公司资产负债率比较	21
图表 51: 玻纤公司经营性+投资性现金流净额	22
图表 52: 盈余现金保障倍数	22
图表 53: 玻纤公司有息负债率	22
图表 54: 玻纤公司净有息负债率	22
图表 55: 长海股份历史股价涨跌幅和深证成指历史价格涨跌幅	23
图表 56: 长海股份历史超额收益	23
图表 58: 长海股份历史 PE-Bands	23
图表 59: 长海股份历史 PB-Bands	23

核心观点

公司核心逻辑

- 1) **产业链一体化布局+18年2条粗纱池窑冷修技改完成，成本显著降低：**长海股份是我国玻纤制品小龙头，通过自建+收购，形成了从粗纱生产、玻纤制品深加工到玻纤复合材料制造的完整产业链，得益于产业链优势，减少了玻纤制品生产工序，降低了生产、包装与运输成本。公司于2017年8月对原有3万吨玻璃池窑生产线进行冷修技改，2018年3月技改完成后，玻纤纱吨成本由3500-3700元降至2700-3000元，产能提升至10万吨；2018年5月底，公司完成了原产7万吨的玻纤纱扩能项目，新增产能1.5万吨，两条池窑技改完成合计新增产能6万吨，同时大池窑有利于单吨成本下降，2018年吨成本5227元，同比下降543元，预计20年天马3万吨玻纤生产线有望开始冷修技改，产能有望扩充至10万吨，毛利率有望进一步提高。
- 2) **产品结构逐步优化，下游需求保持较快增长：**2018年12月，长海募投项目“年产7,200吨连续纤维增强热塑性复合材料生产线”投产，该项目IRR显著高于玻璃纤维生产项目的平均水平。热塑产线的建成，有利于拓宽公司现有产品的下游市场，进一步增强公司在玻纤制品中下游的产业实力，培养公司新的利润增长点。公司产品的下游应用主要可以分为交通、建筑、电子、风电等几大领域，风电/电子行业高景气，汽车/建筑行业受益于渗透率提升，下游需求将保持较快增长，预计2019年国内车用玻纤需求达53万吨；风电领域，我们预计2019/2020年我国风电纱需求将达到32/40万吨。
- 3) **报表质量优异，估值处于较低水平：**长海在玻纤产业链中处于中下游，和上游玻纤纱企业相比，资产属性较轻，资产周转率明显高于可比公司。公司资产负债率较低，净有息负债为负，自由现金流创造能力较强，可以支撑其产能扩张及收购需求。利润率于18年冷修结束后进入上升轨道，但进入18年下半年，公司高速增长的业绩表现并没在二级市场得到充分体现。公司目前(2019年10月14日)股价对应2019年12.6x PE，我们认为公司目前估值处于较低水平，公司本身较优质的产业链一体化成本优势+产品结构+报表质量优势未在估值上得到充分反映。

区别于市场的观点

我们认为公司18年两条池窑冷修结束后带来的业绩增长并未在估值上有所体现：通过对长海股份上市后的股价进行复盘，我们发现，在大部分时期里，在公司利润高速增长时期，市场愿意给予公司较高的估值。如15年公司完成对天马集团的收购后，业绩维持高速增长，超额收益显著增加。从16年第三季度起，公司单季度的业绩开始出现大幅下滑，公司的股价也在16年8月开始跑输大盘。公司18年经营情况开始出现明显好转，18Q2单季度利润增速50.9%，二级市场也再次取得超额收益，但是19年公司估值持续处于低位，主要受到行业不景气压制估值，并未合理反应冷修对公司价值的提升。

我们认为公司业绩周期性弱于市场预期：19年玻纤出现供过于求现象，玻纤及制品价格均出现较多下跌，巨石和泰玻盈利水平出现下滑，我们认为由于长海的产品主要是玻纤制品以及玻纤复合材料，周期下行时，制品价格下跌幅度要小于直接纱下跌幅度，如19年初至今公司湿法薄毡价格基本稳定，因此周期性弱于市场预期。

我们认为公司未来仍会稳健新增产能，成长性可能好于市场预期：市场认为，19年玻纤行业供需格局较差，同时欧元区等经济放缓，中美贸易摩擦等因素或导致玻纤需求增速放缓，认为玻纤池窑技改的成本优势将在19年释放完毕，对公司未来增长持续性表示担忧。我们认为：1) 公司产业链一体化优势突出，随着18年玻纤池窑技改完成，19年成本改善幅度明显，且20年将开始天马3万吨池窑技改进一步降低成本；2) 公司未来仍会新增产能来匹配需求增加，从自建角度看，湿法薄毡/玻纤技改扩产/树脂等均会增加产能，同时公司自身经营造血能力较强，账面仍有净现金，若有好的收购机会也可能参与。

长海股份：中国玻纤制品小龙头，产业链一体化优势突出

长海股份是中国玻纤制品领先企业。江苏长海复合材料股份有限公司成立于2009年7月，于2011年3月IPO上市，是国内领先的玻纤制品及玻纤复合材料生产企业，也是国内规模最大的无纺玻纤制品、玻纤复合隔板生产企业。公司主营业务为玻纤制品及玻纤复合材料，主要产品包括玻纤纱、短切毡、湿法薄毡、复合隔板、涂层毡等。公司产品不但广泛应用于建筑建材、交通运输、石油化工、汽车制造、电子电器等传统工业领域，而且已经扩展到航空航天、风力发电、环境工程、海洋工程等新兴领域，具有广阔的发展前途。

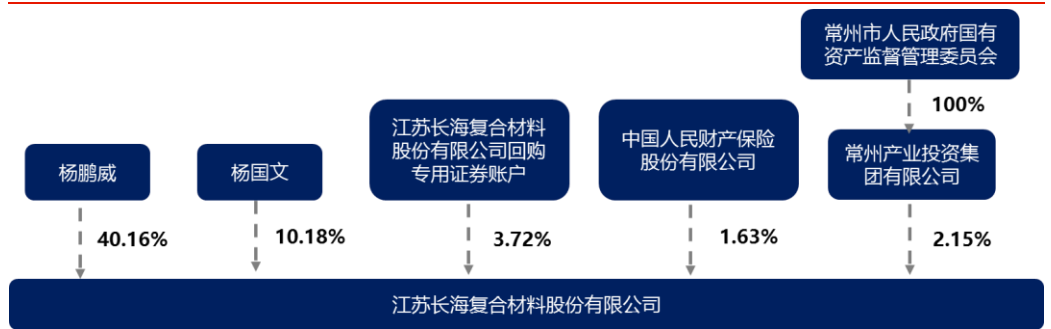
图表1：长海股份历史沿革



资料来源：公司官网、华泰证券研究所

实控人持股比例高。长海股份实控人是杨鹏威先生和杨国文先生，两人为父子关系。杨氏父子共持有公司50.34%股份。杨国文先生为公司主要创始人之一，是公司技术团队的带头人。2005年主持开发的产品EMC100g/m²薄型玻璃纤维汽车顶蓬专用原丝短切毡被认定为省高新技术产品，2006年被列入江苏省火炬计划项目，2007年列入国家火炬计划项目；2008年主持开发的“玻璃纤维多层复合缝编毡”、“玻璃纤维复合缝编毡”等六个项目，获国家实用新型专利；2009年主持申报的“玻璃纤维涂层毡”项目获国家发明专利。

图表2：长海股份股权结构图（截止2019年中报）



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

两次回购，彰显信心。2018年来，公司分别于2018年2月8日、7月10日两次发布回购预案，其中首次回购930.5万股，占总股本2.19%，支付总金额1亿元。7月10日公司发布第二次回预案，公司拟以不超过人民币1.5亿元，且不低于人民币5000万元的自有资金回购公司股份，回购价格不超过16元/股。截至2019年7月24日，第二次回购完成，累计回购649万股，占公司总股本1.53%，最高成交价为10.30元/股，最低成交价为7.575元/股，支付总金额5757.5万元（含交易费用）。

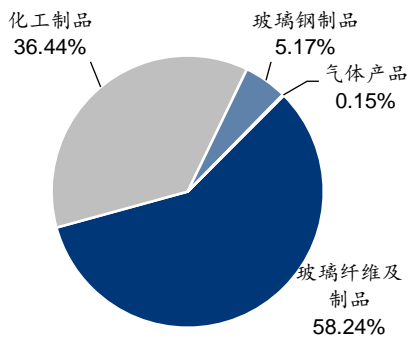
图表3：长海股份股票回购情况（截至2019年7月24日）

回购预案时间	回购资金总额	回购均价	实际回购股数	实际回购占比
2018年2月8日	1亿元	10.75元/股	930.5万股	2.19%
2018年7月10日	5757.5万元	8.87元/股	649.0万股	1.53%

资料来源：公司公告、华泰证券研究所 注：第二次股票回购仍在进行

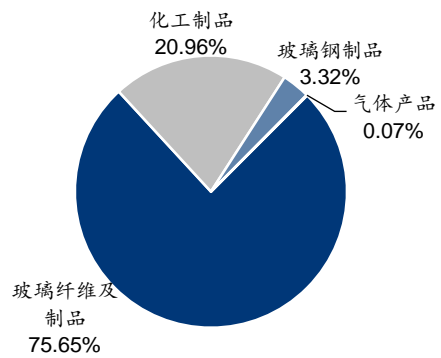
玻璃纤维及制品为营收主要来源，化工制品营收占比增大。18年玻璃纤维及制品在公司营收中占比58%，玻璃纤维及制品毛利贡献76%，由于长海股份并购天马集团，化工制品对营收的贡献从14年以来逐年加大，17年化工制品营收占比开始达到35%以上，正逐渐成为公司营收的重要一极。玻璃纤维及制品中，公司作为短切毡领域龙头，在规模，技术方面具有领先优势，短切毡主要应用于汽车车顶篷和玻璃钢，湿法薄毡作为公司的核心产品，主要应用于内外墙装饰、屋面防水、电子基材等方面，市场前景广阔。

图表4：18年产品营收占比（%）



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

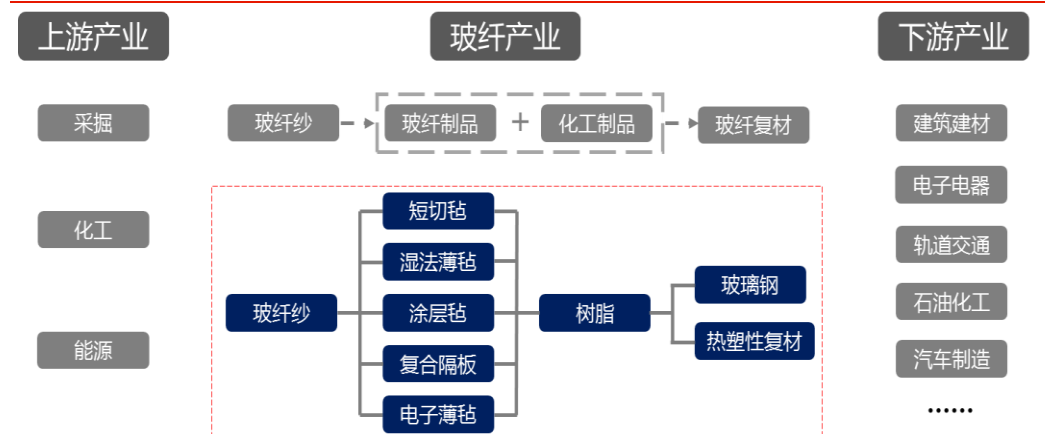
图表5：18年产品毛利占比（%）



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

上下游一体化的产业链能够降低供应链风险，提高产品竞争力。公司拥有以玻纤纱、玻纤制品及玻纤复合材料为主的纵向产业链，及子公司天马集团以玻纤纱、玻纤制品、化工类产品及玻璃钢制品为主的横向产业链。通过整合，公司实现了横纵向产业链的延伸，形成了产业链优势，提高了劳动生产率。公司与子公司天马集团在原料、产品、设备、客户等方面存在极高的相关度，子公司天马集团生产的化工辅料是公司现有各类玻纤制品的重要原材料之一，天马集团玻纤增强材料产品则使用了公司生产的短切毡、薄毡等玻纤制品，形成了较为完整的玻纤纱—玻纤制品—树脂—玻纤复合材料产业链。同时，公司对相关业务资源进行优化配置，降低了原料成本和相关费用。公司将天马集团经营管理工作和技术研发工作纳入公司整体规划中；通过销售团队的整合，公司将与天马集团在市场开拓、客户资源共享等方面充分发挥协同效应。

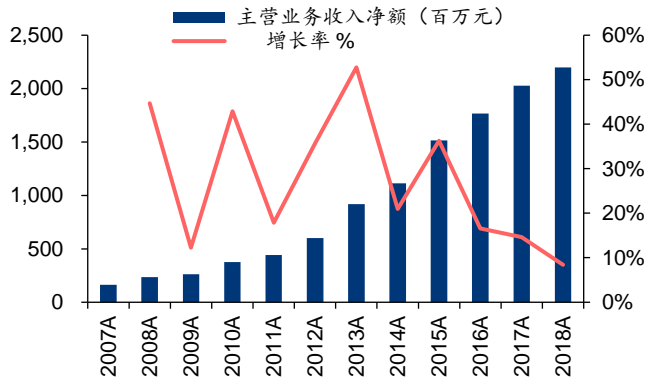
图表6：长海股份产业链架构



资料来源：公司公告、华泰证券研究所 注：红色框内为长海股份产品架构

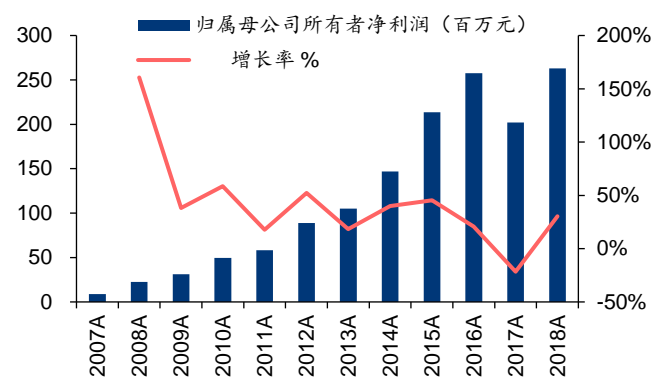
公司业绩除 2017 年外（冷修导致原纱产量减少所致）均保持两位数正增长。公司凭借产业链优势及“在现有玻纤制品基础上进行技术提升，实现质量升级产品优化，逐步向高端产品转型”的发展战略，多年来业绩保持平稳增长，08-18 年以来总收入复合增速达 25%，归母净利润复合增速达 28%，其中 17 年业绩下滑主要是 17 年产线技改冷修、原纱产量减少导致。

图表7：总收入保持平稳增长



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

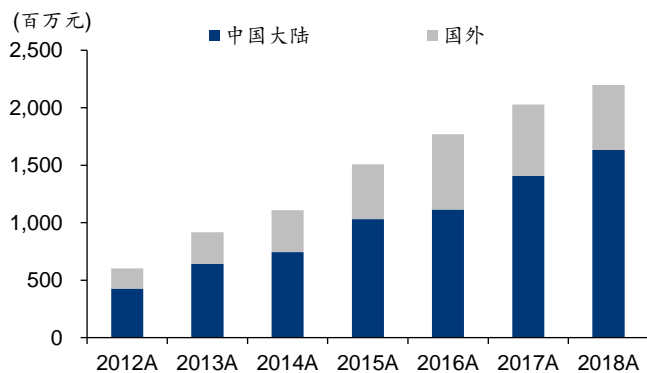
图表8：18年归母净利润恢复增长



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

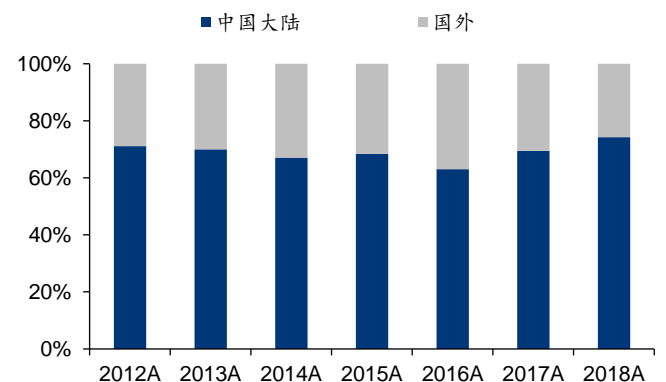
海外收入占比平均在 30%左右，但 2017 和 2018 年海外收入均有所下滑。长海股份出口大部分销往欧盟，其次为美国和东南亚地区。2013 年，欧盟发起了针对中国玻璃纤维反补贴调查及反倾销中期复审，自 2014 年 12 月 24 日至 2016 年 3 月征收反补贴和反倾销税，到期之后，欧盟委员会进行调查期为 15 个月的日落复审，2017 上半年，欧委会发布裁决披露，继续维持反倾销税；公司 2013-2016 年出口增速较高，预计与公司出口欧盟的反倾销税和反补贴税率（合计 4.9%）和竞争对手相比较低（如中国巨石 24.8%），但巨石埃及工厂 2016 年和 2017 年分别新增 8 万吨和 4 万吨产能，由于埃及出口土耳其和欧盟不用征收反补贴和反倾销税，对长海海外收入的增长构成压制因素。

图表9：中国大陆及国外收入（百万元）



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表10：中国大陆及国外收入比例（%）



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

技改带动成本下降，产品结构迈向高端化

内生增长与外延并购合力，产能持续扩张

通过新建及技改实现玻纤及制品产能扩张。2011年，长海股份开始募投“扩大年产2.7万吨玻纤特种毡制品”项目，本次募投项目于2012年12月建成投产。通过本次募投，公司完成了对2.08米、2.60米短切毡线的技改，对3.3米短切毡线和3.3米宽幅湿法薄毡线的扩建。投产后，短切毡产能由2.1万吨/年提升至3万吨/年，湿法薄毡产能由1.8万平方米/年提升至2.9万平方米/年。2013年，公司7万吨E-Glass玻纤纱产线投产，玻纤纱产能由3万吨/年提升至10万吨/年。

2015年，长海股份进行定向非公开增发募投。利用募投资金，公司于2017年8月对原有3万吨玻璃池窑生产线进行冷修技改，新线7.5万吨产能（批条为5.5万吨产能，实际产能为7.5万吨，来源：卓创资讯）于2018年3月顺利点火。新池窑成本较低，成型效率高，单台产能高，预计后期产能还会释放。2018年5月底，公司完成了原产7万吨的玻纤纱扩能项目，新增产能1.5万吨/年。通过对两条玻纤纱产线的升级，2018年公司玻纤纱产能达到19万吨/年。2018年1月，长海股份募投项目“4万吨/年不饱和聚酯树脂生产技改项目”完工，树脂产能由6万吨/年提升至10万吨/年。该项目的投产，将有助于提高公司不饱和聚酯树脂生产的自动化水平和工艺技术，缩短新产品研发周期，降低研发成本，增强核心竞争力。截至2018年底，长海股份的主要产能有玻纤纱19万吨/年、短切毡8.5万吨/年、湿法薄毡4.2亿平方米/年。

图表11：2018年长海股份募投项目新增产能

项目名称	新增产能	投产时间
4万吨/年不饱和聚酯树脂生产技改项目	4万吨/年	2018年1月
环保型玻璃纤维池窑拉丝生产线项目	4.5万吨/年	2018年3月
原年产70,000吨E-CH玻璃纤维生产线扩能技改项目	1.5万吨/年	2018年5月
年产7,200吨连续纤维增强热塑性复合材料生产线项目	7200吨/年	2018年12月

资料来源：公司公告、华泰证券研究所 注：环保型玻纤池窑项目批条新增产能为2.5万吨/年，实际新增产能为4.5万吨/年。

图表12：长海股份年底产能（截至2018年底）

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
短切毡（吨）	16000	21000	30000	50000	50000	70000	70000	85000	85000
湿法薄毡（万平方米）	18000	29090	29090	40000	40000	42000	42000	42000	42000
复合隔板（万平方米）	800	800	800	1000	1000	1000	1000	1000	1000
玻纤纱（吨）	30000	30000	30000	100000	100000	130000	130000	130000	190000
涂层毡（万平方米）	2500	2500	2500	2500	7500	7500	7500	7500	7500

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

玻璃池窑生产线技改项目IRR达行业领先水平。环保型玻璃纤维池窑拉丝生产线项目对原有3万吨玻璃池窑生产线进行冷修技改，项目总投资46272万元，建设期8个月，投资回收期（含建设期）5.3年，投资项目内部收益率20.6%。原年产70000吨E-CH玻璃纤维生产线扩能技改项目对原产7万吨的玻纤纱产线进行扩能，项目总投资10144万元，建设期6个月，投资项目回收期（含建设期）4.3年，投资项目内部收益率29.9%。相较于中国巨石成都年产14万吨玻璃纤维池窑拉丝生产线技改项目的回收期5.9年，IRR19.35%，以及巨石集团年产36万吨玻璃纤维池窑拉丝生产线冷修技改项目的回收期6.3年，IRR17.54%，长海股份的玻璃池窑生产线技改项目的回收期及内部收益率都占一定优势，达行业领先水平。

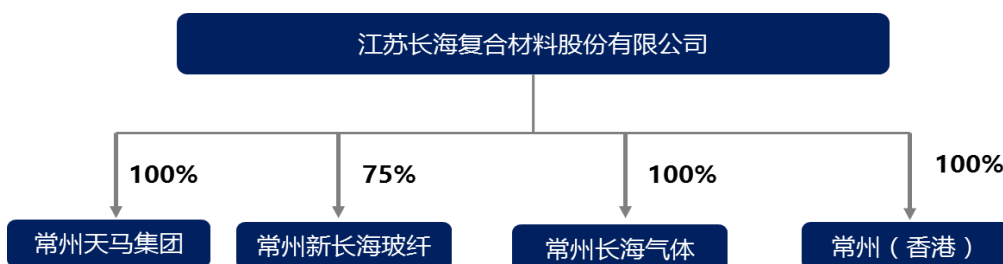
图表13: 长海股份与中国巨石项目比较

公司	项目名称	募投时间	投资额 (万元)	项目 IRR	投资回收期 (年)
长海股份	环保型玻璃纤维池窑拉丝生产线项目	2015年	46272	20.6%	5.3
长海股份	原年产70,000吨 E-CH 玻璃纤维生产线扩能技改项目	2015年	10144	29.9%	4.3
中国巨石	巨石成都年产14万吨技改项目	2015年	88590	19.4%	5.9
中国巨石	巨石集团年产36万吨冷修技改项目	2015年	104829	17.5%	6.3

资料来源: 长海股份、中国巨石公司公告、华泰证券研究所

并购天马集团, 实现产业链横向扩张, 解决同业竞争问题。天马集团与长海股份业务重合度高。长海股份于2012年并购天马瑞盛, 2015年并购天马集团, 吸收共计3万吨天马集团玻纤纱产能、6万吨天马集团树脂产能和3万吨天马瑞盛不饱和聚酯树脂产能。天马集团3万吨生产线将于2020年开始技改扩大产能, 技改完成后, 预计公司生产成本将进一步降低。

图表14: 长海股份主要控股子公司 (截至2019年中报)



注: 全资子公司天马集团与天马瑞盛于18年7月合并, 以天马集团为主体, 天马瑞盛注销

资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

成本改善幅度较大, 管理水平尽显优势

产业链一体化形成规模, 成本改善明显。长海股份是拥有从玻纤生产、玻纤制品深加工到玻纤复合材料制造的完整产业链的玻纤企业, 公司得益于产业链优势, 减少了玻纤制品生产工序, 降低了生产、包装与运输成本。公司于2017年8月对原有3万吨玻璃池窑生产线进行冷修技改, 技改完成后, 玻纤纱吨成本由3500-3700元降至2700-3000元。公司玻璃纤维及制品吨成本从2012年开始明显下降, 2018年吨成本5227元, 同比下降543元。冷修技改的完成会导致玻纤纱成本下降, 预计20年天马3万吨玻纤生产线冷修技改后, 毛利率有望进一步提高。

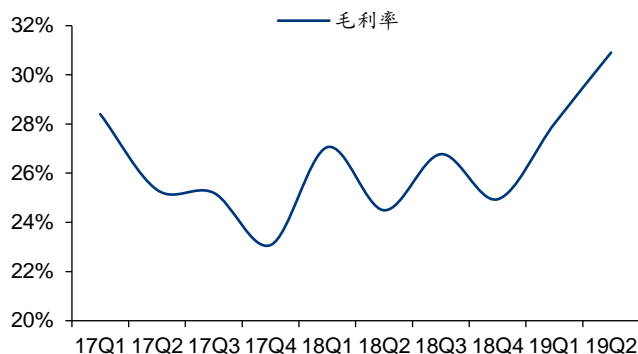
改进措施有效, 成本有望更低。影响玻纤产品生产成本的原因主要有两个: 一是末端浸润剂的用量, 二是漏板效率, 其中漏板效率是影响成本的关键因素。公司目前浸润剂由天马供应, 在生产阶段改进措施从原材料配方、漏板工艺、燃烧工艺、人工成本等四方面着手, 改良后配方用料从7种降至5种, 不再含有硼钙石和高岭土, 成本降低, 而漏板孔速翻倍从5公斤2400孔速增加至6-8公斤4800孔速, 燃烧辅以氧气等助燃气体, 生产线撤除人工叉车拉丝。受益于配方改良, 公司原材料占总成本比重逐年降低, 从2014年的69%降至2018年的53%, 原材料端的成本下降带动公司总生产成本下降, 盈利能力提升。

图表15: 长海股份玻纤及制品吨成本



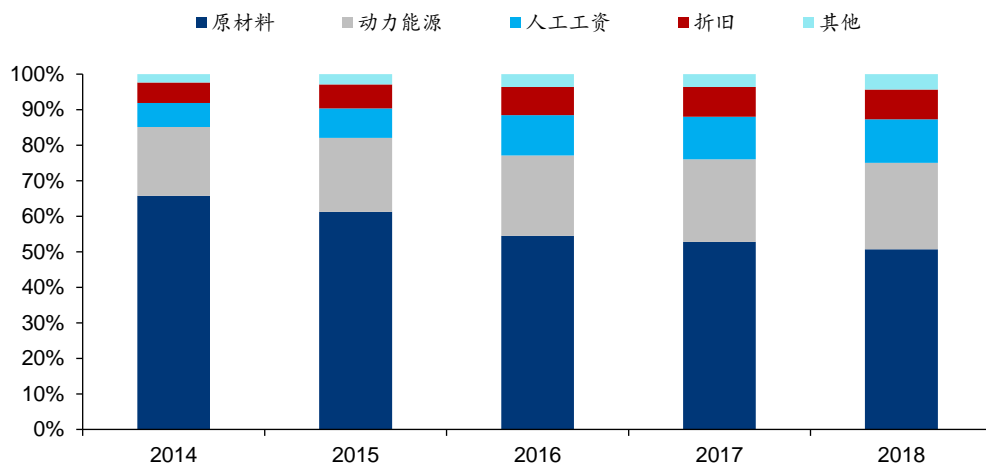
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表16: 技改完成后毛利率有所提高



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

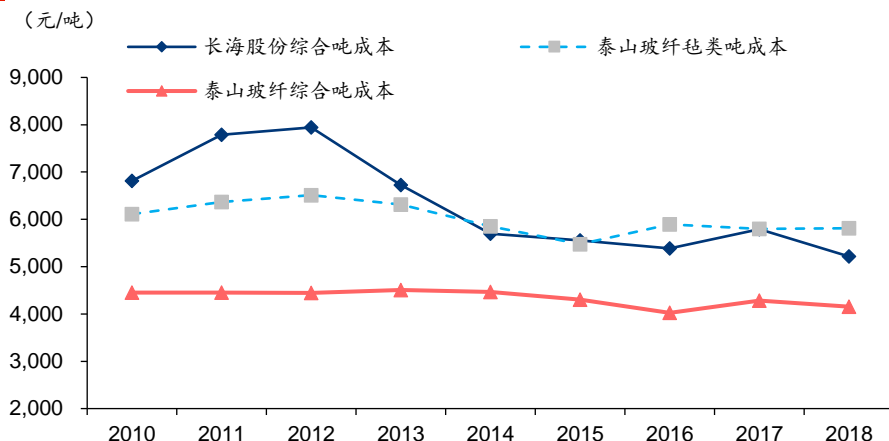
图表17: 2014-2018年长海股份玻纤及制品成本分析



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

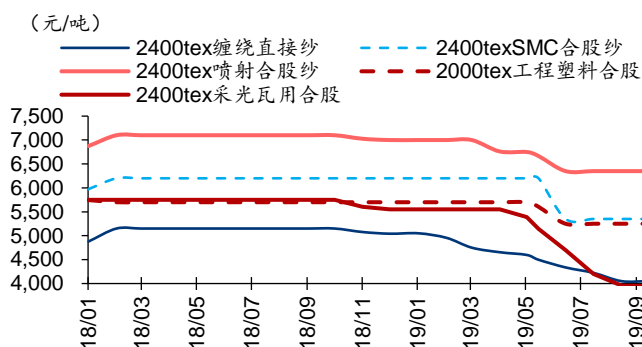
长海玻纤及制品吨成本不断下降, 19年技改后产能完全释放第一年, 吨成本将进一步降低。与泰山玻纤的毡类制品吨成本比较, 长海股份2016年吨成本低于泰山玻纤, 2017年由于部分冷修, 外采原纱比例提升导致吨成本有所提升, 2018年吨成本已经出现下降, 由于2018年冷修产线分别于3月底和5月底点火, 公司冷修后的成本降低主要体现在下半年, 预计19年公司玻纤及制品单吨成本将进一步降低, 预计有望降低到4690元/吨。2019上半年玻纤价格同比下降较多, 以大众产品2400tex缠绕直接纱为例, 单吨价格下降810元, 2019H1巨石和中材科技玻纤及制品毛利率分别同比下降5.07和2.32pct, 而长海股份毛利率上升2.21pct。

图表18: 2010-2018年长海股份同行业龙头玻纤及制品吨成本比较



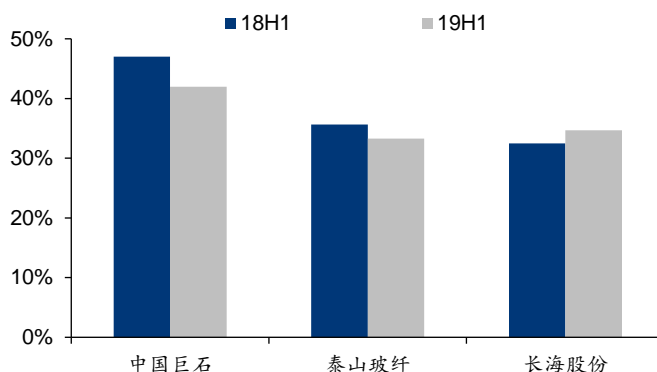
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表19: 玻纤月度价格变化



资料来源: 卓创资讯、华泰证券研究所

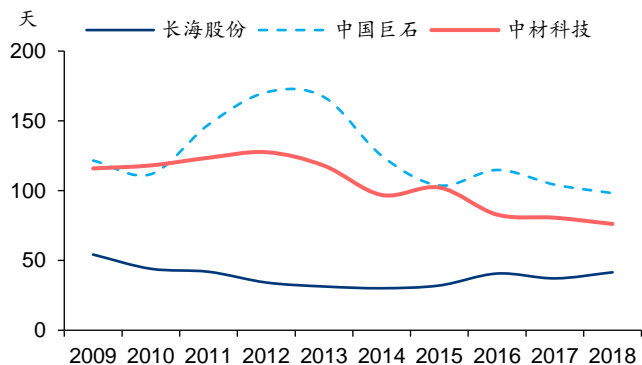
图表20: 巨石、长海、泰玻 19H1 毛利率 vs 18H1 毛利率



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

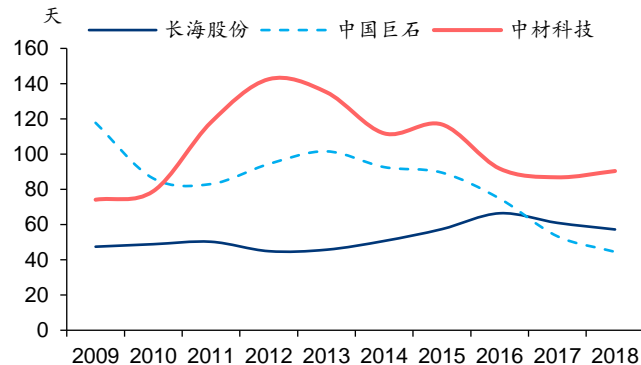
公司管理水平高, 营运效率高, 费用率较低。公司管理水平影响公司效率, 截至2019年第一季度, 公司存货周转天数50天, 应收账款周转天数64天, 长期低于同行业龙头公司, 存货周转快速, 存货的流动性及存货资金占用量合理, 应收账款周转速度较高, 资金使用高效。公司管理费用长期处于行业较低水平且仍有下降趋势, 管理费用占营业收入比例为6%-8%, 三项费用占营业收入保持在10%-15%, 近年来仍有下降趋势, 18年三项费用率12.31%, 同比下降1.72pct。

图表21: 2009-2018年长海股份同行业龙头存货周转天数比较



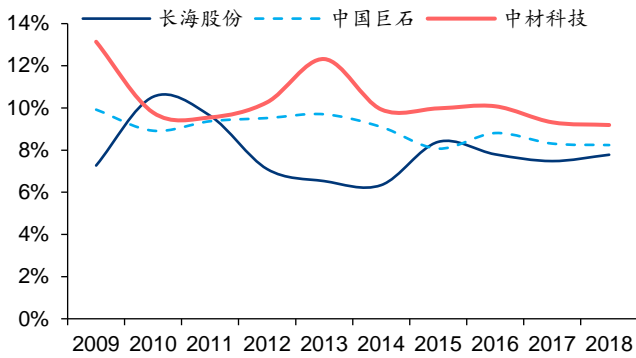
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表22: 2009-2018年长海股份同行业龙头应收账款周转天数比较



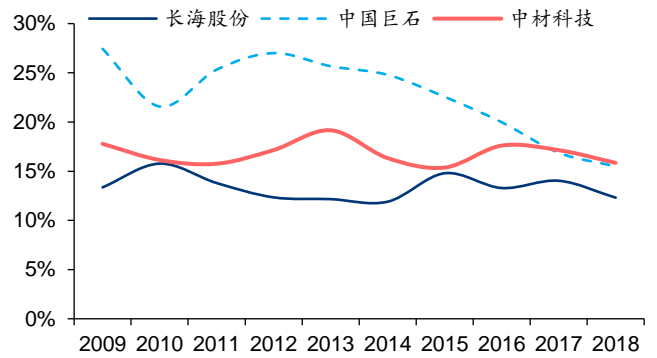
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表23: 2009-2018年长海股份同行业龙头管理费用率比较



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表24: 2009-2018年长海股份同行业龙头三项费用率比较



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

产品迈向高端化, 寻求新兴业绩发力点

热塑性复合材料在性能与环保上较热固性复合材料优势较显著。热塑性复材是区别于公司现有热固性玻纤制品的新产品, 相对热固性复材具有强度高、可设计性强、抗疲劳性能好等多种独特的性能优势。热塑性复材是复合材料发展的必然方向。2018年12月, 长海募投项目“年产7,200吨连续纤维增强热塑性复合材料生产线项目”投产。热塑产线的建成, 有利于拓宽公司现有产品的下游市场, 进一步增强公司在玻纤制品中下游的产业实力, 培养公司新的利润增长点。

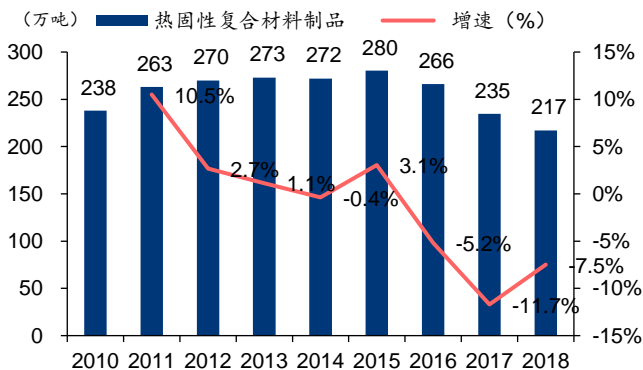
图表25: 热塑性复合材料与热固性复合材料性能比较

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

资料来源: 中国复合材料信息网、华泰证券研究所

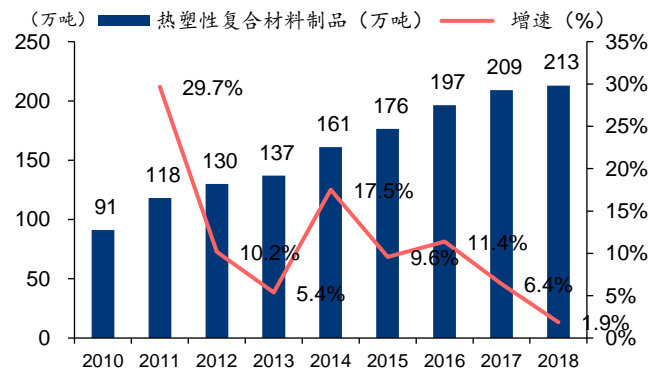
热塑性复合材料产量增速迅猛, 占比不断提升。热塑产品的自身优势使得行业内增长具有一定替代效应, 热塑产品增长速度高于热固产品。我国热固性复材产量自2015年见顶后呈现下滑态势, 热塑性复合材料产量一直维持正增长, CAGR(2010-2018)达11%, 近两年增速有所放缓, 2018年热塑性复材市场占比达到50%, 预计未来会进一步提升。

图表26: 热固性复材产量及同比增速



资料来源: 玻璃纤维复合材料信息网、华泰证券研究所

图表27: 热塑性复材产量及同比增速



资料来源: 中国产业信息网、华泰证券研究所

热塑性复材市场存在技术壁垒和资金壁垒，项目 IRR 高达 42.81%。2018 年 12 月投产的“年产 7,200 吨连续纤维增强热塑性复合材料生产线项目”，投资额 5669 万，建设期 2 年，回收期 4.4 年（含建设期），投资项目内部收益率 42.81%，显著高于玻璃纤维生产项目的平均 IRR。项目 IRR 水平较高的主要原因是热塑性复材生产存在较高的技术壁垒和资金壁垒。技术方面，热塑产品对研发和技术实力要求更高，生产工艺、生产设备都是影响热塑产品生产的关键因素。热塑、风电以及电子纱等中高端产品的认证周期一般较长，用户粘性技术壁垒高，新进入者主要进入低端领域，很难抢占市场。

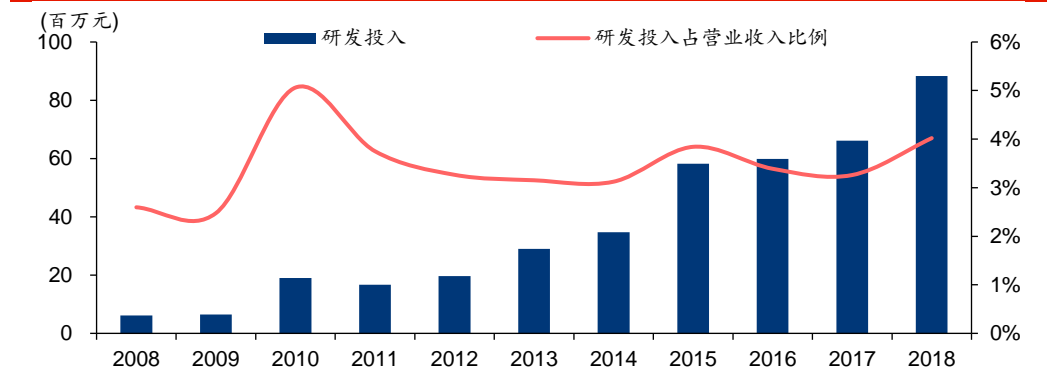
长海股份自 2010 年开始布局热塑性产品的研发与量产，2015 年开始对热塑生产线进行募投，2018 年热塑生产线正式投产。作为主流企业，长海经过近十年的研发与试产，技术能力强，研发与生产经验丰富，能够在热塑市场的高端领域中占有一席之地。资金方面，热塑产品研发费用高，生产设备购置成本高，易对中小企业形成天然屏障。长海股份研发投入 CAGR（2009-2017）达 30.3%。2018 年长海股份研发投入金额为 8336 万元，研发投入占营业收入的比例为 3.79%。目前复合材料行业企业约有 5000 家，但规模以上企业仅 420 余家，年销售额在 20 亿元以上的大型企业集团仅四家。因此，资金实力更强的企业能够获得更大的市场红利，抢占更大的市场空间。

图表28：长海股份热塑性产品发展历程

时间	名称	状态
2010	热塑性连续玻璃纤维片材	开始研发
2010	热塑性经编方格布	开始研发
2011	热塑性连续长纤维复合片材—PET 片材	研发中期
2013	热塑玻璃纤维增强材料	开始研发
2015	年产 7200 吨连续纤维增强热塑性复合材料生产线项目	开始募投
2018	年产 7200 吨连续纤维增强热塑性复合材料生产线项目	达预定可使用状态

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表29：2009-2018 年长海股份研发投入金额及占比



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

风电/电子高景气+汽车/建筑渗透率提升，需求保持较快增长

公司是短切毡和湿法薄毡细分领域的龙头，长期目标打造国内玻纤复合材料领先企业。公司制定了“在现有玻纤制品基础上进行技术提升，实现质量升级产品优化，逐步向高端产品转型”的发展战略。公司将不断加大对新产品的推广力度，丰富产品种类，培养公司新的利润增长点，力争将公司建成国内领先的玻纤复合材料研发平台，依靠集成创新带动原始创新，形成“核心业务、增长业务、种子业务”有机结合的完整业务结构。

汽车轻量化背景下，短切毡渗透率提升驱动需求平稳增长

玻璃纤维复合材料在汽车轻量化进程中起重要作用。交通领域对玻纤的需求主要表现在轨道交通和汽车轻量化方面，玻纤产品在汽车方面的应用主要是短切毡以及热固、热塑性玻璃纤维复合材料为主。公司所生产的短切毡主要应用于汽车顶棚和玻璃钢。玻纤制品及玻纤复合材料具备质量轻、强度高的特点，满足交通工具“轻量化”要求，起到节约燃料，减少碳排放的作用，在汽车轻量化过程中起到了重要作用。

目前用于汽车轻量化的新材料主要分为金属材料和非金属材料。1) 金属材料主要是高强度钢和轻质合金。使用高强钢、铝合金、镁合金，车体重量可分别减轻15%~25%、40%~50%和55%~60%。目前，高强度钢主要被应用于汽车结构件、安全件、前后保险杠等部位；铝合金主要应用在车身结构材料的替换上；镁合金主要应用在零部件上，其中包括壳体类与支架类零部件。2) 非金属制品使用最为广泛的是塑料制品，塑料的应用已经从内饰扩展到零件和构件上，“以塑代钢”已经成为一种趋势。国外很多汽车产业发达地区已经将塑料制品的用量作为衡量汽车发展的重要指标。

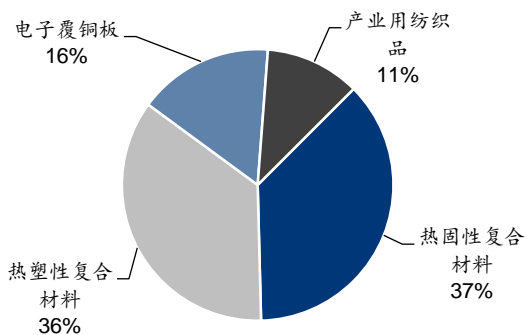
图表30：轻量化技术发展路线图

	2020年	2025年	2030年
车辆整备质量	较2015年减重10%	较2015年减重20%	较2015年减重35%
高强度钢	强度600MPa以上的AHSS钢应用达到50%	第三代汽车钢应用比例达到白车身重量的30%	2000MPa级以上钢材有一定比例的应用
铝合金	单车用铝量达到190kg	单车用铝量超过250kg	单车用铝量超过350kg
镁合金	单车用镁量达到15kg	单车使用镁合金25kg	单车使用镁合金45kg
碳纤维增强复合材料	碳纤维有一定使用量，成本比2015年降低50%	碳纤维使用量占车重2%，成本比上阶段降低50%	碳纤维使用量占车重5%，成本比上阶段降低50%

资料来源：《节能与新能源汽车技术路线图》、华泰证券研究所

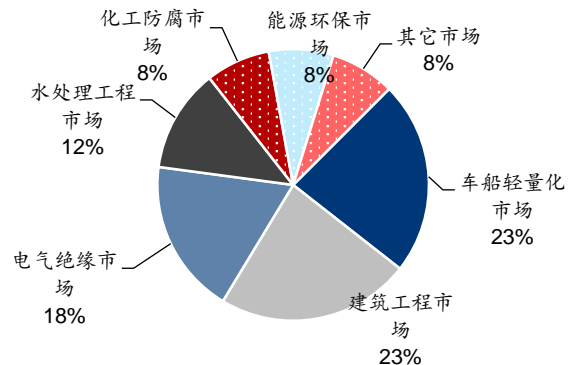
长海股份在短切毡的规模、技术、成本方面具有优势。长海股份作为短切毡细分领域龙头，从规模、技术方面具有领先优势，随公司产线技改后带来的产能增加、成本下降，公司优势继续保持，目前公司已经积累了稳定的客户资源。下游随汽车轻量化的推进，以轻短切毡为原料的汽车顶棚有望快速增长。

图表31：2020年各类玻纤消费市场预测



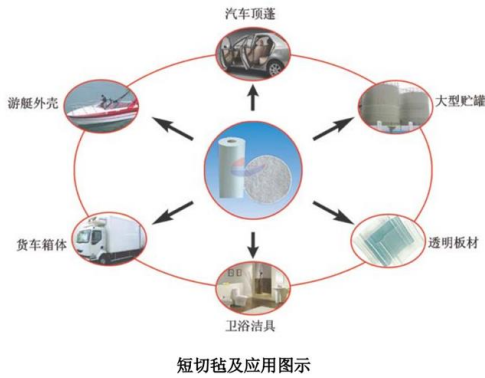
资料来源：纤维复合材料行业十三五发展规划、华泰证券研究所

图表32：2020年复合材料总市场结构预期



资料来源：纤维复合材料行业十三五发展规划、华泰证券研究所

图表33: 短切毡应用范围



资料来源: 招股说明书、华泰证券研究所

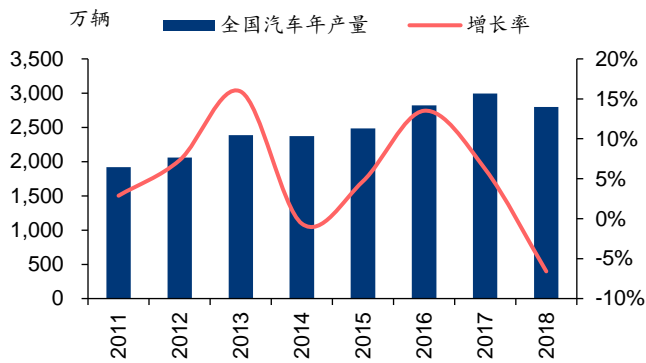
图表34: 玻纤材料在汽车轻量化各部位应用



资料来源: 招股说明书、华泰证券研究所

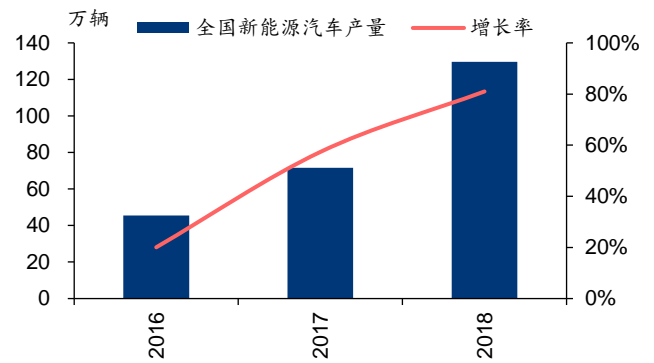
国内汽车轻量化步伐加快叠加渗透率提高,短切毡及玻纤复材需求将迎快速增长期。根据泰山玻纤债券评级报告,2008~2018年,我国汽车轻量化用热塑型玻璃钢的复合增速在15%左右,高于国内玻纤粗砂产量复合增速,主要受益于单车用量的提升。目前,国产车玻纤及复合材料应用比例为8%-12%(汽车塑料用量占比汽车自重比重),显著低于发达国家20%-30%的比例,加上我国油耗标准年降幅要求逐步提高,未来玻纤在汽车轻量化领域的渗透率将进一步提升。我国玻璃纤维增强复合材料在汽车行业的渗透率至少还有两倍的增长空间。全国汽车产量增速从16年以来逐年下降,18年出现负增长,19年1-8月我国汽车产量同比下降12.5%,假设全年下滑幅度在12%,假设19年我国汽车产量将在2461万辆,单车平均重量约1500kg,车用玻纤塑料重量约占车重的9.5%,其中玻璃纤维重量占比为15%,则单车所用玻璃纤维约21kg,由此看来,2019年我国车用玻纤规模将达到53万吨,良好的市场空间和政府政策的支持将为长海股份在短切毡及热塑性复合材料上带来较大的发展空间。

图表35: 2011-2018年全国汽车年产量及同比增速



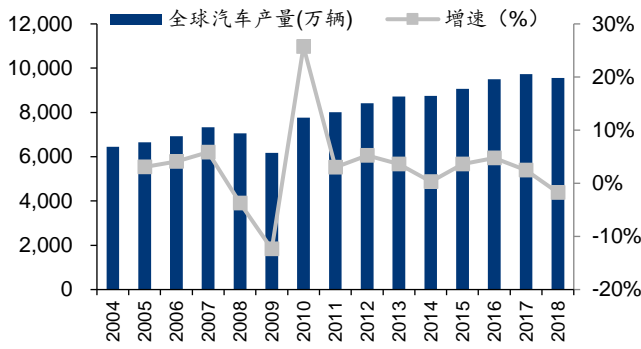
资料来源: 中国汽车工业协会、华泰证券研究所

图表36: 全国新能源汽车产量保持高速增长



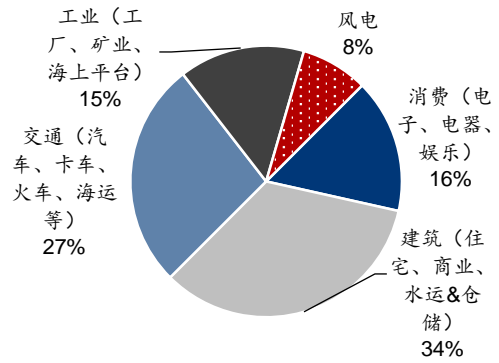
资料来源: 中国汽车工业协会、华泰证券研究所

图表37： 2004-2018 年全球汽车年产量及同比增速



资料来源：中国汽车工业协会、华泰证券研究所

图表38： 全球玻纤下游应用结构 (%)



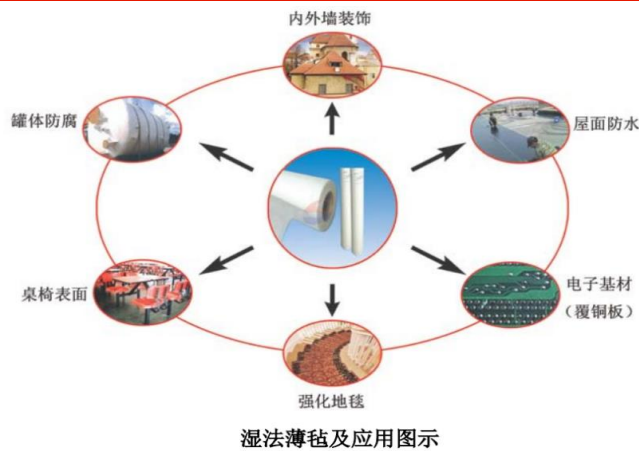
资料来源：OC PPT、华泰证券研究所

建筑业叠加 5G 发展带动湿法薄毡需求提升

湿法薄毡是近年来发展迅速的玻纤无纺制品，也是公司重点发展的产品之一。据公司年报，目前，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%，其应用领域更宽广。

湿法薄毡的下游应用领域广泛：1) 用作沥青防水材料基材，玻纤胎易浸渍，沥青渗透性好，具有耐腐蚀、耐老化性能好、使用寿命长的等特点，且玻纤胎价格比聚酯胎便宜，有一定价格优势；2) 用作管道包覆毡，玻纤管道包覆毡主要用于石油、天然气输送等地下管道的包覆和防腐；3) 用作印刷电路用覆铜箔板基材，用无碱玻璃纤维短切丝制得的 E-玻纤湿法毡具有耐腐蚀、强度高、绝缘性好、耐高温、不易燃烧等性能，比有机纤维纸制得的覆铜箔板在阻燃性、抗冲击强度、介电性能等方面有更强的优势；4) 用作塑料地板（毯）基材，玻纤湿法薄毡具有良好的透气性及尺寸稳定性，是块状地毯不可缺少的尺寸稳定层；5) 用作玻璃钢表面毡，湿法薄毡具有很大的孔隙率，能吸附大量树脂，当用作玻璃钢制品表面时，能形成无裂缝，耐腐蚀的富树脂层，提高制品的光洁度并保护内部材料层，玻璃钢制品为挤拉成型玻璃钢门窗、玻璃钢管道、冷却塔和玻璃钢储罐等；6) 用作蓄电池隔板基材，玻纤蓄电池隔板基材是玻璃纤维湿法薄毡和超细玻璃纤维隔板复合而成，是启动铅酸蓄电池四大主要隔板之一；7) 用作玻纤贴面和保温毡等其它产品。

图表39： 湿法薄毡应用范围

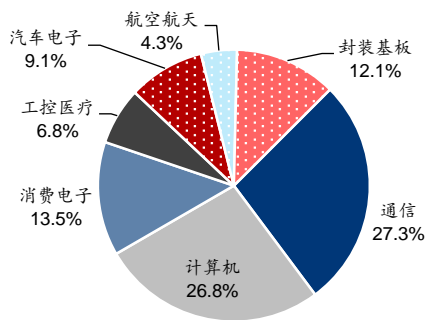


资料来源：公司招股说明书、华泰证券研究所

长期来看，随着玻纤成本下降，在建筑领域渗透率将有较大提升空间。湿法薄毡在建筑领域的应用主要是体现在外墙屋面保温防水方面，19年6月19日国务院常务会议部署推进城镇老旧小区改造工程，并且提出要加大金融对旧改的支持，据初步统计，全国共有老旧小区近16万个，涉及居民超过4200万户，建筑面积约为40亿平方米。根据中国建筑节能协会《中国建筑能耗研究报告(2017年)》报道中指出，2015年全国建筑总面积达到613亿平方米，其中公共建筑面积约113亿平方米，城镇居住建筑面积248亿平方米，农村居住建筑面积252亿平方米，我们认为长期随着玻纤价格下降有望逐步实现对传统建筑材料的替代，庞大的存量建筑面积带来的更新换代市场有望支撑较稳定的玻纤需求。

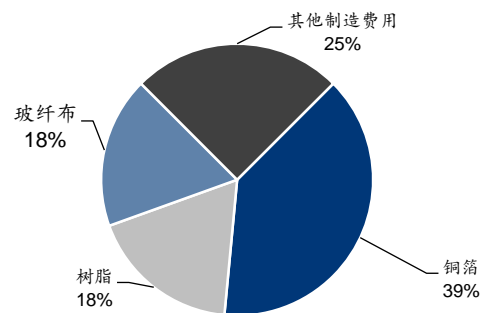
5G商用背景下，玻纤布及复合材料应用前景广阔。PCB是现代电子信息产品中不可缺少的电子元器件，被广泛运用于通信设备、汽车电子、消费电子、计算机、航空航天、网络设备、工业控制和医疗等行业。根据Prismark，我国PCB下游应用中，通信行业PCB板为PCB行业第一大细分市场，2016年产值占比达27.3%，5G的建设将加速通信PCB市场增长。19年6月6日工信部向中国移动、中国电信、中国联通和中国广电4家公司发放5G正式商用牌照，根据华泰通信组报告《5G射频大变革，掘金上游新机遇》预测，未来国内5G宏基站规模将达到506.4万站，对应5G时期射频侧PCB规模可达461.8亿元。PCB上游主要原材料为覆铜板、压延铜箔、半固化片、金盐等，其中覆铜板是生产PCB最重要的基材，占成本的比重约为35%左右，覆铜板的上游材料主要是树脂、玻纤布/玻纤毡、铜箔等，其中玻纤产品占比约18%，据此测算，5G宏基站的建设直接带来的玻纤产品需求约29亿元。

图表40：2016年PCB下游需求



资料来源：Prismark、华泰证券研究所

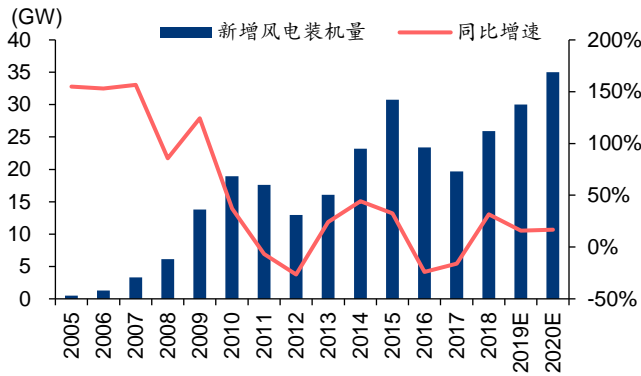
图表41：覆铜板成本构成



资料来源：中国产业信息网、华泰证券研究所

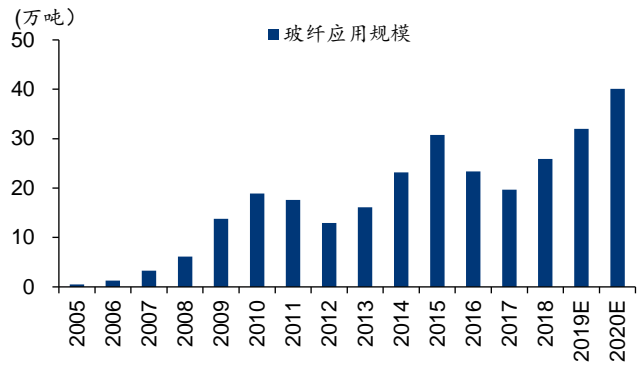
全球风电装机增长支撑风电纱需求稳步扩张。玻纤增强材料是制作风机叶片的主流材料，长海股份的外售原纱主要用于建筑及风电领域。据中国能源报，2018年全球风电新增装机容量合计53.9GW，我国实现新增风电装机25.9GW，全球占比高达48%，排全球第一位，引领全球风电发展。根据华泰电新组预测，我国2019/2020年风电新增装机量分别是30/35GW，同时按15年的更新换代期来看，2004年的风电叶片已进入更新换代期，因此，19/20年风电叶片新增+存量装机容量将分为为32.0/40.1GW，根据产业信息网估计，单位GW玻纤用量约为1万吨，则对应玻纤需求量将达到32.0/40.1万吨。同时，全球正积极推进海上风电的建设，风电项目新增建设规模有望继续实现稳健的增长，预计公司外售粗纱的收入会相应提升。

图表42: 2005-2020E 年新增风电装机容量



资料来源: 国家能源局、华泰证券研究所

图表43: 2005-2020E 新增风电领域玻纤应用规模



资料来源: 国家能源局、OC 年报、华泰证券研究所

应用领域拓展促进行业持续发展, 预计树脂业务未来将稳步增长

我国不饱和树脂行业面临巨大历史机遇。2008 年全球金融危机以来, 国内传统行业受挫, 但不饱和聚酯树脂行业却实现了持续增长。根据不饱和聚酯树脂行业协会的统计数据, 2008-2013 年, 我国不饱和聚酯树脂产量从 145 万吨增加至 178 万吨, 并实现了从 2008 年至 2013 年的持续增长, 根据中化新网, 2017 年我国不饱和聚酯树脂销量达到 297 万吨, 未来有望延续增长势头。随着我国玻璃钢复合材料产业升级步伐的加快以及玻璃纤维、高性能合成纤维技术的持续创新, 我国不饱和聚酯树脂行业面临难得的发展机遇。不饱和聚酯树脂具有与玻璃纤维等无机材料复合增强和设计匹配、良好的机械性能、电性能、耐化学腐蚀等优点, 使复合材料体现轻质、高强、多功能等特性, 因此不饱和聚酯树脂广泛应用于工业、交通、运输、国防、电子等领域。

公司的树脂产品主要由其子公司天马瑞盛来生产, 天马牌不饱和聚酯树脂拥有较好的市场知名度, 天马瑞盛与长海拥有同质的客户, 可充分借助公司的渠道优势, 提高市场竞争力。目前公司树脂产能达 10 万吨, 未来产能仍有望提升。树脂产品的毛利率较低, 但是轻资产, 从项目回收期来看, 年产 4 万吨不饱和树脂项目的投资回收期为 2.9 年, 显著低于其他项目超过 4 年的投资回收期。

图表44: 公司募投项目比较

募投项目详情	投资额 (万元)	募投时间	建设期 (月)	投资内部收益率 投资回收期 (含建设期)	
				(税后)	(年)
环保型玻璃纤维池窑拉丝生产线项目	46271.8	2015 年	8	21%	5.3
原年产 70000 吨 E-CH 玻璃纤维生产线扩能技改项目	10143.58	2015 年	6	30%	4.3
年产 7200 吨连续纤维增强热塑性复合材料生产线项目	5668.83	2015 年	24	43%	4.4
4 万吨/年不饱和聚酯树脂生产技改项目	6000	2015 年	12	63%	2.9

资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

预计树脂业务未来将稳步增长。近年来, 随着玻璃纤维制造技术的不断创新, 带动了不饱和聚酯树脂产品技术的发展, 以适应高性能玻璃钢复合材料高端市场的应用需求。国内能源改革与低碳经济加速推进的背景下, 轻轨地铁、高速铁路、船艇车辆、海上风电叶片等新型应用领域对结构轻量化的要求, 推进了不饱和聚酯树脂的性能向低粘度、低放热峰、高强度、高耐疲劳性、高阻燃性能等方面开发, 下游应用领域的不断拓展促进行业的持续发展, 公司目前树脂的产能利用率在 80% 以上, 预计树脂业务未来将稳步增长。

利润稳健增长，估值维持低位

预计 19-21 年净利润增速分别是 15%/13%/17%

预计 19-21 年玻纤及制品业务收入增速分别为 3.7%/4.9%/3.8%，毛利率分别为 32.7%/33.8%/34.9%。18 年公司玻纤及制品业务实现收入约 12.8 亿元，YoY+8.4%，毛利率 33.5%，同比持平。19 年由于：1) 18 年 90 多万吨新增产能冲击影响；2) 欧元区等经济放缓，中美贸易摩擦等因素导致玻纤需求增速放缓，预计玻纤价格将处于底部震荡，参考卓创等直接纱价格下跌幅度，考虑到制品价格下跌幅度小于直接纱下跌幅度，参考公司的产品结构，我们预计 19 年公司玻纤及制品价格同比下降 10%，我们预计 20 年玻纤行业需求增速 5%及 19 年产能增量 30-40 万吨，则 20 年供求有望恢复平衡状态，因此假设 20 年价格维持稳定，21 年价格同比小幅上升 1%。由于募投项目于 18 年陆续达产，预计公司 19 年玻纤及制品销量增速为 17%，20/21 年销量增速 6%/2%。我们认为募投项目完成及产能利用率的提升会提高规模效应，同时技改的完成提高生产效率，带动成本的下降，19-21 年毛利率逐步提升，分别为 32.7%/33.8%/34.9%。

预计 19-21 年化工制品业务收入增速分别为 9.2%/20.0%/20.0%，毛利率分别为 19.3%/20.5%/21.7%。18 年公司化工制品业务实现收入 8 亿元，YoY+9.2%，毛利率 14.8%，19 年上半年由于下游化工企业需求不旺影响了上游化工企业，预计受产品价格下降影响，公司化工业务收入承压，但公司树脂产品半年度销量同比仍有增长，且盈利能力有所提升，公司上半年化工业务毛利率同比提升 5.5pct 达 20.3%，主要系产品原材料价格下降带动成本下降较多。我们预计 19 年下半年需求要好于上半年，全年化工产品销量增长 15%，价格小幅下滑，20、21 年公司产能将进一步释放，预计销量维持 20%的增速，价格维持稳定。预计公司 19-21 年化工制品业务收入增速分别为 9.2%/20.0%/20.0%。

预计 19-21 年年期间费用率基本保持稳定，净利润增速分别为 15%/13%/17%。参考 18 年费用率情况，18 年公司费用率 12.3%，同比下降 1.7 个百分点，销售/管理/财务费用率分别为 5.2%/7.8%/-0.7%，预计公司销售费用率基本稳定，19-21 年维持在 5.2%，考虑到随着公司收入的增长，管理费用中的固定部分将被摊薄，19-21 年管理费用率（含研发）分别为 7.5%/7.3%/7.1%；18 年公司财务费用为负，主要系 18 年人民币大幅贬值，公司汇兑收益较多，同时考虑到 19 年人民币贬值幅度也较显著，假设 20/21 年人民币汇率基本稳定，预计 19-21 年财务费用率为 -0.6%/0.1%/0.1%，综合来看，我们预计 19-21 年公司费用率分别为 12.1%/12.6%/12.4%，公司 19/20/21 年净利润分别为 3.0/3.4/4.0 亿元，YoY+15%/13%/17%。

图表45：分部营收预测（单位：百万元）

	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	1,768	2,027	2,198	2,316	2,556	2,818
YoY	16.6%	14.7%	8.4%	5.4%	10.4%	10.3%
玻璃纤维及制品	1,177	1,181	1,280	1,327	1,392	1,444
YoY	10.4%	0.4%	8.4%	3.7%	4.9%	3.8%
占公司收入百分比	66.6%	58.3%	58.2%	57.3%	54.5%	51.2%
化工制品	494	734	801	875	1,050	1,260
YoY	36.6%	48.5%	9.2%	9.2%	20.0%	20.0%
占公司收入百分比	28.0%	36.2%	36.4%	37.8%	41.1%	44.7%
玻璃钢制品	97	112	114	114	114	114
YoY	21.5%	15.7%	1.4%	0.1%	0.0%	0.0%
占公司收入百分比	5.5%	5.5%	5.2%	4.9%	4.5%	4.0%

资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表46： 分部毛利润预测（单位：百万元）

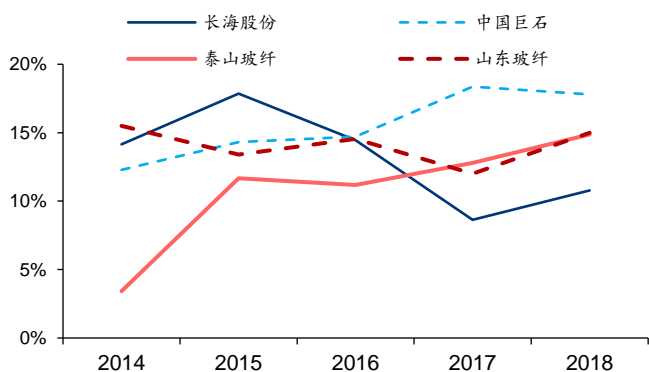
	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
毛利	564	514	566	628	715	810
毛利率	31.9%	25.3%	25.8%	27.1%	28.0%	28.7%
玻璃纤维及制品	456	395	428	434	470	504
毛利率	38.7%	33.4%	33.5%	32.7%	33.8%	34.9%
化工制品	83	87	119	169	215	273
毛利率	16.8%	11.8%	14.8%	19.3%	20.5%	21.7%
玻璃钢制品	25	32	19	25	30	32
毛利率	25.6%	28.6%	16.5%	22.4%	26.2%	28.5%

资料来源：Wind、华泰证券研究所

财务稳健，自由现金流创造能力强

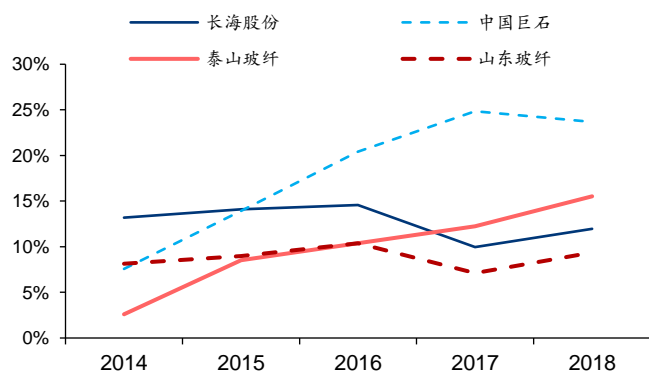
长海股份资产周转率高，因长海在玻纤产业链中处于中下游，和上游玻纤纱企业相比，资产属性较轻。通过比较玻纤公司的 ROE，我们发现，长海股份的 ROE 在 15 年之前处于行业较高水平，但在 2016 年开始出现下滑，在 17、18 年均低于可比公司，主要源于：1) 公司 16 年通过非公开发行股票募集资金 7.82 亿元，用于产能扩建项目，使得 16 年资产周转率及负债率均出现小幅下滑，公司的负债率明显下降；2) 公司净利润率 17 年显著下滑：公司在 15 年高于可比公司，在 17 年被中国巨石和泰山玻纤超越，主要系 17 年公司玻纤纱生产线进入冷修期，玻纤制品原材料供应受到影响，外购比例加大，公司玻纤及制品毛利率大幅下降 5.3pct，另一方面，化工原料价格大幅上涨，使公司化工业务承压，毛利率同比下降 4.9pct，18 年公司技改完成，利润率有所提升，预计 19 年继续回升。

图表47： 玻纤公司 ROE 比较



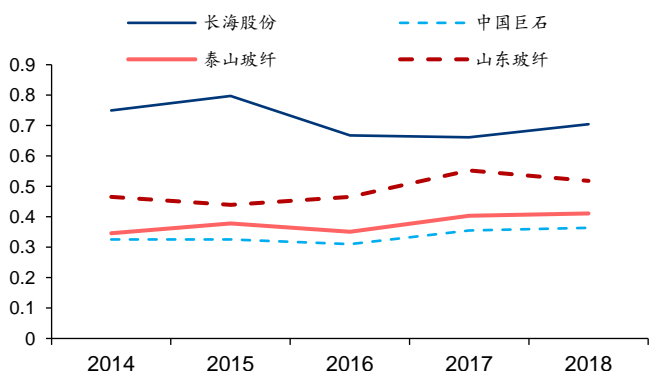
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表48： 玻纤公司净利率比较



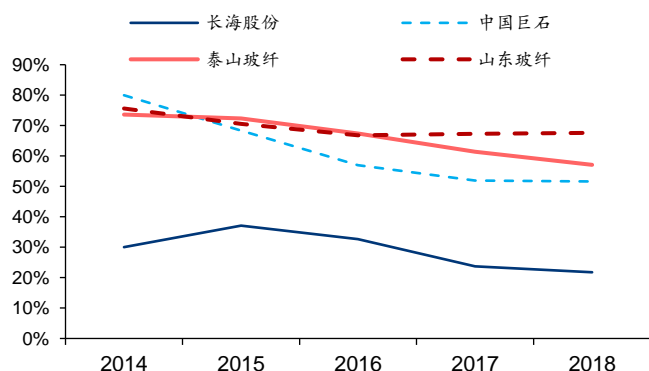
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表49： 玻纤公司资产周转率比较



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表50： 玻纤公司资产负债率比较

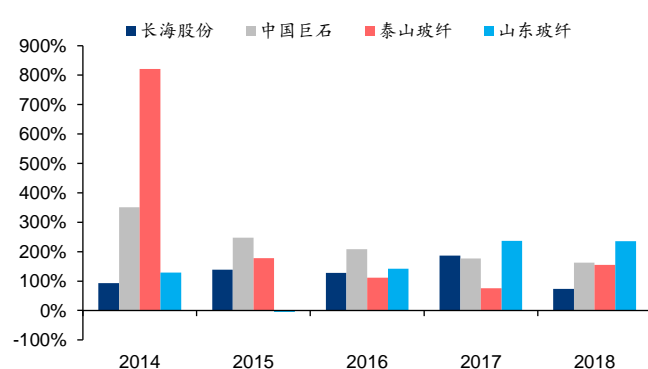
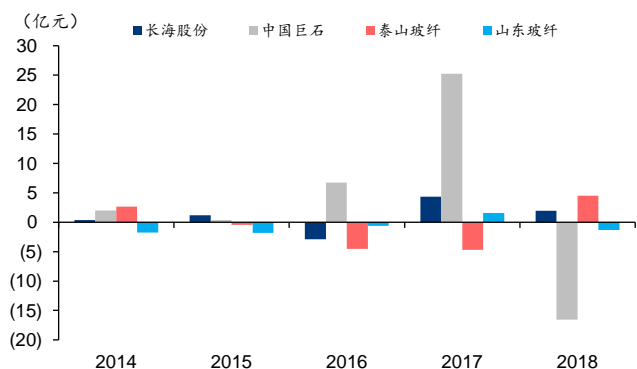


资料来源：Wind、华泰证券研究所

长海股份自由现金流创造能力比较强。我们计算了各玻纤公司经营性现金流净额与投资性现金流净额之和（可以理解为自由现金流的简要指标），该值可以反映公司为确保业务竞争力，实施了必要的营运资本和资本支出后，可用于自由分配的现金流。中国巨石在16、17年现金流情况较好，在18年出现16.6亿元的资金缺口，其经营性现金流未出现较大变化，但投资性现金流净流出55亿，主要用于公司资本开支。长海股份在16年由于支付6.3亿元购买理财产品，使得投资性现金流大幅下降，影响了公司自由现金流，除此之外，公司在近几年的自由现金流均为正，体现了公司自由现金流的创造能力比较强。从盈余现金保障倍数来看，18年公司盈利质量有所下降，盈余现金保障倍数下降到1以下，主要系18年公司经营性现金流量净额同比下降49.5%，源于公司较多的使用承兑汇票结算，应收票据增加较多，除此之外，公司的盈余现金保障倍数多数时间仍能维持在1以上，盈利质量较高。从可比公司有息负债率来看，长海股份的有息负债率显著低于其他公司。

图表51： 玻纤公司经营性+投资性现金流净额

图表52： 盈余现金保障倍数

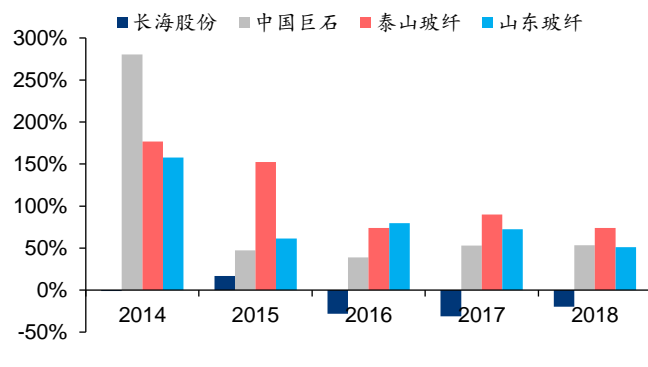
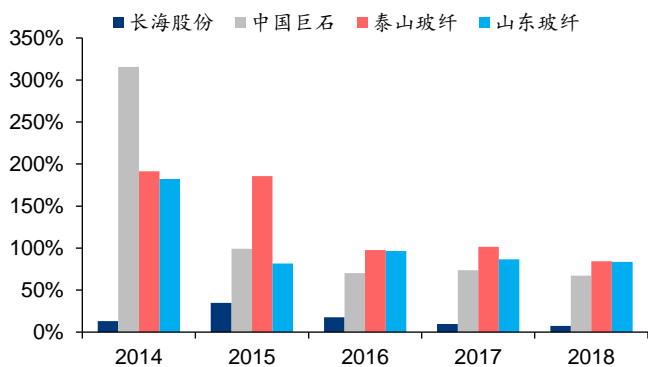


资料来源：Wind、华泰证券研究所

资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表53： 玻纤公司有息负债率

图表54： 玻纤公司净有息负债率

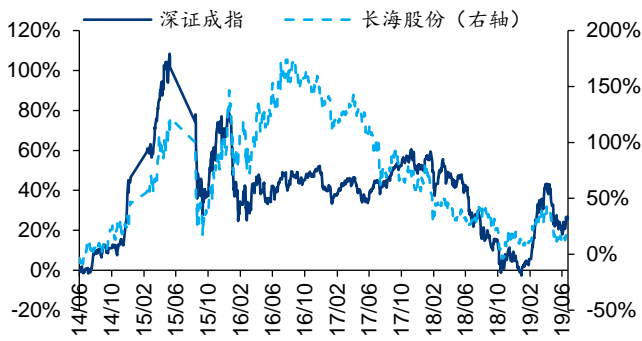


资料来源：Wind、华泰证券研究所

资料来源：Wind、华泰证券研究所

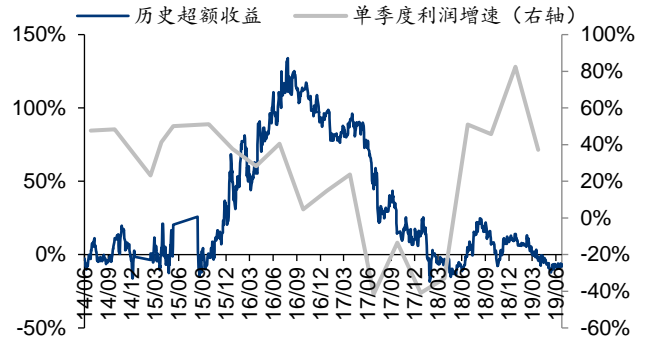
目前公司股价正处于14年以来的低位。通过对长海股份上市后的股价进行复盘，我们发现，在大部分时期，公司的股价表现与公司单季度的利润增速相关性较强，在利润高速增长时期可以取得超额收益。公司能在15年跑赢大盘，主要原因是公司拟通过非公开发行股票的方式募集8亿元，用于玻璃纤维及玻纤复合材料产能的修建，同时，公司完成对天马集团的收购后，业绩维持高速增长，15Q2业绩增速达到46.3%，全年业绩增速高达45.4%，创下上市后的新高，16年上半年以前，公司单季度的利润增速均高于20%，从16年第三季度开始，公司单季度的业绩开始出现大幅下滑，16Q3利润增速4.7%，环比大幅下降35.8pct，业绩的疲软也直接反应到股价上，公司的股价也在16年8月开始跑输大盘。公司18年经营情况开始出现明显好转，18Q2单季度利润增速50.9%，二级市场也再次取得超额收益，但是随后公司高速增长的业绩表现并没在二级市场得到充分反映，预计主要与行业19年供需格局较差以及对公司未来增长持续性的担忧，我们认为公司本身较优质的产业链一体化成本优势+产品结构+报表质量优势并未在估值上得到充分反映。

图表55: 长海股份历史股价涨跌幅和深证成指历史价格涨跌幅



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表56: 长海股份历史超额收益



资料来源: Wind、华泰证券研究所

估值处于低位, 首次覆盖“买入”评级

给予公司目标价 **10.22~11.68 元/股**, 首次覆盖给予“买入”评级。我们预计 2019-2021 年 EPS 0.73/0.82/0.96 元, 当前股价对应 12.6/11.2/9.6x PE, 根据可比公司 2019 年 PE 估值均值为 16.7x, 给予公司 14-16x 目标 PE, 对应公司目标价 10.22-11.68 元/股, 首次覆盖给予“买入”评级。

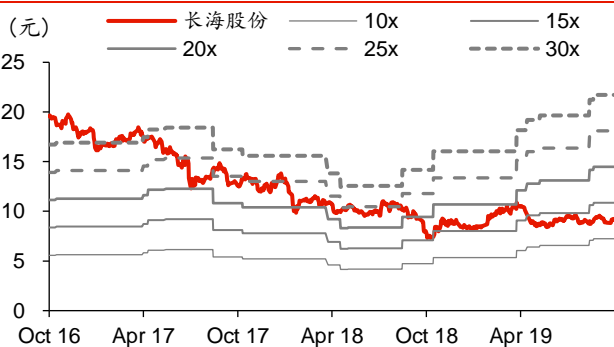
图表57: 可比公司估值表 (采取 2019 年 10 月 15 日收盘价)

公司名称	股价 (百万元)	市值	每股收益 (元/股)			P/E (x)			每股净资产 (元/股)			P/B (x)			ROE (%)		
			18A	19E	20E	18A	19E	20E	18A	19E	20E	18A	19E	20E	18A	19E	20E
中材科技	9.84	16,513	0.56	0.85	0.99	17.6	11.6	9.9	10.10	7.00	7.71	1.0	1.4	1.3	10%	13%	13%
中国巨石	8.22	28,789	0.68	0.60	0.70	12.1	13.7	11.7	4.07	4.44	4.94	2.0	1.9	1.7	18%	14%	15%
再升科技	7.42	5,215	0.23	0.30	0.39	32.3	24.7	19.0	1.89	2.19	2.57	3.9	3.4	2.9	13%	15%	16%
平均值			0.49	0.58	0.69	20.6	16.7	13.6	5.35	4.54	5.07	2.3	2.2	1.9	13%	14%	15%
长海股份	9.15	3,799	0.63	0.73	0.82	14.4	12.6	11.2	5.96	6.49	7.08	1.5	1.4	1.3	11%	12%	12%

注: 可比公司盈利预测均来自华泰。

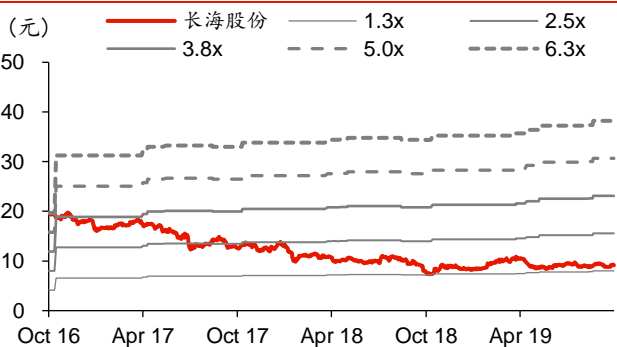
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表58: 长海股份历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表59: 长海股份历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

风险提示

需求弱于预期, 玻纤价格下滑超预期。受 18 年产能大幅增加以及全球经济增长放缓影响, 19 年粗纱价格可能呈现底部震荡格局, 若价格出现超预期下滑, 会给公司收入和利润造成较大压力。

募投项目运行效益不及预期。如果募投项目投产后实现的产量、销售收入、利润等较预期相差较大, 公司将面临利润下滑的风险。

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1,617	1,456	1,542	1,660	1,801
现金	611.53	540.88	588.20	624.56	676.18
应收账款	347.68	350.91	370.23	408.52	450.38
其他应收账款	4.45	3.44	3.63	4.00	4.41
预付账款	16.52	18.98	19.66	21.44	23.39
存货	167.48	208.87	216.37	236.04	257.60
其他流动资产	468.96	333.35	344.17	365.59	389.02
非流动资产	1,487	1,680	1,840	2,025	2,239
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	1,079	1,456	1,411	1,359	1,300
无形资产	173.38	168.54	163.84	159.28	154.84
其他非流动资产	235.10	54.86	265.31	507.34	783.89
资产总计	3,104	3,136	3,382	3,686	4,040
流动负债	597.44	548.21	573.58	629.23	690.93
短期借款	88.00	174.00	183.58	202.56	223.32
应付账款	178.24	224.81	232.86	253.94	277.05
其他流动负债	331.20	149.41	157.14	172.72	190.56
非流动负债	53.64	61.42	62.09	63.39	64.83
长期借款	0.00	12.00	12.66	13.97	15.40
其他非流动负债	53.64	49.42	49.42	49.42	49.42
负债合计	651.09	609.64	635.66	692.62	755.76
少数股东权益	44.79	52.54	52.54	52.54	52.54
股本	424.50	424.50	415.19	415.19	415.19
资本公积	972.66	972.36	972.36	972.36	972.36
留存公积	1,011	1,232	1,306	1,553	1,844
归属母公司股东权益	2,408	2,474	2,694	2,940	3,232
负债和股东权益	3,104	3,136	3,382	3,686	4,040

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	379.94	194.51	413.20	451.82	512.16
净利润	201.94	263.08	301.62	340.09	397.07
折旧摊销	120.41	137.12	155.62	161.86	168.10
财务费用	29.66	(14.77)	(13.32)	2.75	3.25
投资损失	(25.53)	(14.86)	(8.00)	(8.00)	(8.00)
营运资金变动	35.80	(186.27)	(22.63)	(44.79)	(48.17)
其他经营现金	17.65	10.21	(0.09)	(0.09)	(0.09)
投资活动现金	56.14	(0.62)	(307.71)	(339.29)	(373.81)
资本支出	207.39	289.40	305.34	336.91	371.44
长期投资	0.00	(13.50)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(263.53)	(275.28)	2.37	2.37	2.37
筹资活动现金	(243.65)	(255.15)	(58.18)	(76.17)	(86.72)
短期借款	(164.03)	86.00	9.58	18.98	20.76
长期借款	(148.50)	12.00	0.66	1.31	1.43
普通股增加	212.25	0.00	(9.31)	0.00	0.00
资本公积增加	(212.32)	(0.30)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	68.95	(352.85)	(59.11)	(96.47)	(108.91)
现金净增加额	192.42	(61.26)	47.32	36.36	51.62

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,027	2,198	2,319	2,559	2,821
营业成本	1,514	1,632	1,690	1,843	2,011
营业税金及附加	19.43	15.36	16.20	17.88	19.71
营业费用	103.11	114.34	120.63	133.11	146.75
管理费用	151.71	170.97	173.75	186.60	200.08
财务费用	29.66	(14.77)	(13.32)	2.75	3.25
资产减值损失	9.54	5.93	6.25	6.90	7.60
公允价值变动收益	(4.32)	1.45	1.45	1.45	1.45
投资净收益	25.53	14.86	8.00	8.00	8.00
营业利润	233.31	303.54	348.17	392.64	458.52
营业外收入	3.08	0.94	0.94	0.94	0.94
营业外支出	0.54	0.42	0.42	0.42	0.42
利润总额	235.85	304.06	348.69	393.16	459.04
所得税	34.32	41.77	47.07	53.08	61.97
净利润	201.52	262.29	301.62	340.09	397.07
少数股东损益	(0.42)	(0.79)	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	201.94	263.08	301.62	340.09	397.07
EBITDA	354.71	397.35	556.40	628.95	707.59
EPS (元, 基本)	0.48	0.63	0.73	0.82	0.96

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	14.67	8.42	5.51	10.34	10.25
营业利润	(23.87)	30.10	14.71	12.77	16.78
归属母公司净利润	(21.62)	30.28	14.65	12.75	16.76
获利能力 (%)					
毛利率	25.33	25.76	27.11	27.96	28.71
净利率	9.96	11.97	13.01	13.29	14.08
ROE	8.63	10.78	11.67	12.07	12.87
ROIC	9.67	10.91	15.86	16.97	17.77
偿债能力					
资产负债率 (%)	20.98	19.44	18.79	18.79	18.71
净负债比率 (%)	36.32	30.51	30.87	31.26	31.59
流动比率	2.71	2.66	2.69	2.64	2.61
速动比率	2.43	2.28	2.31	2.26	2.23
营运能力					
总资产周转率	0.66	0.70	0.71	0.72	0.73
应收账款周转率	5.91	6.29	6.43	6.57	6.57
应付账款周转率	8.88	8.10	7.39	7.57	7.57
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.49	0.63	0.73	0.82	0.96
每股经营现金流(最新摊薄)	0.92	0.47	1.00	1.09	1.23
每股净资产(最新摊薄)	5.80	5.96	6.49	7.08	7.78
估值比率					
PE (倍)	18.81	14.44	12.60	11.17	9.57
PB (倍)	1.58	1.54	1.41	1.29	1.18
EV_EBITDA (倍)	10.06	8.98	6.42	5.68	5.04

资料来源:公司公告, 华泰证券研究所预测

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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不存在法律禁止的利害关系。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、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：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 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；

一 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

一 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；

一 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

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

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 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

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：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com