长海股份 300196.SZ

产能大幅扩张，重回高增长之路

深度报告

【公司·证券研究报告】

核心观点

- **21 年玻纤行业景气向上有望持续，年内有望出现第二轮价格上涨。**21 年行业新增供给有限，我们统计 21 年新增产能 34 万吨（粗纱/细纱分别为 28/6 万吨），测算新增产量约 47.1 万吨。随着国内经济继续恢复，国外需求边际回升（7 月份粗纱出口量环比提升 8.8%），预计 21 年玻纤整体需求继续向好。我们判断 21 年风电需求仍有支撑，一是部分风电延迟并网平滑 20/21 年装机量，二是 21 年海上风电有望出现抢装形成支撑。20Q4 为玻纤需求传统旺季，行业库存有望继续走低，不排除年内玻纤价格出现第二轮上调。
- **21 年玻纤业务重回高速增长期，玻纤纱/薄毡/短切毡 22 年销量预计将达 15.9 万吨/6.5 亿平/10.4 万吨，相比 19 年增长 99%/71%/49%。**截止 20 年 6 月底，资产负债率仅 14.8%，具备产能扩张潜力。20 年积极进行产能扩张，6/8 月分别公告新建 5.65 亿平薄毡/10 万吨玻纤纱/6.88 万吨短切毡产能。此外，天马集团 3 万吨玻纤纱产线已点火 7 年，有望在 21 年进行冷修，预计产能将扩大至 10 万吨。预计 20-22 年，玻纤纱外销量将达 8.4/10.6/15.9 万吨，薄毡销量将达 4.1/5.3/6.5 亿平，短切毡销量将达 7.0/8.7/10.4 万吨。
- **树脂产能将扩至 17.5 万吨，盈利能力稳步提升。**化工业务主要为树脂/精细化工（粘接剂/浸润剂等）。玻纤复材除了玻纤产品，也需树脂，所以两者销售具有较好的协同效应。树脂产能随玻纤同步扩张，20 年 2 月公告扩产 7.5 万吨（原产能 10 万吨）。随着树脂协同效应体现，产能利用率将不断提高，从而带动化工业务毛利率提升。精细化工主要为自供，用于生产玻纤纱/制品。随着公司浸润剂自给率的提升，预计可降低玻纤纱生产成本 200 元/吨。

财务预测与投资建议

- 预计 20-22 年 EPS 0.73/1.04/1.35 元(原值 0.73/0.93/1.06 元)，上调主要因为公司玻纤纱/制品同步扩张，吨盈利/销量较之前预期有提升。公司玻纤产能扩张规划较确定，基数较低，盈利弹性较大。随着产能利用率提升，化工业务盈利亦有上行空间。据历史估值法，公司过去 5 年平均 PE 为 23X，我们认可给与公司 21 年 23XPE，对应目标价 23.92 元，上调至“买入”评级。

风险提示：海外疫情扩大影响终端需求；产能如期投产风险；汇率大幅波动。

公司主要财务信息

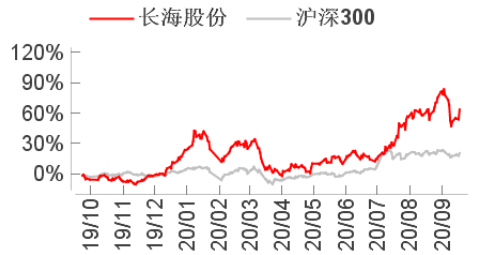
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,198	2,210	2,247	3,006	3,815
同比增长(%)	*8.4%*	*0.5%*	1.7%	*33.8%*	*26.9%*
营业利润(百万元)	304	330	340	487	626
同比增长(%)	*30.1%*	*8.7%*	3.0%	*43.3%*	*28.6%*
归属母公司净利润(百万元)	263	289	300	427	550
同比增长(%)	*30.3%*	*10.0%*	3.7%	*42.3%*	*28.9%*
每股收益（元）	0.64	0.71	0.73	1.04	1.35
毛利率(%)	25.8%	29.1%	29.3%	31.4%	32.1%
净利率(%)	12.0%	13.1%	13.4%	14.2%	14.4%
净资产收益率(%)	10.8%	11.2%	10.5%	13.1%	14.7%
市盈率	23.5	21.3	20.6	14.5	11.2
市净率	2.5	2.3	2.0	1.8	1.5

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

东方证券 ORIENT SECURITIES

投资评级	买入	增持	中性	减持	(上调)
股价(2020 年 09 月 18 日)					15.12 元
目标价格					23.92 元
52 周最高价/最低价					16.96/8.4 元
总股本/流通 A 股（万股）					40,870/24,583
A 股市值（百万元）					6,180
国家/地区					中国
行业					中小市值
报告发布日期					2020 年 09 月 21 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	7.92	0.27	36.71	61.37
相对表现	5.55	1.84	19.58	40.22
沪深 300	2.37	-1.57	17.13	21.15



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 黄骥
021-63325888*6074
huangji@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520030001

联系人 聂磊
021-63325888*7504
nielei@orientsec.com.cn

联系人 江剑
021-63325888*7275
jiangjian@orientsec.com.cn

相关报告

业绩略低于预期，盈利能力有望继续提升：	2020-07-31
玻纤产业链一体化，化工业务稳健发展：首次覆盖报告	2020-04-30

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

目 录

一、玻纤行业景气向上，21 年有望持续.....4
二、玻纤纱/制品产能大幅扩张，进入新一轮成长期.....7
三、化工产能同步扩张，盈利能力稳步提升.....11
四、盈利预测.....13
五、投资建议.....15
六、风险提示.....18

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图表目录

图 1：2005-2019 年国内/出口玻纤量（万吨）.....5
图 2：2017.1-2020.7 国内粗纱出口量（万吨）.....5
图 3：风电上网标杆电价（元/kwh）.....5
图 4：截至 2019 年底国内风电存量及核准项目（GW）.....5
图 5：2019-2029E 海上风电装机量（GW）.....6
图 6：2018.1-2020.8 行业重点厂商库存变化（万吨）.....7
图 7：2014.08-2020.09 玻纤厂商缠绕直接纱价格（元/吨）.....7
图 8：2019 年国内玻纤厂商格局（%）.....8
图 9：2010-20H1 各公司资产负债率（%）.....8
图 10：2021E/2022E 公司玻纤纱及制品销售量.....10
图 11：2008-2019 年各公司吨净利润（元/吨）.....11
图 12：2020 年玻纤行业新增产能份额（万吨，%）.....11
图 13：2013-2019 年公司化工制品销量（万吨）.....12
图 14：2012-20H1 公司化工业务毛利率（%）.....12
图 15：公司化工制品图示.....12
图 16：中国巨石 19 年收入结构（%）.....15
图 17：中材科技 19 年收入结构（%）.....15
图 18：公司过去 5 年（15/09/18-20/09/18）PE-Band.....18

表 1：2020-2021 年玻纤行业产线变动表（万吨）.....4
表 2：公司玻纤及制品业务历史产能扩张表.....8
表 3：2016-2022E 公司玻纤纱及制品产能/产量（万吨）.....9
表 4：2019-2022E 公司玻纤纱及制品销量（万吨）.....10
表 5：2019-2022E 公司化工业务产能/产能利用率/产量（万吨，%，万吨）.....11
表 6：2020-2022 年公司外销玻纤纱收入预测.....13
表 7：2020-2022 年公司玻纤制品收入预测.....13
表 8：核心假设及盈利预测变动分析表.....16
表 9：主要财务数据变动分析表.....17

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

一、玻纤行业景气向上，21 年有望持续

我们统计 20 年新增产能 44 万吨（19 年底在产产能 813.3 万吨，YoY+5.4%），测算新增产量约 6.8 万吨（19 年产量 817.4 万吨，YoY+0.8%）。根据卓创资讯，预计 9 月份中国巨石成都智能生产线 2 线 12 万吨投产，从 20 年 9 月到年底，玻纤行业新增产线仅此一条。20 年全年来看，净新增粗纱产能约 44 万吨（中国巨石 26 万吨/泰山玻纤 10 万吨/山东玻纤 8 万吨）。由于 19H2-20H1 泰山玻纤老区 3/2/9 线（分别为 4/3/4 万吨）以及中国巨石成都 1/2/3 线（分别为 9/8/6 万吨）关停，我们测算 20 年全年产量约 824.2 万吨，相较 19 年净增 6.8 万吨。

我们统计 21 年新增产能有限仅 34 万吨（20 年底在产产能 857.3 万吨，YoY+4%），测算新增产量约 47.1 万吨（20 年产量 824.2 万吨，YoY+5.7%）。进入 21 年，根据卓创资讯，预计无碱粗纱新增产能 28 万吨（长海股份 10 万吨/重庆国际 8 万吨/重庆三磊 10 万吨），电子纱新增产能约 6 万吨（中国巨石桐乡电子纱产线），行业新增产能约 34 万吨，新增产能相对有限。由于 20 年新增产能主要集中在年中及下半年点火，20 年产量释放相对有限，在 21 年将得到充分释放，我们测算 21 年全年产量达到 871.3 万吨，相较 20 年新增约 47.1 万吨。

表 1：2020-2021 年玻纤行业产线变动表（万吨）

企业	产线	产品类型	状态	投产时间	新增产能	变动产量	年末在产产能	当年产量
2019 年					**2.8**	**6.9**	**813.3**	**817.4**
中国巨石	成都 2 线	无碱粗纱	关停	2020 年 2 月	-8	-6.7	0	
中国巨石	成都 3 线	无碱粗纱	关停	2020 年 2 月	-6	-5.0	0	
OC	余杭 8 万吨产线	无碱粗纱	热修	2020 年 2 月	0	0	8	
山东玻纤	格赛博 8 万吨	无碱粗纱	新建	2020 年 5 月	8	4.0	8	
泰山玻纤	新建 F07 线 10 万吨	无碱粗纱	新建	2020 年 5 月	10	5.0	10	
中国巨石	桐乡智能制造 2 线	无碱粗纱	新建	2020 年 6 月	15	6.3	15	
中国巨石	成都智能生产线 1 号线	无碱粗纱	新建	2020 年 7 月	13	4.3	12	
中国巨石	成都智能生产线 2 号线	无碱粗纱	新建	预计 20 年 9 月	12	3.0	13	
金牛玻纤	玻纤池窑拉丝线 1 线	无碱粗纱	置换	预计 20 年 12 月	0	0	10	
2020 年合计					**44**	**10.9**	**857.3**	**824.2**
长海股份	新增 10 万吨	无碱粗纱	新建	预计 21 年 4 月	10	5.0	10	
重庆国际	新增 8 万吨	无碱粗纱	复产	预计 21H1	8	4.0	8	
重庆三磊	新增 10 万吨	无碱粗纱	新建	预计 21H1	10	5.0	10	
中国巨石	浙江桐乡电子纱	电子纱	新建	预计 12 月投产	6	0	6	
2021 年合计					**34**	**14.0**	**891.3**	**871.3**

数据来源：卓创资讯，东方证券研究所

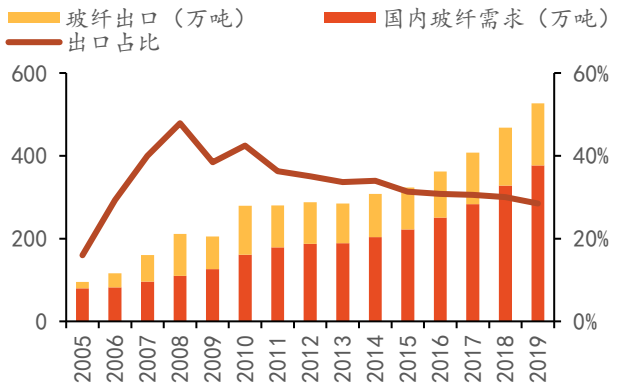
注：T+1 年年末在产产能=T 年年末在产产能+新增产能；T+1 年产量=T 年年末在产产能+变动产量

随着国内外经济不断恢复，预计 21 年玻纤需求继续向好。国内市场是消化玻纤产量的主要市场，根据卓创资讯，截至 2019 年末，国内/出口玻纤需求 377/150 万吨，分别占比 71.5%/28.5%。20

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

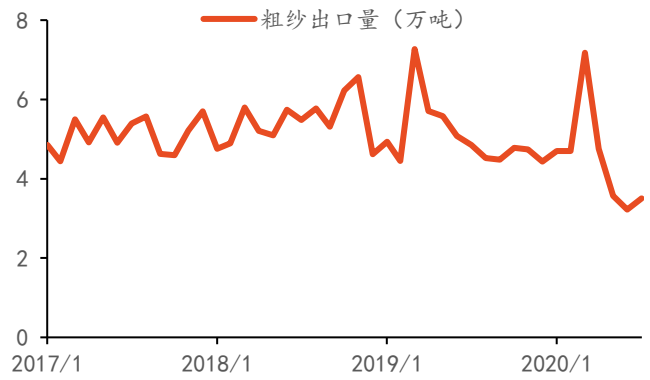
年受疫情影响，国内玻纤需求增长有所压制，随着国内经济的恢复性增长，预计 21 年国内玻纤需求继续向好。海外需求开始出现边际改善，根据卓创资讯，截至 20 年 7 月，国内玻纤粗纱出口量 3.5 万吨，环比 6 月份提升 8.8%。整体来看，随着国内经济的不断复苏，以及海外需求的逐渐恢复，玻纤需求有望继续向好。

图 1：2005-2019 年国内/出口玻纤量（万吨）



数据来源：卓创资讯，东方证券研究所

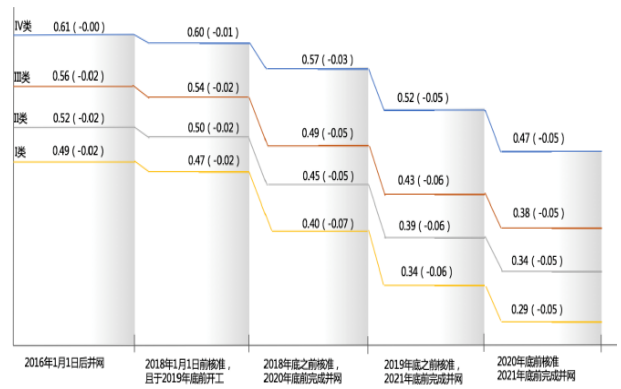
图 2：2017.1-2020.7 国内粗纱出口量（万吨）



数据来源：卓创资讯，东方证券研究所

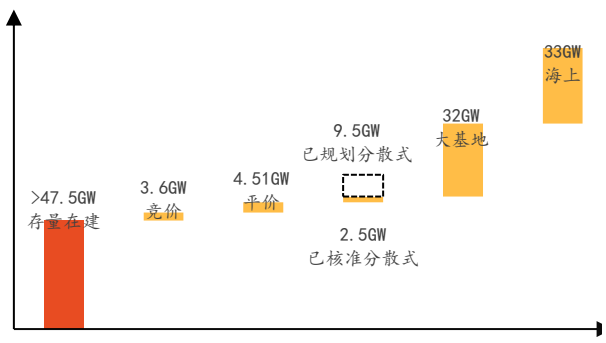
风电“抢装”带动 20 年玻纤需求较好恢复。根据 2019 年 5 月 21 日国家发改委下发的《关于完善风电上网电价政策的通知》，在 2018 年底之前核准并在 2020 年底前完成并网的风电项目，在 1-4 类地区可分别享受标杆电价 0.4/0.45/0.49/0.57 元/kwh，否则将面临标杆电价下调。风电运营商为享受较高标杆电价，带来风电行业 20 年“抢装”。根据彭博新能源财经统计，截至 2019 年底，国内陆上和海上在建存量项目（带补贴）约 47.5GW，已核准项目约 85GW，合计约 133GW。在建+核准项目充足，可支撑 20 年风电行业高景气度。

图 3：风电上网标杆电价（元/kwh）



数据来源：金风科技推介材料，东方证券研究所

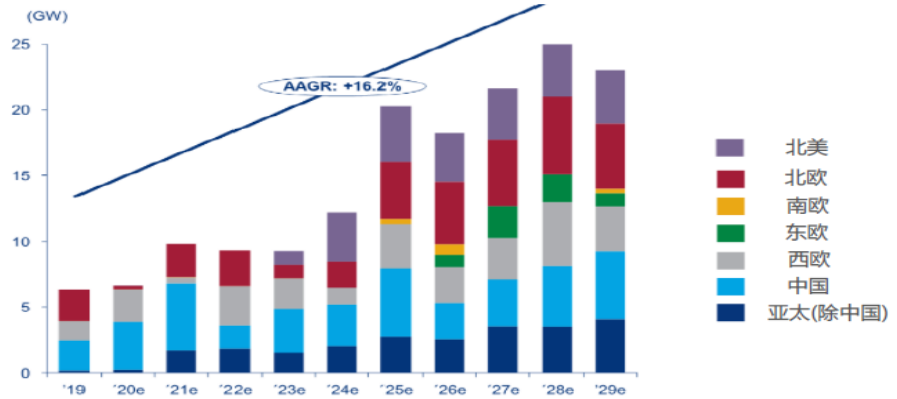
图 4：截至 2019 年底国内风电存量及核准项目（GW）



数据来源：金风科技推介材料，东方证券研究所

21 年风电装机量仍有支撑。20 年风电“抢装”，会透支 21 年部分风电装机需求，但我们判断 21 年风电装机量仍有支撑，不会出现断崖式下降。一是受疫情影响，政策允许部分风电项目延迟到 21 年并网，根据 20 年 6 月 2 日国家能源局华北监管局发布《关于延长受新冠疫情影响的新建风电光伏项目并网调试时间的通知》，风电项目已有 1.1GW 可延迟并网，若后续政策向全国推开，可平滑 20/21 年装机量。二是 21 年海上风电在有望出现“抢装”从而形成支撑，根据 20 年 1 月 20 日国家财政部/发改委/能源局共同发布《关于促进非水可再生能源发电健康发展的若干意见》，明确可享受国家补贴电价的项目必须在 21 年底实现全容量并网，22 年起国家补贴全面退出新并网海上风电项目。根据金风科技推介材料，预计 21 年全球海上风电装机约 9.7GW，YoY+47%。

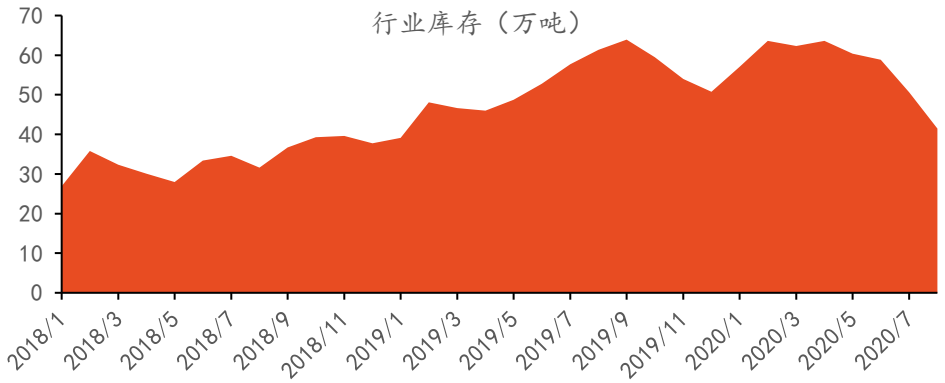
图 5：2019-2029E 海上风电装机量（GW）



数据来源：金风科技推介材料，东方证券研究所

行业库存有望继续走低，部分玻纤品种出现供应短缺，不排除年内玻纤价格有第二轮上调。受国内需求拉动，玻纤行业重点厂商库存（占全行业库存约 75%）从 5 月份开始快速下降，截至 8 月底，玻纤行业重点厂商库存 41.5 万吨，环比 7 月底下降约 9.1 万吨。根据中国玻纤工业协会，往年 9-12 月份为玻纤行业传统旺季，预计随着需求的继续向好，行业库存有望继续走低。根据卓创资讯，在目前库存水平下，部分高景气下游行业（如风电行业）对应的玻纤品种（如缠绕纱）已出现供应短缺。根据卓创资讯，玻纤行业各厂商在 9 月 1 日进行第一轮价格上调，我们认为在玻纤行业库存继续走低，以及部分品种出现短缺的情况下，不排除年内玻纤价格有第二轮上调。

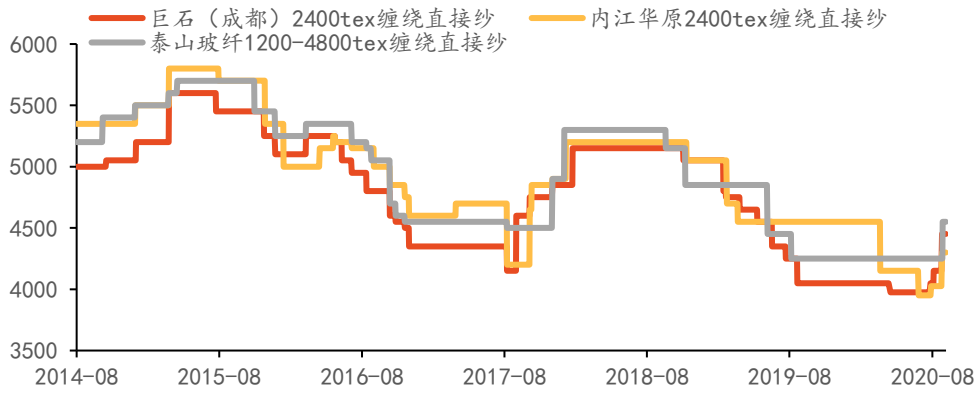
图 6：2018.1-2020.8 行业重点厂商库存变化（万吨）



数据来源：卓创资讯，东方证券研究所

玻纤景气向上，21 年有望持续。根据 8 月 25 日中国巨石/泰山玻纤/公司公告，自 9 月 1 日起，国内玻纤粗纱单吨价格分别上调 7%/300/300 元，意味着玻纤行业近 2 年的景气下行周期结束，正式进入景气上行期。考虑到 21 年玻纤行业新增供给有限，需求持续向好，预计 21 年玻纤行业仍将保持景气向上。

图 7：2014.08-2020.09 玻纤厂商缠绕直接纱价格（元/吨）



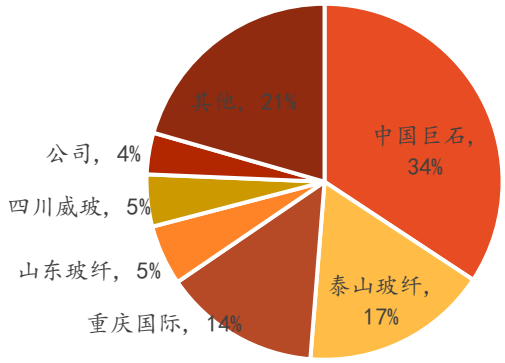
数据来源：卓创资讯，东方证券研究所

二、玻纤纱/制品产能大幅扩张，进入新一轮成长期

资产负债率低于同业，公司玻纤业务具有产能扩张潜力。公司上市以来，玻纤纱产能扩张相对平稳，仅在 2013 年新增 7 万吨，2015 年收购天马集团增加 3 万吨，以及在 2018 年 2 条生产线完成冷修技改增加 6 万吨。较为平稳的产能扩张导致公司玻纤纱市占率相对较低，根据卓创资讯，截至 2019 年末，公司玻纤纱产能占国内份额 4%。考虑到公司资产负债率低于同业，截至 20H1，公司/泰山玻纤/中国巨石/山东玻纤资产负债率分别为 14.8%/52.9%/53.6%/69.7%，公司具有产能扩张潜力。

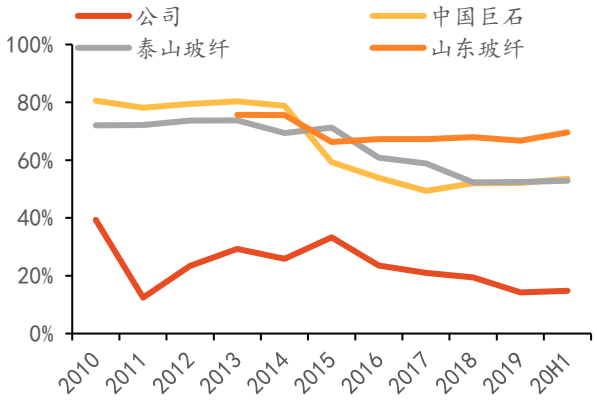
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 8：2019 年国内玻纤厂商格局（%）



数据来源：卓创资讯，东方证券研究所

图 9：2010-20H1 各公司资产负债率（%）



数据来源：Wind，东方证券研究所

表 2：公司玻纤及制品业务历史产能扩张表

时间	事件
2000 年	公司成立于 2000 年 5 月，主要产品为短切毡/湿法薄毡/复合隔板
2007 年	2007 年 11 月公司“年产 3 万吨特种玻纤池窑拉丝”项目点火，开创民营企业建造池窑的先例
2009 年	公司新建宽幅高速玻纤湿法薄毡生产线顺利竣工并正常生产，公司由此成为中国最大的玻纤湿法薄毡制造商
2009 年	公司积极扩大玻纤涂层毡生产规模，投资 500 万新建一条具有世界先进水平的生产线
2011 年	上市募投 7 万吨 E-CH 玻纤生产线
2013 年	7 万吨 E-CH 玻纤生产线点火，玻纤纱产能达到 10 万吨
2015 年	收购天马集团，玻纤纱产能提升至 13 万吨
2018 年	原 3 万吨玻纤生产线技改为 7.5 万吨，原 7 万吨生产线技改为 8.5 万吨，玻纤纱产能达到 19 万吨
2019 年	公司实际玻纤纱产能达到 20 万吨，短切毡产能 8.5 万吨，湿法薄毡产能 4.35 亿平
2020 年	公司拟新建 5 条薄毡生产线，建成后薄毡产能达到 10 亿平
2020 年	公司募投 10 万吨玻纤纱项目，以及扩产 6.88 万吨短切毡产能

数据来源：公司官网，公司公告，东方证券研究所

玻纤业务各环节同步扩张，进入新一轮成长期。为提升市场份额，公司加快产能扩张步伐，玻纤全产业链同步扩张。根据 20 年 6 月 9 日公司公告，公司拟新建 5 条薄毡生产线，5 条薄毡生产线计划在 20 年投产 2 条，21 年投产 3 条，建成后公司将形成年产 10 亿平米的生产能力。此外，根据 20 年 7 月 23 日公司发行可转债募集说明书，公司拟募集资金不超过 5.5 亿，用于建设 10 万吨/年无碱玻纤粗纱池窑拉丝技术生产线，项目包含直接纱/短切纱/短切毡产能分别为 2/5/6.88 万吨/年，预计 21 年投产。根据中国玻纤工业协会，玻纤池窑平均 7-8 年进入冷修期。根据公司年报，公司全资子公司天马集团 3 万吨无碱玻纤池窑已运行 7 年多，有望在 21 年进入冷修期。我们预计天马集团 3 万吨玻纤池窑生产线有望冷修技改至 10 万吨，并于 22 年投产。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

预计 20-22 年玻纤纱产量 20/25/34 万吨，短切毡产量 7/8.7/10.4 万吨，薄毡产量 4.1/5.3/6.5 亿平，其他制品产量 2.4/3.0/4.2 万吨。我们预计 20-22 年玻纤纱产能 20/30/39.5 万吨，产量为 20/25/34 万吨，21-22 年产量低于产能，主要由于我们预计公司新建 10 万吨池窑线投产/天马集团 3 万吨改 10 万吨分别于 21Q2/22Q2 投产，导致全年产量少于年末设计产能。20-22 年短切毡/湿法薄毡/其他制品产量低于产能，一方面由于制品制造需大量人工，受假期/市场需求变化等影响，产能利用率通常低于 100%；另一方面由于制品产能在年内投放，导致全年产量少于年末设计产能。

表 3：2016-2022E 公司玻纤纱及制品产能/产量（万吨）

	玻纤纱及制品	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
	玻纤纱（万吨）	13	13	19	20	20	30	39.5
	其中：直接纱（万吨）				12	12	14	19
	其中：短切纱（万吨）				8	8	16	20.5
产能	玻纤制品							
	短切毡（万吨）	7	8.5	8.5	8.5	8.5	15.4	15.4
	湿法薄毡（亿平米）	4.2	4.2	4.2	4.35	6.6	10	10
	其他制品（万吨）				3	5	5	7
	玻纤纱（万吨）	13.4	13.4	17.2	19	20	25	34
	其中：直接纱（万吨）				11.4	12	11.7	16.4
	其中：短切纱（万吨）				7.6	8	13.3	17.7
产量	玻纤制品							
	短切毡（万吨）				7	7	8.7	10.4
	湿法薄毡（亿平米）				3.8	4.1	5.3	6.5
	其他制品（万吨）				2.4	2.4	3.0	4.2

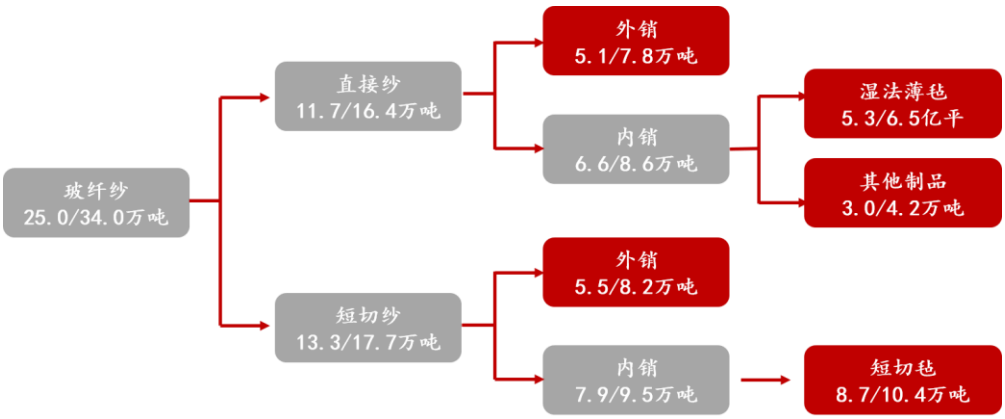
数据来源：公司公告，东方证券研究所

注：产能数据为年末数据（时点值），产量数据为全年数据（期间值）;19 年直接纱/短切纱/短切毡/湿法薄毡/其他制品产量数据为估算值，可能与实际值不一致。

预计公司 20-22 年玻纤纱外销量将达 8.4/10.6/15.9 万吨，短切毡销量将达 7.0/8.7/10.4 万吨，薄毡销量将达 4.1/5.3/6.5 亿平，其他制品销量将达 2.4/3.0/4.2 万吨。根据公司公告的产能规划，玻纤纱新增 10 万吨产能将于 21 年投产，湿法薄毡新增 5 条线（共 5.65 亿平）将在 20/21 年分别投产 2/3 条，短切毡新增 6.88 万吨产能将于 21 年投产，我们可测算 20-22 年公司玻纤纱/制品产量。假设 20-22 年公司玻纤纱/制品产销率为 100%（玻纤纱含外销和内销），我们可以测算出玻纤纱/湿法薄毡/短切毡/其他制品的产量/销量（玻纤纱含外销和内销）。根据玻纤工业协会及公司公告，1 吨短切纱对应 1.1 吨短切毡，1 吨直接纱对应约 1.5 万平湿法薄毡，1 吨直接纱对应约 1 万吨其他制品（主要为织物），我们可推算出公司制品耗纱量（即玻纤纱内销量），从而可测算出公司玻纤纱外销量。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 10：2021E/2022E 公司玻纤纱及制品销售量



数据来源：公司公告，东方证券研究所

注：图中灰色线框为玻纤纱内部结转图示，红色线框为最终对外销售图示

表 4：2019-2022E 公司玻纤纱及制品销量（万吨）

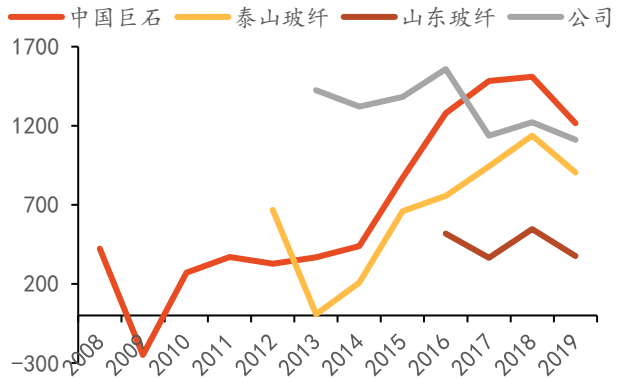
	2019	2020E	2021E	2022E
玻纤纱				
直接纱（万吨）	11.7	12	11.7	16.4
其中：外销量（万吨）	6.8	6.8	5.1	7.8
其中：内销量（万吨）	5.0	5.2	6.6	8.6
短切纱（万吨）	7.6	8.0	13.3	17.7
其中：外销量（万吨）	1.2	1.6	5.5	8.2
其中：内销量（万吨）	6.4	6.4	7.9	9.5
玻纤制品				
短切毡销量（万吨）	7.0	7.0	8.7	10.4
湿法薄毡销量（亿平米）	3.8	4.1	5.3	6.5
其他制品销量（万吨）	2.4	2.4	3.0	4.2

数据来源：公司公告，东方证券研究所

类比中国巨石在玻纤纱领域战略，公司通过扩张产能，在薄毡/短切毡领域将不断巩固龙头地位。中国巨石作为玻纤行业龙头，产能规模/吨盈利远超同业，截至 2019 年底，中国巨石吨净利 1217 元，高出行业中型厂商山东玻纤约 840 元。因此不论在行业上行期或下行期，中国巨石均可以凭借规模/吨盈利优势，不断进行产能扩张，提升市占率，根据卓创资讯，20 年中国巨石合计新增产能约 26 万吨，占全行业新增产能份额约 59%。公司在短切毡/湿法薄毡领域均为国内龙头，根据玻纤工业协会，公司短切毡约占国内市场份额约 30%，湿法薄毡占国内份额约 40%。类比中国巨石在玻纤纱领域战略，公司积极扩张薄毡/短切毡产能，进一步提升市场份额，巩固龙头优势。

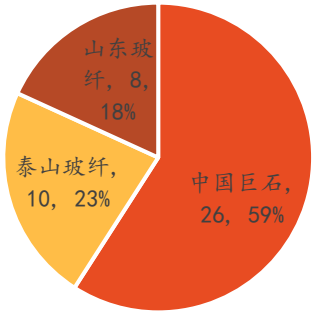
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 11：2008-2019 年各公司吨净利润（元/吨）



数据来源：各公司公告，东方证券研究所

图 12：2020 年玻纤行业新增产能份额（万吨，%）



数据来源：卓创资讯，东方证券研究所

三、化工产能同步扩张，盈利能力稳步提升

玻纤/树脂相互协同，树脂产能同步扩张。根据公司公告，截至 2019 年末，公司化工产能 15.1 万吨，其中树脂产能 10.0 万吨，精细化工（粘接剂/乳液/浸润剂等）产能 5.1 万吨。玻纤复合材料生产过程中，玻纤/树脂需同时使用，根据玻纤工业协会，玻纤/树脂用量比例约为 1:1，因此下游复合材料生产商需同时采购玻纤/树脂。公司玻纤/树脂产品具有相同的终端客户，可共享销售渠道，玻纤/树脂形成搭售。为保持玻纤/树脂间良好的协同性，公司继续扩大树脂产能。根据公司 2 月 18 日公告，拟对原年产 2.5 万吨不饱和聚酯树脂生产线进行技改扩建，该项目建成后可形成年产 10 万吨不饱和聚酯树脂的生产能力，项目总投资额 1.5 亿，建设周期 8-10 个月，项目达成后，公司树脂产能可达 17.5 万吨。

表 5：2019-2022E 公司化工业务产能/产能利用率/产量（万吨，%，万吨）

	2019	2020E	2021E	2022E
产能	**15.1**	**15.1**	**22.6**	**22.6**
树脂	10.0	10.0	17.5	17.5
精细化工	5.1	5.1	5.1	5.1
产能利用率	**53.6%**	**60.3%**	**53.2%**	**62.1%**
树脂	65.0%	75.0%	58.5%	70.0%
精细化工	31.1%	31.1%	35.0%	35.0%
产量	**8.1**	**9.1**	**12.0**	**14.0**
树脂	6.5	7.5	10.2	12.3
精细化工	1.6	1.6	1.8	1.8

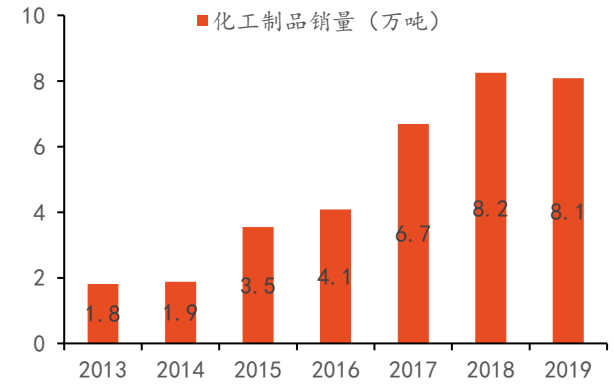
数据来源：公司公告，东方证券研究所

化工业务毛利率中枢有望继续提升。根据公司年报，公司化工制品销量从 2013 年 1.8 万吨提升至 2019 年 8.1 万吨，随着销售规模的不断增加，规模效应持续体现，毛利率稳步提升，根据公司年报，化工业务毛利率从 2012 年 5.5%提升至 20H1 的 26.5%。其中 20H1 毛利率提升较多，主要

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

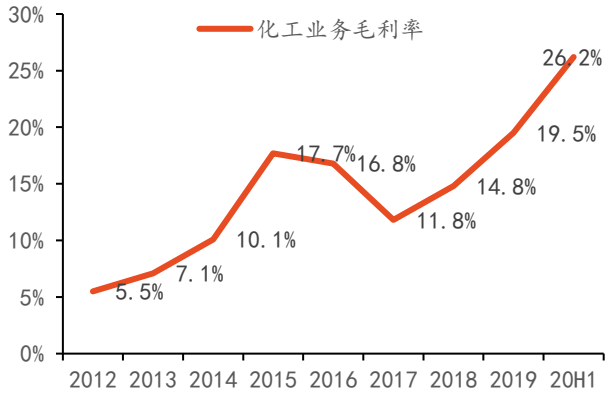
由于 20H1 油价大幅下跌导致成本下降。我们判断公司化工业务毛利率中枢有望继续提升，一是随着江苏化工企业“退城入园”政策的进一步推进，小企业逐步退出，供给端呈收缩状态，公司产能利用率有望提升；二是随着公司玻纤/树脂业务间进一步协同，可以节省相关成本和费用。

图 13：2013-2019 年公司化工制品销量（万吨）



数据来源：公司年报，东方证券研究所

图 14：2012-20H1 公司化工业务毛利率（%）



数据来源：Wind，东方证券研究所

精细化工产能利用率有望提升。公司精细化工主要为粘接剂/乳液/浸润剂，其中粘接剂/乳液相对较为低端，用于制作短切毡/湿法薄毡/玻璃纤维涂层毡等；浸润剂相对较为高端，用于玻纤纱拉丝生产加工中，起到涂覆保护作用。公司精细化工整体产能利用率相对较低，截至 2019 年末公司精细化工产能利用率仅为 31.1%。随着公司玻纤制品产能的扩大，有望带来粘接剂/乳液需求的增加，进而提升粘接剂/乳液的产能利用率。此外，根据公司公告，公司逐渐提升浸润剂的自给率，减少外购量，一方面可提升自身产能利用率，另一方面可降低玻纤业务成本（自产浸润剂成本更低），我们预计公司自供浸润剂后可降低玻纤纱生产成本约 200 元/吨。

图 15：公司化工制品图示

数据来源：公司官网，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

四、盈利预测

预计 20-22 年外销玻纤纱收入 3.8/6.1/9.1 亿，YoY+1.8%/59.6%/50.2%，收入增长主要由于公司玻纤纱产能扩张。预计 20-22 年外销直接纱收入 2.7/2.2/3.4 亿元；销量为 6.8/5.1/7.8 万吨，20 年销量与 19 年基本持平，21 年销量有所下降主要由于公司薄毡产能扩张，消耗更多直接纱；价格分别为 4000/4400/4400 元/吨，20 年价格有所下降主要由于 20 年 1-8 月玻纤价格仍处于低位，21 年价格有所上涨主要由于玻纤行业从 20 年 9 月开始进入景气上行期。预计 20-22 年外销短切纱收入 1.1/3.8/5.7 亿元；销量为 1.6/5.5/8.2 万吨，20 年销量略有增加主要由于产能利用率略有提升，21 年销量有所增加主要由于公司短切纱产能在 21 年有所增加；价格分别为 6600/7000/7000 元/吨，21 年价格有所上涨主要由于玻纤行业从 20 年 9 月开始进入景气上行期。

表 6：2020-2022 年公司外销玻纤纱收入预测

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入（百万）	**181.5**	**250.6**	**373.9**	**380.5**	**607.3**	**912.5**
直接纱			290.5	272.5	223.8	341.3
短切纱			83.3	108.0	383.5	571.2
销量(万吨）	**4.0**	**4.9**	**8.0**	**8.4**	**10.6**	**15.9**
直接纱			6.8	6.8	5.1	7.8
短切纱			1.2	1.6	5.5	8.2
价格（元/吨）	**4548**	**5166**	**4673**	**4504**	**5748**	**5733**
直接纱			4300	4000	4400	4400
短切纱			6700	6600	7000	7000

数据来源：公司公告，东方证券研究所

注：2017-2019 年玻纤纱外销量/价格数据为估算数据，可能与实际不一致

预计 20-22 年玻纤制品收入 10.2/12.8/15.8 亿，YoY+2.0%/25.1%/23.6%，收入增长主要由于公司玻纤制品产能扩张。预计 20-22 年短切毡收入 6.2/7.6/9.2 亿元；销量 7.0/8.7/10.4 万吨，销量增长主要由于公司短切毡产能逐步释放；价格 8800 元/吨，与 19 年持平，主要由于制品价格相对较为稳定。预计 20-22 年薄毡收入 2.8/3.6/4.4 亿元；销量 4.1/5.3/6.5 亿平，销量增长主要由于公司薄毡产能逐步投放；价格 0.68 元/平，主要由于制品价格相对较为稳定。预计 20-22 年其他制品收入 1.3/1.6/2.2 亿元；销量 2.4/3.0/4.2 万吨，销量有所增长主要由于公司织物产能有所增加；价格 5289 元与 19 年保持持平。

表 7：2020-2022 年公司玻纤制品收入预测

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入（百万）	**999.8**	**1029.6**	**1003.8**	**1023.8**	**1280.4**	**1582.9**
短切毡（百万）			616.0	616.0	761.3	918.7
薄毡（百万）			260.0	280.0	360.4	442.0
其他制品（百万）			127.8	127.8	158.7	222.1
销量（万吨）	**9.7**	**11.5**	**11.4**	**11.6**	**14.5**	**18.1**

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

短切毡（万吨）			7.0	7.0	8.7	10.4
薄毡（亿平）			3.8	4.1	5.3	6.5
其他制品（万吨）			2.4	2.4	3.0	4.2
价格（元/吨）	**10361**	**8993**	**8841**	**8863**	**8858**	**8748**
短切毡（元/吨）			8800	8800	8800	8800
薄毡（元/平）			0.68	0.68	0.68	0.68
其他制品（元/吨）			5289	5289	5289	5289

数据来源：公司公告，东方证券研究所

注：加粗的销量/价格数据以消耗的玻纤纱口径进行计算；17-19 年玻纤纱外销量/价格数据为估算值，可能与实际不一致

按照玻纤纱/制品收入假设，可得到 20-22 年玻璃纤维及制品业务收入 14.0/18.9/25.0 亿，YoY+1.9%/34.4%/32.2%。预计 20-22 年玻璃纤维及制品业务单吨成本为 4667/4788/4638 元；20 年单吨成本略有提升主要由于人工工资上涨；21 年单吨成本提升主要由于玻纤纱销量中，短切纱销量占比提升，而短切纱成本更高；22 年成本有所下降，一是由于玻纤制品占比下降，二是由于公司技改导致成本降低。预计 20-22 年毛利率 33.5%/36.5%/36.8%，毛利率不断提升，主要由于玻纤行业景气向上，带动价格提升。

预计化工业务 20-22 年收入 7.4/10.1/12.1 亿，YoY+1.1%/37.0%/19.7%，收入增长主要由于公司产能的扩张以及产能利用率的提升。预计 20-22 年化工业务销量分别为 9.1/12.0/14.0 万吨，销量逐步提升主要由于公司树脂产能有所扩张。预计 20-22 年化工业务吨价格分别为 8101/8384/8594 元，20 年售价下滑，主要由于油价下滑较多导致化工业务售价有所降低，预计随着油价逐渐企稳回升，21-22 年化工业务单吨售价有所回升。预计 20-22 年化工业务毛利率分别为 22.3%/22.8%/23.3%，毛利率不断提升，一方面由于化工业务产能利用率提升带来成本下降，另一方面由于成本较高的旧生产线淘汰带来成本下降。其中 20 年毛利率提升也受益于油价下行中化工产品原材料成本相较单价下降幅度更多。

预计 20-22 年公司整体收入 22.5/30.1/38.1 亿，YoY+1.7%/33.8%/26.9%，收入增长主要由于公司玻纤及制品/化工业务产能大幅扩张带来收入快速增长。预计 20-22 年公司整体毛利率 29.3%/31.4%/32.1%，毛利率不断提升，主要由于玻纤行业景气向上带来玻纤及制品业务毛利率稳步提升。

盈利预测核心假设

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
玻璃纤维及制品					
销售收入（百万元）	1,280.2	1,377.6	1,404.3	1,887.7	2,495.3
增长率		*7.6%*	*1.9%*	*34.4%*	*32.2%*
毛利率	33.5%	34.7%	33.5%	36.5%	36.8%
化工					
销售收入（百万元）	800.9	727.4	735.1	1,006.8	1,205.0

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

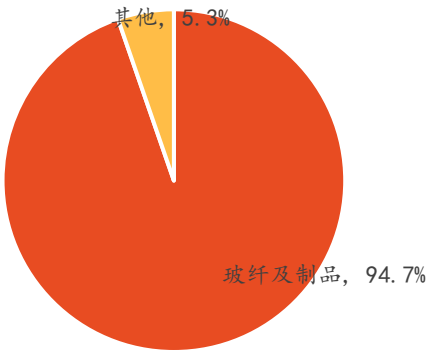
增长率		*-9.2%*	*1.1%*	*37.0%*	*19.7%*
毛利率	14.8%	19.5%	22.3%	22.8%	23.3%
玻璃钢					
销售收入（百万元）	113.7	101.2	104.2	107.3	110.6
增长率		*-11.0%*	*3.0%*	*3.0%*	*3.0%*
毛利率	16.5%	23.7%	23.7%	23.7%	23.7%
其他业务					
销售收入（百万元）	3.2	3.5	3.5	3.6	3.7
增长率		*8.1%*	*2.0%*	*2.0%*	*2.0%*
毛利率	12.5%	-6.1%	0.0%	0.0%	0.0%
合计	2,197.9	2,209.7	2,247.1	3,005.5	3,814.5
增长率		*0.5%*	*1.7%*	*33.8%*	*26.9%*
综合毛利率	25.8%	29.1%	29.3%	31.4%	32.1%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

五、投资建议

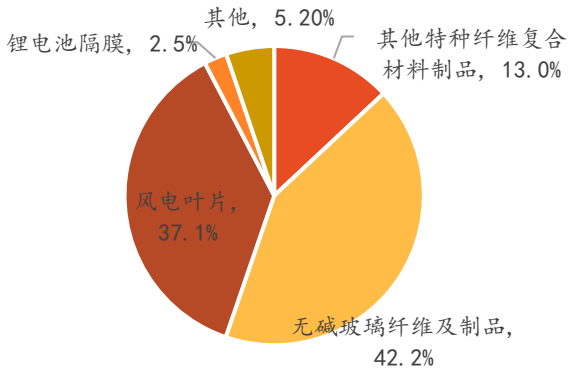
由于产品结构和同行业其他公司有较大差异性，我们选用历史估值法。公司业务包含玻纤及制品/化工，2019 年收入占比分别为 62.3%/32.9%，毛利占比分别为 74.3%/22%。且玻纤及制品中，2019 年制品销量占比 58.7%，占比较高。而同行业中国巨石以玻纤纱生产为主，制品占比较低；中材科技业务包含玻纤纱及制品/其他特种纤维复合材料制品/叶片/锂电隔膜，2019 年无碱玻纤及制品收入占比仅为 42.2%。在同业比较中，可比公司较少，且同业公司业务重合度有限，因此我们选用公司历史估值法进行估值。

图 16：中国巨石 19 年收入结构（%）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 17：中材科技 19 年收入结构（%）



数据来源：Wind，东方证券研究所

我们预计公司 20-22 年 EPS 为 0.73/1.04/1.35 元（原值 0.73/0.93/1.06 元），CAGR+23.9%。21/22 年盈利预测有所上调，其中对于玻纤及制品业务，考虑到玻纤行业从 20 年 9 月开始进入景气上行期且 21 年有望持续，我们分别调增 21/22 年吨均价至 7545/7337 元（原 6887/6818 元）；

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

考虑到天马集团 3 万吨玻纤池窑线冷修进度略低于之前预期，以及 20 年 8 月公司公告新建 10 万吨玻纤池窑线（预计 21Q2 投产），我们调减 21 年销量至 25 万吨（原 25.7 万吨），同时调增 22 年销量至 34.0 万吨（原 29.8 万吨）。对于化工业务，考虑到公司玻纤制品产能的大幅扩张，由于协同效应带动化工业务产能利用率的提升，我们分别调增 21/22 年销量至 12.0/14.0 万吨（原 11.3/11.7 万吨）。

表 8：核心假设及盈利预测变动分析表

	调整前			调整后		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
分产品盈利预测						
玻璃纤维及制品						
销售收入（百万元）	1393.3	1767.7	2029.8	1404.3	1887.7	2495.3
变化幅度（%）				0.8%	6.8%	22.9%
毛利率	33.7%	34.1%	34.1%	33.5%	36.5%	36.8%
变化幅度（pct）				-0.1	2.5	2.7
化工						
销售收入（百万元）	732.0	941.7	998.4	735.1	1006.8	1205.0
变化幅度（%）				0.4%	6.9%	20.7%
毛利率	22.3%	22.3%	22.4%	22.3%	22.8%	23.3%
变化幅度（pct）				0.0	0.5	0.9
玻璃钢						
销售收入（百万元）	104.2	107.3	110.6	104.2	107.3	110.6
变化幅度（%）				0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	23.7%	23.7%	23.7%	23.7%	23.7%	23.7%
变化幅度（pct）				0.0	0.0	0.0
其他业务						
销售收入（百万元）	3.5	3.6	3.7	3.5	3.6	3.7
变化幅度（%）				0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
变化幅度（pct）				0.0	0.0	0.0
投资净收益	9.0	9.0	10.0	9.0	9.0	10.0
变化幅度（%）				0.0%	0.0%	0.0%
销售费用率	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	6.0%	6.2%
变化幅度（pct）				-0.1	0.3	0.5
管理费用率	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%	4.2%	4.3%
变化幅度（pct）				0.0	0.1	0.3
销售收入合计	**2233.0**	**2820.3**	**3142.4**	**2247.1**	**3005.5**	**3814.5**
变化幅度（%）				0.6%	6.6%	21.4%
毛利率	**29.4%**	**29.7%**	**30.0%**	**29.3%**	**31.4%**	**32.1%**

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

变化幅度（pct）	-0.1	1.7	2.2

数据来源：东方证券研究所

表 9：主要财务数据变动分析表

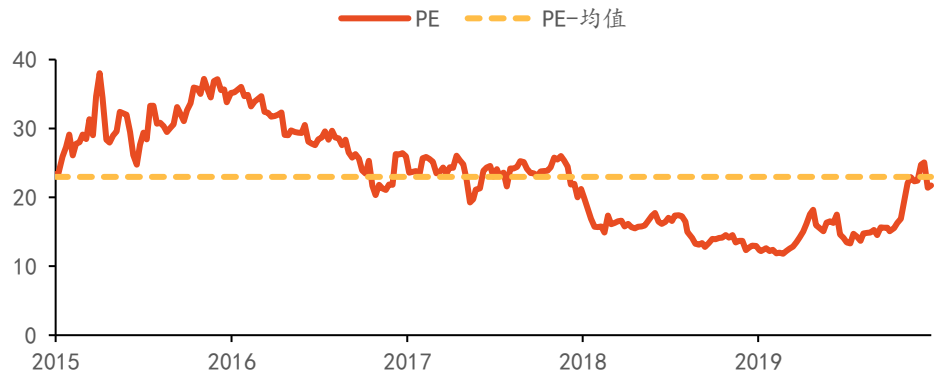
	调整前			调整后		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万）	2233	2820	3142	2247	3006	3815
变动幅度（%）				0.6%	6.6%	21.4%
营业利润（百万）	340	434	494	340	487	626
变动幅度（%）				-0.1%	12.3%	26.8%
归属母公司净利润（百万）	300	381	435	300	427	550
变动幅度（%）				0.0%	12.2%	26.6%
每股收益（元）	0.73	0.93	1.06	0.73	1.04	1.35
变动幅度（%）				0.0%	12.2%	26.6%
毛利率（%）	29.4%	29.7%	30.0%	29.3%	31.4%	32.1%
变动幅度（pct）				-0.1	1.7	2.2
净利率（%）	13.4%	13.5%	13.8%	13.4%	14.2%	14.4%
变动幅度（pct）				-0.1	0.7	0.6

数据来源：东方证券研究所

参考公司过去 5 年 PE（TTM）的估值中枢，认可给与公司 21 年 23XPE，对应目标价 23.92 元。由于 20 年是玻纤行业周期低点，公司 20 年业绩低于合理的中枢水平，因此历史估值法的估值中枢与 20 年业绩并不匹配。考虑到玻纤行业在 20 年 9 月开始出现反转，公司 21 年业绩有望处于合理的中枢水平，因此我们认为给与公司 21 年目标价相对为更合理。公司是玻纤复合材料细分领域龙头，玻纤纱/制品/化工业务产能同步扩张，进入新一轮成长期。公司玻纤业务与化工业务相互协同，盈利能力有望稳步提升。参考公司过去 5 年（15/09/18-20/09/18）PE（TTM）估值中枢 23X，我们认可给与公司 21 年 23XPE，对应目标价 23.92 元。考虑到玻纤行业进入景气上行期，公司 21/22 年业绩有较快增长，我们上调至“买入”评级。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 18：公司过去 5 年（15/09/18-20/09/18）PE-Band



数据来源：Wind，东方证券研究所

六、风险提示

海外疫情扩大影响终端需求风险：玻纤及制品需求和全球经济相关，海外疫情扩大或使海外玻纤及制品需求萎缩。

产能投放进度不及预期风险：公司在玻纤纱/制品产能规划上均有大幅增长，但产能投放仍需考虑下游对玻纤纱/制品的消化能力，若公司玻纤纱/制品销售不及预期可能导致公司玻纤纱/制品产能投放进度不及预期。

汇率大幅波动风险：公司海外收入占比约 24%，主要是玻纤及制品出口。出口产品结算货币为美元与欧元，汇率大幅波动会影响当期汇兑损益进而影响当期业绩。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表

单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	541	624	562	601	576
应收票据及应收账款	547	349	368	483	613
预付账款	19	14	17	23	28
存货	209	185	189	251	309
其他	140	387	391	424	445
流动资产合计	**1,456**	**1,559**	**1,527**	**1,782**	**1,971**
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,456	1,386	1,745	2,114	2,441
在建工程	22	39	77	111	95
无形资产	169	164	159	155	150
其他	32	38	14	4	0
非流动资产合计	**1,680**	**1,627**	**1,995**	**2,384**	**2,687**
资产总计	**3,136**	**3,186**	**3,522**	**4,165**	**4,658**
短期借款	174	71	97	226	80
应付票据及应付账款	293	250	241	305	372
其他	81	86	94	116	136
流动负债合计	**548**	**407**	**432**	**647**	**588**
长期借款	12	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他	49	47	0	0	0
非流动负债合计	**61**	**47**	**0**	**0**	**0**
负债合计	**610**	**454**	**432**	**647**	**588**
少数股东权益	53	53	54	55	56
股本	424	415	409	409	409
资本公积	818	824	888	888	888
留存收益	1,232	1,439	1,739	2,166	2,717
其他	0	0	0	0	0
股东权益合计	**2,527**	**2,732**	**3,090**	**3,518**	**4,070**
负债和股东权益总计	**3,136**	**3,186**	**3,522**	**4,165**	**4,658**

现金流量表

单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	262	290	301	428	552
折旧摊销	118	137	142	184	220
财务费用	(15)	(3)	(1)	4	4
投资损失	(15)	(7)	(9)	(9)	(10)
营运资金变动	104	320	(30)	(99)	(109)
其它	(261)	(359)	(20)	12	11
经营活动现金流	**195**	**379**	**383**	**520**	**667**
资本支出	(300)	(71)	(538)	(584)	(534)
长期投资	0	0	0	0	0
其他	300	(14)	8	(21)	(8)
投资活动现金流	**(1)**	**(85)**	**(530)**	**(605)**	**(542)**
债权融资	(137)	(12)	0	(0)	(0)
股权融资	(155)	(3)	58	0	0
其他	36	(191)	27	125	(150)
筹资活动现金流	**(255)**	**(207)**	**85**	**125**	**(150)**
汇率变动影响	18	0	- 0	- 0	- 0
现金净增加额	**(43)**	**87**	**(63)**	**39**	**(25)**

利润表

单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**2,198**	**2,210**	**2,247**	**3,006**	**3,815**
营业成本	1,632	1,566	1,588	2,061	2,589
营业税金及附加	15	19	19	26	32
营业费用	114	125	127	179	235
管理费用及研发费用	171	182	186	260	342
财务费用	(15)	(3)	(1)	4	4
资产、信用减值损失	6	11	11	12	11
公允价值变动收益	1	(0)	0	0	0
投资净收益	15	7	9	9	10
其他	13	13	13	13	15
营业利润	**304**	**330**	**340**	**487**	**626**
营业外收入	1	1	2	1	1
营业外支出	0	1	1	2	1
利润总额	**304**	**329**	**342**	**486**	**626**
所得税	42	39	41	58	75
净利润	**262**	**290**	**301**	**428**	**552**
少数股东损益	(1)	1	1	1	1
归属于母公司净利润	**263**	**289**	**300**	**427**	**550**
每股收益（元）	0.64	0.71	0.73	1.04	1.35

主要财务比率

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	8.4%	0.5%	1.7%	33.8%	26.9%
营业利润	30.1%	8.7%	3.0%	43.3%	28.6%
归属于母公司净利润	30.3%	10.0%	3.7%	42.3%	28.9%
获利能力					
毛利率	25.8%	29.1%	29.3%	31.4%	32.1%
净利率	12.0%	13.1%	13.4%	14.2%	14.4%
ROE	10.8%	11.2%	10.5%	13.1%	14.7%
ROIC	9.2%	10.5%	10.0%	12.5%	14.1%
偿债能力					
资产负债率	19.4%	14.2%	12.3%	15.5%	12.6%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.66	3.83	3.54	2.75	3.35
速动比率	2.28	3.37	3.10	2.37	2.82
营运能力					
应收账款周转率	6.3	6.3	6.3	7.1	7.0
存货周转率	8.7	7.9	8.5	9.4	9.2
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.8	0.9
每股指标（元）					
每股收益	0.64	0.71	0.73	1.04	1.35
每股经营现金流	0.46	0.91	0.94	1.27	1.63
每股净资产	6.05	6.55	7.43	8.47	9.82
估值比率					
市盈率	23.5	21.3	20.6	14.5	11.2
市净率	2.5	2.3	2.0	1.8	1.5
EV/EBITDA	13.4	11.7	11.3	8.1	6.4
EV/EBIT	18.9	16.6	16.1	11.1	8.6

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管仍持有长海股份(300196)股票达到相关上市公司已发行股份 1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

东方证券
ORIENT SECURITIES

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn