

分析师：徐永超
执业证书编号：S0050209050129
Tel: 010-59355747
Email: xuyc@chinans.com.cn
地址：北京市金融大街5号新盛大厦7层(100140)



化工

合理估值区间(元) 23.1-26.4

发行上市资料

发行价格(元)	18.58
发行市盈率(倍)	46.45
发行股数(万股)	3000
发行后总股本(万股)	12000
发行日期	2011/3/21
发行方式	网下向询价对象配售和网上定价发行相结合
主承销商	中投证券
上市日期	2011/3/29

基础数据(发行前)

每股净资产(元,未摊薄)	2.50
总股本/流通 A 股(万股)	9000/0
流通 B 股/H 股(万股)	0/0

2011年3月21日

长海股份 (300196. SZ)

全产业链的玻纤深加工龙头

投资要点

●玻纤深加工龙头

公司是国内领先的玻纤制品及玻纤复合材料生产企业，主打产品复合隔板、湿法薄毡、短切毡等市场占有率分别为 27%、21%、13.1%，分别位列行业第一、二、三名。公司拥有从玻纤生产、玻纤制品深加工到玻纤复合材料制造的完整玻纤产业链，通过减少玻纤制品生产工序，保证产品质量；降低生产、包装与运输成本，保证提升盈利水平；按照产品需求调节原料性能，降低产品开发周期。

●玻纤制品行业前景广阔

(1) 玻纤深加工制品应用广泛，而且应用领域不断拓展。在全球经济复苏拉动下、全球玻纤市场较快增长，预计未来 5 年年均复合增长率 6.3%。

(2) 目前国内中低端玻纤产品制造技术已达国际先进水平，但高性能玻纤纱、高品质玻纤制品仍依靠进口来满足。目前我国每年仍需进口高性能玻纤纱和玻纤制品约 20 万吨，进口金额约 7 亿美元，进口替代空间广阔。产业链重心由前端向后端转移，是玻纤行业十二五期间的重要课题。

●募投项目突破产能瓶颈

募投项目投产后，公司玻纤制品年产能将由 2.5 万吨增加至 5.2 万吨，有效突破产能瓶颈；同时淘汰相对落后、低端的玻纤制品生产线，产品结构进一步优化。未来公司将建设 7 万吨池窑项目，使得产能达到 10 万吨。

●盈利预测与估值分析

预计公司 11-12 年 EPS 分别为 0.66 元、0.97 元，净利润复合增长率 53%。给予公司 11 年动态 PE35-40 倍，对应合理价值区间为 23.1-26.4 元。

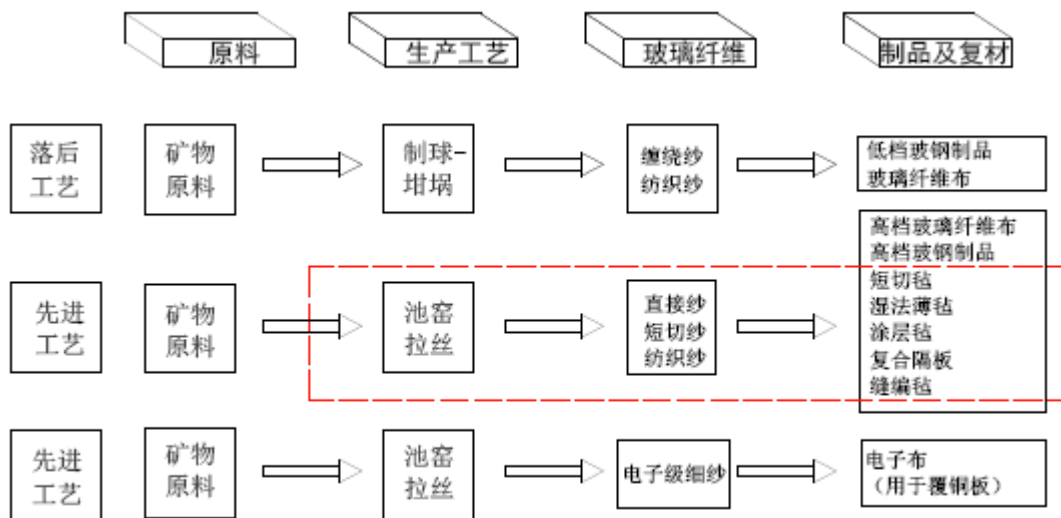
●风险提示：市场竞争加剧、行业复苏低于预期。

盈利预测

项目	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入(百万)	234.58	263.37	376.40	590.63	816.21
增长率(%)	44.68	12.27	42.92	56.91	38.19
净利润(百万)	22.62	31.25	49.56	79.27	116.24
增长率(%)	160.62	38.19	58.57	59.96	46.63
毛利率(%)	27.59	27.26	31.23	30.58	30.60
净资产收益率(%)	15.71	17.84	22.05	9.22	11.94
发行摊薄 EPS(元)	0.19	0.26	0.41	0.66	0.97

资料来源：招股说明书、民族证券

图1 公司产品链



注：红色线框内为长海股份产业链架构

资料来源：招股说明书、民族证券

图1 营业收入构成

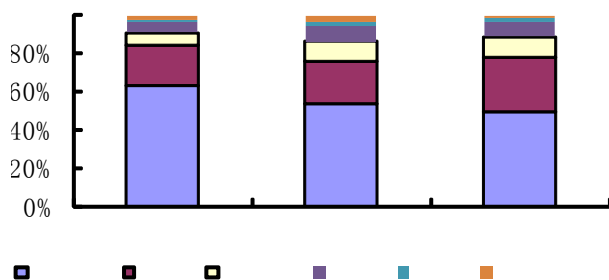
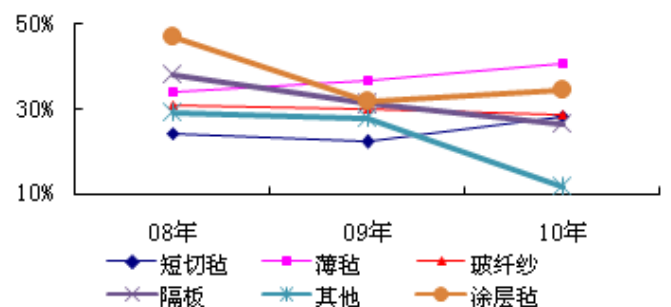


图2 毛利变化



资料来源：招股说明书、民族证券

资料来源：招股说明书、民族证券

图3 短切毡市场占有率

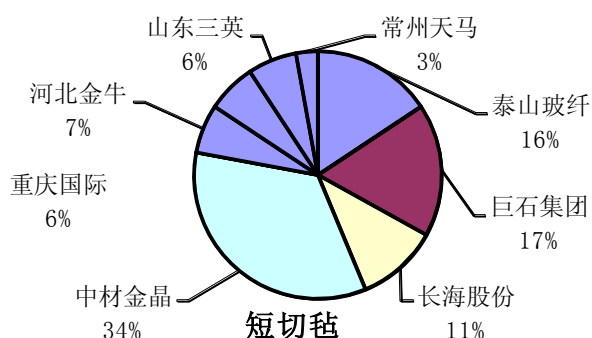
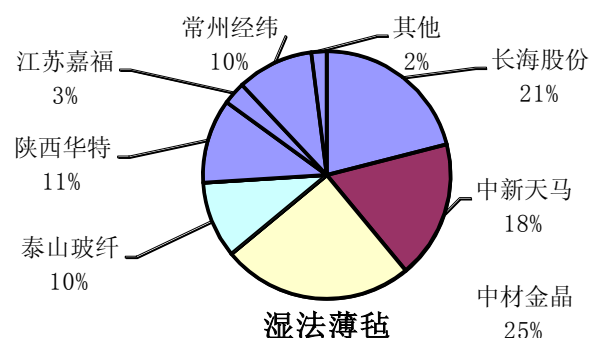


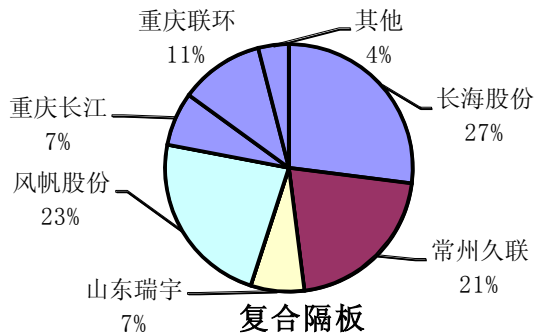
图2 湿法薄毡市场占有率



资料来源：招股说明书、民族证券

资料来源：招股说明书、民族证券

图 5 复合隔板市场占有率



资料来源：招股说明书、民族证券

表 2 募投项目情况

品种	产品线名称	计划	生产规模
湿法薄毡	3.30 米宽幅湿法薄毡	扩建	10,695 吨
短切毡	3.30 米短切毡（2 条）		
	2.60 米短切毡	技改	8,000 吨
	2.08 米短切毡		
	3.30 米短切毡（薄型）	扩建	3,000 吨
	3.30 米短切毡	扩建	5,000 吨
复合隔板	1.50 米复合隔板	技改	395 吨
合计		-	27,090 吨

资料来源：招股说明书、民族证券

表 3 募集资金项目实施前后产能对比

种类	生产线名称	现状/计划	实施前	新增产能	实施后	计量单位
湿法薄毡	1.40 米湿法薄毡	已有	2,300	-	2,300	万平米/年
	2.08 米湿法薄毡	淘汰	4,700	-	-	
	3.30 米宽幅湿法薄毡	已有	11,000	-	11,000	
	3.30 米宽幅湿法薄毡	扩建	-	15,790	15,790	
	小计	-	18,000	15,790	29,090	
短切毡	1.60 米短切毡	淘汰	2,000	-	-	吨/年
	3.30 米短切毡（2 条）	技改	14,000	8,000	22,000	
	2.08 米短切毡					
	2.60 米短切毡					
	3.30 米短切毡（薄型）	扩建	-	3,000	3,000	
	3.30 米短切毡	扩建	-	5,000	5,000	
	小计	-	16,000	16,000	30,000	
复合隔板	1.50 米复合隔板	已有	500	-	500	万平米/年
	1.50 米复合隔板	技改	300	200	500	
	小计	-	800	200	1,000	
涂层毡	2.75 米涂层毡	已有	2,500	-	2,500	万平米/年

资料来源：招股说明书、民族证券

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E
流动资产	131	177	742	861
现金及等价物	36	60	562	618
应收帐款类	46	68	97	134
存货	29	35	49	62
其它流动资产类	21	14	34	47
非流动资产	254	241	277	310
长期股权投资	-	-	-	-
非营业投资	-	-	-	-
固定资产及其他	254	241	276	309
递延所得税资产	0	0	1	1
资产总计	385	417	1,019	1,171
流动负债	128	144	128	161
短期借款	31	20	18	20
应付帐款类	58	74	75	98
预收账款	7	7	7	9
其它流动负债类	33	43	28	35
非流动负债	50	20	-	-
长期借款	50	20	-	-
其它非流动负债	-	-	-	-
负债合计	178	164	128	161
少数股东权益	31	29	32	36
归属于母公司所有者权益	175	225	859	974
负债和股东权益	385	417	1,019	1,170

现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E
经营活动现金流	11	39	33	105
净利润	37	19	81	119
资产减值准备	0	0	1	1
折旧和摊销	3	13	15	17
公允价值变动损失	-	-	-	-
财务费用	1	3	4	4
投资收益	-	-	-	-
营运资本变动	-32	4	-67	-34
递延税款变化	0	-0	-0	-0
投资活动现金流	-36	1	-50	-50
资本支出	-36	1	-50	-50
其它	-	-	-	-
融资活动现金流	32	-15	519	0
权益性融资	-4	28	557	0
负债净变化	37	-41	-34	4
财务费用	-1	-3	-4	-4
现金净增加额	7	25	502	56

资料来源：公司报表、民族证券

利润表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E
营业收入	263	376	591	816
营业成本	192	259	410	566
营业税金及附加	0	2	2	2
营业费用	7	13	19	24
管理费用	19	40	59	78
财务费用	9	7	4	4
资产减值损失	0	0	1	1
公允价值变动收	-	-	-	-
投资净收益	-	-	-	-
营业利润	36	56	95	141
营业外收入	4	2	2	2
营业外支出	1	0	0	0
利润总额	40	58	97	142
所得税	3	6	15	21
净利润	37	52	83	121
少数股东损益	6	2	3	5
归属母公司净利润	31	50	79	116
摊薄 EPS (元)	0.26	0.41	0.66	0.97
EBITDA	28.1	35	114	161

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	12.27%	42.92%	56.91%	38.19%
营业利润	18.75%	55.63%	70.17%	47.51%
归属母公司净利	38.19%	58.57%	59.96%	46.63%
获利能力				
毛利率	27.26%	31.23%	30.58%	30.60%
净利率	11.87%	13.17%	13.42%	14.24%
ROE	15.36%	24.78%	14.62%	12.68%
偿债能力				
资产负债率	46.35%	39.33%	12.52%	13.77%
流动比率	1.02	1.22	5.82	5.34
速动比率	1.62	0.89	5.18	4.68
营运能力				
总资产周转率	0.71	0.81	0.82	0.75
应收帐款周转率	3.78	5.75	7.15	7.06
应付帐款周转率	3.91	3.75	5.32	6.40
摊薄每股指标(元)				
每股收益	0.26	0.41	0.66	0.97
每股经营现金	0.09	0.33	0.27	0.88
每股净资产	1.46	1.87	7.16	8.11

分析师简介

徐永超：建筑建材行业分析师。工学学士、经济学硕士，2007年毕业于南京大学商学院。实业和证券研究双重背景：4年建筑行业从业经验，任职于中国中铁，从事工程管理、经营预算等工作；3年证券行业研究经验，先后在天相投顾、民族证券从事行业研究工作，善于从投资和基本面两个角度挖掘上市公司投资价值。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类 别	级 别	定 义
行业投资评级	推 荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推 荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓 名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010—59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010—59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010—59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010—59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010—59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn