

拉弓满月 蓄势待发

我们的观点：

- ◆ **玻璃纤维制品行业的龙头。**公司是我国最大的玻纤制品制造商之一，主营产品包括玻纤纱、短切毡、湿法薄毡、复合隔板等。据中国玻纤工业协会的统计，公司短切毡市场占有率 13%，湿法薄毡 21%，复合隔板 27%，目前公司计划启用募集资金建造 2.7 万吨玻纤特种毡制品和 7 万吨 E-CH 高强度玻纤纱产能生产线，项目投产后将进一步扩大公司市场占有率，提高市场地位。
- ◆ **全球玻纤生产重心转向中国，国内复合材料潜力巨大。**目前，我国玻纤产能已成为世界第一，2010 年玻纤产量占世界比例的 54%，而相比之下，我国玻纤制品和复合材料发展相对较缓，对进口依赖度较高，近几年我国复合材料已有明显的增长势头，2005-2010 年复合材料增速达到 15% 左右，我们预计 2010-2015 年中国复合材料玻纤使用量复合增速为 17% 左右，未来发展潜力巨大。
- ◆ **公司看点：(1)预期产能释放将为公司贡献更多利润。**募投项目将为公司增加 2.7 万吨玻纤特种毡制品的产能（短切毡 1.6 万吨、湿法薄毡 1.6 万平米），相当于公司原有制品产能基础上提高 80%，产能释放将为公司赢得更多的利润。(2) **自有玻纤纱生产有效降低制品生产成本。**公司募投项目达产后将拥有 10 万吨玻纤纱生产能力，能够完全实现自供，节省成本费用为 1000 元/吨，扩充上游产业链也提高了公司抵御行业景气度波动的风险。(3) **核心产品湿法薄毡前景广阔、提升空间巨大。**目前国内湿法薄毡产量所占玻纤行业总量比重较小（不到 3%），且应用领域较为单一，而美国湿法薄毡应用则要占玻纤市场总量的 1/3 以上，应用于多领域，公司作为国内最早生产湿法薄毡的企业，拥有着时间累积的“护城河”，未来将有望引领国内湿法薄毡的发展。
- ◆ **盈利预测：**我们预测公司 2011-2013 年 EPS 为 0.51 元、0.94 元、1.34 元，未来三年业绩复合增长率为 50.3%，鉴于公司明年的产能释放和有效成本控制，我们给予公司 12 年 25 倍的市盈率，对应目标价为 23.4 元，首次给予公司“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**玻纤下游产品需求风险、募投项目产能达产延期风险、国外反倾销政策风险等。



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

罗果

8621-63325888 × 6070

luoguo@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860208060127

联系人

沈少捷

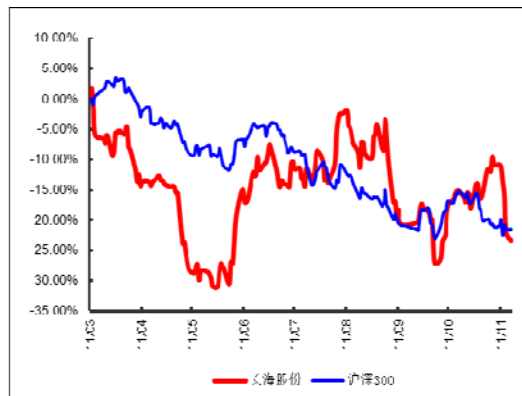
8621-63325888 × 5023

shenshaojie@orientsec.com.cn

投资评级 买入 增持 中性 减持 (首次)

股价（2011 年 12 月 6 日）	16.95 元
目标价格	23.40 元
总股本/A 股（万股）	12000/12000
A 股市值（百万元）	19.86 亿元
国家/地区	中国
行业	非金属建材
报告发布日期	2011 年 12 月 07 日

股价表现



资料来源：WIND

财务预测

（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	376	474	739	1006
同比(%)	43%	26%	56%	36%
归属母公司净利	50	61	112	160
同比(%)	59%	23%	85%	43%
毛利率(%)	31.2%	28.2%	32.1%	33.2%
ROE(%)	22.1%	7.5%	12.2%	14.8%
每股收益(元)	0.55	0.51	0.94	1.34
P/E (倍)	30.05	32.64	17.68	12.38
P/B (倍)	6.63	2.46	2.16	1.84
EV/EBITDA	24	19	10	8

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

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。

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声明。

目 录

1. 公司基本情况.....	5
拥有完整的玻纤产业链	5
公司股权结构	6
2. 玻璃纤维行业概述.....	7
玻璃纤维产业链及应用	7
全球玻纤行业现状	9
3. 国内玻纤中下游复合材料潜力巨大	10
全球玻纤纱生产重心转向中国	10
国内玻纤产业中后端发展相对较慢	11
当前我国复合材料需求强劲	12
4. 公司是国内玻纤无纺制品的龙头企业.....	13
公司主营产品市场地位	14
公司暂不会直接受到玻纤前端企业的竞争威胁	16
公司募投项目产能释放后能够被市场吸收	16
5. 公司看点.....	17
自有池窑有效降低生产成本	17
核心产品湿法薄毡未来前景广阔、提升空间巨大	19
欧盟反倾销税率最低，制裁对公司影响不大	20
6. 盈利预测.....	21
7. 风险提示.....	24

图表目录

图 1 长海股份收入构成	5
图 2 长海股份营业利润构成	5
图 3 公司主营产品及其用途	5
图 4 公司股权结构	6
图 5 玻璃纤维	7
图 6 玻纤行业产业链示意图	8
图 7 全球玻纤行业主要厂商	9
图 8 全球玻纤供需情况及预测（百万吨）	9
图 9 玻纤增强材料全球市场预期	9
图 10 全球玻纤产量（万吨）及增速（%）	10
图 11 中国玻纤产量（万吨）、增速及占世界产量比例（%）	10
图 12 “十一五”期间池窑拉丝产量（万吨）及增速（%）	11
图 13 “十一五”期间池窑拉丝产量占总产量比例	11
图 14 国内玻纤表观消费量（万吨）及增速（%）	12
图 15 中国产量占世界比例、国内玻纤消费量占世界比例（%）	12
图 16 我国玻纤产品累计出口数量（万吨）	12
图 17 我国玻纤产品进口占出口比例	12
图 18 我国玻纤消费市场分布（按行业分布）	13
图 19 我国玻纤消费市场分布（按产品类别分部）	13
图 20 我国历年主要复合材料产量（万吨）	13
图 21 我国复合材料产量增长率（%）	13
图 22 2009 年我国玻纤无纺制品主要生产企业产量	14
图 23 2007-2009 年我国短切毡生产总量及长海股份市场份额	14
图 24 短切毡毛利率	14
图 25 湿法薄毡毛利率	15
图 26 复合隔板毛利率	16
图 27 公司近年主要玻纤制品产品毛利率情况	18
图 28 可比公司综合毛利率对比	18
图 29 E-CH 玻纤和 E 玻纤放置在 95 摄氏度 5%浓度盐酸溶液 4 小时后的情况对比	18
图 30 湿法薄毡	19
图 31 公司 2010 年产品出口分布	20
图 32 公司 2008-2010 年产品出口均价	21
表 1 玻璃纤维(GF)、碳纤维(CF)、芳纶纤维(KF)的比较	7
表 2 我国主要玻纤纱生产企业	11

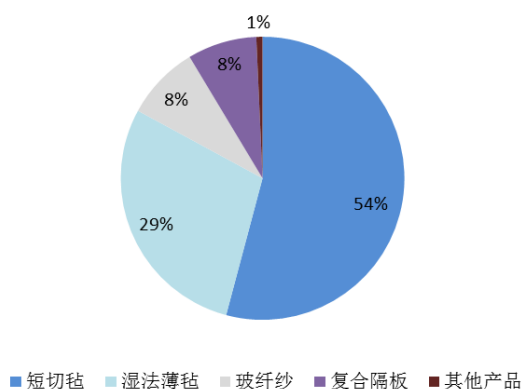
表 3 2009 年短切毡主要生产企业的市场占有率.....	15
表 4 2009 年湿法薄毡主要生产企业的市场占有率	15
表 5 2009 年复合隔板主要生产企业的市场占有率	16
表 6 我国玻纤行业“十一五”规划与“十二五”规划市场需求预测对比.....	17
表 7 公司欧盟、印度、土耳其业务出口情况	20
表 8 公司产能情况	22
表 9 公司主营产品财务预测条件假设.....	22
表 10 公司主要财务指标预测结果	23
表 11 相关行业上市公司 PE 值	23
附表：财务报表预测与比率分析（单位：百万元）	25

1. 公司基本情况

拥有完整的玻纤产业链

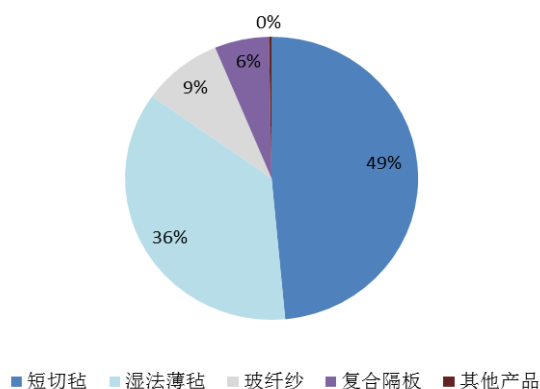
长海股份是国内领先的玻璃纤维制品和玻璃纤维符合材料生产企业，是国内规模最大的无纺玻纤制品综合生产企业之一，也是国内规模最大的玻纤符合隔板生产企业。公司是国内少数能制造高端玻纤毡制品和制品深加工的高新技术企业，拥有从玻纤生产、玻纤制品深加工到玻纤符合材料制造的完整玻纤产业链。公司主营产品主要包括玻纤纱、短切毡、湿法薄毡、复合隔板等。

图 1 长海股份收入构成



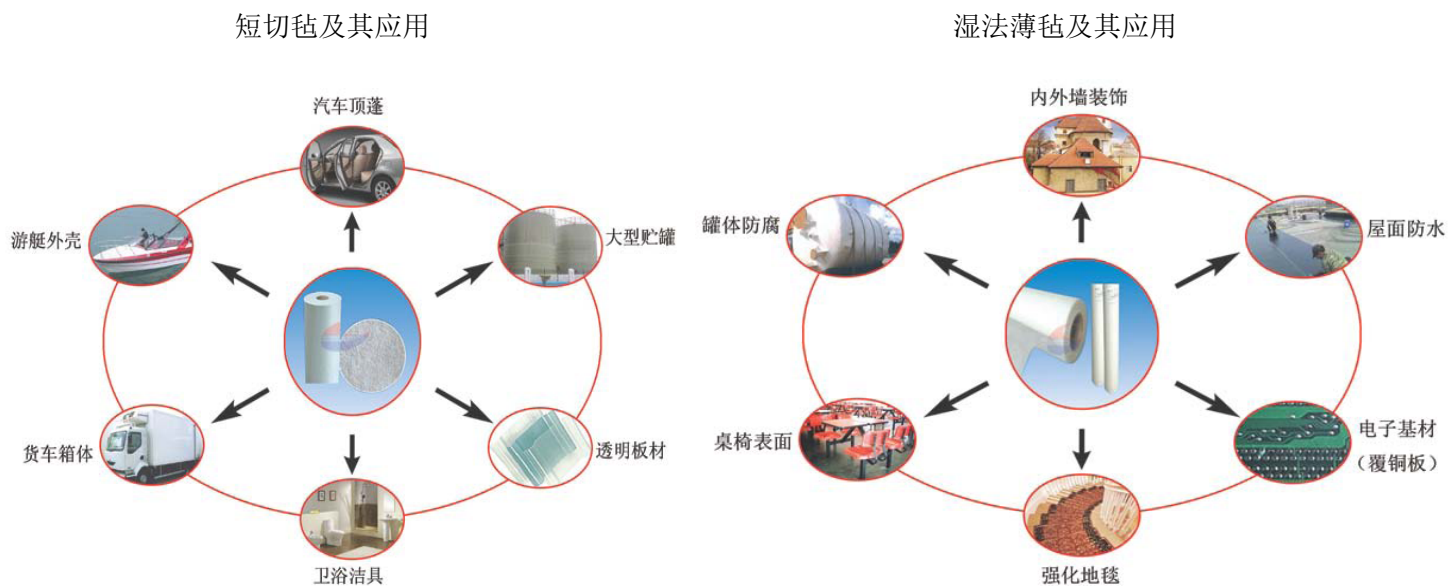
资料来源：Wind，东方证券研究所

图 2 长海股份营业利润构成

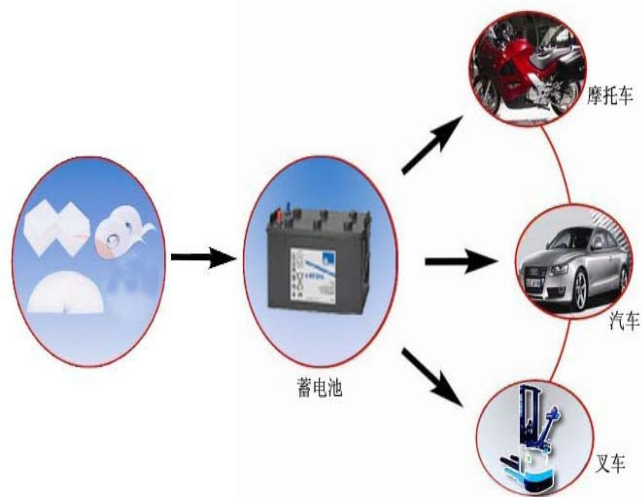


资料来源：Wind，东方证券研究所

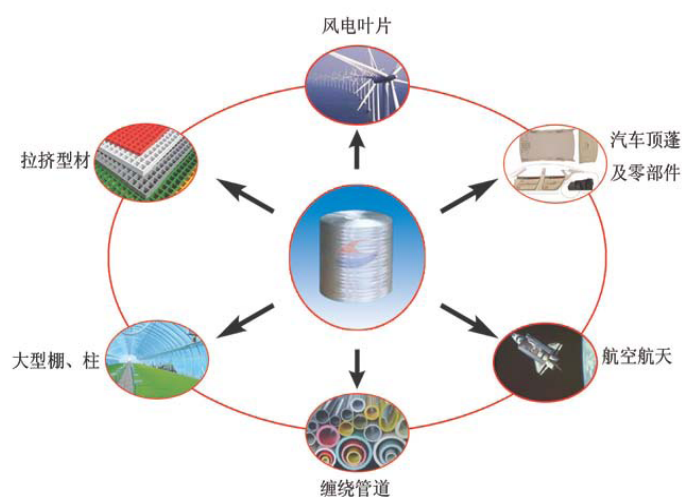
图 3 公司主营产品及其用途



复合隔板及其应用



玻纤纱及其应用

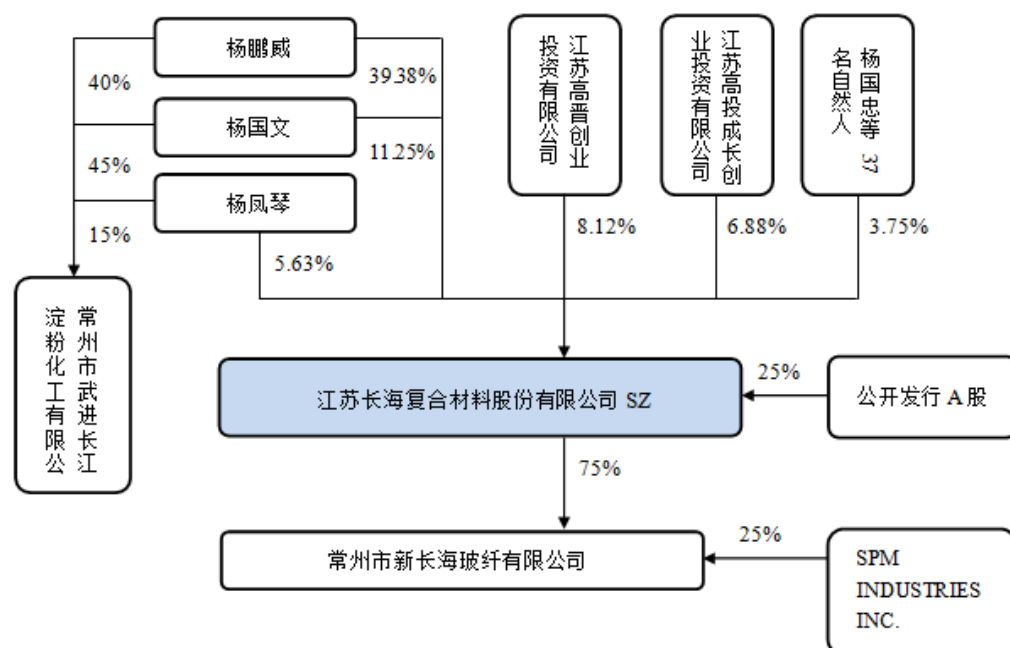


资料来源：招股说明书，东方证券研究所

公司股权结构

公司控股股东及实际控制人为杨鹏威、杨国文和杨凤琴。

图 4 公司股权结构



资料来源：招股说明书，东方证券研究所

2. 玻璃纤维行业概述

玻璃纤维产业链及应用

玻璃纤维诞生于二十世纪30年代，由美国欧文斯·伊里诺玻璃公司和科宁玻璃公司（后合并为欧文斯·科宁）合作发明，是一种以叶腊石、石英砂、石灰石、白云石、硼钙石、硼镁石等主要矿物原料和硼酸、纯碱等化工原料生产的无机非金属材料。

图 5 玻璃纤维



资料来源：东方证券研究所

国际上玻纤应用品种已达5,000多种，60,000多个规格用途，品种与规格以每年平均增长1,000—1,500种的速度迅猛发展，目前，玻璃纤维已成为当前最主要的复合增强材料，占据复合材料所用增强纤维的98%左右，其余2%增强纤维主要包括碳纤维、芳族聚酰胺纤维（简称芳纶纤维）等，而由于各自特性以及价格上的差异，这几类增强纤维在各自领域中都有独特的发挥作用，不存在替代性问题。

表 1 玻璃纤维(GF)、碳纤维(CF)、芳纶纤维(KF)的比较

品种	拉伸强度	绝缘性	主要缺点	应用领域
玻璃纤维(GF)	较高	好	相比另外两种材料强度较低	建筑、电子、航空、汽车等多个领域
碳纤维(CF)	非常高	差	价格昂贵	航天、赛车等
芳纶纤维(KF)	非常高	好	抗压性能较差、易吸湿	防护服等

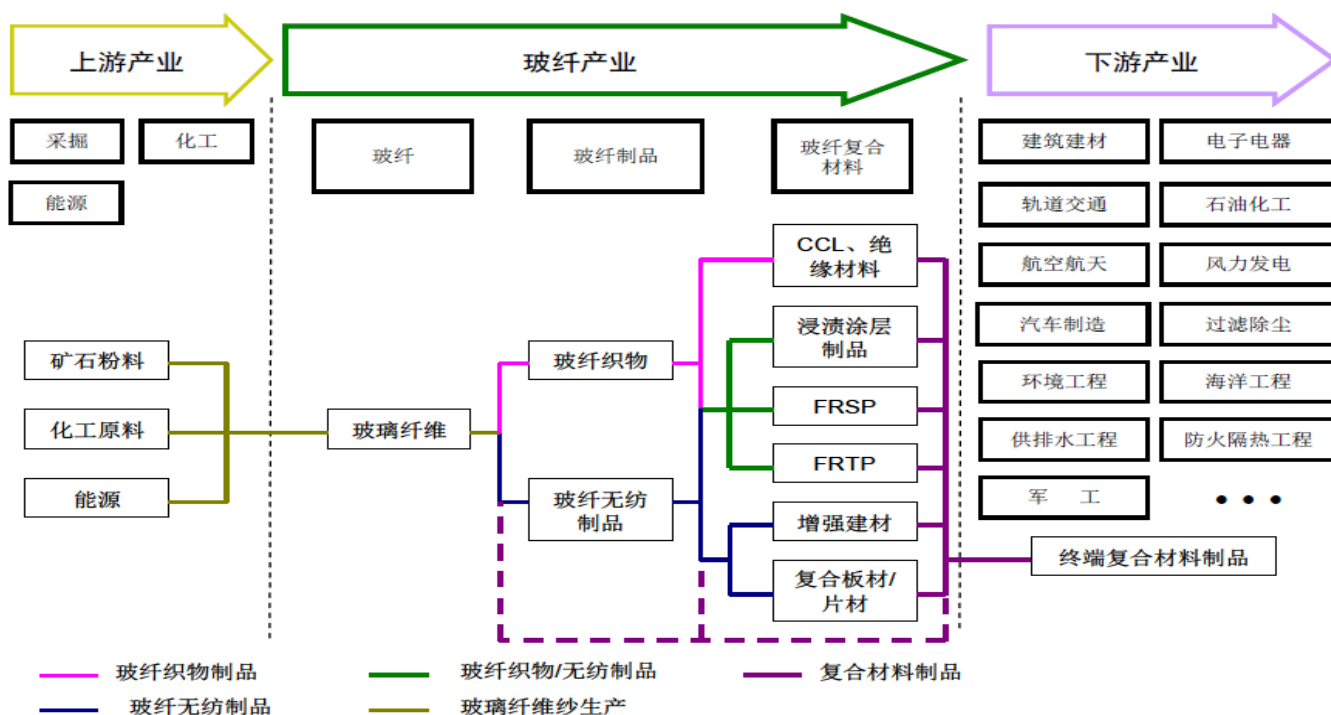
资料来源：东方证券研究所

发展至今，玻纤产业已非常成熟，其上游产业主要涉及化工、能源等，下游产业则应用于建筑

建材、电子、汽车等，同时，玻纤行业自身也已形成了从玻纤、玻纤制品到玻纤复合材料的完整产业链，从产业前端的玻纤纱到中后端的玻纤制品和玻纤复合材料。玻纤制品主要是各种玻纤织物（方格布、网格布等）和玻纤无纺制品（玻纤毡、湿法薄毡等）；玻纤复合材料则直接面向各个下游应用领域

玻纤按产品用途基本上可以分为四大类：增强热固性塑料用玻纤增强材料、增强热塑性玻纤增强材料、增强沥青用玻纤增强材料及玻纤纺织材料，其中增强材料占70%—75%，玻纤纺织材料占25%—30%。

图 6 玻纤行业产业链示意图



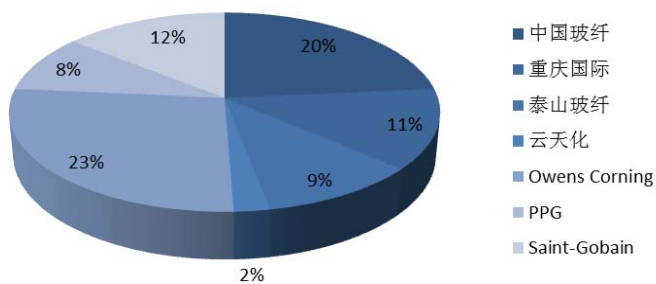
资料来源：招股说明书，东方证券研究所

全球玻纤行业现状

自08年金融危机之后，全球玻纤行业逐渐得到恢复，产能缓慢增长，而全球玻纤的主要供给，仍由少数几家世界巨头（如Owens Corning、PPG等）所占据，产业集中度较高。

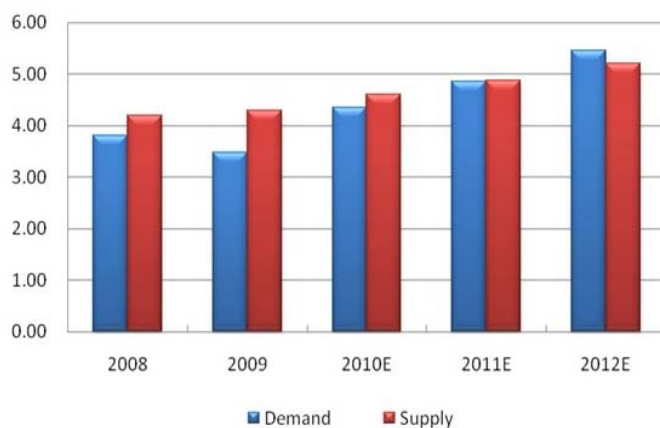
据玻纤行业协会统计，2010年全球玻璃纤维总产能达到471.5万吨，基本与全球玻纤需求量435万吨接近，

图7 全球玻纤行业主要厂商



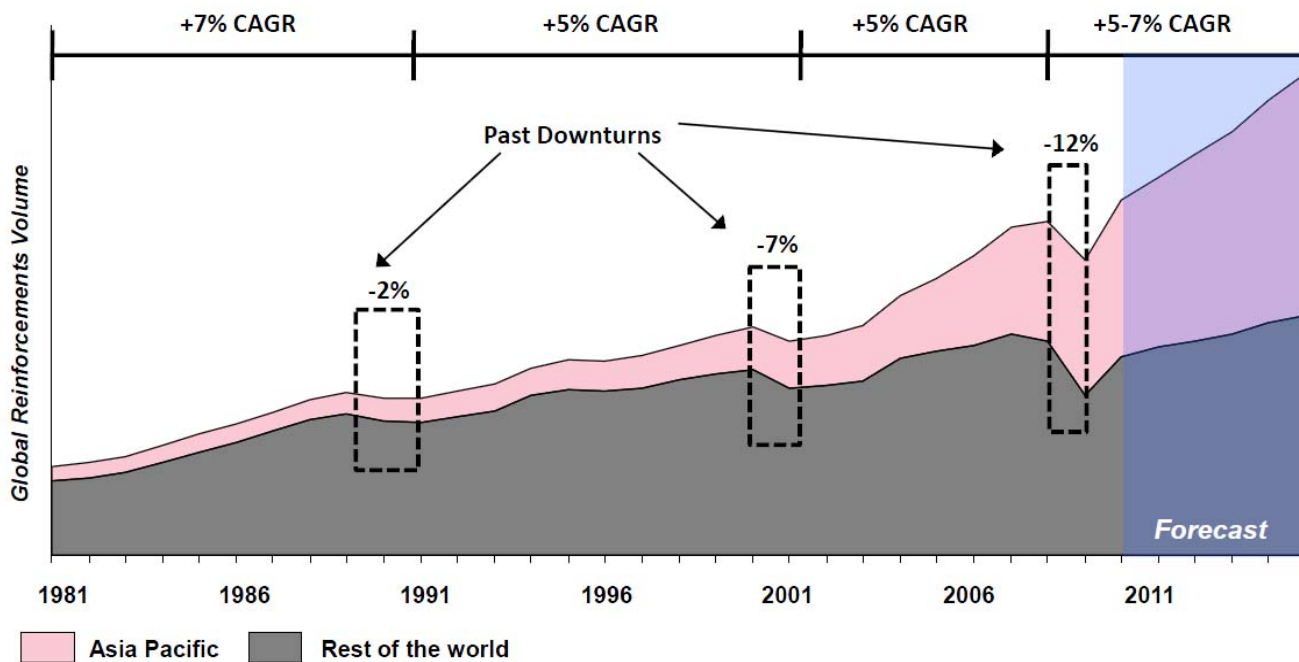
资料来源：玻纤工业协会，东方证券研究所

图8 全球玻纤供需情况及预测（百万吨）



资料来源：玻纤工业协会，东方证券研究所

图9 玻纤增强材料全球市场预期



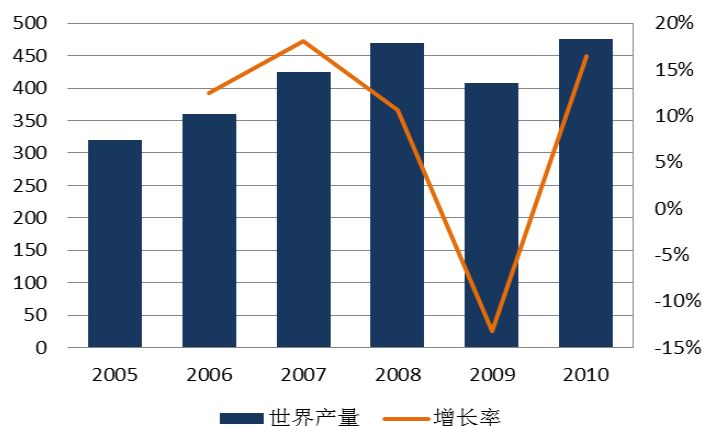
资料来源：OC 报告，东方证券研究所

3. 国内玻纤中下游复合材料潜力巨大

全球玻纤纱生产重心转向中国

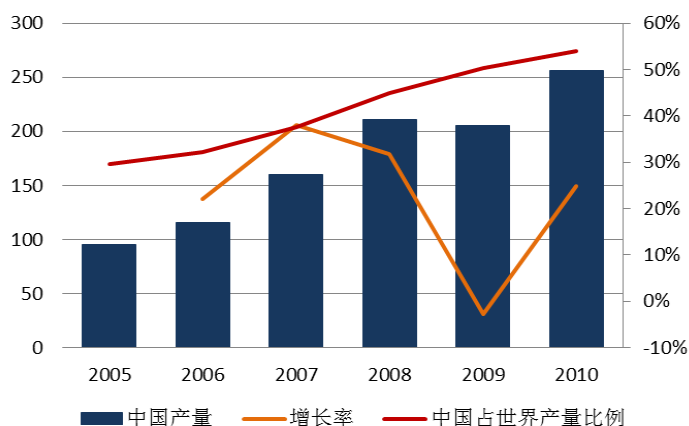
我国玻纤行业发展较晚，起步于上个世纪五十年代末期，最初以仿原苏联坩埚法进行玻璃纤维的生产，生产方式和效率等各方面都较为落后。改革开放推动了我国国民经济和社会的巨大进步，而作为新兴工业的玻璃纤维也从中受益，通过与世界知名玻纤企业OC、PPG、NTB等的交流合作，引进国外更为先进的技术和装备，不断提高玻璃纤维生产技术水平。随着国内实体经济的不断发展，外商企业也不断进入我国，我国玻纤工业在本世纪又有一次质的飞跃。目前，我国玻纤产能已成为世界第一，2010年玻纤产量占世界比例的54%，并继续以迅猛的速度在增长（2010年全球玻纤产量增长15%，中国增长25%）。

图 10 全球玻纤产量（万吨）及增速（%）



资料来源：玻纤工业协会，东方证券研究所

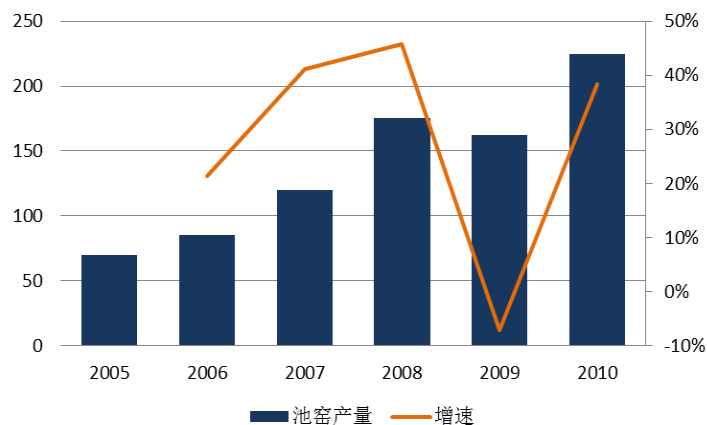
图 11 中国玻纤产量（万吨）、增速及占世界产量比例（%）



资料来源：玻纤工业协会，东方证券研究所

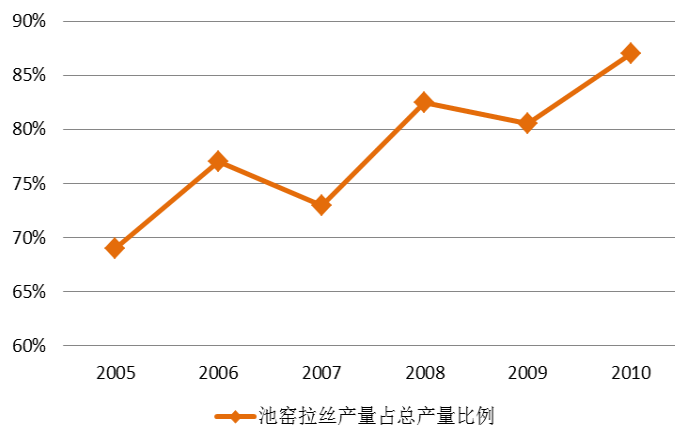
在“十一五”期间，我国逐步提升玻纤生产能力，池窑拉丝比例明显提升，2008年池窑比例达到了82%。随后，受国际金融危机影响，我国玻璃纤维行业采取了限产保价的战略措施。部分窑炉被迫关闭，池窑比例略有下降，但总体池窑占比仍超过80%，2010年，停产窑炉得以恢复生产，池窑比例84.77%，超过规划目标。

图 12 “十一五”期间池窑拉丝产量（万吨）及增速（%）



资料来源：玻纤工业协会，东方证券研究所

图 13 “十一五”期间池窑拉丝产量占总产量比例



资料来源：玻纤工业协会，东方证券研究所

作为当前世界第一大玻纤生产国，我国的玻纤有近一半产量远销国外，同时，我国玻纤行业前端集中度较高，三大企业巨石集团、重庆国际、泰山玻纤占总份额的74%，产业集中、产销依赖出口决定了我国玻纤业受汇率、国外市场的影响，而能否摆脱这一难题，则取决于我国自身的玻纤内部消化能力。

表 2 我国主要玻纤纱生产企业

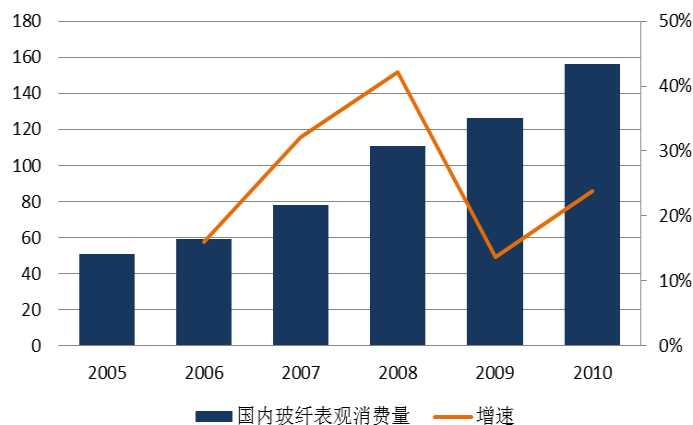
企业	产能（万吨）	产品
中国玻纤	93.5	主要产品是粗纱，有 1 万吨电子纱产能
重庆国际	50	拥有 18 万吨电子级细纱产能
泰山玻纤	40	主要产品是粗纱

资料来源：玻纤工业协会，东方证券研究所

国内玻纤产业中后端发展相对较慢

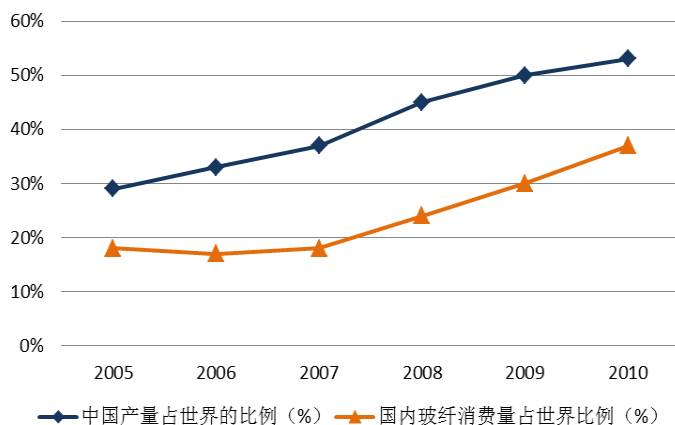
玻璃纤维产业链中后端主要是指玻纤制品和复合材料，我国复合材料起步晚于国外10年，虽然在改革开放后，在原辅材料生产能力、技术水平、装备制造技术和成型工艺技术的方面都有了长足的发展与进步，但优势产品仍然集中于较为低端的复合材料，无法满足国内对于中高端的复合材料需求，对于国外进口有一定依赖性。

图 14 国内玻纤表观消费量（万吨）及增速（%）



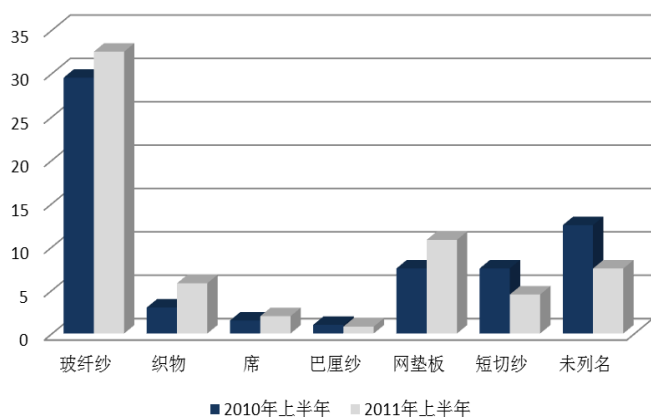
资料来源：玻纤工业协会，东方证券研究所

图 15 中国产量占世界比例、国内玻纤消费量占世界比例（%）



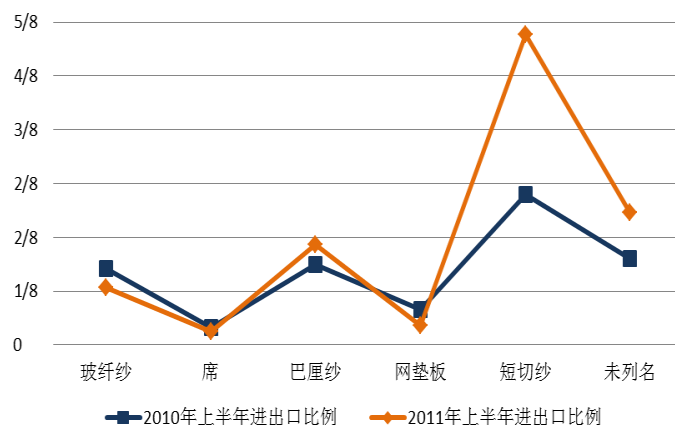
资料来源：玻纤工业协会，东方证券研究所

图 16 我国玻纤产品累计出口数量（万吨）



资料来源：玻纤工业协会，东方证券研究所

图 17 我国玻纤产品进口占出口比例



资料来源：玻纤工业协会，东方证券研究所

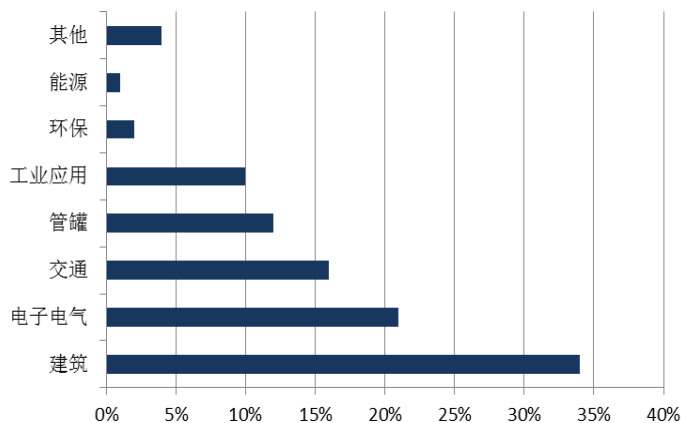
从我国近期的玻纤产品出口情况可以看出，相对于产量较大，出口量也较大的玻纤链上端的玻纤纱来说，我国中后端玻纤制品的出口量明显量少，而从玻纤产品进口情况可以看出，我国对于中后端玻纤制品，特别是短切纱的进口依赖性较强，同时，由于短切纱是复合材料的主要原材料之一，也能看出我国目前复合材料的发展正处于旺盛期。

当前我国复合材料需求强劲

随着我国对于新材料的需求增加，玻纤复合材料的发展势头迅猛，在我国玻璃纤维应用领域中，热固性和热塑性复合材料比重较大，高性能的玻璃纤维使已有的玻璃钢复合材料重新被设计组合，使复合材料变得更轻、更薄，强度、模量、耐疲劳性能和耐化学性能得到进一步提升，从而满足各类

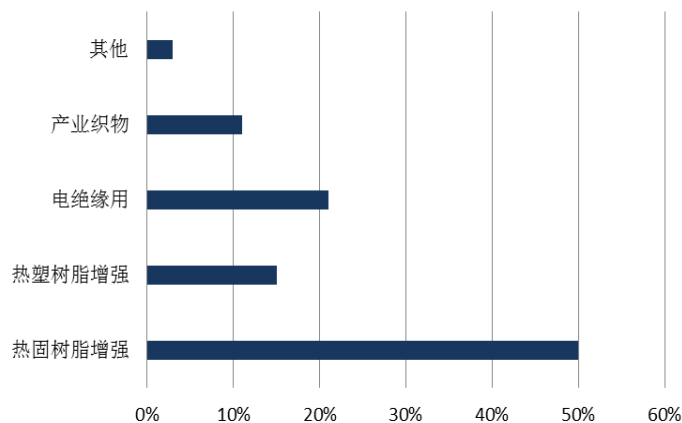
替代产品的要求，这一特点在近几年中在大型风叶、豪华游艇、快艇应用上得以充分体现，据中国工程塑料协会提供资料，国内热塑性增强塑料产量2010年超过100万吨，按20%的纤维量推算，即玻纤用量为20多万吨。同时，我国作为世界电子产品的生产中心，玻璃纤维以其良好的绝缘性也同样受到热捧，电子布、覆铜板等产品电子终端产品原材料已被广泛使用，据行业协会统计，PCB基板及环氧绝缘板用玻纤达20万吨。

图 18 我国玻纤消费市场分布（按行业分布）



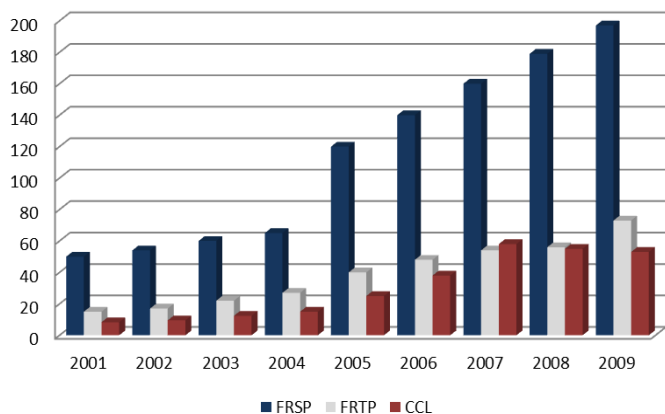
资料来源：玻纤工业协会，东方证券研究所

图 19 我国玻纤消费市场分布（按产品类别分部）



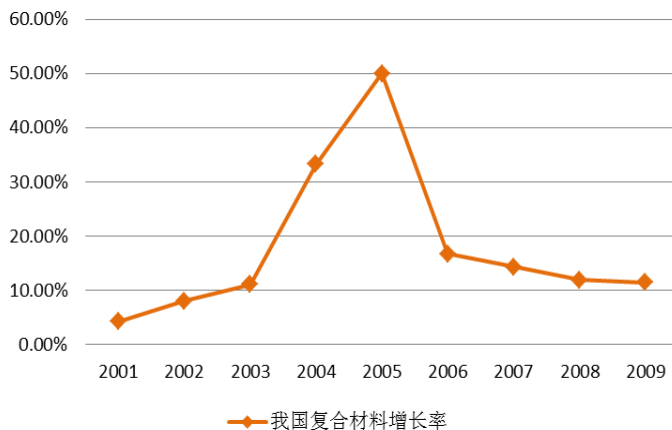
资料来源：玻纤工业协会，东方证券研究所

图 20 我国历年主要复合材料产量（万吨）



资料来源：玻纤工业协会，东方证券研究所

图 21 我国复合材料产量增长率（%）



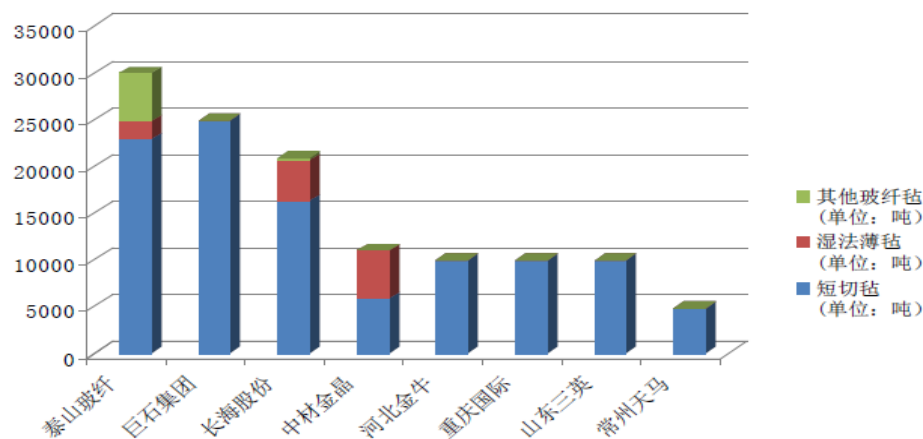
资料来源：玻纤工业协会，东方证券研究所

4. 公司是国内玻纤无纺制品的龙头企业

公司主营产品有短切毡、湿法薄毡等玻纤无纺制品系列及复合隔板、涂层毡等玻纤毡延伸制品系列。近三年，公司平均出口销售收入占总销售收入的近一半，在国际市场上已与OC、PPG等跨国公司直

接竞争；公司目前则已是在国内仅次于巨石集团、泰山玻纤两大玻纤巨头最大的无纺制品生产商。

图 22 2009 年我国玻纤无纺制品主要生产企业产量



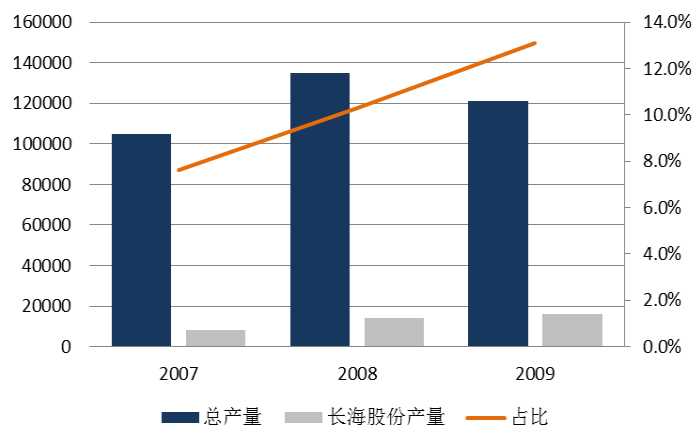
资料来源：招股说明书，东方证券研究所

公司主营产品市场地位

短切毡

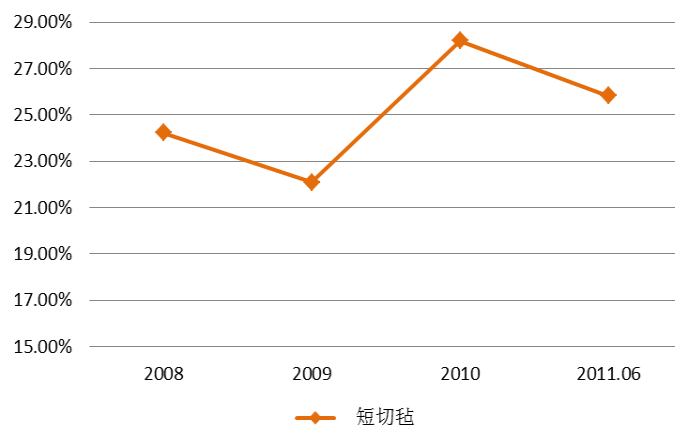
短切毡目前是玻纤无纺制品中规模最大的品种之一，国内的生产企业众多。2007—2009年，公司短切毡产量分别占全国总产量的7.6%、10.3%与13.1%。公司的特色产品短切薄毡则更是体现公司在短切毡领域的市场地位，与普通短切毡不同，短切薄毡对原料及生产工艺要求较高，国内仅有本公司与山东三英等几家企业生产，产品主要用于出口，2009年公司短切薄毡产量为3,600吨，山东三英为3,000吨。

图 23 2007-2009 年我国短切毡生产总量及长海股份市场份额



资料来源：招股说明书，东方证券研究所

图 24 短切毡毛利率



资料来源：招股说明书，东方证券研究所

表 3 2009 年短切毡主要生产企业的市场占有率

生产企业	市场占有率	生产企业	市场占有率
巨石集团	20%	山东三英	8%
泰山玻纤	18%	河北金牛	8%
长海股份	13%	中材金晶	5%
重庆国际	8%	常州天马	4%

资料来源：招股说明书，东方证券研究所

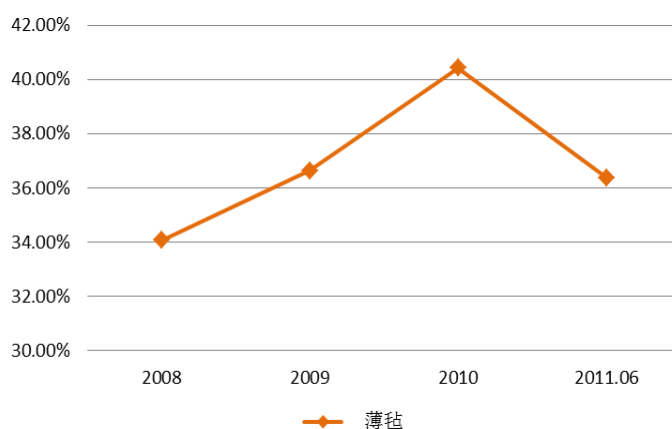
湿法薄毡

公司湿法薄毡产品位列国内行业细分市场第二，2007—2009年市场占有率分别为21%、17%与21%，年均增长率达到8%。2009年下半年，公司新建幅宽3.3米的快速湿法薄毡生产线投入生产，该生产线是目前国内幅宽最大、设计时速最快的湿法薄毡生产线，未来，公司湿法薄毡的市场占有率将进一步提高。

表 4 2009 年湿法薄毡主要生产企业的市场占有率

公司	市场占有率	公司	市场占有率
中材金晶	25%	常州经纬	11%
长海股份	21%	泰山玻纤	10%
中新天马	19%	江苏嘉福	3%
陕西华特	11%		

资料来源：招股说明书，东方证券研究所

图 25 湿法薄毡毛利率


资料来源：招股说明书，东方证券研究所

复合隔板

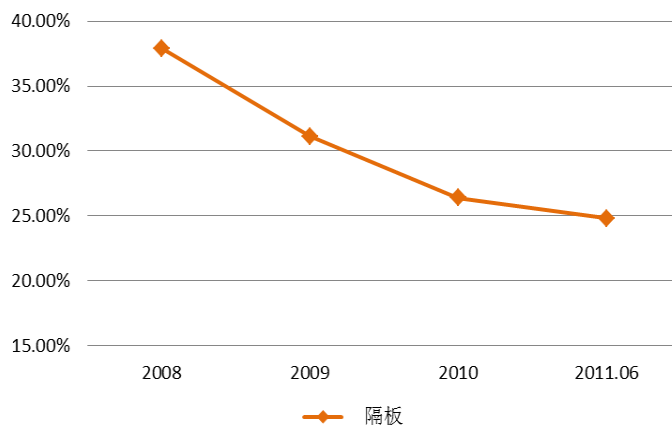
公司复合隔板产品市场占有率位居国内细分市场第一，2007—2009年市场占有率分别为17%、17%与27%。公司新建年产500万平方米复合隔板生产线，目前已投入运行。

表 5 2009 年复合隔板主要生产企业的市场占有率

公司	市场占有率	公司	市场占有率
长海股份	27%	重庆联环	10%
风帆股份	23%	山东瑞宇	7%
常州久联	21%	重庆长江	7%

资料来源：招股说明书，东方证券研究所

图 26 复合隔板毛利率



资料来源：招股说明书，东方证券研究所

公司暂不会直接受到玻纤前端企业的竞争威胁

主要原因：

1. 由玻纤产业链性质决定，产品设计难度越往后端设计难度越高，主要原因是玻纤产品不同的应用需要做不同的实际处理、以及产品制造模具的开发等。
2. 玻纤前端企业仍然在扩张产能、提高市场占有率，而对于种类繁多，各不相同的中后端产品，暂时无法转移重心。
3. 从国际巨头OC的发展史来看，直接开发不如兼并收购。

公司募投项目产能释放后能够被市场吸收

此次公司使用募集资金在原有1.6万吨短切毡产能增加到3.2万吨，增长100%；湿法薄毡1.8亿平米产能增加到2.9亿平米，增长61.1%。

目前市场较为担心的是公司产能释放后能否被市场所消化，为此我们进行了一定的量化分析：

2010年全球玻纤需求量为435万吨左右，而复合材料使用玻纤占到玻纤总量的60%左右，则2010年复合材料使用玻纤量为261万吨；世界复合材料以每年8%的复合增长在递增，到2015年，世界复合材料使用玻纤量将增长到383.49万吨；根据JEC的预测，未来5年亚洲复合材料的世界占比将从36%提高到46%，则2010年、2015年亚洲的复合材料使用玻纤量为93.96万吨、176.4万吨，**未来五年亚洲复合材料玻纤使用量复合增长率为13.43%。**

由于亚洲国家中复合材料发展速度属中国和印度发展较快，且参考2005—2010年间的中国复合材料年均15%增速以及“十二五”规划将大力发展复合材料的预期，**我们预计2010—2015年中国复合材料玻纤使用量复合增速为17%左右。**

按复合材料行业平均增速和公司募投项目达产后总产能估算，到2012年，预计公司短切毡市场占有

率将从09年的13%增长到20%；而湿法薄毡的市场平均增速我们认为会远高于复合材料行业平均水平，我们预计可以达到25%左右增速水平，主要原因是我国湿法薄毡占玻纤总量的比重较低，同时近些年湿法薄毡的市场景气度不断提高，预计公司12年湿法薄毡市场占有率将达到30%—35%左右。公司募投项目的产能扩张能够被高速发展的市场所吸收。

表 6 我国玻纤行业“十一五”规划与“十二五”规划市场需求预测对比

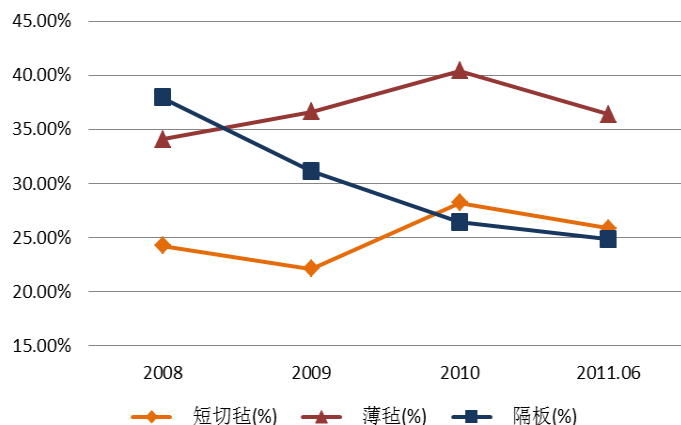
应用市场	“十一五”规划需求量预测 (万吨)	“十二五”规划需求量预测 (万吨)
玻璃钢	30	90
电子、电器	8	30
工程塑料	8	30
防水材料	6	10
建筑领域	8	10
土工材料	3	10
耐火材料	2	20
其他	8	-
国内需求合计	73	200
国外需求预测	57-87	80
总计	130-160	280

资料来源：玻纤工业协会，东方证券研究所

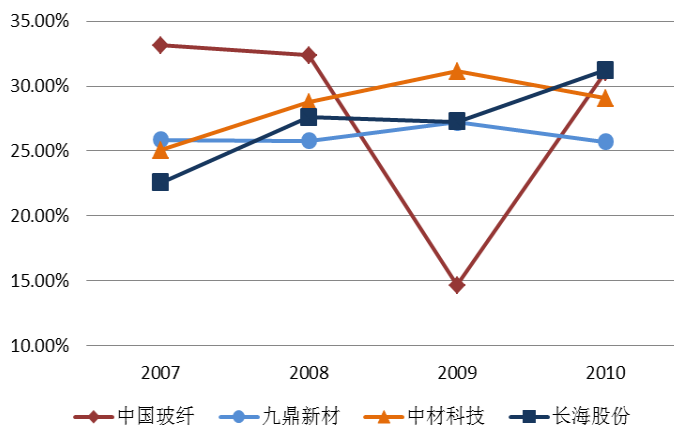
5. 公司看点

自有池窑有效降低生产成本

公司下属控股子公司新长海专业生产无碱玻璃纤维，拥有江苏省第一条年产3万吨无碱玻纤池窑拉丝生产线，是继巨石集团、泰山玻纤之后第三家掌握国际先进天然气纯氧燃烧工艺技术的生产企业。新长海池窑生产玻纤纱为公司提供了优质、稳定的原材料供应，从而有效降低和控制生产下游玻纤制品的成本。

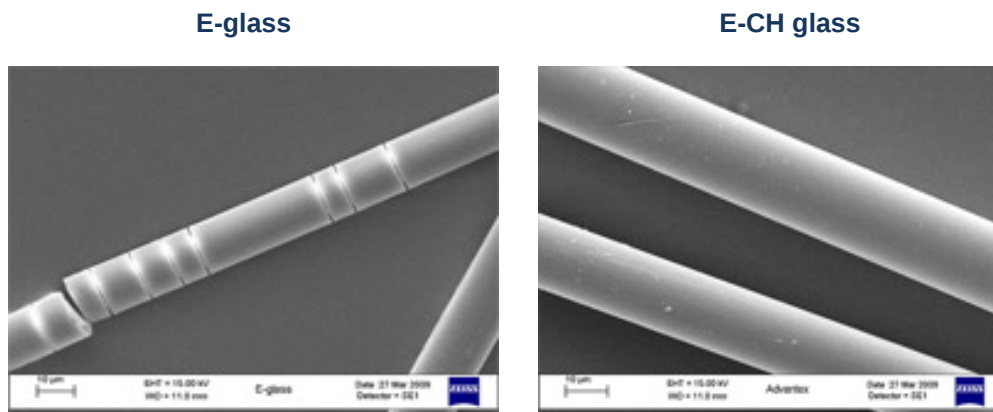
图 27 公司近年主要玻纤制品产品毛利率情况


资料来源：wind 资讯，东方证券研究所

图 28 可比公司综合毛利率对比


资料来源：wind 资讯，东方证券研究所

公司目前的自有池窑产能只能满足约一半下游玻纤制品的生产需求，还有一半的缺口需要从外进口，为此，公司计划利用超募资金投建产能7万吨E-CH特种玻纤纱池窑项目，预计该项目能够在明年第一季度末完成。E-CH特种玻纤纱又称无碱无氟玻纤纱，最早由Owens Corning发明成功并投产（即OC的Advantex产品），目前国内还没有对该产品普及，公司通过引进国外先进设备和工艺技术，目前正在积极投建，相对于普通的E玻纤纱，E-CH玻纤纱具有更强的耐酸性和强度，优质的E-CH玻纤纱将在投产后为公司带来丰厚的收益以及提供下游产品优良的生产原料。

图 29 E-CH 玻纤和 E 玻纤放置在 95 摄氏度 5%浓度盐酸溶液 4 小时后的情况对比


资料来源：OC 资料，东方证券研究所

目前市场上每吨无碱玻纤纱价格为6000元左右，按25%的毛利率计算，毛利为1500元，另外，外购玻纤纱还要附加包装费、运输费和络纱费等费用（合计约500元），则自供玻纤纱可节省成本费用为2000元/吨，而目前公司外购和自供玻纤纱比例为1:1，则完全自供后实际可节省1000元/吨，相当于提高短切毡毛利率10%、湿法薄毡12.5%（不计其他耗损成本），7万吨E-CH玻纤纱投产后

将使公司下游产品毛利率明显提升。

核心产品湿法薄毡未来前景广阔、提升空间巨大

湿法薄毡是以短切玻璃纤维为原料，添加某些化学助剂使之在水中分散成浆体，经抄取、脱水、施胶、干燥等过程制成的平面结构材料，是近年来发展迅速的玻纤无纺制品，为公司核心产品。

图 30 湿法薄毡



资料来源：公开资料，东方证券研究所

作为新型材料，湿法薄毡有着极其广阔应用领域，主要应用有防水材料、覆铜板、内外墙装饰、地毯等，但目前国内湿法薄毡产量所占玻纤行业总量比重较小（不到3%），且应用领域仅限于玻璃钢表面增强材料及覆铜板基材，相比之下，美国湿法薄毡应用比例较高，占玻纤市场总量的1/3以上，大部分用于建筑防水材料，近年来又实现了在增强石膏板上的应用。

当前国内湿法薄毡生产水平与国外相比仍有巨大差距，主要体现在两方面：（1）生产速度不及国外，国内最快为160米/分钟，国外为400米/分钟，（2）湿法薄毡生产宽度，国内3.3米，国外4.2米，而薄毡的宽度直接影响薄毡的销售，较窄的宽度无法满足客户较宽的要求，相反较宽的薄毡可以替代较窄的产品，同时，由于薄毡在使用之前需要两边各裁剪一段固定的长度（不随薄毡规格改变），故较宽的薄毡产品具有一定的成本优势。湿法薄毡生产技术水平的提高将有利于该产品的出口。

公司拥有国内第一条薄毡生产线，具有技术先发优势，而目前的湿法薄毡生产线也是国内最为先进的，生产速度达到160米/分钟，正常生产为120米/分钟。从国外巨头OC发展历程来看，湿法薄毡生产线技术提升并非一朝一夕就能实现，需要生产设备和工艺技术同时的提升，而提升过程则需要生产线不断地升级，需要时间的累积，作为国内最早生产湿法薄毡的企业，时间的累积无形地为公司在这一领域形成了“护城河”，公司将引领国内湿法薄毡的发展。

目前，公司正在积极研发湿法薄毡复合产品，以应对当前国内急需的防水材料、防火材料、内外墙装饰材料等，预计未来将有试样产品陆续推出。

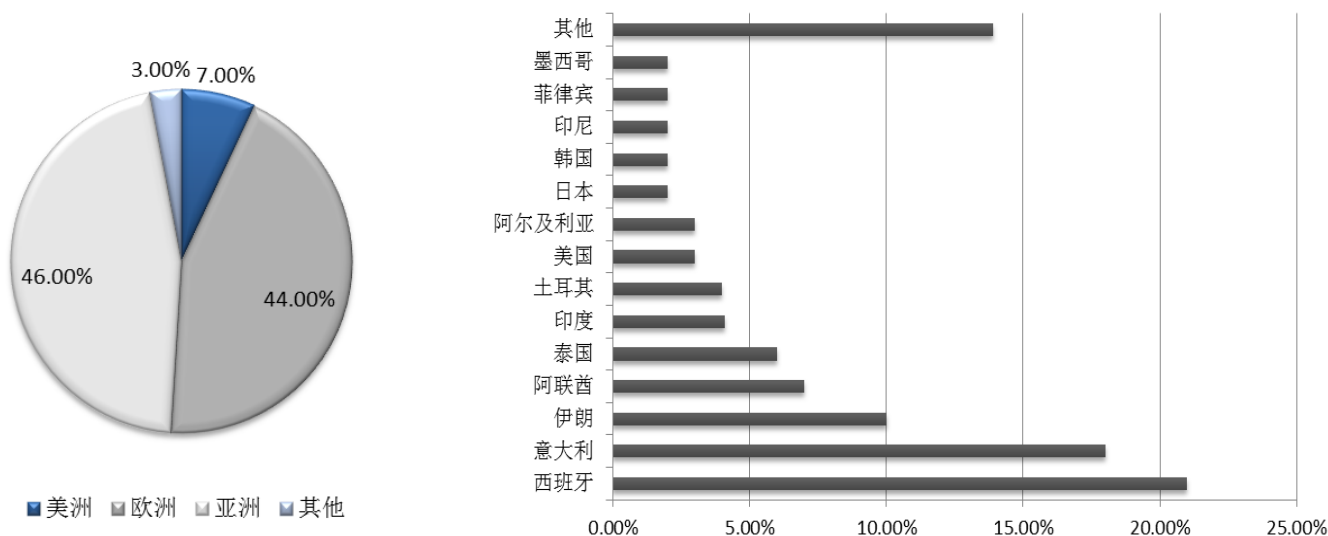
欧盟反倾销税率最低，制裁对公司影响不大

自2009年末起，欧盟、印度以及土耳其先后对中国玻璃纤维企业进行反倾销调查，2010年12月22日，欧盟对原产于中国的玻璃纤维产品反倾销调查做出终裁，**给予长海股份及新长海市场经济待遇，征收7.3%的反倾销税；对其他中国企业均不给予市场经济待遇，同时征收13.8%的反倾销税**；2011年1月6日，印度商工部发布了对原产于中国的玻璃纤维反倾销调查终裁给予新长海公司国内唯一的市场经济待遇，但征收反倾销税较巨石、重庆国际较高，为40.91%的；2010年12月31日，土耳其外贸署对原产于中国的玻璃纤维及其制品作出反倾销终裁决定：对重庆国际征收20.2%的反倾销税，对其他中国企业征收23.75%的反倾销税，为期5年。

反倾销事情对于公司的影响短期来看会有小幅影响，**但从长期来看，由于公司在欧盟区方面拥有唯一的市场经济待遇，反而对公司是有一定的宣传作用**，帮助提升公司在欧盟区的名牌效应和市场形象，据公司透露，原本欧盟区只有最主要的一些大客户了解长海，而反倾销事件发生后，许多中小企业也开始了解了长海。

同时，从公司历年出口情况来看，欧盟、印度、土耳其业务占出口的比例也并非很高，特别是印度和土耳其，2010年度占公司总出口收入的比例只有4.13%和3.98%，反倾销税率的提高不会对公司出口造成较大程度的影响。

图 31 公司 2010 年产品出口分布



资料来源：招股说明书，东方证券研究所

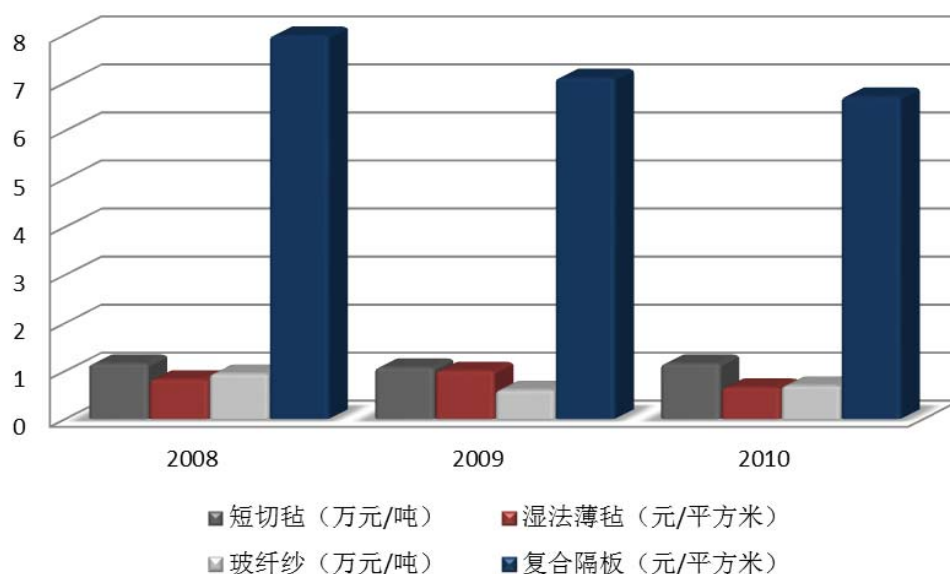
表 7 公司欧盟、印度、土耳其业务出口情况

项目	2010 年度		2009 年度		2008 年度	
	金额（万元）	占出口收入比例	金额（万元）	占出口收入比例	金额（万元）	占出口收入比例
欧盟	7358.82	42.15%	3610.79	32.82%	3701.01	32.77%

印度	721.32	4.13%	445.50	4.05%	546.71	4.84%
土耳其	694.22	3.98%	422.87	3.84%	-	-
合计	8774.36	50.26%	4479.16	40.71%	4247.73	37.61%

资料来源：招股说明书，东方证券研究所

图 32 公司 2008-2010 年产品出口均价



资料来源：招股说明书，东方证券研究所

6. 盈利预测

公司募投项目是在将对玻纤制品及玻纤复合材料业务进行技术改造和产能扩大。

- (1) 公司原有产能为3万吨玻纤纱，此次募投项目将在此基础上添加7万吨E-CH玻纤纱产能，预计明年年中能够投产，达产后能为公司有效控制成本、提高竞争力，同时，由于E-CH玻纤纱具有高强度、高模量的特性，能够进一步提高公司产品的质量。
- (2) 公司原有3.3万吨玻纤制品（短切毡1.6万吨，湿法薄毡1.8亿平米）生产能力，募投项目将扩产2.7万吨玻纤特种毡制品（短切毡1.6万吨、湿法薄毡1.6亿平米），预计明年年初能够释放产能，投产后具有近6万吨的生产能力，进一步增强公司盈利能力。
- (3) 根据目前市场需求以及公司经营情况，我们看好玻纤制品未来发展前景，预计到2013年能够拥有短切毡5万吨产能、湿法薄毡4亿平米产能，5年时间能够完全实现消化10万吨玻纤纱产能。

表 8 公司产能情况

产品线		原有	扩产	扩产后	产能合计
短切毡（吨/年）	1.60 米短切毡	2000	-	2000	32000
	3.30 米短切毡（2 条）	14000	8000	22000	
	2.08 米短切毡				
	2.60 米短切毡				
	3.30 短切薄毡	-	3000	3000	
	3.30 短切毡	-	5000	5000	
湿法薄毡（万平米/年）	1.4 米湿法薄毡	2300	-	2300	29090
	2.08 米湿法薄毡	4700	-	淘汰	
	3.3 米湿法薄毡	11000	-	11000	
	3.3 米湿法薄毡	-	15790	15790	
复合隔板（万平米/年）	1.50 米复合隔板	500	-	500	1000
	1.50 米复合隔板	300	200	500	
涂层毡（万平米/年）	2.75 米涂层毡	2500	-	2500	2500
玻纤纱（吨/年）	E 玻纤纱	30000	-	30000	100000
	E-CH 玻纤纱	-	70000	70000	

资料来源：东方证券研究所

表 9 公司主营产品财务预测条件假设

短切毡	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年末产能（万吨）	-	1.6	3.2	4.2	5
销量（万吨）	1.6	1.8	2.7	3.5	4.2
销售收入（万元）	14,387.75	18,708.38	25,650.00	35,000.00	42,000.00
增长率（YOY）	-2.14%	30.03%	37.10%	36.45%	20.00%
毛利率	22.10%	28.20%	25.50%	28.50%	31.00%
销售成本（万元）	11,207.76	13,432.73	19,109.3	25,025.0	28,980.0
毛利（万元）	3,180.0	5,275.7	6,540.8	9,975.0	13,020.0
湿法薄毡	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年末产能（亿平米）	-	1.8	2.9	4.0	4.5
销量（亿平方米）	0.6	1.3	2.0	3.5	4.0
销售收入（万元）	5,784.54	10,881.86	14,945.91	27,650.00	31,600.00
增长率（YOY）	18.06%	88.12%	37.35%	85.00%	14.29%
毛利率	36.63%	40.42%	36.00%	39.50%	42.00%
销售成本（万元）	3,665.64	6,483.45	9,565.38	16,728.25	18,328.00
毛利（万元）	2,118.9	4,398.4	5,380.5	10,921.8	13,272.0
玻纤纱	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年末产能（万吨）	-	3	3	10	10

销量 (万吨)	0.45	0.53	0.28	0.7	2.6
销售收入 (万元)	2,565.41	3,932.60	2,000.00	5,600.00	20,800.00
增长率 (YOY)	79.40%	53.29%	-49.14%	180.00%	271.43%
毛利率	30.11%	28.50%	25.00%	27.00%	27.00%
销售成本 (万元)	1,792.99	2,811.91	1,500.0	4,088.0	15,184.0
毛利 (万元)	772.4	1,120.7	500.0	1,512.0	5,616.0
复合隔板	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入 (万元)	2,186.18	2,894.89	3,573.44	4,452.78	5,000.00
增长率 (YOY)	75.67%	32.42%	23.44%	24.61%	12.29%
毛利率	31.14%	26.39%	23.00%	26.00%	28.00%
销售成本 (万元)	1,505.34	2,130.87	2,751.6	3,295.1	3,600.0
毛利 (万元)	680.8	764.0	821.9	1,157.7	1,400.0

资料来源：东方证券研究所

表 10 公司主要财务指标预测结果

主要财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售总收入 (万元)	26337	37640	47369	73903	100600
同比(%)	12.27%	42.92%	25.85%	56.01%	36.12%
归属母公司净利润(百万元)	31.25	49.56	60.85	112.35	160.36
毛利率(%)	29.62%	31.75%	28.24%	32.07%	33.24%
ROE(%)	17.84%	22.05%	7.53%	12.21%	14.84%
EPS	0.35	0.55	0.51	0.94	1.34
P/E	53.57	33.78	32.64	17.68	12.38
P/B	9.55	7.45	2.46	2.16	1.84

资料来源：东方证券研究所

表 11 相关行业上市公司 PE 值

相关行业上市公司	EPS (2011E)	EPS (2012E)	当前股价	PE (2011E)	PE (2012E)
中国玻纤	1.13	1.52	16.41	14.55	10.79
九鼎新材	0.22	0.31	9.70	44.72	31.38
中材科技	0.36	0.52	14.16	39.03	27.06
云天化	0.37	0.65	18.88	50.92	28.96
长海股份	0.53	1.02	18.88	35.62	18.51

资料来源：Wind、东方证券研究所

我们预测公司2011—2013年每股收益分别为0.51、0.94、1.34元。目前涉及玻纤产品的企业普遍具有较高的PE（除主要生产上游玻纤纱的中国玻纤），而相比之下，长海股份PE略低，鉴于预期公司明年的产能释放和有效控制成本，我们给予公司12年25倍的市盈率，对应目标价为23.4元，首次给予公司“买入”评级。

7. 风险提示

- ◆ **国外反倾销政策风险。**由于公司有较多产品出口至国外，虽然在当前情况下，受国外反倾销制裁的税率影响较小，但不能排除未来国外对反倾销政策的变动。
- ◆ **玻纤下游产品需求风险。**我国玻纤约有50%的量用于出口，外围经济的不景气将短期内影响玻纤下游产品的需求。
- ◆ **募投项目产能达产延期风险。**公司超募项目7万吨E-CH玻纤纱在国内并没有普及，而国外也只有小部分龙头企业具有相关生产技术，该项目的达产或有延期风险。

附表：财务报表预测与比率分析（单位：百万元）

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	177	610	815	1169	营业收入	376	474	739	1006
现金	60	283	457	667	营业成本	259	340	502	672
应收账款	64	123	173	235	营业税金及附加	2	2	3	5
其它应收款	1	5	9	9	营业费用	13	15	24	31
预付账款	13	75	77	102	管理费用	40	43	63	89
存货	35	84	73	116	财务费用	7	4	9	15
其他	4	38	27	40	资产减值损失	0	-0	0	0
非流动资产	241	514	533	520	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	216	385	445	449	营业利润	56	70	138	195
无形资产	21	26	27	29	营业外收入	2	3	3	3
其他	4	103	61	42	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	417	1124	1348	1689	利润总额	58	73	140	197
流动负债	144	243	283	366	所得税	6	8	15	20
短期借款	20	30	29	28	净利润	52	65	125	177
应付账款	49	69	102	135	少数股东损益	2	4	12	17
其他	75	144	152	204	归属母公司净利润	50	61	112	160
非流动负债	20	40	100	180	EBITDA	85	106	195	266
长期借款	20	40	100	180	EPS（元）	0.55	0.51	0.94	1.34
其他	0	-0	-0	0	主要财务比率				
负债合计	164	283	383	546	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	29	32	45	62	成长能力				
股本	90	120	120	120	营业收入	42.9%	25.8%	56.0%	36.1%
资本公积	36	529	529	529	营业利润	55.6%	25.1%	96.5%	41.4%
留存收益	98	159	272	432	归属于母公司净利润	58.6%	22.8%	84.6%	42.7%
归属母公司股东权益	225	808	920	1081	获利能力				
负债和股东权益	417	1124	1348	1689	毛利率	31.2%	28.2%	32.1%	33.2%
现金流量表					净利率	13.2%	12.8%	15.2%	15.9%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	22.1%	7.5%	12.2%	14.8%
经营活动现金流	79	-7	186	190	ROIC	23.4%	11.3%	22.0%	29.4%
净利润	52	65	125	177	偿债能力				
折旧摊销	22	32	48	56	资产负债率	39.3%	25.2%	28.4%	32.4%
财务费用	7	4	9	15	净负债比率	3.87%	0.00%	0.00%	0.00%
投资损失	0	0	0	0	流动比率	1.22	2.51	2.88	3.19
营运资金变动	-2	-103	-4	-52	速动比率	0.98	2.16	2.62	2.87
其它	1	-5	8	-7	营运能力				
投资活动现金流	-19	-305	-67	-43	总资产周转率	0.94	0.61	0.60	0.66

资本支出	19	300	65	40	应收账款周转率	7.44	5.16	5.10	5.01
长期投资	0	-1	0	0	应付账款周转率	5.54	5.74	5.85	5.66
其他	0	-6	-2	-3	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-46	535	55	63	每股收益	0.41	0.51	0.94	1.34
短期借款	-11	10	-2	-1	每股经营现金流	0.66	-0.06	1.55	1.58
长期借款	-30	20	60	80	每股净资产	1.87	6.73	7.67	9.01
普通股增加	0	30	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	493	0	0	P/E	30.05	32.64	17.68	12.38
其他	-5	-17	-3	-16	P/B	6.63	2.46	2.16	1.84
现金净增加额	13	223	174	210	EV/EBITDA	24	19	10	8

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

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。

免责声明

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。

本研究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。

本研究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报告之外，绝大多数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，投资者需自行承担风险。

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。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

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

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn