

日期: 2015 年 1 月 12 日

行业: 非金属矿物制品业



王昊

021-53519888-1957

wanghao@shzq.com

执业证书编号: S0870513070002

IPO 报价 RMB7.90 元
合理价格区间 RMB16.90-20.28 元

基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股)	17.00
发行后总股本 (百万股)	68.00
发行数量占发行后总股本	25.00%
发行方式	网上定价发行 网下询价配售
保荐机构	齐鲁证券

主要股东 (IPO 前)

郭茂	70.00%
上海广岑投资中心 (有限合伙)	10.00%
西藏玉昌商务咨询有限公司	6.67%
殷佳	5.67%
张汉成	1.67%

收入结构 (Y2013)

滤纸收入	59.05%
VIP 芯材及 AGM 隔板收入	36.67%
微纤维玻璃棉	4.02%

报告编号: WH15-NSP02

首次报告日期: 2015/1/12

国内领先的微玻纤空气过滤材料制造商

■ 投资要点:**公司是微玻纤空气过滤材料制造领域的优秀民族企业**

再升科技主要从事微纤维玻璃棉及其制品的研发、生产和销售,主要产品为微纤维玻璃棉、玻璃纤维滤纸和真空绝热板芯材。公司下游的洁净和节能保温产业属于国家鼓励的行业,未来面临较大的市场发展空间。

公司进入快速增长期

公司营业收入从 2011 年的 1.51 亿元增加到 2013 年的 2.05 亿元,2012 年和 2013 年分别实现了-0.07%和 34.12%的增长;同期公司分别实现归母公司净利润 3,225.28 万元、1,270.54 万元和 2,558.65 万元,2012 年和 2013 年同比增长-60.61%和 101.38%,说明公司业绩走出下滑趋势,恢复正增长。

同期公司综合毛利率呈现窄幅波动的趋势,分别为 38.61%、32.38%和 33.98%。影响公司主营业务毛利率的主要因素包括产品销售价格波动以及生产成本方面的因素,而 2012 年再升净化停产亦对公司当年综合毛利率产生不利影响。

公司在行业内竞争优势明显

公司的竞争优势有: 1) 持续创新能力和技术优势; 2) 独特的、覆盖全生产流程的工艺技术优势; 3) 产业链条一体化优势。

上市 6 个月内的合理估值区间为 16.90-20.28 元

我们认为给予公司 14 年每股收益 32 倍市盈率这一估值水平较为合理,以该市盈率为中枢且正负区间为 20%的公司合理估值区间为 16.90-20.28 元,相对于 2014 年的动态市盈率 (发行后摊薄) 为 29.09-34.91 倍。

建议询价价格为 7.90 元

在老股不进行转让的前提下,新股发行价格由项目资金需求量、新股发行费用和新发股数确定。假定公司发行 1700 万股新股,则公司总股本为 6800 万股,公司本次募集资金总额为 1.34 亿元,据此推算发行价格为 7.90 元,对应 2014 年动态市盈率 13.62 倍。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	205.78	231.79	296.06	386.50
年增长率	34.12%	12.64%	27.73%	30.55%
归属于母公司的净利润	25.59	39.49	50.92	67.67
年增长率	101.38%	54.36%	28.94%	32.89%
(发行后摊薄) 每股收益 (元)	0.38	0.58	0.75	1.00

注: 有关指标按最新总股本计算 上海证券研究所

一、行业背景

1.1 公司所处行业及简况

再升科技主要从事微纤维玻璃棉及其制品的研发、生产和销售，公司生产的微纤维玻璃棉制品主要应用于洁净（目前主要为空气过滤）和节能保温（目前主要为冰箱、冰柜行业）领域。

公司下游的洁净和节能保温产业属于国家鼓励的行业，其中洁净产业是服务于战略性新兴产业的基础性产业，节能保温业务属于节能环保产业，未来均面临较大的市场发展空间。

根据中国证监会颁布的《上市公司行业分类指引》，公司属于“制造业”下属子行业“非金属矿物制品业”。

与西方发达国家相比，国内玻璃纤维滤纸行业起步比较晚，2000年以来，我国电子、医疗、制药、食品、核电、军工等行业的快速发展，拉动了过滤器行业的发展，对玻璃纤维滤纸的需求迅速上升。目前，以玻璃纤维滤纸为过滤介质的洁净室已广泛地应用于军工、电子、医疗、制药、食品、生化、光学、微型电机、微型轴承、胶片等行业。

2006-2010年，我国玻璃纤维滤纸的市场需求年均复合增长率达40%；截止2010年，全球玻璃纤维滤纸的市场需求为30,000吨，其中中国市场需求为6,000吨，占全球市场份额的20%；预计到2013年，全球市场对玻璃纤维滤纸的需求将达45,000吨左右，其中中国市场需求将达到14,000吨左右，占全球市场的份额将达到30%左右。

与玻璃纤维滤纸行业一样，国内对真空绝热板的研究和开发亦起步较晚。随着日本、欧美等国家和地区的家电生产企业将真空绝热板应用于冰箱等民用保温领域，2008年以来，国内部分企业开始批量生产真空绝热板及芯材。

2009年至2011年，全球真空绝热板市场需求的平均年增长率约为65%，随着各国对节能环保日益重视以及传统保温材料—硬质聚氨酯泡沫逐渐面临淘汰，预计真空绝热板市场规模将保持较高速增长，至2015年全球需求将达到10.4万吨左右。芯材作为真空绝热板的核心部件之一，其重量约占真空绝热板总重量的75%。据此测算，到2015年真空绝热板芯材的需求量将达到78,000吨左右。

1.2 行业增长前景

从国家产业政策以及下游行业的发展情况来看，公司所处的行业发展前景较为明朗：

为实现国民经济可持续增长，转换经济增长方式，大力发展高技术、

精细化、高附加值的产业将成为我国经济发展的重点。玻璃纤维滤纸是配套于精密制造业的基础性产品，国内精密制造业的发展将带动玻璃纤维滤纸需求的增长。新版药品 GMP 论证的实施为玻璃纤维滤纸带来新的需求，国内大部分注射剂生产企业和部分冻干粉针生产企业需要对原有洁净厂房进行改造。随着中国工业化进程的加快，经济发达地区氮氧化物和挥发性有机化合物排放量显著增长，玻璃纤维滤纸对 2.5 微米以下颗粒的过滤效率较高，随着环境空气质量新标准的实施，玻璃纤维滤纸行业将面临新的发展机遇。

能源紧缺与环境污染已成为全球关注的问题，如何避免能源危机制约经济的发展，已经是许多国家需要重视的课题。在现有技术条件下，以真空绝热板作为冰箱和冷柜的保温材料是有效提高冰箱、冷柜能效的手段，以真空绝热板为保温层的冰箱、冰柜将抢占更多的市场份额。硬质聚氨酯泡沫由于其简便的成型加工性能及保温性能，已广泛用于各种保温（保冷）产品之中，而在其生产过程中一般会使用氢氯氟烃，后者会消耗臭氧层，对环境造成危害，未来将逐步淘汰硬质聚氨酯泡沫将拉动真空绝热板芯材的需求。此外，近年来，由于技术进步和市场竞争机制的形成，真空绝热板的生产成本普遍降低，将有效促进家电企业使用真空绝热板作为保温材料。

1.3 行业特点

目前，国内玻璃纤维滤纸和真空绝热板芯材一般采用湿法成网技术制造生产。湿法成网技术横跨高分子技术、无纺技术、表面处理和自动控制等领域，该技术工艺可以实现微纤维玻璃棉制品的连续化和规模化生产。

虽然我国湿法成网技术取得了较大的发展，但在产品配方、生产过程自动化、产品在线检测等方面与发达国家仍存在一定的差距，在产品质量方面主要表现为产品性能指标偏差较大、表面均匀度和平整度不稳定等。

此外，玻璃纤维滤纸细分行业没有明显周期性和季节性，但具有一定的区域性，不论是国内还是国外市场，发达国家和地区需求更为显著；而真空绝热板芯材细分行业虽无周期性，但存在显著的季节性，冬季销量大夏季销量小，区域上主要集中在下游需求较大的地区。

1.4 行业竞争结构及公司地位

玻璃纤维滤纸行业是一个专业性比较强的行业，进入门槛比较高。目前，国际上具有一定规模的玻璃纤维滤纸生产企业为数不多，主要包括美国的 H&V、Lydall、芬兰的 Ahlstrom、法国的 Dumas、日本的 Hokuetsu 等。2005 年以来，随着过滤行业在中国的蓬勃发展，诞生了一批民营企业，虽然产品质量与国外知名企业相比还有一定的差距，但是发展较快，在中低端玻璃纤维滤纸市场占据一定的市场份额，并且品质上也逐步得到提升。

国内玻璃纤维滤纸的生产企业中，除再升科技和南京双威科技实业有

限责任公司玻璃纤维滤纸产量规模相对较大外，其他企业的玻璃纤维滤纸产量均较小。并且因为玻璃纤维滤纸行业的专业性较强、技术门槛较高，目前很少有新的企业进入该行业，行业的竞争主要体现在现有主要企业在技术、品质、产能、快速满足市场需求能力及价格等方面的竞争。2009-2010年公司所占全球市场份额分别为 2.50%和 3.23%。

真空绝热板行业是较新的行业，生产企业较少，而国内生产真空绝热板和芯材的企业历史更短，主要企业有再升科技、福建赛特新材、苏州维艾普、广州兴田、安徽吉曜等。2009-2011 年，公司真空绝热板芯材的市场占有率分别为 10.23%、24.09%、14.21%。

1.5 公司竞争优势

公司的竞争优势主要体现在：

1) 持续创新能力和技术优势：在我国，玻璃纤维滤纸和真空绝热板芯材起步较晚，国内生产企业的技术和产品质量与国外知名公司相比还有差距。公司在借鉴国外先进经验的基础上，建立了科学的创新制度和创新体系，使公司在短时间内缩小了与全球同行业知名生产企业的差距，初步具备了与国际知名企业进行竞争的能力，成为国内领先的玻璃纤维滤纸和真空绝热板芯材生产商。公司是国内少数能够生产超高效玻璃纤维滤纸的企业，也是国内最早规模化生产真空绝热板芯材的企业之一，产品质量处于国内领先水平。

2) 独特的、覆盖全生产流程的工艺技术优势：玻璃纤维滤纸和真空绝热板芯材一般采用湿法成网技术制造生产，其生产过程一般包括制浆工段、成型工段、施胶工段、烘干工段、分切工段。公司在每一个生产工段均形成了独特的工艺技术，其构成了潜在竞争对手进入的壁垒。

3) 产业链条一体化优势：公司收购宣汉正原后，形成了从上游微纤维玻璃棉到下游滤纸和 VIP 芯材的完整产业链条，不仅有利于公司控制原材料成本、有效控制原材料价格波动风险，而且有利于公司保证并持续提升原材料的品质。目前，在行业内，除再升科技外，形成完整产业链条的企业并不多。

但规模、产能和融资水平上的不足也一定程度上制约了公司的快速发展。

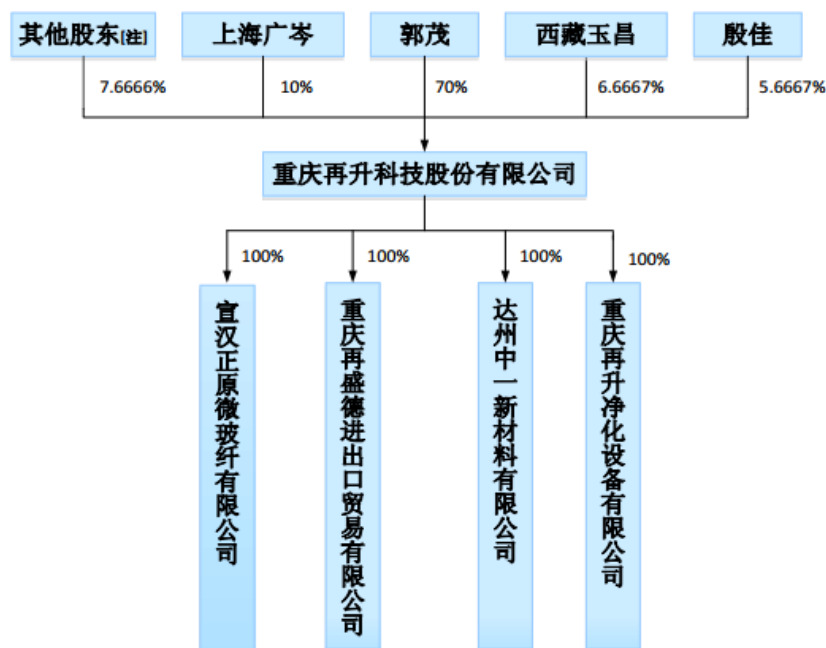
二、公司分析及募集资金投向

2.1 公司历史沿革及股权结构，实际控制人的简况

重庆再升科技股份有限公司由再升科技发展有限公司整体变更设立，承继了再升发展的全部资产、负债、权益，已完成了所有资产的产权变更手续。公司的主要发起人为自然人郭茂先生，上市前其持有公司 70%的股

权。

图 1 公司股权结构图

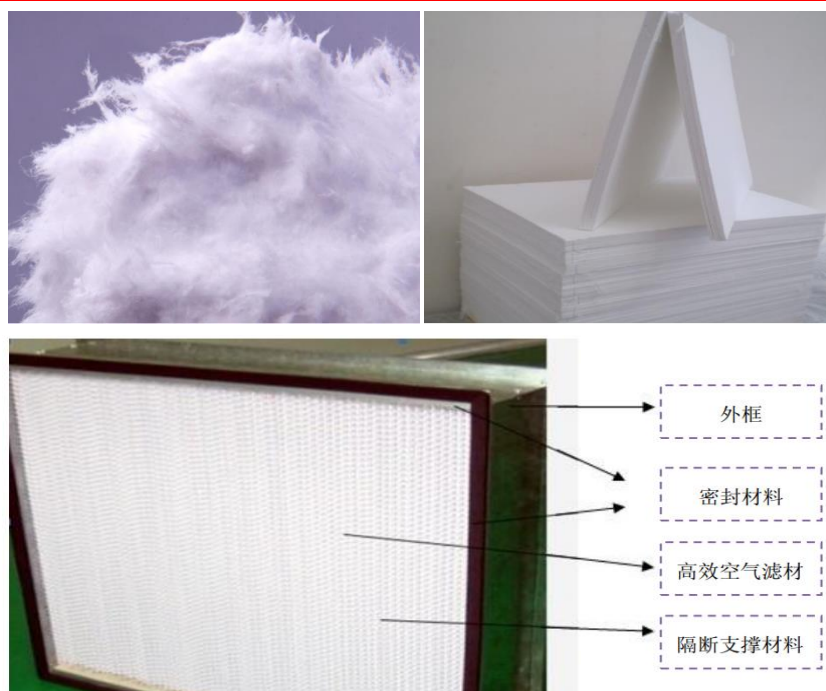


数据来源：公司招股说明书 上海证券研究所

2.2 公司业务简况及收入利润结构变化

再升科技目前已经形成了比较完整的产品体系，公司主要产品为微纤维玻璃棉、玻璃纤维滤纸和真空绝热板芯材。

图 2 公司部分产品示意图



数据来源：公司招股说明书 上海证券研究所

2011 年-2014 年上半年的三年一期中,公司主营业务分别实现收入 1.51 亿元、1.51 亿元、2.05 亿元和 1.04 亿元,主营业务突出,占全部收入的 98.34%、98.68%、99.74%和 99.46%。

从目前的产品分部看,滤纸和 VIP 芯材及 AGM 隔板仍是公司最主要的收入来源,其中玻璃纤维滤纸收入占比较大,平均为 58.68%;芯材及隔板收入占比较小,平均为 38.40%;随着设计产能逐渐达产,未来微纤维玻璃棉收入占比将达到了 10%以上。

表 1: 公司按产品分类的营业收入情况 (万元)

项目	2013 年		2012 年		2011 年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
滤纸	12,151.00	59.05%	8,924.44	58.16%	8,965.26	58.39%
VIP 芯材及 AGM 隔板	7,546.14	36.67%	5,968.78	38.90%	6,102.31	39.74%
微纤维玻璃棉	827.39	4.02%	248.00	1.62%	31.73	0.21%
其他业务	53.54	0.26%	202.16	1.32%	254.76	1.66%
合计	20,578.07	100.00%	15,343.38	100.00%	15,354.06	100.00%

数据来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所整理

2.3 募集资金投向

本次发行所募集资金将分别用于以下项目:

表 2: 公司的募集资金项目计划概况

序号	项目名称	建设期	预计投资总额 (万元)	运用募集资金总额 (万元)	销售净利率 (%)	税前财务内部收益率 (%)
1	新型高效空气滤料扩建项目	12 个月	9,203.19	9,203.19	21.25	25.63
2	年产 5000 吨高效节能真空绝热板芯材产业化项目	17 个月	5,671.00	5,671.00	14.69	19.70
3	洁净与环保技术研发测试中心建设项目	24 个月	2,835.90	2,835.90	-	-
	合计		17,710.09	10,427.00		

数据来源: 公司招股意向书 上海证券研究所

进一步考虑预计发行费用 3,019 万元,此次发行共需募集资金总额 13,446.45 万元,按照发行 1,700 万股,每股需募集资金 7.90 元

新型高效空气滤料扩建项目

项目拟在台商工业园新厂区现有厂房的基础上扩建一条新型高效空气滤料生产线,新增产能 2,200 吨,拟采用瑞典 STRAHM 公司高速自动化生产设备,以湿法成网工艺生产高效玻璃纤维滤纸。项目建设周期安排为

12个月,该项目达产后年均实现销售收入12,100万元、净利润2,571万元,销售净利率为21.25%,所得税前财务内部收益率为25.63%。

年产5000吨高效节能真空绝热板芯材产业化项目

项目拟在台商工业园新厂区内新建厂房,并新建两条新型真空绝热板(VIP)芯材生产线,新增产能5,000吨,拟主要采用国内生产设备,以湿法成网工艺生产新型真空绝热板(VIP)芯材。项目建设周期安排为17个月,达产后年均实现销售收入9,000万元、净利润1,322万元,销售净利率为14.69%,所得税前财务内部收益率为19.70%。

洁净与环保技术研发测试中心建设项目

项目拟在台商工业园新厂区现有办公楼内建立洁净与环保技术研发测试中心,是公司玻璃微纤维应用技术研发中心的完善和补充,在原有理化分析实验室、过滤技术实验室、分离技术实验室、绝热与节能技术实验室和军品技术实验室的基础上,建立洁净与环保技术研发测试中心,增加具有前瞻性的超滤膜技术实验室,建设研发设计信息化平台。建成后,新研发测试中心将达到国际同行业领先水平,将为公司引进和培养高级技术人员创造良好的工作环境,也为公司可持续发展提供必要的条件和支持。

三、财务状况和盈利预测

3.1 综合毛利率窄幅波动

2011-2013年,公司分别实现毛利5,928.13万元、4,968.31万元和6,992.64万元,2012年和2013年分别实现了-16.19%的增长和40.74%的增长。公司主营业务毛利主要来自于芯材及隔板和玻璃纤维滤纸,与公司的主营业务收入结构基本一致。2012年毛利的负增长主要是受收入和毛利率双双下滑所致。

同期公司综合毛利率呈现窄幅波动的趋势,分别为38.61%、32.38%和33.98%。影响公司主营业务毛利率的主要因素包括产品销售价格波动以及生产成本方面的因素如微纤维玻璃棉的使用效率、产品配方和原材料成本、直接人工成本等。此外,2012年再升净化停产亦对公司当年综合毛利率产生不利影响。

表3: 公司主要产品毛利率

项目	2013年	增长率	2012年	增长率	2011年
1、营业收入(单位:万元)					
滤纸	12151	36.15%	8924.44	-0.46%	8965.26
VIP芯材及AGM隔板	7546.14	26.43%	5968.78	-2.19%	6102.31
微纤维玻璃棉	827.39	233.63%	248	681.59%	31.73
其他业务	53.54	-73.52%	202.16	-20.65%	254.76
合计	20578.07	34.12%	15343.38	-0.07%	15354.06
2、营业成本(单位:万元)					

滤纸	7069.87	25.57%	5630.33	10.77%	5082.81
VIP 芯材及 AGM 隔板	5906.93	33.05%	4439.64	5.94%	4190.87
微纤维玻璃棉	568.92	214.62%	180.83	834.52%	19.35
其他业务	39.71	-68.05%	124.27	-6.49%	132.90
合计	13585.43	30.94%	10375.07	10.07%	9425.93
3、毛利（万元）					
滤纸	5081.13	54.25%	3294.11	-15.15%	3882.45
VIP 芯材及 AGM 隔板	1639.21	7.20%	1529.14	-20.00%	1911.44
微纤维玻璃棉	258.47	284.80%	67.17	442.57%	12.38
其他业务	13.83	-82.24%	77.89	-36.08%	121.86
合计	6992.64	40.74%	4968.31	-16.19%	5928.13
4、毛利率（%）					
滤纸	41.82%		36.91%		43.31%
VIP 芯材及 AGM 隔板	21.72%		25.62%		31.32%
微纤维玻璃棉	31.24%		27.08%		39.02%
其他业务	25.83%		38.53%		47.83%
合计	33.98%		32.38%		38.61%

数据来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

3.2 主营业务和净利润总体趋势向上 经营情况良好

公司营业收入从 2011 年的 1.51 亿元增加到 2013 年的 2.05 亿元，2012 年和 2013 年分别实现了-0.07%和 34.12%的增长。2012 年收入增长放缓的主要原因是当期公司芯材及隔板和玻璃纤维滤纸的销售单价下降以及再升净化停产拆迁导致公司的产能扩张有限，全年再升净化的主营业务收入仅为 1,106.17 万元，较 2011 年下降 71.52%。2013 年增长较快主要是因为当期公司产品芯材及隔板和玻璃纤维滤纸的产销量增加所致，同时微纤维玻璃棉实现了少量对外销售。

同期公司分别实现归母公司净利润 3,225.28 万元、1,270.54 万元和 2,558.65 万元，2012 年和 2013 年同比增长-60.61%和 101.38%，说明公司业绩走出下滑趋势，恢复正增长。

3.3 资产周转能力优于行业平均水平

公司 2013 年的应收账款周转率 4.62，高于行业可比公司中位数 2.66，其中 2013 年增长较快，报告期内，公司营业收入和应收账款余额非同比例增加是造成应收账款周转率波动的主要原因。2012 年度公司营业收入较 2011 年小幅下降，全年应收账款平均数较高，使得公司 2012 年应收账款周转率下降。2013 年，公司销售收入增长，应收账款周转率上升。

公司 2013 年的存货周转率 5.78，高于行业可比上市公司中值 3.80。2012 年，受再升净化停产影响，公司经营形势不佳，存货周转率等指标相应下降。2013 年公司加强了存货管理，2013 年存货占当期营业成本的比例为

18.41%，比 2012 年末下降，2013 年存货周转率开始上升。

表 4： 同行业重点上市公司营运能力比较（单位：次/年）

证券代码	证券简称	应收账款周转率			存货周转率		
		2013A	2012A	2011A	2013A	2012A	2011A
300196.SZ	长海股份	7.87	8.02	7.17	11.48	10.53	8.59
300056.SZ	三维丝	2.46	2.05	2.47	3.80	2.43	2.73
002080.SZ	中材科技	2.66	2.53	3.05	3.05	2.82	2.91
行业可比上市公司中值		2.66	2.53	3.05	3.80	2.82	2.91
603601.SH	再升科技	4.62	3.92	6.15	5.78	5.03	6.28

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

3.4 主要资产偿债能力仍有提升的空间

公司 2013 年的流动比率 1.80，高于行业可比上市公司中值 1.23。公司 2013 年的速动比率 1.36，高于行业可比上市公司中值 1.01，，公司 2013 年的资产负债率 27.66%，明显低于行业可比上市公司中值 40.10%。2013 年 12 月末，公司短期借款增加，使得流动负债大幅增加，同期流动资产增长幅度相对有限，因此公司资产负债率较 2012 年末上升，流动比率、速动比率较 2012 年均有所下降。

总体而言，报告期内，公司资产负债率相对较低，短期偿债能力良好。

表 5： 同行业上市公司偿债能力比较

证券代码	证券简称	流动比率			速动比率			资产负债率(%)		
		13A	12A	11A	13A	12A	11A	13A	12A	11A
300196.SZ	长海股份	1.23	1.35	4.92	1.01	1.18	4.60	29.24	23.45	12.43
300056.SZ	三维丝	1.77	1.52	1.90	1.48	1.21	1.41	40.10	41.76	37.36
002080.SZ	中材科技	1.14	1.19	1.67	0.88	0.88	1.29	59.85	54.74	48.15
行业可比上市公司中值		1.23	1.35	1.90	1.01	1.18	1.41	40.10	41.76	37.36
603601.SH	再升科技	1.80	2.06	2.15	1.36	1.56	1.68	27.66	25.24	25.01

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

3.5 盈利预测及主要假设

1) 各业务的毛利率基本维持在目前水平，不出现大范围、大幅度的降价；

2) 募投项目进展顺利，下游需求依然较好，我们预计 2015-2017 年募投项目将陆续释放产能。

基于以上假设，我们预计 2014-2016 年归属于母公司的净利润分别为 3,949 万元、5,092 万元和 6,767 万元，同比增长 54.36%、28.94%和 32.89%。假定公司发行 1,700 万股新股，则公司总股本为 6,800 万股，相应的稀释后

每股收益为 0.58 元、0.75 元和 1.00 元。

四、风险因素

4.1 真空绝热板芯材的市场和技术环境变化较快的风险

公司是国内首批生产真空绝热板芯材的企业之一。由于真空绝热板芯材市场处于快速启动阶段，产品的技术和性能尚待逐步完善和提高。公司存在因未来不能准确把握真空绝热板芯材行业的技术、产品及市场的发展趋势，未能及时研发出满足或引领市场需求的新产品，或者公司产能增长未能跟上行业发展的速度，而丧失在国内真空绝热板芯材行业的先发优势的风险。

4.2 应收账款账面余额较大的风险

报告期内，公司的应收账款账面余额分别为 3,243.49 万元、3,068.97 万元、4,459.53 万元和 4,571.63 万元，应收账款账面余额占同期营业收入的比例分别为 21.12%、20.00%、21.67%和 43.78%，应收账款账面余额的增幅总体快于营业收入的增幅。同期，公司经营性净现金流分别为 2,525.21 万元、2,252.00 万元、1,813.36 万元和 1,919.90 万元。如果未来应收账款账面余额持续上升，将不仅会减少经营性现金流，而且应收账款账面余额的上升将使公司发生较多坏账的可能性加大。

4.3 核心技术人员王国明被公安机关立案调查的风险

公司于 2013 年 5 月新引进的核心技术人员王国明先生因在加入公司前涉嫌侵犯他人商业秘密而被公安机关立案调查并控制，目前案件仍在侦查起诉过程中，王国明先生也无法去公司正常上班。公司未来存在因涉案玻璃微纤维成纤机无法正常更新替换或者使用受到限制的潜在风险。

五、估值及定价分析

5.1 国内/国际同类公司比较分析

基于已公布的 2013 年业绩和 2014 年预测业绩的均值，可比上市公司 13 年、14 年平均市盈率为 45.95 倍、36.62 倍。

表 6 国内可比公司估值

证券代码	证券简称	股价	EPS			PER(倍)			PB
			2013A	2014E	2015E	2013A	2014E	2015E	
300196.SZ	长海股份	23.51	0.55	0.81	1.13	42.98	28.90	20.76	4.63
300056.SZ	三维丝	20.33	0.33	0.46	0.59	61.46	44.34	34.74	7.19

002080.SZ	中材科技	12.40	0.27	-	-	45.95	-	-	2.15
行业可比上市公司平均						45.95	36.62	27.75	4.63

数据来源: Wind 资讯, 上海证券研究所 (对应股价为 2015-1-12 日收盘价)

5.2 公司合理的估值水平及价格区间

公司的竞争优势有: 1) 持续创新能力和技术优势; 2) 独特的、覆盖全生产流程的工艺技术优势; 3) 产业链条一体化优势。我们认为给予公司 14 年每股收益 32 倍市盈率这一估值水平较为合理, 以该市盈率为中枢且正负区间为 20% 的公司合理估值区间为 16.90-20.28 元, 相对于 2014 年的动态市盈率 (发行后摊薄) 为 29.09-34.91 倍。

在老股不进行转让的前提下, 新股发行价格由项目资金需求量、新股发行费用和新发股数确定。假定公司发行 1700 万股新股, 则公司总股本为 6800 万股, 公司本次募集资金总额为 1.34 亿元, 据此推算发行价格为 7.90 元, 对应 2014 年动态市盈率 13.62 倍。

附表 1 公司损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
一、营业总收入	15,343	20,578	23,179	29,606	38,650
二、营业总成本	12,950	17,539	18,489	23,568	30,639
营业成本	10,375	13,585	14,143	18,043	23,479
营业税金及附加	85	185	174	222	290
销售费用	982	1,350	1,623	2,072	2,706
管理费用	1,397	1,928	2,132	2,724	3,556
财务费用	83	302	232	296	387
资产减值损失	28	190	185	210	222
三、其他经营收益	-73	-24	0	0	0
公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-73	-24	0	0	0
四、营业利润	2,320	3,015	4,690	6,039	8,012
加: 营业外收入	187	184	232	263	278
减: 营业外支出	868	28	46	53	56
五、利润总额	1,639	3,171	4,876	6,249	8,234
减: 所得税	376	602	926	1,157	1,467
六、净利润	1,262	2,569	3,949	5,092	6,767
少数股东损益	-8	10	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	1,271	2,559	3,949	5,092	6,767
七、摊薄每股收益 (元)	0.19	0.38	0.58	0.75	1.00

资料来源: 公司招股意向书, 上海证券研究所

分析师承诺

分析师 王昊

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

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及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。