

2015年03月18日

证券研究报告·公司研究·化工  
再升科技(603601)研究报告

买入(首次)

当前价: 42.47元  
目标价: 50元



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## 微玻纤制品龙头 节能环保产品领先者

### 投资要点

- **微玻纤制品龙头企业, 原材料成本优势凸显。**再升科技主营业务为微纤维玻璃棉及其制品研发、生产和销售, 主要应用于洁净和节能保温领域。公司目前具备 12000 吨/年微纤维玻璃棉、2500 吨/年玻纤滤纸、4500 吨/年真空绝热芯材产能, 随着募投项目投产, 公司将跨入世界级微玻纤制品生产厂商。另外, 公司微纤维玻璃棉自产比重已提升至 90%, 玻璃棉生产成本较 2013 年下降 4800 元左右, 主营产品毛利率高于海外企业近 5 个百分点。
- **玻纤滤纸技术国际领先, 下游需求应用广泛。**公司作为玻纤滤纸龙头企业, 也是国内唯一将纳米级玻纤滤纸工业化批量生产的企业, 超高效玻纤滤纸直径可达 0.1 $\mu$ m。公司的全密封斜网成型技术、膜转移双面施胶均属国内首创, 同时滤纸制浆阶段的工艺配方也是公司绝密技术。公司玻纤滤纸产品主要应用于下游工业过滤器, 随着空气质量标准提升, 预计未来五年内, 空气净化器将保持 50% 的年均增速, 家用空气净化器普及率将达到 10%, 有望迎来百亿元潜在市场需求。
- **受益于真空绝热芯材替代效应, 下游客户粘性高。**真空绝热(VIP)芯材导热系数仅为聚氨酯泡沫八分之一, 较传统保温材料节能 30%, 且为环境友好型材料, 随着 VIP 芯材生产成本下降, 预计 2015 年真空绝热芯材在冰箱冰柜中市场渗透率达到 10%, 将迎来 10 万吨左右需求量。公司作为国内真空绝热芯材销量最大企业, 满足客户定制化需求, 下游客户粘性度高, 东芝、LG、GE 近三年的年均采购占比达到 85%。
- **复合滤材即将面世, 培育新的利润增长点。**随着水泥、垃圾焚烧等领域高温除尘需求的增加, 预计 2015 年我国高温滤材市场规模将达 315 亿元, 公司作为复合滤材(PTFE)行业领先者, 产品广泛应用于航空航天、军工等高端领域, 公司未来有望大规模投入复合滤材等新产品, 形成公司新的利润增长点。
- **估值与评级:**预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.78 元、1.02 元、1.26 元, 对应动态 PE 分别为 54 倍、42 倍、34 倍, 随着公司募集资金到位, 将加速微玻纤制品投产进程, 考虑公司未来存在行业内并购以及新产品投放的预期, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格变动的风险, VIP 芯材市场和技术变化较快的风险。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	213.43	289.68	381.28	471.53
增长率	3.72%	35.73%	31.62%	23.67%
归属母公司净利润(百万元)	36.57	53.28	69.12	85.35
增长率	42.93%	45.69%	29.72%	23.49%
每股收益 EPS(元)	0.54	0.78	1.02	1.26
净资产收益率 ROE	18.55%	14.12%	15.83%	16.73%
PE	78.97	54.20	41.78	33.84
PB	14.65	7.65	6.61	5.66

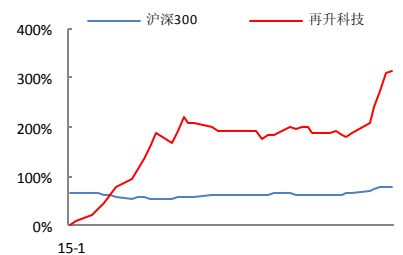
数据来源: 公司公告, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 商艾华  
执业证号: S1250513070003  
电话: 021-50755259  
邮箱: shah@swsc.com.cn

分析师: 李晓迪  
执业证号: S1250514120001  
电话: 010-57631196  
邮箱: lxdi@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 西南证券

### 基础数据

总股本(亿股)	0.68
流通 A 股(亿股)	0.17
52 周内股价区间(元)	-
总市值(亿元)	32.01
总资产(亿元)	2.57
每股净资产(元)	3.87

### 相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 目录

一、公司概况：微纤维玻璃棉制品龙头.....	1
（一）公司简介：玻璃纤维滤纸和真空绝热芯材领先者.....	1
（二）自产比重逐步加大，毛利率和业绩稳步提升.....	2
二、微纤维玻璃棉产能释放，生产成本优势凸显.....	3
三、滤纸下游应用广泛，公司技术优势明显.....	6
（一）滤纸下游应用广泛，空气过滤器有望迎来爆发式增长.....	6
（二）公司是玻纤滤纸龙头企业，技术优势明显.....	7
四、受益于VIP芯材替代效应，下游客户粘性高.....	10
（一）受益环保节能，行业替代效应明显.....	10
（二）产能释放增厚业绩，下游客户粘性高.....	12
五、复合滤材即将面世，培育新增长点.....	13
六、盈利预测与估值.....	15
七、风险提示.....	15

## 图目录

图 1: 公司业务范围.....	1
图 2: 公司股权结构.....	2
图 3: 公司营业收入稳定增长.....	2
图 4: 公司净利润增幅较大.....	2
图 5: 公司主营业务收入情况（万元）.....	3
图 6: 公司主营业务毛利情况（万元）.....	3
图 7: 公司主营产品单位成本大幅降低.....	3
图 8: 公司毛利率提升.....	3
图 9: 我国微纤维玻璃棉产量增长迅速.....	4
图 10: 我国微纤维玻璃棉产能集中在东北和西南.....	4
图 11: 火焰棉中能源成本占比较大.....	4
图 12: 离心棉中矿物料成本占比高.....	4
图 13: 西南地区工业天然气价格相对较低（元/立方米）.....	5
图 14: 微纤维玻璃棉保持较高的产能利用率.....	5
图 15: 内部采购比重逐渐加大.....	5
图 16: 玻纤滤纸的国内需求逐年增加.....	6
图 17: 我国玻纤滤纸需求全球占比逐步提升.....	6
图 18: 我国空气净化器普及率加大.....	7
图 19: 全球玻纤滤纸行业集中度较高（2013 年度数据）.....	8
图 20: 公司玻纤滤纸处于满产状态.....	8
图 21: 公司占全球市场份额稳步扩大.....	8
图 22: 欧美经济逐渐复苏.....	9
图 23: 再升科技营业利润率高于海外企业.....	9
图 24: 氟氯烃产量要求逐渐降低（以 2013 年为基数）.....	10
图 25: 成本降低加大真空绝热芯材的需求量.....	11
图 26: 全球冰柜、冰箱容需求量.....	11
图 27: 全球冷柜库需求量.....	11
图 28: 公司 MP 芯材产能利用率较高.....	12
图 29: 公司 MP 芯材业务全球市场份额将有所下滑.....	12
图 30: 东芝等下游客户粘性较高.....	13
图 31: 公司 MP 芯材进行适当降价.....	13
图 32: 高温滤料下游需求构成.....	14
图 33: 火电和水泥每年新增高温滤料需求（万平方米）.....	14

## 表目录

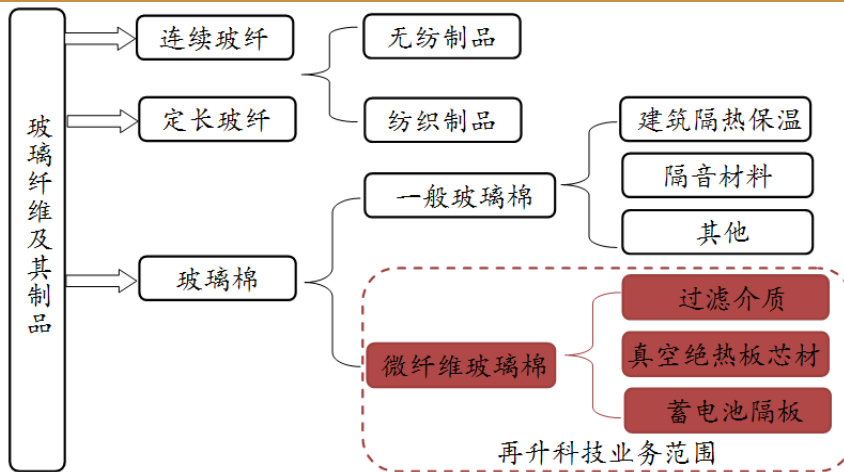
表 1: 募投项目投产将实现产能翻倍.....	1
表 2: 空气质量评价标准愈发严格.....	7
表 3: 玻纤滤纸国内外产能对比（吨/年）.....	7
表 4: 国内外玻纤滤纸性能对比.....	9
表 5: 公司主要产品技术阶段.....	13
表 6: 除尘技术对比.....	14
附表: 财务预测与估值.....	16

## 一、公司概况：微纤维玻璃棉制品龙头

### (一) 公司简介：玻璃纤维滤纸和真空绝热芯材领先者

公司主要从事微纤维玻璃棉及其微玻纤产品的研发、生产和销售，是国内最早进入微玻纤制品行业的企业之一。公司生产的微纤维玻璃棉制品主要应用于洁净和节能保温领域，以玻纤滤纸和真空绝热板芯材为主，蓄电池隔热板目前处于小批量生产阶段。

图 1：公司业务范围



数据来源：招股说明书，西南证券

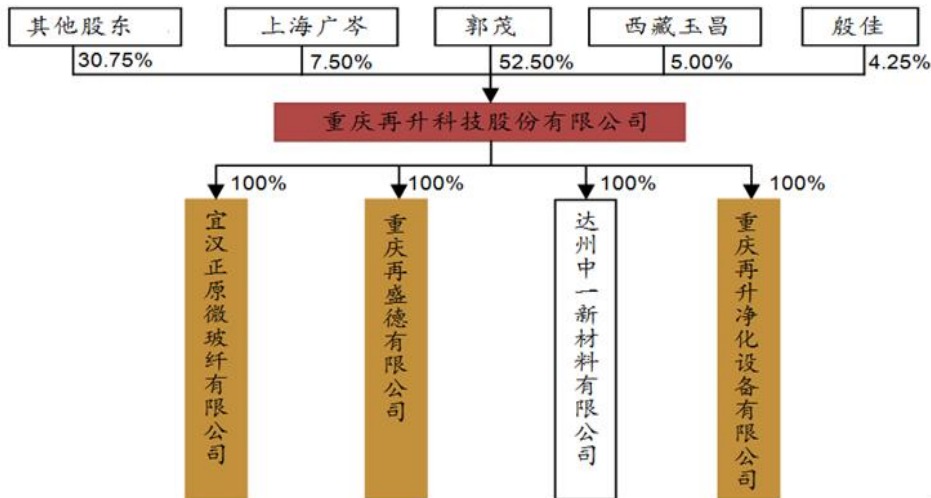
公司目前具有 12000 吨微纤维玻璃棉、2500 吨玻璃纤维滤纸、4500 吨/年真空绝热板芯材产能，是国内微玻纤制品的龙头企业。募投项目投产后，公司将新增 2200 吨/年玻纤滤纸、5000 吨/年真空绝热芯材产能，实现产能翻倍，逐渐向国际微玻纤制品生产商靠近。

表 1：募投项目投产将实现产能翻倍

项目	产能 (吨/年)	投资总额 (万元)	拟使用募集资金 (万元)
新型高效空气滤料扩建项目	2,200	9,203	6,400
年产 5000 吨高效节能真空绝热板芯材产业化项目	5,000	5,671	3,200
洁净与环保技术研发测试中心建设项目		2,835	827
合计		17,710	10,427

数据来源：招股说明书，西南证券

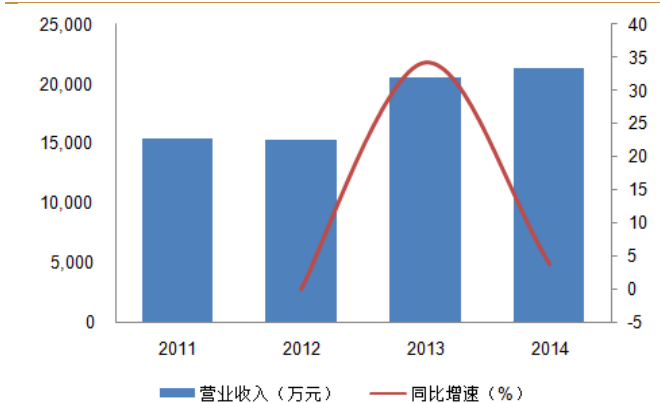
公司控股股东及实际控制人为郭茂，现任公司董事长兼总经理，持股比例达 52.5%，公司现有全资子公司宣汉正原、重庆再盛德、重庆再升净化有限公司。

**图 2: 公司股权结构**


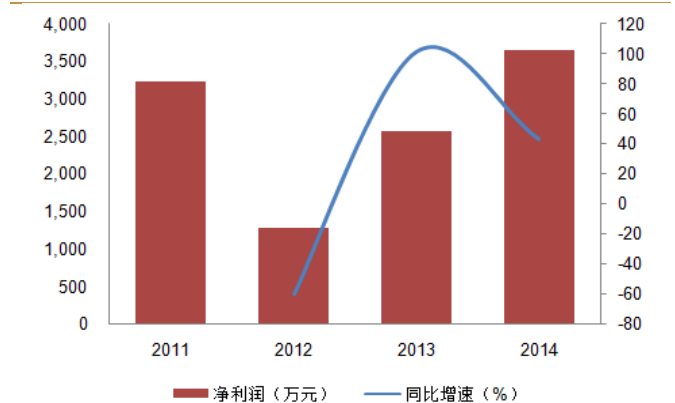
数据来源: 公司公告, 西南证券

## (二) 自产比重逐步加大, 毛利率和业绩稳步提升

公司 2012 年业绩出现大幅下滑, 主要是因为子公司再升净化被动搬迁, 在台商工业园区新投入生产线运行不稳定造成。2013 年以来, 公司营收和净利润出现大幅增长, 得益于公司产业链一体化优势逐渐体现。公司在 2012 年投产火焰法玻璃棉后, 2013 年下半年开始大规模投产离心法玻璃棉, 公司自产低成本玻璃棉满足滤纸和芯材的原材料需求, 自给率达到 90%。公司 2014 年营业收入 2.1 亿元, 同比增加 3.7%, 净利润 0.37 亿元, 同比增加 42.9%, 一方面由于生产线调试结束, 产能逐步释放, 另外一方面因为公司玻璃棉生产基地靠近油田, 天然气成本极低。

**图 3: 公司营业收入稳定增长**


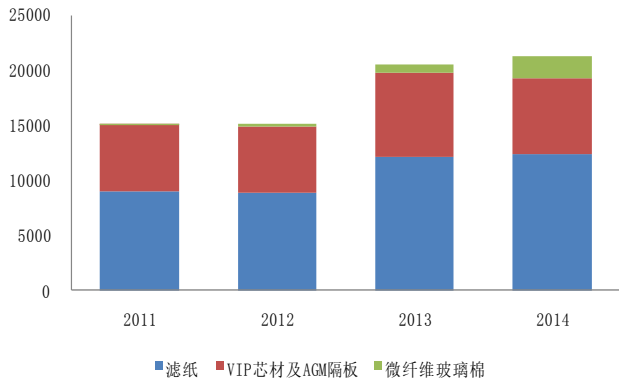
数据来源: Wind, 西南证券

**图 4: 公司净利润增幅较大**


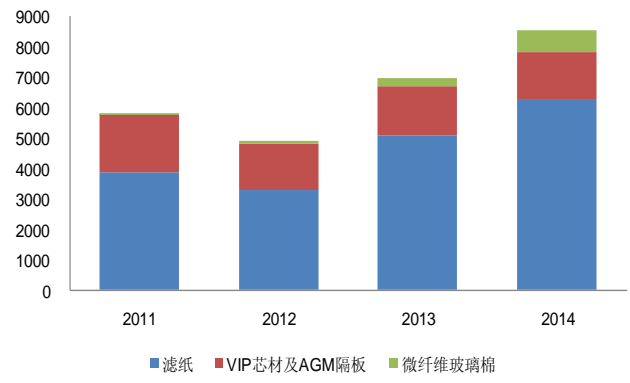
数据来源: Wind, 西南证券

公司营收主要来源于滤纸、真空绝热芯材及隔板, 2014 年营收占比分别为 58.2%、32.1%。公司芯材及隔板业务以芯材为主, 含少量隔板, 隔板收入占芯材及隔板业务收入比重较小, 且隔板生产工艺、价格、利润水平与芯材较为接近, 因此将两者合并统计。另外, 随着玻璃棉产能逐渐释放, 对外销售比重也提升至 10%。

从毛利方面来看,2014年公司滤纸、芯材及隔板、玻璃棉毛利占比分别为72.8%、18.7%、8.5%。由于原材料玻璃棉自产比重提升以及火焰棉和离心棉生产结构调整,公司毛利率从2011年的38.5%上升至2014年的40.2%。

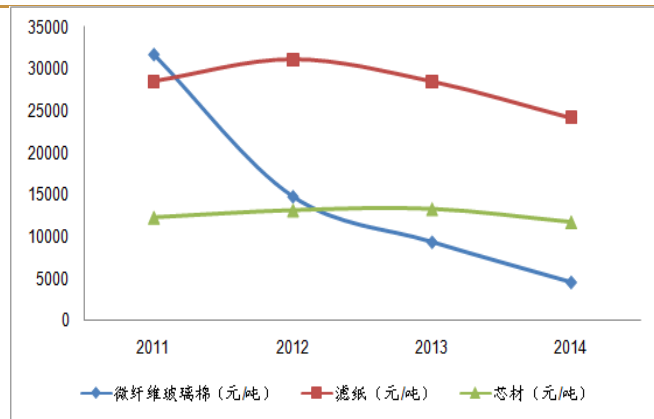
**图 5: 公司主营业务收入情况 (万元)**


数据来源: Wind, 西南证券

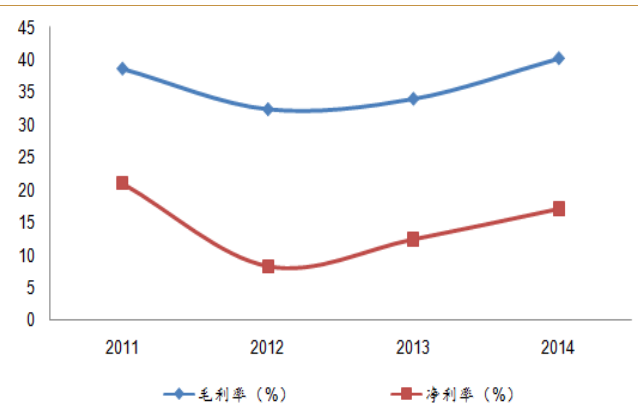
**图 6: 公司主营业务毛利情况 (万元)**


数据来源: Wind, 西南证券

2014年公司毛利率达到40.2%,较2013年上升6.2个百分点,且呈现逐年攀升态势(2012年由于子公司再升净化搬迁的原因,毛利率出现一定程度下滑)。公司毛利率大幅提升主要是因为原材料玻璃棉自产比重提升,玻璃棉生产成本降低,下游玻璃纤维制品毛利率也随着提升,目前原材料自产比重已达到90%,预计未来成本变化不大,主营业务的毛利率将保持稳定。

**图 7: 公司主营产品单位成本大幅降低**


数据来源: wind, 西南证券

**图 8: 公司毛利率提升**


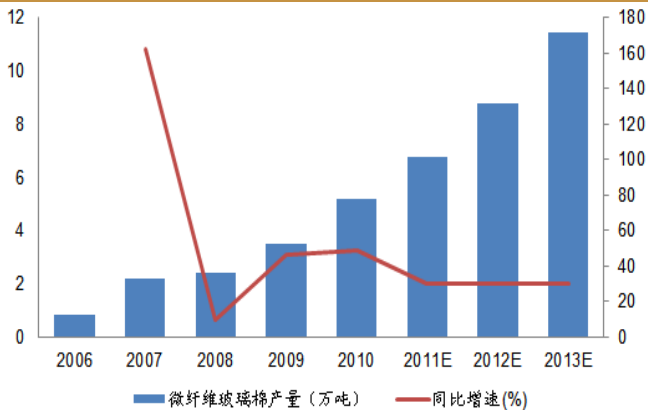
数据来源: wind, 西南证券

## 二、微纤维玻璃棉产能释放, 生产成本优势凸显

微纤维玻璃棉由于表面积大、化学性质稳定、耐高温等优异性质,是军工、航天、汽车等领域无法取代的“新材料”,工信部也正式将微纤维玻璃棉列入“十二五新材料重点推荐项目”。

受AGM隔板、玻璃纤维滤纸和真空绝热芯材拉动,近三年微纤维玻璃棉平均年需求量保持30%的增长速度。我国微纤维玻璃棉产量快速增长,2013年我国微纤维玻璃棉产量达到11万吨,其中近80%左右的产量在东北和西南地区,主要由于天然气成本较低。

图 9: 我国微纤维玻璃棉产量增长迅速



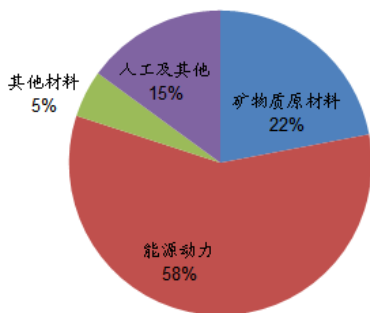
数据来源:《玻璃纤维》, 西南证券

随着下游客户质量要求提高以及行业标准出台, 微纤维玻璃棉行业逐渐摆脱低价和低质的无序竞争状态, 行业集中度逐渐提高。2013 年我国微纤维玻璃棉的有效产能约为 12 万吨, 其中万吨规模以上仅两家, 沈阳久响和再升科技。目前沈阳久响产能约为 2 万吨, 再升科技产能为 1.2 万吨。

#### 公司靠近原料产地, 成本优势明显

子公司宣汉正原主要从事原材料微纤维玻璃棉的生产, 主要为公司提供玻璃纤维滤纸和真空绝热板芯材所需原材料, 另外有少量对外直接销售微纤维玻璃棉。火焰棉以天然气为主要能源动力, 能源动力成本占比高达 60% 左右, 而离心棉耗用的天然气相对较少, 能源动力成本占比相对较低, 在 30% 左右。

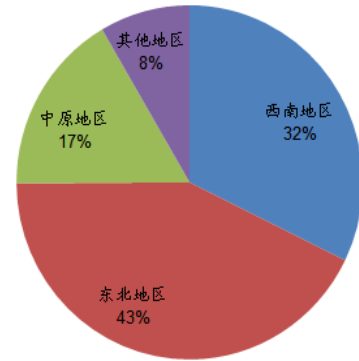
图 11: 火焰棉中能源成本占比较大



数据来源: 招股说明书, 西南证券

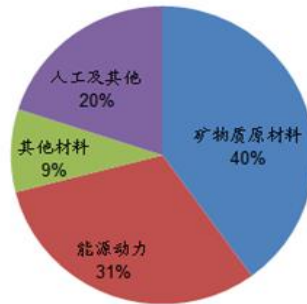
宣汉正原厂区毗邻中石化普光油田, 采购天然气能源成本相对较低, 目前公司位于四川达州的宣汉正原厂区的天然气价格为 1.47 元/m<sup>3</sup> (不含税)。随着公司规模优势扩大以及产品结构调整, 公司微纤维玻璃棉中能源成本占比下降至 42%, 每吨玻璃棉中的天然气成本下降约 2000 元。2015 年, 公司与四川、重庆天然气公司已经签订合同, 天然气采购价格仍与去年持平, 公司有望保持能源成本优势。

图 10: 我国微纤维玻璃棉产能集中在东北和西南



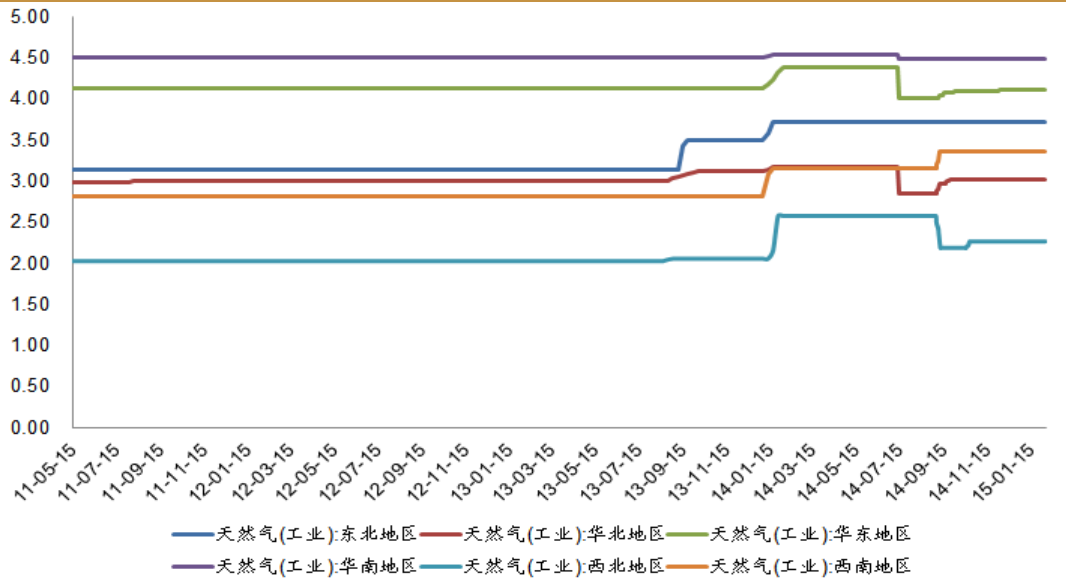
数据来源:《玻璃纤维》, 西南证券

图 12: 离心棉中矿物质成本占比高



数据来源: 招股说明书, 西南证券



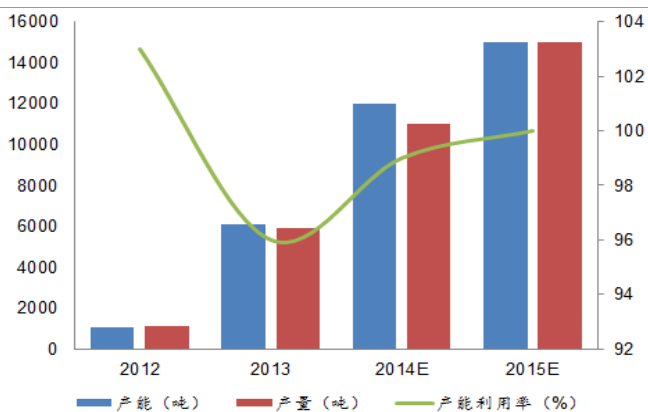
**图 13: 西南地区工业天然气价格相对较低 (元/立方米)**


数据来源: 百川资讯, 西南证券

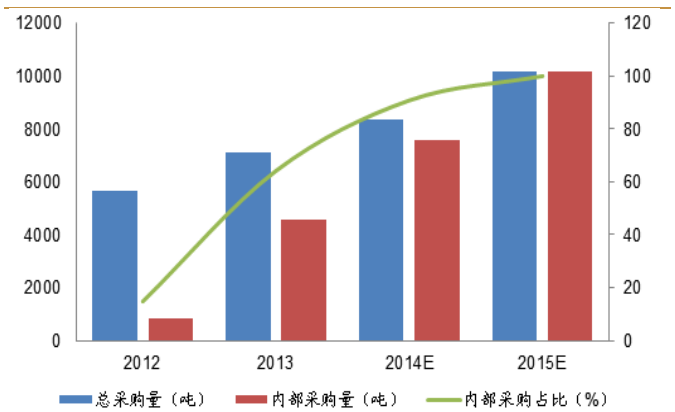
除了能源成本优势和规模经济优势外, 公司的微纤维玻璃棉业务获得较高的毛利率水平, 还得益于公司投资新建的微纤维玻璃棉生产线的工艺水平和产品品质已经达到了国内领先水平, 通过自主研发, 由石英砂、硼砂和纯碱等原料直接生产特种玻璃料或玻璃液, 降低公司玻璃棉中矿物原材料成本, 平均每吨微纤维玻璃棉中矿物材料成本下降约 1500 元。

### 产能扩张值得期待, 全产业链优势凸显

公司是唯一一家既生产火焰棉又生产离心棉企业, 公司目前拥有 3 条微纤维玻璃棉生产线, 随着 3 期项目完全投产, 公司产能将达到 2 万吨, 根据募投项目投产进度以及前期调研, 预计 2014、2015 年的产能分别为 1.2 万吨、1.5 万吨。另外, 公司借助全产业链优势, 加大内部采购, 55% 玻璃棉作为滤纸和芯材的原材料, 一方面降低微纤维玻璃棉制品的成本, 另一方面有利于拓展微纤维玻璃棉的销量。

**图 14: 微纤维玻璃棉保持较高的产能利用率**


数据来源: 招股说明书, 西南证券

**图 15: 内部采购比重逐渐加大**


数据来源: 招股说明书, 西南证券

随着公司微纤维玻璃棉自产比重提高,公司下游玻纤滤纸和VIP芯材原材料内部采购率由2013年64.3%提升至2014年上半年90.8%,预计2015年原材料将完全实现内部采购。由于原材料成本优势,公司下游微玻纤制品毛利率也不断提升,玻纤滤纸和VIP芯材2014年上半年毛利率较2013年分别上升7.9、5.1个百分点,随着公司微纤维玻璃棉产能扩张有序推进,公司全产业链优势将进一步凸显。

### 三、滤纸下游应用广泛,公司技术优势明显

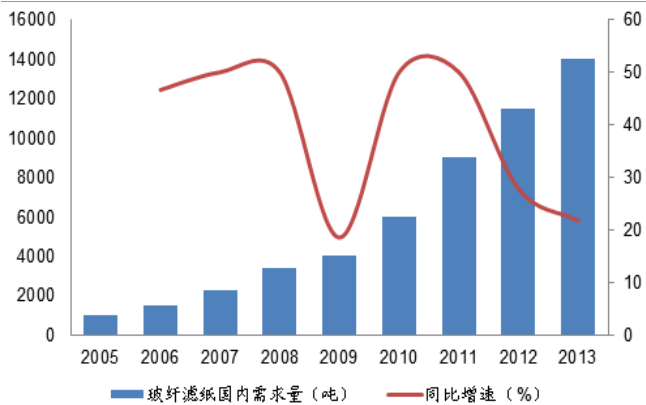
#### (一) 滤纸下游应用广泛,空气过滤器有望迎来爆发式增长

玻璃纤维滤纸是以微纤维玻璃棉为主要原材料、采用湿法成网工艺制成的厚度约为0.3mm的过滤介质,滤纸内部微纤维玻璃棉直径一般小于1 $\mu$ m。玻璃纤维滤纸兼具容尘量大和过滤效率高的特点,在工业以及航空、军工等高端过滤领域具有不可替代作用。

玻璃纤维滤纸的需求主要由三部分构成:一是新增需求,即新建项目或新增产能带来的对玻璃纤维滤纸的需求。二是更换需求,当玻璃纤维滤纸的通风阻力达到初始值的两倍时,就需要更换玻璃纤维滤纸。一般来说,玻璃纤维滤纸的更换周期为两年左右。三是替换需求,随着先进制造业的发展,精密制造对工作环境依赖性也越来越高,原有工作环境中使用的中低效过滤介质已不能满足精细化生产,需要以更高效率的玻璃纤维滤纸替换其他过滤介质。

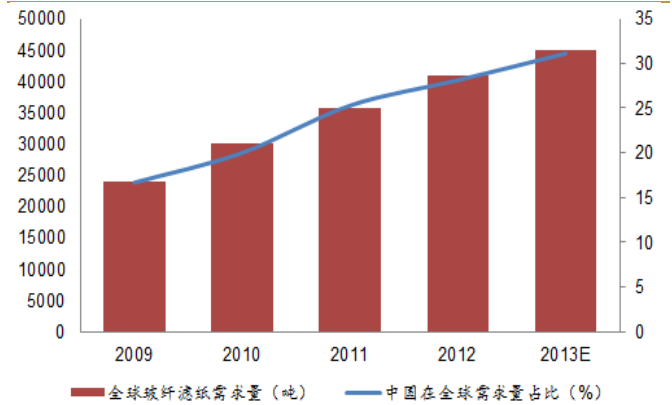
近三年来,我国玻纤滤纸需求的复合增长率达到30%,2013年需求量达到14,000吨左右。2013年全球市场对玻璃纤维滤纸的需求为45,000吨左右,中国占全球市场的份额也由2009年17%提升至2013年30%左右。

图 16: 玻纤滤纸的国内需求逐年增加



数据来源:《过滤与分离》,西南证券

图 17: 我国玻纤滤纸需求全球占比逐步提升



数据来源:《过滤与分离》,西南证券

#### 工业过滤器将加速放量

目前,我国正处于产业结构调整 and 升级换代的阶段,全球精密制造业开始向中国转移。微电子、精密机械、航天航空、军工等先进制造业快速发展,尤其是大量的芯片生产线、LED生产线、液晶面板生产线、多晶硅及太阳能电池生产线正在或者即将在国内建设。以电子芯片生产线为例,2010年以来投产8代及以上芯片生产线7条,按照对洁净室建设和维护的投资占总投资额度15%,洁净室建设和维护金额将达266亿元,按玻纤滤纸占投资金额5%的比例计算,仅电子芯片生产线的玻纤滤纸需求就达14亿元。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。

### 空气质量标准提升带来滤纸发展新机遇

随着中国工业化进程的加快，以煤炭、石油为主的能源消耗大幅攀升，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，我国大气污染问题日益严重。国家制定的空气质量评价标准将愈发严格，并将加速出台对产生 PM2.5 的污染源治理措施，包括汽车尾气、挥发性有机物等。

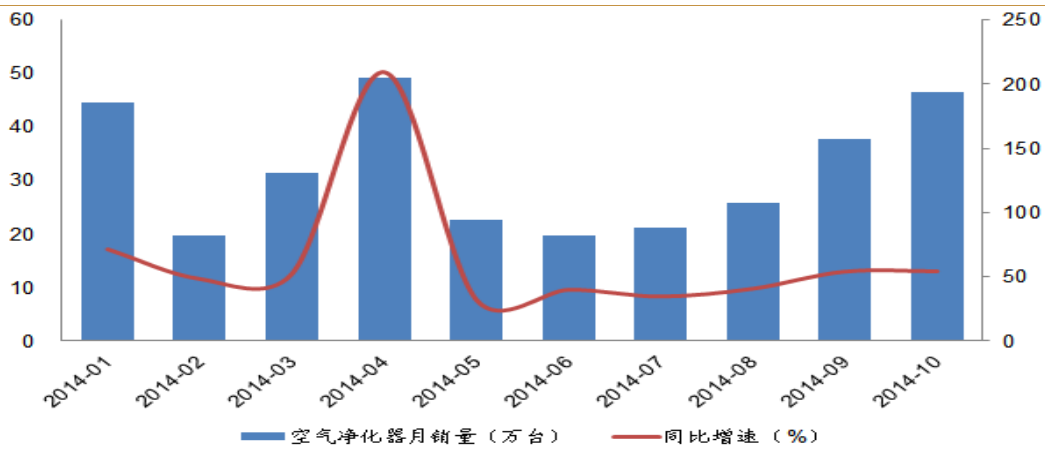
表2：空气质量评价标准愈发严格

时间	空气质量评价标准
2011年	国家环保总局制定了《环境空气 PM10 和 PM2.5 的测定重量法》
2011年12月	环保部公布 PM2.5 和臭氧监测时间表，自 2012 年起直辖市及省会城市开始监测 PM2.5 浓度
2013年	113 个环境保护重点城市和环境模范城开展监测
2015年	所有地级市以上城市开展监测
2016年	全国统一执行新的空气质量标准，并向社会公布监测结果

数据来源：环保局，西南证券

另外，目前空气净化器在美国家庭的普及率达 27%，日本为 17%，国内空气净化器的普及率不到 0.1%，随着人们健康意识的觉醒以及对 PM2.5 认知度提高，空气净化器普及率也将大幅提升，玻璃纤维滤纸的需求也将加大。

图 18：我国空气净化器普及率加大



数据来源：wind,西南证券

## （二）公司是玻纤滤纸龙头企业，技术优势明显

微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，国外主要包括 HV、Lydall、Ahlstrom、Dumas，国内主要是再升科技、中材科技，国内其他滤纸生产企业产量均较小。

表3：玻纤滤纸国内外产能对比（吨/年）

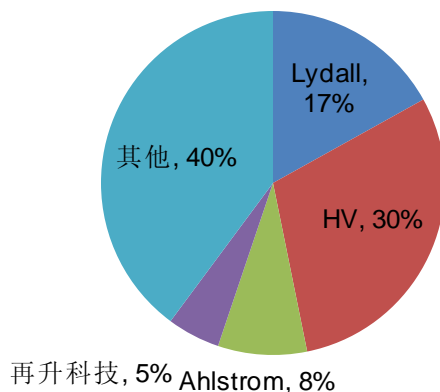
时间	Lydall	HV	Ahlstrom	再升科技	中材科技
2009	5500	8000	2000	600	800
2010	6600	10500	2500	970	860

时间	Lydall	HV	Ahlstrom	再升科技	中材科技
2011	7200	11000	3000	1900	800
2012	8000	12000	3600	2000	600
2013	8500	15000	4200	2500	500

数据来源:《过滤与分离》, 西南证券

目前全球玻纤滤纸产能估计在 5 万吨左右, 其中 Lydall、HV、Ahlstrom、再生科技 5 家公司产能占到全球产能的 60%, 行业集中度较高。

**图 19: 全球玻纤滤纸行业集中度较高 (2013 年度数据)**

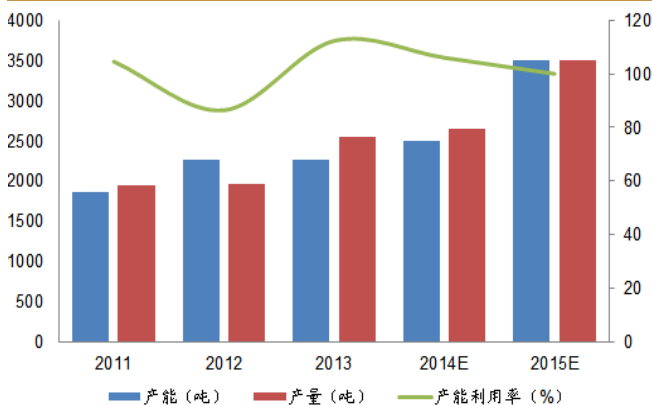


数据来源: 西南证券

公司玻纤滤纸内部微纤维玻璃棉直径在  $1\mu\text{m}$  以下, 最小直径可达  $0.1\mu\text{m}$ , 对最易穿过粒子 (直径一般在  $0.1\mu\text{m}$  至  $0.3\mu\text{m}$  之间) 的过滤效率最高可达到 99.999995%, 公司是国内少数能够生产超高效玻璃纤维滤纸的企业之一。公司生产的超高效空气过滤纸 (ULPA), 与美国 HV 公司技术相当, 获得科学技术部科技型中小企业技术创新基金管理中心立项。

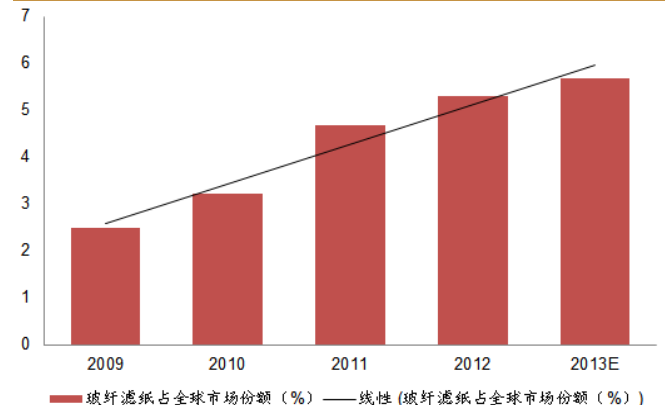
公司目前拥有近 2500 吨玻璃纤维滤纸产能, 处于满负荷运作状态。随着募投项目投产, 公司产能将上升至 5000 吨, 跨入国际玻纤滤纸生产厂商, 全球市场份额也有望提升, 预计公司 2015 年全球市场份额将达到 7%。

**图 20: 公司玻纤滤纸处于满产状态**



数据来源: 招股说明书, 西南证券

**图 21: 公司占全球市场份额稳步扩大**



数据来源: 西南证券

公司制定了玻璃纤维滤纸企业标准《玻璃纤维空气滤料》(Q/ZSK2010), 多项性能指标均高于行业标准《玻璃纤维高效空气滤纸》(QB/T1320-1991) 和军用标准《玻璃纤维空气滤纸规范》(GJB3787-99)。

**表4: 国内外玻纤滤纸性能对比**

项目	行业标准	军用级别	再升科技	Lydall	HV	Dumas
厚度(mm)	0.36±0.04	0.40±0.03	0.33±0.02	0.2-0.4	0.3-0.5	0.4
阻力(Pa)	≤390	≤250	≤250	260-530	260-500	340-550
抗张强度(kN/m)	≥0.35	≥0.30	≥0.80	≥0.60	≥0.10	≥0.15
抗水性(Pa)	≥5,000	-	≥5,000	-	-	-
可燃物含量	≤7.0%	-	≤7.0%	≤5%	≤5.5%	≤7.0%

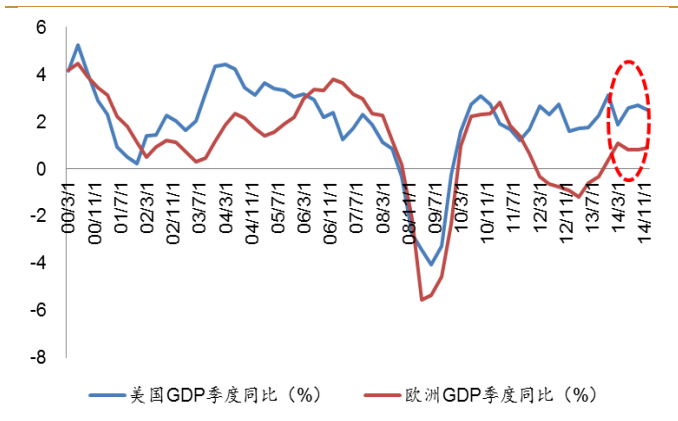
数据来源:《过滤与分离》, 西南证券

另外, 公司生产玻璃纤维滤纸与 HV、Dumas 等国际大型厂商技术差距在逐渐缩小, 尤其是在厚度、抗张强度等关键性指标, 已达到国际领先水平。

目前, 公司的玻纤滤纸主要应用于工业过滤器, 随着空气质量标准提升, 以及人们健康意识的觉醒, 公司未来也将从事家用空气净化器滤纸的生产, 一方面可以发挥公司现有渠道优势, 目前工业过滤器生产厂商生产家用空气过滤器意愿较为强烈, 另外一方面, 公司可充分发挥在玻纤滤纸的先发优势, 提前抢占近百亿元的家用过滤器市场。

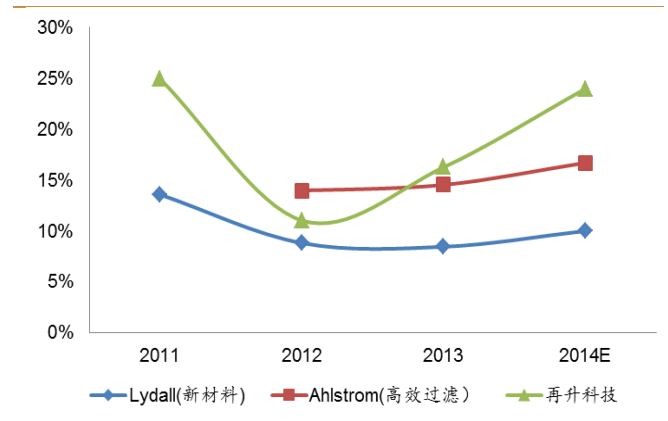
海外市场玻纤滤纸需求, 尤其是空气净化器玻纤滤纸需求, 与经济发展关联度较高。随着欧美经济逐渐复苏, 再升科技海外出口业务有望创新高, 预计再升科技 2015 年滤纸业务出口比重有望提升至 25%。另外, 随着新生产线投产以及原材料自产比重的提高, 再升科技营业利润率有望维持在 20%左右, 显著高于兰德和奥斯龙的盈利水平, 公司 2012 年营业利润率出现明显下滑, 主要是受搬迁影响, 公司产能下降。

**图 22: 欧美经济逐渐复苏**



数据来源: wind, 西南证券

**图 23: 再升科技营业利润率高于海外企业**



数据来源: wind, 西南证券

## 四、受益于 VIP 芯材替代效应，下游客户粘性高

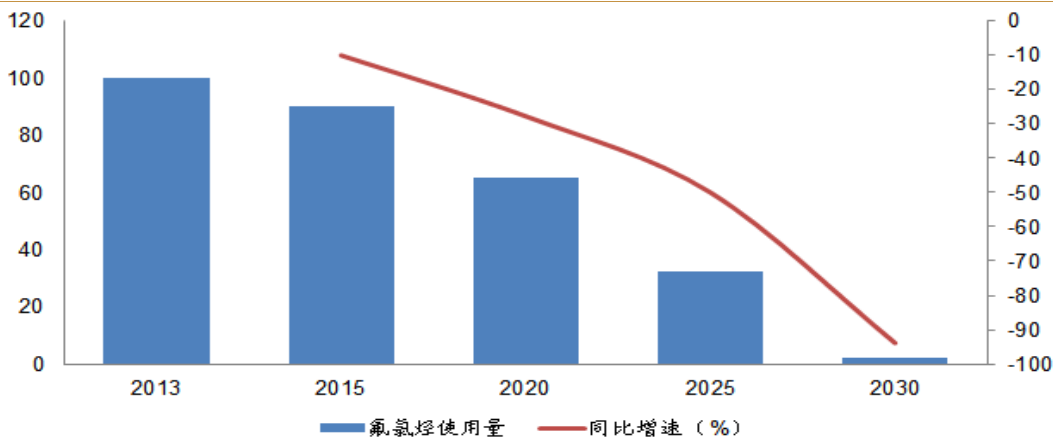
真空绝热板（简称 VIP）芯材是以微纤维玻璃棉为主要原材料，采用湿法成网工艺制成的厚度为  $1\mu\text{m}$ - $10\mu\text{m}$  的微纤维玻璃棉板。真空绝热板一般由芯材、阻隔薄膜以及吸气剂组成。真空绝热板芯材用于限制残余在真空绝热板中的气体分子的运动空间，从而阻止气体对流并传导热量。

真空绝热板最初使用在航空航天和军事等领域，防止飞机、导弹在冷热条件下产生失控。目前，真空绝热板已开始应用于冰箱、冰柜、船舶、公路和空中冷藏运输等民用领域。其中，冰箱、冰柜行业是真空绝热板未来应用最大的领域。

### （一）受益环保节能，行业替代效应明显

冰箱的传统保温材料聚氨酯泡沫板生产过程中，会使用氯氟烃（HCFCs）等消耗臭氧的化学物质（ODS），影响生态环境。而真空隔热板芯材原材料为无机材料微纤维玻璃棉，环境友好型材料且真空绝热板导热系数为传统聚氨酯泡沫板的八分之一，较传统保温材料节能 30%。随着各国对环保日益重视，聚氨酯泡沫板逐渐被淘汰，真空绝热芯材将迎来黄金发展时期。

图 24：氟氯烃产量要求逐渐降低（以 2013 年为基数）

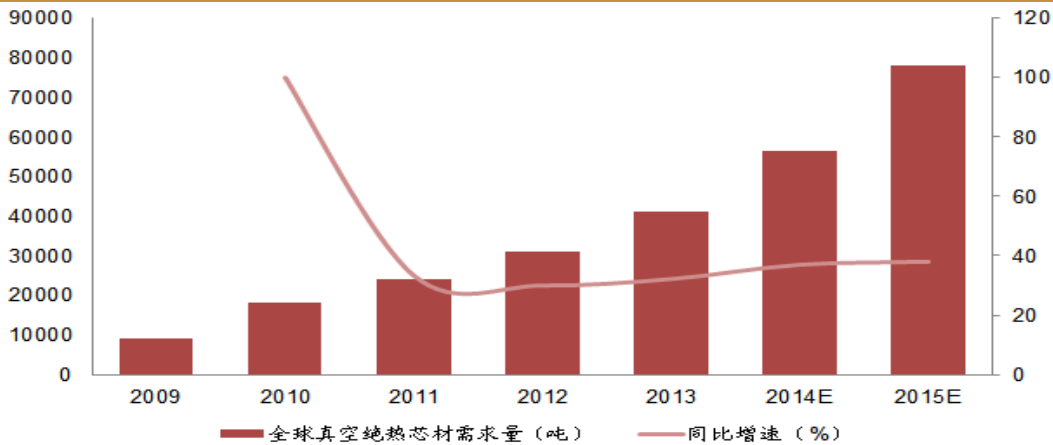


数据来源：《蒙特利尔议定书》，西南证券

另外，与聚氨酯泡沫板相比，绝热隔板具有叠层结构，具有导热系数低、保温层厚度薄、体积小、重量轻、制造过程无氟以及容易回收再利用等优势。

从成本来看，真空绝热板 2007 年以前，由于真空绝热隔板生产工艺复杂，生产成本高，均价在 1000-1200 元/平方米左右，家电企业更多采用价格低廉的硬质聚氨酯泡沫作为保温材料。近年来行业内的企业加大了对真空绝热板的研发力度，尤其是原材料微纤维玻璃棉生产技术的提高，真空绝热板的制造成本显著降低，目前真空绝热板市场价格已经降到 100 元/平方米，市场对真空绝热板及其芯材的需求开始呈现快速增长的态势。

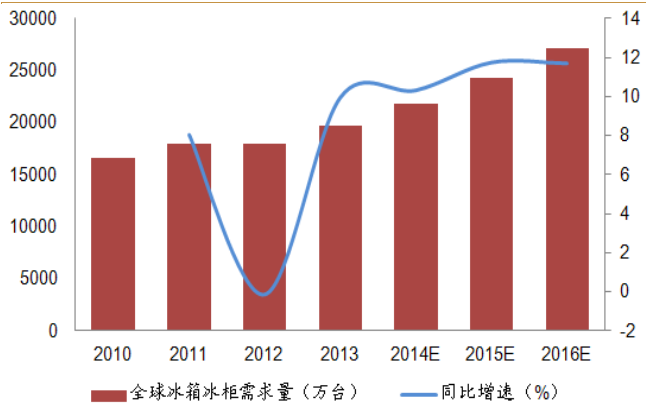
图 25: 成本降低加大真空绝热芯材的需求量



数据来源:《保温材料与节能技术》, 西南证券

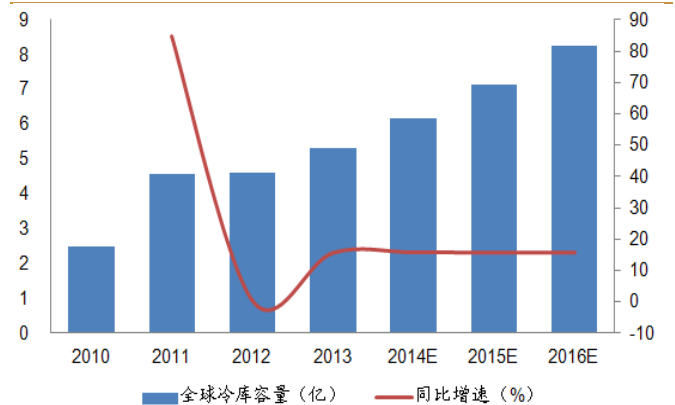
据估计, 至 2015 年, VIP 板在全球冰箱冷柜市场的渗透率将达到 10%, 芯材作为真空绝热板的核心部件之一, 其重量约占真空绝热板总重量的 75%, 按照每台冰箱或冰柜使用真空绝热板约为 6kg 来测算, 每台冰箱芯材使用量约为 4.5kg。据此测算, 预计至 2013 年全球真空绝热板芯材的需求将达到 4.1 万吨左右, 到 2015 年真空绝热板芯材的需求量将达到 10 万吨左右。我国冰箱、冰柜产量占据全球产量近 50%, 因此, 国内企业真空绝热板芯材的需求量在 5 万吨左右。

图 26: 全球冰箱、冰柜容需求量



数据来源:《新型建筑材料》, 西南证券

图 27: 全球冷库容量需求



数据来源:《新型建筑材料》, 西南证券

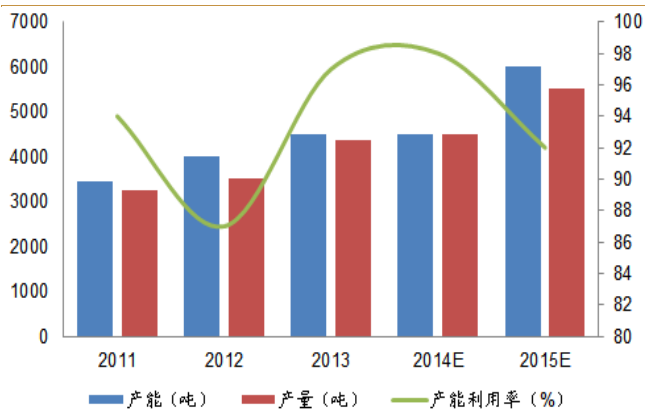
目前, 日本 VIP 节能冰箱占比达到 60%, 而我国 VIP 节能冰箱占比不到 10%, 国内仍有 5,000 多家企业使用 HCFCs 生产聚氨酯泡沫。因此,《中国家用电器工业“十二五”发展规划建议》要求, 主要家电产品能效水平平均提高 15%。2014 年, 工信部也明确表示将加快重大节能技术与装备的推广与应用, 拟到 2017 年该市场占有率从目前不足 10% 提高到 45%, 产值超 7,500 亿元, 政策利好也将进一步推动 VIP 芯材需求。

## (二) 产能释放增厚业绩，下游客户粘性高

目前，全球具有一定规模的真空绝热板生产企业不多，主要可分为两类：一类是国外的一些大型家电企业，比如：三星、东芝等；第二类是专业生产真空绝热板和芯材的企业，如德国的 Va-Q-Tek、苏州维艾普、福建赛特新材等公司。随着真空绝热板和芯材等生产企业出现，东芝、LG 等企业使用外购的产品具有成本优势，而且专业生产商提供的产品也在不断更新，产品性能不断提高，为此目前非专业类的厂商有减缓投资的迹象。

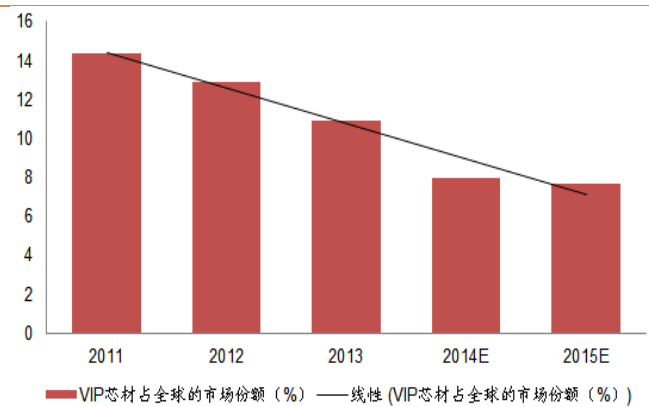
公司是国内首批生产真空绝热板芯材的企业之一，冰箱专用真空绝热板芯材已获得科学技术部科技型中小企业技术创新基金管理中心立项。公司目前拥有近 4500 吨 VIP 芯材产能，国内排名前三甲，处于满负荷运作状态。随着募投项目投产，预计 2015 年、2016 年产能分别为 6000 吨、8500 吨，公司订单充裕，且下游客户粘性较高，预计 2015、2016 年产量为 5500 吨、8000 吨，对应的全球市场占有率为 7.9%、7.7%，公司在全球市场占有率有所下滑，主要是因为公司产能扩张速度，低于全球需求增长速度，生产规模制约了公司发展，未来不排除通过兼并重组的方式做大做强公司 VIP 芯材业务。

图 28: 公司 VIP 芯材产能利用率较高



数据来源：招股说明书，西南证券

图 29: 公司 VIP 芯材业务全球市场份额将有所下滑

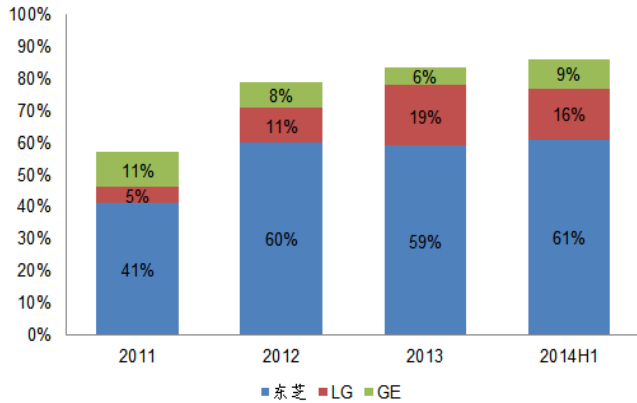


数据来源：西南证券

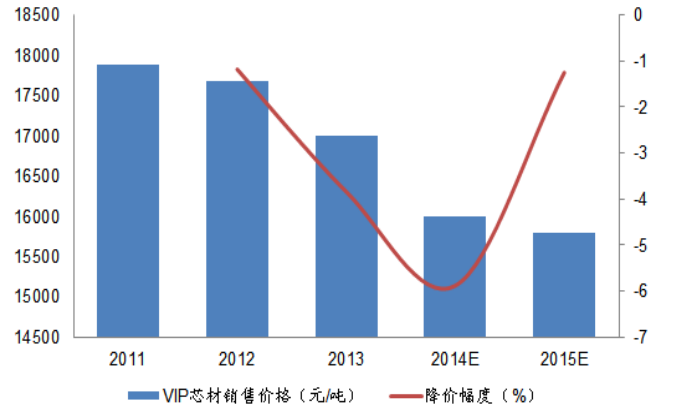
目前我国 VIP 芯材产能超过 1000 吨的企业主要有：再升科技（4500 吨）、福建赛特新材（3500 吨）、苏州维艾普（5000 吨）。目前福建赛特新材芯材主要作为内部使用，每年也会对外采购；苏州维艾普 VIP 芯材除了满足自身真空绝热层使用，还对外销售。

再升科技是目前我国 VIP 芯材销量最大企业，下游终端客户主要是东芝、LG、GE，三家销售占比达到 85%，且近三年来营收占比较为稳定，一方面因为公司产品价格实惠，另外一方面由于公司根据下游客户需求，进行定制生产，满足客户个性化需求，因此，公司 VIP 下游客户粘性较大。由于原材料自产比重加大，生产成本降低，公司为了回馈下游客户，公司进行适当降价，目前公司采购自产原材料比重已达到 90%，成本较为稳定，未来大幅降价可能性较低，预计公司 2014、2015 年 VIP 芯材销售价格分别为 16000 元/吨、15800 元/吨。



**图 30: 东芝等下游客户粘性较高**


数据来源: 招股说明书, 西南证券

**图 31: 公司 VIP 芯材进行适当降价**


数据来源: 招股说明书, 西南证券

下游客户中,以日本东芝为例,东芝 2014 年冰箱类家电业务营业收入达 2534 亿日元,同比增速达 19.2%,预计该业务 2015 年营业收入达 2600 亿日元,2013-2015 年均复合增长率达 10%,东芝的冰箱类家电业务增长稳定。公司对东芝 VIP 芯材的销售占比达 60%,随着东芝的冰箱类家电业务稳定增长,以及 VIP 芯材对聚氨酯泡沫板的替代比例逐步加大,公司下游需求将迎来爆发式增长。

## 五、复合滤材即将面世,培育新增长点

公司在微纤维玻璃棉、玻纤滤纸、芯材等方面已经具备完整产业链和成熟生产工艺,并在全球市场中占有一席之地。公司目前正在研究复合滤材、专用型滤纸、AGM 隔板等新材料,主要应用于军工、医疗、电子、医药等领域,有利于培养新的利润增长点。为了保证研发实力提升,公司正与高校等科研机构合作,筹备国家重点实验室,同时进行博士后流动站申请,有利于促进公司科研成果转化、缩短产品研制周期,为公司持续发展提供有力支持。

**表5: 公司主要产品技术阶段**

项目	产品类型	技术阶段
1	VIP 芯材	大批量生产
2	超高效空气过滤纸	大批量生产
3	高效空气过滤纸	大批量生产
4	中效空气过滤纸	大批量生产
5	AGM 隔板	小批量生产
6	复合滤纸	小批量生产
7	纳米纤维滤纸	小批量生产
8	人防专用型滤纸	小批量生产

数据来源: 招股说明书, 西南证券

在化学工业、石油工业、冶金工业、电力工业等工业生产中,产生的高温含尘气体,如化学合成用原料气、炉窑气、反应器烧焦及煤燃烧所产生的高温烟气,都需要对这些高温含尘气体进行除尘,也就是说在高温条件下进行气固分离。

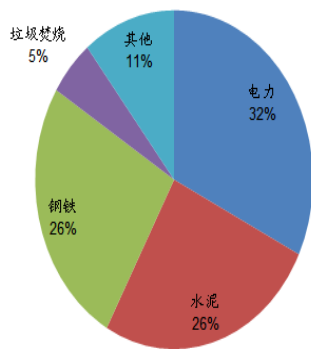
袋式除尘由于除尘效率高、不会造成二次污染、便于回收干料等性能,袋式除尘器作为高温除尘设备的发展前景被普遍看好,将逐渐替代电除尘成为主流。

**表6：除尘技术对比**

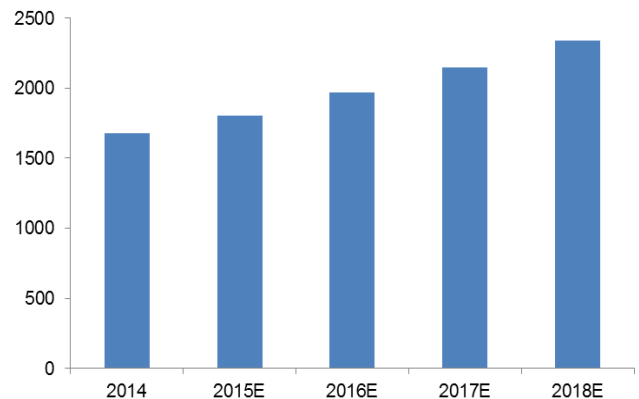
	项目	袋除尘	电除尘
性能	除尘效率	除尘效率 99.99% 烟尘排放浓度小于 50mg/m <sup>3</sup>	除尘效率在 99% 烟尘排放浓度较难稳定小于 50mg/m <sup>3</sup>
	分级效率	对 PM10 以下的粉尘过滤效果好	对 PM10 以下的粉尘过滤效果差
	设备阻力	一般在 1500Pa 左右	200~300Pa
成本	设备投资	稍高于电除尘器	略低
	土地投资	占地面积较小，土地投入小	占地面积较大，土地投入大
	设备电耗	风机与空压机的电耗较低	高压电场电耗较高
	设备维护费用	滤料更换费用	电极维修费用
	运行管理	在线维修	维修时须要停机

数据来源：公开资料，西南证券

近三年，我国袋式除尘行业产值年复合增长率达 40%，尤其是在电力、水泥、钢铁、垃圾焚烧等领域增长较快，2012 年我国高温滤材市场需求为 9300 万平方米，合计 65000 吨，2014 年仅火电和水泥就新增 1680 万平方米高温滤纸需求，预计 2015 年我国高温滤材市场需求将达到 21000 万平米，假设高温滤料售价为 150 元/平方米，则 2015 年高温滤材市场规模为 315 亿元。

**图 32：高温滤料下游需求构成**


数据来源：公开资料，西南证券

**图 33：火电和水泥每年新增高温滤料需求（万平方米）**


数据来源：西南证券

滤料是袋式除尘器的“心脏”，占据了整个袋式除尘器成本的 20%-40%，随着高温袋式除尘技术和产业的发展，除尘滤料尤其是 PTFE（低效阻、耐高温、耐腐蚀的合成滤料）有广阔的市场发展前景。相比传统滤材：合成滤材可进行驻极来提高过滤效率却不会影响透气性；合成滤材可以有很强的耐高温性；聚合物薄膜原纤化可制成强力更高、可清洁的过滤器，而其过滤效率和压降可与玻璃纤维滤材相媲美。最后，通过静电纺丝工艺可以制成比玻璃纤维更细的纤维，可以使滤材在较低的定量下提供较高的过滤效率。从而实现在净化过滤行业从低端到高端的系统化生产。

公司作为国内复合滤料的领跑者，多年来一直致力于复合滤料的研发，形成了从常规纤维滤料到超细、异型等特种纤维滤料的系列化、功能化和专业化产品，公司也是国内唯一研制出亚纳米级玻纤滤料并投入批量生产的企业。公司薄膜滤料集中了玻璃纤维的高强低伸、耐高温、耐腐蚀等优点和 PTFE 薄膜的表面光滑、憎水透气、化学稳定性好等优良特性，是

理想的高温烟气过滤材料，主要用于建材、冶金、电力等我国基础工业的环境保护和清洁生产。

## 六、盈利预测与估值

我们预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.78 元、1.02 元、1.26 元，对应动态 PE 分别为 54 倍、42 倍、34 倍。随着公司募集资金到位，将加速微玻纤制品投产进程，考虑公司未来存在行业内并购以及新产品投放的预期，给予公司“买入”评级。

## 七、风险提示

- 1、原材料价格变动的风险。
- 2、VIP 芯材市场和技术变化较快的风险。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	213.43	289.68	381.28	471.53	净利润	36.57	53.33	69.18	85.43
营业成本	127.64	170.54	226.75	280.56	折旧与摊销	11.50	0.52	0.58	0.65
营业税金及附加	1.65	2.23	2.94	3.64	财务费用	2.14	2.03	1.57	1.95
销售费用	17.78	23.17	30.50	37.72	资产减值损失	2.11	2.00	2.00	2.00
管理费用	23.00	28.97	38.13	47.15	经营营运资本变动	-6.38	-37.08	-27.78	-38.97
财务费用	2.14	2.03	1.57	1.95	其他	-3.14	10.96	11.99	11.24
资产减值损失	2.11	2.00	2.00	2.00	<b>经营活动现金流净额</b>	42.81	31.76	57.55	62.30
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-29.75	-22.00	-22.00	-22.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	7.19	1.70	1.70	1.70
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	-22.56	-20.30	-20.30	-20.30
<b>营业利润</b>	39.11	60.74	79.39	98.51	短期借款	-0.80	-28.00	0.00	0.00
其他非经营损益	1.95	2.00	2.00	2.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	41.06	62.74	81.39	100.51	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	4.49	9.41	12.21	15.08	支付股利	-5.10	-7.43	-9.64	-11.90
净利润	36.57	53.33	69.18	85.43	其他	4.90	133.72	0.34	0.41
少数股东损益	0.00	0.05	0.07	0.09	<b>筹资活动现金流净额</b>	-1.00	98.29	-9.30	-11.49
归属母公司股东净利润	36.57	53.28	69.12	85.35	<b>现金流量净额</b>	19.26	109.76	27.95	30.50
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	11.75	121.51	149.46	179.96	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	59.94	94.95	116.62	148.54	销售收入增长率	3.72%	35.73%	31.62%	23.67%
存货	28.19	40.02	50.68	61.55	营业利润增长率	29.72%	55.31%	30.70%	24.08%
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润增长率	42.36%	45.84%	29.72%	23.49%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	28.42%	41.11%	24.79%	19.54%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	124.97	131.24	136.18	139.79	毛利率	40.20%	41.13%	40.53%	40.50%
无形资产和开发支出	12.12	13.60	15.02	16.37	三费率	20.11%	18.70%	18.41%	18.41%
其他非流动资产	3.25	1.62	0.00	0.00	净利率	17.13%	18.41%	18.15%	18.12%
<b>资产总计</b>	240.22	402.95	467.96	546.21	ROE	18.55%	14.12%	15.83%	16.73%
短期借款	28.00	0.00	0.00	0.00	ROA	17.98%	15.71%	17.32%	18.33%
应付和预收款项	15.10	25.63	31.09	35.81	ROIC	19.45%	24.19%	25.97%	28.63%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	25.63%	26.65%	25.26%	24.42%
其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	43.10	25.63	31.09	35.81	总资产周转率	0.89	0.72	0.81	0.86
股本	51.00	68.00	68.00	68.00	固定资产周转率	1.75	2.21	2.80	3.37
资本公积	47.96	165.26	165.26	165.26	应收账款周转率	4.18	4.16	4.43	4.27
留存收益	98.16	144.01	203.49	276.93	存货周转率	4.53	4.26	4.47	4.56
归属母公司股东权益	197.12	377.27	436.75	510.19	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	0.94	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.05	0.12	0.21	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	197.12	377.32	436.87	510.40	资产负债率	17.94%	6.36%	6.64%	6.56%
负债和股东权益合计	240.22	402.95	467.96	546.21	带息债务/总负债	64.97%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.32	10.01	10.19	10.89
					速动比率	1.66	8.45	8.56	9.17
					股利支付率	13.95%	13.95%	13.95%	13.95%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.54	0.78	1.02	1.26
					每股净资产	2.90	5.55	6.42	7.50
					每股经营现金	0.63	0.47	0.85	0.92
					每股股利	0.08	0.11	0.14	0.18
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E					
EBITDA	54.70	77.19	96.32	115.14					
PE	78.97	54.20	41.78	33.84					
PB	14.65	7.65	6.61	5.66					
PS	13.53	9.97	7.57	6.12					
EV/EBITDA	39.93	35.88	28.47	23.56					
股息率	0.18%	0.26%	0.33%	0.41%					

数据来源：公司公告，西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，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。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

---

### 上海

上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦一楼北侧

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

### 北京

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编：100033

### 重庆

重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

## 西南证券机构销售团队

---

### 北京地区

王亚楠

010-57631295

13716334008

wangyanan@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

### 上海地区

罗月江

021-50755210

13632421656

lyj@swsc.com.cn

### 深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-83288793

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-88286971

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

易芳

0755-88285458

18610942879

yifang@swsc.com.cn

罗聪

0755-88286972

15219509150

luoc@swsc.com.cn