



拟投资环保复合滤材, 打造新的利润增长点

- **事件:** 7月11日, 公司公告拟出资3277万元与重庆国际复合材料有限公司以及重庆一工程公司共同组建重庆重玻复合过滤材料股份有限公司, 投资总额7124万元。新公司主要从事耐腐蚀玻纤覆膜滤袋及相关产品的生产和销售。
- **复合滤材将成为公司新的利润增长点:** 本次拟投资项目标志着公司复合滤材产业化步入正轨, 有望成为除玻纤滤纸、VIP芯材和AGM隔板之外公司新的利润增长点。
- **高温滤材市场规模百亿, 与合作伙伴优势互补有效开拓市场。** 新公司主要产品为袋式除尘器和电袋除尘器核心部件, 主要应用于洁净和节能保温领域, 近三年我国袋式除尘行业产值年复合增长率达40%, 预计2015年高温滤材市场规模为315亿元。合作伙伴重庆国际复合材料产品与公司产品形成有效的结合和互补, 有利于开拓下游应用市场。
- **工业过滤市场方兴未艾, 空气净化器需求迅猛增加。** 公司玻纤滤纸产品主要应用于下游工业过滤器, 随空气质量标准提升, 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%。
- **业绩预测与估值:** 我们预测公司2015、2016、2017年EPS分别为0.36、0.46和0.57元, 动态PE分别为46倍、36倍和29倍。公司目前市值24亿元左右, 6月份以来股价深度回调约70%, 预计复牌后将有大程度的反弹。公司产品作为大气污染治理核心耗材, 该标的具有长期成长性, 考虑到公司未来存在外延式发展预期, 维持“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)	0.24	0.36	0.46	0.57
净资产收益率ROE	18.55%	14.12%	15.83%	16.73%
PE	73.92	50.74	39.11	31.67
PB	13.71	7.17	6.19	5.30

数据来源: Wind, 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

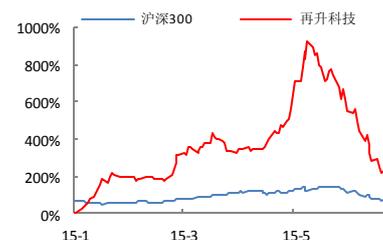
分析师: 李晓迪

执业证号: S1250514120001

电话: 010-57631196

邮箱: lxd@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)	1.50
流通A股(亿股)	0.37
52周内股价区间(元)	9.48-91.56
总市值(亿元)	27.0
总资产(亿元)	2.57
每股净资产(元)	3.87

相关研究

1. 再升科技(603601): 微玻纤制品龙头 节能环保产品领先者 (2015-03-18)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2014A	2015E	2016E	2017E		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	经营活动现金流净额	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	投资活动现金流净额	-22.56	-20.30	-20.30	-20.30
营业利润	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
利润总额	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	筹资活动现金流净额	-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	现金流量净额	19.26	109.76	27.95	30.50
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2014A	2015E	2016E	2017E		2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	11.75	121.51	149.46	179.96	成长能力				
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	获利能力				
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%
资产总计	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	营运能力				
负债合计	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	资本结构				
股东权益合计	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%
业绩和估值指标					每股指标				
	2014A	2015E	2016E	2017E					
EBITDA	54.70	77.19	96.32	115.14	每股收益	0.24	0.36	0.46	0.57
PE	73.92	50.74	39.11	31.67	每股净资产	1.32	2.52	2.92	3.41
PB	13.71	7.17	6.19	5.30	每股经营现金	0.29	0.21	0.38	0.42
PS	12.67	9.33	7.09	5.73	每股股利	0.03	0.05	0.06	0.08
EV/EBITDA	17.18	14.38	11.25	9.15					
股息率	0.19%	0.27%	0.36%	0.44%					

数据来源: Wind, 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

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

北京地区

赵佳（地区销售负责人）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn