



募投项目打开成长空间, 携手松下进军家电市场

- **事件:** 9月7日, 公司公告非公开发行股份不超过 3243 万股, 发行价格不低于 25.65 元/股, 拟募集资金总额不超过 8.3 亿元, 用于高性能玻璃微纤维建设项目、高比表面积电池隔膜建设项目、高效无机真空绝热板衍生品建设项目和补充流动资金。同时公司公告拟与松下电器(中国)共同出资成立松下真空节能新材料, 公司占合资公司 49% 的出资比例。
- **高性能玻璃微纤维项目保证原材料需求。** 年产 2.5 万吨的高性能玻璃微纤维建设项目将打造公司原材料产品规模优势, 奠定公司行业龙头地位。玻璃微纤维棉是公司主要原材料, 直接决定下游产品的品质。募投项目建成投产后, 将有效满足公司经营规模扩大带来的新增原材料需求, 保证主要原材料供应的及时性和质量的稳定性, 为公司未来主业的快速发展奠定基础。
- **向下游延伸铅蓄电池隔膜业务, 打造产业链一体化优势。** 募投年产 6000 吨高比表面积电池隔膜, 主要用于传统汽车和新能源汽车、电动自行车、摩托车等行业的铅酸蓄电池, 市场需求和增长空间极为广阔。2014 年, 我国铅酸蓄电池累计产量为 22069.77 万 KVAh, 同比增加 8%, 预计到 2015 年隔膜市场空间约为 50 亿元。此外, 玻璃纤维隔膜是用于制造铅酸蓄电池隔膜的主要原材料之一, 随着高比表面积电池隔膜的批量生产, 将进一步巩固公司在玻璃微纤维领域的领先地位。
- **真空绝热板衍生品提升公司在行业中的地位。** 募投年产 1100 万平方米高效无机真空绝热板衍生品, 主要运用于冰箱、冷柜和冷链行业。假设 2015 年全球有 10% 冰箱和冰柜使用该材料, 市场需求量将超过 15 万吨。公司在目前节能、减排的大背景下, 把握发展机遇, 掌控微纤维玻璃棉衍生产品的销售终端, 有利于提高产品毛利率, 增强公司长期盈利能力, 同时有利于公司产品类别进一步多元化, 提升抗风险能力。
- **与松下深度合作, 进军全球家电市场。** 公司核心产品 VIP 芯材节能效果显著, 主要运用于冰箱冰柜的绝热隔音。此番与全球家电公司松下进行深度合作, 不仅进一步提升公司产品附加值, 取得进入全球家电市场通行证, 也为公司国际知识产权合作展开了新篇章。合资公司的设立还打通了由玻璃料、超细玻璃棉、真空绝热板、冰箱冷链的全产业链无缝对接, 使公司业务覆盖面更广, 加快公司由原料型企业向制成品企业的转型。本次与松下电器展开深度合作, 也为后续新项目的引入创造了巨大的想象空间。
- **业绩预测与估值:** 暂不考虑本次非公开发行, 预测公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.35 元、0.46 元和 0.57 元, 动态 PE 分别为 64 倍、49 倍和 40 倍。我们认为公司成长性较为确定, 考虑其未来广阔的外延空间, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格变动的风险, 募投项目不及预期的风险, 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	289.74	380.60	470.73
增长率	3.72%	35.76%	31.36%	23.68%
归属母公司净利润(百万元)	36.57	52.62	68.84	84.79
增长率	42.93%	43.89%	30.82%	23.17%
每股收益 EPS(元)	0.24	0.35	0.46	0.57
净资产收益率 ROE	18.55%	13.97%	15.82%	16.75%
PE	92	64	49	40
PB	17.06	8.93	7.73	6.65

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

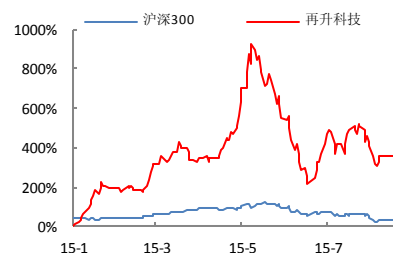
邮箱: lxd@swsc.com.cn

联系人: 张汪强

电话: 021-68415687

邮箱: zwq@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)	1.5
流通 A 股(亿股)	0.37
52 周内股价区间(元)	16.43-57.2
总市值(亿元)	33.99
总资产(亿元)	3.60
每股净资产(元)	2.02

相关研究

1. 再升科技(603601): 拟投资环保复合滤材, 打造新的利润增长点 (2015-07-13)
2. 再升科技(603601): 微纤维制品龙头, 节能环保产品领先者 (2015-03-23)

表 1: 分业务业绩预测 (万元)

		2014A	2015E	2016E	2017E
滤纸	收入	12,389.29	16,601.65	21,250.11	23,800.12
	yoy	1.96%	34.00%	28.00%	12.00%
	成本	6,151.51	8,134.81	10,412.55	11,662.06
	毛利率	50.35%	51.00%	51.00%	51.00%
VIP 芯材及 AMG 隔板	收入	6,822.53	9,244.53	13,219.68	19,432.92
	yoy	-9.59%	35.50%	43.00%	47.00%
	成本	5,218.74	6,933.40	9,848.66	14,283.20
	毛利率	23.51%	25.00%	25.50%	26.50%
微纤维玻璃棉	收入	2,070.19	3,063.88	3,523.46	3,770.11
	yoy	150.21%	48.00%	15.00%	7.00%
	成本	1,344.62	1,910.33	2,184.55	2,186.66
	毛利率	35.05%	37.65%	38.00%	42.00%
合计	收入	21,342.60	28,973.68	38,060.05	47,073.29
	yoy	3.72%	35.76%	31.36%	23.68%
	成本	12,763.68	17,029.43	22,499.20	28,188.03
	毛利率	40.20%	41.22%	40.88%	40.12%

数据来源: 公司公告, 西南证券

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	289.74	380.60	470.73	净利润	36.57	52.62	68.84	84.79
营业成本	127.64	170.29	224.99	281.88	折旧与摊销	11.50	14.53	14.80	15.25
营业税金及附加	1.65	2.25	3.03	3.70	财务费用	2.14	1.28	0.19	0.09
销售费用	17.78	21.49	28.84	36.01	资产减值损失	2.11	3.00	3.00	2.00
管理费用	23.00	29.06	38.70	48.12	经营营运资本变动	-10.58	-23.36	-31.55	-31.19
财务费用	2.14	1.28	0.19	0.09	其他	1.06	-2.51	-1.25	-0.49
资产减值损失	2.11	3.00	3.00	2.00	经营活动现金流净额	42.81	45.57	54.03	70.45
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-28.71	-2.35	-5.00	-10.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	6.16	0.00	0.00	0.00
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	-2.35	-5.00	-10.00
营业利润	39.11	62.36	81.85	98.93	短期借款	-0.80	-28.00	0.00	0.00
其他非经营损益	1.95	0.36	1.09	2.61	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	41.06	62.72	82.94	101.54	股权融资	0.00	134.30	0.00	0.00
所得税	4.49	10.10	14.10	16.75	支付股利	-5.10	-7.31	-10.52	-13.77
净利润	36.57	52.62	68.84	84.79	其他	4.90	-1.28	-0.19	-0.09
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-1.00	97.71	-10.71	-13.86
归属母公司股东净利润	36.57	52.62	68.84	84.79	现金流量净额	19.29	140.93	38.32	46.59
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	28.81	169.74	208.06	254.64	成长能力				
应收和预付款项	59.94	85.15	110.82	137.42	销售收入增长率	3.72%	35.76%	31.36%	23.68%
存货	28.19	38.44	50.90	63.92	营业利润增长率	29.72%	59.45%	31.25%	20.87%
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润增长率	42.36%	43.89%	30.82%	23.17%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	24.71%	48.18%	23.88%	18.00%
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	124.92	114.41	106.29	102.72	毛利率	40.20%	41.22%	40.88%	40.12%
无形资产和开发支出	12.12	10.77	9.41	8.06	三费率	20.11%	17.89%	17.80%	17.89%
其他非流动资产	3.30	2.97	2.65	2.32	净利率	17.13%	18.16%	18.09%	18.01%
资产总计	257.28	421.49	488.13	569.09	ROE	18.55%	13.97%	15.82%	16.75%
短期借款	28.00	0.00	0.00	0.00	ROA	14.21%	12.48%	14.10%	14.90%
应付和预收款项	19.17	31.53	39.54	49.15	ROIC	17.53%	23.53%	27.14%	29.27%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	24.72%	26.98%	25.44%	24.28%
其他负债	12.99	13.23	13.55	13.87	营运能力				
负债合计	60.16	44.76	53.09	63.03	总资产周转率	0.88	0.85	0.84	0.89
股本	51.00	149.60	149.60	149.60	固定资产周转率	1.87	2.48	3.55	4.75
资本公积	47.96	83.66	83.66	83.66	应收账款周转率	4.77	5.46	5.37	5.23
留存收益	98.16	143.47	201.78	272.80	存货周转率	4.68	4.98	4.96	4.85
归属母公司股东权益	197.12	376.73	435.04	506.06	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	94.01%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	197.12	376.73	435.04	506.06	资产负债率	23.38%	10.62%	10.88%	11.08%
负债和股东权益合计	257.28	421.49	488.13	569.09	带息债务/总负债	46.54%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.44	9.02	9.06	8.98
					速动比率	1.85	7.84	7.81	7.72
					股利支付率	13.95%	13.90%	15.29%	16.24%
业绩和估值指标					每股指标				
	2014A	2015E	2016E	2017E					
EBITDA	52.76	78.18	96.84	114.27	每股收益	0.24	0.35	0.46	0.57
PE	91.96	63.91	48.85	39.66	每股净资产	1.32	2.52	2.91	3.38
PB	17.06	8.93	7.73	6.65	每股经营现金	0.29	0.00	0.00	0.00
PS	15.76	11.61	8.84	7.14	每股股利	0.03	0.05	0.07	0.09
EV/EBITDA	21.71	40.85	32.58	27.20					
股息率	0.15%	0.22%	0.31%	0.41%					

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

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

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

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

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

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn