2015 年 10 月 27 日
证券研究报告 · 2015 年三季报点评
再升科技（603601）化工

买入（维持）
当前价：26.85 元
目标价：——元

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

三季度业绩回暖，全年锁定高增长

- **事件：**公司发布 2015 年三季报，2015 年 Q1-Q3 公司实现营业收入 1.7 亿元（同比+5.7%），净利润 3222 万元（同比+2.1%）。从单季度看，2015 年 Q3 公司实现营业收入 6587 万元（环比+14.5%），净利润为 1746 万元（环比+50.6%）。
- **三季报环比大幅改善，AGM 隔板放量。**公司前三季度主要产品销售较为稳定，其中玻璃纤维滤纸营收增长 9.6%，VIP 芯材同比减少 3.4%。由于公司战略调整，微纤维玻璃棉营收同比减少 24.0%，而作为新产品的 AGM 隔板开始放量，同比增长 112.2%，带动公司三季度业绩整体回暖。另一方面，受人工成本和天然气价格上涨等因素影响，公司综合毛利率比去年同期下降 4.8 个百分点至 29.3%，公司前三季度管理费用率和销售费用率同比基本保持稳定，财务费用因贷款本金减少大幅下降。
- **气价改革加速，公司原材料成本将进一步降低。**随着国务院价格机制改革意见的推出，天然气价格改革进程将推进，放开竞争性环节价格，充分发挥市场决定价格作用。天然气成本占玻璃纤维棉成本的 42%左右，而后者则是公司主要产品滤纸、VIP 芯材和 AGM 隔板的主要原材料。我们预期各省天然气门站价格短时间内将有 20-30%的下降空间，公司综合毛利率有望受益于天然气成本降低而企稳回升。
- **纵向延伸产业链，携手松下进军家电市场。**公司拟定增 8.3 亿元投资高性能玻璃微纤维、高比表面积电池隔膜和高效无机真空绝热板衍生品建设项目，分别应用于已有产品原材料、铅酸蓄电池和冰箱冷柜等业务领域。我们认为公司纵向延伸主业产业链，一方面能够保证原材料供应的及时性和质量的稳定性，另一方面有利于掌控微纤维玻璃棉衍生产品的销售终端，提高产品毛利率，为公司主业的快速发展奠定基础。此外，与全球家电巨头松下合作标志着公司正式进军家电市场，将打通玻璃料、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，加快由原料型企业向制成品企业的转型。
- **盈利预测及评级：**考虑到天然气价格改革带来的成本降低，上调对公司 2015-2017 年盈利预测分别为 0.37 元、0.59 元和 0.73 元，对应动态 PE 分别为 73 倍、46 倍和 37 倍。公司首次募投项目建设顺利，在手订单充裕，业绩将保持高速增长，我们看好公司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	290.42	396.38	500.03
增长率	3.72%	36.07%	36.48%	26.15%
归属母公司净利润（百万元）	36.57	54.73	87.76	108.80
增长率	42.93%	49.66%	60.35%	23.97%
每股收益 EPS（元）	0.24	0.37	0.59	0.73
净资产收益率 ROE	18.55%	14.45%	19.26%	19.89%
PE	110	73	46	37
PB	20.38	10.60	8.82	7.34

数据来源：Wind，西南证券

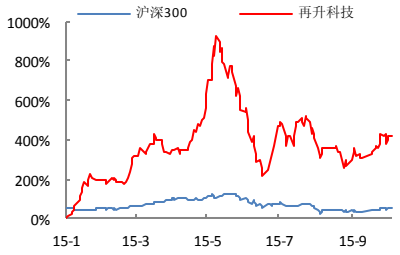
西南证券研究发展中心

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：lxdi@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)	40.17
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）：募投项目打开成长空间，携手松下进军家电市场 (2015-09-13)
2. 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)
3. 再升科技（603601）：微玻纤制品龙头，节能环保产品领先者 (2015-03-23)

表 1: 分产品业绩预测（万元）

		2014A	2015E	2016E	2017E
滤纸	收入	12,389.29	16,601.65	21,333.12	24,533.09
	yoy	1.96%	34.00%	28.50%	15.00%
	成本	6,151.51	8,134.81	9,706.57	11,162.55
	毛利率	50.35%	51.00%	54.50%	54.50%
VIP芯材及AMG隔板	收入	6,822.53	9,312.75	14,714.15	21,629.80
	yoy	-9.59%	36.50%	58.00%	47.00%
	成本	5,218.74	6,910.06	10,447.05	15,357.16
	毛利率	23.51%	25.80%	29.00%	29.00%
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	1,838.33	1,796.97	1,922.75
	毛利率	35.05%	40.00%	49.00%	49.00%
合计	收入	21,342.60	29,041.90	39,637.53	50,003.13
	yoy	3.72%	36.07%	36.48%	26.15%
	成本	12,763.68	16,934.10	22,004.02	28,498.58
	毛利率	40.20%	41.69%	44.49%	43.01%

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）	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	213.43	290.42	396.38	500.03
营业成本	127.64	169.34	220.04	284.99
营业税金及附加	1.65	2.26	3.15	3.93
销售费用	17.78	21.54	30.04	38.25
管理费用	23.00	29.12	40.30	51.12
财务费用	2.14	1.28	0.19	0.06
资产减值损失	2.11	3.00	3.00	2.00
投资收益	0.00	1.00	5.00	8.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	39.11	64.88	104.65	127.69
其他非经营损益	1.95	0.36	1.09	2.61
利润总额	41.06	65.23	105.74	130.30
所得税	4.49	10.50	17.98	21.50
净利润	36.57	54.73	87.76	108.80
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	36.57	54.73	87.76	108.80

现金流量表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E
净利润	36.57	54.73	87.76	108.80
折旧与摊销	11.50	14.53	14.80	15.25
财务费用	2.14	1.28	0.19	0.06
资产减值损失	2.11	3.00	3.00	2.00
经营营运资本变动	-10.58	-23.44	-35.20	-35.72
其他	1.06	-3.49	-6.00	-8.27
经营活动现金流净额	42.81	46.61	64.55	82.13
资本支出	-28.71	-2.35	-5.00	-10.00
其他	6.16	1.00	5.00	8.00
投资活动现金流净额	-22.56	-1.35	0.00	-2.00
短期借款	-0.80	-28.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.00	134.30	0.00	0.00
支付股利	-5.10	-7.31	-10.95	-17.55
其他	4.90	-1.28	-0.19	-0.06
筹资活动现金流净额	-1.00	97.71	-11.14	-17.61
现金流量净额	19.29	142.97	53.42	62.51

资产负债表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	28.81	171.78	225.20	287.71
应收和预付款项	59.94	85.29	114.78	145.30
存货	28.19	38.22	49.76	64.63
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	124.92	114.41	106.29	102.72
无形资产和开发支出	12.12	10.77	9.41	8.06
其他非流动资产	3.30	2.97	2.65	2.32
资产总计	257.28	423.44	508.09	610.75
短期借款	28.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	19.17	31.38	38.92	49.95
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	12.99	13.23	13.52	13.89
负债合计	60.16	44.60	52.44	63.85
股本	51.00	149.60	149.60	149.60
资本公积	47.96	83.66	83.66	83.66
留存收益	98.16	145.58	222.40	313.64
归属母公司股东权益	197.12	378.84	455.65	546.90
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	197.12	378.84	455.65	546.90
负债和股东权益合计	257.28	423.44	508.09	610.75

财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
成长能力				
销售收入增长率	3.72%	36.07%	36.48%	26.15%
营业利润增长率	29.72%	65.88%	61.31%	22.01%
净利润增长率	42.36%	49.66%	60.35%	23.97%
EBITDA 增长率	24.71%	52.93%	48.28%	19.52%
获利能力				
毛利率	40.20%	41.69%	44.49%	43.01%
三费率	20.11%	17.89%	17.79%	17.88%
净利率	17.13%	18.85%	22.14%	21.76%
ROE	18.55%	14.45%	19.26%	19.89%
ROA	14.21%	12.93%	17.27%	17.81%
ROIC	17.53%	24.45%	34.32%	36.73%
EBITDA/销售收入	24.72%	27.78%	30.18%	28.60%
营运能力				
总资产周转率	0.88	0.85	0.85	0.89
固定资产周转率	1.87	2.48	3.70	5.04
应收账款周转率	4.77	5.47	5.46	5.28
存货周转率	4.68	4.97	4.93	4.92
销售商品提供劳务经现金营业收入	94.01%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	23.38%	10.53%	10.32%	10.45%
带息债务/总负债	46.54%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	2.44	9.13	9.70	9.65
速动比率	1.85	7.95	8.46	8.39
股利支付率	13.95%	13.36%	12.47%	16.13%
每股指标				
每股收益	0.24	0.37	0.59	0.73
每股净资产	1.32	2.53	3.05	3.66
每股经营现金	0.29	0.00	0.00	0.00
每股股利	0.03	0.05	0.07	0.12

业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E
EBITDA	52.76	80.69	119.64	143.00
PE	109.84	73.39	45.77	36.92
PB	20.38	10.60	8.82	7.34
PS	18.82	13.83	10.13	8.03
EV/EBITDA	25.94	47.65	31.69	26.08
股息率	0.13%	0.18%	0.27%	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