



Q1 大幅预增超预期, 成长空间巨大

- **事件:** 公司预计 2016 年一季度实现归属于上市公司股东的净利润较上年同期将增加 430%到 480%。
- **收入与毛利率齐升, 募投产能达产放飞公司业绩:** 受益于节能环保市场需求的迅速增长和工艺技术革新导致的成本下降, 公司产品呈现出收入与毛利率齐升的态势, 促成其 Q1 业绩超 5 倍增长。但公司目前产品畅销, 业务饱和, 主要产品产能利用率在 100%左右, 与快速发展的产品需求错配, 制约公司发展。我们预计公司首发募投项目有望在 16 年上旬建成投产, 投产后公司玻璃纤维滤纸产品、芯材产品产能均扩张接近 1 倍, 将突破目前产能瓶颈, 帮助公司抓住行业快速发展机遇, 放飞公司业绩。
- **完善产业链布局, 多元化产品打开成长空间。** 公司非公开发行股票已获得证监会审核通过, 投建的高性能玻璃微纤维建设项目将保证其经营规模快速扩大带来的新增原材料需求, 保证原材料供应的及时性和质量稳定性; 同时, 高比表面积电池隔膜建设项目和高效无机真空绝热板衍生品建设项目在完善下游布局的同时, 进一步丰富了公司产品类别, 围绕主业的多元化发展将为公司打开更为广阔的市场空间, 挖掘新的利润增长点。此外, 公司借助其核心产品 VIP 芯材, 与全球家电公司松下进行深度合作成立的“松下新材料”已正式投入生产, 取得了全球家电保温市场通行证, 将引领国产真空绝热板走向国际化市场。公司业务覆盖面的广度和深度逐渐丰富, 成长空间巨大。
- **设立环保产业并购基金, 外延发展提速。** 公司与盈科资本拟共同发起设立环保产业并购基金, 投资于空气治理、水治理以及节能保温行业等领域的优质标的。并购基金作为再升科技并购整合节能环保产业优质资源的平台, 将上市公司的行业经验、技术判断和资源优势与盈科资本在项目投资、管理和培育孵化方面的能力相结合, 对行业内的优质标的进行收购与孵化, 而后装入上市公司。我们认为并购基金的成立标志着公司外延发展提速, 后续并购整合值得期待。
- **业绩预测与估值:** 考虑此次非公开发行, 因产品收入超预期, 调增公司 16 年盈利预测 45%, 预计 15-17 年 EPS 分别为 0.36 元、0.65 元和 1.34 元, 对应动态 PE 为 97 倍、54 倍和 26 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 募投项目建设低于预期的风险、增发项目进展低于预期的风险、原材料价格波动的风险。

指标库度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	213.43	291.87	401.25	774.47
增长率	3.72%	36.75%	37.48%	93.01%
归属母公司净利润(百万元)	36.57	54.43	96.84	200.96
增长率	42.93%	48.85%	77.90%	107.53%
每股收益 EPS(元)	0.24	0.36	0.65	1.34
净资产收益率 ROE	18.55%	14.38%	7.80%	14.11%
PE	144	97	54	26
PB	26.66	13.88	4.23	3.69

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

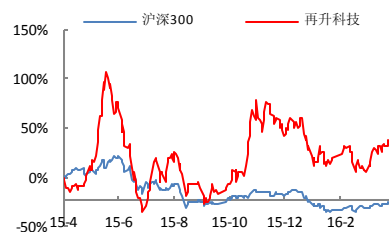
邮箱: lxdi@swsc.com.cn

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)	0.71
52 周内股价区间(元)	16.43-57.2
总市值(亿元)	52.55
总资产(亿元)	4.12
每股净资产(元)	2.14

相关研究

1. 再升科技(603601): 发起设立产业并购基金, 外延发展加速 (2015-11-30)
2. 再升科技(603601): 三季度业绩回暖, 全年锁定高增长 (2015-10-27)
3. 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)
4. 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)

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	291.87	401.25	774.47	净利润	36.57	54.43	96.84	200.96
营业成本	127.64	170.21	213.10	400.19	折旧与摊销	11.50	16.23	32.27	52.63
营业税金及附加	1.65	2.27	3.19	6.09	财务费用	2.14	2.66	2.36	3.12
销售费用	17.78	21.01	28.89	55.76	资产减值损失	2.11	3.00	3.00	2.00
管理费用	23.00	29.19	40.13	77.45	经营营运资本变动	-5.78	-24.73	-33.38	-116.39
财务费用	2.14	2.66	2.36	3.12	其他	-3.74	-1.85	-7.62	-8.30
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	49.75	93.47	134.03
投资收益	0.00	1.00	5.00	8.00	资本支出	-28.71	-150.00	-400.00	-200.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	6.16	1.00	5.00	8.00
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	-149.00	-395.00	-192.00
营业利润	39.11	64.52	115.59	237.86	短期借款	-0.80	2.00	5.00	5.00
其他非经营损益	1.95	0.36	1.09	2.81	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	41.06	64.88	116.67	240.68	股权融资	0.00	134.30	777.70	0.00
所得税	4.49	10.45	19.83	39.71	支付股利	-5.10	-7.31	-10.89	-19.37
净利润	36.57	54.43	96.84	200.96	其他	4.90	-2.66	-2.36	-3.12
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	126.32	769.46	-17.49
归属母公司股东净利润	36.57	54.43	96.84	200.96	现金流量净额	19.29	27.07	467.92	-75.47
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	28.81	55.89	523.81	448.34	成长能力				
应收和预付款项	59.94	85.80	115.91	223.39	销售收入增长率	3.72%	36.75%	37.48%	93.01%
存货	28.19	37.51	46.98	88.32	营业利润增长率	29.72%	64.97%	79.14%	105.79%
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润增长率	42.36%	48.85%	77.90%	107.53%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	24.71%	58.11%	80.08%	95.46%
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	259.35	627.74	775.77	毛利率	40.20%	41.68%	46.89%	48.33%
无形资产和开发支出	12.12	11.78	11.45	11.11	三费率	20.11%	18.11%	17.79%	17.60%
其他非流动资产	3.30	2.97	2.65	2.32	净利率	17.13%	18.65%	24.13%	25.95%
资产总计	257.28	453.31	1328.54	1549.27	ROE	18.55%	14.38%	7.80%	14.11%
短期借款	28.00	30.00	35.00	40.00	ROA	14.21%	12.01%	7.29%	12.97%
应付和预收款项	19.17	31.54	37.87	70.92	ROIC	17.53%	18.80%	16.65%	21.32%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	24.72%	28.58%	37.44%	37.91%
其他负债	12.99	13.23	13.48	14.56	营运能力				
负债合计	60.16	74.77	86.35	125.48	总资产周转率	0.88	0.82	0.45	0.54
股本	51.00	149.60	179.91	179.91	固定资产周转率	1.87	1.53	0.99	1.17
资本公积	47.96	117.66	865.05	865.05	应收账款周转率	4.96	5.80	5.72	6.54
留存收益	98.16	111.28	197.23	378.83	存货周转率	4.77	5.17	5.03	5.91
归属母公司股东权益	197.12	378.54	1242.19	1423.79	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	378.54	1242.19	1423.79	资产负债率	23.38%	16.49%	6.50%	8.10%
负债和股东权益合计	257.28	453.31	1328.54	1549.27	带息债务/总负债	46.54%	40.12%	40.53%	31.88%
					流动比率	2.44	2.87	9.27	6.71
					速动比率	1.85	2.27	8.63	5.93
					股利支付率	13.95%	13.44%	11.24%	9.64%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	每股指标				
EBITDA	52.76	83.41	150.22	293.62	每股收益	0.24	0.36	0.65	1.34
PE	143.71	96.55	54.27	26.15	每股净资产	1.32	2.53	8.30	9.52
PB	26.66	13.88	4.23	3.69	每股经营现金	0.29	0.33	0.62	0.90
PS	24.62	18.01	13.10	6.79	每股股利	0.03	0.05	0.07	0.13
EV/EBITDA	33.94	62.69	38.82	20.13					
股息率	0.10%	0.14%	0.21%	0.37%					

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(地区销售总监)

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

广深地区

刘娟(地区销售总监)

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

任骁

0755-26820395

18682101747

rxiao@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn