

## 业绩符合预期, 16年步入快速发展期

- **事件:** 2015年公司实现营收2.3亿元, 同比增长9.5%, 归属于上市公司股东的净利润5109万元, 同比增长39.7%; 2016年Q1公司实现营收7300万元, 同比增长58%, 归属于上市公司股东的净利润1808万元, 同比增加471%。同时, 公司预计2016年H1实现净利润将同比增长100%以上。
- **15年增长符合预期, 产能释放放飞16年业绩。** 受益于节能环保市场需求的迅速增长和国外市场份额的提升, 公司15年营业收入稳定增长, 但由于人工成本和能源成本增加, 公司15年综合毛利率较14年减少3.8个百分点至40.2%。15年公司获得政府补助2237万元, 帮助公司净利润实现大幅增长。16年第一季度随着市场需求的进一步提升和募投产能的逐渐释放, 公司营业收入大幅度增长, 且随着公司工艺技术革新, 综合毛利率较15年同期大幅提升9.8个百分点至44%。同时, 一季度公司管理费用率下降5.1个百分点, 销售费用率下降0.5个百分点, 盈利能力大幅提升。公司首发募投项目新建产能正逐步释放, 达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, 将突破产能瓶颈。公司目前下游需求旺盛, 产能释放将帮助公司抓住行业快速发展机遇, 我们看好公司16年全年的业绩表现。
- **完善产业链布局, 多元化产品空间巨大。** 公司非公开发行股份拟投建的高性能玻璃纤维项目将保证其经营规模快速扩大带来的新增原材料需求, 完善产业链的布局; 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进一步丰富了公司产品类别, 加之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, 围绕主业的多元化发展格局初显, 将为公司打开更为广阔的市场空间, 挖掘新的利润增长点。
- **设立产业并购基金, 外延发展值得期待。** 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。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:** 考虑非公开发行, 预计16-18年EPS分别为0.54元、1.12元和1.71元, 对应动态PE为62倍、30倍和19倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 新建项目进展低于预期的风险、原材料价格波动的风险。

指标年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	233.62	329.03	667.09	855.75
增长率	9.46%	40.84%	102.74%	28.28%
归属母公司净利润(百万元)	51.09	96.38	200.76	308.46
增长率	39.71%	88.64%	108.31%	53.64%
每股收益EPS(元)	0.28	0.54	1.12	1.71
净资产收益率ROE	14.89%	7.98%	14.45%	18.61%
PE	117	62	30	19
PB	17.42	4.96	4.31	3.61

数据来源: Wind, 西南证券

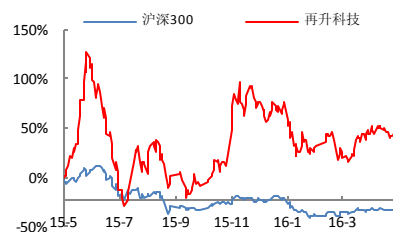
### 西南证券研究发展中心

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)	0.71
52周内股价区间(元)	16.43-57.2
总市值(亿元)	49.80
总资产(亿元)	4.73
每股净资产(元)	2.39

### 相关研究

1. 再升科技(603601): Q1大幅预增超预期, 成长空间巨大 (2016-04-12)
2. 再升科技(603601): 发起设立产业并购基金, 外延发展加速 (2015-11-30)
3. 再升科技(603601): 三季度业绩回暖, 全年锁定高增长 (2015-10-27)
4. 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)

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	233.62	329.03	667.09	855.75	净利润	51.19	96.38	200.76	308.46
营业成本	148.46	183.16	343.45	408.09	折旧与摊销	14.79	30.02	54.50	63.84
营业税金及附加	1.73	2.56	5.10	6.54	财务费用	-1.42	1.72	1.20	0.96
销售费用	22.13	27.64	53.37	60.76	资产减值损失	1.11	1.00	1.00	1.00
管理费用	25.64	27.64	56.70	62.47	经营营运资本变动	-20.01	-25.26	-116.10	-56.03
财务费用	-1.42	1.72	1.20	0.96	其他	5.85	-3.13	-7.02	-8.58
资产减值损失	1.11	1.00	1.00	1.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>51.51</b>	<b>100.73</b>	<b>134.35</b>	<b>309.64</b>
投资收益	-0.41	3.00	6.00	8.00	资本支出	-54.19	-400.00	-100.00	-50.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-80.72	3.00	6.00	8.00
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>	<b>-134.92</b>	<b>-397.00</b>	<b>-94.00</b>	<b>-42.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>35.56</b>	<b>88.32</b>	<b>212.27</b>	<b>323.93</b>	短期借款	16.90	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	22.25	20.58	14.59	24.61	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>57.81</b>	<b>108.90</b>	<b>226.85</b>	<b>348.55</b>	股权融资	138.11	777.70	0.00	0.00
所得税	6.62	12.52	26.09	40.08	支付股利	0.00	-10.22	-19.28	-40.15
净利润	51.19	96.38	200.76	308.46	其他	-27.31	-1.72	-1.20	-0.96
少数股东损益	0.09	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>127.69</b>	<b>765.76</b>	<b>-20.48</b>	<b>-41.11</b>
归属母公司股东净利润	51.09	96.38	200.76	308.46	<b>现金流量净额</b>	<b>44.28</b>	<b>469.49</b>	<b>19.87</b>	<b>226.53</b>
资产负债表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	73.10	542.58	562.45	788.98	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	92.35	116.18	236.82	295.49	销售收入增长率	9.46%	40.84%	102.74%	28.28%
存货	28.46	35.07	65.82	78.21	营业利润增长率	-9.08%	148.37%	140.34%	52.61%
其他流动资产	0.26	0.37	0.74	0.95	净利润增长率	39.97%	88.29%	108.31%	53.64%
长期股权投资	32.83	32.83	32.83	32.83	EBITDA 增长率	-7.27%	145.40%	123.19%	45.07%
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	176.19	547.30	593.93	581.22	毛利率	36.45%	44.34%	48.51%	52.31%
无形资产和开发支出	36.07	35.44	34.80	34.17	三费率	19.84%	17.32%	16.68%	14.51%
其他非流动资产	6.80	6.31	5.82	5.33	净利率	21.91%	29.29%	30.10%	36.05%
<b>资产总计</b>	<b>446.05</b>	<b>1316.06</b>	<b>1533.21</b>	<b>1817.17</b>	ROE	14.89%	7.98%	14.45%	18.61%
短期借款	44.90	44.90	44.90	44.90	ROA	11.48%	7.32%	13.09%	16.97%
应付和预收款项	28.74	33.54	62.96	76.10	ROIC	11.58%	15.73%	23.42%	30.75%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	20.94%	36.49%	40.17%	45.43%
其他负债	28.60	29.95	36.18	38.70	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>102.24</b>	<b>108.39</b>	<b>144.04</b>	<b>159.70</b>	总资产周转率	0.66	0.37	0.47	0.51
股本	149.60	179.91	179.91	179.91	固定资产周转率	1.91	1.14	1.32	1.57
资本公积	87.46	834.85	834.85	834.85	应收账款周转率	5.31	5.85	6.71	5.64
留存收益	101.66	187.82	369.31	637.62	存货周转率	5.24	5.76	6.80	5.66
归属母公司股东权益	338.72	1202.58	1384.07	1652.38	销售商品提供劳务收到现金营业收入	95.68%	—	—	—
少数股东权益	5.09	5.09	5.09	5.09	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>343.81</b>	<b>1207.67</b>	<b>1389.16</b>	<b>1657.47</b>	资产负债率	22.92%	8.24%	9.39%	8.79%
负债和股东权益合计	446.05	1316.06	1533.21	1817.17	带息债务/总负债	43.92%	41.42%	31.17%	28.12%
					流动比率	2.45	8.11	7.14	8.50
					速动比率	2.09	7.70	6.60	7.93
					股利支付率	0.00%	10.60%	9.60%	13.02%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.28	0.54	1.12	1.71
					每股净资产	1.91	6.71	7.72	9.21
					每股经营现金	0.29	0.56	0.75	1.72
					每股股利	0.00	0.06	0.11	0.22
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	48.92	120.06	267.96	388.73					
PE	117.22	62.14	29.83	19.42					
PB	17.42	4.96	4.31	3.61					
PS	25.64	18.20	8.98	7.00					
EV/EBITDA	101.18	45.72	20.41	13.49					
股息率	0.00%	0.17%	0.32%	0.67%					

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