2016 年 10 月 19 日
证券研究报告•2016 年三季报点评
再升科技（603601）化工

买入（维持）
当前价：19.97 元
目标价：——元

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

产能集中投放带动全年业绩冲量

投资要点

- 事件：公司发布三季报，2016 年前三季度实现营业收入 2.3 亿元，同比增加 33.8%；归母净利润 4853 万元，同比增加 50.6%。同时，公司公告增加不超过 15000 万元的银行授信额度，用于进一步满足生产经营需要。
- **业绩低于预期，需求迎来爆发机遇。**因空气净化市场需求旺盛，公司营收同比上升 33.8%，综合毛利率提升 7.4 个百分点。其中滤纸在 IPO 募投产能部分消化的助力下，营收同比上升 33.4%；AGM 隔膜表现亮眼，较上年同期上升 261.6%；微纤维棉外销放量，营收同比增长 130.8%。VIP 芯材收入略有降低是因为传统湿法芯材销售放缓，但公司的新工艺干法芯材销售同比上升 100%，预计后续将进一步放量。值得关注的是，公司销售收入增加致经营活动产生的现金流量净额增长 275.6%，预收账款同比增加 66%，下游订单饱满。
- **产能第四季度集中释放叠加需求提升，看好全年业绩表现。**公司首次非公开发行募投项目已于 16 年中旬建成投产。投产后，公司滤纸和 VIP 芯材产能翻番，恰逢下游空气净化与节能环保市场的快速提升，公司步入确定性较高的快速发展通道。虽然公司三季度业绩低于预期，但随着产能的释放，四季度有望完成业绩冲刺，实现全年快速发展。且公司上市不足一年，再次非公开发行扩建产能并往下游延伸，持续释放的产能将满足不断提升的市场需求，在较长的一段时间内为公司快速增长提供动力，逐步兑现成长预期。
- **外延与内生并举，全产业链布局值得期待。**公司拟现金注资不超过 450 万欧元获得德国哈佛 25%的股权，延伸业务至液体过滤领域；同时，公司拟收购重庆纸研院，布局特种功能用纸和军工用纸领域，进一步强化公司在空气净化行业内领先地位；环保产业并购基金后续并购整合值得期待。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，产业链布局逐渐完善。我们认为公司产业链整合思路清晰、意图较为明确，后续产业链延伸动作或将提速，进一步发挥公司全产业链优势。
- **盈利预测与投资建议。**调整盈利预测，预计 16-18 年 EPS 分别为 0.26 元、0.59 元、1.26 元，对应动态 PE 分别为 77 倍、34 倍和 16 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格波动的风险、产能释放不及预期的风险、外延发展不及预期的风险。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	233.62	430.40	1035.71	1848.01
增长率	9.46%	84.23%	140.64%	78.43%
归属母公司净利润（百万元）	51.09	100.12	229.59	484.92
增长率	39.71%	95.95%	129.32%	111.21%
每股收益 EPS（元）	0.13	0.26	0.59	1.26
净资产收益率 ROE	14.89%	8.47%	16.71%	27.34%
PE	151	77	34	16
PB	22.43	6.53	5.61	4.35

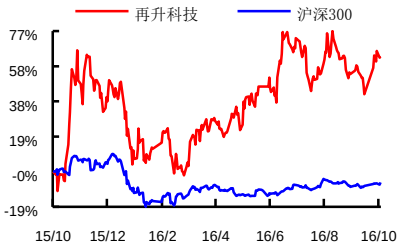
数据来源：Wind，西南证券

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

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：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	3.86
流通 A 股(亿股)	1.56
52 周内股价区间(元)	17.45-48.28
总市值(亿元)	77.11
总资产(亿元)	13.03
每股净资产(元)	2.73

相关研究

1. 再升科技（603601）：业绩符合预期，高成长稀缺标的 (2016-08-28)
2. 再升科技(603601)：综合布局立体发展，高成长可期 (2016-07-03)
3. 再升科技（603601）：业绩符合预期，16 年步入快速发展期 (2016-05-02)
4. 再升科技（603601）：Q1 大幅预增超预期，成长空间巨大 (2016-04-12)
5. 再升科技（603601）：发起设立产业并购基金，外延发展加速 (2015-11-30)
6. 再升科技（603601）：三季度业绩回暖，全年锁定高增长 (2015-10-27)

关键假设：

假设 1：公司玻纤滤纸 16 年销售均价 48000 元/吨，下游需求不断提升，玻纤滤纸进入景气周期，未来两年价格稳中有升。随着募投产能的持续释放、公司不断收购小厂产能以及技改释放产能，产能快速投放。规模优势+技术改造，使毛利率不断提升。

假设 2：AGM 隔板和 VIP 芯材由于募投产能的持续释放，将在未来保持一个较快的发展速度，17 年预计 AGM 隔膜销量超过 5000 吨、VIP 芯材超过 1 万吨，毛利率也因规模优势和技术的提升，不断上升；

假设 3：微纤维玻璃棉由于募投产能的释放，收入步入快速放量的时期；

假设 4：三费率逐年下降。

基于以上假设，我们预测公司 16-18 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2015A	2016E	2017E	2018E
滤纸	收入	140.46	217.71	272.14	394.60
	增速	13.4%	55.00%	25.00%	45.00%
	毛利率	45.86%	53.00%	55.00%	60.00%
VIP 芯材	收入	66.15	92.61	148.18	251.90
	增速	-3.0%	40.00%	60.00%	70.00%
	毛利率	22.09%	32.00%	34.00%	34.00%
微纤维玻璃棉	收入	24.01	54.02	81.03	170.17
	增速	16.0%	125.00%	50.00%	110.00%
	毛利率	24.03%	29.00%	34.00%	38.00%
新型 VIP 芯材衍生品	收入			400.00	840.00
	增速				110.00%
	毛利率			37.00%	37.00%
高比表面积电池隔膜	收入		51.00	102.00	142.80
	增速			100.00%	40.00%
	毛利率		35.00%	35.00%	37.00%
其他	收入	3.01	15.05	32.36	48.54
	增速	396.8%	400.00%	115.00%	50.00%
	毛利率	12.62%	29.00%	30.00%	31.00%
合计	收入	233.62	430.40	1,035.71	1,848.01
	增速	9.46%	84.23%	140.64%	78.43%
	毛利率	36.45%	42.50%	40.65%	41.44%

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）	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	233.62	430.40	1035.71	1848.01
营业成本	148.46	247.49	614.69	1082.26
营业税金及附加	1.73	3.35	7.92	14.13
销售费用	22.13	40.46	95.29	129.36
管理费用	25.64	45.19	95.29	129.36
财务费用	-1.42	-4.65	-7.54	-5.31
资产减值损失	1.11	0.50	0.70	1.00
投资收益	-0.41	8.21	15.00	20.00
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	35.56	106.27	244.37	517.21
其他非经营损益	22.25	6.58	14.59	29.61
利润总额	57.81	112.85	258.96	546.82
所得税	6.62	12.73	29.37	61.90
净利润	51.19	100.12	229.59	484.92
少数股东损益	0.09	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	51.09	100.12	229.59	484.92

现金流量表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E
净利润	51.19	100.12	229.59	484.92
折旧与摊销	14.79	24.17	49.20	72.34
财务费用	-1.42	-4.65	-7.54	-5.31
资产减值损失	1.11	0.50	0.70	1.00
经营营运资本变动	-20.01	-60.75	-218.90	-275.54
其他	5.85	-7.59	-15.51	-19.60
经营活动现金流净额	51.51	51.80	37.53	257.81
资本支出	-54.19	-270.00	-440.00	-150.00
其他	-80.72	8.21	15.00	20.00
投资活动现金流净额	-134.92	-261.79	-425.00	-130.00
短期借款	16.90	-44.90	12.06	74.11
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	138.11	756.61	0.00	0.00
支付股利	-13.60	-19.00	-37.23	-85.38
其他	-13.71	4.65	7.54	5.31
筹资活动现金流净额	127.69	697.35	-17.63	-5.97
现金流量净额	44.28	487.36	-405.10	121.85

资产负债表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	73.10	560.46	155.36	277.20
应收和预付款项	92.35	153.15	381.44	670.76
存货	28.46	47.40	117.82	207.45
其他流动资产	0.26	0.48	1.15	2.05
长期股权投资	32.83	32.83	32.83	32.83
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	176.19	403.27	755.91	786.11
无形资产和开发支出	36.07	55.31	93.97	141.92
其他非流动资产	6.80	6.31	5.82	5.33
资产总计	446.05	1259.20	1544.29	2123.65
短期借款	44.90	0.00	12.06	86.16
应付和预收款项	28.74	45.22	111.60	199.14
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	28.60	32.45	46.73	64.91
负债合计	102.24	77.67	170.39	350.22
股本	149.60	386.15	386.15	386.15
资本公积	87.46	607.52	607.52	607.52
留存收益	101.66	182.77	375.13	774.67
归属母公司股东权益	338.72	1176.44	1368.80	1768.34
少数股东权益	5.09	5.09	5.09	5.09
股东权益合计	343.81	1181.54	1373.90	1773.43
负债和股东权益合计	446.05	1259.20	1544.29	2123.65

财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力				
销售收入增长率	9.46%	84.23%	140.64%	78.43%
营业利润增长率	-9.08%	198.84%	129.96%	111.65%
净利润增长率	39.97%	95.59%	129.32%	111.21%
EBITDA 增长率	-7.27%	157.11%	127.38%	104.26%
获利能力				
毛利率	36.45%	42.50%	40.65%	41.44%
三费率	19.84%	18.82%	17.67%	13.71%
净利率	21.91%	23.26%	22.17%	26.24%
ROE	14.89%	8.47%	16.71%	27.34%
ROA	11.48%	7.95%	14.87%	22.83%
ROIC	11.11%	18.64%	20.96%	28.56%
EBITDA/销售收入	20.94%	29.23%	27.62%	31.61%
营运能力				
总资产周转率	0.66	0.50	0.74	1.01
固定资产周转率	1.91	1.85	2.06	2.55
应收账款周转率	5.31	6.48	7.08	6.43
存货周转率	5.24	6.52	7.44	6.65
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	95.68%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	22.92%	6.17%	11.03%	16.49%
带息债务/总负债	43.92%	0.00%	7.08%	24.60%
流动比率	2.45	13.89	4.44	3.54
速动比率	2.09	13.02	3.65	2.90
股利支付率	26.62%	18.98%	16.22%	17.61%
每股指标				
每股收益	0.13	0.26	0.59	1.26
每股净资产	0.89	3.06	3.56	4.59
每股经营现金	0.13	0.13	0.10	0.67
每股股利	0.04	0.05	0.10	0.22

业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E
EBITDA	48.92	125.79	286.03	584.24
PE	150.93	77.02	33.59	15.90
PB	22.43	6.53	5.61	4.35
PS	33.01	17.92	7.45	4.17
EV/EBITDA	60.45	56.83	26.45	12.87
股息率	0.18%	0.25%	0.48%	1.11%

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

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

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
广深	刘娟	地区销售总监	0755-26675724	18665815531	liuj@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn