

化工 化学制品

## 面向节能与环保市场空间较大, 各产品产能逐渐释放利润不断增强

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	386/156
总市值/流通(百万元)	7,800/3,158
12个月最高/最低(元)	48.28/17.45

#### 证券分析师: 张学

电话: 010-88321528

E-MAIL: zhangx@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190511030001

#### 研究助理: 段一帆

电话: 010-88321949

E-MAIL: duanyf@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190115080056

#### 研究助理: 杨林

电话: 010-88321817

E-MAIL: yangl@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190115080040

#### 研究助理: 陈振华

电话: 010-88321630

E-MAIL: chenzh@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190115080035

◆事件: 公司发布 2016 年三季报, 报告期内, 公司实现营业收入 22,698.78 万元, 较去年同期增长 33.84%; 归属于上市公司股东净利润 4,853.07 万元, 较去年同期增加 50.64%; 扣非净利润为 4,404.58 万元, 较去年同期增加 95.76%; 每股收益为 0.13 元, 较去年同期增加 33.57%。各产品方面, 玻璃纤维滤纸销售收入较去年同期上升了 33.44%, 微纤维玻璃棉销售收入较去年同期上升了 130.83%, VIP 芯材和 AGM 隔膜销售收入与去年同期基本持平, 其中 AGM 隔膜销售收入较去年同期增长了 261.61%, VIP 芯材收入降低是因为导热系数偏高的湿法工艺 VIP 芯材销售放缓, 而公司采用新工艺制造的干法 VIP 芯材销售正逐步上升。

◆公司产品主要应用于高效节能和洁净空气领域, 未来两年各产品产能将集中建成并不断投产, 公司正处于快速成长期。公司主营产品为微纤维玻璃棉及其制品, 在玻璃棉的各制品中, 玻璃纤维过滤纸主要应用于空气过滤设备中, 高效无机真空绝热 (VIP) 芯材主要用作冰箱、冰柜的保温节能材料, 高比表面积电池隔膜 (AGM 隔板) 是阀控式密封铅酸蓄电池的专用核心材料, 也是目前兴起的汽车启停系统和微车电源的主要节能材料。公司主营产品面向的环保领域、节能领域以及汽车启停系统行业, 目前都是处于成长期, 市场前景较为广阔。同时, 公司主营的各类产品未来两年内产能将相继建成并投产, IPO 时募投的 2,200 吨/年玻璃纤维过滤纸产能在 2016 年基本能建设完成, 2017 年滤纸的产销量将超过 5,000 吨, IPO 时募投的 5,000 吨/年 VIP 芯材产能目前也建设顺利, 盈利水平较高的干法芯材将是公司未来推广的重点, 另外, 公司去年 9 月份公告的定增项目也取得较大进展, 50,000 吨/年的微纤维玻璃棉定增项目中, 一期扩建的 2.5 万吨产能已在今年 8 月份建成并投产,

### ■ 盈利预测和财务指标:

	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	233.62	335.12	753.06	1,554.08
(+/-%)	9.77	43.45	124.72	106.37
净利润(百万元)	51.19	80.49	160.64	339.36
(+/-%)	39.98	57.24	99.57	111.26
摊薄每股收益(元)	0.35	0.21	0.41	0.87
市盈率(PE)	57.86	96.55	49.29	23.32

资料来源: 太平洋证券, 15 年 eps 按 1.49 亿股计算, 16-18 年按 3.86 亿股计算。

二期新建的 2.5 万吨产能预计于 2017 年上半年建成，而定增的 6,000 吨/年的高比表面积电池隔膜项目和 1,100 万平方米/年的真空绝热板衍生品项目预计于 2017 年下半年建成。综合看公司主营的各个产品，在 2017 年将迎来产能的大量建成，而在 2018 年将得到产能的集中释放，所以公司未来两年盈利能力将获得大幅提升。

◆ **通过行业内的外延收购以及设立子公司，拓展公司业务领域，不断提升核心竞争力。**2016 年 6 月 17 日，公司与重庆造纸工业研究设计院有限责任公司（原重庆造纸研究院）全部自然人股东签署了股权转让协议，以 8,400 万元受让重庆纸研院 80% 股权，2016 年三季度，公司完成了此次股权收购，并于本期纳入了企业合并范围，重庆纸研院拥有较强的科研与检测实力，研制的产品与公司主营产品一致性较强，对重庆纸研院的绝对控股提升了公司研发实力并增加了公司产品产能。2016 年 6 月 12 日，公司与德国哈佛液体过滤公司及其母公司就参股德国哈佛达成初步共识，公司拟注资不超过 450 万欧元获得德国哈佛 24.9% 股权，并在授股 5 年后可优先购买德国哈佛另外 26.1 股权，公司参股德国哈佛若能最终实现，公司业务将拓展到液体过滤、油气分离、油烟治理等领域。公司与松下电器成立的合资公司松下新材料的运营和投产正按计划稳步进行，预计明年能实现盈利，合资公司的成立有助于公司 VIP 芯材及下游制成品的深度研发。

◆ **估值与评级。**公司深耕微纤维玻璃棉及其下游制品行业，是一家快速成长的新材料企业。未来两年通过连续释放产品产能，盈利能力不断增强；而在行业内的外延并购，则能快速拓展公司业务范围并提升核心竞争力。我们预测公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.21 元、0.41 元和 0.87 元，对应最新收盘价 20.25 元，PE 值分别为 97X、49X 和 23X。公司 2016-2018 年三年间的复合增长率为 87.24%，首次覆盖，看好公司较好的成长性，给予“买入”评级。

◆ **风险提示。**VIP 芯材及下游终端成品对传统保温材料的替代较慢；公司产品产能的释放低于预期；行业内进入者增多。

分产品收入预测：(单位：百万)

		2015A	2016E	2017E	2018E
玻璃纤维过滤纸	收入	140.46	192.00	260.00	310.00
	同比	13.37%	36.69%	35.42%	19.23%
	毛利率	45.86%	55.00%	56.00%	57.00%
	成本	76.05	86.40	114.40	133.30
微纤维玻璃棉	收入	24.01	56.00	224.00	304.00
	同比	15.99%	133.24%	300.00%	35.71%
	毛利率	24.01%	39.00%	40.00%	41.00%
	成本	18.25	34.16	134.40	179.36
AGM 隔板	收入	12.83	43.80	155.20	231.00
	同比	--	241.39%	254.34%	48.84%
	毛利率	25.43%	30.00%	30.00%	30.00%
	成本	9.57	30.66	108.64	161.70
VIP 芯材	收入	53.32	43.32	113.86	133.08
	同比	-21.85%	-18.76%	162.86%	16.88%
	毛利率	21.28%	29.00%	31.00%	33.00%
	成本	41.97	31.38	57.51	81.90
真空绝热板衍生品	收入	--	--	--	576.00
	毛利率	--	--	--	45%
	成本	--	--	--	316.80
所有产品	收入	233.62	335.12	753.06	1,554.08
	同比	9.77%	43.45%	124.72%	106.37%
	毛利率	15.39%	45.70%	42.10%	43.35%
	成本	197.66	181.98	436.01	880.32

2016-2018 年利润表预测(单位: 百万)

	2015A	2016E	2017E	2018E
一、营业总收入	233.62	335.12	753.06	1,554.08
营业收入	233.62	335.12	753.06	1,554.08
二、营业总成本	197.66	247.42	583.08	1,183.83
营业成本	148.46	181.98	436.01	880.32
营业税金及附加	1.73	1.51	3.39	6.99
销售费用	22.13	32.17	72.29	149.19
管理费用	25.64	31.84	71.54	147.64
财务费用	-1.42	-1.68	-3.77	-7.77
资产减值损失	1.11	1.61	3.61	7.46
三、其他经营收益	-0.41	-2.00	10.00	20.00
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-0.41	-2.00	5.00	10.00
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	35.56	85.69	179.98	390.24
加: 营业外收入	22.49	10.00	10.00	10.00
减: 营业外支出	0.24	1.00	1.00	1.00
五、利润总额	57.81	94.69	188.98	399.24
减: 所得税	6.62	14.20	28.35	59.89
六、净利润	51.19	80.49	160.64	339.36
减: 少数股东损益	0.09	-0.50	2.00	4.00
七、归属于母公司所有者的净利润	51.09	80.99	158.64	335.36
总股本(百万股)	149.00	386.15	386.15	386.15
八、摊薄每股收益(元)	0.35	0.21	0.41	0.87

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。



## 研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。