

再升科技(603601)

公司研究/动态报告

空气过滤龙头，17 年业绩将加速释放

—再升科技(603601)动态报告

动态报告/建材行业

2017 年 3 月 3 日

一、事件概述

近日我们与公司管理层就公司经营情况及未来发展方向进行了交流。

二、分析与判断

➤ 空气过滤用玻纤滤纸龙头，将受益大气污染治理

公司是国内空气过滤用玻纤滤纸龙头，且目前已形成了从上游的微纤维玻璃棉到中游的玻纤滤纸、VIP 芯材、AGM 隔板等玻纤制品，同时向下游的真空绝热板衍生品延伸的完整产业链。国内空气净化市场规模约 1200 亿（玻纤滤纸市占率不到 1%），目前玻纤滤纸主要应用于洁净室，其下游需求中电子、医药和食品占比 75%，其他大部分工业企业基本没有用，玻纤滤纸过滤效率高，使用领域广，在环保要求日趋严格下，未来玻纤滤纸有望替代传统化纤滤材，渗透率将大幅提高。

➤ VIP 芯材将受益新版冰箱能效标准

1) 公司生产的 VIP 芯材产品具有节能与环保的双重优势，主要用于冰箱冰柜领域，其绝热性能为传统绝热材料（聚氨酯（苯）类保温板）的 10 倍，能耗降低 20% 以上，且厚度为传统材料的一半，能够降低隔热层厚度，扩大冰箱可用空间。2016 年 10 月 1 日起，新修订的《家用电冰箱耗电量限定值及能效等级》强制性能效标准将正式实施。随着冷链物流系统的完善，国内冰箱逐渐采用新版能效标准，VIP 芯材渗透率将大幅提高。2) 公司生产的 AGM 隔板最大的应用领域为汽车起停电池，起停电池顺应节能减排政策，未来将迎来高速发展期。

➤ 自建与外延并举，17 年公司将突破产能瓶颈

16 年 5 月公司定增 2592 万股共募集 7.78 亿，用于建设年产 6000 吨 AGM 隔板、5 万吨微纤维玻璃棉和年产 1100 万 m³ 真空绝热板衍生品，项目将于 17 年底全部投产，这将大幅提高公司的产能。此外，2016 年 6 月公司完成收购重庆纸研院 80% 的股权，经过技改后 17 年将贡献 1000 吨滤纸产量。2016 年 6 月公告公司拟收购德国哈佛液体过滤公司 25% 的股权，并计划在全球建立新公司投建不少于 2 条生产线推广液体过滤产品技术，新设立公司将无偿拥有德国哈佛知识产权。

三、盈利预测与投资建议

公司是国内空气过滤用玻纤滤纸龙头，且已形成了从上游的微纤维玻璃棉到中游的玻纤制品，同时向下游延伸的完整产业链。随着国内大气污染治理以及环保节能政策日益趋严下，公司的玻纤滤纸、VIP 芯材等产品市场渗透率将大幅提高，公司未来成长性显著。预计公司 2016-2018 年归属母公司股东净利润为 0.82 亿元、1.6 亿元、2.32 亿元，EPS 为 0.21 元、0.42 元、0.6 元，对应当前股价 PE 分别为 83 倍、43 倍和 29 倍，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

四、风险提示：环保节能政策落地执行缓慢；公司募投产能利用率不达预期。

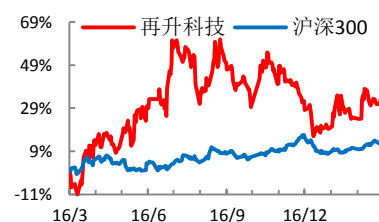
强烈推荐 首次评级

合理估值： 22.8—24.9 元

交易数据 2017-3-2

收盘价(元)	17.69
近 12 个月最高/最低	47.84/26.74
总股本(百万股)	386.15
流通股本(百万股)	156.33
流通股比例(%)	40.48%
总市值(亿元)	68.31
流通市值(亿元)	27.66

该股与沪深 300 走势比较



分析师：范劲松

执业证号： S0100513080006

电话： (86755)22662087

邮箱： fanjingsong@mszq.com

研究助理：严晓情

执业证号： S0100115090046

电话： (8621)60876724

邮箱： yanxiaoling@mszq.com

相关研究

盈利预测与财务指标

项目/年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	234	371	637	1,105
增长率 (%)	9.5%	58.6%	71.9%	73.4%
归属母公司股东净利润 (百万元)	51	82	160	232
增长率 (%)	39.7%	60.6%	95.3%	44.7%
每股收益 (元)	0.34	0.21	0.42	0.60
PE (现价)	51.8	83.2	42.6	29.4
PB	7.8	5.8	5.1	4.4

资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	234	371	637	1,105
营业成本	148	214	350	657
营业税金及附加	2	3	5	9
销售费用	22	34	57	94
管理费用	26	34	56	94
EBIT	36	86	168	251
财务费用	(1)	(2)	1	3
资产减值损失	1	1	2	2
投资收益	(0)	(2)	0	0
营业利润	36	84	166	247
营业外收支	22	9	16	17
利润总额	58	93	182	264
所得税	7	11	22	32
净利润	51	82	160	232
归属于母公司净利润	51	82	160	232
EBITDA	50	101	196	293

资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	73	635	399	551
应收账款及票据	60	71	147	218
预付款项	31	11	28	46
存货	28	29	53	90
其他流动资产	0	100	150	200
流动资产合计	194	848	784	1116
长期股权投资	33	31	31	31
固定资产	123	203	383	503
无形资产	0	0	0	0
非流动资产合计	252	456	725	731
资产合计	446	1304	1509	1847
短期借款	45	0	0	0
应付账款及票据	23	43	56	105
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	79	81	121	220
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	23	40	45	52
非流动负债合计	23	40	45	52
负债合计	102	121	166	272
股本	150	386	386	386
少数股东权益	5	5	5	6
股东权益合计	344	1183	1343	1575
负债和股东权益合计	446	1304	1509	1847

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入增长率	9.5%	58.6%	71.9%	73.4%
EBIT 增长率	-17.8%	140.3%	96.6%	49.2%
净利润增长率	39.7%	60.6%	95.3%	44.7%
盈利能力				
毛利率	36.5%	42.3%	45.1%	40.6%
净利润率	21.9%	22.1%	25.2%	21.0%
总资产收益率 ROA	11.5%	6.3%	10.6%	12.6%
净资产收益率 ROE	15.1%	7.0%	12.0%	14.8%
偿债能力				
流动比率	2.4	10.5	6.5	5.1
速动比率	2.1	10.1	6.0	4.7
现金比率	0.9	7.8	3.3	2.5
资产负债率	0.2	0.1	0.1	0.1
经营效率				
应收账款周转天数	68.8	55.0	55.0	50.0
存货周转天数	69.6	50.0	55.0	50.0
总资产周转率	0.7	0.4	0.5	0.7
每股指标 (元)				
每股收益	0.3	0.2	0.4	0.6
每股净资产	2.3	3.0	3.5	4.1
每股经营现金流	0.3	0.1	0.1	0.5
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	51.8	83.2	42.6	29.4
PB	7.8	5.8	5.1	4.4
EV/EBITDA	134.9	61.1	32.8	21.4
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	51	82	160	232
折旧和摊销	16	17	29	44
营运资金变动	(18)	(45)	(132)	(82)
经营活动现金流	52	55	44	179
资本开支	102	214	283	32
投资	(33)	2	0	0
投资活动现金流	(135)	(214)	(283)	(32)
股权募资	115	757	0	0
债务募资	17	9	3	5
筹资活动现金流	128	720	3	5
现金净流量	44	562	(236)	152

分析师与研究助理简介

范劲松，清华大学化工系高分子材料科学与工程学士，材料科学与工程硕士，法国里尔中央理工大学通用工程师（General Engineer/Ingenieur Generaliste）。2010年3月至今一直从事基础化工行业分析师工作，主要覆盖氯碱、纯碱、橡胶、钛白粉、新材料、复合肥、民爆等子行业。对PVC、橡胶等大宗品和生物降解塑料、碳四深加工、阻燃剂等细分行业研究深入细致。第十届“天眼”中国最佳证券分析师评选榜单“年度行业最佳选股分析师”化工行业第一名。2014东方财富中国最佳分析师化工行业第三名。

严晓情，中国人民大学经济学硕士，四年证券研究工作经验，2015年8月加入民生证券，主要从事建材建筑行业研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。