

## 稀缺干净空气供应商, 微玻纤制品多极发展

### 投资要点

- **推荐逻辑:** 我们认为下游环保节能需求有望受频发雾霾天气、制造业转型升级以及能耗标准提高影响而爆发, 再升科技是国内微玻纤产品稀缺的龙头标的, 目前满产满销供不应求。16-17年, 公司迎来上市之后扩充产能的密集投放期, 满足积压订单需求, 步入快速发展阶段。另一方面, 公司外延发展动作频繁, 产业链整合思路清晰、意图较为明确, 我们看好公司长期业绩的增长和成为国内微纤维玻璃棉产业巨头的潜力。
- **“干净空气”市场尚无边界, 新型保温材料替代加速。** 预计国内工业滤纸市场将以每年以10-15%的速度增长, 民用领域玻纤滤纸的应用将迎来爆发。我国空气净化市场尚处于起步阶段, 净化器渗透率较低仅为1%左右, 频发的雾霾天气将持续催化空气净化器市场, 成长空间巨大。公司是国内最具国际竞争力的龙头企业, 全球占有率6.4%远超国内同行, 将率先获益于国内空气净化市场的爆发。我们认为VIP板前景逐渐明朗, 预计未来数年市场需求将保持高速增长, 主要原因在于全球能效标准提高, 强制性环保政策标准助推VIP板需求放量, 以及技术进步与产能扩张逐步降低价格, VIP板经济性改善较大。随着规划产能逐步释放, 公司将成为国内最大的VIP芯材生产企业, 占据行业的龙头地位。
- **产能释放叠加需求提升, 高成长确定。** 公司IPO募投项目已有部分建成投产, 待该项目全部建成投产后, 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。且公司上市不足一年, 再次非公开发行扩建微纤维玻璃棉制品项目, 将持续释放产能满足需求。我们认为随着市场需求的不断增长、募投产能的释放和工艺技术的革新, 公司盈利能力将得到大幅提升, 在未来一段时间内保持较快增长速度。
- **外延与内生并举, 产业链持续整合值得期待。** 在外延整合方面, 公司连续出击: 设立并购基金、现金注资德国哈佛液体过滤公司、收购重庆纸研院等。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。且并购基金的成立、注资哈佛项目和整合重庆纸研院标志着公司外延发展提速, 后续并购整合值得期待。
- **盈利预测与投资建议。** 我们预计公司2017-2018年净利润复合增长速度超过90%, 结合公司自身成长性, 给予17年60倍PE, 对应目标价为27元, 维持“买入”评级。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	233.62	353.23	925.20	1653.92
增长率	9.46%	51.19%	161.93%	78.76%
归属母公司净利润(百万元)	51.09	84.12	172.13	314.34
增长率	39.71%	64.64%	104.64%	82.61%
每股收益EPS(元)	0.13	0.22	0.45	0.81
净资产收益率ROE	14.89%	7.22%	13.18%	20.19%
PE	136	82	40	22
PB	20.18	5.95	5.31	4.46

数据来源: Wind, 西南证券

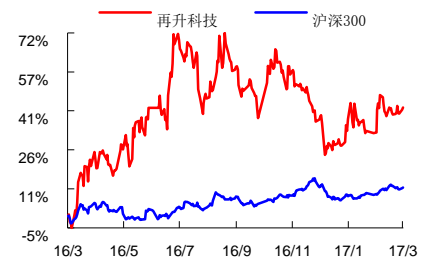
### 西南证券研究发展中心

分析师: 商艾华  
执业证号: S1250513070003  
电话: 021-50755259  
邮箱: shah@swsc.com.cn

联系人: 李海勇  
电话: 0755-23617478  
邮箱: lihay@swsc.com.cn

联系人: 徐文浩  
电话: 010-57631196  
邮箱: xuwenh@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)	15.63-48.28
总市值(亿元)	69.39
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): 产能集中投放带动全年业绩冲量 (2016-10-19)
2. 再升科技(603601): 业绩符合预期, 高成长稀缺标的 (2016-08-28)
3. 再升科技(603601): 综合布局立体发展, 高成长可期 (2016-07-03)
4. 再升科技(603601): 业绩符合预期, 16年步入快速发展期 (2016-05-02)
5. 再升科技(603601): Q1大幅超预期, 成长空间巨大 (2016-04-12)

## 投资要件

### 关键假设

- 1、国内工业滤纸市场保持 10-15% 的速度增长，雾霾天气促进民用空气净化器消费常态化；
- 2、2016 年在全球冰箱中的渗透率达到 10%，渗透率逐年增加；
- 3、2020 年我国将有 40% 的新车配备启停系统。

### 我们区别于市场的观点

1、市场对于广阔的滤纸市场空间认识不足。国内工业滤纸市场存在强劲的增长动力和广阔的进口替代空间，我们预测全球工业滤纸市场空间 15 年超过 65 亿。民用玻纤滤纸尚处于起步阶段，频发的雾霾天气有望爆发其市场需求，若国内家庭空气净化器渗透率达到 10%，则需要滤纸的累计销售额在 80-100 亿元。

2、市场可能忽略了 VIP 芯材及衍生品业务的巨大业绩贡献。公司 VIP 芯材业务已向下游延伸，通过自行建造和与松下合作布局 VIP 板业务，从而将综合发挥公司产业链优势。公司现有布局的 VIP 板项目完全达产后，营收规模有望超过 10 亿，为公司快速发展提供保障。

3、市场对 AGM 隔膜的市场需求存有疑虑。我们认为汽车启停系统的搭载是铅蓄电池目前的主要增长点。随着新车搭载启停系统比例的快速提升，AGM 隔膜市场也将快速增长。

### 股价上涨的催化因素

- 1、雾霾天气频发，玻纤滤材空气净化器市场火爆；
- 2、VIP 板、AGM 隔膜销量放量；
- 3、外延项目落地，产业链布局逐渐完善。

### 估值和目标价格

预计公司 2016-2018 年归属母公司所有者的净利润分别为 8412 万元、1.72 亿元和 3.14 亿元，EPS 分别为 0.22 元、0.45 元、0.81 元，对应动态 PE 分别为 82 倍、40 倍和 22 倍。

结合再升科技自身成长性，给予合理估值 17 年 60 倍 PE，对应合理市值为 103 亿元，对应目标价为 27 元。我们看好公司长期业绩的增长和成为国际微纤维玻璃棉产业巨头的潜力，维持“买入”评级。

### 投资风险

产能扩充项目推进及达产进度或不及预期的风险；下游需求放量或不及预期的风险；外延落地与公司整合效应低于预期的风险；人民币兑美元汇率波动的风险。

## 目录

<b>1 公司概况：微玻璃纤维棉全产业链龙头企业</b>	<b>1</b>
<b>2 “干净空气”市场尚无边界，玻纤滤纸前景广阔</b>	<b>4</b>
2.1 工业滤纸稳步提升，应用领域不断拓展	5
2.2 雾霾天气频发带来玻纤滤纸民用发展新机遇	6
2.3 玻纤滤纸国内领导企业，技术优势明显	8
<b>3 冰箱新国标实施，VIP 芯材及衍生品有望大展拳脚</b>	<b>10</b>
3.1 VIP 板前景逐渐明朗，能效提高+经济性改善助力放量	10
3.2 国内 VIP 芯材龙头企业，携手松下进军全球家电市场	13
<b>4 车载启停市场方兴未艾，AGM 隔膜业务放量增长</b>	<b>14</b>
<b>5 并购助推公司实现跨越式发展</b>	<b>16</b>
5.1 发起设立并购基金，外延发展加速	16
5.2 收购德国哈佛 24.9%股权，市场与产品双拓展	17
5.3 收购重庆纸研院，强化净化空气领域龙头地位	17
<b>6 盈利预测与估值</b>	<b>18</b>
6.1 盈利预测	18
6.2 绝对估值	19
6.3 相对估值	21
<b>7 风险提示</b>	<b>21</b>

## 图 目 录

图 1: 公司产业链情况.....	1
图 2: 公司 2015 年收入结构.....	1
图 3: 公司 2015 年毛利结构.....	1
图 4: 公司 2011 年以来营业收入及增速.....	2
图 5: 公司 2011 年以来净利润及增速.....	2
图 6: 公司 2015 年净利率、毛利率情况.....	2
图 7: 公司 2011 年以来三费率情况.....	2
图 8: 公司国内、国外收入构成.....	3
图 9: 公司股权结构（增发后）.....	3
图 10: 玻璃纤维棉示例.....	4
图 11: 玻璃纤维滤纸示例.....	4
图 12: 玻璃纤维滤纸应用领域.....	4
图 13: 我国空气净化器销量.....	7
图 14: 我国空气净化器渗透率较低.....	8
图 15: 2015 年天猫空气净化器销量排名.....	8
图 16: 城镇家庭人均可支配收入不断增加.....	8
图 17: 渗透率达到 10%，滤纸需求将爆发（亿元）.....	8
图 18: 2009 年玻璃纤维滤纸企业全球市场份额.....	9
图 19: 2015 年玻璃纤维滤纸企业全球市场份额.....	9
图 20: 2011-2016 年上半年年公司空气过滤纸营业收入.....	10
图 21: 2011-2015 年公司空气过滤纸出口数量（kg）.....	10
图 22: 真空绝热板结构.....	10
图 23: 近年来日、美、欧、中在冰箱领域的节能政策.....	11
图 24: 《蒙特利尔议定书》中对于氟氯烃使用量的限制（以 2013 年为基数）.....	12
图 25: AGM 隔板示例.....	14
图 26: 阀控式密封铅酸蓄电池玻璃纤维隔板.....	14
图 27: 我国铅酸蓄电池产量累计值（单位：千瓦时）.....	14
图 28: 近三年公司 AGM 隔板业务营收情况（单位：万元）.....	15
图 29: 盈科资本投资的企业.....	16
图 30: 再升科技 IPO 与非公开发行募投项目预计新增产能（吨）.....	18

## 表 目 录

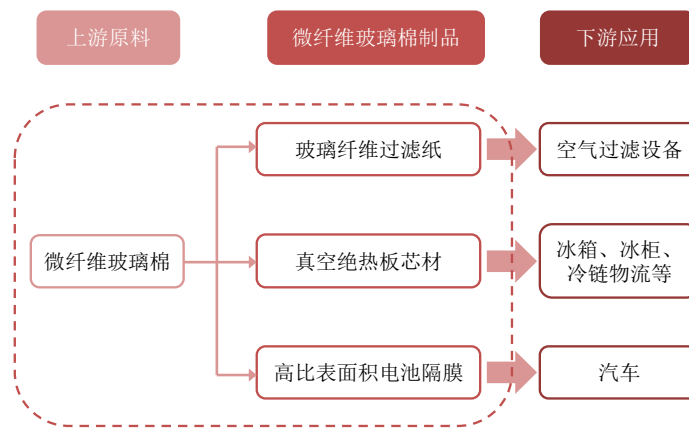
表 1: 全球洁净室工程市场规模及增长率 .....	5
表 2: 国内 2015 年洁净室工程应用领域与规模 .....	5
表 3: 2016 年-2020 年我国洁净室工程市场与滤纸市场需求预测 .....	6
表 4: 空气质量评价标准愈发严格 .....	7
表 5: 国内外玻纤滤纸性能对比 .....	9
表 6: 表 6: VIP 板材的壁厚对冰箱能耗的影响 .....	11
表 7: 全球冰箱冰柜、冷链物流中的 VIP 板需求量估算 .....	12
表 8: 全球主要 VIP 板生产企业一览（产能数据主要参考 2011 年统计数） .....	13
表 9: 重庆纸研院产品及应用范围 .....	17
表 10: 公司 IPO 和非公开发行募投项目情况 .....	18
表 11: 分业务收入及毛利率 .....	19
表 12: 绝对估值假设条件 .....	20
表 13: FCFE 估值结果 .....	20
表 14: FCFE 估值敏感性分析 .....	20
表 15: 玻纤与节能可比上市公司估值 .....	21
附表: 财务预测与估值 .....	22

## 1 公司概况：微玻璃纤维棉全产业链龙头企业

公司专注于微纤维玻璃棉及其制品（玻璃纤维滤纸、VIP 芯材及 AGM 隔板）的研发、生产和销售，已实现产业链一体化。目前，公司生产的微纤维玻璃棉制品主要应用于洁净（目前主要为空气过滤）、节能保温（目前主要为冰箱、冰柜行业）领域。

微玻璃纤维棉是平均纤维直径不大于 3.5 微米的玻璃棉，处于产业链上游，是玻璃纤维过滤纸、VIP 芯材和 AGM 隔板的主要原材料。公司生产的玻璃纤维过滤纸主要应用于空气过滤设备中，通过对细小颗粒物的过滤、吸附提供洁净的生产、生活及设备运行环境；VIP 芯材目前主要用作冰箱、冰柜的保温节能材料；AGM 隔板则用于阀控式密封铅酸蓄电池、防止电池短路，是目前兴起的汽车启停系统和微车电源的主要节能材料。

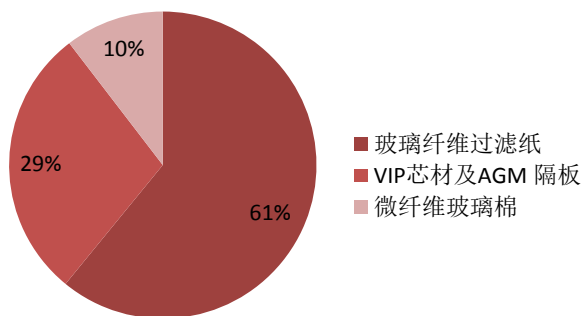
图 1：公司产业链情况



数据来源：Wind，西南证券整理

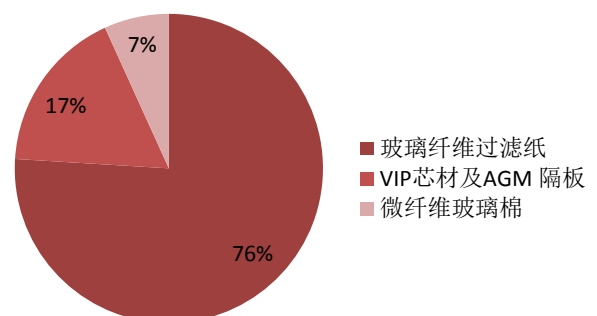
**公司主营业务结构：**公司生产的微玻璃纤维棉主要是自用，自给率超过 90%，外销较少，营收占比为 10%。公司玻璃纤维滤纸规模为国内最大，2015 年公司 61% 的营业收入来源于此项产品；其次是 VIP 芯材及 AGM 隔板业务，营收占比为 29%；毛利率贡献与营收结构差别不大，玻璃纤维滤纸贡献 76% 的毛利，为公司主要毛利来源。VIP 芯材及 AGM 隔板毛利占比为 17%，微纤维玻璃棉占比为 7%。

图 2：公司 2015 年收入结构



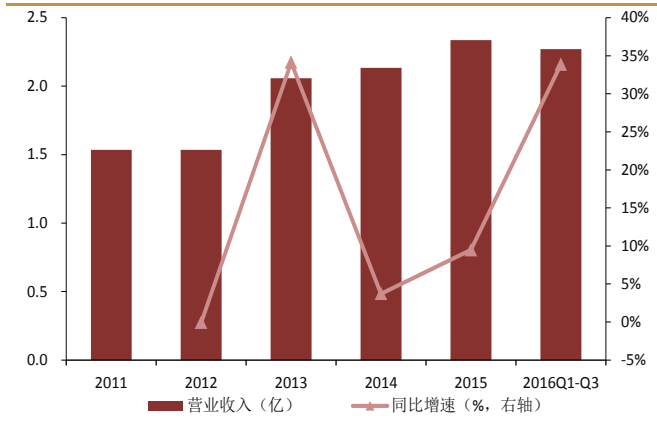
数据来源：Wind，西南证券整理

图 3：公司 2015 年毛利结构

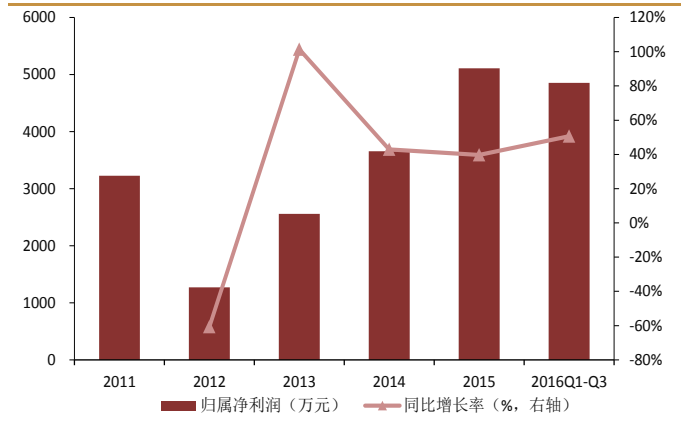


数据来源：Wind，西南证券整理

**业绩状况：**2012 年以来，节能环保市场需求的扩大带动公司主营收入从 1.5 亿上升至 2015 年的 2.3 亿，净利润从 1271 万上升至 5109 万，3 年复合增速分别达 15.2%、59%。2016 年前三季度，公司实现营业收入 2.3 亿元，同比增长 33.8%；实现归属上市公司股东的净利润为 4853 万元，较同期上升 50.6%。

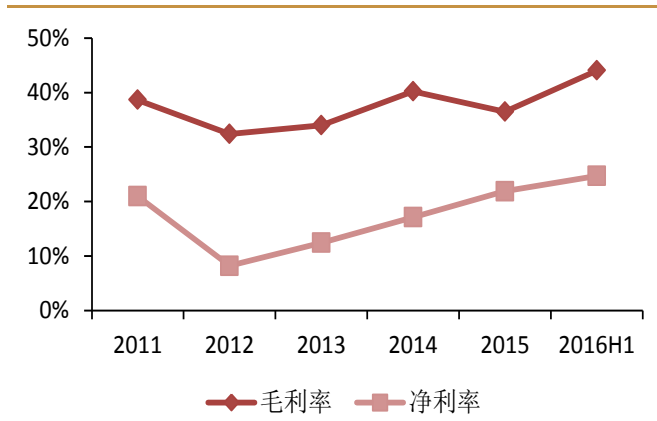
**图 4：公司 2011 年以来营业收入及增速**


数据来源：公司公告，西南证券整理

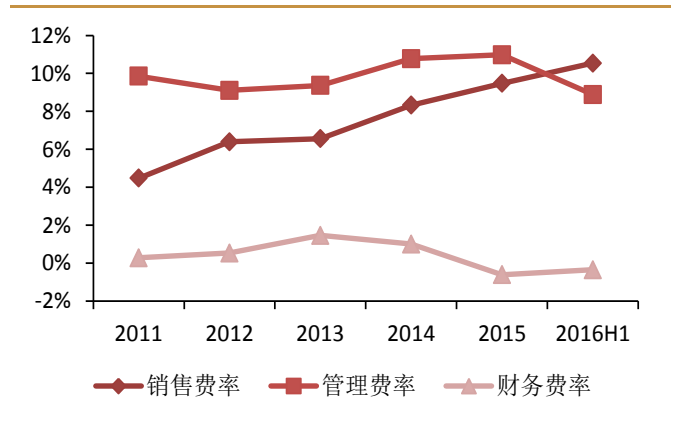
**图 5：公司 2011 年以来净利润及增速**


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司净利润增长显著高于营业收入的增长，主要原因在于随着产能迅速扩张、规模经济显现和下游环保节能市场不断增长，公司综合毛利率逐年提升。同时，公司三费率基本保持稳定，管理费率稳中有降，财务费用率保持较低水平。由于公司近年来积极开拓海外市场，销售费用率有所上升。

**图 6：公司 2015 年净利率、毛利率情况**


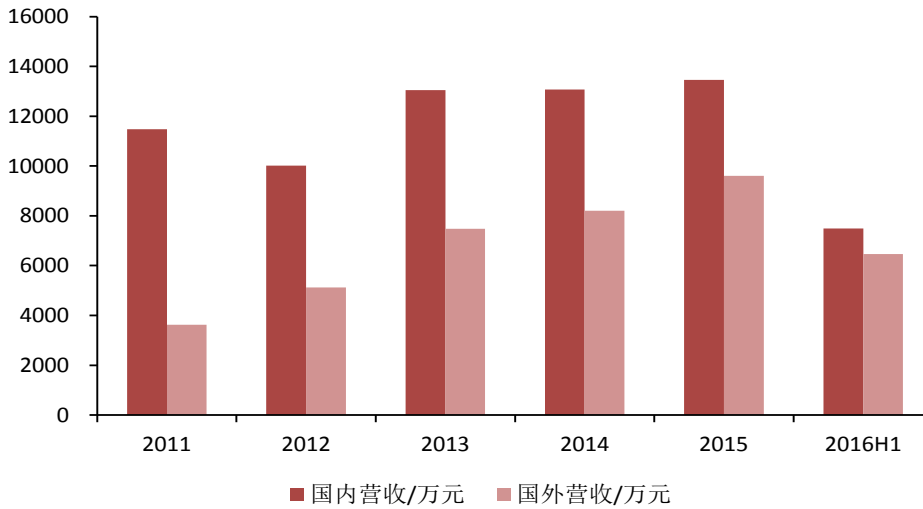
数据来源：Wind，西南证券整理

**图 7：公司 2011 年以来三费率情况**


数据来源：Wind，西南证券整理

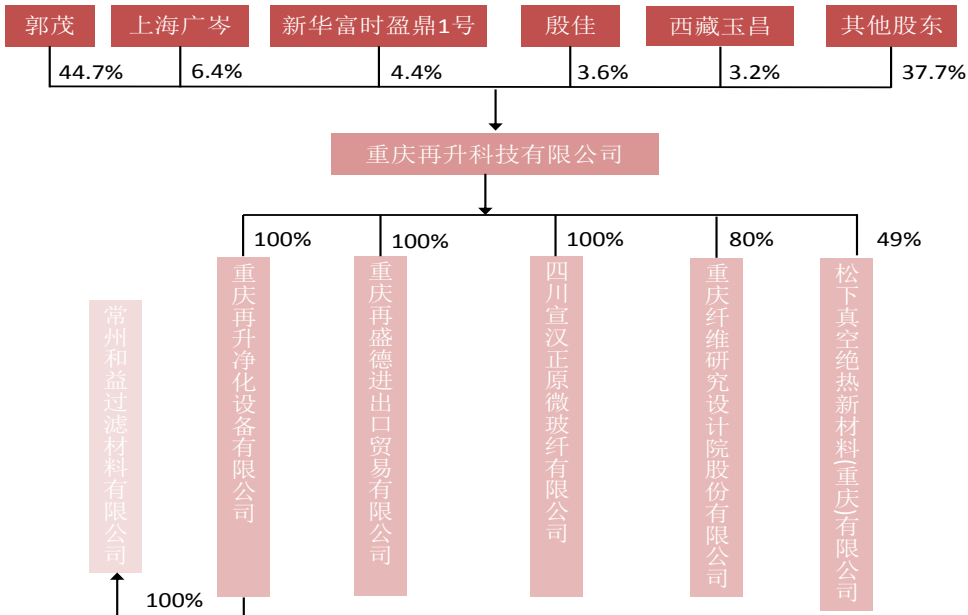
技术研发方面，公司是微纤维玻璃棉及制品行业的领导者，原材料技术优势是其产业链优势的基石。公司在系统性的整合能力，包括对原材料工艺改进能力、产品的特有配方、制造工艺及设备的设计能力等方面拥有核心竞争力，随着募投项目的释放，公司微纤维玻璃棉领域的竞争优势将不断扩大。

公司内销与出口并重，2016 年上半年国内、国外分别实现收入约 7491、6465 万元，收入贡献率分别约为 53.7%、46.3%。

**图 8: 公司国内、国外收入构成**


数据来源: Wind, 西南证券整理

**公司股权结构:** 公司控股股东、实际控制人为郭茂, 持有公司 7854 万股, 占总股本的 44.7%。公司旗下有 4 家二级子公司及 1 家联营企业。常州和益过滤材料有限公司是今年上半年新增的三级全资子公司, 是公司在长江中下游布局节能环保产品的中转站, 目前该公司已投入运行。

**图 9: 公司股权结构 (增发后)**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理



## 2 “干净空气”市场尚无边界，玻纤滤纸前景广阔

玻璃纤维滤纸是以微纤维玻璃棉为主要原材料、采用湿法成网工艺制成的厚度约为0.3mm的过滤介质，滤纸内部微纤维玻璃棉直径一般小于 $1\mu\text{m}$ 。玻璃纤维滤纸兼具容尘量大和过滤效率高的特点，在工业以及航空、军工等高端领域具有不可替代的作用。

图 10：玻璃纤维棉示例



数据来源：西南证券整理

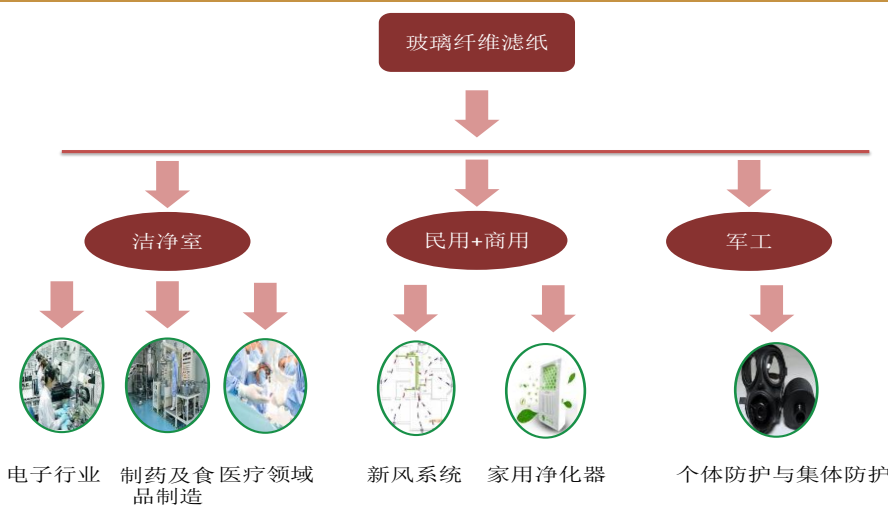
图 11：玻璃纤维滤纸示例



数据来源：西南证券整理

玻璃纤维滤纸最早起源于 20 世纪 40 年代，在第二次世界大战期间，仅仅依靠合成纤维或者无纺布作为过滤介质无法产生足够的高纯净度，由此导致用于战争的电子设备经常发生不稳定的状况。玻璃纤维滤纸以其容尘量大和过滤效率高的特点取代无纺布和合成纤维成为军用电子领域新的过滤介质。在战后，不但是军工领域，纯度较高的干净空气在其他众多场景中得到应用。

图 12：玻璃纤维滤纸应用领域



数据来源：Wind，西南证券整理

## 2.1 工业滤纸稳步提升，应用领域不断拓展

工业滤纸需求受益项目新建和滤纸更换的提振，下游需求旺盛，按全球洁净室工程规模的估计，我们预测全球工业滤纸市场空间 2015 年超过 65 亿，国内工业滤纸市场空间超过 16 亿元，并每年以 10-15% 的速度增长。

公司滤纸业务目前集中在工业领域，工业用滤纸需求主要包括两个部分，即制造业新建项目需求和已有项目更换需求。以新增需求为例，当前半导体技术已经进入了纳米的层次，平板显示技术从 TFT 向 AMOLED 等新型显示技术方向发展，纳米新材料技术在各方面的应用，基因技术的发展和普及，以及航天航空技术、智能制造技术等都对洁净技术提出新的要求。这种迅速变革的需求也正在促进整个洁净室工程行业的发展，亦成为微玻纤滤纸的需求增长的主要推动力。

表 1：全球洁净室工程市场规模及增长率

年份	2011	2012	2013	2014	2015
洁净室工程规模 (亿元)	1938.86	2201.3	2523.2	2784.24	3114.73
年增长率 (%)	13.53	13.54	14.62	10.35	11.87
滤纸市场的空间 (亿)	40.72	46.23	52.99	58.47	65.41

数据来源：《洁净与空调技术》，西南证券

以玻璃纤维滤纸为过滤介质的高效过滤器是洁净室（洁净厂房）的核心部件之一，按玻璃纤维滤纸的投入占洁净室投资总额的比例为 5% 测算，全球工业滤纸市场空间 2015 年超过 65 亿。

我国是全球洁净市场的重要组成部分，占到了全球洁净市场的 25% 左右。尤其是随着近年来我国在半导体和显示产业领域的发力，以及医疗和科研改革的不断深入，我国在洁净工程市场方面更是表现出强劲的市场需求。估计 2015 年我国工业滤纸市场空间超过 16 亿，并以每年 10-15% 的速度增长。

从 2015 年国内洁净室工程的细分行业的角度看，电子行业是洁净工程市场最大的需求方，但是在整个市场份额中的比重在逐渐下降，基本与医疗食品、高端制造等板块形成了三足鼎立的格局。整个市场增长较快的是与航空航天、精密制造、新材料等相关的行业，这类市场主要是受近年来我国经济向制造业转型，政府出台“中国制造 2015”来提升我国制造业的整体质量水平，以及制造业本身处于全球智能化变革阶段等因素有关。我国已经进入了创新驱动的发展阶段，相关实验室的洁净工程需求未来可能还会保持较快的增长。

表 2：国内 2015 年洁净室工程应用领域与规模

应用领域	细分行业	市场规模 (亿元)	滤纸市场 (亿元)	合计 (亿元)
电子行业	集成电路	97.48	4.87	14.89
	新型显示	82.72	4.14	
	太阳能电池	35.6	1.78	
	半导体照明	55.3	2.77	
	其他	26.7	1.34	
医药、医疗及食品	医疗卫生	88.3	4.42	12.82
	食品加工	75.7	3.79	

应用领域	细分行业	市场规模（亿元）	滤纸市场（亿元）	合计（亿元）
	制药及器材	92.4	4.62	
其他领域	航空航天	50.3	2.52	9.63
	精密制造	47.7	2.39	
	实验室	49.4	2.47	
	汽车维修	25.75	1.29	
	农业	19.5	0.98	
合计		767.55	16.12	

数据来源：中国电子学会洁净技术分会，西南证券

以半导体产业为例，2014年6月，国务院颁布了《国家集成电路产业发展推进纲要》，并设立了国家集成电路产业投资基金，到2015年年底投资项目达到28个，总投资额已超过400亿元。在《中国制造2025》战略规划中，提出“推动集成电路及专用装备发展”作为重点突破口，以“中国制造2025”战略的实施带动集成电路产业的跨越发展。从技术角度来看，集成电路技术演进呈现新趋势，制造工艺不断逼近物理极限，新结构、新材料、新器件孕育重大突破，尤其是近期纳米技术有望获得实质性进展，以致整个产业在近年间实现升级成为可能。

**表 3：2016 年-2020 年我国洁净室工程市场与滤纸市场需求预测**

年份	2015A	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
规模(亿元)	767.6	867.87	989.71	1122.4	1260.11	1412.33
增长率(%)	-	13.07	14.04	13.41	12.27	12.08
滤纸市场的需求	16.12	18.23	20.78	23.57	26.46	29.66

数据来源：《洁净与空调技术》，西南证券

滤纸更换需求方面，工业用玻纤滤纸一般的更换条件是滤纸的通风阻力达到初始值两倍，根据公司预测更换周期一般在2年左右，为工业滤纸提供稳定的更换需求。而随着洁净市场的发展，工业滤纸保有量的逐步提升，其更换市场也将逐渐壮大。

## 2.2 雾霾天气频发带来玻纤滤纸民用发展新机遇

我们认为玻纤滤纸在民用领域的应用将迎来爆发，原因有二：

**第一，民用滤材市场空间巨大。**我国空气净化市场尚处于起步阶段，频发的雾霾天气将持续催化空气净化市场，参考世界主要国家的空气净化器渗透率，目前我国空气净化器的渗透率仅为1%左右，仍然较低，成长空间巨大。

**第二，玻纤滤材市场份额占比有望提高。**从目前空气净化器消费趋势来看，高端化、智能化的特征明显。由于玻纤过滤效果更强，虽然其价格相对较高，在空气净化器市场品牌偏好强化的趋势下，市场份额将逐步向具有环保优势的玻纤滤纸转移。

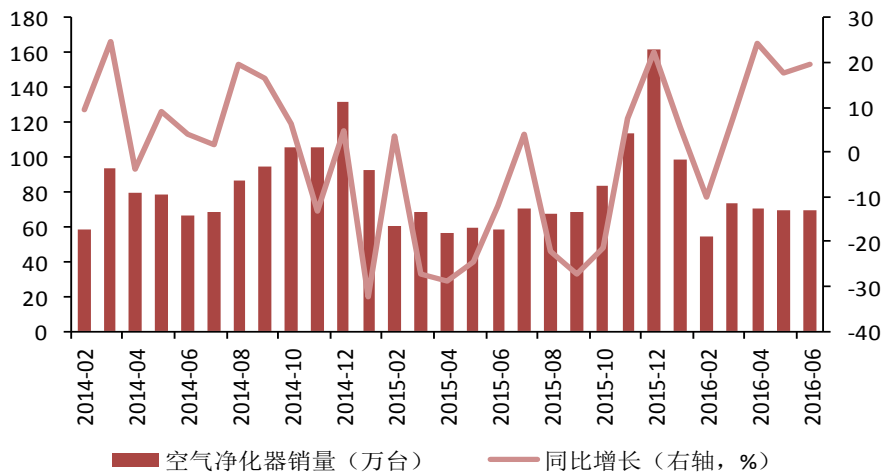
我国大气污染问题日益严重，国家制定的空气质量评价标准将愈发严格，在加速出台对产生PM2.5的污染源例如汽车尾气、挥发性有机物等治理措施的同时，对室内场所空气评价标准的要求也会相应提高，丰富空气净化市场应用场景。

**表 4: 空气质量评价标准愈发严格**

时间	空气质量评价标准
2011 年	国家环保总局制定了《环境空气 PM10 和 PM2.5 的测定重量法》
2011 年 12 月	环保部公布了 PM2.5 和臭氧监测时间表, 自 2012 年起直辖市及省会城市开始监测 PM2.5 浓度
2013 年	113 个环境保护重点城市和环境模范城市开展监测
2015 年	所有地级以上城市开展监测
2016 年	全国统一执行新的空气质量标准, 并向社会公布监测结果

数据来源: 西南证券整理

《2015 中国空气净化器产业报告》数据显示, 2015 年空气净化器零售量为 352 万台, 同比增长超过 8%; 零售额将近 75 亿元, 同比增长 10%。预计 2016 年空气净化器市场仍将保持继续增长的态势, 不排除频发的雾霾天气加速其放量。2013 年初的雾霾事件是我国空气净化器市场起步的驱动因素, 在环境恶化和购买力提升下, 2013 年我国空气净化器市场零售额增速达 163%。2015 年进入 11 月后全国大范围的雾霾天气同样打破了市场的平静, 空气净化器迎来销售高潮, 甚至出现全行业断货的现象。雾霾事件再次爆发不仅带来空气净化器市场的反弹, 也促进了消费者对空气质量问题从突发性向常态性的认识, 从而将推动市场理性成长。

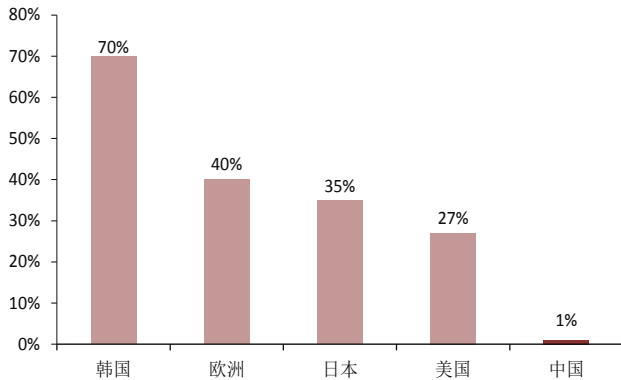
**图 13: 我国空气净化器销量**


数据来源: Wind, 西南证券整理

空气净化器产品表现出明显的高端化和智能化趋势, 将有利增加玻纤滤材的市场占比。2015 年空气净化器市场国外品牌持续强势, 线上市场占有率前 10 位的空气净化器品牌中国外品牌占了 6 个, 其零售额之和占整个线上市场 53% 的份额。在线下市场国外品牌更是表现出垄断性优势, 零售额排名前十几乎都是国外品牌, 占据了线下 80% 的份额。玻璃纤维滤纸与合成、化学纤维滤材相比, 对 2.5 微米以下颗粒的过滤效率较高, 在空气净化器市场理性消费、品牌偏好强化的趋势下, 市场份额将逐步向具有环保优势的玻纤滤纸转移。

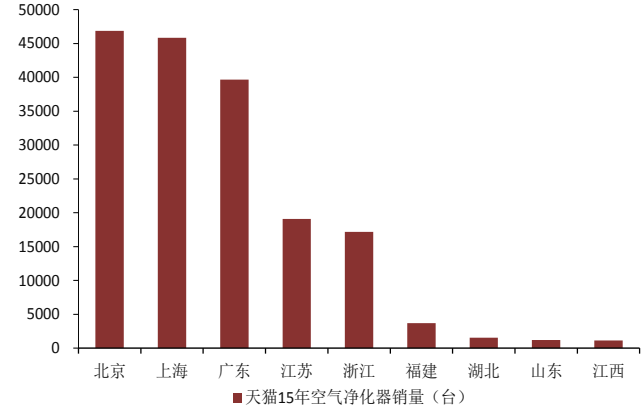
据统计数据显示, 目前空气净化器在美国家庭的普及率达到 27%, 日本为 17%, 面临严重空气污染的我国国内空气净化器的普及率仅为 1% 左右, 随着人们健康意识的觉醒以及对 PM2.5 危害程度认知的提高, 空气净化器普及率也将大幅提升, 对于空气滤材的需求也将快速增加。

图 14: 我国空气净化器渗透率较低



数据来源: 中商情报网, 西南证券整理

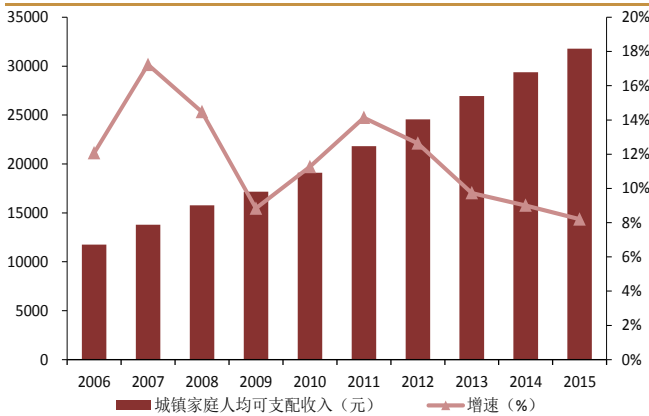
图 15: 2015 年天猫空气净化器销量排名



数据来源: 《2015 中国空气净化器市场报告》, 西南证券整理

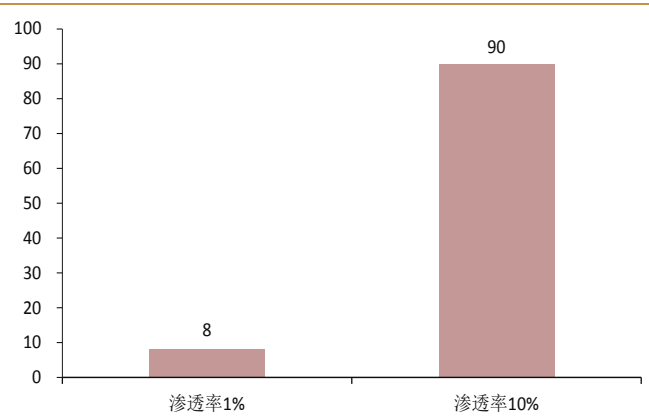
从 15 年天猫空气净化器销量排名来看, 排在前面的省份分别是北京、上海和广东, 而雾霾天气频发的地区位于京津冀等北方地区, 由此可以看出区域性雾霾天气的频发也有可能带动全国性的空气净化器销量。随着我国城镇家庭人均可支配收入的不断增加, 空气净化器销量有望迎来爆发。

图 16: 城镇家庭人均可支配收入不断增加



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 17: 渗透率达到 10%, 滤纸需求将爆发 (亿元)



数据来源: 西南证券

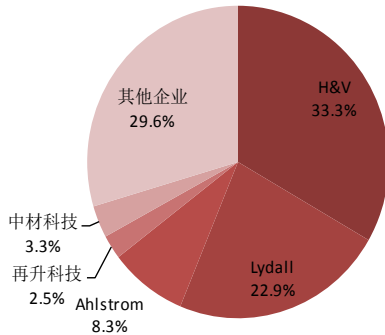
以空气净化器零售量 352 万台, 每台空气净化器原材料中滤纸成本在 200~250 元左右测算, 2015 年国内空气净化器用滤纸市场空间在 7-9 亿元。若国内家庭空气净化器渗透率达到 10%, 则空气净化器保有量将至少达到 4000 万台, 需要滤纸的累计销售额在 80-100 亿元。

### 2.3 玻纤滤纸国内领导企业, 技术优势明显

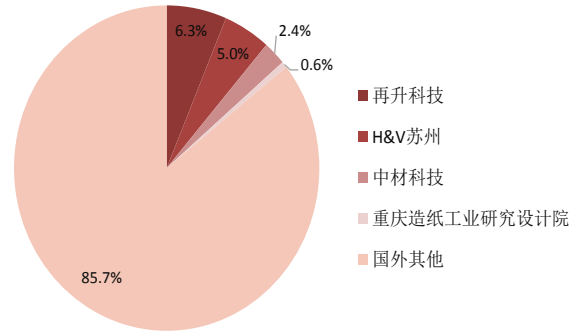
微玻璃纤维滤纸行业专业性比较强, 进入门槛高。再升科技是国内最具国际竞争力的龙头企业, 全球占有率 6.4% 远超国内同行, 产品性能达到国际先进水平, 有望率先获益于国内空气净化市场的爆发。

目前, 国际上具有一定规模的玻璃纤维滤纸生产企业为数不多。国外主要包括 HV、Lydall、Ahlstorm、Dumas, 国内主要有再升科技、中材科技。从全球来看, 空气过滤材料的市场主

体依然为在外国企业，但国内玻纤滤纸行业发展迅猛，市场占有率接近 10%，而其中主要的增长来源就是再升科技市场份额的迅猛发展。再升科技市场份额从 2009 年的 2.5% 上升至 2015 年的 6.4%，远超国内（除 H&V 苏州）第二的中材科技和第三的重庆造纸工业设计院。

**图 18：2009 年玻璃纤维滤纸企业全球市场份额**


数据来源：西南证券

**图 19：2015 年玻璃纤维滤纸企业全球市场份额**


数据来源：西南证券

在技术层面，公司的玻纤滤纸性能大大高于行业标准和军用标准，在关键性指标例如厚度和抗张强度上甚至大幅度领先于国外大型厂商，与 H&V、Dumas 等国际厂商的技术差距在逐渐缩小，在国内处于领先水平。公司玻纤滤纸内部微纤维玻璃棉直径在  $1\mu\text{m}$  以下，最小直径可达  $0.1\mu\text{m}$ ，对最易穿过的粒子（直径一般在  $0.3\mu\text{m}$ - $0.5\mu\text{m}$  之间）的过滤效率最高可达到 99.999996%，是国内少数能够生产高效玻璃纤维滤纸的企业之一。公司生产的超高效空气过滤纸（ULPA）与美国 H&V 公司技术相当，获得科技部科技型中小企业技术创新基金管理中心立项。

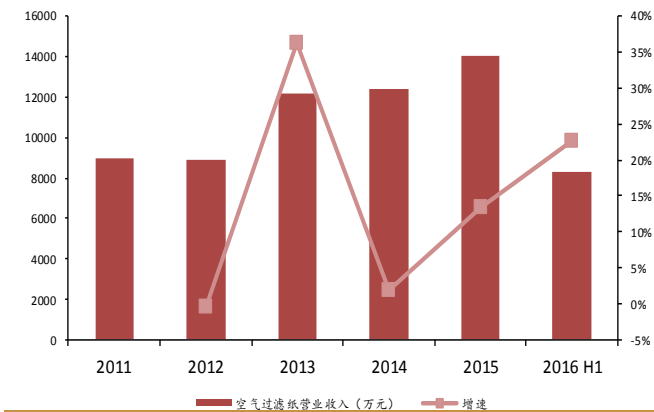
**表 5：国内外玻纤滤纸性能对比**

项目	行业标准	军用级别	再升科技	Lydall	HV	Dumas
厚度 (mm)	$0.36\pm 0.04$	$0.40\pm 0.03$	$0.33\pm 0.02$	0.2-0.4	0.3-0.5	0.4
阻力 (Pa)	$\leq 390$	$\leq 250$	$\leq 250$	260-530	260-500	340-550
抗张强度 (Kn/m)	$\geq 0.35$	$\geq 0.30$	$\geq 0.80$	$\geq 0.60$	$\geq 0.10$	$\geq 0.15$
抗水性 (Pa)	$\geq 5000$	-	$\geq 5000$	-	-	-
可燃物含量	$\leq 7.0\%$	-	$\leq 7.0\%$	$\leq 5.0\%$	$\leq 5.5\%$	$\leq 7.0\%$

数据来源：《过滤与分离》，西南证券整理

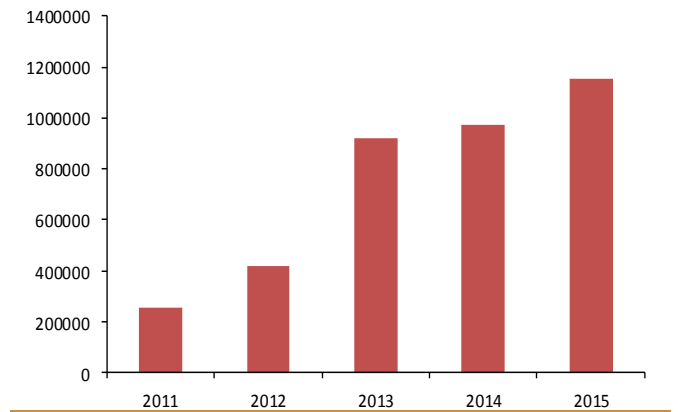
公司积极开拓国外市场，公司产品走出国门与国外巨头产品直接竞争，2015 年公司空气过滤纸出口量达到 1153 吨，是 2011 年出口数量 255 吨的 4.5 倍，产品质量获得认可，国际化战略成效初现。

图 20：2011-2016 年上半年公司空气过滤纸营业收入



数据来源：wind，西南证券整理

图 21：2011-2015 公司空气过滤纸出口数量 (kg)



数据来源：西南证券

公司借助淘宝、天猫等电商拓宽 C 端业务，电商销售可定制尺寸的滤纸和滤芯，布局替换空气净化器的滤芯、滤网和滤纸。滤网 3-5 个月需更换一次，未来滤网替换市场带来增量可观，同时 C 端模式更靠近终端市场，单品净利更高，电商直销的滤纸、滤芯和滤网的毛利率和净利率将分别高于公司目前 46%、21%的毛利率和净利率。

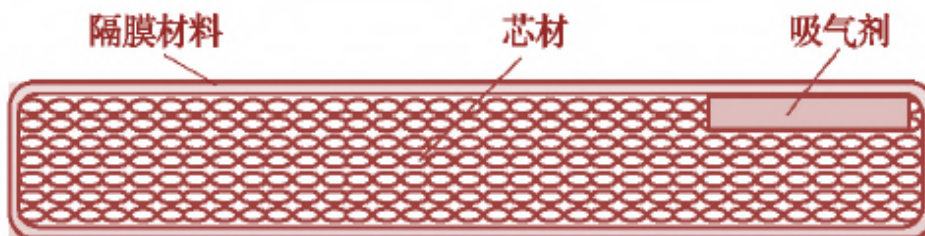
### 3 冰箱新国标实施，VIP 芯材及衍生品有望大展拳脚

#### 3.1 VIP 板前景逐渐明朗，能效提高+经济性改善助力放量

我们认为真空绝热板（VIP 板）前景逐渐明朗，预计未来数年市场需求仍将保持高速增长，主要原因如下：1) 全球能效标准提高，强制性环保政策标准助推 VIP 板需求放量；2) 技术进步与产能扩张逐步降低价格，VIP 板经济性改善较大。

真空绝热板（VIP 板）是以微纤维玻璃棉为主要原材料，采用湿法成网工艺制成的厚度为  $1\mu\text{m}$ - $10\mu\text{m}$  的微纤维玻璃棉板。真空绝热板一般由芯材、阻隔薄膜以及吸气剂组成，真空绝热板芯材用于限制残余在真空绝热板中的气体分子的运动空间，从而阻止气体对流并传导热量。目前，真空绝热板应用于冰箱冰柜、冷链物流、建筑保温、管道保温和汽车飞机等。其中，冰箱、冰柜行业是近期真空绝热板应用最大的领域。

图 22：真空绝热板结构



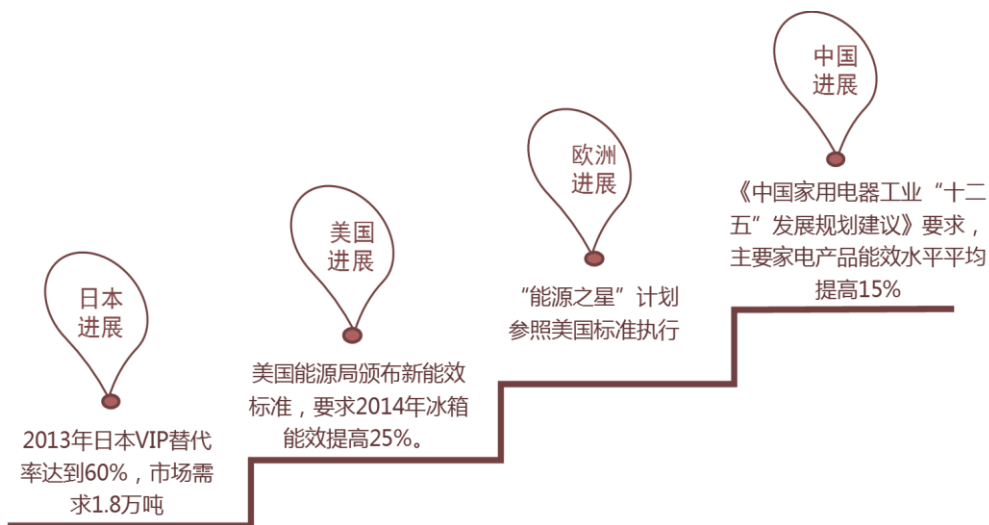
数据来源：《真空绝热板的技术研究现状及应用前景分析》，西南证券整理

### 全球能效标准提高，强制性环保政策标准助推 VIP 板需求放量

2011 年 1 月美国“能源之星”第三方强制认证正式启动，加拿大、日本、台湾、澳洲、新西兰、欧盟等国家和地区参与。2011 年 8 月，美国能源部 (DOE) 颁布最新家用冰箱冷柜最终能效标准 (PDF)，要求到 2014 年冰箱冷柜的能效将提高 25%。

2016 年 10 月 1 日，由国家标准委批准发布的冰箱新版能效国家标准《家用电冰箱耗电量限定值及能效等级》正式实施，施行超过 7 年的 2008 年版冰箱能效标准将彻底退出历史舞台。新能效标准同时扩大了适用范围，涵盖了冷藏箱、冷藏冷冻箱、冷冻箱等传统产品以及酒柜、卧式冷藏冷冻柜等创新产品。此外新修订标准在能效等级要求方面提升较大，能效指数上升明显。

图 23：近年来日、美、欧、中在冰箱领域的节能政策



数据来源：西南证券

在新国标实施之前，按照 2008 年老版《家用电冰箱耗电量限定值及能效等级》标准，我国能效 1 级冰箱占比已经超过 85%，100% 的产品的能效水平均达到或超过能效 2 级。但冰箱新能效标准的实施后，能效达标率将大幅度降低：能效 1 级的产品市场占比仅在 5% 左右，能效 2 级产品占比仅为 10%-20%。新标准实施后，有望淘汰占市场份额 20% 的高耗能产品，节能冰箱替代效应将得以彰显。

以玻璃纤维为原料制备的高效真空绝热板芯材应用于冰箱、冷柜、冷藏车等，与传统材料相比可以节能 10%-30%，同时增加有效容积 20%-30%。

表 6：表 6：VIP 板材的壁厚对冰箱能耗的影响

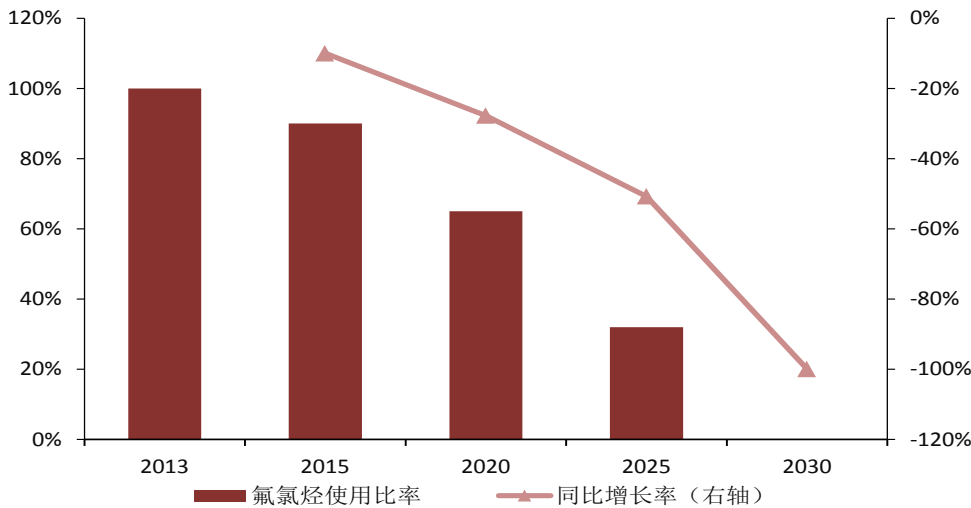
VIP 壁厚 (d,mm)	BCD-192 发泡层厚度 (d,mm)	冰箱能耗 (kw.h/24h)	能效等级
0	冷藏 43 冷冻 70	0.6	II
15		0.54	II
18		0.51	I
20		0.50	I
25		0.49	I

数据来源：《VIP 材料在节能冰箱上的实际应用》，西南证券整理



同时,冰箱的传统保温材料聚氨酯泡沫板在生产过程中,一般会使用氟氯烃(HCFCs)等消耗臭氧的化学物质,影响生态环境。根据调整后的《蒙特利尔议定书》的规定,以2009年和2010年全球HCFCs平均生产和消费量为基准量,2013年HCFCs的产量和消费量将冻结在这一水平,并在2015年削减HCFCs生产和消费量的10%,2020年削减35%,2025年削减67.5%,直到2030年实现完全淘汰,聚氨酯泡沫板将逐渐受到政策限制。

图 24:《蒙特利尔议定书》中对于氟氯烃使用量的限制(以2013年为基数)



数据来源:《蒙特利尔议定书》,西南证券整理

### 技术进步与产能扩张逐步降低价格, VIP 板经济性改善较大

VIP 板市场拓展前期缺乏竞争机制,生产工艺复杂,历史价格高点超过 1000 元/平方米,终端成本较高。近年来由于技术进步和产能的释放,终端定价快速下降,目前 VIP 板价格 100 元/平方米左右,有助于提高 VIP 板在家电中渗透率。

表 7: 全球冰箱冰柜、冷链物流中的 VIP 板需求量估算

	2013	2014E	2015E	2016E
全球冰箱产量(万台)	16293.9	17683.9	19445.8	21381.6
渗透率	4%	5%	7%	10%
<b>冰箱 VIP 板需求量(万 m<sup>2</sup>)</b>	<b>1425.71</b>	<b>2210.49</b>	<b>3403.02</b>	<b>5345.40</b>
全球冷库新增容量(亿 m <sup>3</sup> )	0.72	0.84	0.97	1.12
冷库隔热材料使用面积(亿 m <sup>2</sup> )	4.03	4.44	4.89	5.39
渗透率	3%	4%	5%	6%
<b>冷库 VIP 板需求量(万 m<sup>2</sup>)</b>	<b>1209</b>	<b>1776</b>	<b>2445</b>	<b>3234</b>
冷藏集装箱产量(万 TEU)	18.15	19.68	21.33	23.12
渗透率	6%	7%	8%	9%
<b>集装箱 VIP 板需求量(万 m<sup>2</sup>)</b>	<b>70.79</b>	<b>89.54</b>	<b>110.92</b>	<b>135.25</b>
<b>VIP 需求量合计(万 m<sup>2</sup>)</b>	<b>2705.50</b>	<b>4076.04</b>	<b>5958.94</b>	<b>8714.65</b>

数据来源:西南证券

未来几年，冰箱冰柜用 VIP 市场将迎来高速增长期。VIP 板不仅在高端节能产品上实现普遍应用，在普通冰箱冷柜产品上，也可逐步实现对传统保温材料的替代，市场前景广阔。保守估计，至 2016 年 VIP 板在全球冰箱冷柜市场的渗透率将达到 10%，按照每台冰箱冷柜平均使用 2.5m<sup>2</sup> VIP 板，至 2016 年，VIP 板在冰箱冷柜领域需求量为 5345 万 m<sup>2</sup>。

此外，在建筑领域，VIP 芯材有很大潜在市场空间，因为与其他建筑材料相比，VIP 芯材拥有极低的导热系数，在保温技术要求相同时有保温层厚度薄、体积小、重量轻的优点，可以大大提高建筑物的可用面积与节能水平，未来建筑保温领域有望超过冰箱等传统应用领域，成为 VIP 芯材最大应用市场。

### 3.2 国内 VIP 芯材龙头企业，携手松下进军全球家电市场

真空绝热板行业作为较新的行业，生产企业较少，目前，世界上具有一定规模的专业真空绝热板芯材生产企业为数不多，主要可以分为两类，一类是国外的一些大型家电企业，包括三星、东芝等；另外一类是专业生产真空绝热板和芯材的企业，例如国内的苏州维艾普、福建赛特新材以及上市公司。

**表 8：全球主要 VIP 板生产企业一览（产能数据主要参考 2011 年统计数）**

公司名称	公司所在地	年产量（吨）	该企业的主要客户	备注
冰箱生产企业				
LG	韩国	4000	LG,GE	其生产的真空绝热板和芯材主要满足自身需求，亦向其他企业采购真空绝热板和芯材
TOSHIBA	日本	3000	TOSHIBA	
PANASONIC	日本	5000	PANASONIC	
HITACHI	日本	2000	HITACHI	
专业生产真空绝热板的企业				
福建赛特新材	中国	3000	惠而浦、海信、伊莱克斯、西门子、SAMSUNG 等	除了自身生产芯材外，亦向其他企业采购芯材
滁州银兴	中国	3000	GE	芯材主要从其他企业采购
安徽吉曜	中国	2000	海尔	芯材主要从其他企业采购
广州兴田	中国		东芝	日本东芝（TOSHIBA）停止生产真空绝热板（VIP）后，主要向广州兴田采购真空绝热板
苏州维艾普	中国	1000	LG 等	芯材除满足自身需求外，还向其他企业供应芯材

数据来源：招股说明书，西南证券整理

公司是国内首批生产真空绝热板芯材的企业之一，冰箱专用真空绝热板芯材已获得科技部科技型中小企业技术创新基金管理中心立项。公司目前拥有 4500 吨 VIP 芯材产能，在国内仅次于苏州维艾普居于第二位，处于满负荷运作状态。公司的下游客户主要是东芝、LG、GE，三家销售占比达到 85%。

随着公司年产 5000 吨高效节能真空绝热板芯材产业化项目的实施，公司的 VIP 芯材产能将突破 9000 吨，成为国内最大的 VIP 芯材生产企业，占据行业的龙头地位。且公司的生产成本将进一步降低，产品竞争力进一步加强。

公司与松下电器（中国）有限公司，共同出资成立松下真空节能新材料（重庆）有限公司，公司持股 49%。松下新材料公司的建立，不仅进一步提升公司产品附加值，取得进入全

球家电市场的通行证，也为公司知识产权合作展开了新篇章。同时，与松下合作还进一步打通了公司微纤维玻璃棉、真空绝热板、冰箱冷链的全产业链，将会引领国产真空绝热板走向国际化市场，在家电冰箱产品中替代传统保温材料，市场空间广阔，为公司进入国际家电市场领域提供了有力保证。与松下合作成立合资公司，也为后续项目的引入创造了巨大的想象空间。

## 4 车载启停市场方兴未艾，AGM 隔膜业务放量增长

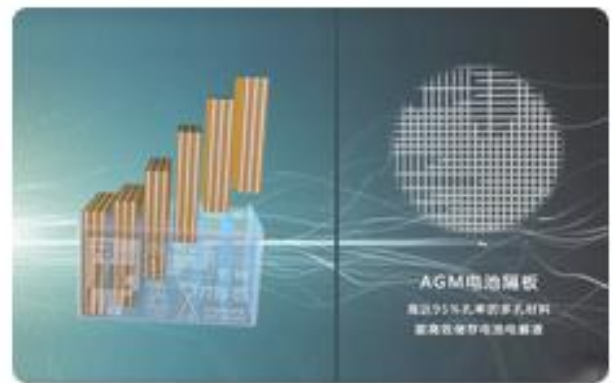
AGM 隔板是蓄电池的重要组成部分，是以直径 0.3-3 μm 的超细玻璃纤维经湿法制成的无毒、无味产品，是阀控式密封铅酸蓄电池的专用核心材料。AGM 隔板既可以阻止造成蓄电池正、负极短路的有害物质在电解液中迁移和扩散，又可以在多孔性隔板中贮存一定数量的电解液，以保证较高的导电性和电池反应的要求。

图 25: AGM 隔板示例



数据来源：公司官网，西南证券整理

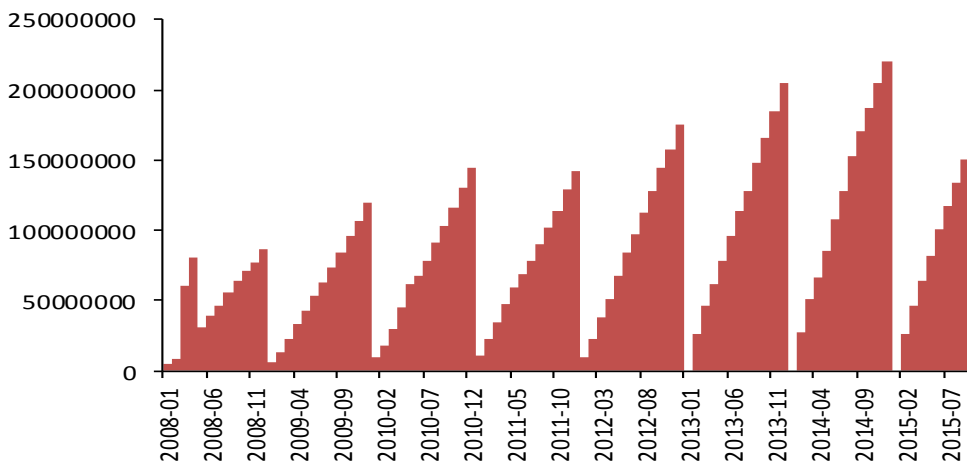
图 26: 阀控式密封铅酸蓄电池玻璃纤维隔板



数据来源：百度图片，西南证券整理

铅酸蓄电池已经发展成为世界上产量最大的电池产品，生产量占电池行业总量的 50%，占充电电池的 70%，即便是欧美日等世界上最发达的国家和地区，至今也仍大量生产和使用铅酸蓄电池。

图 27: 我国铅酸蓄电池产量累计值（单位：千瓦时）

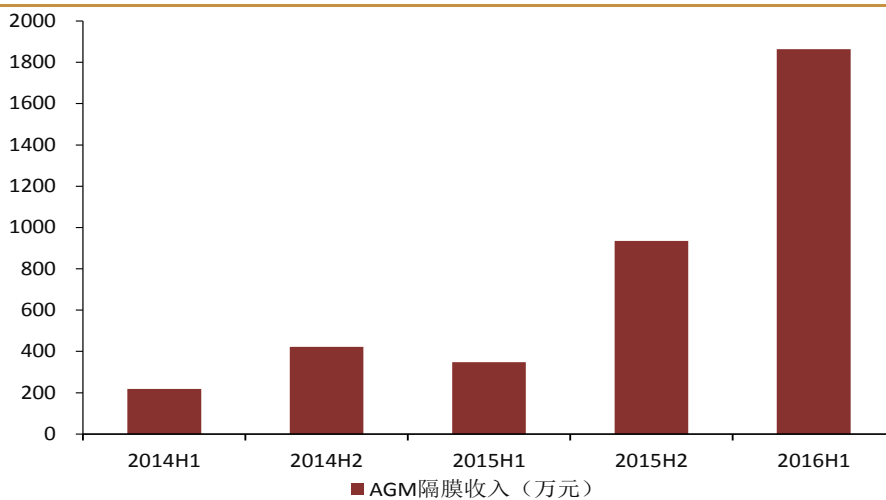


数据来源：wind，西南证券整理

AGM 电池市场增长的主要来源是汽车启停系统的搭载,启停电池领域以铅酸电池为主,启停锂电池的市场占比不足 5%。自动启停系统一方面可以节油,当车辆处于静止状态时,车内所需的电力将改由 AGM 电池供应,该系统能达到 15%的节油能力。另一方面也不会对发动机造成损伤。当车辆处于停止状态时,发动机将暂停工作,暂停的同时,发动机内的润滑油会持续运转,使发动机内部保持润滑;当松开制动踏板后,发动机将再次启动,此时,因润滑油一直循环,即使频繁的停车和起步,也不会对发动机内部造成磨损。

2014 年,中国市场大约 7%的新车型搭载了这项技术,大概为 200 万辆,是 2013 年的 6 倍,增长迅速。预计到 2020 年,全球每年将有 4900 万辆启停汽车上市,而在相同时期内,中国的车市中将有超过 40%的新车配备启停系统。

**图 28: 近三年公司 AGM 隔板业务营收情况 (单位: 万元)**



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

自 2013 年初以来,公司开始研制蓄电池 AGM 隔板,当年实现小批量生产,公司研制的新型玻璃纤维电池隔板被重庆市科学技术委员会评为“重庆市第二批重点新产品”。同时,AGM 隔板的生产工艺与真空绝热板芯材类似,公司的真空绝热板芯材产品可与 AGM 隔板产品共用生产线,可以显著降低二者生产成本,一体化优势明显。

近三年来,得益于搭载启停系统的汽车需求增长,用于启停技术的 AGM 电池需求上升,同时,公司 AGM 产能不断提升,公司的 AGM 隔板销量有了大幅提高。预计募投项目高比表面积电池隔膜建设项目 2017 年底投产,届时,公司的 AGM 产能将达到 7000 吨。按照市场价 3 万元/吨计算,AGM 隔板业务可为公司创造 2.1 亿元营收,成为公司新的利润增长点。

## 5 并购助推公司实现跨越式发展

通过并购延伸公司产业链、覆盖更多市场领域、获得市场份额一直是公司的主要发展战略之一。公司上市以来，外延发展的步伐逐渐加快，设立产业并购基金、控股德国哈佛、收购重庆造纸工业设计研究院将帮助公司实现跨越式发展。

### 5.1 发起设立并购基金，外延发展加速

2015年11月，公司与盈科资本共同发起设立“再升盈科节能环保产业并购基金”，该产业并购基金总规模为5亿元人民币，公司出资1.5亿元，占比30%。

盈科资本是一家综合资产管理+互联网金融的公司，其董事长钱明飞同时担任火炬电子、佰源机械等多家上市公司、拟上市公司董事。公司管理的基金规模数十亿元，拥有丰富的产业并购经验，顾问团队近百名。其主导的火炬电子、南威软件、纳川股份、元力股份、雪人股份、万润新能源科技等多家公司均成功实现上市，并通过并购整合实现了盈科资本在重点行业及领域的产业链布局。盈科资本对标的孵化实力强劲，并购经验丰富，能有效助力再升科技的外延发展进程。

图 29：盈科资本投资的企业



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司发起设立产业并购基金，能发挥再升科技的行业经验、技术判断与资源优势，并借助盈科资本在项目投资管理和培育孵化方面的能力以及在产业梳理和市值管理方面的经验，帮助再升科技拓展产业空间，实现产业升级和外延式扩张，推动公司价值的创造和投资收益的分享，实现上市公司快速发展。具体模式为基金孵化优质标的，待资产培育成熟后装入上市公司。设立基金首期到资20%，后续基金根据项目并购的情况，陆续分期出资，能够有效避免风险。

## 5.2 收购德国哈佛 24.9%股权，市场与产品双拓展

2016年6月15日，公司发布公告称拟现金注资不超过450万欧元获得德国哈佛24.9%股权并计划通过双方约定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，同时公司在授股5年后可优先购买德国哈佛另外26.1%股权。

德国哈佛公司是一家传统从事液体过滤材料研究、制造、技术服务的专业公司，应用植物纤维、化纤、玻纤和金属纤维复合，技术在全球领先。

通过此次合作，公司业务将从空气过滤材料延伸至液体过滤、油气分离、油烟治理等业务，同时主动进军国际市场，为公司国际化奠定基础，产品和市场同步拓展。

## 5.3 收购重庆纸研院，强化净化空气领域龙头地位

2016年6月17日，公司与重庆纸研院全部自然人股东签署股权转让协议，投资8400万元受让重庆纸研院80%股权。

重庆造纸工业研究设计院有限责任公司始建于1953年，是我国制浆造纸工业和轻工军工重要的综合性科研和生产基地，是重庆制浆造纸工程中心和重庆市高新技术企业，是集产品开发、生产和销售于一体的现代化公司。

该院为国家轻工业纸张质量监督检测重庆站、重庆市造纸产品质量监督检验站和重庆造纸计量站所在地。拥有完备的制浆造纸和特种纸科研及中试手段，以及大量的科研成果和雄厚的研发实力，拥有一批高素质的管理、科研、生产团队，在特种功能用纸材料方面，特别是在玻璃纤维空气过滤、液体过滤、油气分离过滤等方面的研制、生产、技术装备和检测手段方面处于国内领先地位。

**表 9：重庆纸研院产品及应用范围**

产品	应用范围
CZF-中效玻纤滤纸	空调系统、家用净化器、吸尘器、燃气轮机、汽车滤芯、汽车喷涂车间、以及洁净室前置过滤
CZU-超高效玻纤滤纸	FFU 风机过滤单元、微电子洁净室、医药食品净化间、军工高效过滤器、生物工程等净化领域
CZH 级高效滤纸	空调系统、汽车滤芯、喷涂车间、医药食品净化间、生物工程等净化领域
PP 复合过滤材料	空气净化机、中央空调、洁净

数据来源：重庆纸研院官网，西南证券整理

重庆纸研院在滤纸市场份额方面居于国内第三位，此次收购可谓是强强联合。此次收购将为公司带来一大批由高素质的管理、科研、生产开发人员组成的研究人员，显著提升公司的研发实力。同时，公司在玻纤滤纸行业的龙头地位得到进一步加强，定价能力得到提高。

## 6 盈利预测与估值

### 6.1 盈利预测

公司产能投放情况：

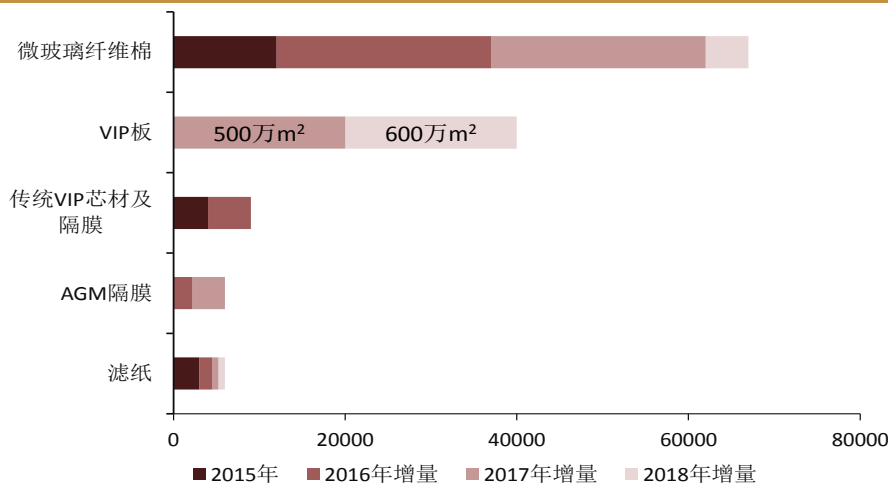
表 10：公司 IPO 和非公开发行募投项目情况

	项目	总投资额（万元）	计划产能
2015 年非公开发行募投项目	高性能玻璃纤维建设项目	22,128.02	扩建 2.5 万吨、新建 2.5 万吨
	高比表面积电池隔膜建设项目	12,110.00	6000 吨
	高效无机真空绝热板衍生品建设项目	34,249.00	1100 万 m <sup>3</sup>
	补充流动资金	10,000.00	-
IPO 募投项目	新型高效空气滤料扩建项目	9,203.00	2200 吨
	年产 5000 吨高效节能真空绝热板芯材产业化项目	5,671.00	5000 吨
	洁净与环保技术研发测试中心建设项目	2,836.00	-

数据来源：公司公告，西南证券整理

按照公司产能投放速度，2016 年其上市募投的“年产 5000 吨高效节能真空绝热板芯材产业化项目”投产，IPO“新型高效空气滤料扩建项目”投产，增加滤纸产能 2200 吨，非公开发行的“高性能玻璃纤维建设项目”中，扩建的 2.5 万吨微纤维玻璃棉投产；2017 年，非公开发行的“高比表面积电池隔膜建设项目”、“高效无机真空绝热板衍生品建设项目”以及“高性能玻璃纤维建设项目”中的新建 2.5 万吨微纤维玻璃棉陆续投产。

图 30：再升科技 IPO 与非公开发行募投项目预计新增产能（吨）



数据来源：公司官网，西南证券整理

关键假设：

假设 1：国内工业滤纸市场保持 10-15% 的速度增长，雾霾天气促进民用空气净化器消费常态化。公司玻纤滤纸 16 年销售均价 4.8 万元/吨；

假设 2：2016 年在全球冰箱中的渗透率达到 10%，VIP 芯材销售均价 1.2 万元/吨；

假设 3：2020 年我国将有 40% 的新车配备启停系统。AGM 隔板销售均价 2.3 万元/吨。

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 11：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2015A	2016E	2017E	2018E
滤纸	收入	140.46	175.58	219.47	307.26
	增速	13.4%	25.00%	25.00%	40.00%
	毛利率	45.86%	53.00%	53.00%	54.00%
传统 VIP 芯材	收入	66.15	77.40	123.83	210.52
	增速	-3.0%	17.00%	60.00%	70.00%
	毛利率	22.09%	30.00%	31.00%	32.00%
微纤维玻璃棉	收入	24.01	37.22	55.82	117.23
	增速	16.0%	55.00%	50.00%	110.00%
	毛利率	24.03%	35.00%	35.00%	35.00%
新型 VIP 芯材及衍生品	收入			480.00	1,008.00
	增速				110.00%
	毛利率			35.00%	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		30.00%	30.00%	30.00%
其他	收入	3.01	12.04	24.08	36.12
	增速	12.62%	29.00%	30.00%	31.00%
	毛利率	12.62%	20.00%	25.00%	30.00%
合计	收入	233.62	353.23	925.20	1,653.92
	增速	9.46%	51.19%	161.93%	78.76%
	毛利率	36.45%	41.93%	38.05%	37.63%

数据来源：公司公告，西南证券

## 6.2 绝对估值

关键假设如下：

- (1) 永续期增长率为 3%；
- (2)  $\beta$  系数选用玻纤（申万分类）行业最近 3 年  $\beta$  值的算术平均；
- (3) 税率：保持 25% 稳定税率。



**表 12：绝对估值假设条件**

百万元	2015A
过渡期年数	5
永续期增长率	3.00%
无风险利率 Rf	3.50%
市场组合报酬率 Rm	11.00%
有效税率 Tx	25.00%
过渡期增长率	25.00%
$\beta$ 系数	0.77
债务资本成本 Kd	5.00%
债务资本比重 Wd	10.00%
股权资本成本 Ke	9.35%
WACC	8.79%

数据来源：西南证券

**表 13：FCFF 估值结果**

FCFF 估值	现金流折现值（百万元）
核心企业价值	2311.79
净债务价值	(478.79)
股票价值	2790.58
每股价值	<b>7.23</b>

数据来源：西南证券

**表 14：FCFF 估值敏感性分析**

WACC \ 永续增长率	7.29%	7.79%	8.29%	8.79%	9.29%	9.79%	10.29%
1.5%	7.85	7.17	6.60	6.11	5.69	5.32	4.99
2.0%	8.41	7.63	6.98	6.43	5.96	5.55	5.19
2.5%	9.09	8.18	7.43	6.80	6.26	5.80	5.41
3.0%	9.93	8.84	7.95	7.23	6.62	6.10	5.66
3.5%	11.00	9.65	8.59	7.74	7.03	6.45	5.95
4.0%	12.38	10.68	9.38	8.36	7.53	6.85	6.28
4.5%	14.27	12.02	10.38	9.12	8.13	7.33	6.67

数据来源：西南证券

绝对估值的结果可得，公司每股内在价值约 7.23 元。

## 6.3 相对估值

中材科技部分玻纤业务与公司相近，但其业务线条较多，长海股份玻纤产品应用领域与公司差异较大，可比性较差。新纶科技为洁净室行业系统解决方案提供商，尚荣医疗提供以洁净手术部为核心的医疗专业工程整体解决方案，较具备可比性，但业务不完全一致。公司除空气过滤材料之外，节能保温领域市场空间广阔，高成长性确定。预计公司 2017-2018 年主营业务将保持较快增长，复合增速超过 90%，给予合理估值 2017 年 60 倍 PE，按 17 年净利润约 1.7 亿元测算，对应市值 103 亿元。

**表 15：玻纤与节能可比上市公司估值**

可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
	(2017.3.7)	15A	16E	17E	18E	15A	16E	17E	18E
中材科技	19.82	0.75	0.52	0.93	1.15	26.40	38.02	<b>21.24</b>	17.20
新纶科技	18.82	-0.29	0.12	0.29	0.56	-65.92	152.64	<b>65.08</b>	33.64
尚荣医疗	18.83	0.31	0.37	0.52	0.66	60.74	50.27	<b>36.55</b>	28.46
长海股份	36.69	1.11	1.31	1.62	1.98	33.05	28.08	<b>22.70</b>	18.55
<b>均值</b>		/				13.57	67.25	<b>36.39</b>	24.46

数据来源：Wind，西南证券（可比公司 2016-18 年 EPS 取自 Wind 一致预期）

公司合理市值为 103 亿元，对应目标价为 27 元。我们认为随着后续公司外延发展的不断落地，产业链多极发展布局将更加完善，公司估值存在进一步上行的可能。我们看好公司长期业绩的增长和成为国际微纤维玻璃棉产业巨头的潜力，维持“买入”评级。

## 7 风险提示

### ➤ 产能扩充项目进展或不及预期的风险

公司产能扩充将突破公司发展瓶颈，虽然我们认为其产能扩充项目目前进展顺利，但仍不排除突发事件致使项目投产进度低于预期的风险。

### ➤ 下游需求放量或不及预期的风险

滤纸和 VIP 板等领域需求放量是公司发展主要动能，虽然我们认为目前公司订单充足，供不应求，但仍不排除下游需求回落致使销量放量低于预期的风险。

### ➤ 外延落地与公司整合效应或低于预期的风险

外延发展是公司不断进行产业链整合与成为行业中足以媲美国外大型微玻纤制品龙头的较优发展路径，虽然我们认为公司产业链整合思路清晰，动作频繁，但仍然存在外延发展低于预期或整合效应低于预期的风险。

### ➤ 人民币兑美元汇率波动的风险

公司外币核算核算多以美元结算，虽然美元目前处于加息周期，汇兑损失的可能性较小，但是让然不排除人民币兑美元大幅波动影响业绩的可能。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	233.62	353.23	925.20	1653.92	净利润	51.19	84.12	172.13	314.34
营业成本	148.46	205.14	573.14	1031.57	折旧与摊销	14.79	20.97	32.27	42.18
营业税金及附加	1.73	2.75	7.07	12.65	财务费用	-1.42	-3.68	-2.28	-5.59
销售费用	22.13	33.91	86.04	140.58	资产减值损失	1.11	1.00	1.00	1.00
管理费用	25.64	37.09	90.67	148.85	经营营运资本变动	-21.02	-17.79	-153.89	-151.46
财务费用	-1.42	-3.68	-2.28	-5.59	其他	6.86	-8.88	-15.81	-20.18
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>75.75</b>	<b>33.42</b>	<b>180.30</b>
投资收益	-0.41	8.21	15.00	20.00	资本支出	-54.19	-170.00	-120.00	-120.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-80.72	8.21	15.00	20.00
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>-161.79</b>	<b>-105.00</b>	<b>-100.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>35.56</b>	<b>85.23</b>	<b>184.56</b>	<b>344.86</b>	短期借款	16.90	75.10	-20.00	0.00
其他非经营损益	22.25	9.58	9.59	9.61	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>57.81</b>	<b>94.81</b>	<b>194.15</b>	<b>354.47</b>	股权融资	138.11	756.61	0.00	0.00
所得税	6.62	10.70	22.02	40.13	支付股利	-13.60	-19.00	-31.28	-64.02
净利润	51.19	84.12	172.13	314.34	其他	-13.71	3.68	2.28	5.59
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>816.38</b>	<b>-49.00</b>	<b>-58.42</b>
归属母公司股东净利润	51.09	84.12	172.13	314.34	<b>现金流量净额</b>	<b>44.28</b>	<b>730.34</b>	<b>-120.58</b>	<b>21.87</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	73.10	803.44	682.86	704.74	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	92.35	118.82	308.85	512.62	销售收入增长率	9.46%	51.19%	161.93%	78.76%
存货	28.46	30.22	73.89	123.13	营业利润增长率	-9.08%	139.69%	116.55%	86.85%
其他流动资产	0.26	0.39	1.03	1.84	净利润增长率	39.97%	64.33%	104.64%	82.61%
长期股权投资	32.83	32.83	32.83	32.83	EBITDA 增长率	-7.27%	109.56%	109.27%	77.79%
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	306.47	375.75	435.39	毛利率	36.45%	41.93%	38.05%	37.63%
无形资产和开发支出	36.07	55.31	74.26	92.92	三费率	19.84%	19.06%	18.85%	17.16%
其他非流动资产	6.80	6.31	5.82	5.33	净利率	21.91%	23.81%	18.61%	19.01%
<b>资产总计</b>	<b>446.05</b>	<b>1353.79</b>	<b>1555.29</b>	<b>1908.79</b>	ROE	14.89%	7.22%	13.18%	20.19%
短期借款	44.90	120.00	100.00	100.00	ROA	11.48%	6.21%	11.07%	16.47%
应付和预收款项	28.74	37.45	103.78	189.13	ROIC	11.11%	17.72%	24.31%	30.15%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	20.94%	29.03%	23.19%	23.06%
其他负债	28.60	30.80	45.11	62.94	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>102.24</b>	<b>188.26</b>	<b>248.90</b>	<b>352.07</b>	总资产周转率	0.66	0.39	0.64	0.95
股本	149.60	386.15	386.15	386.15	固定资产周转率	1.91	1.82	3.02	4.22
资本公积	87.46	607.52	607.52	607.52	应收账款周转率	5.31	6.41	8.74	8.71
留存收益	101.66	166.77	307.62	557.95	存货周转率	5.15	6.81	10.89	10.40
归属母公司股东权益	338.72	1160.44	1301.30	1551.62	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>1165.54</b>	<b>1306.39</b>	<b>1556.72</b>	资产负债率	22.92%	13.91%	16.00%	18.44%
负债和股东权益合计	446.05	1353.79	1555.29	1908.79	带息债务/总负债	43.92%	63.74%	40.18%	28.40%
					流动比率	2.45	5.76	4.72	4.08
					速动比率	2.09	5.58	4.39	3.70
					股利支付率	26.62%	22.59%	18.17%	20.36%
					每股指标				
					每股收益	0.13	0.22	0.45	0.81
					每股净资产	0.89	3.02	3.38	4.03
					每股经营现金	0.13	0.20	0.09	0.47
					每股股利	0.04	0.05	0.08	0.17
业绩和估值指标									
EBITDA	48.92	102.53	214.55	381.45					
PE	135.81	82.49	40.31	22.08					
PB	20.18	5.95	5.31	4.46					
PS	29.70	19.65	7.50	4.20					
EV/EBITDA	54.33	61.00	29.62	16.60					
股息率	0.20%	0.27%	0.45%	0.92%					

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
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@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
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn