

“干净空气”纵深布局, 产业链进一步完善

投资要点

- **事件:** 近期, 再升科技与悠远环境及其全体股东签署现金购买资产协议书, 以现金4.4亿元人民币受让悠远环境100%股权。悠远环境为国内优质洁净室净化设备供应商, 此次现金收购有助于完善上市公司产业链, 实现行业强强整合, 并有利于将上市公司的优质过滤材料应用于终端商业、民用市场, 拓展产品使用场景。
- **产能释放叠加需求提升, 内生高成长确定。** 公司IPO募投项目及非公开发行募投项目已有部分建成投产, 加之并购重庆纸研院以及公司以自有资金投建项目, 公司产能得到极大的提升, 恰逢下游空气净化与节能环保市场的需求爆发, 随着募投产能的陆续投产, 将逐步缓解公司产品供不应求的局面, 公司业绩步入确定性较高的快速发展通道。
- **“干净空气”蓝海市场空间广阔, 公司产业链优势突出。** 我们预测国内工业洁净室市场空间仍将以每年以10-15%的速度增长。我国民用、商用空气净化设备市场尚处于起步阶段, 渗透率较低, 频发的雾霾天气以及建筑装修室内污染问题受到普遍关注, 将持续催化对空气净化设备及服务的需求, 预计每年需求增速在30%左右, 成长空间巨大。苏州悠远环境科技股份有限公司(简称“悠远环境”)为目前国内唯一进入高端净化设备及服务市场的稀缺标的, 凭借悠远多年行业影响力, 再升科技有望借助悠远环境渠道及品牌影响力直接进入微电子业、液晶面板、生物制药业等高壁垒行业一级应用市场, 同时再升科技的核心产品微玻纤滤纸作为空气净化器上游关键材料国内市场份额第一及产品品质国际先进, 强强联合之后悠远环境原材料成本有望大幅下降, 材料+渠道+品牌强强联手将打造国内“干净空气供应商”的综合竞争力。
- **盈利预测与投资建议。** 暂不考虑此次现金收购, 我们预计公司2017-2019年EPS分别为0.44元、0.80元、1.05元, 对应动态PE分别为35倍、19倍和15倍(若考虑此次现金收购, 预计2017-2019年EPS分别为0.53元、0.89元、1.14元, 对应的动态PE分别为29倍、17倍和14倍), 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 新建项目进展低于预期的风险、下游需求增长不及预期的风险、企业并购整合不及预期的风险。

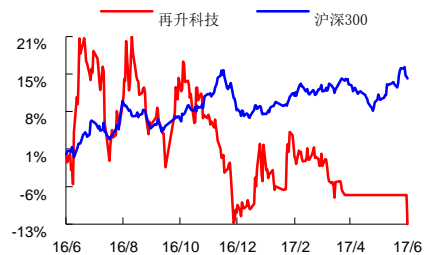
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	319.94	930.34	1645.41	1914.77
增长率	36.95%	190.78%	76.86%	16.37%
归属母公司净利润(百万元)	80.82	171.22	310.17	403.71
增长率	58.19%	111.84%	81.15%	30.16%
每股收益EPS(元)	0.21	0.44	0.80	1.05
净资产收益率ROE	7.22%	14.98%	26.77%	39.21%
PE	75	35	19	15
PB	5.43	5.27	5.20	5.85

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

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)	2.13
52周内股价区间(元)	15.6-48.28
总市值(亿元)	60.24
总资产(亿元)	13.52
每股净资产(元)	2.85

相关研究

1. 再升科技(603601): 扣非业绩翻番增长, 高成长性确定 (2017-03-19)
2. 再升科技(603601): 稀缺干净空气供应商, 微玻纤制品多极发展 (2017-03-08)
3. 再升科技(603601): 产能集中投放带动全年业绩冲量 (2016-10-19)
4. 再升科技(603601): 业绩符合预期, 高成长稀缺标的 (2016-08-28)
5. 再升科技(603601): 综合布局立体发展, 高成长可期 (2016-07-03)

目 录

1 微玻璃纤维棉制品龙头，有望维持超高内生增速	1
1.1 玻纤滤纸国内领导企业，技术优势明显	1
1.2 在手订单充足，大规模扩产项目逐步落地保障内生增速.....	3
2 “干净空气”布局更进一步，产业链竞争优势突出	4
2.1 工业洁净室市场稳步提升，下游延伸打开公司发展空间.....	4
2.2 高端净化设备国外垄断，悠远突破市场为国内排头企业.....	6
2.3 雾霾天气频发带来空气净化新场景	9
3 盈利预测	10
4 风险提示	11

图 目 录

图 1: 公司产品产业链.....	1
图 2: 玻璃纤维滤纸应用领域.....	1
图 3: 公司 2016 年毛利结构.....	1
图 4: 公司 2011 年以来净利润及增速.....	1
图 5: 2009 年玻璃纤维滤纸企业全球市场份额.....	2
图 6: 2015 年玻璃纤维滤纸企业全球市场份额.....	2
图 7: 公司 16-18 年部分产能增长较快.....	4
图 8: 悠远环境 2016 年 1-8 月收入结构.....	8
图 9: 悠远环境净利润增速较快（百万元）.....	8
图 10: 悠远环境毛利率仍有提升空间.....	9
图 11: 悠远环境费率呈现下降态势.....	9
图 12: 美埃商用楼宇新风系统内部结构.....	10
图 13: 美埃产品针对住宅中的新房装修的甲醛、VOC 超标问题.....	10

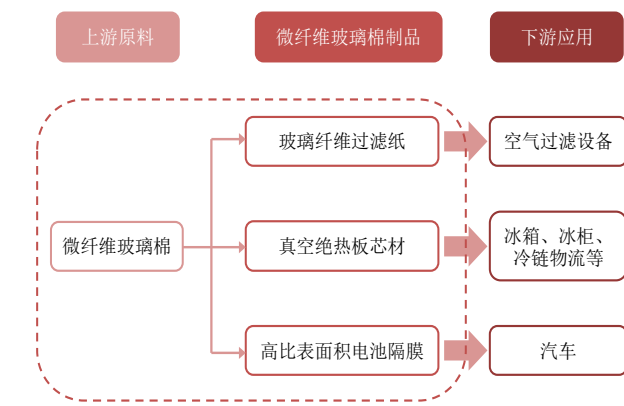
表 目 录

表 1: 重庆造纸工业设计院产品及应用范围.....	2
表 2: 国内外玻纤滤纸性能对比.....	3
表 3: 公司 IPO 和非公开发行募投项目情况.....	3
表 4: 全球洁净室工程市场规模及增长率.....	4
表 5: 国内 2015 年洁净室工程应用领域与规模.....	5
表 6: 2016 年-2020 年我国洁净室工程市场与滤纸市场需求预测.....	5
表 7: 国内 12 英寸圆晶厂在建产能较多.....	6
表 8: 国际著名空气过滤器生产厂商纷纷在中国建厂并占据大部分高端市场份额.....	6
表 9: 悠远环境主要产品及用途介绍.....	7
表 10: 悠远环境与国内高端客户合同金额有逐年上升趋势.....	7
表 11: 空气质量评价标准愈发严格.....	9
表 12: 分业务收入及毛利率.....	10
附表: 财务预测与估值.....	12

1 微玻璃纤维棉制品龙头，有望维持超高内生增速

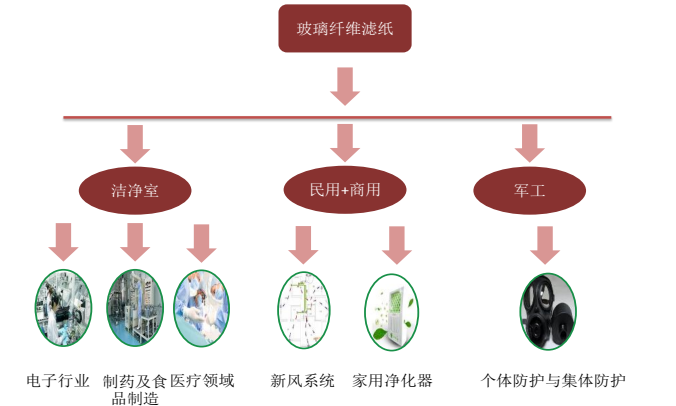
公司专注于微纤维玻璃棉及其制品（玻璃纤维滤纸、VIP 芯材及 AGM 隔板）的研发、生产和销售，目前公司生产的微纤维玻璃棉制品主要应用于洁净（目前主要为空气过滤）、节能保温（目前主要为冰箱、冰柜、冷链物流等行业提供保温材料）领域。

图 1：公司产品产业链



数据来源：西南证券

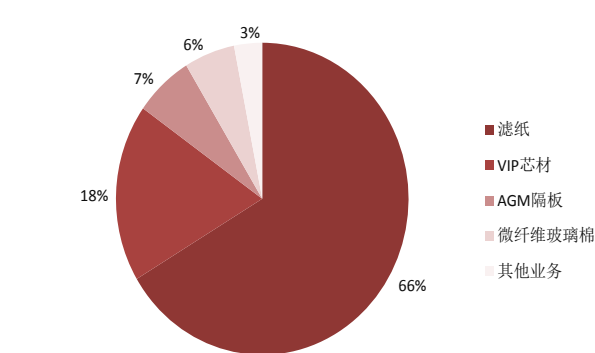
图 2：玻璃纤维滤纸应用领域



数据来源：西南证券

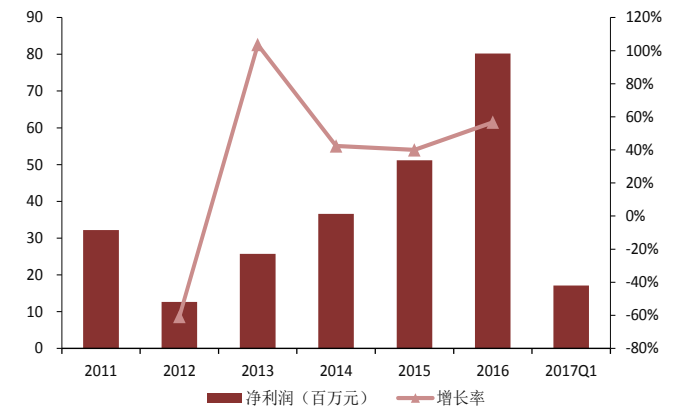
公司维持较快发展速度，进入 2016 年扣非净利润翻番增长。2012 年以来，节能环保市场需求的扩大带动公司主营收入从 1.5 亿上升至 2015 年的 2.3 亿，净利润从 1271 万上升至 5109 万，复合增速分别为 15%、59%。2016 年公司实现营业收入 3.2 亿元，同比增长 37%；实现归属上市公司股东的净利润为 8082 万元，较同期上升 58.2%，其中扣非净利润同比增长 99.1%，呈现快速发展态势。

图 3：公司 2016 年毛利结构



数据来源：Wind，西南证券整理

图 4：公司 2011 年以来净利润及增速

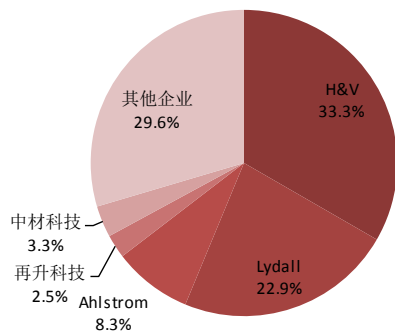


数据来源：Wind，西南证券整理

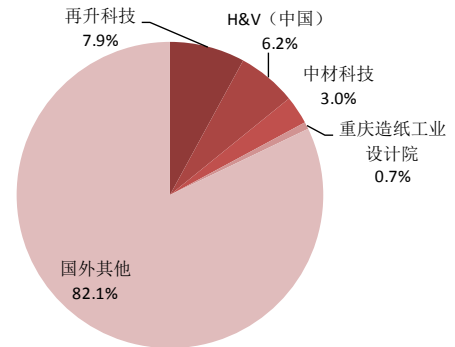
1.1 玻纤滤纸国内领导企业，技术优势明显

微玻璃纤维滤纸行业专业性比较强，进入门槛高。再升科技是国内市场份额第一的龙头企业，市占率远超国内同行，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。国外企业主要包括 HV、Lydall、Ahlstrom、Dumas，国内主要企业有再升科技、中材科技和 HV（苏州）。从全球来看，空气过滤材料的市场主体依然为外国企业，但与 2009 年相比，国内玻纤滤纸行业发展较快，国内企业 2015 年市场占有率接近 12%，而其中主要的增长来源就是再升科技的迅猛发展。再升市场份额从 2009 年的 2.5% 上升至 2015 年的 6.8%，远超国内第二的中材科技。而国内第三的重庆纸研院已被再升科技收购，国内竞争格局进一步优化。

图 5：2009 年玻璃纤维滤纸企业全球市场份额


数据来源：西南证券

图 6：2015 年玻璃纤维滤纸企业全球市场份额


数据来源：西南证券

2016 年 6 月，公司与重庆造纸工业设计院全部自然人股东签署股权转让协议，投资 8400 万元受让重庆造纸工业设计院 80% 股权，截止至目前重庆造纸工业设计院已成为再升科技 100% 全资子公司。重庆造纸工业设计院有限责任公司始建于 1953 年，先后完成国家、部级、市级和技术服务科研项目 600 余项，承接大量企业委托的研发项目，拥有众多的国内专利。同时，重庆纸研院还承担国家、行业标准制定工作，先后完成国家及军用标准制定 16 项，也具备国内军工生产许可证。再升科技并购重庆纸研院后，国内非上市竞争对手基本消除，竞争格局进一步优化，同时公司还拥有了纸研院众多发明专利以及军品生产许可，为公司产品研发以及应用领域的拓展打下坚实基础。

表 1：重庆造纸工业设计院产品及应用范围

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：重庆造纸工业设计院官网，西南证券整理

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。根据全球大型过滤器生产商康斐尔过滤设备（昆山）有限公司出具的现场检测报告，在同行业中，公司玻璃纤维滤纸质量名列前茅。

表 2：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±0.04	0.40±0.03	0.33±0.02	0.2-0.4	0.3-0.5	0.4
阻力 (Pa)	≤390	≤250	≤250	260-530	260-500	340-550
抗张强度 (Kn/m)	≥0.35	≥0.30	≥0.80	≥0.60	≥0.10	≥0.15
抗水性 (Pa)	≥5000	-	≥5000	-	-	-
可燃物含量	≤7.0%	-	≤7.0%	≤5.0%	≤5.5%	≤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。

1.2 在手订单充足，大规模扩产项目逐步落地保障内生增速

按照公司产能投放速度，2016 年 IPO “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“高性能玻璃微纤维建设项目”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“高性能玻璃微纤维建设项目”中的新建 2.5 万吨微纤维玻璃棉陆续投产。

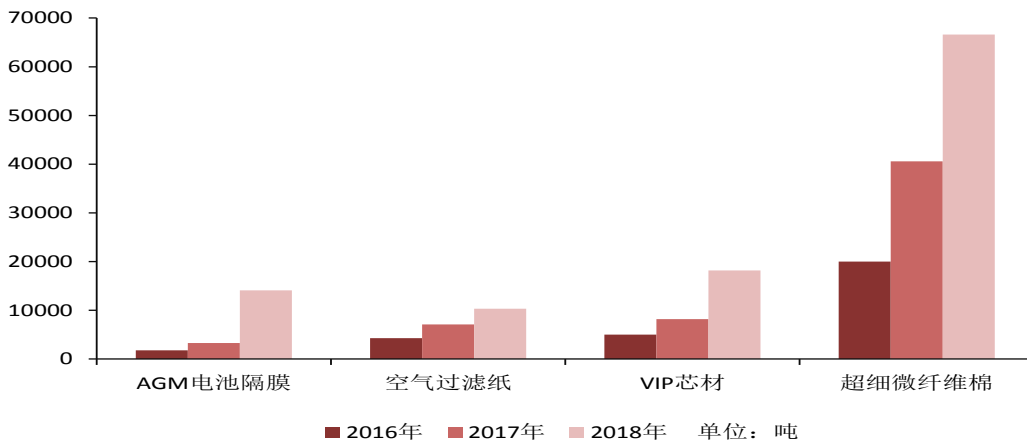
表 3：公司 IPO 和非公开发行募投项目情况

	项目	计划产能	可研年均营收 (万)	可研年均利润 (万)	投产情况
2015 年 非公开 发行募 投项目	高性能玻璃微纤维建设项目	扩建 2.5 万吨、 新建 2.5 万吨	30000	5888.4	扩建已投产，新 建预计 2017 年 投产
	高比表面积电池隔膜建设项目	6000 吨	16410.3	4061.2	2017 年 H2 投产
	高效无机真空绝热板衍生品建设项目	1100 万 m ³	110000	22903.3	2017 年 H2 投产
	补充流动资金	-	-	-	-
IPO 募 投项目	新型高效空气滤料扩建项目	2200 吨	12100	2571.4	已投产
	年产 5000 吨高效节能真空绝热板芯材产业化项目	5000 吨	9000	1322	已投产
	洁净与环保技术研发测试中心建设项目	-	-	-	-

数据来源：公司公告，西南证券整理

除此之外，包括重庆纸研院的产能，以及公司以自有资金投放的产能，公司近两年产能增速较快，加之目前公司在手订单充足，下游需求旺盛，随着未来两年公司产能逐步释放，业绩有望保持较快内生增速。

图 7：公司 16-18 年部分产能增长较快



数据来源：西南证券整理

2 “干净空气”布局更进一步，产业链竞争优势突出

2017 年 6 月 9 日，公司与悠远环境及其全体股东签署现金购买资产协议书，以现金 4.4 亿元人民币受让悠远环境 100% 股权。悠远环境为国内优质洁净室净化设备供应商，此次现金收购有助于完善上市公司产业链，实现行业强强整合，并有利于将上市公司的优质过滤材料应用于终端商业、民用市场，进一步打造公司“干净空气供应商”的综合竞争力。

2.1 工业洁净室市场稳步提升，下游延伸打开公司发展空间

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 年我国洁净室工程市场达 767.7 亿元，其中设备市场空间约 76.8 亿元，并以每年 10-15% 的速度增长。

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、航天航空技术、智能制造技术等的不推广和普及都对洁净技术提出新的要求，也正在促进整个洁净室工程行业的发展，亦成为工业净化设备的需求增长的主要推动力。2015 年全球洁净室工程市场约 3114.7 亿元，其中设备市场占比 10% 左右，约 311.5 亿元。

表 4：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)	1938.86	2201.3	2523.2	2784.24	3114.73
年增长率 (%)	13.53	13.54	14.62	10.35	11.87
净化设备市场空间 (亿)	193.89	220.13	252.32	278.42	311.47

数据来源：中国电子学会洁净技术分会，西南证券

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。2015 年我国工业洁净室工程市场空间约 767.6 亿，其中净化设备市场约 76.8 亿元，并以每年 10-15% 的速度增长。

表 5：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)	净化设备市场 (亿)	合计 (亿)
电子行业	集成电路	97.48	9.75	29.78
	新型显示	82.72	8.27	
	太阳能电池	35.6	3.56	
	半导体照明	55.3	5.53	
	其他	26.7	2.67	
医药、医疗及食品	医疗卫生	88.3	8.83	25.64
	食品加工	75.7	7.57	
	制药及器材	92.4	9.24	
其他领域	航空航天	50.3	5.03	21.34
	精密制造	47.7	4.77	
	实验室	49.4	4.94	
	汽车维护	25.75	2.58	
	农业	19.5	1.95	
	其他	20.70	2.07	
合计		767.55	76.76	

数据来源：中国电子学会洁净技术分会，西南证券

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 6：2016 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
洁净室工程规模 (亿)	767.6	867.87	989.71	1122.4	1260.11	1412.33
增长率 (%)	14.84	13.07	14.04	13.41	12.27	12.08
净化设备市场空间 (亿)	76.76	86.79	98.97	112.24	126.01	141.23

数据来源：中国电子学会洁净技术分会，西南证券整理

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，引致整个产业可能在近年间实现升级成为可能。

表 7: 国内 12 英寸晶圆厂在建产能较多

	已有			在建	在建			备注
	公司名称	地区	2016 年底产能 (万片/月)		公司名称	地区	在建产能	
已有	中芯国际	北京	3.5	在建	台积电	江苏南京	2	2018 年下半年
		北京	3.6		中芯国际	北京	3.5	
		上海	1.5		中芯国际	上海	7	18 年正式投产
	海力士半导体	江苏无锡	10 (Fab1)		中芯国际	深圳	4	2017 年底投产
			6 (Fab2)		晶合集成	安徽合肥	4	2017 年下半年
	武汉新芯	湖北武汉	2.5		淮安德科玛	淮安	2	
	英特尔	辽宁大连	6		晋华集成	泉州	6	2018 年 9 月生产
	上海华力微电子	上海	3.5		上海华力微电子	上海	4	2018 年试生产
	三星电子	陕西西安	10		紫光集团	深圳	4	2018 年年底完工
	联电	福建厦门	5		武汉新芯	武汉	20	2018 年初完工
	合计	51.6			万代	重庆	2	2018 年
	合计				合计	58.5		

数据来源: 中国电子材料行业协会, 西南证券整理

2.2 高端净化设备国外垄断, 悠远突破市场为国内排头企业

洁净技术电子信息产业等下游发展意义重大, 因为它与产品良率直接挂钩, 因此与下游厂商的成本直接相关。因此在洁净室的建造过程中, 下游厂商更多地考虑掌握关键核心技术、具有品牌优势和有成功洁净室运行案例的设备厂商, 但是也不排除在达到以上要求的情况下采纳一些低成本的供应商。

表 8: 国际著名空气过滤器生产厂商纷纷在中国建厂并占据大部分高端市场份额

公司名称	总公司所在	中国大陆工厂	大陆建厂时间
剑桥过滤器(中国)有限公司(CFC)	日本	上海	1995 年
爱美克空气过滤器有限公司(AAF)	美国	苏州、深圳、武汉、台湾	2000 年
美埃(中国)环境净化有限公司	英国	南京	2001 年
康斐尔过滤设备有限公司(Camfil)	瑞典	昆山	2001 年
芬丘奇过滤器(苏州)有限公司(Fenchurch)	英国	苏州	2002 年
爱思克空气系统产品(苏州)有限公司(Air System)	英国	苏州	2002 年
德州艾荷过滤设备有限公司(AFPRO)	荷兰	山东德州	2006 年
上海飞特亚空气过滤有限公司(Filtrair)	荷兰	上海	1998 年
新力净化科技(深圳)有限公司(NEW AIR)	台湾	深圳、苏州	2003 年
富泰净化科技(昆山)有限公司	台湾	昆山	2002 年
唐纳森过滤器有限公司(Donaldson)	美国	无锡、徐州	1997 年

数据来源: 西南证券整理

在洁净室工程建设过程中, 大多数企业仍会选择使用国外进口的洁净设备, 以满足洁净室的洁净等级和施工要求。随着我国电子、医疗、制药、食品、军工等行业快速发展, 对过滤器的需求大幅上升, 著名过滤器生产厂商纷纷在中国投资新建和扩建工厂。但经过多年的

发展和技术积累，国内洁净技术设备生产企业的技术工艺水平，有了一定提高，虽然整体与国外先进水平相比，国内厂商的洁净设备产品仍存在一定的差距，但已经有个别厂商突破了下游客户，得以进入高端净化设备市场。

苏州悠远环境科技股份有限公司就是成功突围高端净化设备市场的稀缺标的，其凭借多年的发展经验成功地开发出适用于高端洁净室所需的净化设备和空气过滤产品，为高端洁净室提供净化设备和空气过滤器产品的设计、生产、安装、调试、监测、培训、维护等一体化解决方案。

表 9：悠远环境主要产品及用途介绍

主要产品	产品细分	具体功能	主要应用领域
FFU	-	风机过滤机组，设有初、高效两级过滤网。风机从 FFU 顶部将空气吸入并经初、高效过滤器过滤，过滤后的洁净空气在整个出风面以 0.45M/S±20% 的风速匀速送出	广泛应用于洁净室、洁净工作台、洁净生产线、组装式洁净室和局部百级等应用场合。
高效过滤器	无隔板高效过滤器	捕集 0.5um 以下的颗粒灰尘及各种悬浮物，作为各种过滤系统的末端过滤	满足某些特殊工业的严格要求
	V 型高效过滤器		应用于各种过滤系统
高效送风口	-	高效送风口为千级、万级、十万级净化空调系统较为理想的终端过滤装置	广泛应用于医药、卫生、电子、化工等行业的净化空调系统
洁净设备	袋进袋出生物安全过滤装置	捕捉空气中存在的气态和微粒态的有毒有害危险成分的装置，该装置可以保存这种成分，直到其被正确的处理	满足工业、科研和军事设施处理生物危险、放射性和致癌成分等要求
	风淋室	安装于洁净室与非洁净室之间，减少进出洁净室所带来的污染问题	应用于洁净室与非洁净室之间

数据来源：悠远公告，西南证券整理

我们认为悠远环境有继续扩大其在高端空气净化设备领域市场份额的可能性，主要原因在于：

1) 拥有核心团队。悠远研发、生产、销售等团队核心人员主要来自国际空气过滤器行业知名企业爱美克空气过滤器有限公司 (AAF)，AAF 是一家有着近百年历史的国际型空气净化与空气过滤公司，在国际市场上保持着过滤器行业的领先地位。核心团队确保公司有进入高端净化设备市场的技术力量和销售力量。

2) 拥有成功洁净室运行案例。悠远公司拥有京东方、天马微电子、华星光电等国内一批高端领域的优质客户，进入此类用户之后，意味着悠远公司产品能够胜任高端洁净室的需求，表明悠远环境有着拓展至其余优质客户的通行证。

表 10：悠远环境与国内高端客户合同金额有逐年上升趋势

序号	签订日期	合同相对方	合同形式	合同标的	合同金额（百万）	履行情况
1	2014.8.28	重庆京东方光电科技有限公司	购销合同	FFU	46.87	履行完毕
2	2014.10.15	重庆京东方光电科技有限公司	购销合同	风淋室	3.41	履行完毕
9	2015.5.28	武汉华星光电技术有限公司	购销合同	FFU	9.66	履行完毕
7	2015.8.10	厦门天马微电子有限公司	购销合同	FFU	51.46	履行完毕
3	2016.8.23	京东方（河北）移动显示技术有限公司	购销合同	FFU	4.86	履行完毕
4	2016.8.29	福州京东方光电科技有限公司	购销合同	风淋室等	1.95	履行完毕

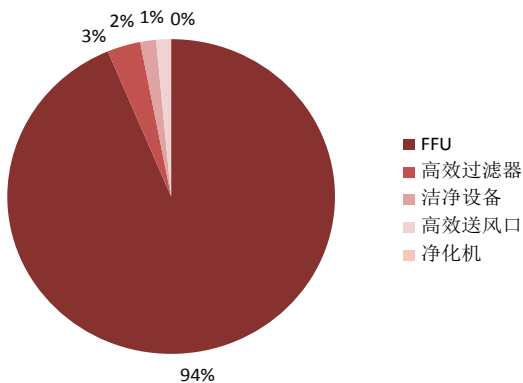
序号	签订日期	合同相对方	合同形式	合同标的	合同金额（百万）	履行情况
5	2016.9.9	成都京东方光电科技有限公司	购销合同	FFU	105.00	履行中
8	2016.6.14	武汉天马微电子有限公司	购销合同	FFU	37.64	履行中
6	2016.12.14	合肥京东方显示技术有限公司	购销合同	FFU	95.90	履行中

数据来源：悠远环境公开转让说明书，西南证券整理

3) 错位竞争优势突出。在众多国际知名空气净化设备厂商中，公司价格等方面竞争优势明显；在众多国内空气净化设备厂商中，公司已有成功运行于高端洁净室的案例。公司突出的相对竞争优势在下游企业既想保证洁净室质量，又想节约成本的要求下，将促使公司表现出强劲的增长态势。

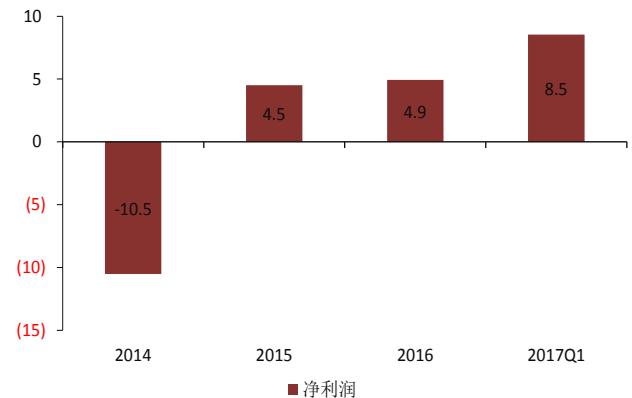
悠远环境主营业务收入主要包括 FFU、高效过滤器、高效送风口、洁净设备等洁净室用空气过滤设备的销售收入，其中 FFU 为最主要产品，2016 年 1-8 月份占主营业务收入的 94%。目前公司继续大力拓展 FFU 市场，预计未来 FFU 销售收入仍会继续增长。2016 年，公司实现营业收入 1.3 亿元，实现净利润 493 万元。2017 年第一季度，公司实现营业收入 9186 万元，实现净利润 853 万元，已经远远超过 16 年全年利润水平，高成长性开始显现。

图 8：悠远环境 2016 年 1-8 月收入结构



数据来源：悠远公告，西南证券整理

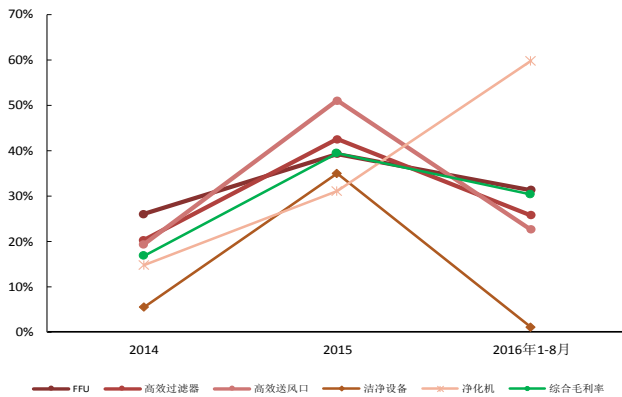
图 9：悠远环境净利润增速较快（百万元）



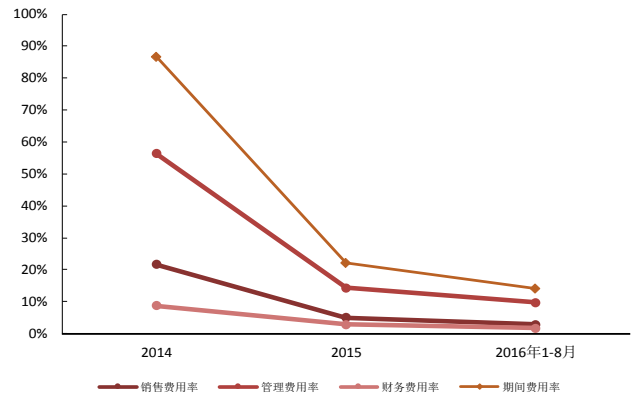
数据来源：悠远公告，西南证券整理

再升科技在收购悠远环境时，与悠远环境签订了业绩承诺及补偿安排，约定悠远环境在盈利承诺期内各年度经审计的扣除非经常性损益前后孰低的净利润数 2017 年度不低于 3300 万元，2018 年度不低于 3500 万元，2019 年度不低于 3700 万元。与公司 16 年净利润水平相比，同比增长幅度较大。

悠远环境毛利率 2015 年有大幅上涨，主要原因在于公司由研发和市场开拓阶段逐步进入快速发展阶段，生产技术逐渐成熟，产能扩大，市场认可度提高。2016 年毛利率有小幅下降，主要受天马微电子项目竞价价格较低，FFU 产品毛利下滑的影响。

图 10: 悠远环境毛利率仍有提升空间


数据来源: 悠远公告, 西南证券整理

图 11: 悠远环境费率呈现下降态势


数据来源: 悠远公告, 西南证券整理

悠远环境各项费率大幅下降。2014 年度公司仍处于研发和市场开拓阶段, 公司收入规模较小, 但是公司在市场开拓、产品研发、人员配置方面投入了大量的资金。2015 和 2016 年, 随着公司的快速发展, 营业收入大幅增长, 虽然公司各项费用持续增长, 但费率大幅下降。

2.3 雾霾天气频发带来空气净化新场景

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。往后来看, 空气净化设备不仅仅在工业领域占据重要地位, 还将在商用、民用等场景大展拳脚。

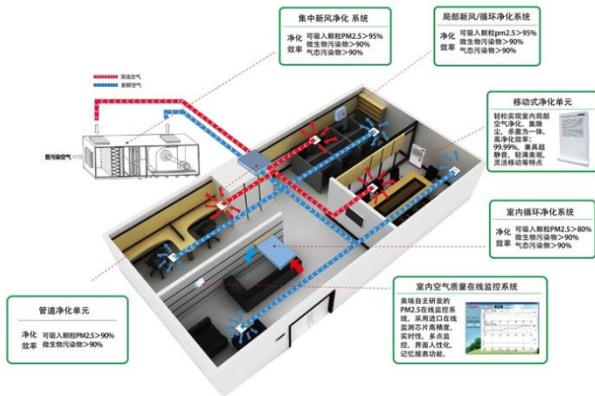
表 11: 空气质量评价标准愈发严格

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

以美埃 (中国) 环境净化有限公司现有业务为例, 其产品应用场景并不仅仅只是在工业洁净室领域, 商用民用领域也积累了大量的运用案例, 如华为、万达、谷歌大厦、阿里云大厦、国家电网、中国电信、星巴克咖啡、上海迪斯尼、上海国家会展中心、北京银河 SOHO、首都机场、万达郑州金水项目、北京京西国际学校、北京中关村二小、新东方外国语学校、上海德国学校等。

图 12: 美埃商用楼宇新风系统内部结构



数据来源: 美埃(中国)官网, 西南证券整理

图 13: 美埃产品针对住宅中的新房装修的甲醛、VOC 超标问题



数据来源: 美埃(中国)官网, 西南证券整理

我国空气净化器与新风系统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设备市场, 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仍然较低, 楼宇新风系统安装比例仍然较小, 未来成长空间巨大。悠远环境将同样致力于商用和民用等产品运用场景的市场开发, 我们相信国内空气净化市场目前尚无边界, 具有培养出大企业的

3 盈利预测

关键假设:

假设 1: 公司玻纤滤纸 17 年销售均价 4.8 万元/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, 毛利率也因规模优势和技术提升, 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 17-19 年分业务收入成本如下表:

表 12: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
滤纸	收入	194.16	240.76	312.99	375.58
	增速	38.2%	24.00%	30.00%	20.00%
	毛利率	50.57%	53.00%	54.00%	55.00%
传统 VIP 芯材	收入	29.21	54.04	84.03	100.84
	增速	-45.2%	85.00%	55.50%	20.00%
	毛利率	21.26%	23.00%	24.00%	25.00%
微纤维玻璃棉	收入	44.65	75.01	125.27	175.38

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
	增速	16.0%	68.00%	67.00%	40.00%
	毛利率	47.10%	48.00%	49.00%	50.00%
新型 VIP 芯材及衍生品	收入		480.00	1,008.00	1,108.80
	增速			110.00%	10.00%
	毛利率		35.00%	36.00%	37.00%
高比表面积电池隔膜	收入	37.22	61.41	90.28	121.87
	增速	190.1%	65.00%	47.00%	35.00%
	毛利率	25.71%	26.00%	26.00%	26.00%
其他	收入	14.70	19.11	24.85	32.30
	增速	396.8%	30.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	12.62%	15.00%	15.00%	15.00%
合计	收入	319.94	930.34	1,645.41	1,914.77
	增速	36.95%	190.78%	76.86%	16.37%
	毛利率	43.63%	39.00%	38.94%	40.02%

数据来源：公司公告，西南证券

根据以上收入成本假设，预计上市公司 17-19 年分别实现营业收入 9.3 亿元、16.5 亿元和 19.1 亿元，预计实现归属净利润分别为 1.7 亿、3.1 亿和 4 亿元，对应的动态 PE 分别为 35 倍、19 倍和 15 倍。若考虑此次现金收购悠远环境，以悠远承诺业绩测算，预计 17-19 年实现归属净利润分别为 2 亿、3.5 亿和 4.4 亿元，对应的动态 PE 分别为 29 倍、17 倍和 14 倍。

4 风险提示

- 新建项目进展低于预期的风险；
- 下游需求增长不及预期的风险；
- 企业并购整合不及预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	319.94	930.34	1645.41	1914.77	净利润	80.19	171.22	310.17	403.71
营业成本	180.36	567.46	1004.77	1148.52	折旧与摊销	20.36	37.44	54.92	67.58
营业税金及附加	2.92	7.74	13.89	16.31	财务费用	-1.21	4.10	5.81	7.13
销售费用	31.91	92.75	156.31	176.16	资产减值损失	2.18	1.00	1.00	1.00
管理费用	32.44	85.13	135.25	147.44	经营营运资本变动	-572.19	86.96	59.24	190.64
财务费用	-1.21	4.10	5.81	7.13	其他	532.55	-9.22	-16.00	-21.00
资产减值损失	2.18	1.00	1.00	1.00	经营活动现金流净额	61.88	291.49	415.14	649.07
投资收益	1.90	8.21	15.00	20.00	资本支出	-182.73	-170.00	-120.00	-120.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-611.13	8.21	15.00	20.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-793.86	-161.79	-105.00	-100.00
营业利润	73.24	180.36	343.38	438.23	短期借款	100.10	37.08	97.04	31.24
其他非经营损益	21.81	19.29	20.26	34.23	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	95.05	199.65	363.64	472.45	股权融资	756.61	0.00	0.00	0.00
所得税	14.86	28.43	53.47	68.74	支付股利	-87.76	-138.83	-294.10	-532.78
净利润	80.19	171.22	310.17	403.71	其他	4.91	-4.10	-5.81	-7.13
少数股东损益	-0.63	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	773.85	-105.84	-202.88	-508.67
归属母公司股东净利润	80.82	171.22	310.17	403.71	现金流量净额	42.60	23.86	107.26	40.40
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	115.69	139.55	246.81	287.22	成长能力				
应收和预付款项	113.10	272.24	448.62	482.97	销售收入增长率	36.95%	190.78%	76.86%	16.37%
存货	43.24	84.07	129.57	136.77	营业利润增长率	105.98%	146.25%	90.38%	27.62%
其他流动资产	564.36	372.13	223.78	38.30	净利润增长率	56.67%	113.51%	81.15%	30.16%
长期股权投资	28.73	28.73	28.73	28.73	EBITDA 增长率	88.85%	140.16%	82.11%	26.93%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	323.06	437.84	485.41	520.61	毛利率	43.63%	39.00%	38.94%	40.02%
无形资产和开发支出	118.41	136.64	154.58	172.24	三费率	19.73%	19.56%	18.07%	17.27%
其他非流动资产	46.40	45.96	45.52	45.08	净利率	25.06%	18.40%	18.85%	21.08%
资产总计	1352.99	1517.15	1763.03	1711.91	ROE	7.22%	14.98%	26.77%	39.21%
短期借款	145.00	182.08	279.12	310.36	ROA	5.93%	11.29%	17.59%	23.58%
应付和预收款项	55.82	138.38	257.44	299.64	ROIC	8.48%	13.34%	22.71%	28.85%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	28.88%	23.85%	24.56%	26.79%
其他负债	41.90	54.04	67.75	72.25	营运能力				
负债合计	242.72	374.50	604.30	682.25	总资产周转率	0.36	0.65	1.00	1.10
股本	386.15	386.15	386.15	386.15	固定资产周转率	2.09	3.30	3.95	3.93
资本公积	607.52	607.52	607.52	607.52	应收账款周转率	5.15	7.59	7.64	7.21
留存收益	94.72	127.11	143.18	14.11	存货周转率	4.89	8.77	9.31	8.56
归属母公司股东权益	1088.39	1120.78	1136.85	1007.78	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	83.94%	—	—	—
少数股东权益	21.88	21.88	21.88	21.88	资本结构				
股东权益合计	1110.27	1142.66	1158.73	1029.66	资产负债率	17.94%	24.68%	34.28%	39.85%
负债和股东权益合计	1352.99	1517.15	1763.03	1711.91	带息债务/总负债	59.74%	48.62%	46.19%	45.49%
					流动比率	4.05	2.57	1.85	1.46
					速动比率	3.84	2.32	1.62	1.25
					股利支付率	108.58%	81.08%	94.82%	131.97%
					每股指标				
					每股收益	0.21	0.44	0.80	1.05
					每股净资产	2.88	2.96	3.00	2.67
					每股经营现金	0.16	0.75	1.08	1.68
					每股股利	0.23	0.36	0.76	1.38
业绩和估值指标									
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	92.39	221.90	404.10	512.94					
PE	74.53	35.18	19.42	14.92					
PB	5.43	5.27	5.20	5.85					
PS	18.83	6.48	3.66	3.15					
EV/EBITDA	65.06	27.15	14.88	11.71					
股息率	1.46%	2.30%	4.88%	8.84%					

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	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	地区销售副总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@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
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn