2017 年 10 月 26 日
证券研究报告•2017 年三季报点评
再升科技（603601）化工

买入 （维持）
当前价：15.24 元
目标价：——元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

高成长性持续，看好全年业绩表现

投资要点

- **事件：**公司发布 2017 年三季报，报告期内实现营业收入 4.1 亿元，同比增加 81.7%；实现归母净利润 8023 万元，同比增加 65.3%，其中扣除非经常性损益的净利润较上年同期增长 69.1%。Q3 实现归母净利润 3557 万元，同比增长 94.7%。

- **高成长性持续兑现，看好全年业绩表现。**随着公司部分募投项目产能的逐步释放，以及下游环保节能市场需求的快速增长，且 8 月份江苏悠远并表，公司前三季度营业收入较上年同期大幅增长。但因部分新生产线投入使用，公司产品单位成本较上年同期有所上升，以及悠远的毛利率要低于公司本身，导致主营产品综合毛利率较上年同期下降了 4.11 个百分点至 39.32%。加上公司短期借款大幅增加，财务费用增加约 780 万元。我们认为随着公司产能的逐步释放和下游空气净化市场的需求提升，全年业绩有望保持较快增长态势，公司高成长性确定。

- **看好“干净空气”蓝海市场，公司产业链优势突出。**我们看好干净空气的市场发展，预计国内工业洁净室市场空间将以每年 10-15%的速度增长，而国内民用、商用空气净化市场尚处于起步阶段，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，预计民用/商用领域每年需求增速在 30%左右，成长空间巨大。公司持续拓展“干净空气”产业链布局，包括成立北京再升、收购悠远环境、投资具备“智能高效室外空气净化”前沿技术的意大利法比里奥公司，以及拟发行可转债投资项目持续加码其在“干净空气”领域的投资力度，我们看好公司在该领域的发展。公司自身具备核心原材料微玻纤滤纸的生产，又横向并购重庆纸研院消灭国内竞争对手，加之收购目前国内唯一进入高端净化设备及服务市场的稀缺标的悠远环境，“核心材料生产+高端装备制造+系统服务”的产业链布局竞争优势突出，我们认为公司有望借助产业链共振优势营造其在“干净空气”领域的超强综合竞争力。

- **盈利预测与投资建议。**调整公司盈利预测，我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.36 元、0.64 元、0.88 元，对应动态 PE 分别为 42 倍、24 倍和 17，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	685.71	1454.78	1931.80
增长率	36.95%	114.32%	112.16%	32.79%
归属母公司净利润（百万元）	80.82	139.92	246.26	341.44
增长率	58.19%	73.12%	75.99%	38.65%
每股收益 EPS（元）	0.21	0.36	0.64	0.88
净资产收益率 ROE	7.22%	12.59%	22.04%	32.97%
PE	73	42	24	17
PB	5.30	5.30	5.27	5.69

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

分析师：黄景文
执业证号：S1250517070002
邮箱：hjw@swsc.com.cn

联系人：徐文浩
电话：010-57631196
邮箱：xuwenh@swsc.com.cn

联系人：李海勇
电话：0755-23605349
邮箱：lihaiy@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)	13.37-20.11
总市值(亿元)	58.85
总资产(亿元)	20.50
每股净资产(元)	3.02

相关研究

1. 再升科技(603601):高成长性持续兑现，蓝海市场稀缺优质标的 (2017-07-21)
2. 再升科技(603601):业绩增长符合预期，可转债继续布局“干净空气” (2017-07-10)
3. 再升科技（603601）:“干净空气”纵深布局，产业链进一步完善 (2017-06-18)

关键假设：

假设 1：公司玻纤滤纸 17 年销售价格 4.8 万元/吨，下游需求不断提升，玻纤滤纸进入景气周期，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，销量快速提升。毛利率保持稳定。

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，毛利率保持稳定；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 3：悠远环境 17 年 8 月并表。

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 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
滤纸	收入	194.16	312.60	432.83	577.10
	增速	38.2%	61.0%	38.5%	33.3%
	毛利率	50.57%	50.00%	50.00%	50.00%
传统 VIP 芯材	收入	29.20	56.94	109.80	142.34
	增速	-45.2%	95.0%	92.9%	29.6%
	毛利率	21.29%	20.00%	22.00%	24.00%
微纤维玻璃棉	收入	44.66	100.49	160.78	110.54
	增速	86.0%	125.0%	60.0%	-31.3%
	毛利率	47.07%	47.00%	47.00%	47.00%
新型 VIP 芯材及衍生品	收入			240.00	408.00
	增速				70.00%
	毛利率			25.00%	29.00%
高比表面积电池隔膜	收入	37.22	50.25	120.16	218.47
	增速	190.1%	35.0%	139.1%	81.8%
	毛利率	25.71%	25.00%	25.00%	25.00%
悠远环境	收入		150.00	375.00	458.33
	增速			150.0%	22.2%
	毛利率		35.00%	35.00%	35.00%
其他	收入	14.70	15.44	16.21	17.02
	增速	396.8%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	12.62%	12.00%	12.00%	12.00%
合计	收入	319.94	685.71	1,454.78	1,931.80
	增速	36.95%	114.32%	112.16%	32.79%
	毛利率	43.63%	41.10%	37.08%	36.76%

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）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	319.94	685.71	1454.78	1931.80
营业成本	180.36	403.88	915.41	1221.74
营业税金及附加	2.92	5.71	12.07	16.32
销售费用	31.91	68.57	138.20	177.73
管理费用	32.44	62.74	119.58	148.75
财务费用	-1.21	8.15	15.07	20.92
资产减值损失	2.18	1.00	1.00	1.00
投资收益	1.90	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	73.24	143.87	268.44	365.35
其他非经营损益	21.81	19.29	20.26	34.23
利润总额	95.05	163.16	288.71	399.57
所得税	14.86	23.23	42.45	58.13
净利润	80.19	139.92	246.26	341.44
少数股东损益	-0.63	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	80.82	139.92	246.26	341.44

现金流量表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	80.19	139.92	246.26	341.44
折旧与摊销	20.36	37.44	54.92	67.58
财务费用	-1.21	8.15	15.07	20.92
资产减值损失	2.18	1.00	1.00	1.00
经营营运资本变动	-572.19	236.95	-28.94	131.94
其他	532.55	-9.22	-16.00	-21.00
经营活动现金流净额	61.88	414.24	272.30	541.89
资本支出	-182.73	-170.00	-120.00	-120.00
其他	-611.13	8.21	15.00	20.00
投资活动现金流净额	-793.86	-161.79	-105.00	-100.00
短期借款	100.10	0.00	85.17	73.57
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	756.61	0.00	0.00	0.00
支付股利	-87.76	-138.83	-240.34	-422.99
其他	4.91	-8.15	-15.07	-20.92
筹资活动现金流净额	773.85	-146.98	-170.24	-370.34
现金流量净额	42.60	105.47	-2.94	71.55

资产负债表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	115.69	221.16	218.22	289.77
应收和预付款项	113.10	200.10	397.69	489.69
存货	43.24	59.53	117.96	145.56
其他流动资产	564.36	274.28	197.85	38.64
长期股权投资	28.73	28.73	28.73	28.73
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	323.06	437.84	485.41	520.61
无形资产和开发支出	118.41	136.64	154.58	172.24
其他非流动资产	46.40	45.96	45.52	45.08
资产总计	1352.99	1404.24	1645.95	1730.31
短期借款	145.00	145.00	230.17	303.74
应付和预收款项	55.82	98.97	233.57	316.30
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	41.90	48.91	64.95	74.55
负债合计	242.72	292.88	528.68	694.59
股本	386.15	386.15	386.15	386.15
资本公积	607.52	607.52	607.52	607.52
留存收益	94.72	95.81	101.72	20.17
归属母公司股东权益	1088.39	1089.48	1095.39	1013.84
少数股东权益	21.88	21.88	21.88	21.88
股东权益合计	1110.27	1111.36	1117.27	1035.72
负债和股东权益合计	1352.99	1404.24	1645.95	1730.31

财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力				
销售收入增长率	36.95%	114.32%	112.16%	32.79%
营业利润增长率	105.98%	96.43%	86.59%	36.10%
净利润增长率	56.67%	74.48%	75.99%	38.65%
EBITDA 增长率	88.85%	105.06%	78.63%	34.11%
获利能力				
毛利率	43.63%	41.10%	37.08%	36.76%
三费率	19.73%	20.34%	18.76%	17.98%
净利率	25.06%	20.41%	16.93%	17.67%
ROE	7.22%	12.59%	22.04%	32.97%
ROA	5.93%	9.96%	14.96%	19.73%
ROIC	8.48%	11.94%	20.62%	25.91%
EBITDA/销售收入	28.88%	27.63%	23.26%	23.49%
营运能力				
总资产周转率	0.36	0.50	0.95	1.14
固定资产周转率	2.09	2.44	3.49	3.96
应收账款周转率	5.15	6.82	8.17	7.68
存货周转率	4.89	7.70	10.19	9.20
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	83.94%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	17.94%	20.86%	32.12%	40.14%
带息债务/总负债	59.74%	49.51%	43.54%	43.73%
流动比率	4.05	2.94	1.89	1.46
速动比率	3.84	2.71	1.65	1.24
股利支付率	108.58%	99.22%	97.60%	123.88%
每股指标				
每股收益	0.21	0.36	0.64	0.88
每股净资产	2.88	2.88	2.89	2.68
每股经营现金	0.16	1.07	0.71	1.40
每股股利	0.23	0.36	0.62	1.10

业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E
EBITDA	92.39	189.46	338.43	453.86
PE	72.86	42.09	23.91	17.25
PB	5.30	5.30	5.27	5.69
PS	18.41	8.59	4.05	3.05
EV/EBITDA	63.60	30.46	17.31	12.91
股息率	1.49%	2.36%	4.08%	7.18%

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 20 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
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@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