

强强联合，布局全产业链的玻纤龙头

——中小盘首次覆盖报告

伐谋-中小盘首次覆盖报告

孙金钜 (分析师)

021-68866881

sunjinju@xsdzq.cn

证书编号: S0280518010002

任浪 (分析师)

021-68865595-232

renlang@xsdzq.cn

证书编号: S0280518010003

● 内生性及外延式并举，产业链一体化：

公司是国内玻纤龙头企业，深耕“干净空气”和“高效节能”两大板块，主要产品包括微纤维玻璃棉、玻璃纤维滤纸、真空绝热板（VIP）芯材等。公司募投产能于 17 年开始释放，同时通过收购悠远环境和维艾普，打破其切入下游应用领域的难题，加速进口替代进程，有望实现跨越式发展。

● 收购悠远，快速进入下游新装市场，加速替代进程：

空气过滤器应用行业广泛，专业化经营是行业的主要特征。国外知名厂商有日本三喜橡胶株式会社、飞利浦等，而我国空气过滤器厂商较多，竞争较为激烈，但形成规模化经营的较少，国内高端领域主要厂商有悠远环境、金海环境和朗脉股份。

2017 年 8 月公司以现金收购苏州悠远环境科技有限公司 100% 股权。悠远环境是国内高端空气净化行业龙头企业，也是在 VOC 处理方面拿到订单的国内第一家内资企业，公司借助其在下新装市场的强劲实力，不断打破国际品牌的垄断局面，有望加速替代。同时，下游行业市场规模的持续扩大将助力公司快速发展。（1）据行业协会数据，2018-2019 年两年我国面板及半导体投资额将分别达到 3859.22 亿元和 390 亿美元，以空气净化设备占投资额的 1% 估算，今明两年在面板及半导体领域空气净化设备市场规模约为 65 亿元；（2）我国空气净化器市场规模正以每年 20% 的增速快速发展。

● 布局全产业链的玻纤龙头，首次覆盖，给予“推荐”评级：

我们认为公司作为国内玻纤龙头，规模仍在不断扩张，且收购的悠远环境及维艾普均是国内下游应用领域龙头，内生性及外延式并举，将会充分受益于“高效节能”和“干净空气”两大产业带来的发展机遇。预计公司 2017-2019 年实现营业收入分别为 6.46、11.11 和 16.36 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为 1.15、1.86 和 2.69 亿元，对应 2017-2019 年 EPS 分别为 0.30、0.48 和 0.70 元，当前股价对应 2017-2019 年 PE 分别为 46、29 和 20 倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。

● **风险提示：**原材料价格波动的风险；募投项目进度不达预期；市场开拓进度不达预期；悠远环境业绩不达预期。

财务摘要和估值指标

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	234	320	646	1111	1636
增长率(%)	9.5	36.9	101.9	72.0	47.3
净利润(百万元)	51	81	115	186	269
增长率(%)	39.7	58.2	42.3	61.8	44.4
毛利率(%)	36.5	43.6	41.5	41.4	40.2
净利率(%)	21.9	25.3	17.8	16.7	16.4
ROE(%)	14.9	7.3	9.7	14.4	18.5
EPS(摊薄/元)	0.34	0.21	0.30	0.48	0.70
P/E(倍)	40.76	66.51	46.73	28.89	20.01
P/B(倍)	0.09	0.04	0.04	0.04	0.04

推荐 (首次评级)

市场数据

时间 2018.04.11

收盘价(元):	14.39
一年最低/最高(元):	11.79/16.53
总股本(亿股):	3.86
总市值(亿元):	55.57
流通股本(亿股):	3.86
流通市值(亿元):	55.57
近 3 月换手率:	28.05%

中小盘研究团队

孙金钜 (分析师): 021-68866881

证书编号: S0280518010002

任浪 (分析师): 021-68865595-232

证书编号: S0280518010003

吴吉森 (联系人): 021-68865595-205

证书编号: S0280118020006

黄泽鹏 (联系人): 021-68865595-202

证书编号: S0280118010039

目 录

1、 深耕“干净空气”和“高效节能”两大板块.....	4
2、 “干净空气”板块：由材料制造端向用户服务端转变	7
2.1、 “干净空气”产业有望迎来快速发展.....	7
2.2、 滤纸行业仍国外品牌主导，公司进口替代缓慢.....	10
2.3、 收购悠远环境，快速进入下游新装市场，打破替代阻碍.....	11
3、 “高效节能”板块：收购维艾普，拓展国内外 VIP 芯材市场	13
3.1、 维艾普——优质的 VIP 龙头企业之一	13
3.2、 VIP 芯材性价比凸显，有望迎来快速替代.....	14
3.3、 国内外政策扶持，VIP 板需求旺盛	15
4、 盈利预测与公司估值.....	18
4.1、 关键假设	18
4.2、 盈利预测与估值	18
5、 风险提示	18
附：财务预测摘要.....	19

图表目录

图 1： 2018-2019 年设备将陆续开始装机.....	9
图 1： 深耕“干净空气”和“高效节能”两大板块	4
图 2： 公司近年来不断完善产业链布局	5
表 1： 募投产能投放在即	5
图 3： 公司募投项目逐步释放.....	6
图 4： 公司归母净利润快速增长.....	6
图 5： 微玻纤棉快速放量.....	6
图 6： 公司毛利率保持稳定.....	6
图 7： 全球洁净室工程行业稳步增长.....	7
图 8： 中国洁净室工程行业增速快于全球.....	7
图 9： 空气污染拉动了空气净化器大量的需求	8
图 10： 我国空气净化器市场已达 140 亿，普及率仅为 1%.....	8
表 2： 各大厂商仍在扩张.....	8
表 3： 各大产生竞争领域不一.....	9
表 4： 国外品牌仍主导全球市场，国内再升科技市场份额第一	10
图 11： 悠远环境收入保持高速增长.....	11
图 12： 悠远环境归母净利润保持高速增长.....	11
图 13： 5 年时间悠远环境斩获多个大型项目	12
图 14： 维艾普收入保持高增速.....	13
图 15： 受销售费用及存货跌价损失影响，维艾普归母净利润出现下滑	13
图 16： 维艾普 VIP 产品销售额持续扩大.....	14
图 17： 维艾普市场情况及预测.....	14
图 18： 维艾普主要客户为国内外知名厂家	14
表 5： 真空绝热板比其他常用保温材料性能优异	15
表 6： 维艾普产品相比国内外产品性能优异	15
图 19： 全球高端节能冰箱占比不断提高	16

图 20: 全球 VIP 需求量加速发展	16
图 21: 国外环保法规趋严	16
图 22: 2016 年 1 月 1 日国内强制实行冰箱节能新标准	17

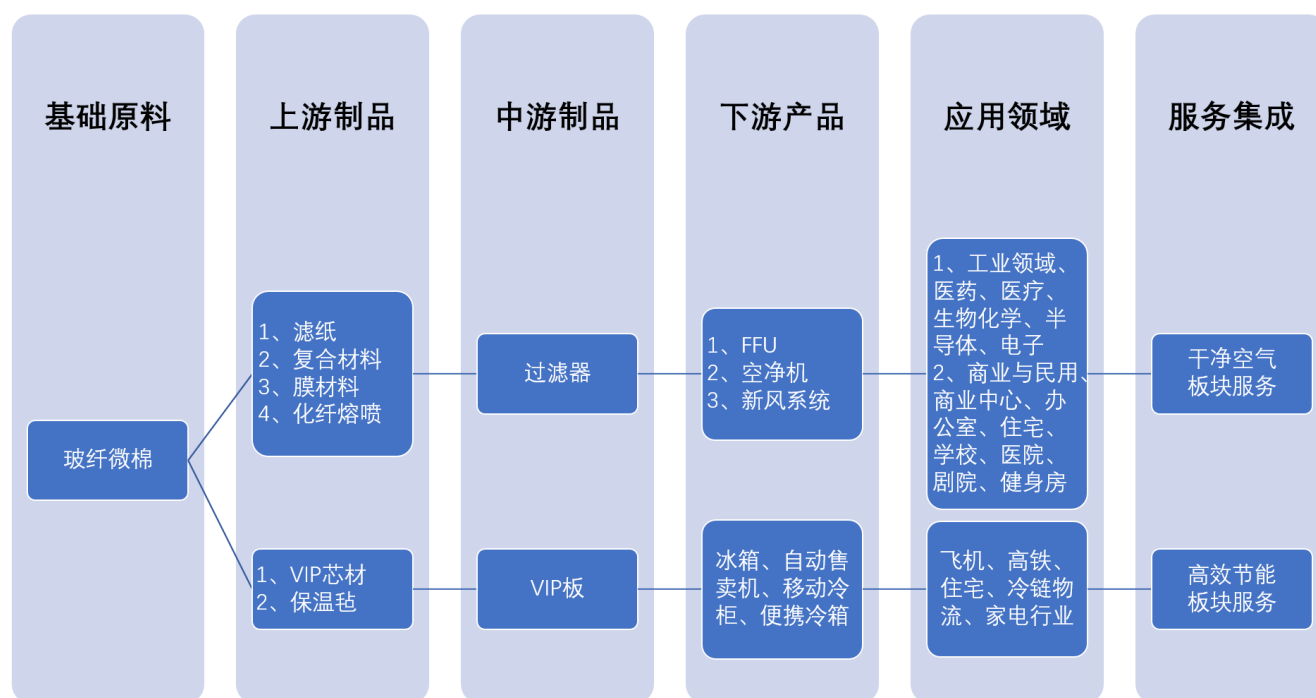
1、深耕“干净空气”和“高效节能”两大板块

公司专注于超细纤维的研究、制造和深度开发应用，主要产品体系包括“干净空气”和“高效节能”系列产品，主要产品为玻璃纤维空气过滤纸和 VIP 芯材及保温节能材料。

干净空气系列，以核心过滤吸附材料为依托，提供干净空气解决方案和配套高端装备，主要应用于工业、军事、商用、民用、医院和住宅等领域。作为国内最具国际竞争力的龙头企业，2016 年公司在全球空气过滤材料行业中市占率约为 6.4%，国内市占率第一。

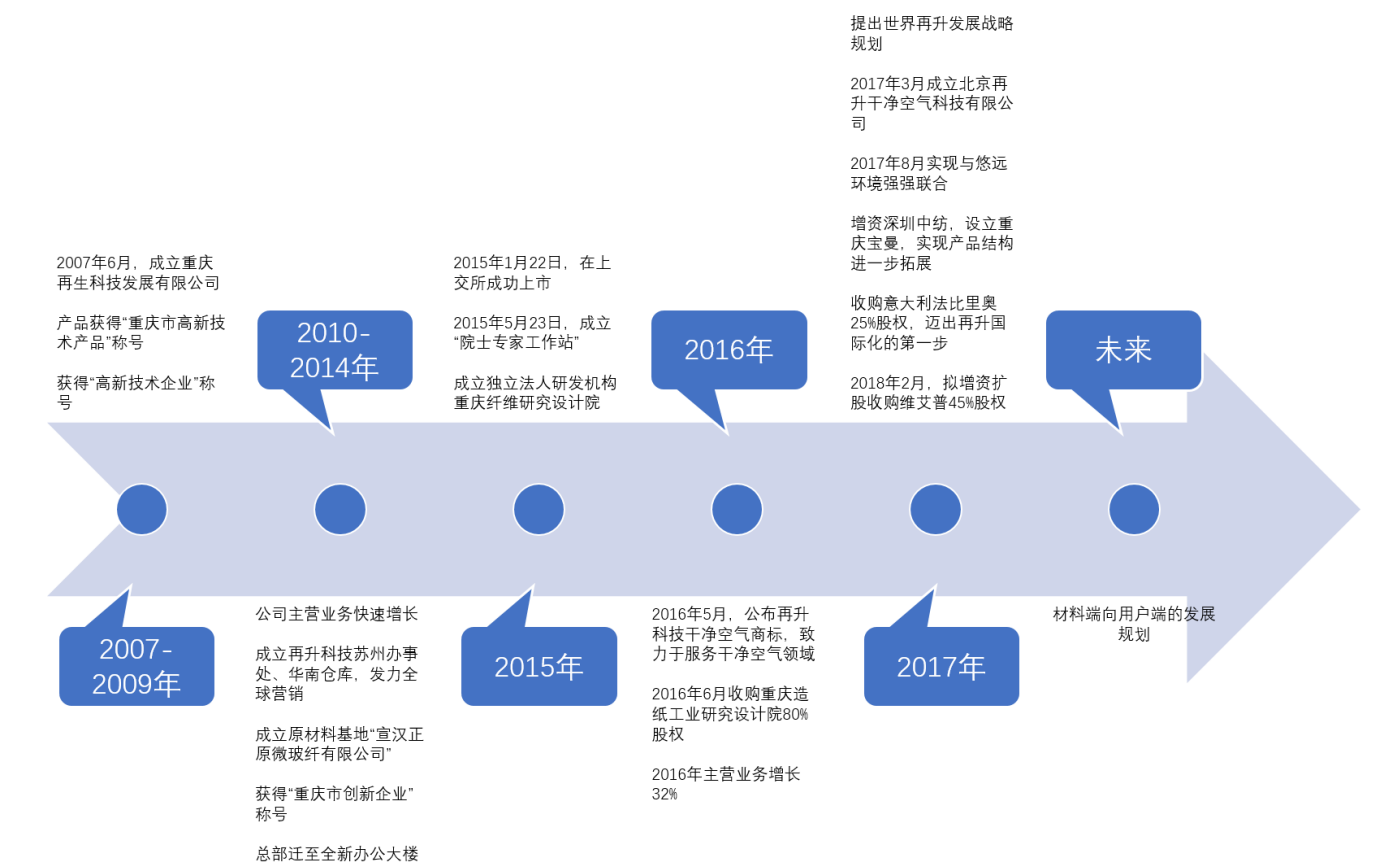
高效节能系列（VIP 芯材及保温节能材料），高效节能系列包括湿法、干法 VIP 芯材、玻璃纤维深冷绝热材料、无机纤维喷涂玻璃棉、高比表面积电池隔膜等产品，服务于高档住宅、冰箱冷库、冷链物流、汽车节能、飞机保温等产业。公司是国内能生产 2.4 米幅宽干法 VIP 芯材的少数企业之一。

图 1：深耕“干净空气”和“高效节能”两大板块



数据来源：新时代证券研究所

整合资源，进一步完善产业链布局。公司在干净空气领域由材料型企业向应用端拓展，逐步由国内一线品牌向国际一线品牌转变。公司近年来通过一系列的收购兼并不断整合资源，聚集人才，丰富自己的产品结构，拓展业务应用领域，进一步完善产业链布局。

图 2：公司近年来不断完善产业链布局

数据来源：新时代证券研究所

产能扩张和产业链整合并举，稳固龙头地位。公司经过上述横向纵向地整合产业链资源，规模化优势正日益显现。从微纤维玻璃棉产能上来看，由公司全资子公司宣汉正原负责实施的募投项目“高性能玻璃微纤维建设项目”已部分建成并有所释放，该生产线成为亚洲最大（产能 6.6 万吨/年）的微玻纤棉原料基地。不仅可以为公司的玻纤滤纸和 VIP 芯材提供原材料，还可以对外销售。（目前国内主要竞争对手中材科技原料为外购）

表1：募投产能投放在即

序号	项目名称	项目总投资额（万元）	建设周期	新增产能
1	高性能玻璃微纤维建设项目	22,128.02	2015 年 8 月-2016 年 12 月	现有土地上扩建年产 2.5 万吨的高性能玻璃微纤维的产能；以新购置土地建设年产 2.5 万吨的高性能玻璃微纤维的产能。
2	高比表面积电池隔膜建设项目	12,110.00	2016 年 1 月-2017 年 12 月	年产 6000 吨的高比表面积蓄电池隔膜的产能。
3	高效无机真空绝热板衍生品建设项目	34,249.00	2016 年 1 月-2017 年 12 月	年产 1100 万平高效无机真空绝热板衍生品的生产能力。

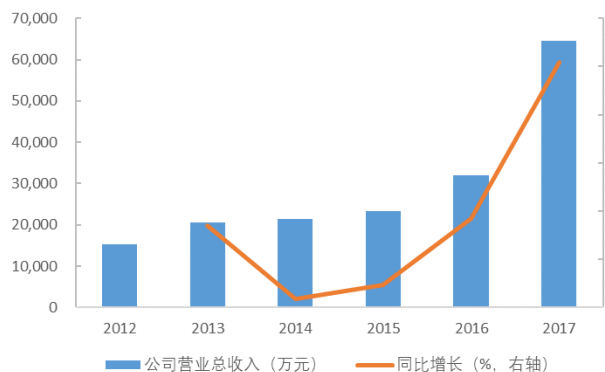
资料来源：新时代证券研究所

产品销售收入保持增长。2016 年公司实现营业收入 3.20 亿元，同比增加 36.95%；实现归母净利润 8082.40 万元，同比增长 58.19%。其中，随着电子、医药、食品等行业的迅猛发展以及人们对空气质量要求越来越高，滤纸产品的市场需求不断增加，滤纸产品销售收入同比增长 38.24%，在公司主营业务收入中占比最大，达到了 63.61%；为满足节能产品市场的增长需求，AGM 隔板产品由于基数较低，增速较快，同比增加了 190.02%，在公司主营业务收入中占比 12.19%；而微纤维棉销售收入为 4466.23 万元，同比增长 86.04%，在公司主营业务收入中占比 14.63%。2017 年公司实现营业收入 6.46 亿元，同比增长 101.94%；归属于母公司净利润 11533.08

万元，同比增长 42.69%。

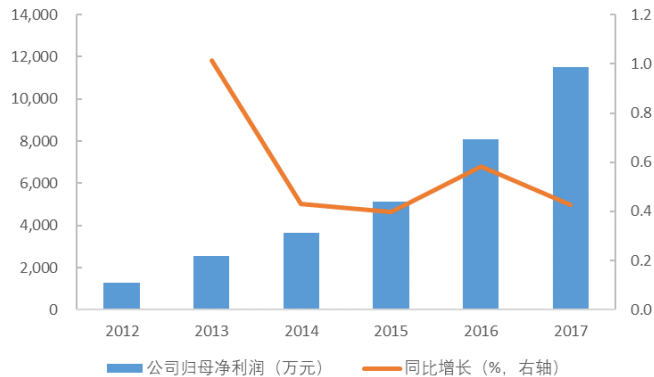
国内外销售快速增长。从分地区营业收入情况来看，2016 年公司内销收入占全部营业收入的 55.69%，国外贸易收入占比 44.31%。与 2015 年相比较，不管是国内销售还是外贸收入，均呈现出良好的增长势头。

图 3：公司募投项目逐步释放



数据来源：Wind，新时代证券研究所

图 4：公司归母净利润快速增长

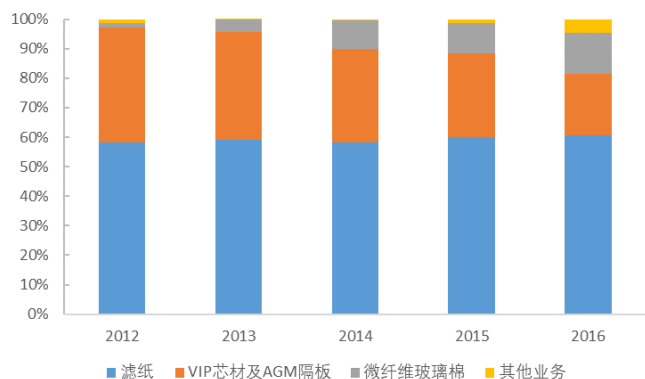


数据来源：Wind，新时代证券研究所

分产品来看，滤纸产品是公司主要的业绩来源。2013-2016 年，公司滤纸产品销售收入占主营业务收入的比重分别为 59.20%、58.21%、60.91%和 63.61%。主要得益于国内干净空气市场需求旺盛、工艺技术创新和公司新增产能的释放。

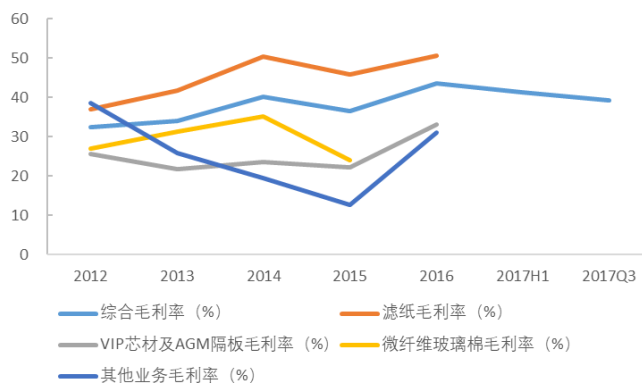
从毛利率来看，公司整体毛利率平稳。2013-2016 年，公司整体毛利率分别为 33.98%、40.20%、36.45%和 43.63%，其中滤纸产品毛利率分别为 41.82%、50.35%、45.86%和 50.57%；VIP 芯材及 AGM 隔板毛利率分别为 21.72%、23.51%、22.09%和 33.14%。**2017 年三季度公司整体毛利率为 39.32%，有所下降，主要原因是：公司规模扩大、营业收入增加相应的三费增加，以及为引进技术及管理人才导致人工成本增加，另外，2017 年 8 月悠远环境纳入合并范围，也相应的增加了三费。**

图 5：微玻纤棉快速放量



数据来源：Wind，新时代证券研究所

图 6：公司毛利率保持稳定



数据来源：Wind，新时代证券研究所

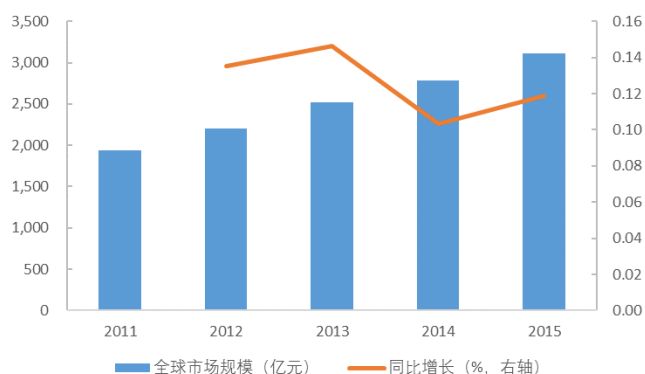
2、“干净空气”板块：由材料制造端向用户服务端转变

2.1、“干净空气”产业有望迎来快速发展

“干净空气”行业，特别是电子产品、半导体、芯片等行业的迅猛发展，以及室内空气质量急需得到改善，“干净空气”系列产品及高端装备都将迎来快速发展机遇。随着半导体、光电等行业在世界范围内的转移，亚洲已成为世界洁净室工程行业的主要市场和未来发展重心。2007 年全球洁净室工程行业市场规模为 1085.69 亿元，2015 年全球洁净室工程市场规模已达到 3114.73 亿元，同比增长 11.87%。

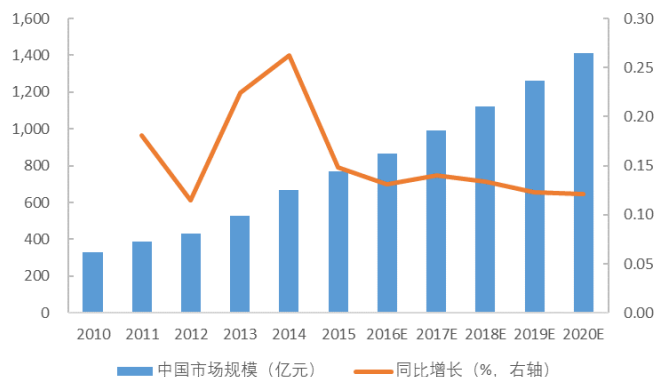
根据中国电子学会综合测算，2009 年下半年起受国家发布《电子信息产业调整和振兴规划》以及电子信息产品市场需求释放等因素的影响，下游行业对洁净室的需求不断增加，洁净室工程行业市场保持了稳定的增长趋势，到 2015 年国内洁净室工程行业市场规模已达到 767.55 亿元，同比增长 14.84%。预计到 2020 年，我国洁净室工程行业市场规模将增长至 1412.33 亿元，年均复合增长率约为 13%。行业市场规模的持续扩大有望为公司带来快速的发展机遇。

图 7：全球洁净室工程行业稳步增长



数据来源：中国电子学会，新时代证券研究所

图 8：中国洁净室工程行业增速快于全球



数据来源：中国电子学会，新时代证券研究所

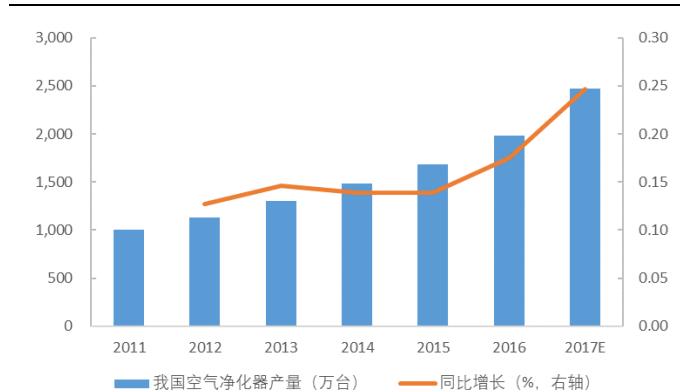
我国空气净化器市场的销售规模正以每年 20% 的增速快速发展。我国拥有近 14 亿人口，空调销售规模超过 2000 万台/年，空气净化器的销售规模却仅为日本的 1/10。

目前空气净化器市场的增长速度很快，但空气净化设备在我国的人均拥有量很少，不到发达国家的十分之一，从普及率来看，空气净化器在美国家庭的普及率达 27%，在日本为 17%，在中国为 1% 左右。

全球市场 70% 左右的空气净化器在中国生产。2016 年，我国空气净化器产量为 1980 万台。近年来很多以出口为主的企业开始由外销市场转向内销市场，根据中商产业研究院发布的《2017-2022 年中国空气净化器行业市场前景调查及投资机会研究报告》显示，2017 年中国空气净化器产量将达 2468 万台。

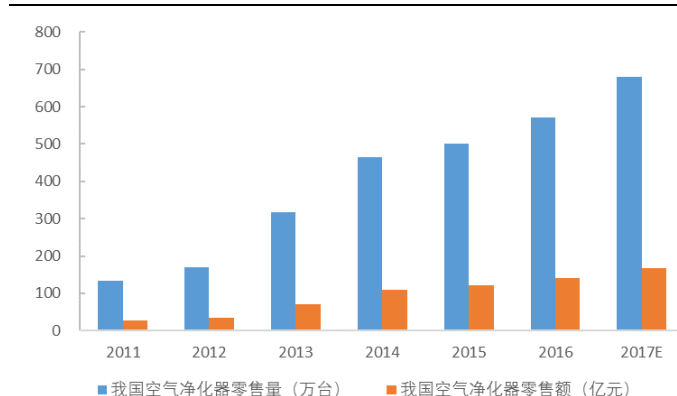
近年来，我国多个城市持续不断的雾霾天气，使呼吸道疾病患者爆发性的增长，空气污染拉动了空气净化器大量的需求。2016 年，我国空气净化器市场零售量为 570 万台；空气净化器市场零售额为 141.9 亿元。

图 9：空气污染拉动了空气净化器大量的需求



数据来源：中商产业研究院，新时代证券研究所

图 10：我国空气净化器市场已达 140 亿，普及率仅为 1%



数据来源：中商产业研究院，新时代证券研究所

今明两年在面板及半导体领域空气净化设备市场规模约为 65 亿元

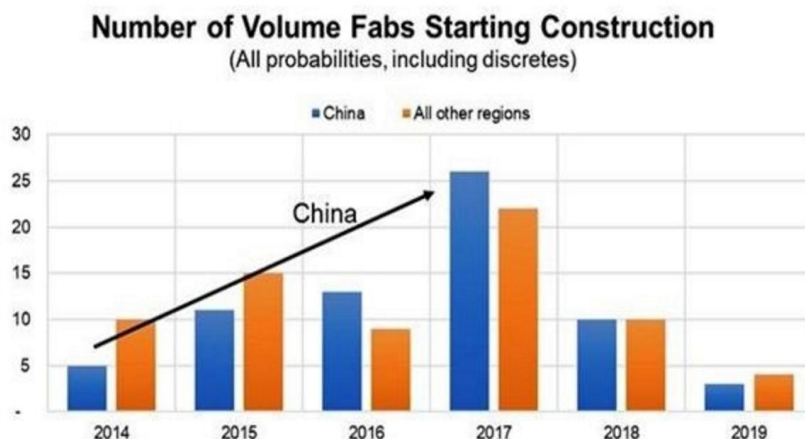
预计 2019 年左右，我国将成为全球最大的平板显示生产基地。中国电子视像协会和中国光学光电子行业协会液晶分会的最新数据显示，我国在建和已宣布规划的平板显示生产线投资额已达 8000 亿元，其中 2017 年在建面板投资额为 4140.78 亿，则 2018-2019 年面板投资额为 3859.22 亿。以空气净化设备占投资额的 1% 估算，未来在面板显示领域空气净化设备市场规模约为 40 亿元。

表2：各大厂商仍在扩张

公司	世代线	城市	类型	投资额
京东方	6 代	重庆	柔性 AMOLED 生产线	465 亿元
	10.5 代	武汉	TFT-LCD 生产线	460 亿元
惠科电子	11 代	昆明	LCD 生产线	400 亿元
鸿海夏普	11 代	广州	LCD 生产线	480 亿元
LGD	8.5 代	广州	OLED 生产线	450 亿元

资料来源：新时代证券研究所

中国大陆晶圆建厂高峰到来，2017-2020 年拟新建晶圆厂占全球的 42%。为支持跨国与本土的晶圆厂计划，2018 年我国大陆的晶圆厂设备支出同比将大幅增加 57%，2019 年更高达 60%。中国大陆设备支出金额预计于 2019 年超越韩国（预计 19 年韩国晶圆厂设备支出为 160 亿美元），成为全球支出最高的地区。随着先前所兴建的晶圆厂进入设备装机阶段，我国大陆的晶圆厂设备支出持续增加，有 26 座晶圆厂动工刷新纪录，2018-2019 年设备将陆续开始装机。据国际半导体产业协会预测，2018-2019 年晶圆厂设备支出将分别达到 170 和 220 亿美元。以空气净化设备占投资额的 1% 估算，2018-2019 年在半导体领域空气净化设备市场规模分别约为 11 和 14 亿元。

图1： 2018-2019 年设备将陆续开始装机

资料来源：《全球晶圆厂预测报告》，新时代证券研究所

空气过滤器应用行业广泛，专业化经营是行业的主要特征。我国空气过滤器行业参与的企业较多，竞争较为激烈，但形成规模化经营的较少。国内竞争对手浙江金海环境技术股份有限公司、浙江蓝博空调网业有限公司、宁波新世纪科技有限公司三家公司主要侧重在空调过滤网领域（空调过滤网行业的集中度相对较高），其占据了国内空调过滤网市场的大部分份额。

表3： 各大产生竞争领域不一

企业名称		简单介绍
国际竞争 对手	日本三喜橡胶株式会社	成立于1967年，主要业务为制造和销售粉尘过滤器、高效过滤器、空气过滤器、除臭过滤器等，在京都设有工厂。
	田村驹株式会社	成立于1894年，主要产品包括衣服制品、服装材料、住宅相关材料、空调过滤网等。
	阿波罗贸易株式会社	成立于1995年，主要产品为除臭除尘过滤器、薄膜胶带、油漆、药品、光纤、工业机械产品相关产品、家电、手机等。公司于2000年在中国设立佛山市顺德区阿波罗环保器材有限公司，主要生产各种空气净化产品、冰箱除臭产品。
国内竞争 对手	悠远环境	公司主要产品有FFU、高效送风口、洁净设备、高效过滤器等洁净室用空气过滤设备。公司在微电子、液晶面板、晶元市场等行业高端领域具有一定影响力。近年来，公司在差异化领域积极拓展，将经营市场拓展至民用过滤和商用空调领域等其他具有广阔市场空间的新兴领域。拥有京东方、天马、华星光电等国内一批高端领域的优质客户。
	浙江金海环境技术股份有限公司	公司为主板上市公司，主要产品为环保过滤新材料、过滤网板、空气净化过滤器、汽车/火车/航空/船舶用空气过滤器、空气全热交换器、吸尘器/换气扇过滤器、贯流/轴流/离心风扇。客户包括大金、夏普、格力、LG、富士通、三菱电机、松下、美的、三菱重工、东芝、麦克维尔、海尔、三星、3M等。
	上海朗脉洁净技术股份有限公司	公司为中小板上市公司江苏常铝铝业股份有限公司的全资子公司。朗脉股份主营业务是按照相关GMP标准和客户要求，为医药企业的“洁净区”工程提供一站式的定制化专业技术服务，服务内容涵盖洁净管道系统、自控系统、洁净工业设备、设计咨询和GMP验证、洁净区系统及整体解决方案等。
	浙江蓝博空调网业有限公司	主要产品为空调过滤网及其塑胶配件，客户包括三星、日立、伊莱克斯、特灵、飞歌等。
	宁波新世纪科技有限公司	主要产品为空调过滤网、塑料网板、空调塑料防护网、塑料泡沫。客户包括格力、长虹、奥克斯等。
	佛山市南海区永利兴塑料丝织五金有限公司	客户包括顺德科龙、美的、格力、广东三洋、中山今泰、格兰仕、广州华凌等。

资料来源：新时代证券研究所

2.2、滤纸行业仍国外品牌主导，公司进口替代缓慢

国内玻璃纤维滤纸行业起步较晚，相对国外知名玻璃纤维滤纸生产企业 H&V、Lydall、芬兰的 Ahlstrom 等，这些国外企业在全世界市场占据了 65% 左右的份额。而国内玻璃纤维滤纸生产企业的规模大多较小。目前，国内具有一定规模的玻璃纤维滤纸企业主要为再升科技、中材科技等。

玻璃纤维滤纸行业的专业性较强、技术门槛较高，目前很少有新的企业进入该行业，行业的竞争主要体现在现有主要企业在技术、品质、产能、快速满足市场需求能力及价格等方面的竞争。

由于国际知名企业在技术、产品设计等方面还保持着明显的优势，下游高端客户普遍依旧倾向于向这些国际知名企业采购。以下游悠远环境举例，其选择供应商的主要原则是：保证质量、讲究诚信、服务一流、技术先进。如马达是公司主要产品 FFU 的核心部件，公司主要向依必安派特电机（上海）有限公司和富士电机（中国）有限公司这两家公司采购。而玻纤滤纸主要向 H&V 和 Lydall 这两家采购。

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，如厚度和抗张强度上甚至大幅度领先于国外大型厂商，公司产品在技术和品质上已可以实现进口替代。公司以其产品性能制定了玻璃纤维滤纸企业标准《玻璃纤维空气滤料》，该标准高于行业标准《玻璃纤维高效空气滤纸》和军用标准《玻璃纤维空气滤纸规范》。

表4：国外品牌仍主导全球市场，国内再升科技市场份额第一

公司名称	简介	主要产品
国外企业	H&V	总部位于美国的私有制公司，成立于 1843 年。H&V 是全球最大玻璃纤维主要生产空气和液体过滤材料、汽车滤纸生产企业，也是第一大空气过滤器生产厂商 Camfil 的合同供应商。与工业过滤材料、电池隔板材料、衬垫和密封材料。 2005 年，H&V 公司在苏州建立玻纤过滤纸生产厂。
	Lydall	总部位于美国的公司，成立于 1967 年，并于 1987 年在纽约证券交易所上市。Lydall 是全球第二大玻璃纤维滤纸生产企业，也是知名的空气过滤器主要生产绝热隔离材料、过滤材料和生产厂商爱美克空气过滤器有限公司（AAF）的合同供应商。Lydall 尚未生化医学分离材料。 在中国设立玻璃纤维滤纸生产企业。
	Ahlstrom	总部位于芬兰，成立于 1851 年。该公司在纳斯达克 OMX 赫尔辛基挂牌上市，Ahlstrom 是全球最大的汽车引擎滤清器生产企业，产量占全球市主要生产过滤用品、墙面材料、擦布、场份额的 50%。1999 年，该公司在中国上海成立了区域性公司——奥斯地板材料、标签及食品包装等。 龙纸业上海有限公司。
国内企业	南京双威	中材科技（002080）的子公司，成立于 1994 年，该公司前身为南京玻璃纤维研究院第二研究设计所，成立于 1964 年。 目前主要从事电池隔板、玻璃纤维过滤材料、玻璃纤维绝热材料等产品的生产。
	苏州华泰空气过滤器有限公司	成立于 1998 年，是苏净集团有限公司、日本 AIRTECH 株式会社与吴净化设备有限公司三方投资组建的中外合资企业。 主要生产空气过滤器，也生产少量玻璃纤维滤纸。
	常州市合一玻纤材料有限公司	成立于 2008 年 主要生产空气、液体玻璃纤维过滤纸及特殊玻纤材料。
	国内其他玻璃纤维滤纸生产企业	目前，中国生产玻璃纤维滤纸的生产企业还有天津天伦过滤材料有限公司、东莞润丰玻纤科技有限公司、上海红光净化材料有限公司、桐乡健民过滤材料有限公司、上海过滤器厂等，该类公司玻璃纤维滤纸产量相对比较小。 天津天伦、上海红光以周边地区客户为主，桐乡健民、上海过滤器厂生产的玻璃纤维滤纸基本以自用为主。

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

2.3、收购悠远环境，快速进入下游新装市场，打破替代阻碍

“干净空气”两大产业仍具有较大的市场发展空间。为此，公司一方面加快募投项目的实施，快速完成内生产能的增长，进一步提高产品的市场占有率；另一方面采用收购悠远环境快速拓展“干净空气”领域中商用、民用市场。

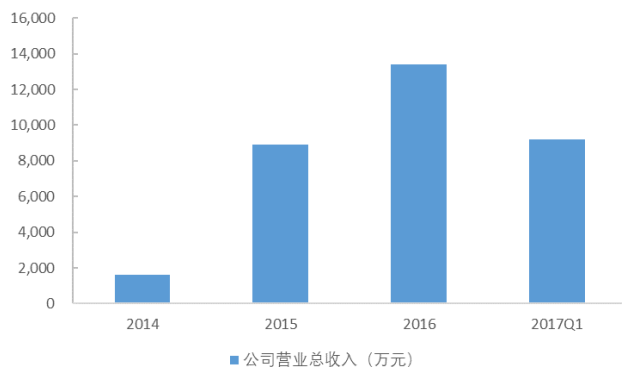
2017年8月公司以现金4.40亿元收购苏州悠远环境科技有限公司100%股权，同时，悠远环境承诺公司2017-2019年扣非净利润数分别为3300、3500和3700万元。

截至2017年3月31日，悠远环境总资产2.91亿元，净资产1.01亿元。2016年和2017年一季度分别实现营业收入1.34亿元和9186万元，净利润分别约4928万元和853万元。据了解，仅用5年时间，到2017年悠远环境营收首次突破3亿元。

悠远环境高速增长，得益于斩获液晶面板行业的多笔大订单。2018年年初，悠远环境取得来自绵阳京东方的订单（是国内空气净化行业发展史上迄今为止金额最大的订单），订单价值2亿，远超竞争对手。我们认为，悠远环境作为国内高端空气净化龙头企业，已有多个大型示范项目，正不断打破国外垄断，未来随着电子产品、半导体、芯片等行业的迅猛发展，有望取得更多订单，带来业绩快速增长。

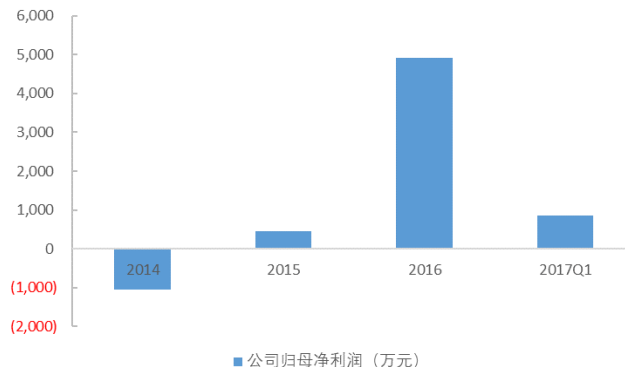
国内第一家内资企业在VOC处理方面拿到订单。悠远环境2017年从韩国引进技术人才自主开发的新产品“VOC有机挥发性气体的浓缩及分离处理设备”也取得了突破，在国内半导体行业龙头企业之一的深圳华星光电拿到了第一笔订单。

图 11：悠远环境收入保持高速增长



数据来源：公司公告，新时代证券研究所

图 12：悠远环境归母净利润保持高速增长

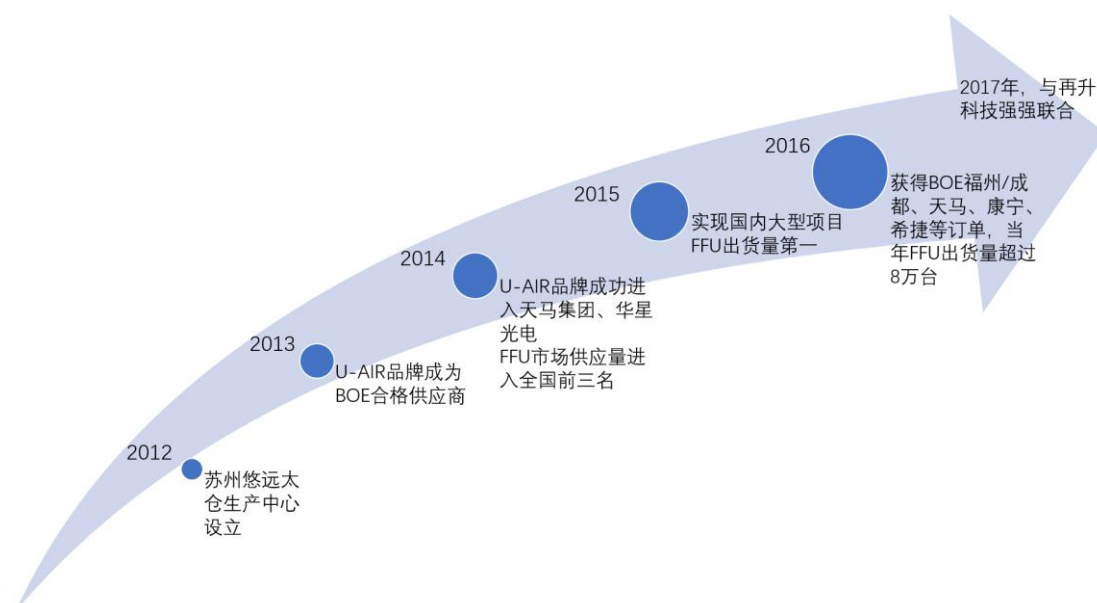


数据来源：公司公告，新时代证券研究所

悠远环境是再升科技的下游企业，是在行业中享有强大技术实力和品牌知名度的、从事“室内干净空气解决方案”的服务型企业。悠远环境主要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。公司主要产品有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。

悠远环境已跻身于国内高端空气净化行业龙头企业阵营。悠远环境目前已建成在国内产能排名靠前的高效空气过滤器及FFU生产线，可实现年产高效空气过滤器24万片、FFU15万台。

图 13: 5 年时间悠远环境斩获多个大型项目



数据来源：新时代证券研究所

3、“高效节能”板块：收购维艾普，拓展国内外 VIP 芯材市场

收购维艾普，实现协同发展。

1、真空绝热板芯材是公司第二大业务，约占营收的 25%。公司是国内能生产 2.4 米幅宽干法 VIP 芯材的少数企业之一。收购维艾普，使得两家干法 VIP 芯材业务合二为一，做大做强；

2、公司凭借维艾普拥有优质的客户资源，如三星、三菱、LG、合肥晶弘、美的等国内外冰箱生产厂家，拓展全球市场，在 VIP 板及芯材业务将迎来快速增长。

3.1、维艾普——优质的 VIP 龙头企业之一

目前，全球具有一定规模的真空绝热板生产企业不多，主要可分为两类：

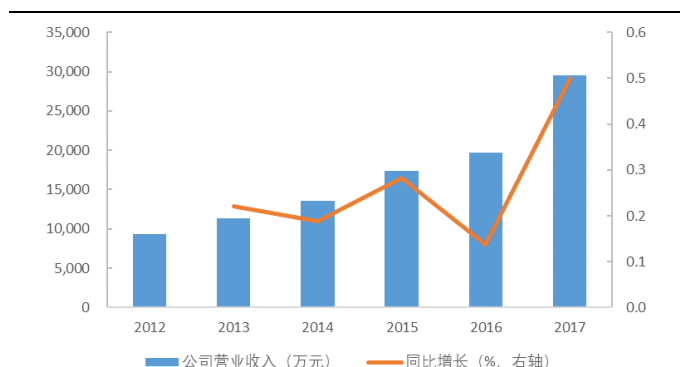
一类是国外的一些大型家电企业，比如：三星、东芝、松下、LG 等大型知名家电品牌企业，其生产的真空绝热板及其芯材主要满足自身要求，同时，亦向其它真空绝热板和芯材生产企业采购部分 VIP 板和芯材；

第二类是专业生产真空绝热板和芯材的企业，其中，国外企业包括美国的 DOUBLEDAY ACQUISITIONS LLC（ACU TEMP）、德国的 Va-Q-Tek，国内企业主要有苏州维艾普、再升科技、福建赛特新材股份有限公司、滁州银兴电气有限公司、青岛科瑞新型环保材料有限公司等。

公司拟以现金 1.35 亿元增资苏州维艾普新材料股份有限公司，获得增资后维艾普 45% 的股权，同时维艾普向公司承诺 2018-2020 年扣非后归母净利润分别为 2100、3600 和 4600 万元。2017 年维艾普实现营业收入 2.96 亿元，同比增长 49.92%；实现归母净利润-835.64 万元。

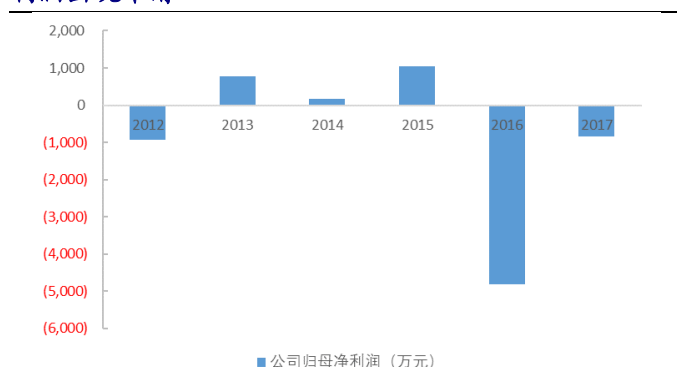
维艾普虽然 2016 年发生亏损，但已在亚洲 VIP 主要应用国家，韩国、日本取得了显著成绩，同时攻克美国惠儿浦，填补了公司在欧美 VIP 应用市场的空白，在真空绝热板行业奠定了重要地位。2016 年维艾普实现营业收入 1.97 亿元，同比增长 13.74%，净利润-4790.30 万元，同比下降-532.24%。净利润的大幅下跌，主要是因为当期发生商品质量瑕疵计提存货减值准备 1516.58 万元，对单项金额重大应收款项计提减值准备 804.43 万元，导致 2016 年发生亏损 4015.87 万元。

图 14：维艾普收入保持高增速



数据来源：Wind，新时代证券研究所

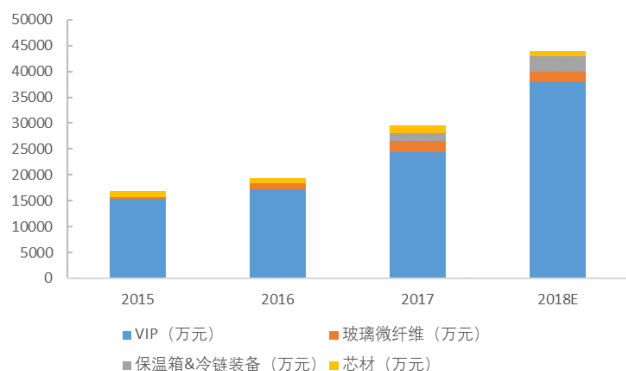
图 15：受销售费用及存货跌价损失影响，维艾普归母净利润出现下滑



数据来源：Wind，新时代证券研究所

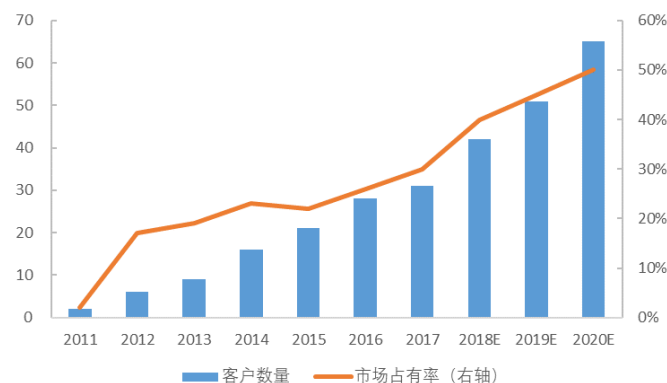
公司 VIP 板产品、VIPB 板产品被广泛应用于低温冷藏、冷链物流及建筑保温等领域。公司 VIPB 板产品曾用于上海保利剧院、上海东方豪园、无锡国家数字电影产业园、太仓技术监督局等工程。

图 16: 维艾普 VIP 产品销售额持续扩大



数据来源：新时代证券研究所

图 17: 维艾普市场情况及预测



数据来源：新时代证券研究所

图 18: 维艾普主要客户为国内外知名厂家



数据来源：新时代证券研究所

3.2、VIP 芯材性价比凸显，有望迎来快速替代

目前，在部分欧美国家，以及日本与韩国，真空绝热板这类高效绝热材料已经有了十多年的历史，尤其是在冰箱领域已经得到广泛应用。随着我国对家电产品能耗标准的提高，部分冰箱生产企业已开始采用真空绝热材料来优化冰箱保温系统。真空绝热板的优异性能正在被行业所广泛认可，市场前景广阔。

表5：真空绝热板比其他常用保温材料性能优异

项目	聚氨酯 (PU)	挤塑聚苯乙烯 (XPS)	可发性聚苯乙烯 (EPS)	真空绝热板 (VIP)
导热系数 (W/m·K)	≤0.022	≤0.029	≤0.042	0.001-0.008
阻燃程度	离火自然	离火自然	离火自然	离火自息
燃烧级别	B2	B2	B2	A
密度 (Kg/m ²)	30-40	40	18-20	4
对流传热	有	有	有	无
使用寿命	5 年左右	5 年左右	25 年以上	30-50 年
优点	保温性能较好	强度高	技术成熟	低导热系数
	抗冲击力高	保温性能较高	施工方便	优异的防火性能
	隔水隔气性好		成本低	质量轻
缺点	局部易开裂	光面板粘结	热阻保留率低	成本较高
	受热时会产生易燃气体	强度较低	强度低易变形	施工要求高
		防火性能不足	防火性能不足	无法现场切割

资料来源：新时代证券研究所

VIP 芯材分为干法和湿法两种制造方法。湿法是 VIP 芯材的传统制造方法之一，先将玻璃纤维打浆，然后烘干成型、裁切；而干法是新一代 VIP 芯材的制造方法，无需对玻璃纤维打浆，而是直接集棉，然后高温热压成型，与传统湿法工艺相比，干法制备成本低，大约可降低成本 30% 左右。目前干法 VIP 芯材价格在 70 元/平左右，比广泛应用于中低端产品的聚氨酯性价比优势突出，有望实现加速替代。

公司产品性能优异。近年来，公司凭借不断提高企业内部管理能力，加大自主研发和创新力度，为客户提供高品质和高性价比的产品，已实现导热系数 1.8mW/(m·K) 以下超薄芯材的量产化。

表6：维艾普产品相比国内外产品性能优异

	美国	日本	国内	
项目\企业	Johns Manville	旭玻纤	传统企业	维艾普产品
纤维芯材				
纤维直径	4.0-5.5μm	5-6μm	7-10μm	2-4μm
纤维分布	正态分布	离散分布	离散分布	正态分布
导热系数	0.037W/m K (16Kg/m ³)	0.038 W/m K (16Kg/m ³)	0.042 W/m K (16Kg/m ³)	0.032 W/m K (16Kg/m ³)
可降解性	可降解	不可降解	不可降解	可降解
VIP				
项目\企业	Kevothermal LLC	日立	其他企业	维艾普产品
芯材	玻璃纤维	玻璃纤维棉	玻璃棉	超细玻璃棉
导热系数	3.5mW/m K	2.5 mW/m K	3.0 mW/m K	1.5 mW/m K

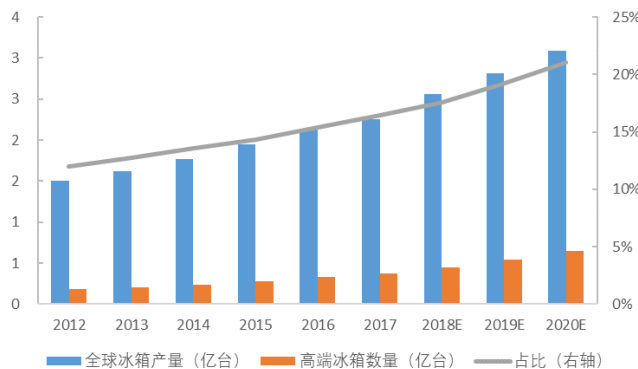
资料来源：新时代证券研究所

3.3、国内外政策扶持，VIP 板需求旺盛

我国 VIP 板行业有着广阔的发展空间，未来仅在低温冷藏领域的市场容量预计将达到百亿级。据维艾普公告，采用 VIP 板的家用冰箱冷柜，可节能 10%-30%，并且增加有效容积 20%-30%，具有较大的经济效益。近年来，冰箱冷柜的全球需求量稳步上升，但目前绝大部分使用的还是聚氨酯等常规保温材料，即使在高端节

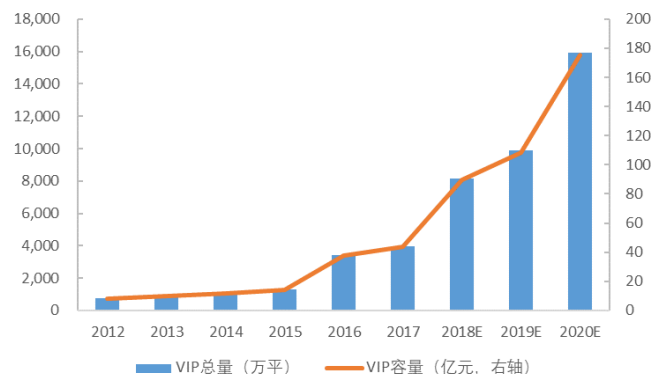
能冰箱冷柜中，VIP 板的应用率仍然较低。随着国内外能耗标准的提升，VIP 板在冰箱冷柜市场将快速普及，未来几年，工业用 VIP 板市场将迎来高速增长时期。据估计，2017 年，VIP 板在全球冰箱冷柜市场的渗透率约为 10%，按照每台冰箱冷柜平均使用 2.5 平方米 VIP 板，2017 年 VIP 板在冰箱冷柜领域需求量将超过 5500 万平方米，而在日本，使用 VIP 板冰箱的市场占比为 70%。

图 19: 全球高端节能冰箱占比不断提高



数据来源：中国绝热节能材料协会，新时代证券研究所

图 20: 全球 VIP 需求量加速发展

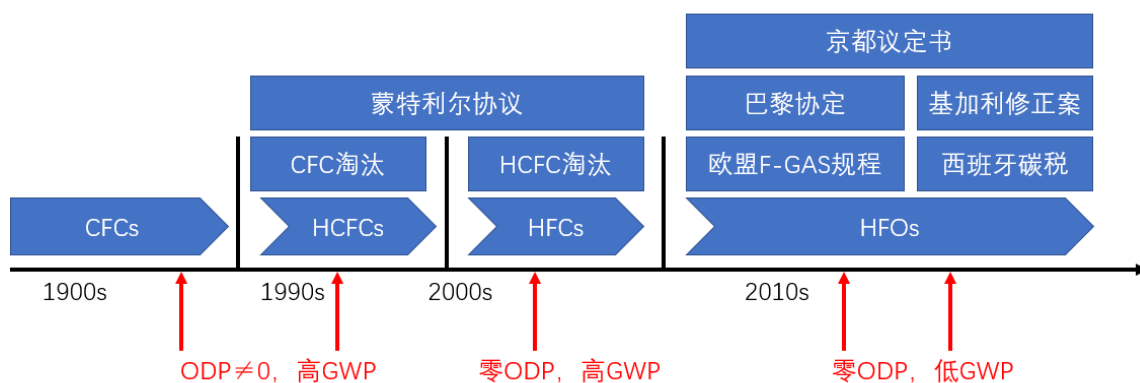


数据来源：中国绝热节能材料协会，新时代证券研究所

国内外政策支持，“节能减排”对冰箱能效水平提出更高要求

在蒙特利尔召开的多边基金第 29 次缔约方会议上，各国一致同意加快 HCFCs 淘汰的步伐。按调整后的《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础量，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。

图 21: 国外环保法规趋严



数据来源：新时代证券研究所

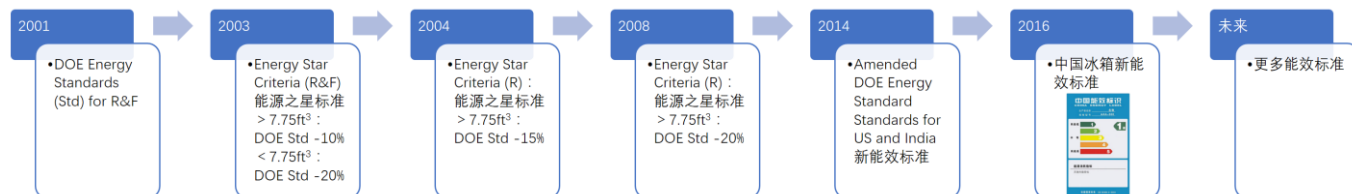
2016 年 10 月 1 日起，新修订的《家用电冰箱耗电量限定值及能效等级》强制性能效国家标准将正式实施。

新修订的家用电冰箱能效标准完善了产品能效的评价、测试和计算方法，使产品的耗电量测试值更加符合实际使用状况。新标准将能效等级按照“1、2、3、4、5”由高到低划分，1 级产品最节能。新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。

据介绍，新修订的家用电冰箱能效标准实施后，预计将淘汰市场上 20%以上的高耗能产品，市场中产品能效水平将提高 10%左右。未来 10 年，全国新增家用电冰箱累计节电量预计为 1180 亿度。

图 22: 2016 年 1 月 1 日国内强制实行冰箱节能新标准



数据来源：新时代证券研究所

4、盈利预测与公司估值

4.1、关键假设

- 1、公司产品下游客户开发、产品导入和募投项目顺利进行;
- 2、公司收购的悠远环境及维艾普完成业绩承诺;
- 3、公司整体毛利率保持稳定, 2017-2019 年毛利率为 41.5%、41.4%、40.2%。

4.2、盈利预测与估值

预计公司 2017-2019 年实现营业收入分别为 6.46、11.11 和 16.36 亿元, 归属于上市公司股东净利润分别为 1.15、1.86 和 2.69 亿元, 对应 2017-2019 年 EPS 分别为 0.30、0.48 和 0.70 元, 当前股价对应 2017-2019 年 PE 分别为 46、29 和 20 倍。我们认为公司作为国内微玻纤龙头, 规模仍在不断扩张, 且收购的悠远环境及维艾普均是国内下游应用领域龙头, 内生性及外延式并举, 将会充分受益于“高效节能”和“干净空气”两大产业带来的发展机遇。首次覆盖, 给予“推荐”评级。

5、风险提示

原材料价格波动的风险; 公司募投项目进度不达预期; 市场开拓进度不达预期; 悠远环境业绩不达预期。

资产负债表(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	194	836	664	825	1060
现金	73	116	282	216	204
应收账款	61	106	212	335	448
其他应收款	2	2	2	2	2
预付账款	31	7	40	8	8
存货	28	43	65	155	236
其他流动资产	31	571	63	109	162
非流动资产	252	517	821	862	893
长期投资	33	29	59	59	59
固定资产	123	183	348	369	388
无形资产	32	98	188	189	180
其他非流动资产	11	66	66	66	66
资产总计	446	1353	1486	1687	1953
流动负债	79	206	908	916	1152
短期借款	45	145	145	145	145
应付账款	23	36	63	109	163
其他流动负债	9	21	51	90	135
非流动负债	23	36	36	36	36
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	23	36	36	36	36
负债合计	102	243	303	392	497
少数股东权益	5	22	26	26	26
股本	150	386	386	386	386
资本公积	87	608	608	608	608
留存收益	16	20	20	20	20
归属母公司股东权益	344	1110	1183	1295	1456
负债和股东权益	446	1353	1486	1687	1953

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

孙金钜，新时代证券研究所所长，兼首席中小盘研究员。上海财经大学数量经济学硕士，曾任职于国泰君安证券研究所。专注于新兴产业的投资机会挖掘以及研究策划工作。2016年、2017年连续两年带领团队获新财富最佳分析师中小市值研究第一名，自2011年新财富设立中小市值研究方向评选以来连续七年（2011-2017）上榜。同时连续多年获水晶球、金牛奖、第一财经等中小市值研究评选第一名。

任浪，新时代证券研究所中小盘研究员，定增并购研究中心总监。2016年、2017年新财富最佳分析师中小市值研究第一名团队成员，2015年新财富最佳分析师中小市值研究第二名团队成员。连续多年水晶球、金牛奖、第一财经等中小市值研究第一名团队成员。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，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。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649
	手机：13811830164
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258
	手机：18221821684
	邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
深圳	史月琳 销售经理
	固话：0755-82291898
	手机：13266864425
	邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1501室

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>