

一季度业绩靓丽, 静待全年高增长

投资要点

- **事件:** 公司公告2018年一季度业绩预计增加1,300万元到1,620万元, 同比增加75%到94%; 归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润与上年同期(法定披露数据)相比, 将增加1,300万元到1,620万元, 同比增加79%到99%。
- **内生及外延并举, 奠定良好竞争格局。** 通过IPO募投项目及非公开发行等方式, 公司自上市以来已连续三年持续布局微纤维玻璃棉、滤纸、VIP芯材等核心业务, 目前公司微纤维玻璃棉产能已跃居世界第一, 其他制品产能几乎翻倍增长。随着产能的不断建成及投产, 将逐步缓解公司产能瓶颈的问题。同时, 公司通过调整上下游产品线布局, 凭借技术优势以及资源优势大力扩建上游原材料微纤维玻璃棉产能, 使得公司具有微纤维玻璃棉—滤纸以及微纤维玻璃棉—VIP芯材产业链的话语权, 进而通过资本市场方式在这两个细分领域初步完成了市场的横向整合。减少竞争对手的同时, 市场的集中度得到进一步提升, 从而奠定公司未来长期成长性。
- **公司产业链延伸至中游设备端, 打开新的市场空间。** 2017年再升科技通过现金方式收购直接下游客户苏州悠远环境科技有限公司100%股权, 并于2017年8月纳入公司合并报表范围, 从而进入工业空气净化设备环节。目前该领域进入壁垒较高, 国内市场仅五家, 但均为外资企业。随着国家大力发展半导体及平面显示行业, 未来几年将会有大量的半导体及面板产能落地, 洁净设备及滤纸作为工业洁净厂房的核心材料, 公司将直接受益下游需求爆发。更为重要的是, 公司可通过苏州悠远与业主方长期合作关系, 逐步渗透至初装市场, 打开新的市场空间。
- **现金出资参股国内VIP龙头, 强强联合共享成长。** 公司拟以1.35亿元现金增资扩股太仓维艾普45%股权, 维艾普作为国内真空绝热板及其芯材龙头企业之一, 通过多年认证已经成为三星、LG、三菱、日立、东芝、美的、新飞、奥马等知名电器生产厂商的供应商, 公司通过参股维艾普有望快速消化募投产能。同时, 再升科技成功突破干法工艺, 干法VIP芯材成本对于传统保温材料聚氨酯泡沫板具备价格竞争优势, 且保温效果提升30%, 后期有望加速替代。
- **高管增持彰显信心。** 公司近日公告部分核心管理人员拟未来6个月实施增持计划, 占公司总股本的0.13-0.5%。彰显公司管理团队对公司发展信心。
- **盈利预测与投资建议。** 我们调整盈利预测, 预计公司2017-2019年EPS分别为0.30元、0.53元、0.73元, 对应动态PE分别为48倍、27倍和20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	603.07	1310.46	1731.69
增长率	36.95%	88.49%	117.30%	32.14%
归属母公司净利润(百万元)	80.82	115.33	204.91	281.71
增长率	58.19%	42.69%	77.68%	37.48%
每股收益EPS(元)	0.21	0.30	0.53	0.73
净资产收益率ROE	7.22%	10.61%	18.74%	27.53%
PE	69	48	27	20
PB	5.00	5.11	5.08	5.43

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

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)	3.86
52周内股价区间(元)	11.8-16.54
总市值(亿元)	55.57
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): 内生高增长持续, 高管增持彰显信心 (2018-01-17)
2. 再升科技(603601): 高成长性持续, 看好全年业绩表现 (2017-10-27)
3. 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)
4. 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)
5. 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；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：公司产品成本受原材料波动影响较小，17-19 年毛利率维持稳定。

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	258.47	348.72	471.80
	增速	38.2%	33.1%	34.9%	35.3%
	毛利率	50.57%	50.00%	50.00%	50.00%
传统 VIP 芯材	收入	29.20	48.00	80.00	120.00
	增速	-45.2%	64.4%	66.7%	50.0%
	毛利率	21.29%	20.00%	22.00%	24.00%
微纤维玻璃棉	收入	44.66	81.51	153.43	105.48
	增速	86.0%	82.5%	88.2%	-31.3%
	毛利率	47.07%	47.00%	47.00%	47.00%
新型 VIP 芯材及衍生品	收入	0.00		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	98.31	152.93
	增速	190.1%	35.0%	95.7%	55.6%
	毛利率	25.71%	25.00%	25.00%	25.00%
悠远环境	收入	0.00	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	14.85	15.00	15.15
	增速	396.8%	1.00%	1.00%	1.00%
	毛利率	12.62%	12.00%	12.00%	12.00%
合计	收入	319.94	603.07	1,310.46	1,731.69
	增速	36.95%	88.49%	117.30%	32.14%
	毛利率	43.63%	40.46%	36.76%	36.56%

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)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	319.94	603.07	1310.46	1731.69	净利润	80.19	115.33	204.91	281.71
营业成本	180.36	359.09	828.76	1098.63	折旧与摊销	20.36	37.44	54.92	67.58
营业税金及附加	2.92	5.02	10.88	14.63	财务费用	-1.21	7.36	13.24	18.17
销售费用	31.91	60.31	124.49	159.32	资产减值损失	2.18	1.00	1.00	1.00
管理费用	32.44	63.32	127.11	164.51	经营营运资本变动	-572.19	288.17	-34.95	120.24
财务费用	-1.21	7.36	13.24	18.17	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	440.07	223.12	467.70
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	115.19	219.97	295.45	短期借款	100.10	0.00	42.00	65.63
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	134.48	240.24	329.67	股权融资	756.61	0.00	0.00	0.00
所得税	14.86	19.15	35.32	47.96	支付股利	-87.76	-138.83	-198.10	-351.98
净利润	80.19	115.33	204.91	281.71	其他	4.91	-7.36	-13.24	-18.17
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	-146.19	-169.34	-304.51
归属母公司股东净利润	80.82	115.33	204.91	281.71	现金流量净额	42.60	132.10	-51.22	63.18
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	247.79	196.57	259.75	成长能力				
应收和预付款项	113.10	176.14	358.40	439.10	销售收入增长率	36.95%	88.49%	117.30%	32.14%
存货	43.24	52.82	106.69	130.79	营业利润增长率	105.98%	57.27%	90.96%	34.31%
其他流动资产	564.36	241.23	178.22	34.63	净利润增长率	56.67%	43.81%	77.68%	37.48%
长期股权投资	28.73	28.73	28.73	28.73	EBITDA 增长率	88.85%	73.16%	80.10%	32.30%
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%	40.46%	36.76%	36.56%
无形资产和开发支出	118.41	136.64	154.58	172.24	三费率	19.73%	21.72%	20.21%	19.75%
其他非流动资产	46.40	45.96	45.52	45.08	净利率	25.06%	19.12%	15.64%	16.27%
资产总计	1352.99	1367.13	1554.12	1630.93	ROE	7.22%	10.61%	18.74%	27.53%
短期借款	145.00	145.00	187.00	252.63	ROA	5.93%	8.44%	13.19%	17.27%
应付和预收款项	55.82	87.86	211.31	284.30	ROIC	8.48%	9.91%	17.96%	22.17%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	28.88%	26.53%	21.99%	22.01%
其他负债	41.90	47.51	62.23	70.69	营运能力				
负债合计	242.72	280.36	460.54	607.62	总资产周转率	0.36	0.44	0.90	1.09
股本	386.15	386.15	386.15	386.15	固定资产周转率	2.09	2.14	3.14	3.55
资本公积	607.52	607.52	607.52	607.52	应收账款周转率	5.15	6.48	8.24	7.66
留存收益	94.72	71.22	78.03	7.76	存货周转率	4.89	7.32	10.26	9.17
归属母公司股东权益	1088.39	1064.89	1071.70	1001.43	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	1086.76	1093.58	1023.31	资产负债率	17.94%	20.51%	29.63%	37.26%
负债和股东权益合计	1352.99	1367.13	1554.12	1630.93	带息债务/总负债	59.74%	51.72%	40.60%	41.58%
					流动比率	4.05	2.94	1.98	1.51
					速动比率	3.84	2.72	1.73	1.28
					股利支付率	108.58%	120.38%	96.67%	124.94%
					每股指标				
					每股收益	0.21	0.30	0.53	0.73
					每股净资产	2.88	2.81	2.83	2.65
					每股经营现金	0.16	1.14	0.58	1.21
					每股股利	0.23	0.36	0.51	0.91
业绩和估值指标									
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	92.39	159.99	288.13	381.20					
PE	68.75	48.18	27.12	19.73					
PB	5.00	5.11	5.08	5.43					
PS	17.37	9.21	4.24	3.21					
EV/EBITDA	60.00	33.83	19.11	14.45					
股息率	1.58%	2.50%	3.57%	6.33%					

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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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 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
	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
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@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
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyll@swsc.com.cn