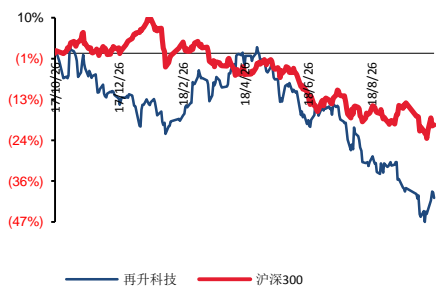


材料 材料II

再升科技: 半导体新装需求爆发, 微玻纤龙头迎来替代风口

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	541/541
总市值/流通(百万元)	3,465/3,465
12个月最高/最低(元)	15.56/5.69

相关研究报告:

证券分析师: 闫广

电话: 0755-83688850

E-MAIL: yanguang@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518090001

证券分析师: 杨伟

电话: 010-88695130

E-MAIL: yangwei@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517030005

报告摘要

滤纸和设备受益未来3年半导体资本开支爆发, 国产替代迎政策风口。滤纸业务是公司利润主要来源, 此前主要供应替换市场成长较平稳。未来公司的滤纸有望进入新装市场, 而工业洁净室新装市场规模远大于存量市场, 测算未来3年滤纸新装市场每年30亿元增量需求, 是替换市场的3倍, 我们测算2018-2020年半导体行业资本开支1.5万亿将带来超过300亿净化设备需求和90亿滤纸采购大蛋糕。而此时关键材料和设备国产化迎来政策风口, 部分厂商在净化设备招标时不再指定外资关键材料, 因此公司滤纸体量有望突破放量; 公司17年收购合资设备品牌苏州悠远后打造了洁净空气完整产业链, 下游突破口打开, 市场对业绩爆发力预期不足; **真空绝热板加速替代聚氨酯, VIP芯材业务有望爆发。**目前真空绝热板在国内冰箱冷柜中的渗透率仅为3%, 在全球也仅为10%。根据我们测算, 仅仅是冰箱冷柜中真空绝热板渗透率的提高就能大幅提升其需求。随着冰箱环保节能要求日益严格及真空绝热板相对于聚氨酯性价比逐渐提高, 并且考虑到冷链物流及节能建筑可能带来的新增需求, 我们认为真空绝热板对聚氨酯的替代将加速。作为真空绝热板核心部件, VIP芯材的需求有望迎来爆发, 使得公司成为受益者。

产能释放恰逢其时, 成长确定性高。除并购外, 公司内生增长同样值得期待。2018年公司将有2.5万吨/年玻璃纤维棉产能、4000吨/年滤纸产能及17年底投产的5000吨/年VIP干法芯材产能投产, 使得各业务板块产能大幅扩张, 确保公司在行业高速发展时期能够突破以往的产能瓶颈, 抓住机遇实现各板块业务放量, 同时使得ROE重回上升通道。

投资建议: 预计18-20年公司归母净利分别为1.86、2.89和3.92亿元, EPS分别为0.34、0.54和0.73元, 同比增长63.4%、55.9%和35.5%, 对应当前PE估值分别为18.7、12.0和8.8倍。考虑到业绩爆发性, 我们认为公司合理股价10.32元/股, 对应30倍2018年PE, 给予买入评级。

■ 盈利预测和财务指标:

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	640	1165	1742	2292
(+/-%)	100.00	82.03	49.53	31.57
净利润(百万元)	114	186	289	392
(+/-%)	40.52	63.41	55.89	35.51
摊薄每股收益(元)	0.29	0.34	0.54	0.73
市盈率(PE)	45.43	18.67	11.98	8.84

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

内容目录

投资故事.....	4
盈利预测与投资建议.....	5
微玻璃纤维行业进入高速发展期，公司核心受益.....	7
过去滤纸和设备新装市场由外资品牌把持.....	7
工业新装市场急速爆发，规模远大于替换市场.....	8
洁净空气：民用商用市场有望爆发.....	11
洁净替换市场预计保持稳定增长.....	12
保温芯材性价比凸显，加速替代聚氨酯.....	12
恰逢其时的产能释放带来增长高确定性.....	14
玻璃纤维棉：大幅扩产，确保原料供应.....	15
滤纸：收购设备品牌打通产业链，放量突破在即.....	16
VIP 芯材：干法技术有利于降低成本，持续放量中.....	18
空气洁净设备：苏州悠远订单较快增长，民用商用场景打开.....	19
ROE 重回上升通道，2018 或是拐点.....	19
风险提示.....	20

图表目录

图表 1：公司产品产量及盈利预测.....	5
图表 2：再升科技 12 个月预测 PE-BAND.....	6
图表 3：再升科技玻璃纤维滤纸板块全球主要竞争对手.....	7
图表 4：玻璃纤维滤纸全球市场份额（截止 2011 年上半年）.....	8
图表 5：滤纸工业新装市场与替换市场规模对比测算.....	8
图表 6：重点电子企业已公布投机计划整理.....	9
图表 7：国内主要工厂 2018-2020 年投资额统计.....	10
图表 8：中国空气净化器普及率远低于美国日本.....	11
图表 9：民用空气净化器带动玻璃纤维滤纸需求测算.....	11
图表 10：中国冰箱产量.....	12
图表 11：中国冷柜产量.....	12
图表 12：真空绝热板及 VIP 芯材在冰箱冷柜中应用前景广阔.....	13
图表 13：中国冷链综合流通率远低于其他国家.....	13
图表 14：生鲜电商市场发展迅速.....	13
图表 15：公司的主要业务范围聚焦微纤维玻璃棉及制品.....	14
图表 16：公司打造的 2 大产业链.....	14
图表 17：公司股权结构图.....	15
图表 18：火焰喷吹法与离心法对比.....	15
图表 19：公司天然气采购价格明显低于其他上市池窑玻纤公司（后两者为天然气综合成本预测）.....	16
图表 20：超细玻璃纤维棉.....	16
图表 21：微纤维棉过滤毡（制品）.....	16
图表 22：工业新装市场测算核心假设.....	17
图表 23：工业新装市场带给公司滤纸业务增量规模测算.....	17
图表 24：替换市场带给公司滤纸业务增量规模测算.....	17

图表 25: 公司滤纸产品.....	18
图表 26: 公司拥有一般、中高效、超高效过滤等级滤纸技术.....	18
图表 27: 再升 VIP 芯材保温产品.....	18
图表 28: VIP 芯材应用于设备的隔热、保冷、隔音.....	18
图表 29: 苏州悠远业绩对赌协议情况.....	19
图表 30: 玻璃纤维棉滤纸及 VIP 芯材项目单位产能所需投资较大.....	20
图表 31: 公司上市以来募集资金情况统计.....	20
图表 32: 2018 年预计将是公司 ROE 的拐点.....	20

投资故事

1、公司滤纸和设备显著受益于未来3年半导体资本开支爆发，市场预期不足。滤纸业务是公司利润主要来源，此前主要供应耗材替换市场，成长较为稳定。未来公司的滤纸有望进入体量更大的新装市场，而工业洁净室新装市场规模远大于存量替换市场，测算未来3年玻纤滤纸新装市场每年30亿元空间，将是替换市场的3倍，行业规模随着半导体产业链资本开支大幅提升，公司业绩和体量有望迎来明显突破；公司收购悠远环境后，设备销量也有望随着国产化趋势实现放量突破，市场对此预期不足。

2、政策引领洁净设备新装市场变局，国产化替代进行时。过去工业洁净设备和关键材料的新装市场一直被外资企业和合资企业集中把持，国产材料和设备无法进入该市场。而目前国家力推半导体等产业国产化，关键材料及设备的国产化替代迎来空前利好，很多原本强制要求外资品牌的电子企业现在也能接受达标的国产品牌。公司2017年收购中外合资公司苏州悠远，打开工业洁净设备新装市场突破口并实现产业链一体化，有望加速滤纸及洁净设备在新装市场的放量。根据我们统计及测算，2018至2020年，主要国内电子厂商计划投资1.5万亿，将给行业带来超过300亿元净化设备采购量和90亿元玻纤滤纸的采购大蛋糕。

3、保温需求增长使得VIP芯材走上发展快车道。作为VIP芯材的主要下游产品，目前真空绝热板在国内冰箱冷柜市场的应用比率仅3%左右，而全球平均渗透率也仅为10%。考虑到冰箱节能环保要求日趋严格以及真空绝热板相对于传统聚氨酯性价比的提升，我们认为真空绝热板替代传统聚氨酯的进程将加速。同时我们认为生鲜市场迅速发展带来的冷链物流需求增长以及政策推动的建筑节能环保新增需求会同样可能带来真空绝热板需求的快速增长，使得公司VIP芯材业务走上发展快车道；

4、产能释放恰逢其时，内生增长确定性高。伴随将至的行业高速发展期，公司项目逐渐投产，我们2018年年内，公司将新投产4000吨/年滤纸产能（17年底：5500吨/年产量），新增5000吨/年干法VIP芯材产量发挥（干湿法合计1万吨，未来还将投2条线），以及新增2.5万吨/年玻璃纤维棉原料产能（17年底：4.1万吨）。产能的投放不仅可以使得公司抓住行业快速发展的机遇，扩大国内与国际市场份额，同时也能保证原料的充足供应，并有助于实现成本控制及协同效应，从而使公司业绩增长具有高确定性。同时，预期产能的释放和消化也将使得公司ROE重回上升通道；

5、业绩进入高速增长期，合理市值55.8亿元，对应当前股价上升空间为61%。考虑到工业洁净设备新装市场带来的滤纸及净化器放量以及可能到来的VIP芯材需求高速增长期，我们认为公司未来2-3年将引来业绩的高速增长。我们预测2018/2019年净利润为1.86亿及2.89亿元，同比增长63.4%及55.9%。考虑到公司的高成长性，给予公司2018年30倍PE，对应目标价10.32元；

盈利预测与投资建议

当前国家芯片、半导体行业技术及设备国产化基调确定，部分龙头电子企业已不再单一指定外资洁净品牌，且后续或不断有政策催化，新装市场洁净设备国产化率可能进一步提高。同时根据我们测算，新装市场的规模远大于替换市场。再升科技收购苏州悠远后，切入以往被外资品牌垄断的洁净空气新装市场，同时公司全产业链产能将于 2018 年集中投放，确保公司在先行抢占国产新装市场并在行业高速发展期抓住机遇，从而为未来几年的快速增长打下坚实基础。我们认为市场低估了公司业绩的爆发性。保守预计 18-20 年公司归母净利润分别为 1.86、2.89 和 3.92 亿元，EPS 分别为 0.34、0.54 和 0.73 元，同比增长 63.4%、55.9% 和 35.5%，对应当前股价 PE 估值分别为 18.7、12.0 和 8.8 倍，目标价 10.32 元，股价上升空间 61%，给予“买入”评级。

图表 1: 公司产品产量及盈利预测

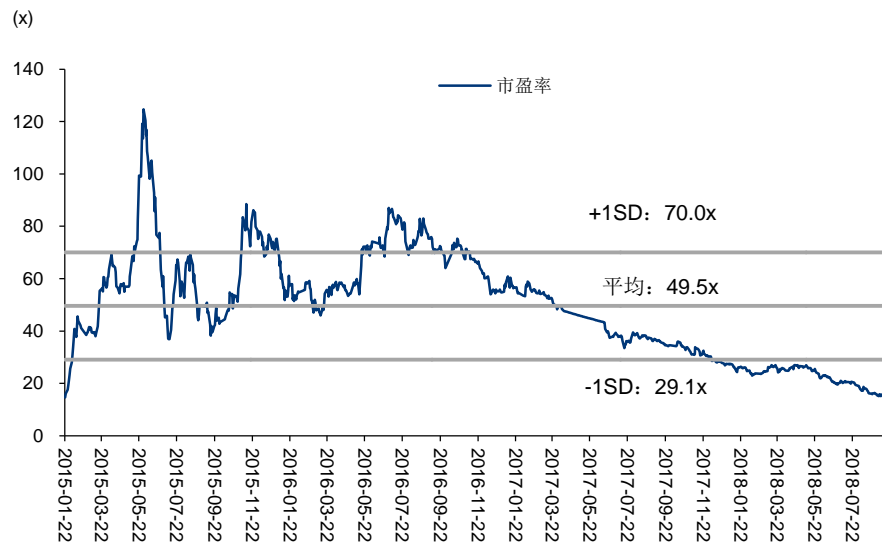
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
玻璃纤维滤纸销量 (吨)	4,090	5,482	7,030	10,800	15,500
同比增速	39.7%	34.0%	28.2%	53.6%	43.5%
滤纸平均价格 (元/吨)	47,473	47,699	49,607	51,095	51,095
滤纸吨毛利 (元/吨)	24,008	22,519	24,427	25,915	25,915
VIP 芯材销量 (吨)	1,872	3,507	7,500	9,900	11,400
同比增速	-48.8%	87.4%	113.8%	32.0%	15.2%
VIP 芯材平均售价 (元/吨)	15,597	12,423	13,045	13,697	13,697
VIP 芯材吨毛利 (元/吨)	4,268	3,109	4,661	5,565	5,565
洁净设备销量 (件)		94,234	210,522	315,784	444,071
同比增速			120.0%	50.0%	25.0%
洁净设备平均售价 (元/件)		1,904	2,095	2,095	2,095
单件设备毛利 (元/件)		421	493	525	572
收入 (百万元)	320	640	1,165	1,742	2,292
同比增速	36.9%	100.0%	82.1%	49.6%	31.6%
毛利 (百万元)	137	221	397	624	843
毛利率	42.7%	34.5%	34.1%	35.8%	36.8%
净利润 (百万元)	81	114	186	289	392
净利率	25.3%	17.8%	15.9%	16.6%	17.1%
同比增速	58.2%	40.5%	63.4%	55.9%	35.5%

资料来源: Wind, 太平洋证券研究所

净现金资产负债表，分红比例高。公司 1H18 资产负债率仅 47.5%，有息负债共 4.79 亿元，在手货币资金 4.97 亿元，处于净现金位置；同时，公司自上市以来一直保持高分红率，2017 年公司派发现金红利 1.6 元/股，分红比例 54.4%。我们认为强劲的资产负债表和高派息率对中长线投资者具有很强的吸引力。

从相对估值角度来看，当前股价对应我们 2018 年盈利预测的 PE 估值为 18.6x。我们认为，当前再升科技价值被低估。一方面洁净空气行业及保温芯材行业均处于快速发展时期；另一方面，公司产能陆续投放，且通过并购实现全产业链布局，作为行业龙头，应得到更高的估值。

图表 2: 再升科技 12 个月预测 PE-band



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

微玻璃纤维行业进入高速发展期，公司核心受益

再升科技主营微纤维玻璃棉及其制品的销售，2015 年实现 A 股上市，是国内领先的玻璃纤维滤纸生产商，目前国内替换市场份额接近 50%。2017 年收购苏州悠远后公司发展成为集纤维玻璃棉生产、玻璃纤维滤纸生产、真空绝热板 (VIP) 芯材生产及洁净设备生产的全产业链综合洁净保温服务供应商。在再升科技进军工业洁净新装市场与 VIP 芯材市场进入高速增长期的背景下，我们认为公司未来两年将进入高速发展时期，而这一趋势目前被市场所低估。

过去滤纸和设备新装市场由外资品牌把持

由于国内玻璃纤维滤纸行业起步较晚，国内玻璃纤维滤纸生产企业相对于国外知名机构 H&V, Lydall, Ahlstrom 等规模大多较小，因而在全球市场中占比较低。截止 2011 年上半年，H&V, Lydall, Ahlstrom 三家公司在全球玻璃纤维滤纸市场市场份额合计 65% 左右。

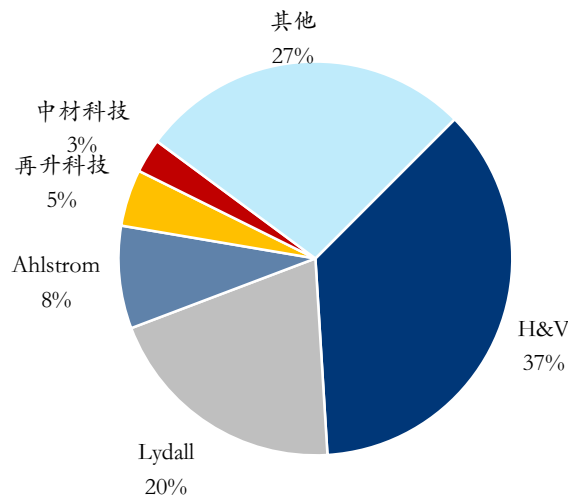
目前没有最新公开发表的市场占有率及市场供需数据。根据中国技术市场协会过滤与分离专业委员会对 2013 年全球市场及中国市场对玻璃纤维滤纸需求的预测数据测算，2013 年公司滤纸产品的全球市场占有率在 5.51% 左右，其中根据滤纸国内销售收入测算的国内市场占有率在 11.15% 左右。随着公司收购整合重庆造纸工业设计研究院、和益以及内生项目投产，公司玻璃纤维滤纸产能 2017 年底已增长至 5500 吨左右，在国内替换市场占比接近 50%。

图表 3: 再升科技玻璃纤维滤纸板块全球主要竞争对手

企业	总部	中国布局	其他
H&V	美国	2005 年在苏州建立分公司	全球最大玻璃纤维滤纸生产商，也是第一大空气过滤器生产商康斐尔的供应商
Lydall	美国	尚未在中国设立滤纸生产厂，产品主要销往爱美克空气过滤器有限公司中国分公司	1987 年纽交所上市
Ahlstrom	芬兰	1999 年在中国设立了区域性分公司	同时也是全球最大的汽车引擎滤清器生产商
中材科技	中国	NM	从事电池隔板、玻纤过滤材料、玻纤绝热材料生产

资料来源：公司招股说明书，太平洋证券研究院

图表 4: 玻璃纤维滤纸全球市场份额 (截止 2011 年上半年)



资料来源: 公司招股说明书, 太平洋证券研究院

工业级空气净化设备方面, 由于该领域技术要求较高, 长期以来外资厂商占据了绝大部分市场份额, 能够进入国际大厂供应体系的主要是国外公司, 包括 AAF、康斐尔 camfil、唐纳森、美国星技、Airtech、马来西亚 Mayair、台湾富泰以及被公司收购的苏州悠远环境等。苏州悠远是少数能够进入该领域竞争的国内企业, 拥有京东方、天马微电子以及华星光电等一批国内优质稳定客户。

工业新装市场急速爆发, 规模远大于替换市场

由于大型面板厂及半导体厂通常指定外资洁净品牌, 长期以来工业洁净新装市场被国外企业垄断。考虑到目前国家正在坚决推进电子行业技术与设备国产化的大背景, 我们认为未来电子行业设备国产化将成为趋势, 国产品牌在工业洁净新装市场的话语权将逐步增大。同时, 根据我们测算, 2013 年新装市场规模就已经达到替换市场 2 倍。随着近年来精密电子产业逐渐向中国转移, 我们认为未来新装市场相对替换市场的规模优势相比 2013 年时更大。国产化背景下新装市场对国产玻璃纤维滤纸的需求提升很可能超过市场预期。

图表 5: 滤纸工业新装市场与替换市场规模对比测算

项目 (人民币百万)	数据及计算
2013 公司滤纸销售收入	122
公司出口比例	20%
公司国内销售收入	97
国内市占率	11.2%
2013 国内滤纸市场规模	872
2013 年公司替换市场占比	35%
2013 年国内替换市场规模	278
2013 年国内新装市场规模	594
新装市场/替换市场	2.1x

资料来源: 公司公告, 公司资料, 太平洋证券研究院

根据我们统计，2018至2020年，我国主要面板生产商、晶圆生产商及半导体生产商项目计划投资总额约为1.5万亿元。根据一般经验，假设洁净风机（FFU）占项目总投资2%，滤纸成本占风机总成本30%，则上述重点电子企业投资项目在未来3年内将带来约92.1亿元的新装玻璃纤维滤纸需求，即滤纸新装市场平均每年带来约30亿元空间，这大大提升了行业产值边界，假设2013年替换市场规模按照30%符合增速增长（乐观假设下），至2018年国内替换市场行业产值仅10个亿，即保守假设未来三年新装市场每年增量是替换市场的3倍，洁净空气行业处于爆发式增长期；

图表6：重点电子企业已公布投机计划整理

项目名称	类型	投资额（亿元）
京东方绵阳第六代柔性 AMOLED 生产线	面板	465
京东方武汉第 10.5 代 TFT-LCD 生产线	面板	460
京东方昆明 OLED 微显示器生产线	面板	12
京东方重庆第 6 代 AMOLED 生产线	面板	465
华星光电第 6 代柔性 LTPS-AMOLED 面板生产线	面板	350
华星光电第 11 代 TFT-LCD 及 AMOLED 新型显示器件生产线建设项目	面板	465
华星光电第 11 代超高清新型显示器件生产线项目	面板	427
鸿海郑州六代 LTPS	面板	300
鸿海广州 10.5 代 LTPS 一期	面板	610
维诺信廊坊 6 代 AMOLED	面板	300
和辉光电上海 6 代 AMOLED 一期	面板	273
惠科电子 11 代晶体薄膜液晶显示器	面板	400
惠科电子移动职能终端产业集群项目	面板	640
惠科 8.6 代显示器滁州项目	面板	240
郑州惠科 11 代项目	面板	400
信利仁寿面板项目一期	面板	125
信利仁寿面板项目二期	面板	279
富士康贵州	面板	300
富士康郑州	面板	280
富士康广州	面板	610
面板厂小计		7,400
英特尔大连	晶圆厂	330
睿力集成电路合肥	晶圆厂	432
德科码淮安	晶圆厂	150
时代芯存淮安	晶圆厂	30
台积电南京	晶圆厂	180
晋华集成泉州	晶圆厂	370
华力微电子上海	晶圆厂	387
中芯国际上海	晶圆厂	675
长江存储（紫光）武汉	晶圆厂	1,440
万国半导体重庆	晶圆厂	68
中芯国际北京	晶圆厂	235
格罗方德成都	晶圆厂	680
长江存储（紫光）成都	晶圆厂	420
粤芯半导体广州	晶圆厂	70
海力士无锡	晶圆厂	516
华虹集团无锡	晶圆厂	150
三星电子西安	晶圆厂	420
长江存储（紫光）南京	晶圆厂	600
士兰微厦门	晶圆厂	170
晋华集成泉州	晶圆厂	14

万国半导体重庆	晶圆厂	30
德科码南京	晶圆厂	32
燕东微电子北京	晶圆厂	48
德科码南京	晶圆厂	48
中芯国际绍兴	晶圆厂	59
中芯国际天津	晶圆厂	105
士兰集成杭州	晶圆厂	10
晶圆厂小计		7,668
合晶郑州一期	半导体	54
合晶郑州二期	半导体	
金瑞泓（共三期）浙江衢州	半导体	50
重庆超硅（共三期）	半导体	50
上海新昇（共三期）	半导体	92
宁夏银河二期	半导体	16
宁夏银河二期	半导体	
中环领先江苏宜兴一期	半导体	194
中环领先江苏宜兴二期	半导体	
杭州中芯一期	半导体	60
杭州中芯二期	半导体	
上海晶盟	半导体	2
中和热磁上海	半导体	4
经略长峰（四川）自贡一期	半导体	80
经略长峰（四川）自贡二期	半导体	
成都超硅	半导体	50
上海超硅	半导体	100
京东方西安	半导体	100
半导体厂小计		850
合计		15,918

资料来源：公司资料，太平洋证券研究院

图表 7：国内主要工厂 2018-2020 年投资额统计

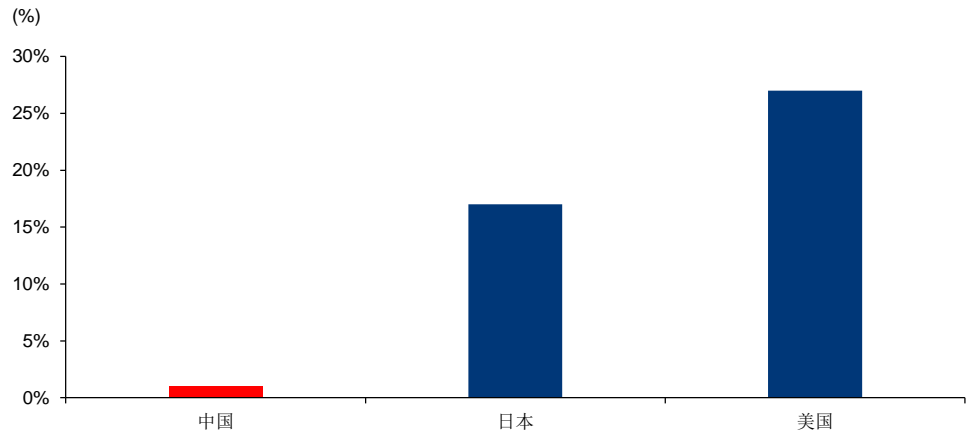
单位：亿元	2018	2019	2020
面板	2,503	2,855	1,763
晶圆厂	2,718	2,655	2,050
半导体	83	678	40

资料来源：上市公司公告及公开信息整理，太平洋证券研究所

洁净空气：民用商用市场有望爆发

我们认为以空气净化器及新风系统为代表的民用商用市场可能成为洁净空气及玻璃纤维滤纸的下一个增长动力。根据中国室内装饰协会统计，空气净化器在国内家庭的普及率尚不足 1%，远低于日本的 17% 及美国的 27%，楼宇新风系统安装比例仍然较小。随着国家制定的空气质量评价标准日益严格以及人们对 PM2.5 认知度的逐步提高，民用及商用洁净空气市场未来发展空间巨大。

图表 8：中国空气净化器普及率远低于美国日本



资料来源：公司可转债募集说明书，太平洋证券研究院

根据智研咨询统计，2016 年我国城镇家庭每百户空气净化器保有量为 4.5 台，远低于日本 25 台及韩国 80 台的水平。假设城镇每百户空气净化器保有量在 2020 年提升至 8.5 台，每台空气净化器滤纸成本 250 元，采用玻璃纤维滤纸的空气净化器占全部净化器的 20%，并且保守假设滤纸每年更换一次，则根据我们测算，至 2020 年，民用空气净化器带来的每年玻璃纤维滤纸新装与替换规模每年可达 12 亿元。

图表 9：民用空气净化器带动玻璃纤维滤纸需求测算

	2016	2017	2018	2019	2020
中国居民总户数(百万户)	449	451	454	456	458
城镇化率	57.4%	58.5%	60.0%	60.5%	61.0%
城镇居民户数	258	264	272	276	279
每百户居民空气净化器保有量	4.5	5.5	6.5	7.5	8.5
年末城镇家庭空气净化器保有量(万台)	1,159	1,453	1,769	2,069	2,376
采用玻璃纤维滤纸的空气净化器占比(假设)	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
每台空气净化器滤纸成本(元)	250	250	250	250	250
民用净化器带来的滤纸市场规模替换+新增(亿元)	6	7	9	10	12

资料来源：智研咨询，太平洋证券研究院

洁净替换市场预计保持稳定增长

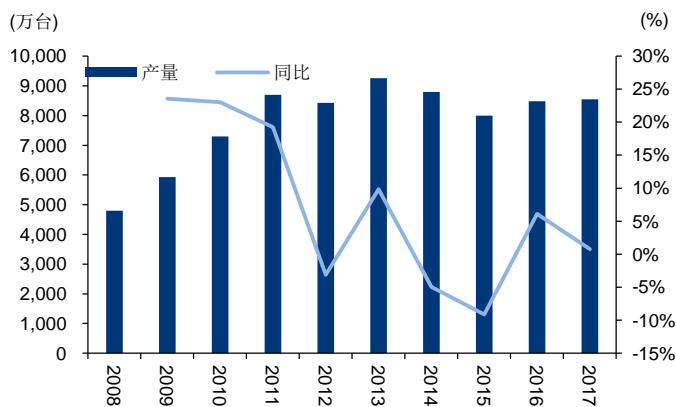
由于电子行业生产线对生产环境洁净度要求较高，因此电子行业所使用玻璃纤维滤纸通常每两年更换一次，替换需求较为稳定。除目前存量电子生产商生产线替换需求外，新项目也会逐渐落地并在未来产生替换需求，因此我们认为未来替换市场也将保持稳定发展。

保温芯材性价比凸显，加速替代聚氨酯

VIP 芯材是真空绝热板的核心部件，后者主要应用领域是冰箱冷柜、冷链物流及环保节能建筑，用于代替传统保温材料聚氨酯。随着国家对环保节能的日益重视以及真空绝热板相对于传统聚氨酯性价比的日益提升，我们认为真空绝热板和 VIP 芯材即将迎来快速发展时期。

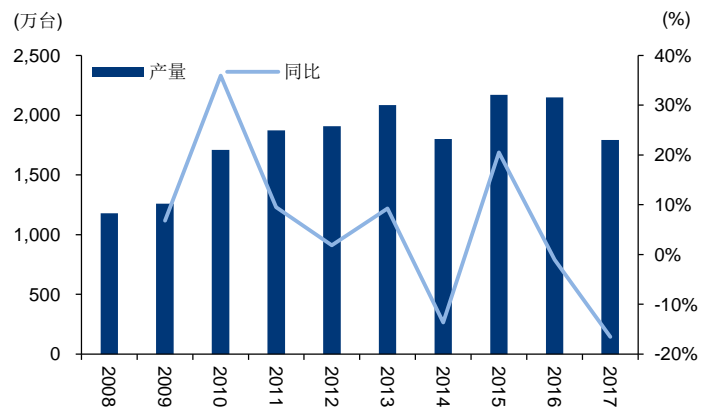
首先，真空绝热板在冰箱冷柜中的应用空间巨大。2016 年 10 月生效的《家用电冰箱耗电量限定值及能效等级》，使得能效 1 级冰箱占比从 85% 下降至 5% 左右，能效 2 级占比缩减至 10%-20%，节能要求显著提升。而目前我国真空绝热板在冰箱冷柜中的渗透率仅 3%，全球平均渗透率也仅为 10% 左右。假设我国家用冰箱及冷柜的年产量分别稳定在 8500 万台及 1800 万台，根据我们测算每年新生产冰箱冷柜中，真空绝热板渗透率每提升 1%，就会带来 260 万平米的真空绝热板需求增量。如果新生产冰箱冷柜中真空绝热板的渗透率达到与全球平均现状相似的 10%，则冰箱冷柜每年带来的真空绝热板需求增量为 1800 万平方米左右，而 2015 年全国真空绝热板产量仅 1105 万平方米，发展潜力巨大。如果考虑到全球范围内的渗透率提高，则该市场空间更大。

图表 10: 中国冰箱产量



资料来源: 统计局, 太平洋证券研究院

图表 11: 中国冷柜产量



资料来源: 统计局, 太平洋证券研究院

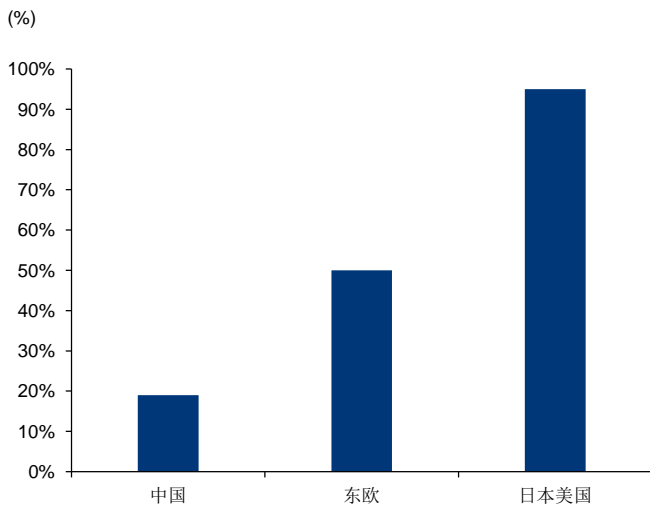
图表 12: 真空绝热板及 VIP 芯材在冰箱冷柜中应用前景广阔

	家用冰箱	冷柜
国内年产量 (万台)	8,500	1,800
国内真空绝热板现有渗透率	3%	3%
全球平均渗透率	10%	10%
渗透率提升	7%	7%
单位真空绝热板需求量 (平方米/台)	2.5	2.5
国内每年新增真空绝热板需求量 (万平方米)	1,488	315
2015 年国内真空绝热板产量(万平方米)	1,105	
相对于 2015 年的需求提升	163%	

资料来源: Wind, 统计局, 中国绝热节能材料协会, 公司可转债募集说明书, 太平洋证券研究院

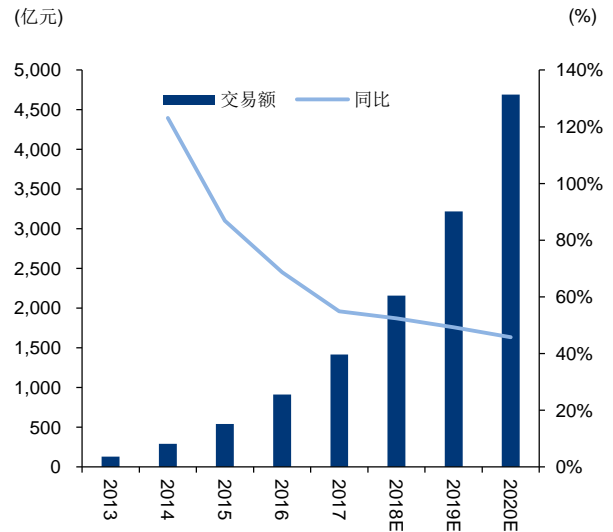
其次,真空绝热板在冷链物流中发展前景同样广阔。目前我国冷链综合流通率仅为 19%,远低于东欧国家的 50%及日美的 95%,根据易观智库预测,2020 年我国生鲜电商交易规模将从 2017 年的 1416 亿元上升至 4692 亿元,年复合增长率 49%,我们认为生鲜电商市场的扩张将带来冷链物流行业的高速发展。同时,医药冷链监管加强也会进一步增加冷链物流需求,从而进一步增加真空绝热板及 VIP 芯材的需求。

图表 13: 中国冷链综合流通率远低于其他国家



资料来源: 公司年报, 太平洋证券研究院

图表 14: 生鲜电商市场发展迅速



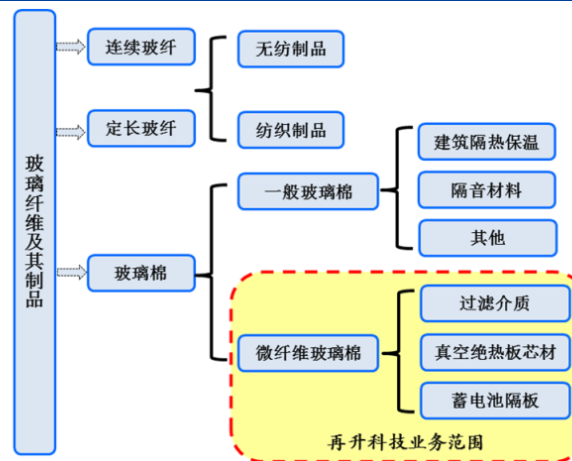
资料来源: 易观智库, 太平洋证券研究院

最后,节能环保政策有望推动真空绝热板在建筑领域的应用。《十三五节能减排综合工作方案》提出到 2020 年,城镇绿色建筑面积占新建建筑面积比例提高到 50%,并实施既有居住建筑节能改造面积 5 亿平方米以上。如果政策落实良好,绿色建筑同样将带动节能保温材料及 VIP 芯材的需求。

恰逢其时的产能释放带来增长高确定性

公司业务范围主要是玻璃棉及制品和过滤设备,对比传统意义上的连续纤维和定长纤维,玻璃棉的外表光滑度稍逊,纤维较短,直径一般在 0.1 微米至 6 微米之间,直径离散度较大,主要采用火焰喷吹和离心法,从生产规模上看比池窑拉丝法生产的粗纱单线规模要小,玻璃棉及其制品的市场规模也相对较小,在玻璃棉及其制品中,一般玻璃棉及其制品主要应用于建筑隔热保温及隔音领域。微纤维玻璃棉制品则应用于分离、洁净和高端节能保温领域,主要用来生产玻璃纤维滤纸、AGM 隔板、真空绝热板芯材。

图表 15: 公司的主要业务范围聚焦微纤维玻璃棉及制品

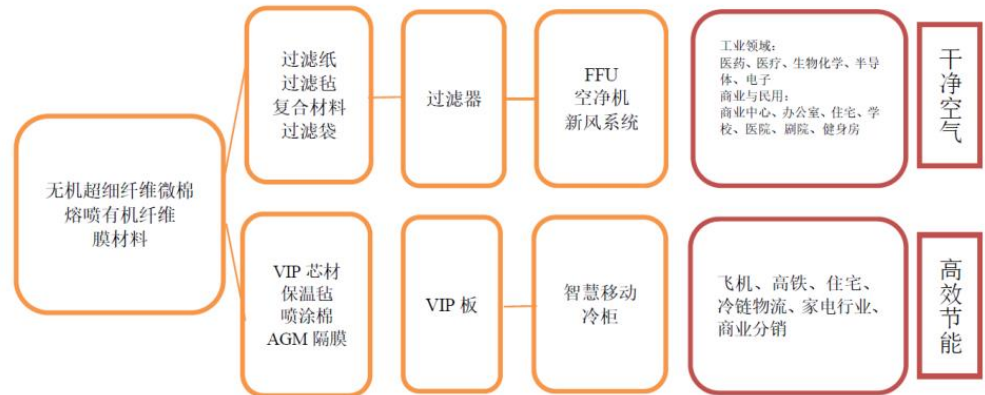


资料来源: 公司招股书, 太平洋证券研究院

公司 2010 年 12 月出资成立宣汉正原, 2015 年与松下共同设立立松下新材料, 2016 年控股重庆造纸工业研究设计院, 2017 年收购苏州悠远、增资深圳中纺, 目前正在洁净空气与 VIP 芯材两大业务板块实现了从上游玻璃纤维棉生产到下游洁净设备制造的全产业链覆盖, 打造了“干净空气”+“高效节能”两大产业链,

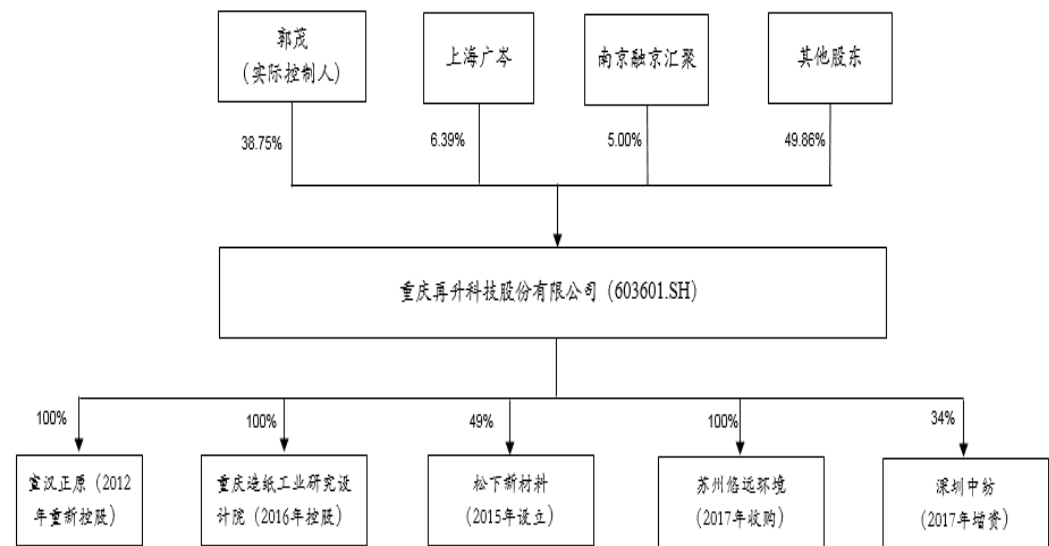
在行业有望迎来高速发展的同时, 再升科技恰逢其时进行扩产。产能爬坡使得公司能够在行业高速发展期抓住机遇, 进一步提高市场份额和品牌知名度, 同时也能使得公司更好的发挥规模优势, 控制成本。同时, 由于公司项目逐渐投产, 我们预计公司 ROE 重回上升通道, 资本效益将得到发挥。

图表 16: 公司打造的 2 大产业链



资料来源：公司资料，太平洋证券研究院

图表 17：公司股权结构图



资料来源：公司资料，太平洋证券研究院

玻璃纤维棉：大幅扩产，确保原料供应

棉是下游一切制品的基础。截止 2017 年底，公司玻璃纤维棉产能 4.1 万吨/年左右。2018 年公司预计新投产 2.5 万吨/年的玻璃纤维棉产能，使得年底产能达到 6.6 万吨/年。我们估算若使用火焰喷吹法，玻璃纤维棉行业的天然气成本占生产总成本的 45-50%，是决定成本和利润的主要因素，而公司产线靠近气源地天然气占比测算仅占不到 35%。根据与中石化协议，公司主要生产地宣汉正原天然气采购价格仅为 1.51 元/立方米，显著低于行业平均。较低的天然气购买价格使得公司获得了成本优势，同时充足的玻璃纤维棉原料供应也可以确保下游产品的扩产。

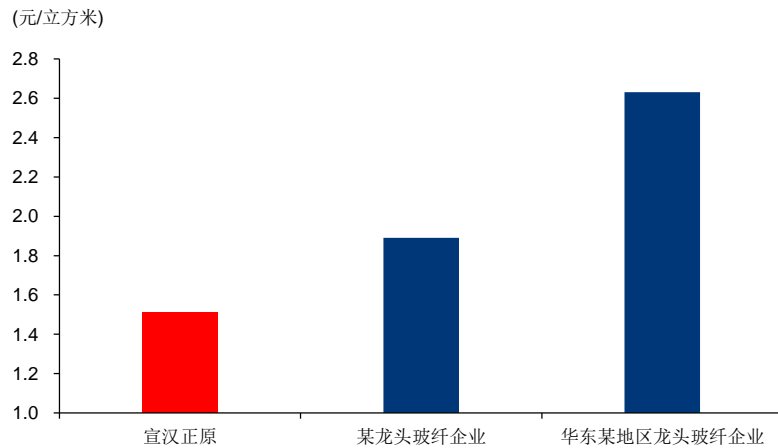
图表 18：火焰喷吹法与离心法对比

类别	生产方法	直径	生产方式特点	用途	价格
----	------	----	--------	----	----

火焰棉	借助天然气燃烧产生的气流喷吹制成	0.1-1 微米	能耗大，产量低	一般用于造纸棉	较高
离心棉	借助离心机产生的离心力制成	>1 微米	能耗小，产量高	一般用于造板棉	较低

资料来源：公司招股说明书，太平洋证券研究院

图表 19: 公司天然气采购价格明显低于其他上市池窑玻纤公司 (后两者为天然气综合成本预测)



资料来源：公司可转债募集说明书，中国巨石与中材科技债券募集说明书，太平洋证券研究院

图表 20: 超细玻璃纤维棉



资料来源：公司网站，太平洋证券研究院

图表 21: 微纤维棉过滤毡 (制品)



资料来源：公司网站，太平洋证券研究院

滤纸：收购设备品牌打通产业链，放量突破在即

收购悠远后，公司切入设备新装市场，而我们认为未来新装市场是滤纸新的增长极之一。基于上面我们对工业滤纸新装市场需求的假设，进一步假设悠远环境在新装市场市占率以及悠远采购再升科技自产滤纸的比例逐步提升，我们测算得 2018 至 2020 年，仅新装市场每年给公司分别带来的滤纸增量需求为 0.2 亿，0.7 亿及 0.9 亿元，成为公司玻璃纤维滤纸版块增长的主要动力之一。我们认为，公司滤纸进入新装市场遇到政策风口，公司已经进入部分半导体新装客户的合格供应商名录（半导体客户一般采取招标形式采购洁净设备，同时会指定关键材料的供应商，一般只在合格供应商的名录中选），同时我们

也认为公司替换市场业务随着存量规模扩大稳定扩大)。公司目前已给康斐而、爱美克等知名净化设备商供货, 采购量有望逐步加大;

图表 22: 工业新装市场测算核心假设

	2018	2019	2020
投资额			
FFU 占投资比重	2%	2%	2%
滤纸占 FFU 比重	30%	30%	30%
再升科技滤纸价格低于外资同类产品百分比	35%	35%	35%
市场份额			
悠远面板厂市场份额	35%	40%	45%
悠远晶圆厂市场份额	5%	10%	10%
悠远半导体厂市场份额	5%	10%	10%
采购比率			
悠远采用再升科技自产滤纸	0%	5%	15%
其他采购再升科技滤纸企业占总投资百分比	10%	12%	15%
再升科技滤纸占以上企业滤纸总采购量比例	10%	15%	15%

资料来源: 公司资料, 太平洋证券研究院

图表 23: 工业新装市场带给公司滤纸业务增量规模测算

(亿元)	2018	2019	2020
面板	0.1	0.4	0.6
晶圆厂	0.1	0.2	0.3
半导体	0.0	0.1	0.0
合计	0.2	0.7	0.9

资料来源: 公司资料, 太平洋证券研究院

图表 24: 替换市场带给公司滤纸业务增量规模测算

	2018	2019	2020
存量滤纸替换市场规模 (亿元)	8.0	9.9	12.1
同比增速	23.0%	23.0%	23.0%
保守测算公司市场份额	40.0%	45.0%	47.0%
替换市场收入增幅 (亿元)	0.60	1.23	1.26

资料来源: 公司资料, 太平洋证券研究院

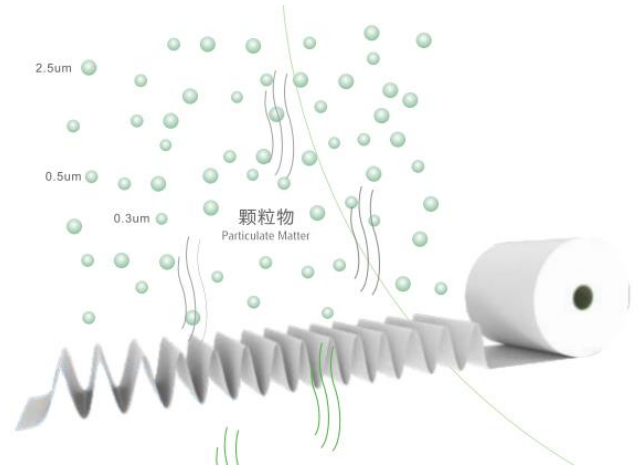
公司整合产业链同时, 积极进行滤纸产能内生扩张。截止 2017 年底, 公司玻璃纤维滤纸产能 5500 吨/年左右, 我们预计 18 年下半年公司 4 条 1000 吨/年的滤纸生产线将会投产, 从而使得公司 2018 年底产能达到 9500 吨/年左右。由于滤纸产能和上游玻璃纤维棉的产能扩张以及新装市场带来的增量, 我们预计公司 2018 年/2019 年滤纸销量同比增加 28.2%/53.6%, 达到 7030/10800 吨。公司从棉和滤纸性能技术上已经基本追上外资品牌, 充足的产能将确保公司抢占新装市场关键材料国产化替代的先机。

图表 25: 公司滤纸产品



资料来源: 公司网站, 太平洋证券研究院

图表 26: 公司拥有一般、中高效、超高效过滤等级滤纸技术



资料来源: 公司网站, 太平洋证券研究院

VIP 芯材: 干法技术有利于降低成本, 持续放量中

公司是目前国内唯一能够利用干法生产 VIP 芯材的企业, 国内竞争对手普遍采用湿法。我们预计继去年将一条生产线工艺升级为干法后, 加上已有的湿法线, 从而使得 VIP 芯材产能在 2018 年实际产能达 1 万吨/年左右。公司预计年底将再投产两条干法生产线, 考虑到产能的扩张及松下新材料的投产对产品销售的带动, 我们预计 VIP 芯材销量在 2018/2019 年将分别同比增长 113.8%及 32%, 达到 7500 吨及 9900 吨。

图表 27: 再升 VIP 芯材保温产品



资料来源: 公司网站, 太平洋证券研究院

图表 28: VIP 芯材应用于设备的隔热、保冷、隔音



资料来源: 公司网站, 太平洋证券研究院

由于干法生产过程没有烘干过程，能源成本显著低于湿法生产，因此我们预计未来两年公司 VIP 芯材单位成本有望下降。同时，我们认为 VIP 芯材成本的降低将提升真空绝热板相对于聚氨酯的性价比，从而进一步提升公司 VIP 芯材的竞争力和替代性。

空气洁净设备：苏州悠远订单较快增长，民用商用场景打开

公司 2017 年收购苏州悠远，不仅使得正式进入滤纸下游的空气洁净设备行业，也使得公司实现了从上游玻璃纤维棉原料到下游空气洁净设备的全产业链覆盖。我们认为空气洁净设备将成为公司新的增长点之一，如果考虑到有望迎来爆发的民用商用市场，则未来增长空间更大。

首先，我们认为苏州悠远的业绩在未来 2-3 年内将有较大幅度增长。随着包括电子产业在内的高精制造行业逐渐向大陆转移以及电子设备国产化进程的推进，我国工业空气净化设备的需求有望实现快速增长，而苏州悠远在业内有着良好的口碑与品牌效应，2018 年以来已经于京东方、富士康等知名公司签订大合同，未来会逐渐反映在收入中。我们预计空气洁净设备 2018/2019 年并表收入（考虑到 2017 年下半年才开始并表）同比分别增长 145.7%/50% 至人民币 4.4/6.6 亿元，成为公司除玻璃纤维滤纸业务外最主要的增长点。

其次，我们认为苏州悠远能够与公司的玻璃纤维滤纸形成良好协同效应。尽管苏州悠远短期内不会大幅提高从公司的滤纸采购量，但是由于苏州悠远属于中外合资品牌，在面板厂等客户中有着良好的口碑和市占率，我们预计借助苏州悠远的品牌与渠道优势，公司玻璃纤维滤纸将被更多电子企业与新装市场主流洁净设备生产企业接受，从而扩大自身滤纸市场份额。

最后，我们认为公司已经做好准备迎接空气洁净设备民用商用市场未来可能的爆发。2018 年 6 月，公司发行可转债募集人民币 1.14 亿元，用于建设 4.8 万台民用商用及集体防护空气净化单元项目。由于目前洁净空气装备在民用市场渗透率仍然较低，且净化设备核心部件玻璃纤维滤纸是公司的拳头产品，我们认为该项目既能迎接未来民用商用洁净空气市场的爆发，也能使得公司发挥产业链协同效应，提升滤材产品附加值。

图表 29：苏州悠远业绩对赌协议情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年
承诺扣非归母净利（万元）	3300	3500	3700
实现情况（万元）	3535	NA	NA

资料来源：公司招股说明书，太平洋证券研究院

ROE 重回上升通道，2018 或是拐点

由于 2015 年 IPO 及 2016 年增发募集较大规模资金，公司近年来权益及资产增长较快。同时由于募投项目初始投资较大，建设周期较长，这些募投项目中多数截止 2017 年仍未产生利润，导致公司利润增幅低于资产及权益增幅，ROE 在近三年呈现下降趋势。随着 2018 年项目的集中投产，我们预计这些项目将从 2018 年下半年开始为公司带来利润

增长,使得 ROE 重回上升通道。我们认为 2018 年是公司 ROE 的拐点。

图表 30: 玻璃纤维棉滤纸及 VIP 芯材项目单位产能所需投资较大

	2013 年	IPO 募投项目
固定资产/建设投资 (万元)	10,671	12,648
滤纸和芯材产能合计 (吨/年)	6,767	7,200
投入产出比 (吨/万元)	0.63	0.57

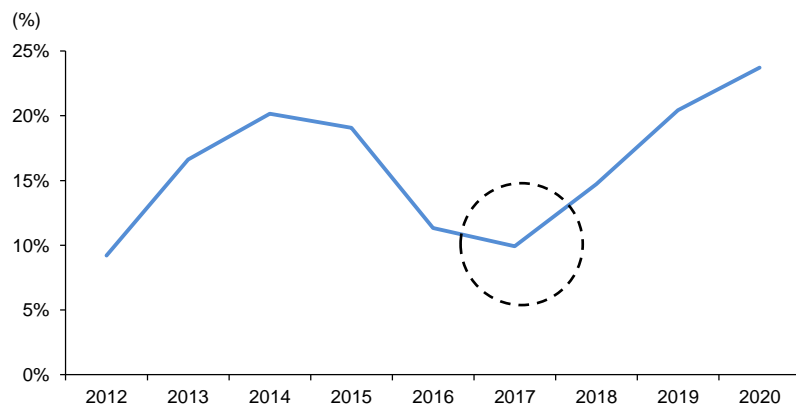
资料来源: 公司招股说明书, 太平洋证券研究院

图表 31: 公司上市以来募集资金情况统计

公告日期	融资方式	发行价 (元)	募资总额 (万元)	募资净额 (万元)	用途
2018 年 6 月 14 日	可转债	100	11,400.00	10,784.60	用于建设 4.8 万台民用商用及集体防护空气净化单元项目
2016 年 5 月 14 日	定向增发	30	77,769.00	75,660.72	高性能玻璃微纤维建设项目*,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,补充流动资金
2015 年 1 月 13 日	IPO	7.9	13,430.00	10,410.55	新型高效空气滤料扩建项目,年产 5000 吨高效节能真空绝热板芯材产业化项目,洁净与环保技术研发测试中心建设项目

资料来源: 公司公告, 太平洋证券研究院

图表 32: 2018 年预计将是公司 ROE 的拐点



资料来源: 公司资料, 太平洋证券研究院

风险提示

- 项目投产慢于预期;
- 原料及能源价格上涨高于预期;
- 行业需求增速小于预期;

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyew@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyongyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华东销售	黄小芳	15221694319	huangxf@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com

华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。