

再升科技（603601）深度研究

材料供应商向行业引领者的转变

2019 年 01 月 10 日

【投资要点】

- ◆ **内生产能稳步扩张,外延布局全产业链。**18 年募投项目陆续投产,5000 吨/年干法芯材项目已投产,滤纸产销量预计全年提升 1000 多吨。同时新建 2.5 万吨玻纤棉项目已基本完成,且仍有持续产能扩张规划,预计未来几年各产品产能仍能快速增长,充分克服产能瓶颈。收购苏州悠远,参股松下新材料实现产业链向下游拓展,通过下游产品销售带动原材料销售增长,实现由材料供应商向行业引领者的角色转变。
- ◆ **成本、技术优势打造高竞争壁垒。**微玻纤棉作为产业链的核心原材料,天然气成本占比超过 40%。公司微玻纤棉生产基地位于四川宣汉,毗邻国内规模名列前茅的普光气田,气源供应充足,气价便宜稳定。技术优势突出,打破了滤纸行业被海外企业垄断的局面。投产了国内第一条干法芯材生产线,成本较湿法芯材降低约 40%。
- ◆ **干净空气领域:国产化替代加速,电子厂新建厂需求集中爆发。**我们测算未来三年在建及规划电子厂新建厂项目将带动洁净室工程投资约 2360 亿元,带动过滤材料市场需求约 120 亿元,较现有市场规模数倍增长。公司滤纸目前主要应用于更换市场,受益于材料国产化替代加速,有望通过提高在悠远净化设备中的滤纸自供比例,实现在电子厂新建厂项目上的快速拓展。
- ◆ **高效节能领域:VIP 板加速对聚氨酯材料替代,市场增量空间广阔。**VIP 板较传统的聚氨酯材料,相同保温层厚度可节能 10%-30%,相同保温效果可节省有效容积 20%-30%。干法生产工艺逐步成熟,与聚氨酯材料成本差异逐步减小,随着家电节能要求越来越高,VIP 板对聚氨酯的替代预计提速。我们测算,VIP 板在冰箱冷柜领域渗透率提升至 10%,在低温仓储业渗透率提升至 1.9%时,仅国内 VIP 板市场空间即达到 40 亿。通过参股松下新材料实施全球化的战略布局,与大客户进行深度绑定,VIP 芯材业务有望快速增长。

【投资建议】

- ◆ 考虑到产能投产进度有一定放缓,我们下调了 18-20 年盈利预期,预计公司 18/19/20 年营业收入分别为 11.05/14.15/17.49 亿元,同比增速分别为 72.67%/28.09%/23.63%。归母净利润分别为 1.57/2.15/2.75 亿元,同比增速分别为 38.25%/37.06%/27.67%。EPS 分别为 0.29、0.40、0.51 元,对应 PE 为 26.51、19.34、15.15 倍。
- ◆ 洁净及节能行业市场空间广阔,公司高成长性较确定,能够支撑较高估值。参考可比公司估值情况及历史估值变化,谨慎起见,我们给予 2019 年 23 倍 PE,对应六个月目标价为 9.2 元,上调评级至“买入”。



挖掘价值 投资成长

买入 (上调)

目标价: 9.2 元

东方财富证券研究所

证券分析师: 何玮

证书编号: S1160517110001

联系人: 孙翠华

电话: 021-23586480

相对指数表现



基本数据

总市值 (百万元)	4162.76
流通市值 (百万元)	4162.76
52 周最高/最低 (元)	15.87/5.45
52 周最高/最低 (PE)	52.13/21.29
52 周最高/最低 (PB)	5.00/2.57
52 周涨幅 (%)	-18.88
52 周换手率 (%)	97.43

相关研究

《投产顺利,切入下游盈利稳定》	2018.08.21
《产能投放叠加需求旺盛,业绩大幅增长》	2018.04.23

盈利预测

项目\年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	639.74	1104.62	1414.93	1749.26
增长率(%)	99.96	72.67	28.09	23.63
EBITDA(百万元)	175.76	245.41	333.91	419.94
归属母公司净利润(百万元)	113.58	157.02	215.20	274.76
增长率(%)	40.52	38.25	37.06	27.67
EPS(元/股)	0.21	0.29	0.40	0.51
市盈率(P/E)	36.65	26.51	19.34	15.15
市净率(P/B)	3.47	3.30	3.03	2.67
EV/EBITDA	22.42	17.46	12.67	9.93

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

【风险提示】

- ◆ 维艾普股权收购诉讼发酵升级;
- ◆ 市场拓展不及预期;
- ◆ 产品价格大幅下滑;
- ◆ 天然气价格大幅波动。

正文目录

1. 微玻纤行业小龙头，全产业链布局运筹帷幄	5
1.1. 立足微玻纤，厚积薄发.....	5
1.2. 由材料制造商发展为行业引领者，产能快速扩张.....	5
1.3. 产业链整合成效显著，业绩后继增长有力.....	7
2. 雄踞气都，微玻纤棉资源禀赋强	8
2.1. 微玻纤棉是产业链立足之本.....	8
2.2. 布局气都，成本优势极强.....	9
3. 干净空气-国产化替代加速背景下的战略性机遇	10
3.1. 高性能滤纸是干净空气产业链核心.....	11
3.2. 布局净化设备，收购悠远带动内生增长.....	13
3.3. 布局化纤材料，进军民用商用市场.....	15
3.4. 空气净化仍为蓝海市场，成长空间广阔.....	16
3.4.1. 电子新建厂项目集中爆发，更换市场需求稳定.....	16
3.4.2. 医疗、民用商用领域需求空间广阔.....	18
4. 高效节能-对传统保温材料持续替代，市场空间广阔	19
4.1. VIP 芯材保温性能优异.....	19
4.2. 联手松下，打通保温节能产业链.....	20
4.3. VIP 板加速对聚氨酯材料替代，市场增量空间广阔.....	21
5. 盈利预测	22
6. 估值分析及投资建议	23
6.1. 相对估值.....	23
6.2. 绝对估值.....	24
6.3. 投资建议.....	25
7. 风险提示	25

图表目录

图表 1: 实际控制人为董事长兼总经理郭茂先生.....	5
图表 2: 再升科技产业链拓展历程.....	6
图表 3: 2011-2017 营收构成 (%).....	6
图表 4: 2011-2017 利润构成 (%).....	6
图表 5: 上市以来募资过程及产能投建情况.....	6
图表 6: 微玻纤棉产能快速扩张.....	7
图表 7: 近三年各产品销量稳步增长.....	7
图表 8: 各产品盈利能力稳定.....	7
图表 9: 2013-2017 营收 CAGR 为 32.8%.....	8
图表 10: 2013-2017 归母净利润 CAGR 为 45.2%.....	8
图表 11: 微玻纤棉与普通玻纤纱性能及工艺对比.....	8
图表 12: 不同种类微玻纤棉性能及用途对比.....	9
图表 13: 玻纤滤纸成本构成.....	9
图表 14: VIP 芯材及保温节能产品成本构成.....	9
图表 15: 微玻纤棉生产成本构成.....	10
图表 16: 16 年我国各省份天然气储量 (百亿立方米).....	10
图表 17: 干净空气领域产业链.....	10
图表 18: 2000 倍显微镜下微玻纤滤纸内部结构.....	11
图表 19: 化纤、玻纤滤纸性能对比.....	11
图表 20: 再升科技滤纸产品分类及主要客户.....	11

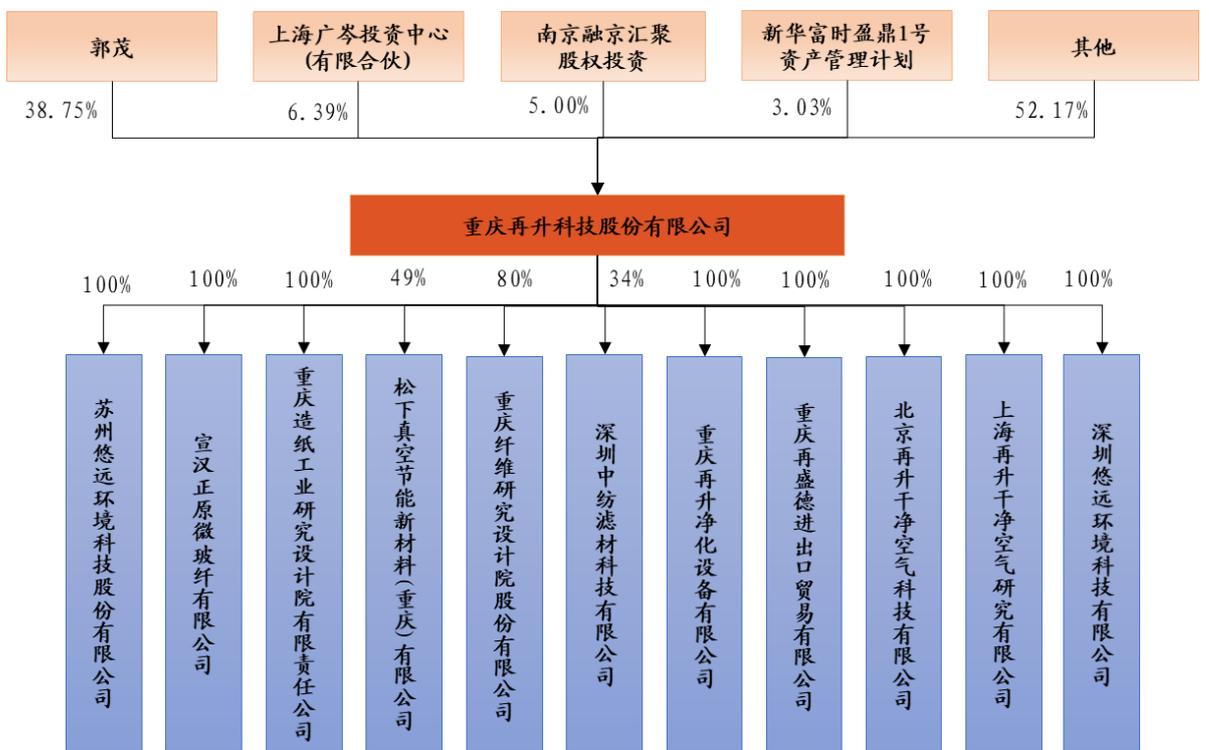
图表 21: 全球玻纤滤纸主要生产企业简介.....	12
图表 22: 主要滤纸企业全球市占率（2011 年上半年）.....	13
图表 23: 主要滤纸生产企业滤纸收入增长情况.....	13
图表 24: 苏州悠远产品结构（16 年 1-8 月收入构成）.....	13
图表 25: 苏州悠远业绩快速增长.....	13
图表 26: FFU 组成结构示意图.....	14
图表 27: 工业无尘室 FFU 系统净化处理流程示意图.....	14
图表 28: FFU 净化系统应用实例场景.....	14
图表 29: FFU 系统与集中送风系统成本对照.....	14
图表 30: FFU 系统与集中送风系统性能对照.....	15
图表 31: 家用空气净化器净化流程示意图.....	15
图表 32: PTFE 滤料高效/超高效过滤器示意图.....	15
图表 33: 工业洁净室工程应用领域.....	16
图表 34: 中国洁净室工程市场规模.....	16
图表 35: 全球及中国集成电路产业销售额稳步增长.....	16
图表 36: LCD 面板产能加速国内转移.....	16
图表 37: 近年来在建/规划晶圆厂产线.....	17
图表 38: 国内面板厂商近年产能规划情况.....	18
图表 39: 我国空气过滤器产销量.....	19
图表 40: 常用保温绝热材料分类.....	19
图表 41: 常用保温绝热材料性能对比.....	19
图表 42: VIP 板结构示意图.....	20
图表 43: VIP 芯材产品图片.....	20
图表 44: VIP 芯材干法及湿法生产工艺对比.....	20
图表 45: 国内 VIP 芯材及 VIP 板主要生产企业的.....	21
图表 46: 我国冰箱冷柜产量变化.....	21
图表 47: 我国低温仓储冷库容量变化.....	21
图表 48: 国内 VIP 板市场规模测算.....	22
图表 49: 再升科技分业务盈利拆分预测.....	22
图表 50: 再升科技盈利预测表（百万元）.....	23
图表 51: 可比公司估值.....	24
图表 52: 历史 PE（TTM）区间.....	24
图表 53: 历史 PB 区间.....	24
图表 54: DCF 估值模型（FCFF）的基本假设（百万元）.....	24

1. 微玻纤行业小龙头，全产业链布局运筹帷幄

1.1. 立足微玻纤，厚积薄发

再升科技成立于 2007 年，并于 2015 年上市。公司自成立以来一直致力于微玻璃纤维及其制品的研发生产，产品广泛应用于“干净空气+高效节能”领域。逐步通过内生外延由单纯的微玻纤材料制造商升级为干净空气和节能环保领域综合供应商。公司股权结构稳定，实际控制人为董事长兼总经理郭茂先生，持股比例 38.75%。核心管理团队有着二十余年微玻纤行业经营经验，技术创新和战略管理方面积淀深厚。

图表 1：实际控制人为董事长兼总经理郭茂先生

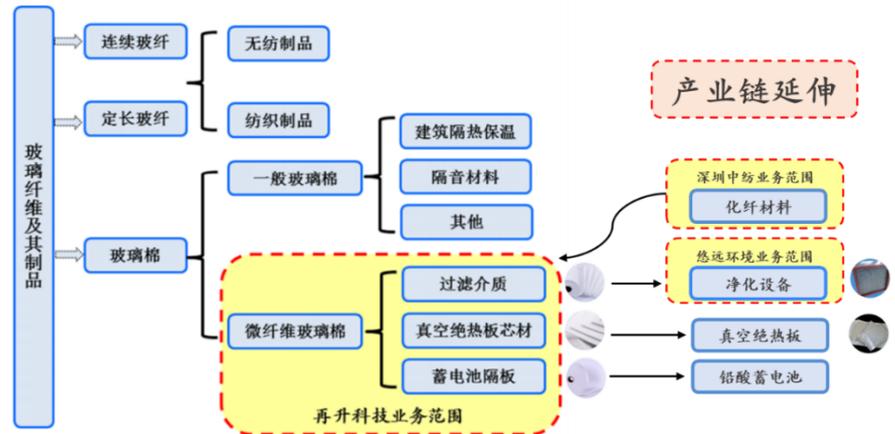


资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

1.2. 由材料制造商发展为行业引领者，产能快速扩张

公司以微玻璃纤维为起点，逐步拓展滤纸、VIP 芯材、蓄电池隔板、净化设备、保温隔板等产品。生产的高性能微纤维空气滤纸具有过滤效率高、容尘量大、寿命长、耐酸碱度高等特点。公司是国内首批生产真空绝热板芯材（VIP 芯材）的企业之一，产品具有导热系数低、重量轻等特点。17 年起收购悠远环境 100% 股权，切入下游净化设备领域，通过增资深圳中纺布局熔喷化纤材料。形成完整的产业链，逐步由材料制造商发展为洁净节能行业引领者。

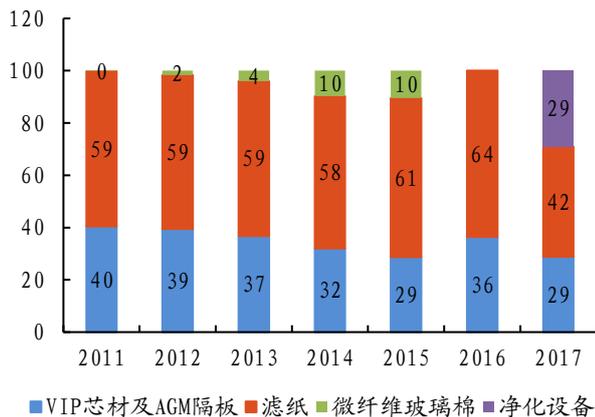
图表 2：再升科技产业链拓展历程



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

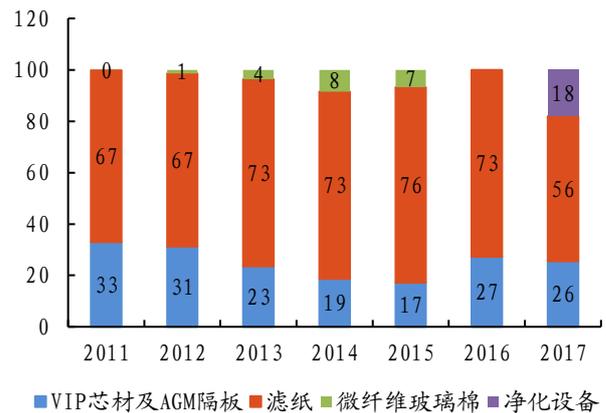
2017 年滤纸、VIP 芯材及 AGM 隔板、净化设备收入占比分别为 42.23%/28.78%/28.99%，毛利占比分别为 56.34%/25.55%/18.11%。17 年悠远环境并表，净化设备逐步贡献业绩。

图表 3：2011-2017 营收构成 (%)



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 4：2011-2017 利润构成 (%)



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

公司通过上市融资、定向增发、发行可转债，产能快速扩张，本轮产能释放期基本集中在 18、19 年。18 年玻纤棉今年玻纤棉实际产出 5 万吨左右，预计 19 年达到 7 万吨，基本满足滤纸和 VIP 芯材、隔板生产需求。为满足不断扩大的生产和销售规模，微玻纤棉仍有持续的扩产规划。

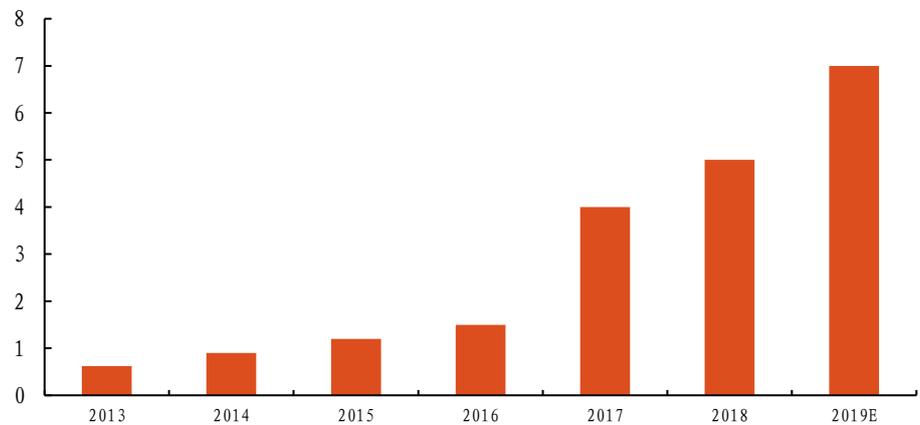
图表 5：上市以来募资过程及产能投建情况

募资过程	项目名称	计划产能	可研营收 (万)	可研利润 (万)	项目进度
2015 年 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

2015 年非公开发行募投项目	高性能玻璃纤维 建设项目	扩建 2.5 万吨 新建 2.5 万吨	30000	5888.4	已投产
	高比表面积电池隔 膜建设项目	6000 吨	16410.3	4061.2	部分投产
	高效无机真空绝热 板衍生品建设项目	1100 万 m ³	110000	22903.3	部分投产
2018 年可转债募投项目	年产 4.8 万台民用/ 商用/集体防护空气 净化单元建设项目	4.8 万台	12000	内部收益 率 19.72%	预计 2020 年投产

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 6：微玻纤棉产能快速扩张

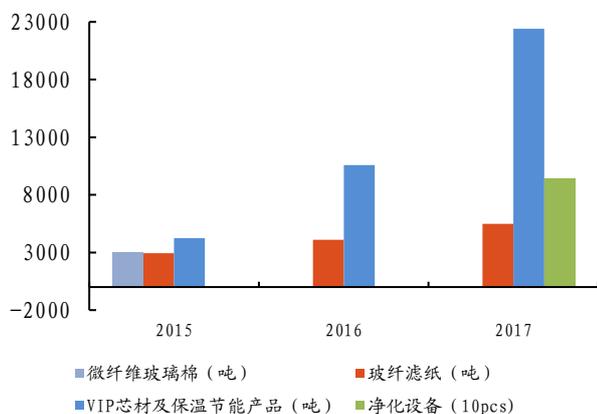


资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

1.3. 产业链整合成效显著，业绩后继增长有力

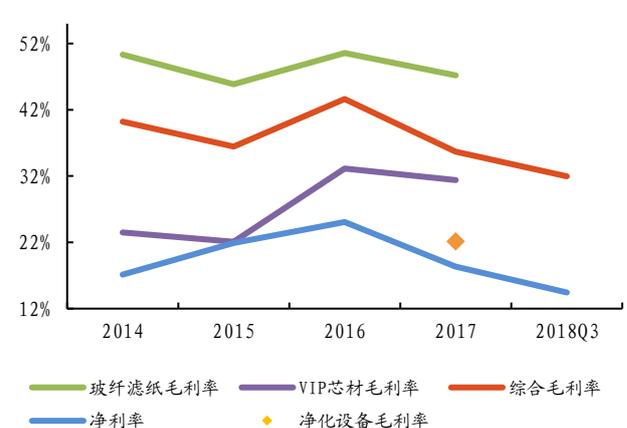
受益于产能稳步扩张和产业链整合效应逐步显现，公司近年来各项产品产销量稳步增长，盈利能力维持稳定。2018 前三季度，综合毛利率为 31.97%，净利率为 14.44%，盈利能力有所下滑主要系苏州悠远 17 年并表后，净化设备的毛利率偏低拉低综合毛利率影响，但各项产品依然稳定维持较高盈利水平。

图表 7：近三年各产品销量稳步增长



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

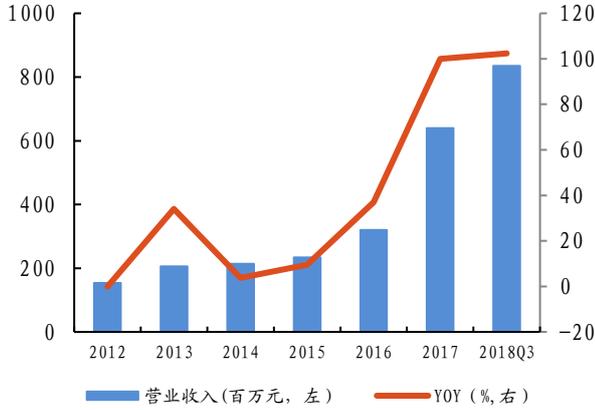
图表 8：各产品盈利能力稳定



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

营收和业绩维持高速增长，18 年前三季度实现营业收入 8.35 亿元，同比增长 102.38%，13-17 营收 CAGR 为 32.8%；18 前三季度实现归母净利润 1.21 亿元，同比增长 51.00%，13-17 归母净利润 CAGR 为 45.2%。预计随着苏州悠远产能瓶颈逐步克服，面板厂新建厂项目进一步夯实，更换市场以及半导体新建厂项目逐步拓展，公司仍然处于高速增长窗口期。

图表 9：2013-2017 营收 CAGR 为 32.8%



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 10：2013-2017 归母净利润 CAGR 为 45.2%



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

2. 雄踞气都，微玻纤棉资源禀赋强

2.1. 微玻纤棉是产业链立足之本

微玻璃纤维棉是以石英砂、硼砂、纯碱等为原料，在熔炉内高温熔化为玻璃液，借助离心力或高速气流制成细、短、絮状纤维，平均纤维直径不大于 3.5 微米，生产工艺以火焰喷吹法为主。除了具备普通玻纤绝缘性、耐热性、抗腐蚀性好，机械强度高的优点，还因其直径小、呈絮状，具有较好的过滤、吸附、保温性能，在空气净化和保温节能领域广泛应用。

图表 11：微玻纤棉与普通玻纤纱性能及工艺对比

	微玻纤棉	普通玻纤纱
原材料	石英砂、硼砂、叶腊石、石灰石、白云石、硼钙石、硼镁石、纯碱等	石英砂、硼砂、叶腊石、石灰石、白云石、硼钙石、硼镁石、纯碱等
工艺	池窑拉丝法：多种天然矿物原料在池窑中熔制成优质的玻璃液，流动到通路中，直接拉制出玻璃纤维	火焰法：高温玻璃液借助天然气等燃烧产生的高速气流喷吹制成，直径相对较细。离心法：以高温玻璃液为材料，借助离心机产生的离心力制成，直径相对较粗。
直径	常见粗砂直径约 10 微米	平均纤维直径不大于 3.5 微米
性能	绝缘性、耐热性、抗腐蚀性好，机械强度高	除具有普通玻纤优点之外，因其直径小、呈絮状，具有较好的过滤、吸附、保温性能。
常见用途	通过纺织/无纺工艺制成玻纤布/毡，通过增强树脂、水泥等制成玻纤复合材料，用于建筑防水保温、汽车零部件、风电叶片、PCB 覆铜板、管罐制造等	进一步加工成滤纸、芯材及隔板等产品后用于净化、保温领域。

资料来源：东方财富证券研究所

微纤维玻璃棉的品质直接决定了滤纸和芯材等下游产品的品质，纤维直径越细，过滤、吸附、保温性能越好，对生产工艺、物料配方要求也越高，生产成本、价格差异也很大。根据其用途可分为造纸棉，用于生产玻纤滤纸；造板棉，用于生产保温 VIP 芯材及隔板等。

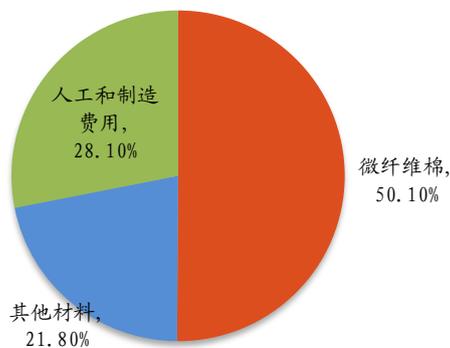
图表 12：不同种类微玻纤棉性能及用途对比

	直径要求	工艺	其他要求	用途	价格
造纸棉	纤维直径较细，在 1 微米以下。	火焰法	离散度等品质要求苛刻，基本为无碱玻璃纤维棉。	主要用于生产玻纤滤纸。	超细高品质造纸棉价格可达 4 万元/吨
造纸造板棉	直径在 1-4 微米之间，平均直径不超过 3.5 微米。	火焰法，部分低档棉采用离心法	离散度等品质要求严格，主要为无碱玻璃纤维棉。	生产玻纤滤纸和真空绝热板芯材。	在 1 万-2 万元/吨
造板棉	直径在 1-6 微米之间，平均直径不超过 3.5 微米。	多为离心法	对直径离散度等品质同样有一定要求，对料性要求较低。	主要用于生产真空绝热板芯材。	普遍在 5000 元/吨左右，一般不高于 1 万元/吨

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

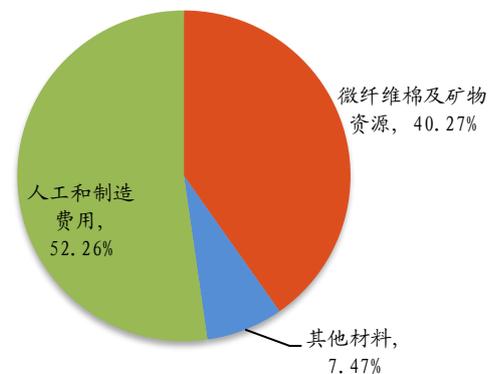
微玻纤棉原料基本自给，资源优势突出。微玻纤棉在下游产品中成本占比比较高，在玻纤滤纸中成本占比 50.1%，VIP 芯材中成本占比 40.3%。作为核心原材料，在产业链中具有举足轻重的位置，公司玻纤棉基本全部自给，相比大部分竞争对手需要外购微玻纤棉，具备较强的资源优势。

图表 13：玻纤滤纸成本构成



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 14：VIP 芯材及保温节能产品成本构成



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

2.2. 布局气都，成本优势极强

微纤维玻璃棉的生产工艺以火焰喷吹法为主，离心法为辅。火焰喷吹法主要以天然气或者焦炉气作为生产能源，天然气在微纤维玻璃棉中成本占比超过 40%。天然气成本占比较高，气价对微纤维玻璃棉利润影响较大。

公司微玻纤棉生产基地位于四川省达州市宣汉县，被称为“气都之心”，天然气资源丰富，气源稳定，气价便宜。且宣汉县依托天然气资源优势，着力推动微玻纤产业园建设，宣汉正源作为园区的龙头企业，率先享受天然气在合理

3.1. 高性能滤纸是干净空气产业链核心

微玻纤滤纸过滤性能优异，广泛用于工业空气净化系统。微玻璃纤维滤纸是以微纤维玻璃棉为主要原料，采用湿法成网工艺制成的厚度约为 0.3mm 的过滤介质。常用的过滤介质以化纤材料和玻纤材料为主，相比化纤过滤材料，玻纤滤纸具有容尘量更大，过滤效率更高的优点，广泛用于对洁净度要求较高的工业无尘车间、手术室、高端净化机、高端新风系统等。

图表 18：2000 倍显微镜下微玻纤滤纸内部结构



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 19：化纤、玻纤滤纸性能对比

	化纤	玻纤
滤料材质	聚丙烯（PP）、聚酯（PET）、尼龙、PP-PET 混合物、聚四氟乙烯（PTFE）、聚偏二氟乙烯（PVDF）等	微玻璃纤维棉
作用方式	经过静电驻极处理，可通过物理拦截+吸附方式拦截颗粒	不经静电处理，纤维结构非常致密，依靠极小的纤维空隙拦截灰尘。
应用范围	H13 等级以下过滤器滤网主要材质，主要用于家用空气净化器，单次过滤效率在 99.95%以下	过滤效率高，可应用于工业无尘室、芯片车间、手术室、高端净化机、高端新风系统等
优点	拦截+吸附方式，风阻相对较小。	容尘量大，过滤效率高。过滤精度可达 0.1um 单次过滤效率可达 99.9995%。
缺点	过滤效率有限，静电吸附存在过滤失效问题。	风阻较大，需要高功率电机，噪音较大。

资料来源：东方财富证券研究所

根据滤料和过滤性能的不同，可分为初效、中效、高效（HEPA）、超高效（ULPA）滤纸。再升科技滤纸产品涵盖了中、高、超高效滤纸，下游客户包含汽车、电子、医药、化工等工业用空气过滤器、FFU、超净工作台等净化设备制造商。

图表 20：再升科技滤纸产品分类及主要客户

类别	过滤性能	适用范围	滤料	再升科技主要客户
初效	去除 >5um 的尘埃粒子，初阻力 <50Pa	作为预过滤器，保护中效和高效过滤器和空调箱内的其他配件。	无纺布、金属丝网、玻璃丝、尼龙网等	

中效	去除>1um 的尘埃粒子，初阻力<80Pa	作为中间过滤器减少高效过滤器的负荷。用于普通室内空调系统、燃气轮机与空压机等。	玻璃纤维、中细孔聚乙烯泡沫塑料和由涤纶、丙纶、腈纶等制成的合成纤维毡等	苏州科佳环境科技有限公司：汽车空气滤清器；丹东实发工业滤布：LBH 型高效耐高温箱式过滤器
高效 (HEPA)	去除>0.3um 的尘埃粒子，初阻力<220Pa	高级别洁净室（0.3um 洁净室），核电站排风、高档家用空气净化器、防毒面具、医院手术室等	超细玻璃纤维滤纸	苏州新力净化设备：各式工业用中、高效空气过滤网及无尘室相关净化设备；富泰净化科技：医用洁净医疗设备；昆山加密山金属制品：净化 FFU 空气过滤单元组、超净工作台；上海哈克过滤器：汽车、电力、电子化工等过滤器。
超高效 (ULPA)	去除>0.1um 的尘埃粒子，初阻力<280Pa	高级别洁净室中（0.1um 洁净室），芯片生产线、LED 生产线、液晶面板生产线、生物医药工厂等	超细玻璃纤维滤纸	康斐尔过滤设备：用于微电子、生物制药、航空航天等行业用的洁净系统装配。

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

技术壁垒高，国产化替代空间较大。玻璃纤维滤纸行业技术壁垒较高，对玻纤棉的生产配方、生产工艺的管控有严格要求，进入门槛较高。我国玻纤滤纸行业发展开始于 20 世纪 90 年代中期，至今仅 20 余年。目前全球范围内具备一定生产规模的企业仍以国外厂商居多，主要包括 H&V、Lydall、Ahlstrom 和 Dumas，国内龙头企业主要包括再升科技、中材科技、江苏大利节能、南京双威等。在中国市场苏州 H&V 和再升科技占据了大部分市场份额。

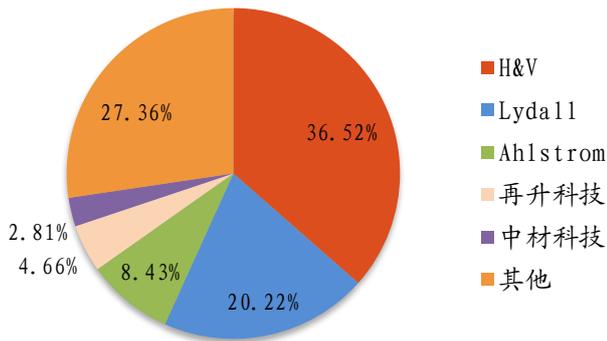
图表 21：全球玻纤滤纸主要生产企业简介

企业名称	简介	主要产品
H&V	成立于 1843 年，全球最大的玻璃纤维滤纸生产企业，也是第一大空气过滤器生产厂商。总部位于美国，2005 年在苏州建立全资子公司苏州 H&V，目前与再升科技国内市场市占率差不多。	空气和液体过滤材料、汽车与工业过滤材料、电池隔板材料、衬垫和密封材料。
Lydall	总部位于美国，成立于 1967 年。全球第二大玻璃纤维滤纸生产企业，知名空气过滤器生产厂商爱美克空气过滤器有限公司（AAF）供应商。	绝热隔离材料、过滤材料和生化医学分离材料。
Ahlstrom	总部位于芬兰，成立于 1851 年。是全球最大的汽车引擎滤清器生产企业。	过滤用品、墙面材料、擦布、地板材料、标签及食品包装等
其他国外企业	Hokuetsu 公司：主要在日本本土生产玻璃纤维滤纸，在中国市场的主要客户为日本过滤器公司在中国的生产企业。 Dumas 公司：产品品质不及上述公司，主要采取低价格策略拓展中国市场，原材料价格和供货周期不具备优势。	
南京双威科技实业有限责任公司	中材科技子公司，前身为南京玻璃纤维研究院第二研究设计所，成立于 1964 年。	具备一条滤纸产线，微玻纤制品中主要以 AGM 隔板为主。
重庆造纸工业设计院	成立于 1953 年，是我国造纸行业重要的军工科研机构。2016 年成为再升科技全资子公司。	玻璃纤维过滤纸和特种功能用纸
苏州华泰空气过滤器有限公司	成立于 1998 年，主要生产空气过滤器，也生产少量玻璃纤维滤纸。	

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

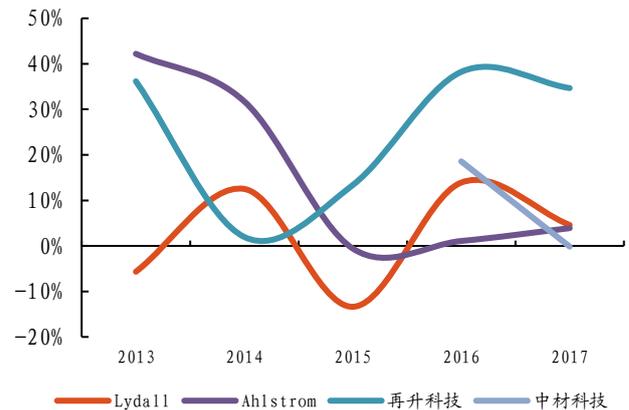
成本优势突出，增长速度较快。虽然再升科技与全球玻纤滤纸龙头企业在生产规模上仍有一定差异，但近年来增长速度远高于其他企业，市场份额持续提升。目前国内市占率约为 40%，预计 19 年滤纸产能达到 9000 吨/年。与中国市场的主要竞争对手苏州 H&V 相比，H&V 建厂贴近下游电子面板厂集中区，仅生产滤纸未配备玻纤棉产能，玻纤棉依赖进口。而再升科技滤纸所需的玻纤棉基本自给，由于子公司宣汉正原提供，玻纤棉生产成本较低，再升滤纸的成本和价格优势突出。

图表 22: 主要滤纸企业全球市占率(2011 年上半年)



资料来源:《中国玻纤滤纸市场发展现状及前景》，东方财富证券研究所

图表 23: 主要滤纸生产企业滤纸收入增长情况

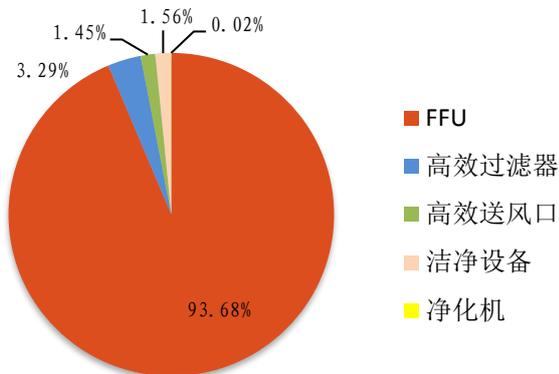


资料来源:公司公告,东方财富证券研究所(注:Lydall数据为过滤材料收入,Ahlstrom为总营业收入,再升科技和中材科技为微玻纤纸收入)

3.2. 布局净化设备，收购悠远带动内生增长

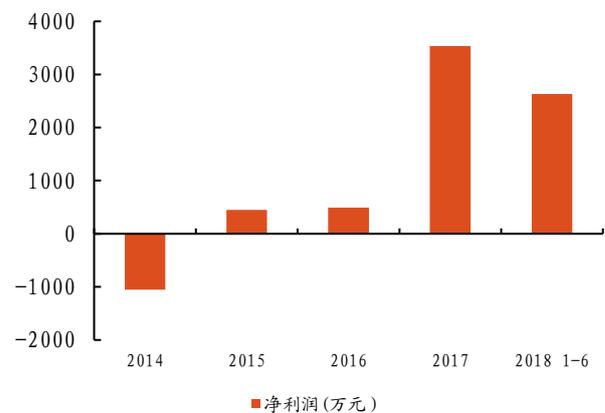
收购苏州悠远，业绩增长稳定。悠远主要产品有 FFU、高效过滤器、高效送风口、洁净设备等洁净室用空气过滤设备，通过悠远的设备销售推进公司高端过滤材料在各个行业的快速渗透。18 年悠远净化设备产能几近翻倍，二期项目仍在规划中，业绩增长迅速。

图表 24: 苏州悠远产品结构(16 年 1-8 月收入构成)



资料来源:公司公告,东方财富证券研究所

图表 25: 苏州悠远业绩快速增长

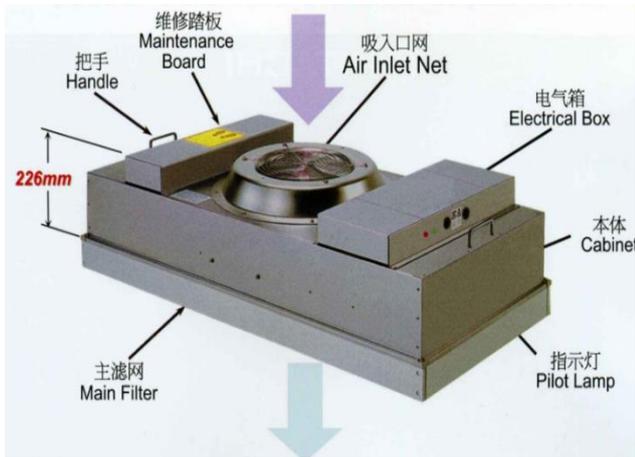


资料来源:公司公告,东方财富证券研究所

FFU 是洁净室系统核心组件。FFU (风机过滤机组),是工业洁净室空气处理核心部件之一,由箱体、风机、控制器、高效/超高效过滤器等部件构成,其中风机和高效过滤器占到 FFU 总成本的一半以上。风机从顶部将空气吸入并

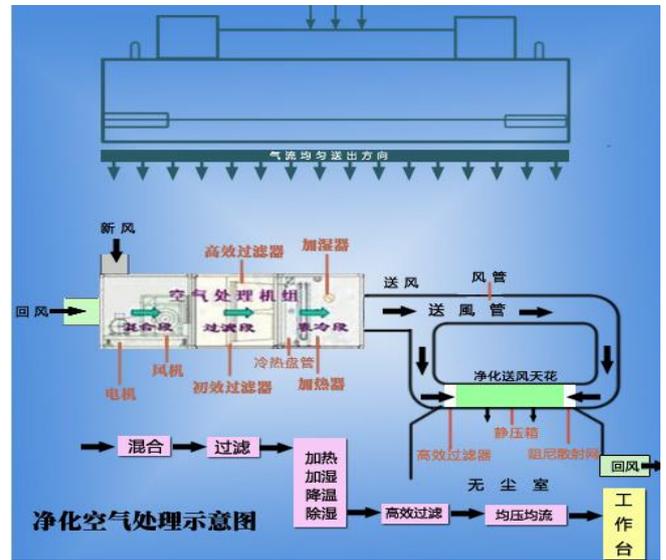
HEPA、ULPA 过滤，过滤后将洁净空气从出风面均匀送出。根据洁净室不同的洁净级别要求，对 FFU 的安装数量，质量，尺寸以及材质等要求也不同。FFU 一般安装在洁净室天花板上，覆盖率一般在 25-100%之间。

图表 26: FFU 组成结构示意图



资料来源:《中国玻纤滤纸市场发展现状及前景》，东方财富证券研究所

图表 27: 工业无尘室 FFU 系统净化处理流程示意图



资料来源:公司公告，东方财富证券研究所

图表 28: FFU 净化系统应用实例场景



资料来源:公司公告，东方财富证券研究所

FFU 系统造价、性能优势突出，运用广泛。FFU 系统和集中送风系统是洁净车间空调系统最常用的两种形式，相比集中送风系统，FFU 系统初始投资适中，运行过程中消耗电力成本较低。且 FFU 由于可模块化组合使用，不需要巨大的送回风管道，占用空间较小，安装控制较为灵活，运行更为稳定可靠，更加顺应对洁净室洁净度和稳定性要求越来越高的趋势。

图表 29: FFU 系统与集中送风系统成本对照

系统	集中送风系统	交流电机 FFU 系统	直流电机 FFU 系统
初始投资成本			
25%覆盖率 (万元/)	0.2	0.2	0.22
初始投资成本			
100%覆盖率 (万元/)	0.65	0.58	0.9
运行成本			
风机耗电量 (W/m ³ /h)	0.23	0.16	0.12

运行成本			
冷冻机耗电量 (W/m³/h)	0.07	0.04	0.02

资料来源: CNKI, 东方财富证券研究所

图表 30: FFU 系统与集中送风系统性能对照

系统	集中送风系统	FFU 系统
灵活性	低。涉及到厂房改造、洁净等级升级情况下都必须停机、停产。	高。FFU 的布置可根据房间任意调整, 对管线空间需求少, 施工时间短, 可以在不停产的情况下进行。
控制性	低。只能对每台轴流风机做变频, 从而控制风机的总送风量, 无法控制到每个风口的风量, 长时间运行很难保证洁净室的稳定性。	高。FFU 可单台控制, 且 FFU 风机可自带控制模块, 实时监控其运行状况, 同时可远程启停 FFU, 便于管理。
可靠性	低。当一台机组出现故障时, 所负担区域的洁净度和温湿度就无法保障, 必须设置备用机组。	高。一台 FFU 出现故障影响面很小, 不影响正常运行。
密封性	低。送风静压箱相对于洁净车间为正压, 对上静压箱及风口的密封性要求高, 易发生泄漏影响洁净度。	高。FFU 送风系统的静压箱风口为负压, 即使风口安装存在泄漏, 也是不会形成对洁净室的污染。
空间利用性	低。机房面积大。	高。FFU 系统没有巨大的送回风管道, 可节约安装空间。

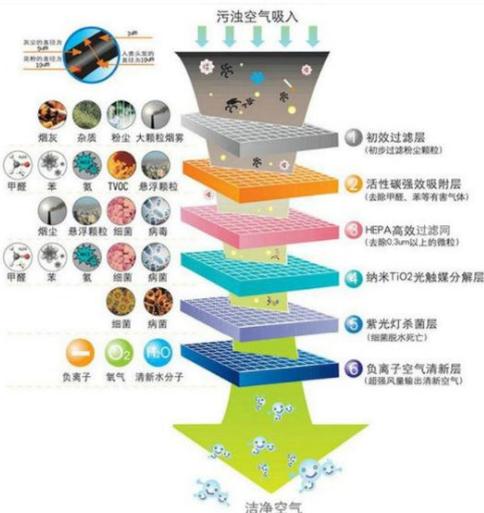
资料来源: CNKI, 东方财富证券研究所

苏州悠远目前国内 FFU 供应数量最多的企业。国内专业从事工业洁净室空气净化设备生产的企业主要有 5-6 家, 主要为国外品牌, 如爱美克 AAF, 剑桥、康斐尔 Camfil, 美埃 Mayair 等。国内规模较大的净化设备企业主要就是子公司悠远环境, 是目前国内 FFU 供应数量最多的企业, 京东方、华星光电等面板厂商, 中芯国际、上海超导等半导体厂商均是公司稳定客户。

3.3. 布局化纤材料, 进军民用商用市场

17 年增资深圳中纺, 获得增资后深圳中纺 34% 的股权。深圳中纺主营产品为初级的化纤过滤材料, 公司综合深圳中纺在化纤行业的技术和再升在高端过滤行业的积累, 布局化纤高端材料, 18 年已有产品生产并销售。化纤滤料过滤效果不及微玻璃纤维, 但机械性能较优, 在商用、民用过滤器领域应用广泛。

图表 31: 家用空气净化器净化流程示意图



资料来源: 百度, 东方财富证券研究所

图表 32: PTFE 滤料高效/超高效过滤器示意图

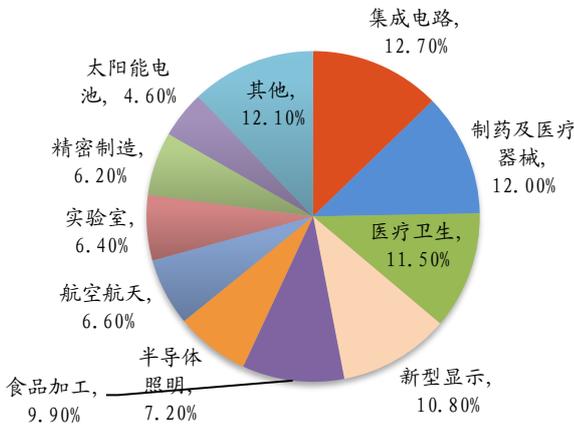


资料来源: 苏州悠远官网, 东方财富证券研究所

3.4. 空气净化仍为蓝海市场，成长空间广阔

工业洁净室主要应用于食品药品加工、微电子等领域。中国洁净室工程市场规模超过 900 亿元，预计未来仍将保持 10-15% 的增长速度，至 2020 年市场规模将超过 1400 亿元。

图表 33: 工业洁净室工程应用领域



资料来源：中国电子学会洁净技术分会，东方财富证券研究所

图表 34: 中国洁净室工程市场规模



资料来源：产业信息网，东方财富证券研究所

3.4.1. 电子新建厂项目集中爆发，更换市场需求稳定

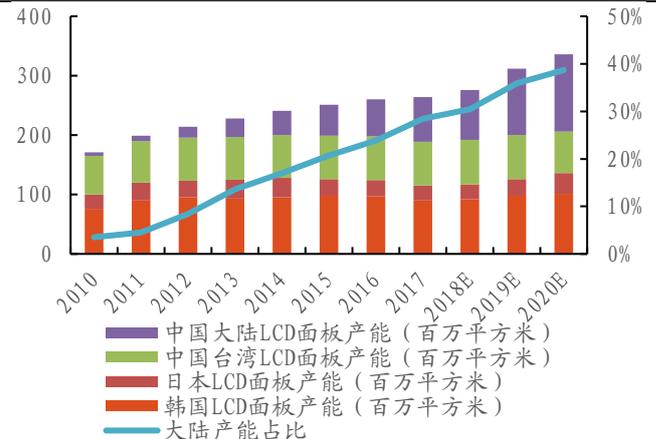
全球半导体及面板产能仍在持续向中国大陆转移。中国大陆地区的半导体销售额占全球半导体市场的销售额比重逐年上升，根据美国半导体协会以及中国半导体协会数据显示，从 2009 年的 7% 上升到 2017 年的 19.6%。全球面板产业经过 3 次转移后目前形成了中日韩三足鼎立的局面，仍有加速向中国大陆转移的趋势。未来几年仍是半导体及面板产能投放的高峰期。

图表 35: 全球及中国集成电路产业销售额稳步增长



资料来源：SEMI，东方财富证券研究所

图表 36: LCD 面板产能加速国内转移



资料来源：SEMI，东方财富证券研究所

未来三年电子厂新建厂项目预计带动过滤材料市场需求约 118 亿元。据我们统计，目前在建及规划建设的半导体项目投资额约为 10158 亿元，高世代 LCD 液晶面板及 OLED 面板项目投资额约为 5586 亿元。洁净室施工一般开始于土建工程开始 1 年以后，以项目总投资为基准，洁净室建设和维护投资一般不低于

总投资额的 15%，过滤材料的投入占洁净室投资总额的比例约为 5%。测算未来三年在建及规划电子厂新建厂项目将带动洁净室投资约 2362 亿元，带动过滤材料需求约 118 亿元。相较于国内现有玻纤滤纸市场规模，新建厂项目的集中投放将带来数倍需求增量，完全可以消化公司新投放产能。

图表 37：近年来在建/规划晶圆厂产线

项目名称	投资额	产能	开工时间	投产时间
德科码淮安一期8英寸晶圆厂	5亿美元	4万片/月	2016年3月	2017年厂房封顶
德科码淮安二期12英寸晶圆厂	20亿美元	2万片/月	二期计划时间未定	TBD
德克玛南京8英寸2座/12英寸1座	30亿美元	10（8英寸） 2（12英寸）	2016年6月	TBD
华力微上海12英寸线，覆盖28nm-20nm-14nm技术节点	387亿元	4	2016年12月	2020年前
晋华集成泉州12英寸内存晶圆	370亿元	6	2016年7月	2018年下半年
武汉新芯12英寸dram二期	130亿元	11.5	2018年8月	TBD
中芯国际深圳12英寸		4	2016年11月	2017年底
中芯国际上海12英寸14nm制程	675亿元	7	2016年10月	2018年初
中芯国际上海12英寸线	100亿美元		规划	TBD
中芯国际绍兴8英寸生产线	58.8亿元		2018年5月	2020年
中芯国际天津8英寸	15亿美元	15	2016年10月	2018年
台积电南京12英寸16nm制程	30亿美元	2	2016年10月	2018年下半年
长鑫合肥12英寸dram	534亿美元	12.5	2017年	一期项目少量投产
格罗方德成都12英寸晶圆生产线	90.53亿美元		2017年	一期2018年底投产
AOS（万国半导体）重庆12英寸功率半导体芯片制造及封装测试	10亿美元	7	2017年2月	2018年
紫光成都12英寸3D NAND存储器晶圆生产线	240亿美元		2018年10月	TBD
紫光南京集成电路基地项目	300亿美元	10	2017年	TBD
紫光武汉一期3D NAND Flash项目	240亿美元	30	2016年底	2018年
兆易创新合肥12英寸19nm工艺制程晶圆存储器（含DRAM等）	180亿元		TBD	TBD
时代芯存淮安PCM项目一期	30亿元	10	2017年3月	2019年
粤芯半导体广州12英寸芯片厂	70亿元	4	2017年12月	2019年
海力士无锡10nm晶圆	86亿美元	20	2017年	2019年
华虹集团无锡12英寸生产线一期项目	25亿美元	4	2018年	2019年
三星电子西安NAND存储芯片二期项目	70亿美元		2018年	TBD
士兰微厦门两条12寸特色工艺芯片生产线	170亿元	8（第一条）	2018年10月	TBD
目前合计在建/规划项目	10158亿元（人民币兑美元汇率按照6.5计算）			

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 38：国内面板厂商近年产能规划情况

国内面板厂商	项目类型	建设时间	产能(千片/月)	投资额(亿元)
京东方	武汉 10.5 代线	2017 年-2020 年	120	460
	绵阳柔性 AMOLED	2016 年-2019 年	48	465
	重庆柔性 AMOLED	2015 年-2019 年	48	448
	福州 6 代柔性 AMOLED	TBD	48	465
华星光电	深圳 11 代线	2018 年-2020 年	90	426
	武汉 AMOLED	2019 年二季度投产, 20 年一季度量产	45	350
富士康	广州 8.5 代线	2017 年-2020 年	90	610
惠科电子	重庆二期 8.6 代线	2017 年-2019 年	70	120
	绵阳 8.6 代线	2018 年-2020 年	120	240
信利光电	郑州 11 代线	2018 年-2020 年	90	400
	眉山 5 代线	2017 年-2019 年	140	125
维信诺	仁寿 AMOLED	2018 年-2020 年	30	404
	合肥柔性 AMOLED	2020 年点亮, 2021 年量产	30	440
和辉光电	上海柔性 AMOLED	2016 年-2021 年	30	272.78
湖南群显	长沙柔性 AMOLED	2021 年投产	45	360
合计在建/规划项目		5586 亿元		

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

更换市场需求稳定增长，悠远采用再升滤纸比例预计稳定提升。洁净室过滤器高端过滤材料约 2 年左右更换一次，随着新建厂项目的不断落地，预计更换市场将保持较高增速。

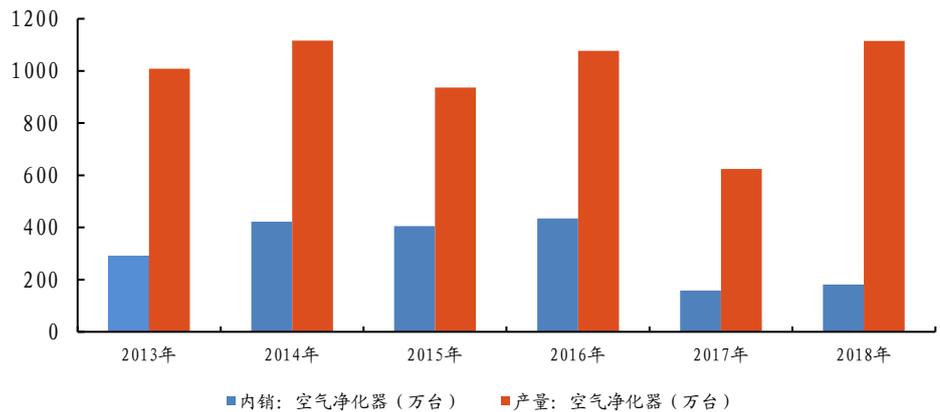
目前再升科技滤纸销售主要还是在更换市场，后续有望通过苏州悠远的设备销售带动滤纸在新建厂项目上的应用。目前悠远 FFU 使用再升滤纸的比例仍较低，随着电子新建项目材料国产化替代加速，有望凭借成本优势提升自供滤纸比例，拓展新建厂项目。

3.4.2. 医疗、民用商用领域需求空间广阔

2010 年国家食品药品监督管理局正式发布新版《药品生产质量管理规范》，对无菌药品生产的洁净度级别提出了非常具体的要求，较之前的 GMP 更为严格，新建药品生产企业及车间都应符合新版药品 GMP 的要求。

另外，cGMP 是目前美欧日等国执行的 GMP 规范，也被称作“国际 GMP 规范”，我国通过 cGMP 认证的企业约 20 家，通过 WHO 认证的和类制剂生产企业 10 多家。正在申请 cGMP 的企业约 20 家，将要申请 WHO 认证企业可能超过 50 家。严格的医药生产管理规范对企业生产车间洁净度要求更高，带动了过滤材料的需求增长。

图表 39：我国空气过滤器产销量



资料来源：choice，东方财富证券研究所

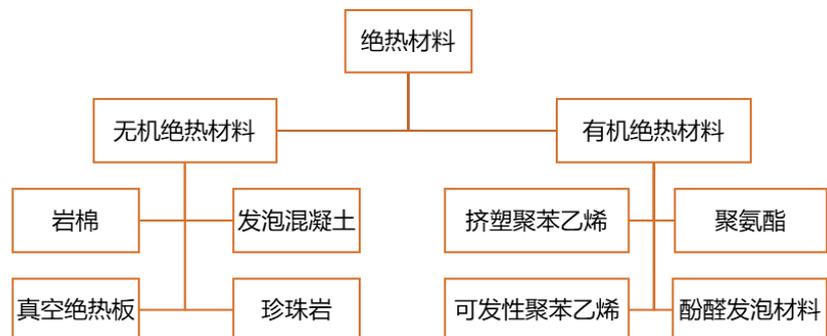
根据中国室内装饰业协会的统计，空气净化器在美国家庭的普及率达 27%，日本为 17%，国内空气净化器的普及率不到 0.1%，市场增长空间较大。

4. 高效节能-对传统保温材料持续替代，市场空间广阔

4.1. VIP 芯材保温性能优异

真空绝热板（VIP）最初使用在航空航天和军事等领域，目前已开始应用于冰箱、冰柜、冷藏运输等领域。真空绝热板导热系数约为传统绝热材料聚氨酯泡沫板的八分之一，相同保温层厚度可节能 10%-30%，相同保温效果可节省有效容积 20%-30%。材质较轻，阻燃性能更好，环保无毒，使用寿命长，在冰箱冰柜冷链运输领域对聚氨酯材料的替代逐步加快。

图表 40：常用保温绝热材料分类



资料来源：东方财富证券研究所

图表 41：常用保温绝热材料性能对比

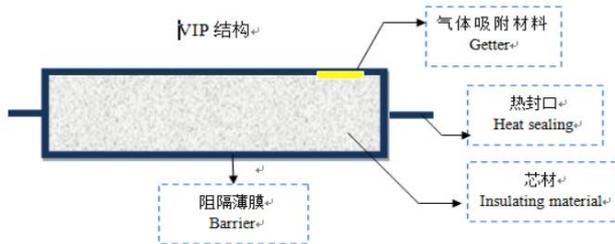
项目	聚氨酯 (PU)	挤塑聚苯乙烯 (XPS)	可发性聚苯乙烯 (EPS)	真空绝热板
导热系数 (W/m* K)	≤ 0.022	≤ 0.029	≤ 0.042	0.001-0.008

阻燃程度	离火自燃	离火自燃	离火自燃	离火自熄
燃烧级别	B2	B2	B2	A
密度 (KG/m³)	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,抗冲击力高 隔水隔气性好	强度高,保温性能较高	技术成熟, 施工方便 成本低	低导热系数,优异的防火性, 质量轻
缺点	局部易开裂,受热时会产生易燃气体	光面板粘结, 强度较低, 防火性能不足	热阻保留率低,强度低 易变形,防火性能不足	成本较高, 施工要求高, 无法现场切割

资料来源: CNKI, 东方财富证券研究所

VIP 芯材是构成 VIP 板的核心材料, 包括粉体芯材和玻纤芯材, 粉体芯材 VIP 板采取二氧化硅为材料, 导热系数相对较高, 主要应用在墙体保温; 玻纤芯材 VIP 板导热系数较低, 主要应用于冰箱、冰柜、冷藏车的节能保温。

图表 42: VIP 板结构示意图



资料来源: 百度, 东方财富证券研究所

图表 43: VIP 芯材产品图片



资料来源: 再升科技官网, 东方财富证券研究所

芯材的生产工艺包括湿法和干法两种, 干法芯材生产工艺较湿法工艺难度较大, 但绝热效果更优, 成本节约约 40%。目前国内厂家主要采用的生产工艺仍为湿法工艺, 再升科技拥有国内第一条干法芯材生产线, 定增募投项目中 5000 吨/年干法芯材已于今年投产。

图表 44: VIP 芯材干法及湿法生产工艺对比

项目	干法	湿法
工艺简介	吹制微纤维玻璃棉、集棉、压缩成型、裁切。	采用传统玻纤纸生产工艺, 将微纤维玻璃棉打浆, 然后烘干成型。
成本	低, 较湿法成本节约约 40%。	高, 需要烘干工艺, 能源消耗较高。
工艺难度	高, 关键技术点在纤维成形、集棉时纤维排布以及增加了热压成型等步骤。	低, 国内厂家主要的生产工艺。
绝热效果	较优, 导热系数约为 0.0019 (W/m* K)	略差, 导热系数约为 0.0021-0.0023 (W/m* K)

资料来源: CNKI, 东方财富证券研究所

4.2. 联手松下, 打通保温节能产业链

国内 VIP 板生产企业主要包括两类: 一类是专业生产 VIP 板企业, 销售给

下游家电企业，芯材多需外购；另一类是大型家电企业，生产的芯材及VIP板主要满足自用，同时部分材料外购。近年来大型家电企业基于成本考量，继续扩产意愿较低，逐渐由自产转向外购。行业整体还处于“低集中度、高成长”阶段。

再升科技与松下成立了合资公司，通过实施全球化的战略布局，与大客户进行深度绑定，提供定制化的产品和服务，产业链由芯材材料提供延伸到保温VIP板生产。国际客户业务不断得到拓展。

图表 45：国内VIP芯材及VIP板主要生产企业

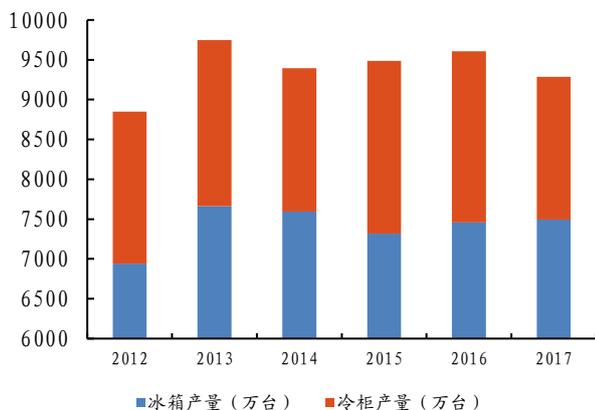
公司	主要客户	生产类型
福建赛特新材	惠而浦、海信、伊莱克斯、西门子、SAMSUNG	芯材材料与再升科技不同，主打玻纤短切丝芯材产品。
再升科技	松下、LG等	自产芯材，并对外出售
滁州银兴	GE等	芯材主要对外采购
广州兴田	日本东芝	是再升科技较大的芯材客户。
安徽吉曜	海尔等国内冰箱企业	芯材主要从其他企业采购
其他		浙江兰良实业、中材科技等，规模较小

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

4.3. VIP板加速对聚氨酯材料替代，市场增量空间广阔

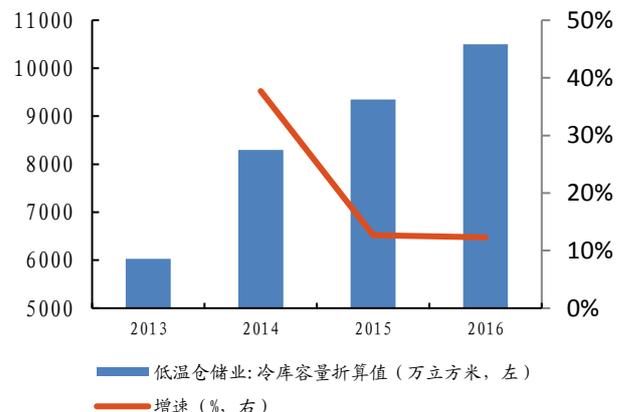
冰箱、冰柜、冷链行业是VIP板主要的应用领域，随着未来产品更新换代，以及农村市场进一步开拓，预计产量增长稳定。国内现有冰箱冰柜保温材料仍以传统聚氨酯材料为主，根据中国绝热节能材料协会统计，VIP板在冰箱冷柜市场的应用比例仅为约3%，而在节能要求比较高的日本渗透率达到约70%。预计随着国内对家电能耗要求逐步提高，VIP板工艺改善成本逐步下降，绝热性能更好的VIP板会逐步替代聚氨酯材料。

图表 46：我国冰箱冷柜产量变化



资料来源：choice，东方财富证券研究所

图表 47：我国低温仓储冷库容量变化



资料来源：choice，东方财富证券研究所

以2017年冰箱/冰柜/冷库产量为基数，按照每台冰箱冷柜平均使用2.5平方米VIP板，每立方米容量冷库使用7.5平方米VIP板，VIP板单价按照100元/平米进行测算。VIP板在冰箱冷柜领域渗透率提升至10%，在低温仓储业渗

透率提升至 1.9% 时，仅国内 VIP 板市场空间即达到 40 亿。2017 年再升科技 VIP 芯材及 AGM 隔板收入为 1.78 亿元，未来仍有较大的市场拓展空间。

图表 48：国内 VIP 板市场规模测算

冰箱冰柜领域 渗透率	冰箱冰柜领域 需求量（万平方米）	低温仓储领域 渗透率	低温仓储领域 需求量（万平方米）	合计 VIP 板需求量 （万平方米）	VIP 板市场规模 （亿元）
100%	23220	100%	87412.5	110633	1106
3%	697	0.50%	437	1134	11
4%	929	0.70%	612	1541	15
5%	1161	0.90%	787	1948	19
6%	1393	1.10%	962	2355	24
7%	1625	1.30%	1136	2762	28
8%	1858	1.50%	1311	3169	32
9%	2090	1.70%	1486	3576	36
10%	2322	1.90%	1661	3983	40

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

5. 盈利预测

关键假设：

滤纸：产能稳步释放，销量增长稳定。滤纸销售价格、单位生产成本持续保持稳定。

VIP 芯材及 AGM 隔板：芯材产能扩张较快，今年新投产的 2.5 万吨玻纤棉 19 年多用于生产芯材。18 年芯材价格稳定略涨，19/20 年由于干法芯材投产较多，芯材单位成本进一步下降，单价适当下调。

净化设备：苏州悠远 17 年 8 月份起并表，生产规模持续扩大，悠远 18/19/20 年收入增速给予 10%/15%/15%，由于扩产期整合效应尚未完全体现，18/19/20 年毛利率适当下调。

图表 49：再升科技分业务盈利拆分预测

	2017	2018E	2019E	2020E
滤纸				
收入(百万元)	261.47	310.18	380.68	477.09
收入增速(%)	34.67%	18.63%	22.73%	25.32%
成本(百万元)	138.03	161.69	199.01	248.76
成本增速(%)	43.83%	17.14%	23.08%	25.00%
毛利率	47.21%	47.87%	47.72%	47.86%
收入占比	40.87%	28.08%	26.90%	27.27%
VIP 芯材及 AGM 隔板				
收入(百万元)	178.21	276.45	439.69	589.68
收入增速(%)	60.43%	55.13%	59.05%	34.11%
成本(百万元)	122.22	182.09	289.61	384.47
成本增速(%)	64.56%	48.98%	59.05%	32.76%
毛利率	31.42%	34.13%	34.13%	34.80%

收入占比	27.86%	25.03%	31.08%	33.71%
净化设备				
收入(百万元)	179.47	495.34	569.64	655.08
收入增速(%)		176.00%	15.00%	15.00%
成本(百万元)	139.79	401.22	461.41	530.62
成本增速(%)		187.02%	15.00%	15.00%
毛利率	22.11%	19%	19%	19%
收入占比	28.05%	44.84%	40.26%	37.45%
其他				
收入(百万元)	20.59	22.65	24.92	27.41
收入增速(%)	40.10%	10.00%	10.00%	10.00%
成本(百万元)	11.29	15.94	15.41	17.15
成本增速(%)	11.56%	41.15%	-3.31%	11.34%
毛利率	45.18%	29.65%	38.17%	37.42%
收入占比	3.22%	2.05%	1.76%	1.57%

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 50：再升科技盈利预测表（百万元）

项目\年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	639.74	1104.62	1414.93	1749.26
增长率(%)	99.96	72.67	28.09	23.63
EBITDA（百万元）	175.76	245.41	333.91	419.94
归母净利润（百万元）	113.58	157.02	215.20	274.76
增长率(%)	40.52	38.25	37.06	27.67
EPS(元/股)	0.21	0.29	0.40	0.51
市盈率(P/E)	36.65	26.51	19.34	15.15
市净率(P/B)	3.47	3.30	3.03	2.67
EV/EBITDA	22.42	17.46	12.67	9.93

资料来源：东方财富证券研究所

6. 估值分析及投资建议

6.1. 相对估值

再升科技是国内微玻璃纤维行业唯一一家上市公司。我们选取了玻纤行业上市企业进行了比较，可以看到公司估值水平偏高。但微玻纤行业发展时间尚短，市场拓展空间广阔，相比传统玻纤行业具有很高的成长性。且公司作为微玻纤领域的龙头企业，产能扩张顺利，业绩增长稳定，我们认为行业和公司的高成长性足以支撑公司相对较高的估值。

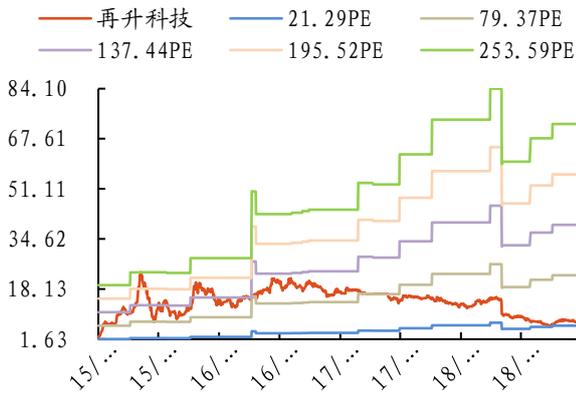
公司自上市以来 PE 最高达到 245 倍，目前估值处于历史地位，估值较为合理安全边际较高。

图表 51: 可比公司估值

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	PE(倍)			市净率 PB (MRQ)
			TTM	2018E	2019E	
600176.SH	中国巨石	330.27	13.15	12.53	10.45	2.42
002080.SZ	中材科技	110.11	12.06	12.10	9.69	1.17
300196.SZ	长海股份	36.46	15.71	13.61	10.77	1.49
平均		158.95	13.64	12.75	10.31	1.69
603601.SH	再升科技	41.57	26.91	22.08	14.84	3.31

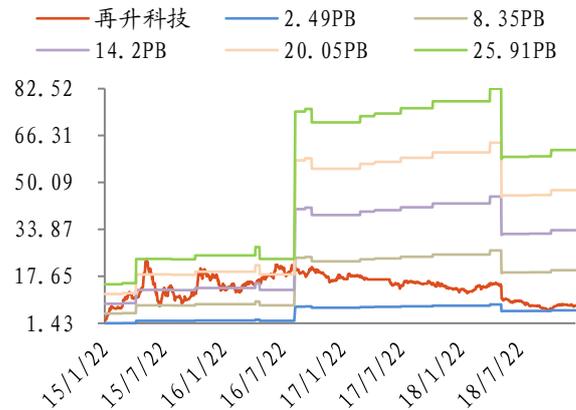
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 52: 历史 PE (TTM) 区间



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 53: 历史 PB 区间



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

6.2. 绝对估值

采用 DCF 四段法对公司进行估值, 计算得加权平均资本成本 WACC 假设值为 7.57%。18-20 年为显性增长期, 21-23 年为半显性增长期。由于 18-20 年仍为产能大量建设期, 资本支出规模仍然较高, 预计现金流在其后几年将会明显改善, 半显性增速假设为 20%。测算得到股本价值为 49.37 亿元, 对应当前每股价值为 9.13 元。

图表 54: DCF 估值模型 (FCFF) 的基本假设 (百万元)

基本假设	数值	基本假设	数值
股票 Beta	0.97	WACC	7.57%
市场收益率 Rm	7.83%	半显性增速	20.00%
无风险利率 Rf	3.27%	永续增速	2.00%
风险溢价	4.56%	公司价值	5183.98
实际税率	11.00%	股票价值	4937.05
债务利率	6.00%	每股价值	9.13

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

6.3. 投资建议

基于以上分析，另考虑到在建项目投产进度有一定放缓，我们下调了 18-20 年盈利预期，预计公司 18/19/20 年营业收入分别为 11.05/14.15/17.49 亿元，同比增速分别为 72.67%/28.09%/23.63%。归母净利润分别为 1.57/2.15/2.75 亿元，同比增速分别为 38.25%/37.06%/27.67%。EPS 分别为 0.29、0.40、0.51 元，对应 PE 为 26.51、19.34、15.15 倍。

参考行业可比公司估值情况及公司历史估值变化，我们认为行业市场空间广阔公司高成长性较为确定，能够支撑较高估值。谨慎起见，我们给予 2019 年 23 倍 PE，对应六个月目标价为 9.2 元，上调评级至“买入”。

7. 风险提示

维艾普股权收购诉讼发酵升级；
市场拓展不及预期；
产品价格大幅下滑；
天然气价格大幅波动。

资产负债表（百万元）

至 12 月 31 日	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	996.64	1019.93	1217.07	1507.33
货币资金	460.92	256.18	330.54	416.21
应收及预付	313.63	484.15	580.80	725.25
存货	122.94	180.01	206.14	266.29
其他流动资产	99.15	99.59	99.59	99.59
非流动资产	1075.29	1263.98	1451.93	1606.75
长期股权投资	56.89	56.89	56.89	56.89
固定资产	432.38	527.65	629.89	723.97
在建工程	77.49	102.35	118.65	111.61
无形资产	468.79	530.12	599.91	667.92
其他长期资产	39.73	46.96	46.59	46.36
资产总计	2071.92	2283.90	2669.00	3114.08
流动负债	747.67	775.50	1038.02	1291.70
短期借款	163.55	183.55	203.55	223.55
应付及预收	572.81	580.64	823.16	1056.85
其他流动负债	11.31	11.31	11.31	11.31
非流动负债	117.76	236.76	238.76	240.76
长期借款	64.00	69.00	71.00	73.00
应付债券	0.00	114.00	114.00	114.00
其他非流动负债	53.76	53.76	53.76	53.76
负债合计	865.44	1012.26	1276.78	1532.47
实收资本	386.15	386.15	386.15	386.15
资本公积	603.66	603.66	603.66	603.66
留存收益	208.29	270.06	384.86	567.37
归属母公司股东权益	1198.10	1259.87	1374.67	1557.18
少数股东权益	8.39	11.77	17.54	24.43
负债和股东权益	2071.92	2283.90	2669.00	3114.08

利润表（百万元）

至 12 月 31 日	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	639.74	1104.62	1414.93	1749.26
营业成本	411.33	760.94	965.43	1181.00
税金及附加	7.74	11.41	15.17	18.93
销售费用	60.77	78.43	99.05	122.45
管理费用	55.44	58.54	70.75	87.46
研发费用	0.00	22.09	28.30	34.99
财务费用	8.69	9.13	13.15	13.53
资产减值损失	5.49	6.13	0.50	1.75
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	5.97	3.55	4.08	4.22
资产处置收益	-0.22	-0.11	-0.13	-0.14
其他收益	35.11	17.55	20.48	21.94
营业利润	131.14	178.94	247.02	315.17
营业外收入	1.33	2.00	2.00	2.00
营业外支出	0.66	0.71	0.74	0.72
利润总额	131.82	180.23	248.28	316.45
所得税	14.47	19.83	27.31	34.81
净利润	117.35	160.40	220.97	281.64
少数股东损益	3.77	3.39	5.77	6.89
归属母公司净利润	113.58	157.02	215.20	274.76
EBITDA	175.76	245.41	333.91	419.94

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

现金流量表（百万元）

至 12 月 31 日	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	33.66	5.35	423.55	412.02
净利润	117.35	160.40	220.97	281.64
折旧摊销	35.25	56.05	72.48	89.95
营运资金变动	-118.67	-226.13	119.23	27.34
其它	-0.27	15.03	10.87	13.09
投资活动现金流	263.98	-240.09	-255.09	-239.27
资本支出	-155.33	-243.64	-259.17	-243.49
投资变动	419.31	3.55	4.08	4.22
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	40.89	30.01	-94.11	-87.09
银行借款	144.55	5.00	2.00	2.00
债券融资	87.00	114.00	0.00	0.00
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-190.66	-88.99	-96.11	-89.09
现金净增加额	338.53	-204.73	74.35	85.67
期初现金余额	115.69	460.92	256.18	330.54
期末现金余额	453.39	256.18	330.54	416.21

主要财务比率

至 12 月 31 日	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力 (%)				
营业收入增长	99.96	72.67	28.09	23.63
营业利润增长	79.05	36.45	38.05	27.59
归属母公司净利润增长	40.52	38.25	37.06	27.67
获利能力 (%)				
毛利率	35.70	31.11	31.77	32.49
净利率	17.75	14.21	15.21	15.71
ROE	9.48	12.46	15.65	17.64
ROIC	7.05	7.48	8.74	9.57
偿债能力				
资产负债率 (%)	41.77	44.32	47.84	49.21
净负债比率	-0.18	0.10	0.05	0.00
流动比率	1.33	1.32	1.17	1.17
速动比率	1.17	1.08	0.97	0.96
营运能力				
总资产周转率	0.37	0.51	0.57	0.60
应收账款周转率	3.84	3.60	3.60	3.60
存货周转率	4.95	5.02	5.00	5.00
每股指标 (元)				
每股收益	0.21	0.29	0.40	0.51
每股经营现金流	0.09	0.01	1.10	1.07
每股净资产	3.10	3.26	3.56	4.03
估值比率				
P/E	36.65	26.51	19.34	15.15
P/B	3.47	3.30	3.03	2.67
EV/EBITDA	22.42	17.46	12.67	9.93

西藏东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由西藏东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。