

公司调研深度
再升科技 (603601)
化工 | 化学制品
深耕朝阳行业，持续高成长仍可期

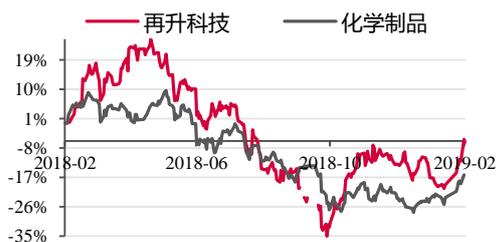
2019年02月19日

评级 推荐

评级变动 首次

合理区间 9.75-10.9 元
交易数据

当前价格 (元)	8.20
52周价格区间 (元)	5.45-15.87
总市值 (百万)	4433.07
流通市值 (百万)	4433.07
总股本 (万股)	54061.78
流通股 (万股)	54061.78

涨跌幅比较


%	1M	3M	12M
再升科技	13.1	3.67	-5.83
化学制品	9.72	2.95	-15.83

龙靓

 执业证书编号: S0530516040001
 longliang@cfzq.com

丁蕾蕾

dingll@cfzq.com

分析师

0731-84403365

研究助理
相关报告

预测指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收入 (百万元)	319.9	639.7	1206.6	1546.8	1942.8
净利润 (百万元)	80.8	113.6	163.4	212.0	272.0
每股收益 (元)	0.15	0.21	0.30	0.39	0.50
每股净资产 (元)	2.01	2.22	2.74	3.04	3.38
P/E	54.8	39.0	27.1	20.9	16.3
P/B	4.1	3.7	3.0	2.7	2.4

资料来源: 贝格数据, 财富证券

投资要点:

- 事件:** 近期, 我们就再升科技经营情况以及未来发展计划对公司进行了实地调研。
- 国内微纤维玻璃棉及玻纤滤纸细分龙头, 成长性显著。**再升科技为国内微纤维玻璃棉及玻纤滤纸龙头, 主要产品为玻纤滤纸和真空绝热板芯材, 2017年收购苏州悠远后, 增加空气净化设备, “原棉-滤纸-设备”产业链基本完善。公司自上市以来成长性显著, 2014-2017年营业收入复合增速为44.3%, 归母净利润复合增速高达45.5%。2018年前三季度公司营业收入8.35亿元, 同比增长102.38%, 归母净利润1.21亿元, 同比增长51.00%, 业绩增长一方面来自内生滤纸、保温材料的放量, 另一方面来自于苏州悠远的并表, 但因苏州悠远毛利率相对较低, 公司净利润增速慢于营业收入增速。
- “干净空气”、“高效节能”行业蓬勃发展, 新项目投产助力公司打破产能瓶颈。**近年来下游芯片及液晶面板大额投资带来工业洁净室的需求, 以及家用新风系统增长迅速, 为“干净空气”蓝海市场带来广阔的增长空间; 冰箱领域新材料对传统聚氨酯材料的替代以及冷链市场的快速发展为“高效节能”产品VIP芯材提供长期市场需求。公司自上市以来通过内生外延, 产能快速增长, 玻纤滤纸产能从上市之初的3000吨/年增加至目前约9000吨/年, VIP芯材产能从3800吨/年增加至目前约1万吨/年, 微纤维玻璃棉从1万吨/年增加至目前约7万吨/年, 后续还有空气净化设备、VIP板等项目在建; 公司新产能陆续投产保障后续业绩持续高增长。
- 盈利预测与投资评级。**我们预计公司2018、2019、2020年营业收入分别为12.07、15.47、19.43亿元, 归母净利润为1.63、2.12、2.72亿元; 对应EPS分别为0.30、0.39、0.50元/股。参考同行业估值水平及公司业绩增速, 给予公司2019年底25-28倍PE估值, 合理区间为9.75-10.92元, 首次覆盖, 给予公司“推荐”评级。
- 风险提示:** 新项目进展低于预期; 产品价格下跌风险; 下游需求不及预期; 诉讼风险。

内容目录

1 公司简介	4
1.1 国内微纤维玻璃棉及玻纤滤纸龙头.....	4
1.2 公司股权结构.....	5
1.3 公司业绩情况.....	5
2 公司看点	7
2.1 干净空气行业：蓝海市场空间广阔，玻纤滤纸大有可为.....	7
2.1.1 工业洁净室和家用新风系统增长迅速，玻纤滤纸空间广阔.....	7
2.1.2 公司技术积累深厚，有望借助悠远环境设备优势打入原装市场.....	9
2.1.3 突破产能瓶颈，公司滤纸销量有望维持高速增长.....	9
2.2 高效节能行业：干法技术突破后，VIP板对聚氨酯泡沫板的替代有望加速.....	10
2.2.1 对聚氨酯泡沫板的替换及冷链物流的快速发展为VIP芯材提供广阔空间.....	11
2.2.2 突破干法成本显著下降，替代有望加速.....	11
2.3 原料成本及产业一体化优势显著，新产能陆续投产保障后续增长.....	12
3 盈利预测与投资评级	14
3.1 盈利预测.....	14
3.2 投资评级.....	14
4 风险提示	14

图表目录

图 1：再升科技产品示意图.....	4
图 2：再升科技股权结构图.....	5
图 3：公司近年营业收入及增速.....	6
图 4：公司近年归母净利润及增速.....	6
图 5：2017 年公司营业收入构成.....	6
图 6：2017 年公司归母净利润构成.....	6
图 7：微纤维玻璃滤纸图示.....	7
图 8：以玻璃纤维滤纸为过滤介质的过滤器图示.....	7
图 9：我国集成电路洁净室施工规模（亿元）.....	8
图 10：我国面板产业洁净室投资规模（亿元）.....	8
图 11：我国新风系统增长迅速.....	8
图 12：悠远环境业绩承诺及完成情况（2018 年实际完成数额为上半年数据）.....	9
图 13：真空绝热板示意图.....	10
图 14：真空绝热板结构示意图.....	10
图 15：传统的绝热材料与 VIP 导热系数比较（m W/m K）.....	10
图 16：国内高端冰箱（8000 元以上）占比不断提高.....	11
图 17：中国冷链物流市场发展迅速.....	11
图 18：公司上下游产业链完整.....	13
图 19：2017 年公司天然气及其他区域工业天然气价格对比.....	13

表 1：公司近年重大事件梳理.....	4
---------------------	---

表 2: 公司历年或者政府补助的情况.....	6
表 3: 近年公司滤纸产品销量、销售额及增速情况.....	10
表 4: 真空绝热板芯材竞争格局.....	12
表 5: 近年公司 VIP 芯材产品销量、销售额及增速情况.....	12
表 6: 公司在建工程情况.....	13

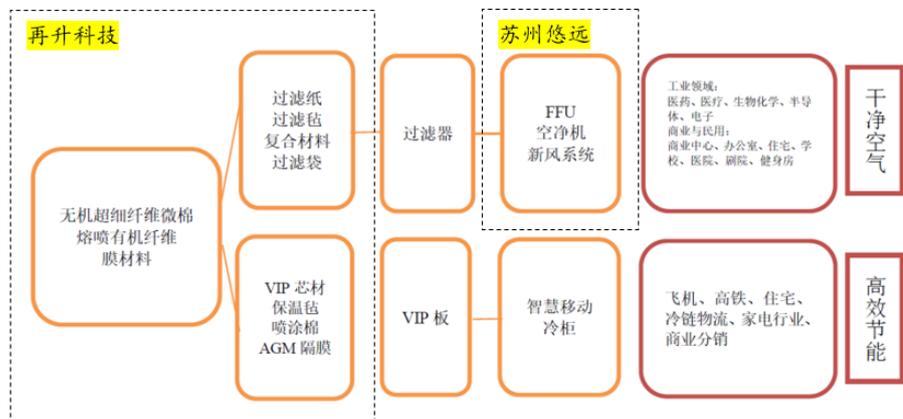
1 公司简介

1.1 国内微纤维玻璃棉及玻纤滤纸龙头

再升科技于 2007 年 6 月成立，于 2015 年 1 月上市，公司为国内微纤维玻璃棉及玻纤滤纸龙头，2017 年收购苏州悠远后，“原棉-滤纸-设备”产业链基本完善。

公司主要产品体系分为“干净空气”和“高效节能”两大系列。“干净空气”系列产品主要包括玻璃纤维空气过滤纸、复合玻璃纤维过滤纸、微纤维棉过滤毡、净化设备等。“高效节能”系列产品主要包括湿法(干法)VIP 芯材、无机纤维喷涂玻璃棉、高比表面积电池隔膜 (AGM 隔板) 等。

图 1：再升科技产品示意图



资料来源：公司公告，财富证券

公司自 2015 年上市之后，借助资本市场的力量，内生外延快速发展，上市之初公司仅具有 2265 吨/年玻璃纤维滤纸产品和 4502 吨/年 VIP 芯材产品（其中 AGM 隔板占比约 7%），如今产能早已翻番，目前公司玻纤滤纸产能约 9000 吨/年，VIP 芯材产能约 1 万吨/年，微纤维玻璃棉产能约 7 万吨/年，空气净化设备产能 13 万台/年。

表 1：公司近年重大事件梳理

时间	事件	投资项目/新增业务
2018.6	发行可转债募资 1.14 亿元	年产 4.8 万台民用/商用/集体防护空气净化单元建设。
2017.9	以 3264 万元增资深圳中纺，获得其 34% 股权	深圳中纺是集固态过滤、液态过滤、气态过滤材料和无纺布的研发、生产、销售于一体的综合性企业。业绩承诺 2017-2020 年分别为 800、1200、1500、2000 万元。
2017.6	4.4 亿收购悠远环境 100% 股权	悠远环境为公司的下游，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、生产等一体化解决方案。业绩承诺 2017-2019 年分别 3300、3500、3700 万元。
2017.6	拟以 60 万欧元收购意大利法比里 25% 股权	法比里公司是一家致力于室内和室外过滤应用和解决方案的开发、设计和销售的公司。预计 2018 年全年采购再升科技产品 3800 万元。

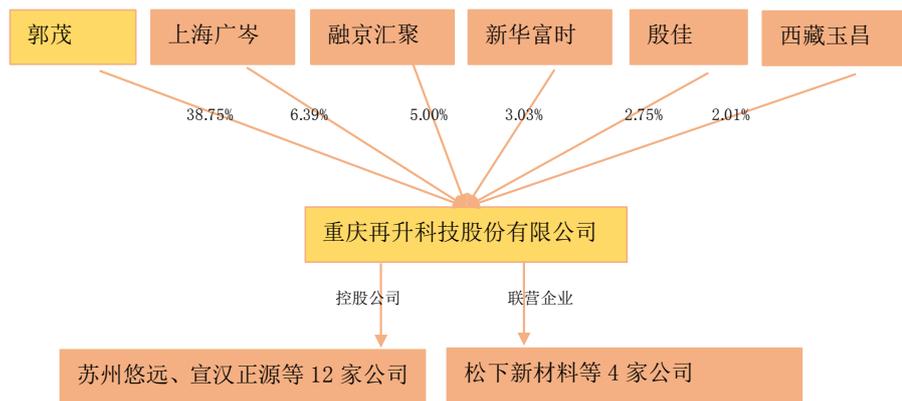
2015.9	出资 63060 万日元与松下电器合资成立松下新材料, 占股 49%	松下新材料主要生产、销售 VIP 芯材。预计 2018 年全年与再升科技关联交易金额 2650 万元。
2015.9	非公开发行股票募资 7.78 亿元	1、年产 5 万吨微纤维玻璃棉建设项目; 2、年产 6000 吨 AGM 隔板项目; 3、补充流动资金。
2015.1	IPO 募资 1.34 亿元	1、年产 2200 吨新型高效空气滤料扩建项目; 2、年产 5000 吨 VIP 芯材产业化项目; 3、洁净与环保技术研发测试中心建设项目。

资料来源: 公司公告, 财富证券

1.2 公司股权结构

公司为民营企业, 控股股东郭茂先生持有公司 38.75% 的股份, 同时担任公司的董事长及总经理; 四家机构上海广岑、融京汇聚、新华富时、西藏玉昌分别持有公司 6.39%、5.00%、3.03%、2.01% 的股权。公司拥有苏州悠远、宣汉正源等 12 家控股子公司, 拥有松下新材料、深圳中纺等 4 家联营企业。

图 2: 再升科技股权结构图



资料来源: 公司公告, 财富证券

1.3 公司业绩情况

由于前期业绩基数较低, 且募投产能陆续投产, 公司自上市以来业绩快速增长, 2014-2017 年营业收入复合增速为 44.3%, 归母净利润复合增速高达 45.5%。2018 年前三季度公司营业收入 8.35 亿元, 同比增长 102.38%, 归母净利润 1.21 亿元, 同比增长 51.00%, 公司业绩增长一方面来自内生滤纸、保温材料放量, 另一方面来自于苏州悠远的并表; 但因苏州悠远毛利率相对较低, 公司净利润增速慢于营业收入增速。

公司预计 2018 年全年归母净利润为 1.59-1.82 亿元, 同比增长 40%-60%。

图 3：公司近年营业收入及增速


资料来源：wind，财富证券

图 4：公司近年归母净利润及增速


资料来源：wind，财富证券

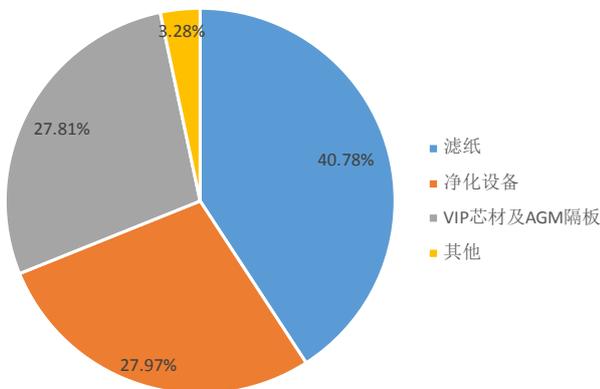
公司为高新技术企业，具有较强的研发实力和较为完善的研发环境，承担了多项重庆市科技开发和产业化项目，每年获得较多的政府补助。剔除政府补助因素后，预计公司 2018 年全年归母净利润 1.49~1.72 亿元，同比增长 70.57%~96.84%。

表 2：公司历年或者政府补助的情况

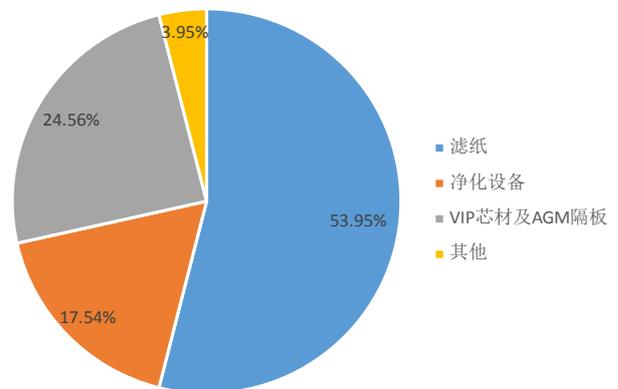
年份	获得的政府补助/亿	计入当期损益的政府补助/亿
2015	3305.45	2160.15
2016	2785.23	1850.73
2017	4026.85	2645.65
2018	3402.52	967.52

资料来源：公司公告，财富证券

分产品看，公司 2017 营业收入中，滤纸贡献最大，为 40.78%；其次为净化设备，占比 27.97%；VIP 芯材及 AGM 隔板占比 27.81%。由于滤纸业务毛利率较高（2017 年为 47.21%），对毛利贡献超过一半，为 53.95%；悠远环境做设备，毛利率较低（2017 年为 22.11%），对利润贡献仅为 17.54%；VIP 芯材及 AGM 隔板对毛利贡献占比 24.56%。

图 5：2017 年公司营业收入构成


资料来源：wind，财富证券

图 6：2017 年公司归母净利润构成


资料来源：wind，财富证券

2 公司看点

2.1 干净空气行业：蓝海市场空间广阔，玻纤滤纸大有可为

公司“干净空气”领域的主要产品玻璃纤维滤纸是以微纤维玻璃棉为主要原材料、采用湿法成网工艺制成的厚度约为 0.3mm 的过滤介质，具有纤维分布均匀、容尘量大、阻力小、强度大等特点，是理想的空气过滤材料。

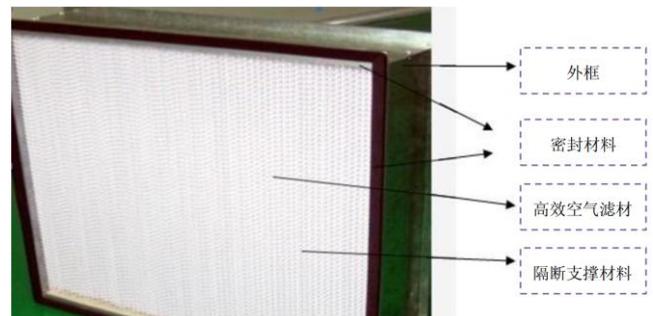
玻纤滤纸按过滤效率可分为通风用 (ASHRAE)，中、高效 (HEPA) 和超高效 (ULPA) 三大系列。一般通风用玻纤滤纸主要用于普通室内空调系统、燃气轮机与空压机等领域；中、高效玻璃纤维滤纸 (HEPA) 主要用于万级~10 万级洁净室或工作台、核电站排风、高档家用吸尘器、空气净化器、防毒面具等领域；超高效玻璃纤维滤纸主要用于芯片生产线、液晶面板生产线及 100 级、10 级、1 级洁净厂房等领域。

图 7：微纤维玻璃滤纸图示



资料来源：公司官网，财富证券

图 8：以玻璃纤维滤纸为过滤介质的过滤器图示



资料来源：公司公告，财富证券

2.1.1 工业洁净室和家用新风系统增长迅速，玻纤滤纸空间广阔

玻纤滤纸行业属于工业用品中的细分行业，目前行业整体规模较小，尚没有相对权威的机构发布有关行业市场供需较新的数据。根据对行业内主要公司的观察，我们预计目前国内玻纤滤纸市场规模超过十亿，近五年保持了较快复合增速（预计在 20% 左右）。未来 3-5 年，在工业洁净室以及商用、家用新风系统的快速发展下，玻纤滤纸市场空间将迎来快速发展期，规模有望超百亿。

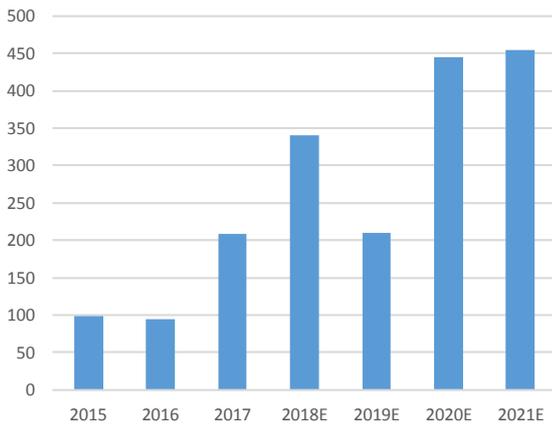
截止 2016 年，全球洁净室工程市场规模约 3500 亿元，其中中国市场规模超过 900 亿元，预计未来仍将保持 10-15% 的增长速度，至 2020 年市场规模将超过 1400 亿元。

在芯片领域，中国电子制造业惊人的市场发展速度，推动芯片需求加速增长。另外中国半导体业正处于大的变革之中，随着国家集成电路产业投资基金项目启动，国内龙头企业陆续启动收购、重组，带动了整个集成电路产业的大整合，集成电路的投资市场逐渐火热。根据 Trend Force 最新统计资料，自 2016 年至 2017 年底，中国新建及规划中的 8 寸和 12 寸晶圆厂共计约 28 座；根据国家相关规划，在未来 3-5 年间，我国投入集成电路制造领域的资金将达到 1.2 万亿元，年均投资额超过过去 5 年年均投资额的 2 倍以上。按洁净室占投资总额 10%-15% 来计算，由此带来的洁净室的新增投资额在千亿级别。

此外，新一代的面板制造技术正在改变，高世代 LCD 技术面板和 OLED 技术升级带来洁净室的更高要求。根据已经公布的和已经建成的新型显示项目，我国 2010-2019 年总计面板产业投资超过 1 万亿元，2020-2021 年的投资金额将分别达到 1841 亿及 2173 亿，未来三年由此带来的洁净室投资额约 600 亿。

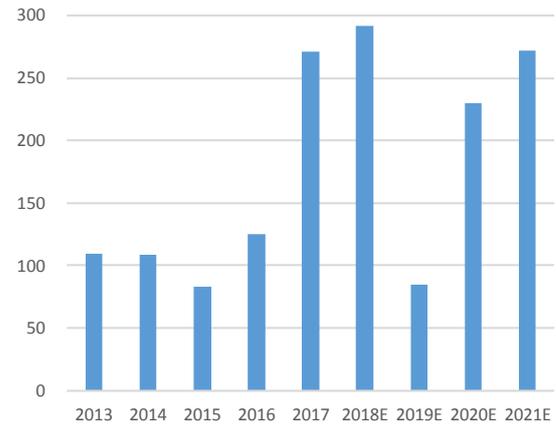
以玻纤滤纸为过滤介质的高效过滤器是洁净室的核心部件之一，若以玻纤滤纸及净化设备的投入占洁净室投资总额的比例为 5% 来计算，未来三年仅工业洁净室带来的玻纤滤纸及净化设备市场规模超过百亿。

图 9：我国集成电路洁净室施工规模（亿元）



资料来源：公司公告，财富证券

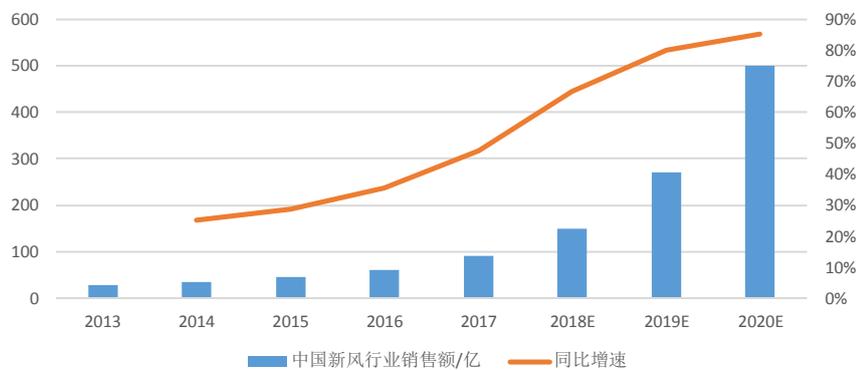
图 10：我国面板产业洁净室投资规模（亿元）



资料来源：中国产业信息网，财富证券

除此之外，我国民用、商用空气净化设备市场尚处于起步阶段，渗透率较低。雾霾的频发、消费者净化安全保护意识觉醒、国家大气污染治理相关行动方案以及新风政策的密集出台等一系列的背景为新风行业的发展奠定了良好的基础。新风系统近年发展迅猛，规模从 2015 年的 28 亿增长至 2017 年的 90 亿，预计未来 3-5 年每年的增速在 30% 以上，成长空间巨大。目前，我国室内新风系统普及率不到 5%，而欧美发达国家的普及率近 97%，几乎成为住宅标配，随着中产阶级崛起和消费升级，预计到 2020 年，住宅新风系统市场规模将达到 500 亿，将带动玻纤滤纸需求快速增长。

图 11：我国新风系统增长迅速



资料来源：中国产业信息网，财富证券

除了上述新增市场带来的巨大空间外，玻纤滤纸作为消耗品，更换周期约两年，现

有市场的替换也不容小觑。

综上，预计未来数年内，全球市场，特别是中国市场，对玻璃纤维滤纸的需求仍将保持高速增长。

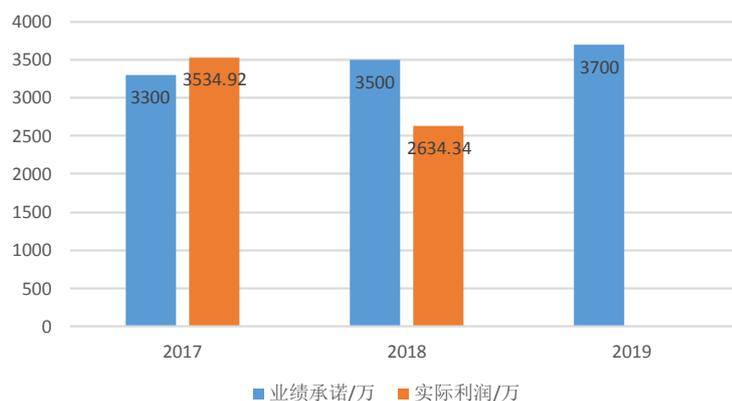
2.1.2 公司技术积累深厚，有望借助悠远环境设备优势打入原装市场

玻纤滤纸行业由于专业性较强，进入门槛高，全球范围内具有一定生产规模的生产厂商为数不多。海外厂商主要包括 H&V、Lydall、Ahlstorm 和 Dumas。国内龙头企业主要包括再升科技、南京双威等。较高的技术壁垒带来了较高的毛利率，公司玻纤滤纸近年毛利率均维持在 45% 以上，尽管近年来不断有企业想进入分一杯羹，但由于前期积累不足，新进入者很难有撑过两年的，也从侧面印证公司护城河相对较深。目前，公司在国内玻纤滤纸市占率约 40%（主要集中在替换市场），美国的 H&V 公司市占率约 40%，其余企业占比 20%。

在技术方面，国内滤纸性能水平已高于行业标准和军工应用标准，在厚度和抗张强度等关键性指标上也处于国际领先水平，再升科技产品在技术和品质上已可以实现进口替代，同时相较进口产品也具有较大的价格优势。但是由于上游芯片厂/面板厂商在建设洁净室时会指定下游滤纸材料必须用国外的，因此公司滤纸主要用在替换市场，原装相对较少。

2017 年公司向产业链下游延伸，收购的合资设备品牌苏州悠远为目前国内唯一进入高端净化设备及服务市场的企业，拥有华星光电、京东方、深天马等一批优质客户。在国内芯片厂和液晶面板厂大规模投资建立洁净室时，悠远环境业绩有望迎来快速发展期，同时，再升科技的玻纤滤纸产品有望借助悠远环境逐步打进原装市场。

图 12：悠远环境业绩承诺及完成情况（2018 年实际完成数额为上半年数据）



资料来源：公司公告，财富证券

2.1.3 突破产能瓶颈，公司滤纸销量有望维持高增长

再升科技玻纤滤纸产品近五年产能利用率及产销率均维持在在 96% 以上，基本上公司销量增速和产能增速是相匹配的，且公司一直保持着较高的毛利率。

公司 2018 年投产了 4000 吨/年滤纸项目，产能从上市之初的 2265 吨/年增加到目前的约 9000 吨/年，公司滤纸业务有望随着行业的快速增长持续保持较高增速。

表 3: 近年公司滤纸产品销量、销售额及增速情况

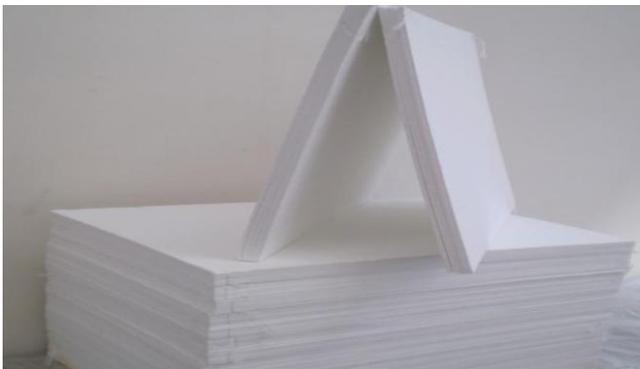
	销量/吨	同比增速	营业收入/亿	同比增速
2014	2549.99	--	1.24	--
2015	2926.89	14.78%	1.4	12.90%
2016	4089.93	39.74%	1.94	38.57%
2017	5481.78	34.03%	2.61	34.54%

资料来源: 公司公告, 财富证券

2.2 高效节能行业: 干法技术突破后, VIP 板对聚氨酯泡沫板的替代有望加速

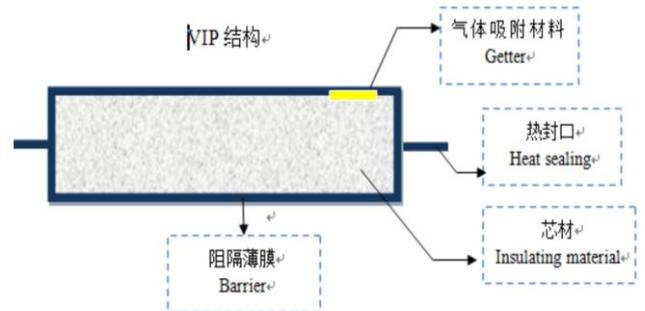
公司在高效节能行业的主要产品为真空绝热板(简称 VIP)芯材, VIP 芯材是以微纤维玻璃棉为主要原材料, 采用湿法/干法成网工艺制成厚度为 1-10mm 的微纤维玻璃棉板。

图 13: 真空绝热板示意图



资料来源: 公司公告, 财富证券

图 14: 真空绝热板结构示意图

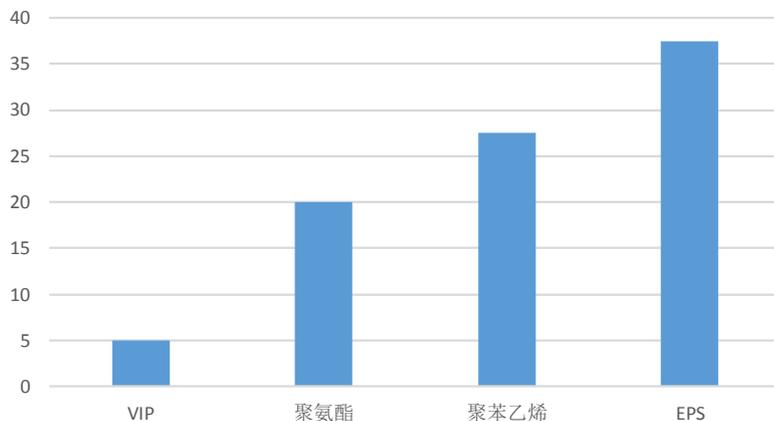


资料来源: 公司公告, 财富证券

真空绝热板适用于受空间限制及保温性能要求比较高的场合, 是一种高级保温隔热材料, 应用于冰箱、冰柜、冷库、冷冻冷藏集装箱建筑等绝热系统。

与传统保温材料相比, 不仅具有 10 倍以上的绝热性能, 还具备了强度高、体积薄和轻量化的属性, 同时拥有安全节能和绿色环保的双重优点。以冰箱为例, 采用真空绝热板作为保温材料的冰箱较使用传统保温材料(聚氨酯泡沫板)的冰箱节能 30%左右; 另外, 真空绝热板可降低隔热层厚度, 增加储藏空间。

图 15: 传统的绝热材料与 VIP 导热系数比较 (m W/m K)



资料来源: 《真空绝热冰箱的性能及实验研究》, 财富证券

2.2.1 对聚氨酯泡沫板的替换及冷链物流的快速发展为 VIP 芯材提供广阔空间

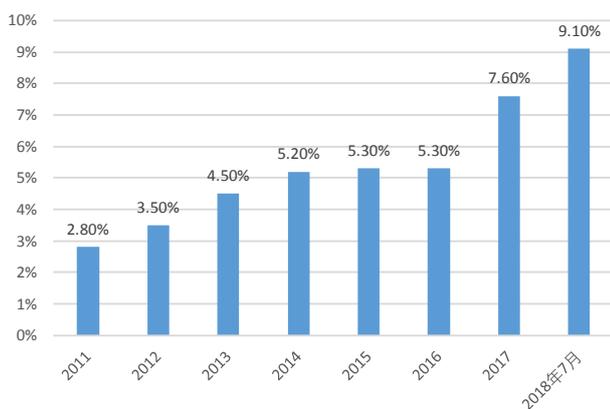
真空绝热板源于上世纪七八十年代，由于加工工艺复杂、成本高等原因，2007 年以前，在民用产品上的应用未能普及，近年来，随着世界各国对环保和节能要求的提高，行业内的企业加大了对高效无机真空绝热板衍生品的研发力度，高效无机真空绝热板衍生品种类越来越多，同时制造成本显著降低，市场对高效无机真空绝热板衍生品的需求开始呈现快速增长的趋势。

受到福岛核泄漏事件导致的能源危机影响及较有利的补贴政策推动，日本是目前全球真空绝热板芯材节能冰箱市场发展最快的国家，其 VIP 节能冰箱渗透率高达 80%-90%，全球 VIP 节能冰箱渗透于约 10%。而国内对真空绝热板的研究和开发起步较晚，尚处于快速起步发展阶段。随着国内消费能力的提升，高端冰箱占比越来越高（据中怡康预测，2018 年全年高端冰箱占比将超过 10%。），较高的盈利也使冰箱厂家有能力使用更节能环保的 VIP 芯材。根据中国绝热节能材料协会统计，国内真空绝热板在冰箱冷柜市场的应用比例仅为 3% 左右，倘若国内渗透率提升至 10%，真空绝热板衍生品在冰箱、冰柜领域的市场需求量将超过 5 万吨（以每台冰箱或冰柜使用高效无机真空板约为 6kg 估算）。

除冰箱冰柜外，国内冷链物流的迅速发展也为真空绝热板提供了广阔的需求空间。近年食品药品安全意识提升、消费结构转变以及生鲜电商扩张等因素驱动冷链物流崛起，中商产业研究院大数据显示，2017 年我国冷链物流市场规模 2386 亿元，预计 2020 年有望达到 4698 亿元，未来三年复合增速超过 20%。

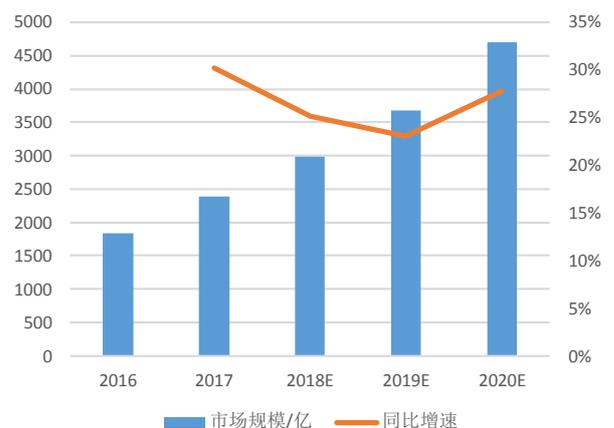
高效无机真空绝热板芯材作为冷链基础设施中的隔热保温材料，经真空封装、金属封装、外壳封装等多道工序的深加工后，直接装配于冷藏库、冷链车、保温箱等设备上。从中长期角度看，冷链产业将保持相对较快的稳定增长，受宏观经济波动影响较小，高效无机真空绝热板芯材及其衍生品作为冷链设备的必备原材料，将与冷链设备的市场空间同步发展，市场空间有望达到数百亿。

图 16: 国内高端冰箱（8000 元以上）占比不断提高



资料来源：中怡康，财富证券

图 17: 中国冷链物流市场发展迅速



资料来源：中商产业研究院，财富证券

2.2.2 突破干法成本显著下降，替代有望加速

虽然真空绝热板导热系数低且不含破坏臭氧层的物质，但是前些年，因为价格因素，其在冰箱上的应用还不够广泛。近年来，由于技术进步和市场竞争机制的形成，真空绝

热板的生产成本普遍降低，销售价格也随之下降。尤其是工艺由湿法变为干法后，大大降低了真空绝热板的使用成本，将有效促进家电企业使用真空绝热板作为保温材料。

作为相对较新的行业，真空绝热板生产企业较少，目前，全球具有一定生产规模的专业真空绝热板芯材的企业主要有以下四类：

表 4：真空绝热板芯材竞争格局

企业类型		
第一类	国外的一些大型家电企业，主要满足自身要求	东芝、松下、日立、LG 等
第二类	既生产真空绝热板又生产芯材的企业	福建赛特、维艾普等
第三类	专业生产真空绝热板的企业	美国 ACU TEMP、银兴电气等
第四类	专业生产真空绝热板芯材	再升科技等

资料来源：公司公告，财富证券

再升科技是国内首批生产真空绝热板芯材的企业之一，拥有国内最先进的自动化干法 VIP 芯材进口生产线，最高幅宽可达 2.4 米。2017 年之前公司主要用湿法工艺，生产成本相对较高，2017 年年底突破干法技术后，成本比湿法下降了约 1/3，干法成本已经快接近硬聚氨酯泡沫，真空绝热板已逐步具备市场化推广条件，未来其对聚氨酯的替代有望加速。据悉，海尔、美的等企业新上的产线或者做了技改的产线都开始用 VIP 芯材，公司将从中充分受益。

2015、2016 年公司真空绝热板销售规模下滑，主要系 VIP 芯材技术指标不断提升，厚度下降，但此趋势在 2017 年底干法技术突破、VIP 芯材对聚氨酯泡沫板加速替代过程中已经开始好转，预计公司 2018 年 VIP 芯材销量较 2017 年将翻番。

表 5：近年公司 VIP 芯材产品销量、销售额及增速情况

	销量/吨	同比增速	营业收入/亿	同比增速
2014	4083.04	--	0.62	--
2015	3653.83	-10.51%	0.53	-14.52%
2016	1872.02	-48.77%	0.29	-45.28%
2017	3507.28	87.35%	0.44	51.72%

资料来源：公司公告，财富证券

2.3 原料成本及产业一体化优势显著，新产能陆续投产保障后续增长

公司专注微纤维玻璃棉十余年，通过内生和外延共同发展，成为国内为数不多的打通“原棉-玻纤滤纸-净化设备”及“原棉-VIP 芯材-VIP 板”，实现产业链纵向一体化的企业。完整的产业链条，不仅有利于公司控制原材料成本、有效控制原材料价格波动风险，而且有利于公司保证并持续提升原材料的品质。

图 18: 公司上下游产业链完整

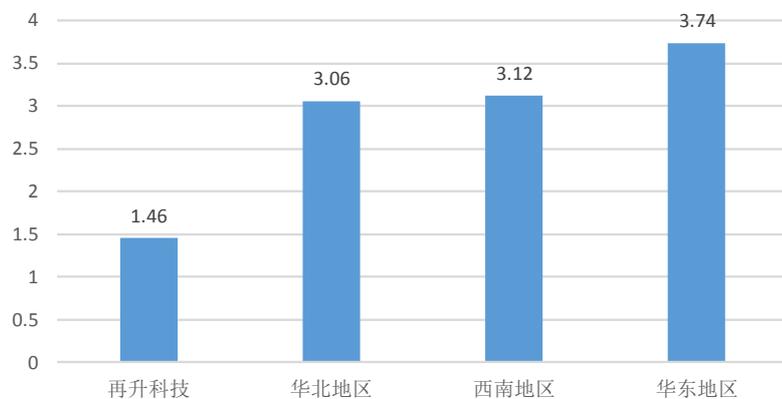


资料来源: 公司公告, 财富证券

公司产品玻纤滤纸和真空绝热板芯材主要原料微纤维玻璃棉大部分由全资子公司宣汉正原内部生产, 微纤维玻璃棉的生产以火焰喷吹法工艺为主, 火焰喷吹法主要以天然气或者焦炉气作为生产能源, 天然气费用一般占微纤维玻璃棉总成本的 45-50%。

宣汉正原采购的天然气来自普光油气田(国内第二大气田), 天然气供应稳定, 由于生产中心与普光油气田距离较近, 运输管网费较低, 价格相对较低, 2017 年天然气采购均价 1.46 元/立方米, 相较于工业天然气均价 2.5~3.2 元/立方米, 公司原棉成本优势明显。

图 19: 2017 年公司天然气及其他区域工业天然气价格对比



资料来源: 公司公告, wind, 财富证券

公司自上市以来成长属性显著, 玻纤滤纸产能从上市之初的 3000 吨/年增加至目前约 9000 吨/年, VIP 芯材产能从 3800 吨/年增加至目前约 1 万吨/年, 微纤维玻璃棉从 1 万吨/年增加至目前约 7 万吨/年, 后续还有空气净化设备、VIP 板等项目在建。公司多个项目陆续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, 维持业绩高增长。

表 6: 公司在建工程情况

项目名称	总投资 /亿	截至 2017 年底 项目进度	2018 年拟投 资金额/亿	2019 年拟投 资金额/亿
年产 5 万吨高性能玻璃微纤维建	2.21	77.31%	0.72	--

设项目				
高效无机真空绝热板衍生品项目	0.92	6.71%	0.30	0.60
年产 6000 吨 AGM 隔板项目	1.19	10.76%	0.35	0.70
新型高效空气滤料扩建项目	0.94	74.75%	0.23	--
年产 4.8 万台民用/商用/集体防护 空气净化单元建设	1.18	--	0.64	0.43
合计	6.45	--	2.24	1.73

资料来源：公司公告，财富证券

3 盈利预测与投资评级

3.1 盈利预测

核心假设：

(1) 预计公司 2018-2020 年滤纸销量为 6500、7800、9000 吨，毛利率相对稳定。

(2) 预计公司 2018-2020 年高效节能板块放量较快，VIP 芯材销量分别为 6000 吨、8000 吨、10000 吨，突破干法成本下降后毛利率稳中有增；AGM 隔板销量分别为 2600 吨、3100 吨、3700 吨，毛利率相对稳定；外售微纤维玻璃棉、棉毡等节能材料销量为 2.5 万吨、3.2 万吨、4 万吨，毛利率相对稳定。

(3) 预计悠远环境 2018-2020 年超额完成业绩承诺，利润达到 4500 万元、5500 万元、6000 万元。

(5) 预计扩产后公司规模优势逐渐显现，三费率逐渐下降。

盈利预测：我们预计公司 2018、2019、2020 年营业收入分别为 12.07、15.47、19.43 亿元，归母净利润为 1.63、2.12、2.72 亿元；对应 EPS 分别为 0.30、0.39、0.50 元/股。

3.2 投资评级

我们认为公司处于发展空间大、门槛相对较高的行业，随着公司新建产能陆续投产，公司未来 2-3 年有望维持较高成长性。参考同行业估值水平及公司业绩增速，给予公司 2019 年底 25-28 倍 PE 估值，合理区间为 9.75-10.92 元，首次覆盖给予公司“推荐”评级。

4 风险提示

新项目进展低于预期；

产品价格大幅下跌；

下游需求增长不及预期；

与维艾普诉讼风险。

财务预测摘要

利润表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	319.9	639.7	1206.6	1546.8	1942.8	成长性					
减:营业成本	180.4	411.3	813.2	1,047.2	1,321.1	营业收入增长率	36.9%	100.0%	88.6%	28.2%	25.6%
营业税费	2.9	7.7	11.5	15.9	20.7	营业利润增长率	106.0%	79.0%	43.2%	30.9%	29.2%
销售费用	31.9	60.8	90.5	112.9	136.0	净利润增长率	58.2%	40.5%	43.8%	29.8%	28.3%
管理费用	32.4	55.4	96.5	120.7	145.7	EBITDA 增长率	90.1%	52.3%	58.6%	25.1%	25.1%
财务费用	-1.2	8.7	6.2	3.0	-	EBIT 增长率	111.0%	45.7%	84.9%	28.3%	27.6%
资产减值损失	2.2	5.5	2.9	3.5	4.0	NOPLAT 增长率	101.1%	104.8%	36.1%	27.7%	27.6%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	263.5%	-15.0%	67.7%	-13.9%	6.9%
投资和汇兑收益	1.9	6.0	2.2	2.3	2.4	净资产增长率	222.9%	8.7%	23.8%	11.0%	11.4%
营业利润	73.2	131.1	187.8	246.0	317.7	利润率					
加:营业外净收支	21.8	0.7	0.9	0.7	0.8	毛利率	43.6%	35.7%	32.6%	32.3%	32.0%
利润总额	95.1	131.8	188.7	246.7	318.6	营业利润率	22.9%	20.5%	15.6%	15.9%	16.4%
减:所得税	14.9	14.5	23.9	32.3	41.7	净利润率	25.3%	17.8%	13.5%	13.7%	14.0%
净利润	80.8	113.6	163.4	212.0	272.0	EBITDA/营业收入	28.3%	21.6%	18.2%	17.7%	17.6%
						EBIT/营业收入	22.5%	16.4%	16.1%	16.1%	16.4%
资产负债表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	运营效率					
货币资金	115.7	460.9	96.5	269.9	366.3	固定资产周转天数	172	173	127	95	73
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动营业资本周转天数	420	175	86	120	89
应收帐款	79.7	269.3	274.0	445.9	500.3	流动资产周转天数	580	516	299	271	274
应收票据	26.4	25.8	95.8	61.9	122.3	应收帐款周转天数	72	98	81	84	88
预付帐款	6.9	18.1	119.1	34.2	131.4	存货周转天数	40	47	48	49	49
存货	43.2	122.9	197.8	219.7	307.5	总资产周转天数	1,012	964	613	510	460
其他流动资产	564.4	99.6	221.4	295.1	205.4	投资资本周转天数	799	580	378	344	262
可供出售金融资产	0.6	4.0	1.5	2.0	2.5	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	7.4%	9.5%	11.0%	12.9%	14.9%
长期股权投资	28.7	56.9	56.9	56.9	56.9	ROA	5.9%	5.7%	8.1%	9.2%	10.6%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROIC	19.8%	11.2%	17.9%	13.6%	20.2%
固定资产	183.3	432.4	416.9	401.4	385.9	费用率					
在建工程	139.8	77.5	77.5	77.5	77.5	销售费用率	10.0%	9.5%	7.5%	7.3%	7.0%
无形资产	98.3	192.8	183.4	174.0	164.6	管理费用率	10.1%	8.7%	8.0%	7.8%	7.5%
其他非流动资产	65.9	311.7	298.6	301.0	301.2	财务费用率	-0.4%	1.4%	0.5%	0.2%	0.0%
资产总额	1,353.0	2,071.9	2,039.5	2,339.5	2,621.7	三费/营业收入	19.7%	19.5%	16.0%	15.3%	14.5%
短期债务	145.0	163.6	99.8	-	-	偿债能力					
应付帐款	41.8	509.1	267.0	569.3	666.6	资产负债率	17.9%	41.8%	26.8%	29.2%	29.6%
应付票据	-	1.3	0.4	1.9	1.4	负债权益比	21.9%	71.7%	36.6%	41.2%	42.0%
其他流动负债	19.7	73.7	32.1	68.6	62.5	流动比率	4.05	1.33	2.52	2.07	2.24
长期借款	-	64.0	109.0	-	-	速动比率	3.84	1.17	2.02	1.73	1.81
其他非流动负债	36.2	53.8	37.6	42.5	44.6	利息保障倍数	-59.71	12.08	31.17	83.57	
负债总额	242.7	865.4	545.9	682.4	775.1	分红指标					
少数股东权益	21.9	8.4	9.7	12.1	16.7	DPS(元)	-	0.11	0.05	0.09	0.16
股本	386.2	386.2	540.6	540.6	540.6	分红比率	0.0%	54.4%	18.1%	24.2%	32.2%
留存收益	702.2	811.9	943.2	1,104.5	1,289.3	股息收益率	0.0%	1.4%	0.7%	1.2%	2.0%
股东权益	1,110.3	1,206.5	1,493.6	1,657.2	1,846.7	业绩和估值指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
现金流量表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	EPS(元)	0.15	0.21	0.30	0.39	0.50
净利润	80.2	117.3	163.4	212.0	272.0	BVPS(元)	2.01	2.22	2.74	3.04	3.38
加:折旧和摊销	20.4	35.3	24.9	24.9	24.9	PE(X)	54.8	39.0	27.1	20.9	16.3
资产减值准备	2.2	5.5	-	-	-	PB(X)	4.1	3.7	3.0	2.7	2.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	-7.1	11.8	-8.8	19.7	24.7
财务费用	2.6	7.5	6.2	3.0	-	P/S	13.9	6.9	3.7	2.9	2.3
投资收益	-1.8	-6.0	-2.2	-2.3	-2.4	EV/EBITDA	35.2	21.1	20.7	15.2	11.9
少数股东损益	-0.6	3.8	1.4	2.4	4.8	CAGR(%)	38.8%	33.1%	47.7%	38.8%	33.1%
营运资金的变动	-597.2	377.5	-652.8	192.9	-119.1	PEG	1.4	1.2	0.6	0.5	0.5
经营活动产生现金流量	61.9	33.7	-459.1	432.9	180.2	ROIC/WACC	2.0	1.1	1.8	1.3	2.0
投资活动产生现金流量	-793.9	264.0	4.7	1.8	1.9	REP	1.5	2.8	1.6	2.3	1.4
融资活动产生现金流量	773.9	40.9	90.0	-261.4	-85.7						

资料来源: 贝格数据, 财富证券

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438