证券研究报告—动态报告

建材

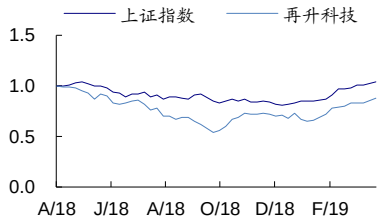
其他建材Ⅱ

再升科技(603601) 买入

2018 年年报及 2019 年一季报点评 （维持评级）

2019 年 04 月 18 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	541/541
总市值/流通(百万元)	5,185/5,185
上证综指/深圳成指	3,254/10,288
12 个月最高/最低(元)	11.21/5.45

相关研究报告:
《再升科技-603601-重大事件快评：产能投放助力业绩高增长》 ——2019-02-18
《再升科技-603601-2018 年半年报点评：收入持续高增长，成长空间大》 ——2018-08-23
《再升科技-603601-2017 年年报及 2018 年一季报点评：收入大幅增长，持续受益洁净节能市场发展》 ——2018-04-24

证券分析师：黄道立
电话： 0755-82130685
E-MAIL： huangdl@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980511070003
证券分析师：陈颖
E-MAIL： chenying4@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980518090002
联系人：冯梦琪
E-MAIL： fengmq@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

财报点评

产能提升助力业绩释放，成长确定性高

- **2018 全年业绩基本符合预期，2019Q1 表现超预期**

2018 年全年公司实现营业收入 10.82 亿元，同比增长 69.15%，实现归母净利润 1.59 亿元，同比增长 39.96%，扣非归母净利润 1.22 亿元，同比增长 34.77%，EPS 为 0.29 元/股，并拟 10 转 3 派 1.5 元（含税），基本符合预期。2019Q1 实现营业收入 2.89 亿元，同比增长 30.3%，实现归母净利润 0.48 亿元，同比增长 51.22%，利润增长超预期，主因公司通过聚焦战略，更新调整产品结构和产线生产布局，叠加生产工艺持续改进，使得成本费用管控进一步优化。

- **收入规模持续高增长，核心产品盈利能力稳步提升**

受益于下游市场需求旺盛及公司产能稳步提升，2018 年公司收入同比大幅增长，其中玻纤滤纸、净化设备、VIP 芯材及保温节能材料（玻纤棉+VIP 芯材+AGM 隔板）收入分别同比增长 11.5%、121.8%和 89.9%，收入占比分别达 28.4%(-13.8pct)、38.7%(+9.8pct)和 32.9%(+4.2pct)，毛利率分别为 46.5%(-0.69pct)、23.1%(+1pct)和 32%(+0.61pct)。公司实现综合毛利率 33%，同比下滑 2.7 个百分点，主因毛利率较低的净化设备销售占比大幅提升及报告期新增国外贸易类产品销售，分别拉低综合毛利率约 2.07 和 1.05 个百分点。

- **费用管控持续优化，资产减值损失拖累净利润**

2018 年公司通过聚焦管理实现降本增效，费用管控持续优化，期间费用率（不含研发费用）同比下滑 4.1 个百分点至 13.6%，其中销售费用率、管理费用率、财务费用率分别下滑 1.9、1.9 和 0.2 个百分点。受对艾普债权计提资产减值损失 991 万元及对深圳中纺长期股权投资计提的减值损失 627 万元抵减部分净利润影响，净利润增速低于营收增长，净利率同比下滑 3.7 个百分点至 14.7%。

- **全产业链布局基本完成，产能释放助力高增长，维持“买入”评级。**

目前，公司“干净空气”（原棉-玻纤滤纸-净化设备）和“高效节能”（原棉-VIP 芯材-VIP 板）双重产业链已基本打造完毕。6000 吨/年 AGM 隔板项目已于 2018 年底基本建成，新建 2.5 万吨玻纤棉项目目前也已基本完成，VIP 板衍生品项目正在建设中，预计 2019 年微玻璃纤维棉年产能可达 6.6 万吨，玻纤滤纸年产能 9500 吨，VIP 芯材及 AGM 隔板年产能约 1.5 万吨，内生产能稳步提升助力业绩释放，成长确定性高。预计 19-21 年 EPS 分别为 0.44/0.61/0.78 元/股，对应 PE 为 22.0/15.8/12.3x，维持“买入”评级。

- **风险提示：** 新业务拓展不及预期；产能释放不及预期。

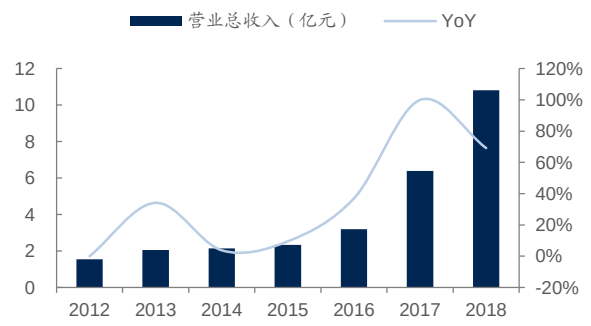
盈利预测和财务指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	640	1,082	1,435	1,880	2,347
(+/-%)	*100.0%*	*69.1%*	*32.6%*	*31.0%*	*24.8%*
净利润(百万元)	114	159	236	328	423
(+/-%)	*40.5%*	*40.0%*	*48.4%*	*38.8%*	*29.3%*
摊薄每股收益(元)	0.21	0.29	0.44	0.61	0.78
EBIT Margin	16.3%	19.7%	21.1%	22.0%	22.5%
净资产收益率(ROE)	9.5%	12.0%	15.6%	19.1%	21.5%
市盈率(PE)	45.7	32.6	22.0	15.8	12.3
EV/EBITDA	44.0	22.5	17.8	13.6	11.3
市净率(PB)	4.33	3.91	3.42	3.03	2.64

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测 注：摊薄每股收益按最新总股本计算

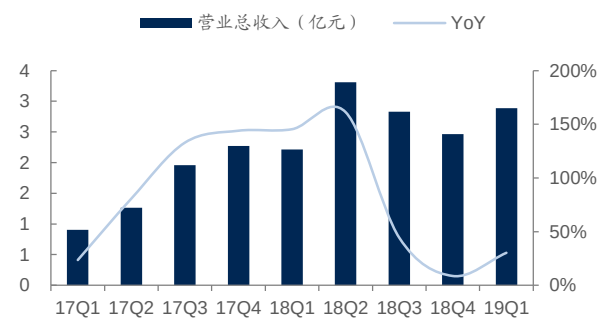
2018 全年业绩基本符合预期，2019Q1 利润表现超预期。2018 年全年公司实现营业收入 10.82 亿元，同比增长 69.15%，实现归母净利润 1.59 亿元，同比增长 39.96%，扣非归母净利润 1.22 亿元，同比增长 34.77%，EPS 为 0.29 元/股，并拟 10 转 3 派 1.5 元（含税），基本符合预期；2019Q1 实现营业收入 2.89 亿元，同比增长 30.3%，实现归母净利润 0.48 亿元，同比增长 51.22%，主因公司通过聚焦战略，更新调整产品结构和生产布局，叠加生产工艺持续改进，成本费用管控进一步优化

图 1：再升科技营业收入及同比增速



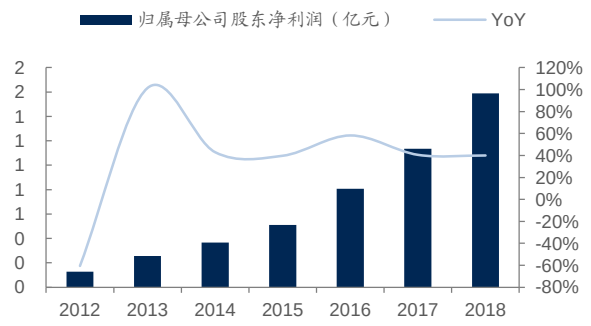
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：再升科技单季度营业收入及同比增速



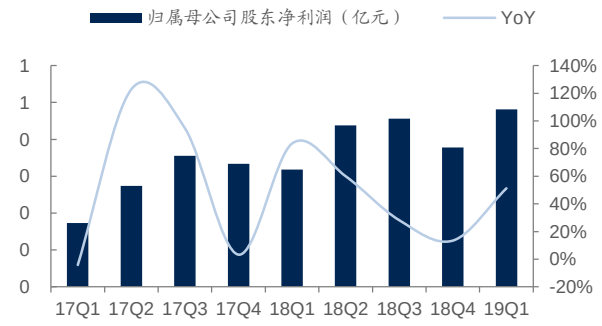
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：再升科技归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：再升科技单季度归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

收入规模持续高增长，核心产品盈利能力稳步提升。受益于下游市场需求旺盛及公司产能稳步提升，2018 年公司收入同比大幅增长，其中玻纤滤纸、净化设备、VIP 芯材及保温节能材料（玻纤棉+VIP 芯材+AGM 隔板）收入分别同比增长 11.5%、121.8%和 89.9%，收入占比分别达 28.4%（-13.8pct）、38.7%（+9.8pct）和 32.9%（+4.2pct），毛利率分别为 46.5%（-0.69pct）、23.1%（+1pct）和 32%（+0.61pct）。公司实现综合毛利率 33%，同比下滑 2.7 个百分点，主因毛利率较低的净化设备产品销售占比大幅提升以及报告期新增国外贸易类产品销售影响，分别拉低综合毛利率约 2.07 和 1.05 个百分点（除净化设备外的原核心主营产品综合毛利率较上年同期增加 0.42 个百分点）。

表 1：再升科技主要产品收入构成及毛利率

	2018			2017			同比变动	
	收入（亿元）	占比（%）	毛利率（%）	收入（亿元）	占比（%）	毛利率（%）	收入（%）	毛利率（pct）
玻璃纤维滤纸	2.91	28.4%	46.5%	2.61	42.2%	47.2%	11.5%	-0.69
净化设备	3.97	38.7%	23.1%	1.79	28.9%	22.1%	121.8%	1

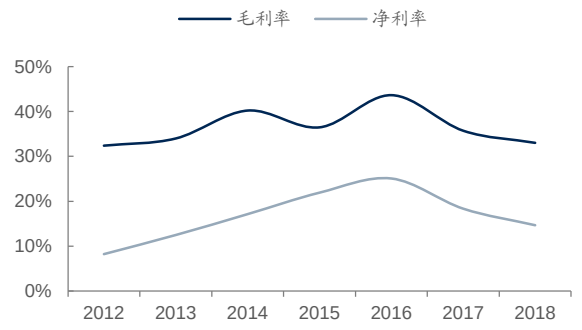
表 1：再升科技主要产品收入构成及毛利率

VIP 芯材及保温节能材料	3.38	32.9%	32.0%	1.78	28.8%	31.4%	89.9%	0.61

资料来源：Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

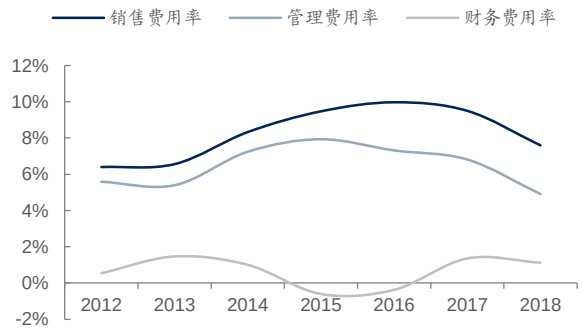
费用管控持续优化，资产减值损失拖累净利润。2018 年公司通过聚焦管理实现降本增效，费用管控持续优化，期间费用率（不含研发费用）同比下滑 4.1 个百分点至 13.6%，其中销售费用率、管理费用率、财务费用率分别下滑 1.9、1.9 和 0.2 个百分点。受对艾普债权计提资产减值损失 991 万元及对深圳中纺长期股权投资计提的减值损失 627 万元抵减部分净利润影响，净利润增速低于营收增长，净利率同比下滑 3.7 个百分点至 14.7%。

图 5：再升科技综合毛利率和净利率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6：再升科技期间费用率（不含研发费用）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：全产业链布局基本完成，产能释放助力高增长，维持“买入”评级。目前，公司“干净空气”（原棉-玻纤滤纸-净化设备）和“高效节能”（原棉-VIP 芯材-VIP 板）双重产业链已基本打造完毕。6000 吨/年 AGM 隔板项目已于 2018 年底基本建成，新建 2.5 万吨玻纤棉项目目前也已基本完成，VIP 板衍生品项目正在建设中，预计 2019 年微玻璃纤维棉年产能可达 6.6 万吨，玻纤滤纸年产能 9500 吨，VIP 芯材及 AGM 隔板年产能约 1.5 万吨，内生产能稳步提升助力业绩释放，成长确定性高。预计 19-21 年 EPS 分别为 0.44/0.61/0.78 元/股，对应 PE 为 22.0/15.8/12.3x，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	335	500	525	551
应收款项	401	597	704	879
存货净额	193	280	367	464
其他流动资产	103	200	220	301
流动资产合计	**1062**	**1606**	**1846**	**2225**
固定资产	677	821	984	1168
无形资产及其他	187	180	172	165
投资性房地产	311	311	311	311
长期股权投资	47	67	72	85
资产总计	**2285**	**2985**	**3387**	**3955**
短期借款及交易性金融负债	307	332	392	317
应付款项	150	271	359	458
其他流动负债	321	669	707	980
流动负债合计	**778**	**1272**	**1459**	**1754**
长期借款及应付债券	88	88	88	88
其他长期负债	73	91	109	128
长期负债合计	**161**	**179**	**198**	**216**
负债合计	**939**	**1451**	**1656**	**1970**
少数股东权益	19	18	18	18
股东权益	1327	1516	1712	1967
负债和股东权益总计	**2285**	**2985**	**3387**	**3955**

关键财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	0.29	0.44	0.61	0.78
每股红利	0.14	0.09	0.24	0.31
每股净资产	2.45	2.80	3.17	3.64
ROIC	13%	15%	18%	21%
ROE	12%	16%	19%	22%
毛利率	33%	31%	31%	31%
EBIT Margin	20%	21%	22%	22%
EBITDA Margin	25%	26%	27%	27%
收入增长	69%	33%	31%	25%
净利润增长率	40%	48%	39%	29%
资产负债率	42%	49%	49%	50%
息率	1.5%	0.9%	2.5%	3.3%
P/E	32.6	22.0	15.8	12.3
P/B	3.9	3.4	3.0	2.6
EV/EBITDA	22.5	17.8	13.6	11.3

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	**1082**	**1435**	**1880**	**2347**
营业成本	725	993	1292	1613
营业税金及附加	8	11	15	19
销售费用	82	85	108	128
管理费用	53	42	52	60
财务费用	12	14	15	14
投资收益	3	5	5	5
资产减值及公允价值变动	5	0	0	0
其他收入	(26)	(25)	(30)	(35)
营业利润	184	269	374	484
营业外净收支	(2)	2	2	2
利润总额	**182**	**271**	**376**	**486**
所得税费用	24	35	49	63
少数股东损益	(0)	(0)	(1)	(1)
归属于母公司净利润	**159**	**236**	**328**	**423**

现金流量表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	159	236	328	423
资产减值准备	19	15	7	9
折旧摊销	59	70	89	106
公允价值变动损失	(5)	0	0	0
财务费用	12	14	15	14
营运资本变动	(228)	121	(63)	46
其它	(19)	(15)	(8)	(9)
经营活动现金流	**(15)**	**426**	**354**	**575**
资本开支	(231)	(220)	(253)	(291)
其它投资现金流	(30)	0	0	0
投资活动现金流	**(251)**	**(240)**	**(258)**	**(304)**
权益性融资	11	0	0	0
负债净变化	(64)	0	0	0
支付股利、利息	(78)	(47)	(131)	(169)
其它融资现金流	**414**	**26**	**60**	**(76)**
融资活动现金流	141	(22)	(71)	(245)
现金净变动	(126)	165	25	26
货币资金的期初余额	461	335	500	525
货币资金的期末余额	335	500	525	551
企业自由现金流	(214)	235	134	320
权益自由现金流	136	248	181	233

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032