

再升科技 (603601)

定价区间 14.2-17.75

微玻纤棉制品龙头

市场数据

报告日期

发行价(元)	7.9
发行后总股本(百万股)	68
IPO发行股本(百万股)	17
发行前净资产(百万元)	192
发行前总资产(百万元)	251
发行前每股净资产	3.77

相关报告

分析师:

黄诗涛

huangshitaotao@xyzq.com.cn

S0190514040001

研究助理:

钱佳佳

主要财务指标

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	206	225	286	387
同比增长	34.1%	9.2%	27.4%	35.0%
净利润(百万元)	26	41	49	64
同比增长	101.4%	61.1%	17.8%	31.5%
毛利率	34.0%	40.9%	39.8%	38.3%
净利率	12.4%	18.3%	17.0%	16.5%
净资产收益率(%)	15.4%	19.9%	15.1%	15.7%
每股收益(元)	0.50	0.81	0.71	0.94
每股经营现金流(元)	0.36	0.56	0.49	0.54

投资要点

- 公司是国内最早进入微玻纤制品的企业之一,也是少数形成完整产业链布局的企业之一。主要产品包括微纤维玻璃棉、玻纤滤纸和真空绝热板芯材。2014年上半年公司实现营业收入1.04亿元,同比增长6.87%,实现归母净利润0.21亿元,同比增长28.4%;分业务收入玻璃纤维棉0.14亿元,玻璃纤维滤纸0.59亿元,芯材及隔板0.3亿元;三大业务毛利润贡献大约为12%、69%和19%。
- 微玻纤棉制品行业需求前景广阔,玻纤滤纸主要用于工业洁净空间,民用空气过滤器提供潜在大市场。全球精密制造业,如微电子、生物制药和新材料产业等,逐渐向中国转移。而先进制造业对洁净度要求较高,以玻璃纤维滤纸为过滤介质的高效过滤器是洁净室的核心部件之一,未来玻纤滤纸需求会同步提升。另外,随着雾霾的加剧,民用空气过滤器大幅增长,也提供了潜在的大市场。
- 真空绝热板在节能环保方面竞争优势凸显。真空绝热板主要应用于冰箱、冰柜等保温领域,受制于成本,目前只占了3%的冰箱保温材料市场,未来随着节能环保要求的提高,真空绝热板市场空间巨大。
- 公司持续创新能力和技术能力国内领先。公司建立了科学的创新制度和创新体系,创新能力在国内处于领先地位,已获得国家授权专利15项,其中发明11项。
- 本次IPO公司拟募集资金1.34亿元,发行不超过1700万股。主要用于在公司现有玻璃纤维滤纸和真空绝热板芯材产能基础上的扩建,新增玻纤滤纸产能2200吨/年,真空绝热板芯材5000万/吨,产能新增总计超过100%。
- 合理定价区间:14.2-17.75元。我们预计公司2014-2016年归母净利润分别为0.41亿元、0.49亿元、0.64亿元,综合可比公司平均PE、募集资金制度安排、行业发展前景及公司竞争优势,我们认为公司合理定价区间为14.2-17.75元,对应2015年20-25倍的PE估值水平。
- 风险提示:技术人员及工艺配方流失、未决诉讼可能引发负面影响

请阅读最后一页信息披露和重要声明

目 录

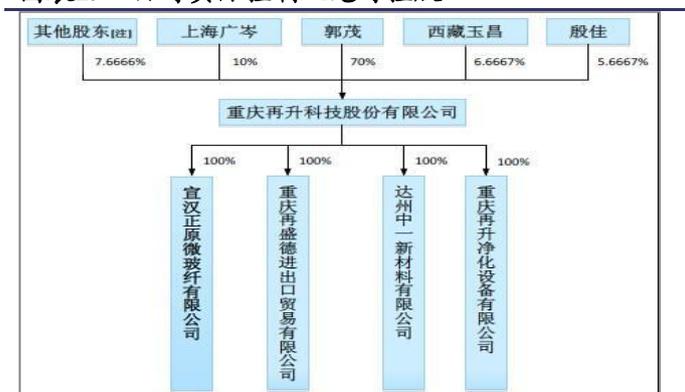
1、再升科技：洁净和节能保温材料先进制造商.....	3 -
1.1 国内微纤维玻璃棉制品行业先行者	3 -
1.2 形成完整的微玻纤棉制品产业链布局，渠道面向全球.....	3 -
1.3 发展战略：产能扩充、新产品研发及渠道构建并举.....	4 -
2、微玻纤棉制品行业需求前景广阔	5 -
2.1 先进制造业大发展打开玻纤滤纸天花板，行业迎来新机遇期.....	5 -
2.2 真空绝热板节能环保优势凸显	6 -
2.3 玻纤滤纸行业竞争有序，公司是龙头企业之一.....	6 -
2.4 绝热板及芯材行业较新，公司具有先发优势.....	6 -
3、创新能力国内领先，产业链一体化走向世界.....	7 -
3.1 创新理念先进，制度完善，体系健全.....	7 -
3.2 独特的全生产流程的工艺技术优势+完整检测手段	7 -
3.3 产业链条一体化+面向全球的市场销售	8 -
4、募投项目	8 -
5、公司财务表现和盈利预测	9 -
5.1 财务表现：收入和盈利趋势向上，资产周转能力较强.....	9 -
5.2 盈利预测	10 -
图表 1. 公司实际控制人绝对控股	3 -
图表 2. 微玻纤制品分类以及公司业务范围.....	3 -
图表 3. 公司 2014 年上半年主营业务收入构成.....	3 -
图表 4. 公司 2014 年上半年毛利润构成.....	3 -
图表 5. 公司子公司产业链分工布局图	4 -
图表 6. 公司 2014 年上半年内外销结构图.....	4 -
图表 7. 公司主要经营指标	4 -
图表 8. 玻璃纤维滤纸作为过滤介质的过滤器的具体应用领域.....	5 -
图表 9. 2010 年以来 8 代及以上芯片生产线.....	5 -
图表 10. 真空绝热板外观	6 -
图表 11. 真空绝热板的内部结构图	6 -
图表 12. 2011 年全球主要真空绝热板生产企业的产量.....	7 -
图表 13. 玻璃纤维滤纸生产工艺流程图	7 -
图表 14. 募投项目具体情况	8 -
图表 15. 过去三年玻璃纤维滤纸产能利用率情况.....	9 -
图表 16. 过去三年真空隔热板芯材产能利用率情况.....	9 -
图表 17. 公司从 2013 年开始收入大幅提升.....	9 -
图表 18. 公司各个业务毛利率稳定向上	9 -
图表 19. 资产流动性与可比公司对比情况.....	10 -
图表 20. 营运能力与可比公司对比情况	10 -
图表 21. 公司盈利预测假设	10 -
图表 22. 公司盈利预测结果	11 -
图表 23. 类比公司相对估值水平（2015.1.19）	11 -
附表	12 -

1、再升科技：洁净和节能保温材料先进制造商

1.1 国内微纤维玻璃棉制品行业先行者

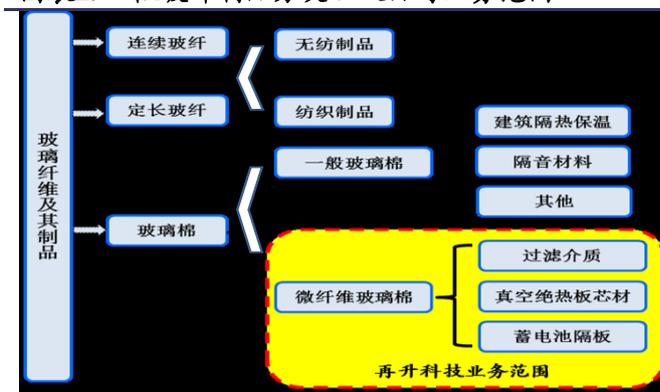
公司是国内最早进入微玻纤制品行业的企业之一。公司历史要追溯到成立于2002年的再升净化，而后由于业务发展需要在2007年成立再升科技并把再升净化转为再升科技的全资子公司；而技术来源则要追溯到成立于1994年的长江特种造纸厂。目前公司实际控制人为自然人郭茂，IPO前总计持有公司70%的股权。

图表1. 公司实际控制人绝对控股



数据来源：公司招股说明书、兴业证券研究所

图表2. 微玻纤制品分类以及公司业务范围

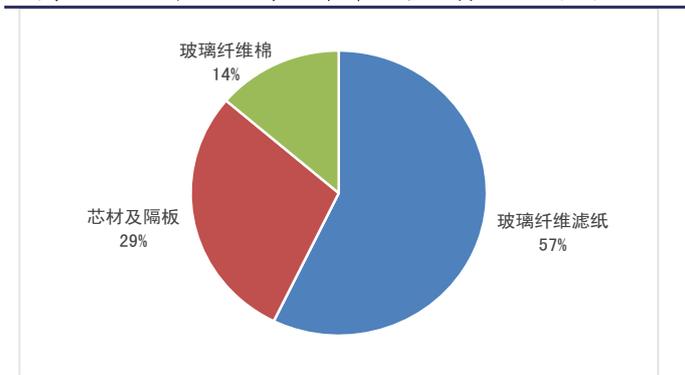


数据来源：公司招股说明书、兴业证券研究所

1.2 形成完整的微玻纤棉制品产业链布局，渠道面向全球

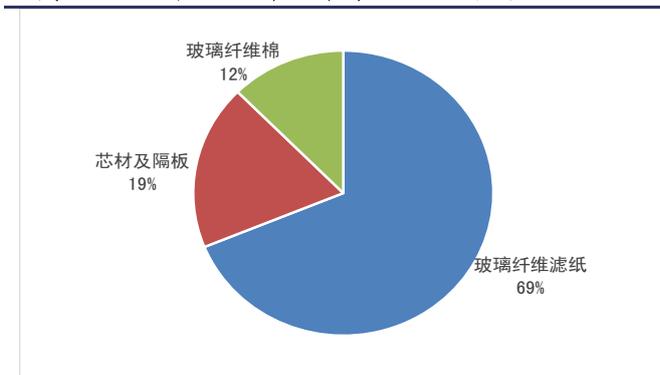
公司是国内少数形成微玻纤制品完整产业链布局的企业之一。2012年公司收购宣汉正原后，形成了从上游微纤维玻璃棉到下游滤纸和真空绝热板芯材的完整产业链。2014年上半年实现营业收入1.04亿元，同比增长6.87%，实现归母净利润0.21亿元，同比增长28.4%；分业务收入玻璃纤维棉0.14亿元，玻璃纤维滤纸0.59亿元，芯材及隔板0.3亿元；三大业务毛利润贡献大约为12%、69%和19%。目前公司除了在国内市场销售外，还将产品销往韩国、欧洲、美国、土耳其、俄罗斯等世界多国，形成了面向全球的市场销售开拓体系。

图表3. 公司2014年上半年主营业务收入构成



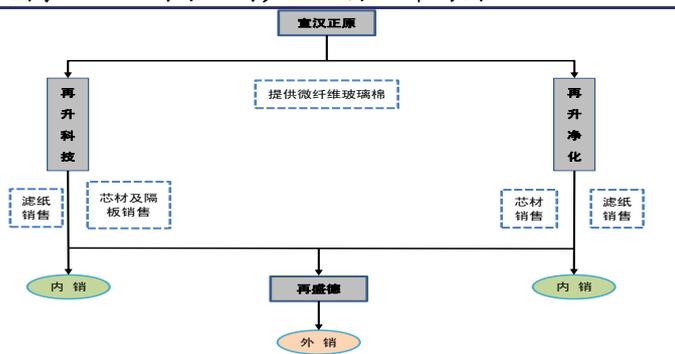
数据来源：公司招股说明书、兴业证券研究所

图表4. 公司2014年上半年毛利润构成



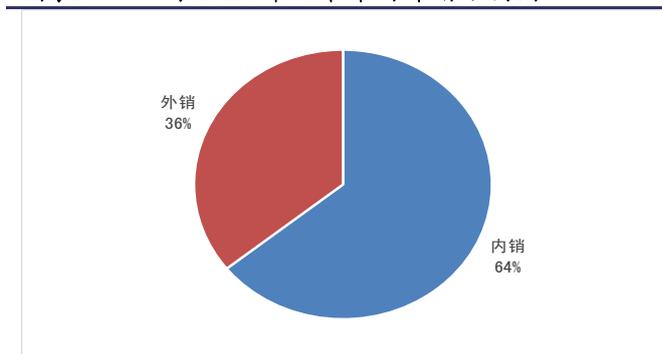
数据来源：公司招股说明书、兴业证券研究所

图表5. 公司子公司产业链分工布局图



数据来源：公司招股说明书、兴业证券研究所

图表6. 公司 2014 年上半年内外销结构图



数据来源：公司招股说明书、兴业证券研究所

图表7. 公司主要经营指标

	单位	2011	2012	2013	2014H1
主营业务收入	万元	15099	15141	20524	10385
玻璃纤维滤纸	万元	8965	8924	12151	5944
芯材及隔板	万元	6102	5969	7546	3012
玻璃纤维棉	万元	32	248	827	1429
净利润	万元	3221	1262	2569	2051
玻璃纤维滤纸：产能	吨	1854	2265	2265	1286
产量	吨	1939	1957	2543	1376
销量	吨	1783	1812	2481	1234
收入	万元	8965	8924	12151	5944
毛利率	%	43.3%	36.9%	41.8%	49.8%
芯材及隔板：产能	吨	3450	4012	4502	2308
产量	吨	3246	3501	4366	1983
销量	吨	3410	3376	4439	1881
收入	万元	6102	5969	7546	3012
毛利率	%	31.3%	25.6%	21.7%	26.8%
玻璃纤维棉：产能	吨		1067	6184	6000
产量	吨		1101	5920	5918
内部采购用量	吨		836	4559	3244
其中对外销量	吨		123	613	2000
收入	万元		248	827	1429
毛利率	%		27.1%	31.2%	37.4%

数据来源：公司招股说明书，兴业证券研究所。

1.3 发展战略：产能扩充、新产品研发及渠道构建并举

未来三年，公司将充分利用已有的技术、研发和市场优势，以规模扩张为主线，**进一步提高玻纤滤纸和真空绝热板芯材的市场占有率**。这次募投的两个项目只是公司产能扩充第一步，当前玻纤滤纸和真空绝热板行业都将迎来快速发展阶段，未来需求将得到快速提升，公司产能扩充会持续进行。

公司在普通空气过滤和冰箱用真空绝热板芯材方面已形成了较完整的产品系列，未来公司将**重点研发**用于特殊环境的具有特殊功能的玻璃纤维滤纸以及超薄、低导热系数真空绝热板芯材。

未来市场开拓仍将积极布局国内和海外市场：在玻璃纤维滤纸应用领域，公司拟加大对知名外资过滤器厂商的营销力度；在先进制造业比较集中的华东地区，公司将在苏州办事处的基础上建立华东销售分公司，销售网络辐射上海、江苏和浙

江等省市。在国际市场，公司拟通过专业展会和研讨会的方式进行宣传，条件成熟时设立经销网点来开拓新市场。

2、微玻纤棉制品行业需求前景广阔

2.1 先进制造业大发展打开玻纤滤纸天花板，行业迎来新机遇期

全球精密制造业开始向中国转移。我国目前处于产业结构调整 and 升级换代阶段，越来越多的先进制造业跨国企业向我国迁移。像微电子、生物制药、高端装备制造、新能源、新材料等先进制造业对生产环境的洁净度要求较高，而以玻纤滤纸为过滤介质的高效过滤器又是洁净室的核心部件之一，未来随着产业升级进程的加快，无论是原有洁净厂房的替换需求还是新建需求都会快速提升，行业迎来快速发展期。

图表8. 玻璃纤维滤纸作为过滤介质的过滤器的具体应用领域

分类	功能和作用	应用领域
创建洁净生产环境（洁净厂房）	防止大气灰尘、人体排泄物和滋生菌类等进入生产车间，影响产品质量	电子、航天航空、光伏、药品、食品、化妆品、喷涂、核电、精细化工、生物化学、精密仪器仪表等行业
创建洁净生活和生存环境（洁净空间）	防止烟雾、粉尘、细菌、生化武器等对生命体造成伤害	家庭、办公场所、医院、博物馆、图书馆、军用个体器械、军用集体防护设备、人防工程、除尘设备以及火车、飞机、航天飞行器的客舱等
创建洁净运行环境	防止颗粒物磨损机器设备的缸体	汽车、装载机、挖掘机、战车、战舰、铁路机车、飞机、运载火箭等的发动机

数据来源：公司招股说明书，兴业证券研究所。

图表9. 2010 年以来 8 代及以上芯片生产线

项目名称（2010 年以来）	总投资额（亿元）	洁净室投资额（亿元）
韩国 LG8 代线项目（广州）	265	39.75
夏普 8 代线项目（南京）	300	45
三星 8 代线项目（苏州）	220	33
龙腾控股 8.5 代线项目（昆山）	230	34.5
奇美 8.5 代线项目（佛山）	236	35.4
京东方 8 代线项目（北京）	280	42
华晶光电 8.5 代线项目（深圳）	245	36.75
合计	1776	266.4

数据来源：公司招股说明书，兴业证券研究所。

另外，新版药品 GMP 论证的实施也为玻璃纤维滤纸带来了新的需求。据新版药品 GMP 认证的相关规定，自 2011 年 3 月 1 日起，药品生产企业现有和新建（改、扩建）车间都应符合新版药品 GMP 的要求，而无菌药品生产更是本次修订的重点要求。简单说来就是国内大部分注射剂和部分冻干粉针生产企业要满足上述生产条件，必须对原有洁净厂房进行改造，而对无菌生产的要求越高，作为最高效过滤纸的玻璃纤维滤纸，其需求就越大。

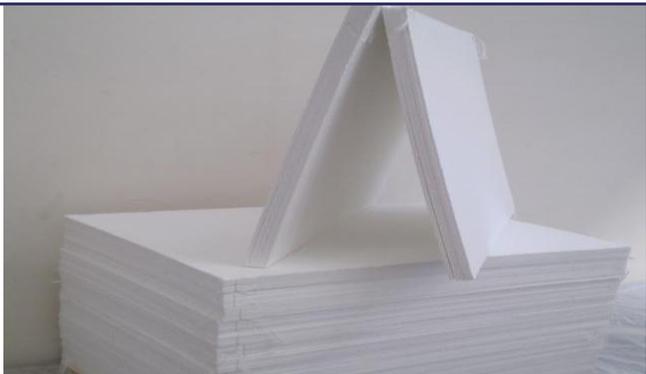
空气质量的持续恶化引发家庭空气过滤器需求的爆发式增长。随着近年来国内严重雾霾天气的增多导致了人们对 PM 2.5 的认知度大幅提升，家用和车用的空气净化器需求大幅增加，而作为高效空气净化器最主要的过滤介质，玻纤滤纸的需求也同步快速增加。

2.2 真空绝热板节能环保优势凸显

与传统保温材料相比，真空绝热板具有节能与环保双重优点。目前真空绝热板主要应用于冰箱、冰柜等保温领域，但全球仅有 3% 的冰箱、冰柜使用真空绝热板作为保温材料，原因主要是因为成本太高。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真空绝热板的研发力度，真空绝热板的制造成本显著降低，而强制性节能环保政策也促使家电企业用真空绝热板作为保温材料，作为真空绝热板核心器件的芯材未来市场空间巨大。

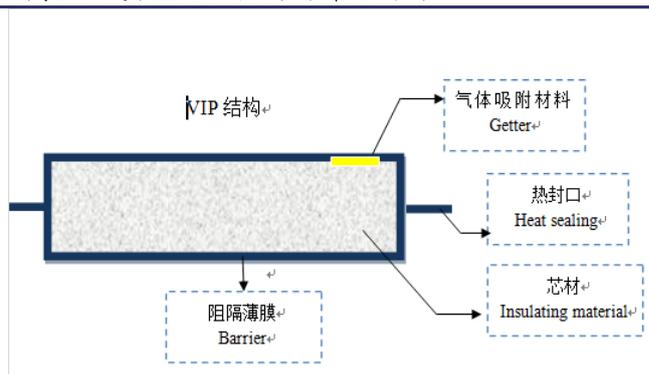
另一方面，含氢氯氟烃的硬质聚氨酯泡沫面临淘汰也将拉动真空绝热板芯材的需求。硬质聚氨酯泡沫是目前市场上最常用的保温材料之一，也是冰箱、冰柜等制冷设备中占比最高的保温材料。但最近被发现其在生产过程中产生的氢氯氟烃（HCFCs）会破坏臭氧层，其后在第 29 次联合国缔约方会议上决定加快 HCFCs 淘汰的步伐，并以 2009 年和 2010 年全球 HCFCs 平均生产和消费量为基数，2013 年产量和消费量不能高于此基数，并在 2015 年削减 10%，2020 年削减 35%，2025 年削减 67.5%，直到 2030 年完全淘汰。

图表10. 真空绝热板外观



数据来源：公司招股说明书、兴业证券研究所

图表11. 真空绝热板的内部结构图



数据来源：公司招股说明书、兴业证券研究所

2.3 玻纤滤纸行业竞争有序，公司是龙头企业之一

玻璃纤维滤纸行业是一个专业性比较强的行业，进入门槛较高。行业的竞争主要体现在现有企业在技术、品质、产能及价格等方面的竞争。且不存在明显的销售半径，大型龙头企业往往都是跨区域甚至是跨国经营，目前国际上具有一定规模的玻璃纤维滤纸生产企业数量不多，主要包括美国的 H&V、Lydall、芬兰的 Ahlstrom、法国的 Dumas、日本的 Hokuetsu 等。

国内竞争主要就是知名外企和本土企业的竞争。本土企业依靠能源成本（与天然气企业签订协议价格）和人力成本等优势建立价格优势，在中低端市场上有一定的份额；而知名外企在技术和产品设计等方面有明显的优势。整体上玻纤滤纸行业竞争相对有序，盈利空间也比较大，毛利率较高。公司是国内龙头企业之一。

2.4 绝热板及芯材行业较新，公司具有先发优势

真空绝热板行业是较新的行业，生产企业少。国际上除了一些大型家电企业为了

满足自身要求而生产芯材外，主要就是业务较为专一的真空绝热板及芯材企业。公司是国内最早进入绝热板芯材行业的企业之一，有一定先发优势。

图表12. 2011 年全球主要真空绝热板生产企业的产量

公司名称	公司所在地	年产（吨）	该企业的主要客户	备注
LG Hausys	韩国	4,000	LG, GE	其生产的真空绝热板和芯材
TOSHIBA	日本	3,000	TOSHIBA	主要满足自身需求，亦向其
PANASONIC	日本	5,000	PANASONIC	其他企业采购真空绝热板和芯
HITACHI	日本	2,000	HITACHI	材。
福建赛特新材股份有限公司	中国	3,000	惠而浦、海信、西门子等	自产+外购
滁州银兴电气有限公司	中国	3,000	GE	芯材主要从其他企业采购
成都思摩纳米技术有限公司	中国	2,000	海尔	芯材主要从其他企业采购
苏州宏大方圆玻璃棉有限公司	中国	1,000	LG 等	自产+外购

数据来源：公司招股说明书，兴业证券研究所。

真空绝热板芯材细分行业与冰箱、冰柜行业具有相似的季节性，冬季销量较小，夏季较大。另外，由于真空绝热板在国内规模化生产只有几年的历史，在著名冰箱企业开发新产品时，往往与真空绝热板芯材企业密切配合，共同开发和研究新型绝热保温材料。因此，真空绝热板芯材的最终客户一旦认可某个公司生产的真空绝热板芯材，一般很少更换供应商，客户粘性较高。

3、创新能力国内领先，产业链一体化走向世界

3.1 创新理念先进，制度完善，体系健全

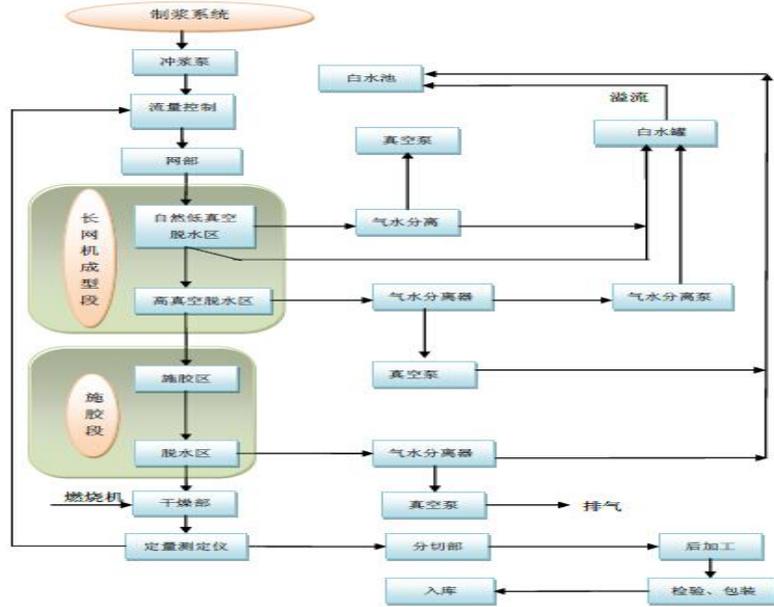
公司很早就建立了科学的创新制度和创新体系，创新和技术能力在国内处于领先地位。在创新制度方面，公司遵循“创新在于细节，人人参与创新”的理念，将创新纳入员工业绩考核之中，创新成果占季度考评和年度考核的比重达到 15%。在创新体系方面，公司建立了一套从新产品研究开发到成功商业化应用的产品创新体系，形成了新产品调研、方案可行性分析、工艺配方和工艺流程设计、新产品试制、市场推广等系统运行机制。

经过持续自主创新积累，公司技术优势明显。截止到 2014 年上半年，公司已获得国家授权专利 15 项，其中，发明专利 11 项，实用新型专利 4 项，获得的国家授权发明专利全部为产品制备方法专利。另外公司董事长郭茂先生在玻纤滤纸和真空绝热板芯材方面有技术专长。

3.2 独特的全生产流程的工艺技术优势+完整检测手段

公司的玻纤滤纸在制浆工段、成型工段、施胶工段、烘干工段、分切工段等每一个生产工段均形成了独特的工艺技术，其构成了潜在竞争对手进入的壁垒。

图表13. 玻璃纤维滤纸生产工艺流程图



数据来源：公司招股说明书，兴业证券研究所。

另一方面，行业领先的检测能力也是公司产品质量的重要保障。公司是行业内少数具有全产业链检测手段的企业，玻璃微纤维应用技术研发中心的检测范围覆盖原材料、产成品、新产品以及部分终端产品，被重庆市经济和信息化委员会等部门认定为“重庆市认定企业技术中心”。

3.3 产业链条一体化+面向全球的市场销售

公司已形成了从上游玻璃纤维玻璃棉到下游滤纸和真空绝热板芯材的完整产业链条。产业链的一体化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，并能帮助公司保证并持续提升原材料的品质。

另外，公司除在国内销售外，还将产品销往韩国、欧洲、美国、土耳其、俄罗斯等世界多国。在产品推广的过程中，公司积累了广泛的客户基础，储备了丰富的内外贸销售人才，形成了面向全球的市场销售开拓体系。

4、募投项目

本次 IPO 公司拟募集 1.34 亿元，发行不超过 1700 万股，主要用于在公司现有玻璃纤维滤纸和真空绝热板芯材业务基础上的扩建，包括在 1) 现有厂房的基础上改扩建厂房，引进国内外关键设备，新建玻纤滤纸和真空绝热板芯材生产线；(2) 在现有厂房和研发中心的基础上，引进国内外检测设备，建立新的洁净与环保技术研发测试中心，增加具有前瞻性的超滤膜技术实验室，并建设设计信息化平台。

图表14. 募投项目具体情况

项目名称	产能 (吨/年)	投资总额 (万元)	拟使用募集资金 (万元)	建设期(月)	销售净利率	内部收益率
新型高效空气滤料扩建项目	2200	9203	6400	12 个月	21.25%	25.63%
年产 5000 吨真空绝热板芯材	5000	5671	3200	17 个月	14.69%	19.7%

洁净与环保技术研发测试中心
合计

2836
17710

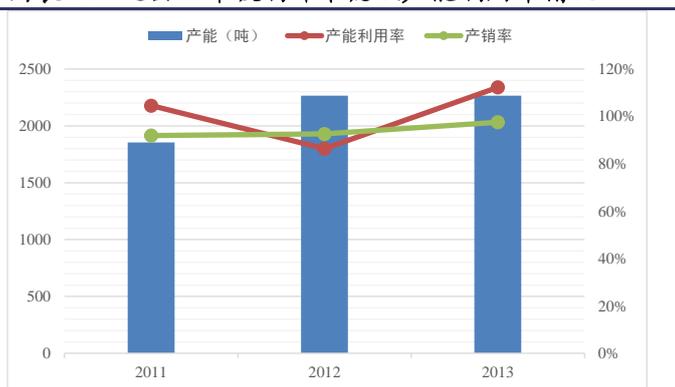
827
10427

24个月

数据来源：公司招股说明书，兴业证券研究所。

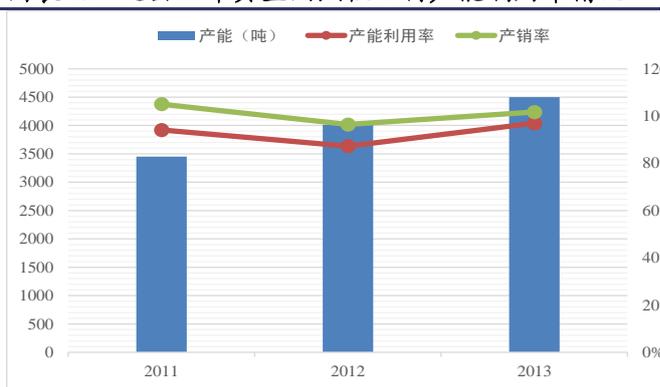
公司产能扩张迫在眉睫，募投项目实施后，玻璃纤维滤纸产品、芯材产品的产能扩张约1倍左右，其中玻璃纤维滤纸产能将增加到4465吨/年，绝热板芯材9500吨/年。尽管近年来公司产能在不断扩张，但玻璃纤维滤纸与芯材产品的产能利用率与产品产销率均已达到了极限，募投项目实施后，可以扭转公司目前的产能不足、承接订单能力有限的局面，抓住行业快速发展的机遇，巩固并增强市场地位。

图表15. 过去三年玻璃纤维滤纸产能利用率情况



数据来源：公司招股说明书，兴业证券研究所

图表16. 过去三年真空隔热板芯材产能利用率情况



数据来源：公司招股说明书，兴业证券研究所

5、公司财务表现和盈利预测

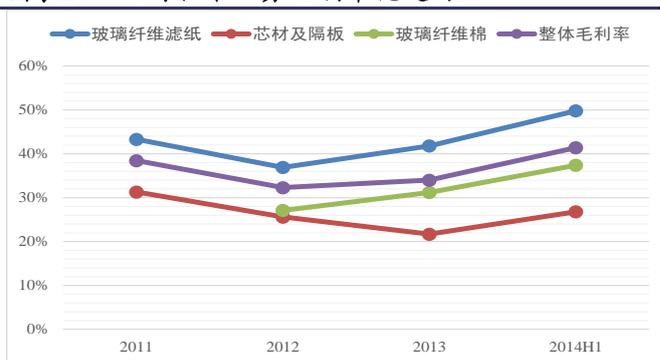
5.1 财务表现：收入和盈利趋势向上，资产周转能力较强

从2013年开始，随着再升净化被动停产搬迁的影响消失，新生产线运行逐渐稳定且产能逐步释放，公司收入大幅提升，盈利能力也有所提升；到了2014年上半年，在微纤维玻璃棉对外销售规模与毛利率均较快增长的同时，公司自产的低成本微纤维玻璃棉还很好地满足了滤纸和芯材两大主营产品原材料需求，目前公司微纤维玻璃棉的自给率已达到90%以上。因此，2014年1-6月在主营业务收入同比增长6.87%的同时，营业成本却同比下降4.69%，公司业务毛利率、营业利润等快速提升，综合毛利率已经超过了41%，净利率也达到了19.65%。

图表17. 公司从2013年开始收入大幅提升



图表18. 公司各个业务毛利率稳定向上



数据来源：公司招股说明书、兴业证券研究所

数据来源：公司招股说明书、兴业证券研究所

公司资产管理能力良好,周转能力较强。2013年公司全年的应收账款周转率为4.62次,存货周转率5.78次,两者都要明显高于行业平均水平。

图表19. 资产流动性与可比公司对比情况

公司名称	应收账款周转率			存货周转率		
	2011	2012	2013	2011	2012	2013
长海股份	7.17	8.02	7.87	8.59	10.53	11.48
中国玻纤	-	3.81	3.54	-	2.11	2.15
三维丝	2.47	2.05	2.46	2.73	2.43	3.8
中材科技	3.05	2.53	2.66	2.91	2.82	3.05
平均	4.23	4.1	4.12	4.75	4.47	5.12
公司	6.15	3.92	4.62	6.28	5.03	5.78

数据来源：公司招股说明书，兴业证券研究所。

公司财务杠杆较低,现金流也比较稳定。2013年公司资产负债率27.66%明显低于行业平均值43%,而经营性净现金流与收入的比率为8.8,虽然略低于行业平均水平,但整体也算比较稳定。

图表20. 营运能力与可比公司对比情况

公司名称	经营性净现金流/营业收入			资产负债率(%)		
	2011	2012	2013	2011	2012	2013
长海股份	23.42	28.69	12.91	12.43	23.45	29.24
中国玻纤	25.22	22.12	27.37			
三维丝	-26.84	19.32	11.97	37.36	41.76	40.1
中材科技	-11.44	5.37	-0.88	48.15	54.74	59.85
平均	2.59	18.88	12.84	32.65	39.98	43.06
公司	16.45	14.68	8.81	25.01	25.24	27.66

数据来源：公司招股说明书，wind，兴业证券研究所。

5.2 盈利预测

图表21. 公司盈利预测假设

		2013	2014E	2015E	2016E
玻璃纤维滤纸:	有效产能(吨)	2265	2500	3200	4500
	销量(吨)	2481	2650	3500	4800
	单价(元/吨)	48962	48200	47500	47000
	收入(万元)	12151	12773	16625	22560
	毛利率(%)	41.80%	50.00%	48.00%	46.50%
	毛利润(万元)	5081	6387	7980	10490
芯材及隔板:	有效产能(吨)	4502	4502	6000	8800
	销量(吨)	4439	4500	5600	8500
	单价(元/吨)	17000	16000	16000	15500
	收入(万元)	7546	7200	8960	13175
	毛利率(%)	21.70%	26.00%	26.00%	25.00%
	毛利润(万元)	1639	1872	2330	3294
玻璃纤维棉:	有效产能(吨)	6184	12000	12000	12000
	总销量(吨)	5172	11000	11000	11000
	对外销量(吨)	613	3500	4500	4500
	单价(元/吨)	13499	7150	6800	6500

	收入(万元)	827	2503	3060	2925
	毛利率(%)	31.20%	37.50%	36.00%	35.00%
	毛利润(万元)	257	938	1102	1024
合计:	收入(万元)	20524	22476	28645	38660
	yoy(%)	35.50%	9.51%	27.45%	34.96%
	毛利润(万元)	6978	9197	11411	14808
	yoy(%)	42.70%	31.80%	24.08%	29.77%
	毛利率(%)	34.00%	40.92%	39.84%	38.30%

图表22. 公司盈利预测结果

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	206	225	286	387
增长率	34.1%	9.2%	27.4%	35.0%
营业利润(百万元)	30	47	58	77
增长率	29.9%	56.5%	23.1%	32.5%
净利润(百万元)	26	41	49	64
增长率	101.4%	61.1%	17.8%	31.5%
最新摊薄每股收益(元)	0.50	0.81	0.71	0.94
每股净资产(元)	3.25	4.06	4.72	5.98
动态市盈率(倍)	0	0	0	0
市净率(倍)	0	0	0	0

数据来源: 兴业证券研究所整理

未来行业进入快速发展期,公司作为行业内少有的全产业链布局企业将充分受益,随着产能大幅扩充,我们预计公司2014-2016年营业收入分别为2.25亿元、2.86亿元、3.87亿元,分别同比增长9.2%、27.4%、35%。预计公司2014-2016年归属于上市公司股东净利润分别为0.41亿元、0.49亿元、0.64亿元,同比增长61.1%、17.8%、31.5%,对应EPS(从15年开始按发行1700万股全面摊薄)分别为0.81元、0.71元、0.94元。

我们以4家建材公司(长海股份、中国玻纤、东方雨虹、伟星新材)作为类比公司,采用相对估值法对公司进行估值。结合行业发展前景及公司竞争优势,我们认为可以给予公司2015年20-25倍的PE估值水平,根据公司募集资金制度安排,对应合理价格为14.2-17.75元。

图表23. 类比公司相对估值水平(2015.1.19)

	股价 (1/14)	EPS(元)			PE		
		2013	2014	2015E	2013	2014	2015E
长海股份	23.51	0.88	0.81	1.13	27	29	21
中国玻纤	13.94	0.37	0.51	0.72	38	27	19
东方雨虹	35.1	1.01	1.43	2.00	35	24	18
伟星新材	17.01	0.95	0.89	1.13	18	19	15
均值					29.5	24.8	18.3

数据来源: wind, 兴业证券研究所。

风险提示: 技术人员及工艺配方流失、未决诉讼可能引发负面影响

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	103	129	165	224
货币资金	13	27	34	46
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	41	47	60	81
其他应收款	6	6	8	11
存货	25	24	31	43
非流动资产	126	139	221	259
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	107	120	193	232
在建工程	4	6	14	14
油气资产	0	0	0	0
无形资产	14	13	13	13
资产总计	229	268	386	483
流动负债	57	46	50	57
短期借款	29	29	29	29
应付票据	3	0	0	0
应付账款	17	8	11	17
其他	8	9	10	11
非流动负债	6	8	8	8
长期借款	0	0	0	0
其他	6	8	8	8
负债合计	63	54	58	65
股本	51	51	68	68
资本公积	48	48	101	130
未分配利润	60	98	138	190
少数股东权益	0	0	0	1
股东权益合计	166	207	321	407
负债及权益合计	229	261	379	472

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	26	41	49	64
折旧和摊销	0	6	8	12
资产减值准备	0	0	0	0
无形资产摊销	0	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	0	2	1	1
投资损失	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	0	23	25	40
经营活动产生现金流量	18	29	33	36
投资活动产生现金流量	-33	-19	-90	-50
融资活动产生现金流量	7	-2	64	21
现金净变动	-7	8	7	7
现金的期初余额	17	13	27	34
现金的期末余额	10	20	34	41

利润表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	206	225	286	387
营业成本	136	133	172	239
营业税金及附加	2	2	2	3
销售费用	13	17	22	27
管理费用	19	22	27	37
财务费用	3	2	1	1
资产减值损失	2	3	3	3
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	30	47	58	77
营业外收入	2	2	2	2
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	32	49	60	79
所得税	6	8	11	15
净利润	26	41	49	64
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	26	41	49	64
EPS(元)	0.50	0.81	0.71	0.94

主要财务比率

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长性				
营业收入增长率	34.1%	9.2%	27.4%	35.0%
营业利润增长率	29.9%	56.5%	23.1%	32.5%
净利润增长率	101.4%	61.1%	17.8%	31.5%
盈利能力				
毛利率	34.0%	40.9%	39.8%	38.3%
净利率	12.4%	18.3%	17.0%	16.5%
ROE	15.4%	19.9%	15.1%	15.7%

偿债能力

资产负债率	27.7%	20.7%	15.3%	13.7%
流动比率	1.80	2.80	3.32	3.97
速动比率	1.36	2.28	2.69	3.21

营运能力

资产周转率	0.98	0.90	0.88	0.89
应收帐款周转率	5.86	5.08	5.34	5.47

每股资料(元)

每股收益	0.50	0.81	0.71	0.94
每股经营现金	0.36	0.56	0.49	0.54
每股净资产	3.25	4.06	4.72	5.98

估值比率(倍)

PE	0	0	0	0
PB	0	0	0	0

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
- 中 性: 相对表现与市场持平
- 回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
- 增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
- 中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;
- 减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人		邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨 忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王 政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯 诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王 溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾 超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	李 丹	010-66290223	lidan@xyzq.com.cn
肖 霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴 磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层 609 (100033) 传真: 010-66290200					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李 昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨 剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐 皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyaqi@xyzq.com.cn			
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
徐 瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					

【信息披露】

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

【法律声明】

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“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客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。