

再升科技 (603601)

2015年1月14日

领先的玻璃纤维滤纸和真空绝热板芯材制造商

公司从事研发、生产和销售玻纤及制品，是国内领先的玻纤滤纸与真空绝热板芯材制品企业。

主要财务数据及预测

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入 (万元)	15343	20578	25003	29640	38810
归母净利润 (万元)	1271	2559	4442	4918	5938
毛利率 (%)	32	34	37	36	35
净利润增速 (%)	-61	101	74	11	21
发行后摊薄每股收益 (元)	0.19	0.38	0.65	0.72	0.87

资料来源：公司招股书，海通证券研究所

- 专注生产微纤维玻璃棉制品。**公司主要产品包括微纤维玻璃棉、玻璃纤维滤纸、真空绝热板（简称“VIP”）芯材。2013年公司收入为2.06亿元，同比增加34.12%，归属母公司净利润为2559万元，同比增加101.42%。公司为国内该行业前三甲的企业；真空绝热板芯材市场发展较晚、行业规模较小，尚无权威市场数据，但根据全球真空绝热板需求数据推算，公司市占率超过10%，处于行业领先地位。
- 具备技术优势的产业链一体化企业。**公司通过借鉴国外先进经验，使公司在短时间内缩小了与全球同行业知名企业的差距。公司在每个生产工段均形成了独特的工艺技术，对潜在竞争对手形成极大的进入壁垒。公司严格要求产品质量，其制定的企业标准《玻璃纤维高效空气滤纸》高于行业及军用同类产品标准，获得了客户的认可。公司拥有包括上游微纤维玻璃棉到下游滤纸和VIP芯材的完整产业链条，这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，保证并持续提升原材料的品质。公司也是行业内为数不多的形成完整产业链条的企业。
- 下游市场潜力巨大。**玻璃纤维滤纸应用于电子、医疗、军工等精细化生产，我国玻纤滤纸起步较晚，加之下游高速发展，此外，空气质量下降也导致对以玻纤滤纸为主要过滤介质的空气净化器的销售产生推动，我们预计未来五年仍将保持40%以上的复合增速。真空绝热板具有导热系数低、保温层厚度薄、体积小、重量轻、制造过程无氟以及容易回收再利用等优势，近几年伴随真空绝热板及其芯材制造成本的显著下降，也催生了对该产品的需求，我们预计伴随环保压力的加大，真空绝热板将逐步替代传统保温材料硬质聚氨酯泡沫，未来五年将保持35%以上高速增长。
- 募投项目。**公司2013年拥有玻纤滤纸产能2265吨/年，芯材4502吨/年，公司拟募集1.34亿元，发行不超过1700万股，占本次发行后总股本比例25.00%，用于2200吨/年滤纸项目、5000吨/年芯材项目以及洁净与环保技术研发测试中心。该项目预计建设12-24个月，达产后收入和利润将有较大幅度增长。上述项目为公司成熟产品，投产后可增加公司产能一倍。
- 估值与投资建议：**我们预计再升科技 2014/2015/2016 摊薄后对应的 EPS 为 0.65 元、0.72 元和 0.87 元。根据市盈率估值方法，我们建议给予公司 2014 年 21-25 倍估值，相应合理估值为每股 13.65-16.25 元。根据目前新股发行规则，建议询价价格为 7.88 元，对应 2014 年估值为 12.12 倍，符合证监会规定。
- 风险提示：**未能及时研发新产品被市场淘汰的风险，核心技术人员及配方流失。

股票价格

建议询价价格	7.88 元
合理价值区间	13.65-16.25 元

股本结构

总股本 (万股)	6800
流通 A 股 (万股)	1700
B 股/H 股 (万股)	0/0

重要日期

网上申购日	1 月 14 日
预计上市日期	1 月 19 日

建材行业分析师

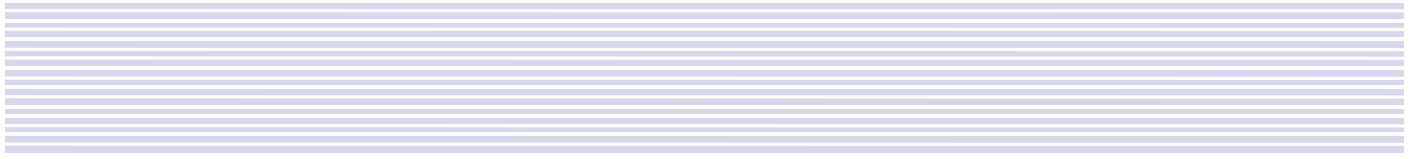
周煜
SAC 执业证书编号：
S0850513120001
电话：021-23219972
Email: zy9445@htsec.com

建材行业核心分析师

邱友峰
SAC 执业证书编号：
S0850514110001
电话：021-23219415
Email: qyf9878@htsec.com

目 录

1. 再升科技简介	4
1.1 再升科技：国内领先的玻璃纤维滤纸和真空绝热板芯材制造商	4
1.2 再升科技 IPO 前后股本结构	5
2. 微玻纤棉行业快速增长，行业空间广阔	6
2.1 微纤维玻璃棉为玻纤行业细分行业	6
2.2 玻纤滤纸范围广阔，市场前景良好	7
2.3 真空绝热板芯材需求增加受益节能环保要求提高	8
2.4 滤纸行业有序竞争，绝热板及芯材行业刚刚起步	8
3. 重视创新、工艺独特的玻纤制品企业	9
3.1 持续重视创新，技术优势明显	9
3.2 工艺独特的产业链一体化企业	10
3.3 质量控制严格、检测手段完整	11
4. 募投项目	12
5. 盈利预测	13
6. 估值分析与投资建议	14
7. 投资风险	15



图目录

图 1 再升科技组织结构图	4
图 2 再升科技 2013 年主营业务收入结构	5
图 3 再升科技 2013 年毛利结构	5
图 4 再升科技近三年主营业务收入结构 (万元)	5
图 5 再升科技近三年毛利率水平 (%)	5
图 6 公司业务范围	6
图 7 真空绝热板芯材生产工艺流程图	10

表目录

表 1	再升科技 IPO 前后股权结构.....	5
表 2	玻纤产品主要特性及用途.....	6
表 3	2010 年以来 8 代及以上芯片生产线.....	7
表 4	整治 PM2.5 时间表.....	8
表 5	全球环保与反氟日益严格.....	8
表 6	2011 年全球主要真空绝热板生产企业产量.....	9
表 7	公司取得专利.....	10
表 8	湿法成网技术工艺过程及公司优势.....	11
表 9	公司与行业玻纤滤纸标准.....	11
表 10	公司募投项目.....	12
表 11	公司主要产品产能利用率及产销率.....	12
表 12	再升科技主要产品盈利预测.....	13
表 13	建材行业市盈率相对估值比较.....	14
表 14	发行价情景假设.....	14

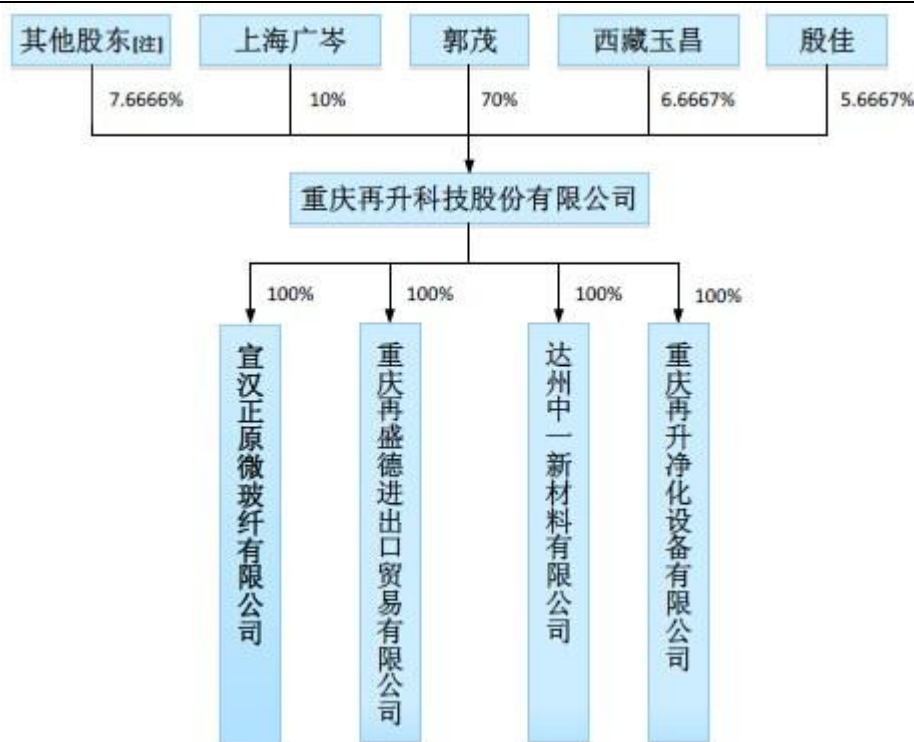
1. 再升科技简介

1.1 再升科技：国内领先的玻璃纤维滤纸和真空绝热板芯材制造商

公司前身为重庆再升科技发展有限公司，成立于 2007 年 6 月 28 日，注册资本 100 万元，全部由郭茂先生以现金出资。2011 年 3 月 6 日，公司整体变更为股份有限公司，公司控股股东及实际控制人为郭茂，现任公司董事长兼总经理。

公司拥有四家控股子公司，分别是重庆再升净化设备有限公司，重庆再盛德进出口贸易有限公司、宣汉正原微玻纤有限公司和达州中一新材料有限公司。

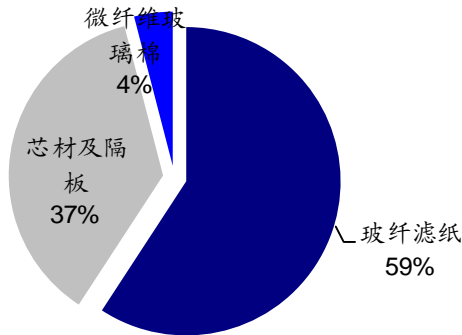
图 1 再升科技组织结构图（发行前）



资料来源：公司招股书，海通证券研究所

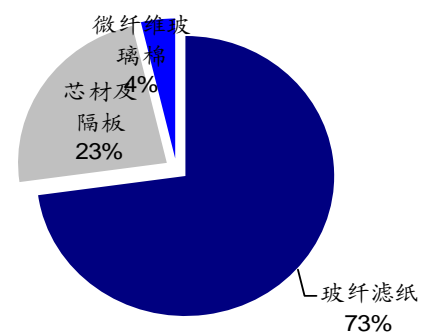
公司 2013 年完成主营业务收入 2.06 亿元，实现净利润 2558.65 万元。其中微纤维玻璃棉、玻璃纤维滤纸与真空绝热板（简称“VIP”）芯材为公司核心业务。玻纤滤纸毛利率水平最高，达到 41.82%，占主营业务收入的 59.20%，占毛利总额的 72.81%。

图 2 再升科技 2013 年主营业务收入结构



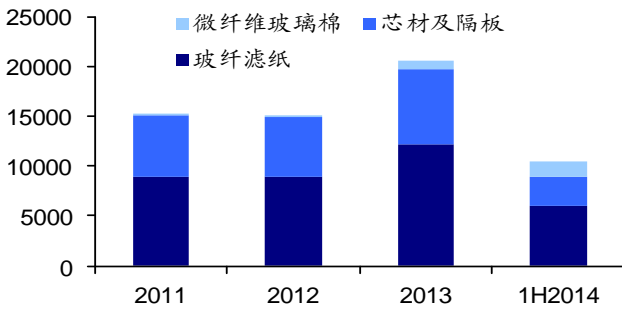
资料来源：公司招股书，海通证券研究所

图 3 再升科技 2013 年毛利结构



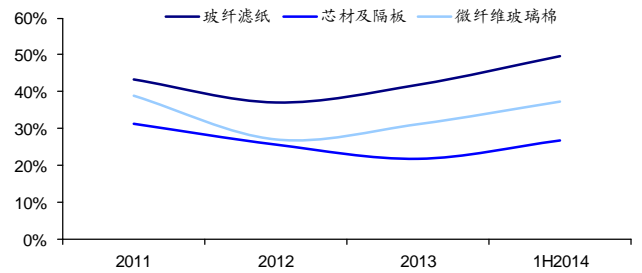
资料来源：公司招股书，海通证券研究所

图 4 再升科技近三年主营业务收入结构 (万元)



资料来源：公司招股书，海通证券研究所

图 5 再升科技近三年毛利率水平 (%)



资料来源：公司招股书，海通证券研究所

1.2 再升科技 IPO 前后股本结构

公司本次 IPO 计划发行 1700 万股。本次发行后，总股本为 6800 万股，新发股份占 IPO 后总股本的 25.00%。

表 1 再升科技 IPO 前后股权结构

股东类别	发行前		发行后		限售期
	股数 (万股)	比例 (%)	股数 (万股)	比例 (%)	
一、有限售条件流通股					
郭茂	3570	70.00	3570	52.50	36 个月
上海广岑投资中心	510	10.00	510	7.50	12 个月
西藏玉昌商务咨询	340	6.67	340	5.00	12 个月
殷佳	289	5.67	289	4.25	12 个月
陈志雄	85	1.67	85	1.25	12 个月
邓刚	85	1.67	85	1.25	18 个月
张汉成	85	1.67	85	1.25	12 个月
向宓	85	1.67	85	1.25	12 个月
芹弘	51	1.00	51	0.75	12 个月
二、本次发行流通股	-	-	1700	25.00	
合计	5100	100.00	6800	100.00	

资料来源：公司招股书，海通证券研究所

本次发行后，公司的实际控制人郭茂持有公司的股份比例由 70.00% 将下降至

52.50%，但仍处于绝对控股地位。

2. 微玻纤棉行业快速增长，行业空间广阔

2.1 微纤维玻璃棉为玻纤行业细分行业

玻璃纤维是一种无机非金属材料，诞生于 20 世纪 30 年代，历经几十年发展，形成了品类繁多的产品，按长度分为玻璃棉、定长纤维及连续纤维，按玻璃成分，分为无碱、中碱、高碱、高强度及耐碱玻璃纤维等品种。由于具有众多优越特性，应用于国民经济建设的各个领域。

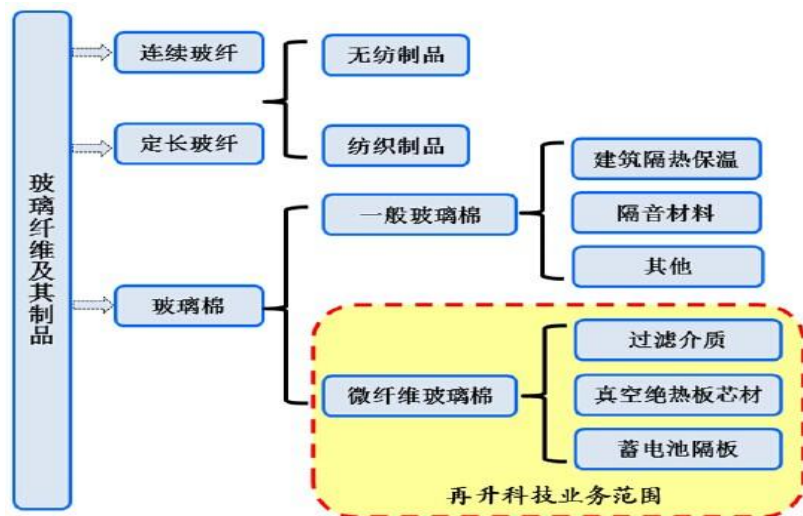
表 2 玻纤产品主要特性及用途

种类	特性	主要应用范围
无碱	高强度、电绝缘性强、耐高温、不耐酸与强碱	玻璃钢增强材料、电绝缘材料、轮胎帘子线
中碱	高强度、电绝缘性差、耐高温、耐酸	酸性过滤布及石油、化工管等耐腐蚀器皿
高碱	强度差，耐水性差，耐酸性好	耐酸蓄池隔板、酸雾过滤、电镀槽
高强度	拉伸强度高、成本高、电绝缘、耐高温、疲劳极限高	螺旋桨、防弹衣等
耐碱	可设计性强、耐碱性好、弹性模量易成型	高性能增强（水泥）混凝土
电子	拉伸强度高、电绝缘性、尺寸稳定性、耐热、耐腐蚀	覆铜板等电子行业

资料来源：OC，海通证券研究所

玻纤产品主要通过矿石、化工原料的加工，制成玻璃纤维，再将其制作成玻纤织物及玻纤无纺布等制品，广泛应用于各种下游行业。相对于其他玻璃纤维及制品，玻璃棉及其制品的市场规模相对较小。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。公司生产的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 AGM 隔板、玻璃纤维滤纸和真空绝热板芯材。

图 6 公司业务范围



资料来源：公司招股书，海通证券研究所

玻璃纤维滤纸作为过滤介质起源于上世纪四十年代，可以高效过滤空气，广泛应用

于电子、医疗、制药、食品、核电、军工等行业。我国玻纤滤纸行业起步较晚，但自 2000 年以来，伴随上述行业的高速发展，拉动了过滤器行业的发展，对玻纤滤纸需求随之上升。

真空绝热板发明于上世纪七十年代，以气相二氧化硅为芯材，将 2 英寸厚度的绝热板应用于 6 英寸厚的墙体上，经过数十年来对芯材和真空封装材料的筛选和优化，加之 2008 年金融危机后，欧美国家将低碳和节能环保产业作为重振经济的战略选择，真空绝热板在冰箱、冰柜上的应用快速启动。我国真空绝热板的研究和开发也较晚，自 2008 年以来，国内部分企业开始批量生产真空绝热板及芯材。2011 年，中国家用电器协会正式开始起草《家用制冷器具用真空绝热板行业标准》。

2.2 玻纤滤纸范围广阔，市场前景良好

玻璃纤维滤纸的需求主要由新增需求、更换需求与替换需求等三部分构成。根据中国技术市场协会过滤与分离专业委员会和 Mcllvaine 公司的市场统计分析，2006-2010 年，我国玻璃纤维滤纸的市场需求年均复合增长率达 40%；玻璃纤维滤纸产品主要用于环保与空气净化，服务于微电子、生物制药、高端装备制造、新能源、新材料等新兴产业，受国家战略性新兴产业规划、大气污染治理等有利因素的影响。

玻璃纤维滤纸用于对洁净度要求较高的环境，主要使用在创建洁净的生产环境、生活环境、生存环境和运行环境。玻璃纤维滤纸是洁净厂房建设的重要原材料与重要耗材（当玻璃纤维滤纸的通风阻力达到初始值的两倍时，一般需要更换玻璃纤维滤纸）。

伴随我国电子、医疗、制药、食品、核电、军工等行业的快速发展，也推动了玻璃纤维滤纸未来需求的增长。2010 年以来，我国有 20-30 条芯片生产线在建，投产后，我国将有 70 条左右的芯片生产线，其中 8 代及以上芯片生产线共 7 条。我们预计这 7 条 9 代线将带来洁净室投资超过 250 亿元，相应的玻纤滤纸需求超过 13 亿元。

表 3 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	40
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	35
奇美 8.5 代线项目 (佛山)	236	35
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	37
合计	1776	266

资料来源：公司招股书，海通证券研究所

此外，伴随先进制造业发展，精密制造对工作环境依赖性也越来越高，原有工作环境中使用的中低效过滤介质已不能满足精细化生产的需要，需要以更高效的玻璃纤维滤纸代替其他过滤介质。

并且随着中国工业化进程的加快，以煤炭、石油为主的能源消耗大幅增加，以及机动车保有量的急剧增加。这导致了近几年空气质量的急剧下降，PM2.5 为代表的污染物逐年增多，2016 年起全国将会执行新的空气质量标准，玻纤滤纸行业面临重大发展机遇。

表 4 整治 PM2.5 时间表

时间	相关部门	措施
2011 年	国家环保总局	《环境空气 PM10 和 PM2.5 的测定重量法》
2012 年起	直辖市及省会城市	监测 PM2.5 浓度
2013 年起	113 个环境保护重点城市和环境模范城	监测 PM2.5 浓度
2015 年起	所有地级市以上城市	监测 PM2.5 浓度
2016 年	全国	统一执行新的空气质量标准

资料来源：公司招股书，海通证券研究所

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%，我国空气净化器的普及率不到 0.1%。我国的高效（HEPA）空气净化器均使用玻璃纤维滤纸作为过滤介质，空气净化器市场需求的增长也会带来玻纤滤纸用量的增加。此外，国家将陆续出台有关政策对包括汽车尾气、挥发性有机物等产生 PM2.5 颗粒的污染源进行治理，这也将拓展玻纤滤纸行业的市场空间。

2.3 真空绝热板芯材需求增加受益节能环保要求提高

真空绝热板具有导热系数低、保温层厚度薄、体积小、重量轻、制造过程无氟以及容易回收再利用等优势，近几年伴随环保和节能要求的提高，各国加大了对真空绝热板的研发力度，其制造成本显著下降，民用市场快速增长。

根据中国江苏省硅酸盐学会保温隔热材料专业委员会的统计，2009 年至 2011 年，全球真空绝热板市场需求的平均年增长率约为 65.00%，预计 2011-2015 年也将保持 34.27% 的复合增速。

在民用市场，真空绝热板芯材主要用于替代硬质聚氨酯泡沫作为冰箱冰柜等的保温材料，目前除日本外全球其他市场尚处于起步阶段。2013 年日本新售冰箱产品中 VIP 节能冰箱的市场占有率已达 60% 以上，日本国内市场对 VIP 的需求达到 1.8 万吨以上，其对应的芯材需求约为 1.35 万吨。2012 年全球冰箱压缩机出货总量接近 2.19 亿台，而根据业内估计，其中仅有 3% 的冰箱和冰柜采用真空绝热板为绝热保温材料。假设未来全球 10% 的冰箱、冰柜使用真空绝热板，每台用量 6 公斤，将带来 15 万吨的市场需求，市场空间巨大。

真空绝热板主要应用于替代硬质聚氨酯泡沫，后者在生产过程中使用到氢氟氯烃（HCFCs），其对臭氧层造成极大危害，《蒙特利尔议定书》对 HCFCs 的使用提出了长期的削减目标，有利于真空绝热板的推广。

表 5 全球环保与反氟日益严格

时间	能源之星	时间	氢氟氯烃（HCFCs）生产和消费量
2010 前	制造商自我声明	2013 年	冻结在 2009-2010 水平
2010.04.	要求提供被认可实验室测试报告	2015 年	减少 10%
2011.1.	第三方认证正式启动	2020 年	减少 35%
		2025 年	减少 67.5%
		2030 年	完全淘汰

资料来源：公司招股书，海通证券研究所

2.4 滤纸行业有序竞争，绝热板及芯材行业刚刚起步

玻纤滤纸行业专业性较强，进入门槛比较高，目前很少有新的企业进入该行业，行业的竞争主要体现在现有主要企业在技术、品质、产能、快速满足市场需求能力及价格等方面的竞争。

国际上具有一定规模的玻璃纤维滤纸生产企业主要包括美国的 H&V、Lydall、芬兰的 Ahlstrom、法国的 Dumas、日本的 Hokuetsu 等。近十多年，我国电子、光伏、制药、医疗、核电等行业快速增长，这些世界著名的玻璃纤维滤纸生产企业通过在国内设立子公司或者直接出口的方式抢滩中国市场。国内玻纤滤纸行业起步较晚，企业主要在中低端玻纤滤纸市场占据一定的市场份额。目前除再升科技和南京双威玻纤滤纸产量规模相对较大外，其他企业的玻璃纤维滤纸产量均较小。

真空绝热板属于较新的行业，生产企业较少，根据中国江苏省硅酸盐学会的统计，2011 年全球主要真空绝热板生产企业的产量为 2.3 万吨，且其中一半以上为家电企业自产自用，市场供给情况良好。

表 6 2011 年全球主要真空绝热板生产企业产量

公司名称	公司所在地	年产量 (吨)	备注
LG Hausys	韩国	4000	产品主要满足自身需求，亦向其他企业采购。
TOSHIBA	日本	3000	
PANASONIC	日本	5000	
HITACHI	日本	2000	
福建赛特新材股份有限公司	中国	3000	自产、外购芯材
滁州银兴电气有限公司	中国	3000	以外购芯材为主
成都思摩纳米技术有限公司	中国	2000	以外购芯材为主
苏州宏大方圆玻璃棉有限公司	中国	1000	自产、外购芯材

资料来源：公司招股书，海通证券研究所

目前除再升科技具备大规模销售芯材外，其余生产芯材的企业以供应本企业生产的绝热板为主，或生产规模较小。

3. 重视创新、工艺独特的玻纤制品企业

3.1 持续重视创新，技术优势明显

我国玻纤滤纸和真空绝热板芯材起步较晚，国内企业的技术和产品质量与国外知名企业相比还有较大差距。公司通过学习国外同行经验，建立创新制度和体系，逐步缩小与顶尖企业的差距，在短短十多年时间内成为国内领先的玻纤滤纸和真空绝热板芯材生产商。

公司将创新纳入员工工业绩考核之中，创新成果占考核比重达到 15%，这一措施有效提高了员工创新的积极性，也使得公司生产效率、生产组织能力也大幅提升。

通过持续自主创新积累，公司的技术优势逐渐体现。公司获得国家授权专利 15 项，其中，发明专利（有效期 20 年）11 项，实用新型专利（有效期 10 年）4 项。公司获得的发明专利全部为产品制备方法专利，而制备方法是行业生产经营的基础，也是产品性能和品质的保障。这也帮助公司成为国内少数能够生产超高效玻纤滤纸的企业，研制的“VIP 纳米芯材”被重庆市科学技术委员会评为“重庆市高新技术产品”。

表 7 公司取得专利

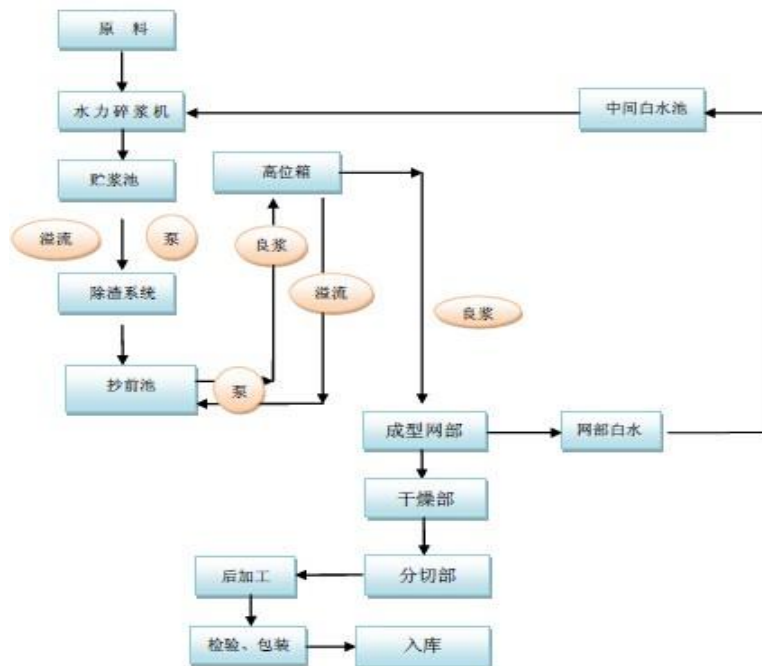
专利名称	专利类型	起始时间
用于生产玻璃纤维的高性能玻璃料块及其制备方法	发明	2009.8.10
火焰法纳米玻璃纤维保温材料的制备方法	发明	2009.9.30
ULPA 超高效空气过滤材料的制备方法	发明	2009.8.10
冰箱专用真空绝热板纳米芯材的制备方法	发明	2009.9.30
含银高性能玻璃纤维料块及其制备方法	发明	2009.9.30
一种真空绝热板芯材及其制备方法	发明	2010.4.6
含天丝纤维的空气过滤材料及其制作方法	发明	2010.9.30
双层滤料及其制备方法与复层产品	发明	2012.11.21
一种玄武岩纤维材料的生产方法	发明	2013.6.5
人防专用空气过滤纸及其制备方法	发明	2011.3.15
空气油雾过滤纸及其制备方法	发明	2011.12.13
分切机	实用新型	2010.5.7
直接加热烘干作业气流的加热装置	实用新型	2010.8.11
双过滤芯空气过滤器	实用新型	2010.8.20
吸尘器过滤器	实用新型	2010.8.20

资料来源：公司招股书，海通证券研究所

3.2 工艺独特的产业链一体化企业

公司 2012 年收购宣汉正原后，形成了从上游玻璃纤维棉到下游滤纸和 VIP 芯材的完整产业链。全产业链的形成使得公司在控制原材料成本、抵御原材料价格波动方面更具优势。玻纤滤纸和真空绝热板芯材一般采用湿法成网技术制造生产，其生产过程一般包括制浆工段、成型工段、施胶工段、烘干工段、分切工段。公司在每一个生产工段均形成了独特的工艺技术，构成对潜在竞争对手的进入壁垒。

图 7 真空绝热板芯材生产工艺流程图



资料来源：公司招股书，海通证券研究所

表 8 湿法成网技术工艺过程及公司优势

生产过程	关键因素	公司优势
制浆工段	工艺配方	成本低，混合后的产品纤维结构紧密、微孔大小均匀，技术指标及加工性效果佳
成型工段	成型工艺	首家采用全密封斜网成型工艺
施胶工段	助剂、工艺	开创膜转移双面施胶，玻纤滤纸抗张强度增强，含水量降低
烘干工段	工艺、设备	直接加热烘干作业气流生产工艺，节约天然气用量 30%
分切工段	工艺、设备	解决小规格、小尺寸玻纤滤纸和真空绝热板芯材无法分切的难题

资料来源：公司招股书，海通证券研究所

3.3 质量控制严格、检测手段完整

公司非常重视产品质量，建立了从质量管理、质量检验、售后服务等在内的一整套质量保证体系，并将其制度化、程序化。2010 年，公司制定的玻纤滤纸企业标准《玻璃纤维空气滤料》高于行业及军用标准，这也凸显了公司对质量控制的严格要求。

表 9 公司与行业玻纤滤纸标准

项目	公司标准	行业标准	军用标准
厚度 (mm)	0.33±0.02	0.36±0.04	0.40±0.03
阻力 (Pa)	≤250	≤390	≤250
抗张强度 (kN/m)	≥0.800	≥0.350	≥0.300
抗水性 (Pa)	≥5000	≥5000	-
可燃物含量	≤7.0%	≤7.0%	-

资料来源：公司招股书，海通证券研究所

公司采用较先进的制程能力指数 CPK (Complex Process Capability index) 衡量产品的质量。当 CPK 等于 1 时，其对应的质量标准为 3 西格玛。公司产品的阻力、定量、厚度、抗张强度等指标的 CPK 值均高于 1。

除严格的质量控制体系外，公司也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究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。通过对微纤维玻璃棉的性能指标进行检测，公司有效地建立了合格供应商制度，从而为公司产品质量提供保障。

4.募投项目

公司拟募集 1.34 亿元，发行不超过 1700 万股，用于现有厂房的基础上扩建一条新型高效空气滤料生产线；新建厂房并新建两条新型真空绝热板（VIP）芯材生产线的生产建设。该项目建成后将新增 2200 吨/年玻纤滤纸、5000 吨/年高效节能真空绝热板芯材以及洁净与环保技术研发测试中心，以上两种产品为公司成熟产品，投产后可大幅增加产能。

表 10 公司募投项目

项目	总投资 (万元)	拟使用募集资 金投资额 (万元)	建设 周期 (月)
玻纤滤纸 2200 吨/年	9203.19	6400	12
高效节能真空绝热板芯材 5000 吨/年	5671	3200	17
洁净与环保技术研发测试中心	2835.90	827	24
合计	17710.09	10427	

资料来源：公司招股书，海通证券研究所

公司玻纤滤纸与芯材产品的产能利用率达到极限。募投项目实施后，可以扭转公司目前产能不足局面，抓住行业发展机会，进一步提升行业内的地位。

表 11 公司主要产品产能利用率及产销率

项目	玻璃纤维滤纸产品	芯材产品
2011-2013 年产能增长率	22.17%	30.49%
2013 年产能利用率	112.30%	96.98%
2013 年产销率	97.57%	101.66%
2011-2013 年产能利用率平均值	101.11%	92.77%
2011-2013 年平均产销率平均值	94.02%	101.06%

资料来源：公司招股书，海通证券研究所

募投项目 1：拟在现有厂房的基础上扩建一条新型高效空气滤料生产线，新增产能 2200 吨。该项目拟采用瑞典 STRAHM 公司高速自动化生产设备，将能提高公司产品的质量。该募项目投产后，公司玻纤滤纸的产能将进一步扩大，这将缩小公司与世界著名滤纸生产企业在生产规模上的差距，满足国内日益增长的市场需求。

募投项目 2：拟新建厂房，并新建两条新型真空绝热板（VIP）芯材生产线，新增产能 5000 吨。本次募集资金投产后，将有助于巩固公司在 VIP 芯材领域的先发优势，获得更大的市场份额。

募投项目 3：拟通过在公司现有研发中心的基础上建设洁净与环保技术研发测试中心，这样可以完善原材料和产成品检测手段，进一步提高现有产品的质量，为新产品提供更好的研究和开发平台。

5. 盈利预测

根据我们对玻纤制品行业的景气判断，公司募投项目的投产时间，我们对再升科技未来三年各主要产品均价、销量、成本等进行如下预测。

表 12 再升科技主要产品盈利预测

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销量 (吨)					
玻纤滤纸	1812	2482	3000	3800	4800
芯材及隔板	3376	4439	4800	5500	8500
微纤维玻璃棉	123	613	4000	4000	4500
产能 (吨)					
玻纤滤纸		2265	2500	2800	4465
芯材及隔板		4502	4502	4502	9502
微纤维玻璃棉					
单价 (元/吨)					
玻纤滤纸	49261	48962	48195	48000	47500
芯材及隔板	17680	17000	16016	16000	15500
微纤维玻璃棉	20190	13499	7144	6500	6300
毛利率 (%)					
玻纤滤纸	36.91%	41.82%	45.00%	44.00%	42.80%
芯材及隔板	25.62%	21.72%	24.00%	22.50%	22.50%
微纤维玻璃棉	27.08%	31.24%	30.25%	30.00%	30.00%
收入 (万元)					
玻纤滤纸	8924	12151	14459	18240	22800
芯材及隔板	5969	7546	7687	8800	13175
微纤维玻璃棉	248	827	2857	2600	2835
合计 (百万)					
收入	151.41	205.25	250.03	296.40	388.10
成本	102.51	135.46	157.88	188.54	252.37

资料来源：公司招股书，海通证券研究所

根据以上假设条件，根据海通证券研究所盈利预测模型，我们测算出再升科技 2014/2015/2016 年归属上市公司净利润分别为 0.44、0.49 和 0.59 亿元。公司本次公开发行股票的数量为不超过 1700 万股，基于此按总股本 6800 万股计算，摊薄后对应的 EPS 为 0.65 元、0.72 元和 0.87 元。

6. 估值分析与投资建议

我们采用相对估值方法对再升科技进行估值。

公司主营业务为玻纤制品生产与销售，主要应用于电子、光伏、医疗、核电等行业。目前 A 股中有长海股份 (300196)、九鼎新材 (002201)、中国玻纤 (600176) 主营为玻璃纤维和制品。我们选择 A 股建材行业中主营构成、成长性与公司相似的公司。我们选择长海股份、中国玻纤、东方雨虹、伟星新材、北新建材作为公司的可比公司，上述公司 2014 年平均 PE 为 23 倍，我们建议给予公司 2014 年 21-25 倍估值，对应股价区间为 13.65-16.25 元。

表 13 建材行业市盈率相对估值比较

证券代码	证券简称	股价 (元)	EPS(元)			每股净资产 (元)	PE (倍)			PB (倍)
			2014E	2015E	2016E		2014E	2015E	2016E	
300196	长海股份	23.51	0.81	1.13	1.56	5.82	29.02	20.81	15.07	4.04
600176	中国玻纤	14.50	0.51	0.7	0.83	4.58	28.43	20.71	17.47	3.17
002271	东方雨虹	34.85	1.43	2	2.62	7.18	24.37	17.43	13.30	4.85
002372	伟星新材	17.60	0.89	1.13	1.38	5.18	19.78	15.58	12.75	3.40
000786	北新建材	24.45	1.6	1.91	2.25	8.86	15.28	12.80	10.87	2.76
平均							23.38	17.46	13.89	3.64

资料来源: Wind, 海通证券研究所, 注: 可比公司盈利为 Wind 一致预期, 收盘价为 2015 年 1 月 13 日

关于询价价格方面, 由于本次发行公司原股东不公开发售股份 (无老股转让, 不超募), 同时考虑到证监会规定若发行市盈率高于行业平均市盈率, 公司须连续 3 周发布风险提示公告, 因此我们建议询价价格为 7.88 元, 对应 2014 年估值为 12.12 倍, 低于中证行业非金属矿物制品行业一个月平均静态市盈率, 符合证监会规定。

表 14 发行价情景假设

情景 1: 不超募且足额募资 (万元)		情景 2: 中证行业平均	
募集资金总额 (万元)	10427	中证行业 (非金属矿物制品业)	
保荐承销费用 (万元)	2400+募集资金总额的 1.5%	一个月平均静态市盈率 (倍)	24.09
审计费用 (万元)	200	2013 年扣非后 EPS (元)	0.50
材料印刷费 (万元)	8		
律师费用 (万元)	60		
发行手续费用 (万元)	30		
用于本次发行的信息披露费用 (万元)	120		
合计 (万元)	13401		
发行股数 (万股)	1700		
发行价格 (元)	7.88	按中证行业平均市盈率发行价格 (元)	12.05

资料来源: 公司招股书, 海通证券研究所, 中证行业静态市盈率为 2015 年 1 月 13 日公布

7. 投资风险

我们认为再升科技此次 IPO 后最主要风险在于:

- 公司未来存在因不能准确把握真空绝热板芯材行业的技术、产品及市场的发展趋势, 未能及时研发出满足或引领市场需求的新产品, 或者公司产能增长未能跟上行业发展的速度, 导致公司丧失在国内真空绝热板芯材行业的先发优势的风险。
- 应收账款账面余额占同期营业收入的比例较高, 且应收账款账面余额的增幅总体快于营业收入的增幅。如果未来应收账款账面余额持续上升, 将不仅会减少经营性现金流, 而且应收账款账面余额的上升将使公司发生较多坏账的可能性加大。
- 要原材料为微纤维玻璃棉, 其价格的变动对公司生产成本影响较大。如果未来火焰棉的价格及生产成本发生大幅波动, 将对公司经营业绩带来不利影响。
- 公司玻纤制品具备一定的技术壁垒, 也对其关键技术环节和关键设备申请了专利, 但如果公司核心技术人员离开公司并泄露技术机密, 可能会给公司带来一定经济损失。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E	会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	103	174	217	293	营业收入	206	250	296	388
现金	13	63	86	120	营业成本	136	158	189	252
应收账款	41	50	60	78	营业税金及附加	2	2	3	3
其他应收款	6	7	8	11	营业费用	13	16	19	25
预付账款	12	14	16	22	管理费用	19	23	28	36
存货	25	29	35	46	财务费用	3	0	0	1
其他流动资产	7	11	12	15	资产减值损失	2	0	0	0
非流动资产	126	120	115	109	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	107	103	99	94	营业利润	30	50	58	70
无形资产	14	14	13	13	营业外收入	2	0	0	0
其他非流动资产	5	3	2	1	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	229	294	331	402	利润总额	32	50	58	70
流动负债	57	61	66	77	所得税	6	5	9	10
短期借款	29	29	29	29	净利润	26	44	49	59
应付账款	17	20	24	32	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	11	12	14	16	归属母公司净利润	26	44	49	59
非流动负债	6	6	6	6	EBITDA	33	55	63	76
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.50	0.65	0.72	0.87
其他非流动负债	6	6	6	6					
负债合计	63	67	72	83					
少数股东权益	0	0	0	0	主要财务比率				
股本	51	68	68	68	会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
资本公积	48	48	31	31	成长能力				
留存收益	67	111	160	220	营业收入	34.1%	21.5%	18.5%	30.9%
归属母公司股东权益	166	227	259	319	营业利润	29.9%	64.5%	16.7%	20.7%
负债和股东权益	229	294	331	402	归属于母公司净利润	101.4%	73.6%	10.7%	20.7%
					获利能力				
					毛利率	34.0%	36.9%	36.4%	35.0%
					净利率	26.6%	12.4%	17.8%	16.6%
					ROE	15.4%	19.6%	19.0%	18.6%
					ROIC	14.3%	22.5%	23.7%	25.7%
					偿债能力				
					资产负债率	27.7%	22.8%	21.8%	20.6%
					净负债比率	45.5%	43.0%	39.9%	34.7%
					流动比率	1.80	2.84	3.27	3.80
					速动比率	1.36	2.36	2.74	3.19
					营运能力				
					总资产周转率	0.98	0.96	0.95	1.06
					应收账款周转率	5.86	5.46	5.40	5.65
					应付账款周转率	8.36	8.41	8.52	8.96
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.38	0.65	0.72	0.87
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.27	0.49	0.60	0.51
					每股净资产(最新摊薄)	2.44	3.34	3.81	4.69

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	18	33	41	35
净利润	26	44	49	59
折旧摊销	0	5	5	6
财务费用	3	0	0	1
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	0	-17	-14	-31
其他经营现金流	-11	-0	0	0
投资活动现金流	-33	0	0	0
资本支出	35	0	0	0
长期投资	10	0	0	0
其他投资现金流	12	0	0	0
筹资活动现金流	7	16	-17	-1
短期借款	17	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	17	0	0
资本公积增加	-2	0	-17	0
其他筹资现金流	-8	-1	-0	-1
现金净增加额	-7	50	24	34

资料来源: 公司招股书, 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

周煜：建材行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：海螺水泥、北京利尔、金隅股份、东方雨虹、塔牌集团、上峰水泥、冀东水泥、天山股份、龙泉股份、长海股份、中国玻纤、祁连山

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
行业投资评级	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长 (021) 23219403 luying@htsec.com
 高道德 副所长 (021) 63411586 gaodd@htsec.com
 姜超 副所长 (021) 23212042 jc9001@htsec.com

江孔亮 所长助理 (021) 23219422 kljiang@htsec.com

宏观经济研究团队
 姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
 顾潇啸(021)23219394 gxx8737@htsec.com
 联系人
 王丹(021) 23219885 wd9624@htsec.com
 于博(021) 23219820 yb9744@htsec.com

固定收益研究团队
 姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
 李宁(021)23219431 lin@htsec.com
 周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
 联系人
 张卿云(021)23219445 zqy9731@htsec.com
 朱征星(021)23219981 zzx9770@htsec.com

金融工程研究团队
 吴先兴(021)23219449 wuxx@htsec.com
 郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
 冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
 朱剑涛(021)23219745 zhujt@htsec.com
 张欣慰(021)23219370 zxbw6607@htsec.com
 曾逸名(021)23219773 zym6586@htsec.com
 纪锡靓(021)23219948 jxl8404@htsec.com
 联系人
 杜灵(021)23219760 dg9378@htsec.com
 余浩淼(021) 23219883 yhm9591@htsec.com
 沈泽承(021) 23212067 szc9633@htsec.com
 袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com

金融产品研究团队
 单开佳(021)23219448 shankj@htsec.com
 倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
 罗震(021)23219326 luozh@htsec.com
 唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
 孙志远(021)23219443 szy7856@htsec.com
 陈亮(021)23219914 cl7884@htsec.com
 陈瑶(021)23219645 chenyaoyao@htsec.com
 伍彦妮(021)23219774 wyn6254@htsec.com
 桑柳玉(021)23219686 sly6635@htsec.com
 陈韵婷(021)23219444 cychen6613@htsec.com
 田本俊(021)23212001 tbj8936@htsec.com
 联系人
 冯力(021)23219819 fl9584@htsec.com
 宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com

策略研究团队
 荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
 汤慧(021)23219733 tangh@htsec.com
 王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com
 刘瑞(021)23219635 lr6185@htsec.com
 李珂(021)23219821 lk6604@htsec.com
 张华恩(021)23212212 zhe9642@htsec.com

中小市值团队
 钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
 何继红(021)23219674 hejh@htsec.com
 孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com

政策研究团队
 李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
 陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
 吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
 朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
 周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com

批发和零售贸易行业
 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
 李宏科(021)23219671 lhk6064@htsec.com
 路颖(021)23219403 luying@htsec.com
 潘鹤(021)23219423 panh@htsec.com

石油化工行业
 邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
 王晓林(021)23219812 wxl6666@htsec.com

非银行金融行业
 丁文韬(021)23219944 dwt8223@htsec.com
 吴绪越(021)23219947 wxy8318@htsec.com
 王维逸(021)23212209 ww9630@htsec.com

电力设备及新能源行业
 周旭辉(021)23219406 zxh9573@htsec.com
 牛品(021)23219390 np6307@htsec.com
 房青(021)23219692 fangq@htsec.com
 徐柏乔(021)23219171 xxbq6583@htsec.com

有色金属行业
 钟奇(021)23219962 zq8487@htsec.com
 施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
 刘博(021)23219401 liub5226@htsec.com

钢铁行业
 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com

机械行业
 龙华(021)23219411 longh@htsec.com
 徐志国(010)58067934 xzg9608@htsec.com
 熊哲颖(021)23219407 xzy5559@htsec.com
 联系人
 韩鹏程(021)23219963 hpc9804@htsec.com
 赵晨(010)58067988 zc9848@htsec.com

医药行业
 周锐(0755)82780398 zr9459@htsec.com
 余文心(0755)82780398 ywx9460@htsec.com
 刘宇(021)23219608 liuy4986@htsec.com
 王威(0755)82780398 ww9461@htsec.com
 郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com

建筑工程行业
 赵健(021)23219472 zhaoj@htsec.com
 张显宁(021)23219813 zxn6700@htsec.com
 联系人
 金川(021)23219957 jc9771@htsec.com

计算机行业
 陈美凤(021)23219409 chenmf@htsec.com
 蒋科(021)23219474 jiangk@htsec.com
 王秀钢(010)58067934 wxg8866@htsec.com

房地产业
 涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
 谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com
 贾亚童(021)23219421 jiayt@htsec.com

食品饮料行业
 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com
 马浩博(021)23219822 mh6614@htsec.com
 联系人
 成珊(021)23212207 cs9703@htsec.com

汽车行业
 邓学(0755)23963569 dx9618@htsec.com
 廖瀚博(0755)82900477 lhb9781@htsec.com

农林牧渔行业
 丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com
 夏木(021)23219748 xiam@htsec.com
 联系人
 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com

社会服务业
 林周勇(021)23219389 lzy6050@htsec.com

银行业 林媛媛(0755)23962186 王宇轩(021)23219383 lyy9184@htsec.com wyx9965@htsec.com	基础化工行业 曹小飞(021)23219267 张瑞(021)23219634 caoxf@htsec.com zr6056@htsec.com	建筑建材行业 邱友锋(021)23219415 周煜(021)23219972 qyf9878@htsec.com zy9445@htsec.com
交通运输行业 虞楠(021)23219382 姜明(021)23212111 yun@htsec.com jm9176@htsec.com	家电行业 陈子仪(021)23219244 宋伟(021)23219949 chenzy@htsec.com sw8317@htsec.com	通信行业 徐力(010)58067940 xl9312@htsec.com
纺织服装行业 焦娟(021)23219356 唐苓(021)23212208 jj9604@htsec.com tl9709@htsec.com	电子行业 董瑞斌(021)23219816 陈平(021)23219646 drb9628@htsec.com cp9808@htsec.com	造纸轻工行业 曾知(021)23219473 zz9612@htsec.com
互联网及传媒行业 张杰伟(021)23219775 联系人 王幽悠(021)23212210 zjw9915@htsec.com wyy9632@htsec.com	煤炭行业 朱洪波(021)23219438 zhb6065@htsec.com	公用事业 联系人 张一弛(021)23219402 韩佳蕊(021)23212259 zyc9637@htsec.com hjr9753@htsec.com

海通证券股份有限公司机构业务部

陈苏勤 董事总经理
 (021)63609993
 chensq@htsec.com

贺振华 董事副总经理
 (021)23219381
 hzh@htsec.com

深广地区销售团队

蔡铁清 (0755)82775962 ctq5979@htsec.com
 刘晶晶 (0755)83255933 liujj4900@htsec.com
 辛丽娟 (0755)83253022 gulj@htsec.com
 高艳娟 (0755)83254133 gyj6435@htsec.com
 伏财勇 (0755)23607963 fcy7498@htsec.com
 邓欣 (0755)23607962 dx7453@htsec.com

上海地区销售团队

贺振华 (021)23219381 hzh@htsec.com
 季唯佳 (021)23219384 jiwj@htsec.com
 胡雪梅 (021)23219385 huxm@htsec.com
 黄毓 (021)23219410 huangyu@htsec.com
 朱健 (021)23219592 zhuj@htsec.com
 黄慧 (021)23212071 hh9071@htsec.com
 孙明 (021)23219990 sm8476@htsec.com
 孟德伟 (021)23219989 mdw8578@htsec.com
 黄胜蓝(021)23219386 hsl9754@htsec.com
 张杨(021)23219442 zy9937@htsec.com
 杨洋(021)23219281 yy9938@htsec.com

北京地区销售团队

赵春 (010)58067977 zhc@htsec.com
 隋巍 (010)58067944 sw7437@htsec.com
 江虹 (010)58067988 jh8662@htsec.com
 杨帅 (010)58067929 ys8979@htsec.com
 张楠 (010)58067935 zn7461@htsec.com
 许诺 (010)58067931 xn9554@htsec.com
 杨博 (010)58067996 yb9906@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所

地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼
 电话: (021)23219000
 传真: (021)23219392
 网址: www.htsec.com