

# 产能释放逐步兑现，业务前景长期看好

2018年8月21日

## 事项：

- 再升科技(603601)于2018年8月20日发布2018年半年报。报告期内，公司实现营业收入5.52亿元，比上年同期增长154.80%；实现归属于上市公司股东的净利润0.76亿元，同比增长69.17%；实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为0.72亿元，同比增长71.62%；基本EPS为0.14元；加权平均ROE为6.21%。对此，我们点评如下：

## 评论：

- 行业景气叠加悠远报表，公司营收大涨。**2018年上半年，干净空气和高效节能市场需求依旧旺盛，同时公司部分募投项目投产，产能提升；再加上江苏悠远环境科技有限公司于2017年8月纳入合并报表范围，新增主营产品净化设备，直接贡献2017公司营收56%增速；报告期内，各项业务均保持增长态势，拉动公司营收在报告期内大涨154.80%。
- 盈利增速低于营收增速，主要因为悠远毛利较低。**公司主营业务中的滤纸/VIP芯材/净化设备在2017年的毛利率分别为47.21%/31.43%/22.11%；再加上募投项目部分转固，折旧增加，部分产品还没有形成规模效益等因素，公司在报告期内的盈利增速低于营收增速。
- 行业景气伴随产能扩张，未来业绩可期。**2018上半年，公司已完成IPO募投项目“新型高效空气滤料扩建项目”的投建；公司下半年还将启动“年产4.8万台民用/商用/集体防护空气净化单元建设项目”；随着募投项目的相继投产，相关产能将得到进一步释放。干净空气市场发展迅猛，公司在过滤材料制造领域具有深厚积淀，目前已打通上下游产业链，正在由原材料提供商向平台型服务商转变，在行业内处于优势领先地位；公司另一主导产品VIP芯材在高效节能领域应用前景良好，公司是国内最早生产VIP芯材的企业之一，并通过增资行业龙头维艾普拓展下游资源。由于干净空气/高效节能市场的快速发展和相关产能的迅速提升，预计公司在未来将具有亮眼表现。
- 风险因素：**1)空气净化单元建设项目进展不及预期；2)原材料价格大幅波动；3)出口税收政策变动；4)汇率大幅波动。
- 盈利预测及估值：**考虑到干净空气和高效节能市场需求旺盛，公司在行业内处于优势地位，再加上相关产能的不断扩张，我们看好公司未来发展。因公司18年5月实施分红，股本增加(10股转增4股)，故我们维持公司2018/19/20年盈利预测，但调整EPS预测至0.35/0.51/0.60元(原预测为0.48/0.72/0.84元)，同时下调目标价至14元(对应2018年40倍PE，原目标价为26元)，维持“买入”评级。

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	320	640	1,276	1,860	2,273
营业收入增长率	37%	100%	99%	46%	22%
净利润(百万元)	81	114	187	278	324
净利润增长率	58%	41%	64%	49%	16%
每股收益EPS(基本)(元)	0.22	0.29	0.35	0.51	0.60
毛利率%	43.6	35.7	30.7	32.1	31.5
净资产收益率ROE%	7.4	9.5	14.0	18.3	18.5
每股净资产(元)	2.88	3.12	2.48	2.86	3.30
PE	34	25	22	15	12
PB	2.6	2.4	3.0	2.6	2.3

资料来源：中信证券数量化投资分析系统

注：股价为2018年8月20日收盘价



买入(维持)

当前价：7.49元

目标价：14.00元

中信证券研究部

王喆

电话：010-60836706

邮件：zhew@citics.com

执业证书编号：S1010513110001

袁健聪

电话：010-60836579

邮件：yuanjiancong@citics.com

执业证书编号：S1010517080005

联系人：金箫

电话：010-60836746

邮件：jin\_xiao@citics.com

## 相对指数表现



资料来源：中信证券数量化投资分析系统

## 主要数据

沪深300指数	3229.62点
总股本/流通股本	540.6 /540.6 百万股
近12月最高/最低价	15.99元/7.49元
近1月绝对涨幅	-16.03%
近6月绝对涨幅	-13.99%
今年以来绝对涨幅	-20.61%
12个月日均成交额	27.01 百万元

## 相关研究

- 再升科技(603601)2017年年报和2018一季报点评：主营收入翻倍，全产业链布局成效初显....(2018-04-23)
- 再升科技(603601)重大事项点评—对外投资扩规模，VIP业务再上台阶.....(2018-02-08)
- 再升科技(603601)投资价值分析报告—布局全产业链的国内微玻纤制品龙头.....(2017-11-09)

## 利润表（百万元）

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	320	640	1,276	1,860	2,273
营业成本	180	411	884	1,263	1,558
毛利率	44%	36%	31%	32%	31%
营业税金及附加	3	8	15	23	28
销售费用	32	55	108	158	193
营业费用率	10%	9%	9%	9%	9%
管理费用	32	55	108	158	193
管理费用率	10%	9%	9%	9%	9%
财务费用	-1	9	4	2	2
财务费用率	0%	1%	0%	0%	0%
投资收益	2	6	15	18	21
营业利润	73	131	211	316	368
营业利润率	23%	20%	17%	17%	16%
营业外收入	23	1	1	1	1
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	95	132	212	316	368
所得税	15	14	20	30	35
所得税率	16%	11%	10%	10%	10%
少数股东损益	-1	4	5	8	9
归属于母公司股东的净利润	81	114	187	278	324
净利润	25%	18%	15%	15%	14%

## 资产负债表（百万元）

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	116	461	325	347	384
存货	43	123	264	378	466
应收账款	78	255	451	605	740
其他流动资产	600	158	18	-29	-40
流动资产	836	997	1,058	1,301	1,549
固定资产	183	432	473	496	508
长期股权投资	29	57	57	57	57
无形资产	98	193	298	403	508
其他长期资产	206	393	381	389	398
非流动资产	517	1,075	1,208	1,345	1,470
资产总计	1,353	2,072	2,267	2,646	3,020
短期借款	145	164	0	0	0
应付账款	36	139	298	426	525
其他流动负债	25	446	491	528	554
流动负债	206	748	789	954	1,079
长期借款	0	64	64	64	64
其他长期负债	36	54	71	83	95
非流动性负债	36	118	135	147	159
负债合计	243	865	924	1,101	1,238
股本	386	386	541	541	541
资本公积	608	604	449	449	449
归属于母公司所有者权益合计	1,078	1,198	1,328	1,523	1,750
少数股东权益	22	8	14	22	31
股东权益合计	1,110	1,206	1,342	1,545	1,781
负债股东权益总计	1,353	2,072	2,267	2,646	3,020

## 现金流量表（百万元）

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	95	132	212	316	368
所得税支出	-15	-14	-20	-30	-35
折旧和摊销	20	35	32	36	40
营运资金的变化	-515	381	-6	-68	-96
其他经营现金流	476	-500	9	3	-2
经营现金流合计	62	34	227	257	275
资本支出	-182	-155	-157	-165	-157
投资收益	0	2	15	18	21
其他投资现金流	-612	418	-3	-3	-3
投资现金流合计	-794	264	-145	-150	-139
发行股票	757	0	0	0	0
负债变化	100	58	-158	0	0
股息支出	-88	-62	-56	-84	-97
其他融资现金流	5	45	-4	-2	-2
融资现金流合计	774	41	-218	-86	-99
现金及现金等价物净增加额	42	339	-135	21	37

## 主要财务指标

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入增长率	37%	100%	99%	46%	22%
营业利润增长率	106%	79%	61%	49%	16%
净利润增长率	58%	41%	64%	49%	16%
毛利率	44%	36%	31%	32%	31%
EBITDA Margin	36%	27%	19%	19%	18%
净利率	25%	18%	15%	15%	14%
净资产收益率	7%	9%	14%	18%	19%
总资产收益率	6%	6%	8%	11%	11%
资产负债率	18%	42%	41%	42%	41%
所得税率	16%	11%	10%	10%	10%
股利支付率	109%	54%	30%	30%	30%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%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

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies (CLSA Americas, LLC (下称“CLSA Americas”) 除外) 分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd. (公司注册编号：198703750W) 分发；在欧盟由 CLSA (UK) 分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买 (400021) Nariman Point 的 Dalmal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc. (菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员) 分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies (CLSA Americas 除外) 仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应联系 CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd. (资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问)，仅向新加坡《证券及期货法》s.4A (1) 定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问 (修正) 规例 (2005)》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd. (电话：+65 6416 7888)。MCI (P) 024 11 2017。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**英国：**本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年 (金融推介) 令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2018 版权所有。保留一切权利。