

公司研究/中报点评

2020年07月28日

建材/非金属新材料 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 13.78
合理价格区间(元): 16.50~18.15

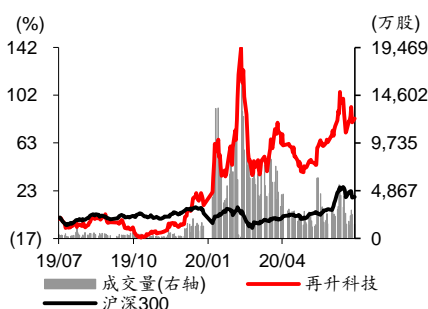
鲍荣富 执业证书编号: S0570515120002
研究员 021-28972085
baorongfu@htsc.com

方晏荷 执业证书编号: S0570517080007
研究员 0755-22660892
fangyanhe@htsc.com

相关研究

- 1《再升科技(603601 SH,增持): 干净空气应用场景拓宽, 持续增长可期》2020.05
- 2《再升科技(603601 SH,增持): 短期需求承压, 长期依然可期》2019.10
- 3《再升科技(603601 SH,增持): 业绩符合预期, 盈利质量提升》2019.08

一年内股价走势图



资料来源: Wind

下游“多点开花”, 推动业绩高速增长 再升科技(603601)

20H1 归母净利润增速超 125%, 毛利率大幅提升

公司 20 年上半年实现收入/归母净利润 8.6/2.2 亿元, 同比+39.0%/125.4%, 接近业绩预告下限 (120%), 其中 19Q2 实现收入/归母净利润 5.4/1.6 亿元, 同比+63.5%/+213.2%。上半年公司业绩快速增长, 主要因公司并表深圳中纺, 干净空气需求受疫情/非洲猪瘟等因素催化加速释放, 同时口罩及熔喷过滤材料毛利率较高带动带动公司整体毛利率提升。未来继续看好公司下游干净空气和高效节能领域多点需求释放。调整 20-22 年 EPS 预测为 0.55/0.55/0.64 元/股, 调整目标价为 16.50-18.15 元 (30-33x 2020E PE), 维持“增持”评级。

干净空气需求释放带动营收高速增长, 高效节能业务可期

公司上半年营收重回高速增长: 1) 干净空气业务营收 YOY+158.52%, 子公司深圳中纺实现收入 1.4 亿元, 同比大幅增长 1494%, 主要因疫情/非洲猪瘟等因素催化过滤材料需求加速释放, 公司口罩通过中、美、德三国认证, 大量出口欧美等, 同时室内公共空间、电子等新风业务稳步发展, 上半年猪舍新风用过滤材料及设备新增销售收入 1.25 亿元, 同时公司中标田湾核电站项目进入核环保过滤材料市场, 增长空间不断拓宽; 2) 受益于下游客户拓展以及与 MP 公司合作的加深, 公司 AGM 电池隔膜销量同比增长 132.09%, 高效节能业务可期。

盈利能力大幅提升, 付现比提升影响现金流

20H1 公司综合毛利率 50.4%, 同比+17.0pct, 主要因毛利较高的口罩及熔喷过滤材料收入占比大幅提升, 另外公司大力推动智能制造建设, 降本增效凸显。20H1 公司期间费用率 14.9%, 较去年同期微降 0.8pct, 其中销售/管理/研发/财务费用率同比-0.3/-1.1/+0.3/+0.2pct, 研发投入增长, 而销售/管理费用管控能力提升, 上半年公司净利率同比提升 9.9pct 至 25.9%; 20 年 H1 公司实现经营性现金净流入 1.17 亿元, 同比下降 12.3%, 因付现比大幅提升 43.3pct 至 100.9%, 收现比提升 9.35pct 至 84.4%。

上调 20 年盈利预测, 维持“增持”评级

考虑到上半年公司干净空气业务收入大幅增长带动整体盈利能力提升, 调整全年毛利率预测, 调整 20-22 年归母净利润预测至 3.95/3.96/4.59 亿元 (前值 3.33/3.96/4.60 亿元), 可比公司 2021 年 wind 一致预期估值 30.8x PE, 考虑到公司 2020 年口罩防护业务因疫情增厚业绩或超过 1 亿元, 我们预计公司 21 年净利润或基本持平, 认可给予公司 21 年 30-33x PE, 上调目标价至 16.50-18.15 元 (前值 13.16-14.10 元), 维持“增持”评级。

风险提示: 原材料成本上涨超预期, 需求增速小于预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	718.74
流通 A 股 (百万股)	718.74
52 周内股价区间 (元)	6.35-18.30
总市值 (百万元)	9,904
总资产 (百万元)	2,721
每股净资产 (元)	2.45

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	1,082	1,252	2,016	2,447	2,869
+/-%	69.15	15.72	61.00	21.39	17.25
归属母公司净利润 (百万元)	158.96	170.93	394.96	395.66	458.93
+/-%	39.96	7.53	131.06	0.18	15.99
EPS (元, 最新摊薄)	0.22	0.24	0.55	0.55	0.64
PE (倍)	62.31	57.94	25.08	25.03	21.58

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 盈利预测调整表

项目	原预测 (调整前)			现预测 (调整后)			变化幅度 (pct)		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
收入增速 (%)	77.0%	19.5%	15.9%	61.0%	21.4%	17.2%	-16.0	1.9	1.3
毛利率 (%)	35.1%	34.6%	34.4%	40.0%	35.8%	35.4%	4.9	1.2	1.0
期间费用率 (%)	17.2%	16.5%	16.1%	17.2%	16.5%	16.1%	-	-	-
净利率 (%)	15.0%	15.0%	15.0%	19.6%	16.2%	16.0%	4.6	1.2	1.0
归母净利润 (百万元)	333	396	460	395	396	459	18.5%	-0.1%	-0.2%
EPS (元)	0.46	0.55	0.64	0.55	0.55	0.64	18.5%	-0.1%	-0.2%

资料来源: Wind、华泰证券研究所

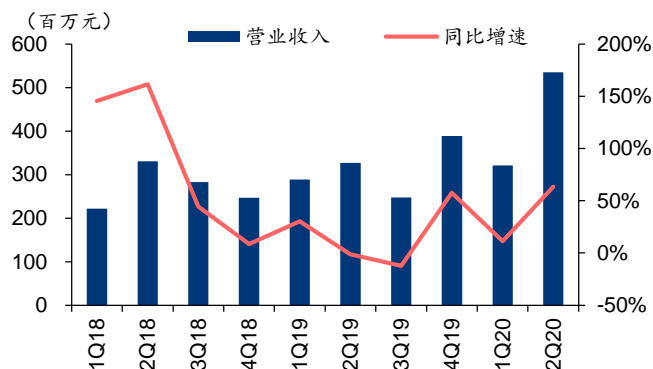
图表2: 可比公司估值表 (2020/7/27)

公司名称	股票代码 (百万元)	市值	评级	目标价	每股收益 (元/股)			P/E (x)			每股净资产 (元/股)			P/B (x)		
					19A	20E	21E	19A	20E	21E	19A	20E	21E	19A	20E	21E
国瓷材料	300285 CH	7,971	增持	38.40-42.24	0.52	0.65	0.80	66.2	53.0	43.1	3.79	4.40	5.08	9.1	7.8	6.8
强力新材	300429 CH	25,226	增持	15.96-16.72	0.29	0.44	0.51	58.6	38.6	33.3	3.24	3.75	4.20	5.2	4.5	4.0
中材科技	002080 CH	18,898	买入	13.58-15.52	0.82	0.97	1.15	22.7	19.2	16.2	6.98	7.95	9.10	2.7	2.3	2.0
平均值								49.2	36.9	30.8				5.7	4.9	4.3
再升科技	603601 CH	16,108	增持	16.50-18.15	0.24	0.55	0.55	57.9	25.1	25.0	1.98	2.53	3.08	7.0	5.4	4.5

注: 除再升科技外, 盈利预测均来自Wind一致预期, 中材科技评级及目标价来自华泰建材团队, 国瓷材料及强力新材评级及目标价来自华泰化工团队

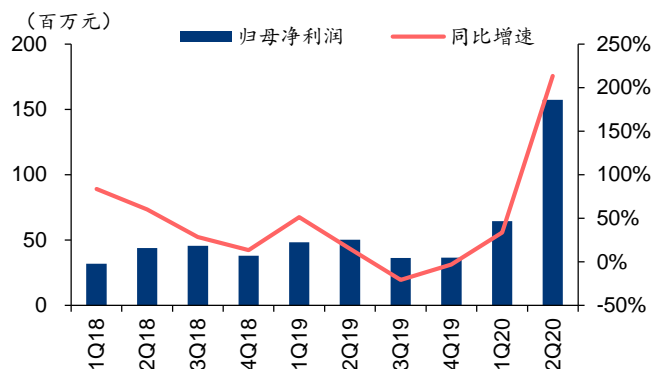
资料来源: Wind、Bloomberg、华泰证券研究所

图表3: 近年公司单季度收入及同比增速趋势



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

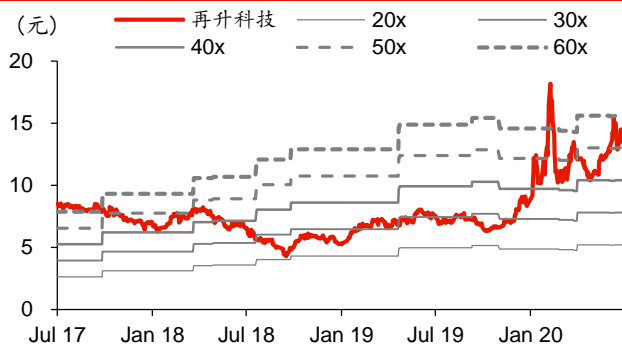
图表4: 近年公司单季度归母净利润及同比增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

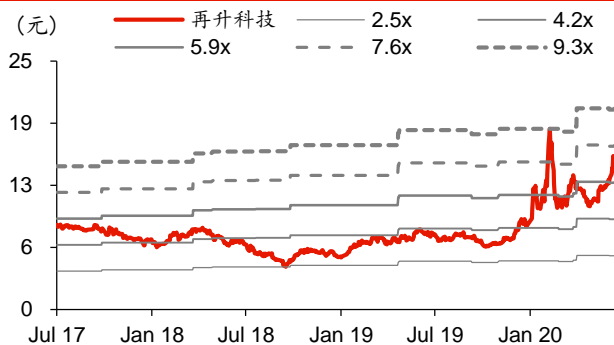
PE/PB - Bands

图表5: 再升科技历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表6: 再升科技历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	1,062	1,107	1,563	1,915	2,095
现金	335.28	327.92	416.26	534.84	498.55
应收账款	341.05	446.89	719.51	873.39	1,024
其他应收账款	22.44	16.30	26.24	31.86	37.35
预付账款	17.33	9.06	13.09	17.00	20.04
存货	192.99	135.43	195.55	254.04	299.37
其他流动资产	152.79	171.33	192.31	204.15	215.74
非流动资产	1,223	1,341	1,492	1,618	1,680
长期投资	47.29	33.06	33.06	33.06	33.06
固定投资	475.19	669.60	730.32	828.24	898.47
无形资产	187.28	203.68	218.93	233.11	246.29
其他非流动资产	513.37	434.98	509.89	523.16	501.83
资产总计	2,285	2,448	3,055	3,533	3,775
流动负债	777.99	795.69	1,008	1,090	965.84
短期借款	242.53	279.61	302.41	244.72	0.00
应付账款	144.51	144.51	208.66	271.07	319.44
其他流动负债	390.95	371.57	496.55	573.86	646.40
非流动负债	161.12	187.40	187.40	187.40	94.14
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	161.12	187.40	187.40	187.40	94.14
负债合计	939.11	983.09	1,195	1,277	1,060
少数股东权益	18.65	40.30	40.30	40.30	40.30
股本	540.62	702.82	718.74	718.74	718.74
资本公积	459.26	304.86	304.86	304.86	304.86
留存公积	305.47	395.31	796.23	1,192	1,651
归属母公司股东权益	1,327	1,425	1,820	2,215	2,674
负债和股东权益	2,285	2,448	3,055	3,533	3,775

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	70.70	344.51	308.38	406.29	475.82
净利润	158.96	170.93	394.96	395.66	458.93
折旧摊销	61.39	73.76	88.44	102.35	117.54
财务费用	12.10	11.25	11.29	10.07	2.27
投资损失	(2.91)	(8.33)	(8.33)	(8.33)	(8.33)
营运资金变动	(156.21)	86.53	(178.54)	(94.02)	(95.15)
其他经营现金	(2.62)	10.37	0.56	0.56	0.56
投资活动现金	(305.27)	(233.75)	(231.55)	(219.95)	(171.86)
资本支出	225.86	112.66	231.85	220.25	172.16
长期投资	(1.68)	(5.37)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	81.09	126.46	(0.30)	(0.30)	(0.30)
筹资活动现金	100.63	(121.28)	11.51	(67.76)	(340.25)
短期借款	78.98	37.08	22.80	(57.69)	(244.72)
长期借款	(64.00)	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	154.47	162.20	15.92	0.00	0.00
资本公积增加	(144.39)	(154.40)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	75.58	(166.16)	(27.21)	(10.07)	(95.53)
现金净增加额	(133.94)	(10.51)	88.33	118.58	(36.29)

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,082	1,252	2,016	2,447	2,869
营业成本	724.96	838.13	1,210	1,572	1,853
营业税金及附加	8.22	11.65	18.75	22.76	26.69
营业费用	82.17	82.59	128.94	149.17	174.89
管理费用	93.62	132.06	206.57	243.41	285.39
财务费用	12.10	11.25	11.29	10.07	2.27
资产减值损失	(24.37)	(6.83)	(40.32)	(48.94)	(57.39)
公允价值变动收益	(29.70)	4.26	4.26	4.26	4.26
投资净收益	2.91	8.33	8.33	8.33	8.33
营业利润	183.93	186.49	434.05	434.78	504.02
营业外收入	1.69	0.79	0.79	0.83	0.87
营业外支出	3.35	2.28	2.28	2.28	2.28
利润总额	182.27	185.01	432.56	433.33	502.62
所得税	23.61	16.08	37.60	37.67	43.69
净利润	158.66	168.92	394.96	395.66	458.93
少数股东损益	(0.29)	(2.01)	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	158.96	170.93	394.96	395.66	458.93
EBITDA	232.11	259.09	539.19	560.73	645.34
EPS (元, 基本)	0.29	0.24	0.55	0.55	0.64

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	69.15	15.72	61.00	21.39	17.25
营业利润	40.25	1.39	132.75	0.17	15.93
归属母公司净利润	39.96	7.53	131.06	0.18	15.99
获利能力 (%)					
毛利率	33.01	33.07	39.97	35.76	35.43
净利率	14.69	13.65	19.59	16.17	15.99
ROE	12.59	12.42	24.34	19.61	18.77
ROIC	13.44	12.86	26.18	22.74	23.24
偿债能力					
资产负债率 (%)	41.10	40.15	39.12	36.15	28.08
净负债比率 (%)	32.64	28.44	25.31	19.16	0
流动比率	1.36	1.39	1.55	1.76	2.17
速动比率	1.12	1.22	1.36	1.52	1.86
营运能力					
总资产周转率	0.50	0.53	0.73	0.74	0.79
应收账款周转率	3.63	3.18	3.46	3.07	3.02
应付账款周转率	5.12	5.80	6.85	6.55	6.27
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.22	0.24	0.55	0.55	0.64
每股经营现金流(最新摊薄)	0.10	0.48	0.43	0.57	0.66
每股净资产(最新摊薄)	1.85	1.98	2.53	3.08	3.72
估值比率					
PE (倍)	62.31	57.94	25.08	25.03	21.58
PB (倍)	7.46	6.95	5.44	4.47	3.70
EV_EBITDA (倍)	42.37	37.96	18.24	17.54	15.24

免责声明

分析师声明

本人，鲍荣富、方晏荷，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息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。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的销售人员、交易人员或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、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。投资者应当考虑到本公司及/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。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

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、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师鲍荣富、方晏荷本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#.298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司