

化工新材料III



王金祥

建材行业研究员

021-38565931

wangjx@xyzq.com.cn

鲁阳股份 (002088)

09 年实现平稳增长可期

推荐 (维持)

2009 年 3 月 12 日

投资要点

- 公司 2008 年实现营业收入 80987 万元，同比增长 20.01%；实现净利润 14702 万元，同比增长 10.87%；实现每股收益 0.68 元，ROE 为 18.57%；分配方案：每 10 股派发现金红利 2.00 元（含税）。

点评：

- 如果剔除雪灾、限电等不利影响，公司收入增长可达 25-30%。公司 08 年签署订单 10.2 亿元，同比增长 27.3%，但由于 08 年初公司贵州、新疆公司由于受冰雪影响，影响产能合计约 4600 吨，8 月份山东本部受限电影响产能约 3000 吨，使得实际收入增速没有达到所签订单的增速，如果剔除这两方面的不利影响，公司收入增长可达到 25-30%。
- 受原材料、能源价格上涨影响，盈利能力受到一定压制。08 年山东电力严重不足，公司采购电价上涨明显，公司下半年电价较上半年上涨了 21.74%，同时主要原材料煤矸石价格也有所上涨，尽管公司通过节能降耗及向部分下游客户提价，但还是难以完全消化成本上涨，公司 08 年综合毛利率为 38.53%，同比下滑 2.17 个百分点。

表 1：2005 年以来公司主要财务指标

	2005	2006	2007	2008
营业收入（万元）	39395	51153	67482	80987
YOY		29.8%	31.9%	20.0%
净利润（万元）	6313	8132	13261	14702
YOY		28.8%	63.1%	10.9%
EPS（元）	0.29	0.38	0.62	0.68
销售毛利率（%）	39.34	39.64	40.69	38.53
销售净利率（%）	16.05	15.9	19.69	18.15
ROE（%）	33.41	15.46	20.29	18.57

资料来源：公司公告，兴业证券研发中心整理

- 四季度盈利同比下滑比较明显。分季度来看，公司四季度收入增速仅为 7.8%，净利润则同比下滑了 13.7%，主要是由于：（1）钢铁行业不景气在四季度开始显现，公司四季度钢铁订单大量延后，四季度产能利用率也仅为 80% 左右；（2）以往四季度都有国产设备抵税项目进账，08 年公司国产设备抵税项目取消了，也影响了 1000 多万的净利润。
- 面临较大的经济调整周期，公司 09 年将以提升经营质量为主。公司 09 年主要做三方面工作：（一）根据客户信用等级决定回款周期，加大应收账款的回收力度，改善现金流以降低经营风险；（二）通过内部挖潜消化以降低生产成本：（1）公司目前产能约 12 万吨，本部 2 万吨隔热板及 1.8 万吨针刺毡项目 09 年中期投产，届时将本部的落后产能淘汰，最终产能保持在 12-13 万吨；（2）在内蒙古资源优势明显

的地区新建产能，利用当地优势资源以降低成本；（三）加大力度进行市场开拓，抵消经济调整对公司经营的不利影响。

表 2：公司分季度主要财务指标

	Q1.07	Q2.07	Q3.07	Q4.07	Q1.08	Q2.08	Q3.08	Q4.08
营业收入（万元）	12525	16347	16115	22496	15195	22293	19256	24243
YOY					21.3%	36.4%	19.5%	7.8%
营业成本（万元）	7408	9823	9426	13362	8960	13317	11948	15561
					21.0%	35.6%	26.7%	16.5%
净利润（万元）	1850	3469	2521	5421	2537	4118	3366	4681
					37.1%	18.7%	33.5%	-13.7%
每股收益（万元）	0.09	0.16	0.12	0.25	0.12	0.19	0.16	0.22
销售毛利率（%）	40.85	39.91	41.5	40.6	41.03	40.26	37.95	35.81
销售净利率（%）	14.69	21.32	15.67	24.15	16.72	18.52	17.48	19.31

资料来源：公司公告，兴业证券研发中心整理

● **我们预计公司 09 年收入至少可保持 10% 的增速，而净利润增速有望大于收入的增速。**

✓ **收入增长的保障因素：**（1）公司传统行业除钢铁需求疲软外，其它行业的需求都还不错，而公司约 30% 存量维修也相对稳定；（2）09 年公司新行业如水泥、有色金属等都还会有不错的增长；（3）建筑防火门行业是 09 年最大看点，由于 09 年防火门标准变更，实施准入证制度，公司正在积极申报以陶瓷纤维作为门芯的准入证，如果准入证下来，09 年公司防火门行业将会取得重大突破（公司本部的 2 万吨隔热板就是为这个项目准备的）；（4）此外，公司还将对船舶行业进行前期开发，有望成为后续的增长点。

✓ **净利润增速大于收入增速的保障因素：**成本将会出现一定幅度的下降：（1）08 年电价、原料价格上涨的因素在 09 年已经不会再出现，相关原料价格反而有下降空间；（2）内蒙具备丰富的煤矸石资源及廉价的电力供应，公司将把内蒙古作为煤矸石基地，产业链往上延升至煤矸石，煤矸石成本有较大下降空间，内蒙古的电价也将山东便宜约 40%；此外，08 年由于土地税等因素，使得管理费用同比增长 56%，09 年这一因素将会比较平稳。

● **公司估值水平偏低，维持公司“推荐”评级。**我们预计公司 09-11 年 EPS 分别为 0.80 元、1.04 元、1.37 元，公司是一个非常有竞争力的公司，09 年动态 PE 仅为 16 倍，具备较好的长期投资价值，维持公司“推荐”评级。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2008A	2009E	2010E	2011E
流动资产	637	839	1072	1379
货币资金	111	135	174	230
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	229	296	381	491
其他应收款	5	12	16	20
存货	170	223	286	368
非流动资产	519	638	754	861
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	1	1	1	1
固定资产	314	420	528	634
在建工程	107	128	139	145
油气资产	0	0	0	0
无形资产	88	84	81	77
资产总计	1156	1478	1826	2240
流动负债	286	382	448	508
短期借款	161	209	225	220
应付票据	10	5	7	9
应付账款	63	89	115	147
其他	52	79	101	132
非流动负债	78	130	188	248
长期借款	78	128	178	228
其他	0	2	10	20
负债合计	363	512	636	757
股本	215	215	215	215
资本公积	218	218	218	218
未分配利润	291	463	687	981
少数股东权益	1	2	2	3
股东权益合计	793	965	1190	1484
负债及权益合计	1156	1478	1826	2240

现金流量表

单位: 百万元	2008A	2009E	2010E	2011E
净利润	147	172	224	294
折旧和摊销	34	23	31	39
资产减值准备	8	0	0	0
无形资产摊销	2	4	4	4
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	18	20	24	27
投资损失	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	1	1
营运资金的变动	-154	-122	-136	-176
经营活动产生现金流量	54	96	147	188
投资活动产生现金流量	-169	-150	-150	-150
融资活动产生现金流量	100	78	42	18
现金净变动	-15	24	39	56
现金的期初余额	127	135	174	230
现金的期末余额	111	159	213	285

利润表

单位: 百万元	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	810	899	1159	1495
营业成本	498	542	697	896
营业税金及附加	8	9	12	15
销售费用	72	81	104	135
管理费用	50	49	64	82
财务费用	19	20	24	27
资产减值损失	8	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	155	198	258	339
营业外收入	17	6	8	8
营业外支出	2	2	2	2
利润总额	169	203	264	346
所得税	22	30	40	52
净利润	147	172	224	294
少数股东损益	0	0	1	1
归属母公司净利润	147	172	224	293
EPS (元)	0.68	0.80	1.04	1.37

主要财务比率

	2008A	2009E	2010E	2011E
成长性(%)				
营业收入增长率	20%	11%	29%	29%
营业利润增长率	-7%	28%	30%	31%
净利润增长率	11%	17%	30%	31%
盈利能力(%)				
毛利率	39%	40%	40%	40%
净利率	18%	18%	19%	19%
ROE	19%	18%	19%	20%
偿债能力(%)				
资产负债率	31%	35%	35%	34%
流动比率	2.23	2.20	2.39	2.71
速动比率	1.63	1.61	1.75	1.99
营运能力(次)				
资产周转率	0.20	0.17	0.18	0.18
应收帐款周转率	1.04	1.52	0.86	0.86
每股资料(元)				
每股收益	0.68	0.80	1.04	1.37
每股经营现金	0.25	0.45	0.69	0.87
每股净资产	3.69	4.49	5.53	6.89
估值比率(倍)				
PE	19.24	16.46	12.63	9.64
PB	3.57	2.94	2.38	1.91

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:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% 部 ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售部

机构销售负责人

郭 锐

电话: 021-38565929

Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉

电话: 021-38565911

Email: yinli@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元曦

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱

电话: 021-38565915

Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我公司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。