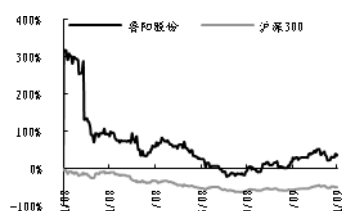


相对沪深 300 表现


表现	1m	3m	12m
鲁阳股份	-6.5	24.8	-66.9
沪深 300	-3.5	13.0	-48.6

市场数据 2009. 3. 12

当前价格 (元)	13.42
52 周价格区间 (元)	7.77
总市值 (百万)	2882
流通市值 (百万)	1031
总股本 (万股)	21476.903
流通股 (万股)	7680.5122
日均成交额 (百万)	1978
近一月换手 (%)	52.8

相关报告

鲁阳股份 08 年三季报点评—增长放缓
压力渐增 盈利略有下滑
2008-11-14

分析师

卜忠东
电话: 0755-83716694
邮件: buzhd@ghzq.com.cn

分析师申明:

分析师在此申明,本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外,分析师薪酬的任何部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

- 鲁阳股份 2008 年的增长基本符合预期: 实现营业收入 80987.42 万元, 同比增长 20.01%; 实现营业利润 15486.20 万元, 同比减少 7.27%; 实现净利润 14743.43 万元, 同比增长 10.98%。
- 08 年公司净利润增长的主要因素是营业外收入的增加及所得税率下降。
- 值得关注的是, 公司 08 年报的经营现金流虽然比 08 年三季报好转, 但仍低于上年同期水平, 08 年公司经营活动产生的现金流量净额同比减少了 48.73%, 反映公司经营压力较大。
- 2008 年公司的盈利能力及营运效率均有所下滑, 应收款仍需改善。
- 公司目前有陶瓷纤维隔热板项目、1050 纤维针刺毡项目及内蒙古鲁阳公司等三个主要的在建项目, 有望在 2009 年、2010 年陆续贡献利润。
- 假定公司项目进展顺利, 毛利率相对平稳, 不考虑再融资, 预计 2009 年、2010 年公司的每股收益分别为 0.79 元和 0.85 元。
- 鉴于公司的估值处于相对合理的水平, 给予其中性的投资评级。结合公司的行业地位及持续成长能力, 建议投资者保持长线关注, 并密切关注其经营现金流变化。
- 公司的产品需求及售价均存在一定的不确定性, 其项目进展及再融资计划也存在一定的不确定, 均可能影响其业绩。
- 二级市场的震荡可能会对公司的估值水平产生不确定性影响。

预测指标	2007	2008	2009E	2010E
主营收入 (百万元)	674.82	809.87	898.32	1062.97
营业利润 (百万元)	166.99	154.86	193.93	208.74
净利润 (百万元)	132.61	147.02	168.64	181.94
摊薄每股收益 (元)	0.99	0.68	0.79	0.85
摊薄每股净资产 (元)	4.87	3.69	4.48	5.33
摊薄 ROE (%)	20.29	18.57	17.63	15.95

公司 2008 年增长情况基本符合预期

鲁阳股份 2008 年的增长基本符合预期: 实现营业收入 80987.42 万元, 同比增长 20.01%; 实现营业利润 15486.20 万元, 同比减少 7.27%; 实现净利润 14743.43 万元, 同比增长 10.98%。08 年每股收益 0.68 元。

进一步分析可发现: 因成本上涨等因素, 08 年公司的营业利润同比减少 7.27%, 导致 08 年净利润增长的主要因素是营业外收入的增加及所得税率下降。

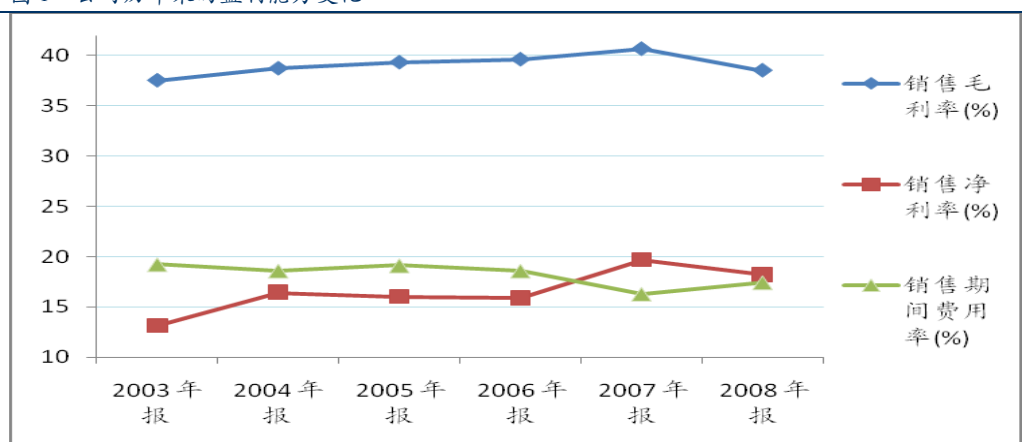
从公司公告的 08 年订单签署和执行情况看: 08 年订单总额同比增长 27.3%, 其中纤维模块业务、纤维纺织品、轻钢产品及其他业务的订单的增长均超过 30%, 纤维板及纤维纸业务的订单也有一定的增长, 而纤维毡的订单则同比减少 24%。

值得关注的是, 公司 08 年报的经营现金流虽然比 08 年三季报好转, 但仍低于上年同期水平, 08 年公司经营活动产生的现金流量净额同比减少了 48.73%。公司的解释是产能扩大、加大流动资金占用; 受经济危机影响, 销货结算周期延长。经营现金流的情况反映公司经营压力依然很大。

08 年公司盈利能力和营运效率均有所下滑**1、公司 08 年盈利能力有所下滑**

从图 1 可看到: 因成本上升等因素, 2008 年公司的销售毛利率下降了 2.17 个百分点, 销售净利率同比下滑了 1.49 个百分点; 期间费用率则同比上涨了 1.15 个百分点。

图 1 公司历年来的盈利能力变化



资料来源 wind

分品种看(见表 1): 08 年占公司收入构成 37.22%、利润构成 39.56%

的纤维毯业务的毛利率下降了 2.08 个百分点；占收入构成 17.3%、利润构成 18.55% 的模块组件业务的毛利率下降了 3.48 个百分点；占收入构成 15.5%、利润构成 17.26% 的纤维板业务毛利率略升了 0.92 个百分点。公司主要品种的毛利率均有不同程度的下滑，仅有纤维板及另两个业务占比很小的纺织品、纤维毯业务的毛利率有所提升，这也反映出 08 年公司的经营压力增加。

预计 2009 年公司的原燃料压力可能有所减缓，电力、建筑、水泥等行业的耐火材料需求有望复苏，有利于提升公司的产品需求；但由于金融危机对世界经济的影响尚未消除，钢铁等其他行业的需求提振尚需时间，不排除 09 年公司销售毛利率仍会小幅下滑的可能。

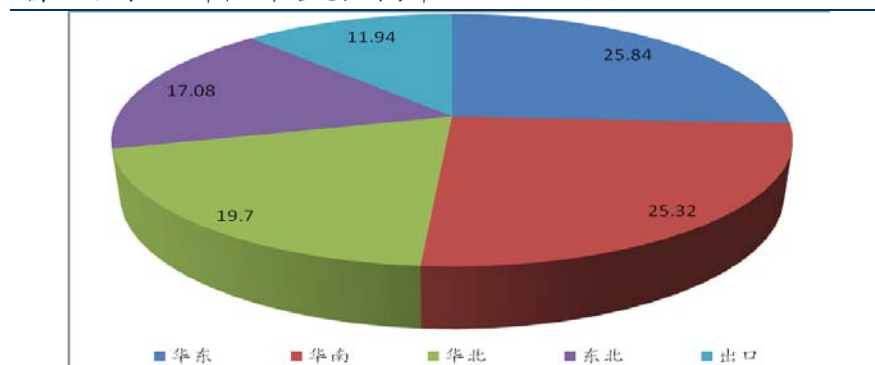
表 1 公司各品种 08 年的盈利能力变化

	收入构成：%	利润构成：%	08 年毛利率：%	毛利率与上年相比（百分点）
纤维毯	37.22	39.56	40.95	(2.08)
模块组件	17.30	18.55	41.30	(3.48)
纤维板	15.50	17.26	42.89	0.92
其他	13.26	13.27	38.57	(4.48)
纤维棉	5.61	3.61	24.79	(6.07)
轻钢产品	4.03	2.40	22.94	(6.39)
纺织品	2.12	2.26	41.13	12.00
纤维纸	2.00	2.10	40.41	(6.92)
光学玻璃产品	1.58	0.24	5.78	(7.63)
纤维毡	1.26	0.75	23.04	3.12

资料来源 wind

分地区看：2008 年公司在华北和华南的收入增幅分别为 32% 和 26%，在华东和东北的收入也出现一定的增长；但出口增长幅度明显放缓，出口收入增幅仅为 7.26%（而 2007 年的出口收入增幅为 39.6%），出口在公司收入中的比重也下降了 1.42 个百分点。

图 2 公司 2008 年收入在各地区的分布



资料来源 wind

2、营运效率有所下滑，应收款仍需改善

从表 2 可看到：公司的存货周转率、应收账款周转率等营运指标均下降，资产周转指标也无明显好转，反映公司经营压力增大。

我们一直关注的应收款情况也不尽人意。08 年公司应收款总额同比增长了 43.83%，超过收入增幅；应收款的周转天数由上年的 75.59 天，放缓到 08 年的 86.13 天。导致这种情况的原因有两个：一是公司部分客户出现回款难的情况；二是由于公司参与竞争的投标客户多为冶金、石化等有实力的大型企业，该类客户的信誉度高，一般会要求宽松的付款期。虽然公司表示将严格客户分类管理，针对不同客户采取不同的回款签约方式，但由于公司所处行业的特点及金融危机的影响，估计其应收款的改善尚需时间观察。

表 2 2003 年以来公司的营运能力变化

	2003 年报	2004 年报	2005 年报	2006 年报	2007 年报	2008 年报
存货周转率(次)	4.1	4.34	4.52	4.49	4.7	3.77
应收账款周转率(次)	3.98	4.65	4.7	4.68	4.76	4.18
流动资产周转率(次)		1.74	1.65	1.32	1.41	1.48
固定资产周转率(次)		3.12	2.96	2.8	2.55	2.53
总资产周转率(次)		0.97	0.92	0.77	0.78	0.78

资料来源 wind

公司未来两年有望保持一定程度的增长

公司目前的主要在建项目有以下三个（见表 3），若项目进展顺利，这些项目有望在 2009 年、2010 年贡献利润。

表 3 公司目前主要的在建项目

年产 2 万吨陶瓷纤维隔热板项目	计划 2009 年 6 月建成投产
年产 1.8 万吨 1050 型陶瓷纤维针刺毡项目	计划 2009 年 6 月建成投产
内蒙古鲁阳节能材料有限公司建设项目	计划 2009 年年底建成投产

资料来源 公司 08 年报

预计 2009 年公司的成本压力可能会有所减缓，但出口及钢铁等需求的疲软仍可能使公司面临较大的经营压力。

公司在 08 年报披露：2009 年，公司计划实现销售收入 8.9 亿元，净利润 1.66 亿元，费用与 2008 年持平，生产成本降低 2%。若该计划可达到，则公司 2009 年的每股收益约为 0.77 元，同比增幅约为 13%。

盈利预测

根据公司的发展变化及项目进展，笔者调整了公司 2009 和 2010 年的业绩预测。业绩预测的前提条件如下：

- 1、未来两年公司所处行业及经营环境不发生大的变化，煤电等价

格稳中趋降，其他原料价格基本平稳；

2、假定公司现有的三个在建项目均进展顺利，产品市场不发生大的变化，可实现项目预期的利润水平；

3、假定公司可实现其 2009 年的销售计划，2009 年因成本下调毛利率比 08 年提升 1 个百分点；2010 年毛利率微降 0.5 个百分点；

3、基于谨慎性原则，我们假定未来 2 年公司没有再融资行为。

预测的结果如下：

表 4 公司未来 2 年的业绩预测

单位：万元	2006 年报	2007 年报	2008 年报	2009E	2010E
一、营业总收入	51,152.57	67,481.92	80,987.42	89832.47	106297.23
二、营业总成本	41,213.29	52,048.76	65,503.65	70439.89	85423.11
营业成本	30,873.38	40,019.82	49,786.17	54303.73	64798.79
营业税金及附加	493.58	645.03	821.64	907.31	1052.34
销售费用	5,002.50	6,709.89	7,210.75	8680.06	10270.97
管理费用	2,693.38	3,195.83	4,999.29	5542.66	5846.35
财务费用	1,808.03	1,072.70	1,900.97	503.06	2859.40
资产减值损失	342.42	405.49	784.83	503.06	595.26
三、其他经营收益					
投资净收益	-3.38	1,266.34	2.44	0.00	0.00
营业利润差额(合计平衡项目)				0.00	0.00
四、营业利润	9,935.89	16,699.50	15,486.20	19392.58	20874.12
加：营业外收入	161.09	334.18	1,653.89	667.01	789.26
减：营业外支出	21.81	203.48	205.16	166.19	196.65
五、利润总额	10,075.17	16,830.21	16,934.93	19893.40	21466.73
减：所得税	1,942.29	3,546.02	2,191.50	2984.01	3220.01
六、净利润	8,132.88	13,284.18	14,743.43	16909.39	18246.72
减：少数股东损益	0.58	23.57	41.58	44.92	53.15
归属于母公司所有者的净利润	8,132.30	13,260.62	14,701.85	16864.47	18193.57
七、每股收益：元	0.79	0.99	0.68	0.79	0.85

来源 wind，国海证券研究所

从上表 4 可看到：在上述假设前提下，公司 2009 年和 2010 年的每股收益分别为 0.79 元和 0.85 元，有望保持一定幅度的增长。当然，未来公司的产品需求及售价均存在一定的不确定，将直接影响公司的业绩。

估值及投资建议

根据 2009 年业绩预测及 2009 年 3 月 12 日收盘价，公司的市盈率和市净率分别为 17 倍和 3.64 倍，处于相对合理的水平。下表 5 列出了根据 3 月 12 日收盘价做的估值比较结果（整体法统计、剔除负值）：

表 5 公司估值的相对比较

板块名称	市净率	市盈率	2009年预测市盈率
全部A股	2.48	24.44	13.7
沪深300	2.39	21.61	13.06
中小企业板	3.58	25.75	19.43
建材指数板块	2.79	28.83	14.75
鲁阳股份	3.64	19.74	16.99

资料来源 wind

从表 5 可看到：根据 2009 年预测市盈率比较，鲁阳股份的估值并不存在明显的低估，处于相对合理的水平。给予其中性的投资评级。

鉴于公司在行业中的龙头地位及未来有望保持一定幅度的成长，建议投资者保持长线关注，并密切关注其经营现金流情况变化。

风险提示

1、因金融危机对国际市场的影响及钢铁等行业需求放缓等因素，有可能影响公司的产品需求及售价，从而影响公司业绩。

2、公司的项目进展及再融资计划均存在一定的不确定，可能会影响公司未来的业绩。

3、公司的经营现金流状况及应收款管理均有待改善，存在一定的风险。

4、二级市场的震荡可能会对公司的估值水平产生不确定性影响。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国海证券所有。