

2009 年 5 月 5 日

A
未有评级

002088.SZ - 人民币 19.47

陈恬

 (8621) 6860 4866 分机 8503
 tian.chen@bocigroup.com

倪晓曼

 (8621) 6860 4866 分机 8319
 xiaoman.ni@bocigroup.com

股价相对指数表现



资料来源：彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	95	31	41	3
相对新华富时 A50 指数(%)	55	27	21	41

资料来源：彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数 (百万)	214.8
流通股 (%)	76.8
流通股市值 (人民币 百万)	1,495.3
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	34
净负债比率 (%)	18.9
主要股东 (%)	
沂源县南麻镇集体资产管理公司	35.98
鹿成滨	14.46

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

鲁阳股份

陶瓷纤维龙头

鲁阳股份目前为国内最大的陶瓷纤维生产商和供应商，年产各种陶瓷纤维制品 12 万多吨，包括四大系列 100 多种产品，广泛应用于石化、冶金、陶瓷、电力、航空、航天、消防、家电、汽车、船舶等各个领域。

主要发现

- **行业概述。**根据相关节能产业政策的要求，在未来的 15 年内，节能材料面临广阔的市场空间，这为陶瓷纤维行业创造了一个扩大生产规模、提高产品质量的良好机遇。我国陶瓷纤维行业自 90 年代开始迅速发展。尤其 2000 年以来，行业保持年均 40% 以上的高速增长，进入了快速发展期，08 年受到经济危机影响，增速有所放缓。
- **产能水平。**公司目前陶瓷纤维产品总产能在 12 万吨左右，公司计划通过公开增发募集资金投资建设 2 万吨陶瓷纤维隔热板、1,600 万块莫来石纤维砖、2 万吨可溶纤维系列产品和 1.8 万吨 1050 陶瓷纤维针刺毡项目。其中 2 万吨隔热板和 1.8 万吨 1050 针刺毡项目将于今年 6 月建成投产，将成为公司新的增长点，另外公司的增发计划预计在今年也会启动。
- **盈利预测。**公司在 2006 年上市，募集资金 2.8 亿元用于 3 万吨各种高端陶瓷纤维产品的产能扩张。从 2005 年至 2008 年，公司的产能和营业收入也不断增长，毛利率水平稳定，公司 2008 年实现净利 1.47 亿元，每股收益 0.68 元，我们预计 2009 年其有望实现 0.8 元的每股收益，2010 年得益于新项目的利润贡献，每股收益将可能超过 1 元，目前股价相当于 2009 和 2010 年 24 倍和 20 倍的预期市盈率。考虑其产品符合国家节能减排国策，未来增长空间较大，我们认为估值仍有一定的提升空间。
- **主要风险。**公司生产耗用的主要能源是电，电力成本占生产成本的比例基本在 30% 左右，也属于耗能较高行业。目前国家发改委正在拟定深化电价改革方案，随着国家实施电煤价格挂钩，电价存在进一步调高的可能。因此，公司未来面临因电价调整而导致生产成本提高的风险。

投资摘要 (市场预测)

年结日：12 月 31 日	2006	2007	2008	2009E	2010E
销售收入 (人民币 百万)	511.5	674.8	809.9	951.8	1,167.6
变动 (%)	29.8	31.9	20.0	17.5	22.7
净利润 (人民币 百万)	81.3	132.8	147.4	171.4	209.8
变动 (%)	28.6	63.3	11.0	16.3	22.4
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.79	0.99	0.68	0.80	0.98
变动 (%)	-	25.3	(31.3)	17.4	22.4
市盈率 (倍)	24.6	19.7	28.6	24.4	19.9
每股帐面价值 (人民币)	4.99	4.87	3.69	4.39	5.33

资料来源：公司数据及万得

中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>，firstcall.com，Multex.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com.) 上获取

买入 (BUY) 指预计该行业 (股份) 在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10%；卖出 (SELL) 指预计该行业 (股份) 在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。未有评级 (NR)。持有 (HOLD) 则指预计该行业 (股份) 在未来 6 个月中的股价相对上述指数在上下 10% 区间内波动

公司背景

鲁阳股份目前为国内最大的陶瓷纤维生产商和供应商，年产各种陶瓷纤维制品 5 万多吨，包括四大系列 100 多种产品，广泛应用于石化、冶金、陶瓷、电力、航空、航天、消防、家电、汽车、船舶等各个领域。2006 年 11 月，公司在深圳证券交易所中小企业板首次公开发行 2,080 万 A 股股票并成功上市。目前公司总股本 21,476.9 万股，流通股本为 7,680 万股，控股股东是山东省沂源县南麻镇集体资产经营管理中心，持有 7,727 万股，占公司总股本的 35.98%；公司董事长鹿成滨个人持股 3,105 万股，占公司总股本的 14.46%。

行业概览

陶瓷纤维产品作为一种重要的绝热节能材料，其应用技术在近十几年来得到迅速发展。近年来我国经济增长呈现以重工业的发展为主导的格局，在下游行业电力、钢铁、机械设备、汽车、造船、化工、电子、建材等行业的带动下，我国陶瓷纤维行业自 90 年代开始迅速发展。尤其 2000 年以来，行业保持年均 40%以上的高速增长，进入了快速发展期。

根据《国家“十一五”规划纲要》，到“十一五”末期，单位 GDP 的能耗要比“十五”降低 20%。在提高能源效率方面，到 2010 年，每万元 GDP 的能耗要由 2002 年的 2.68 吨标煤下降到 2.25 吨标煤，2020 年每万元 GDP 能耗下降到 1.54 吨标煤，所以从 2003 年到 2020 年的年平均节能率大约是在 3% 左右。因此至少在未来的 15 年内，节能材料面临广阔的市场空间，这为陶瓷纤维行业创造了一个扩大生产规模、提高产品质量的良好机遇。陶瓷纤维由于显著的节能效果及良好的性能价格比，其应用领域逐步扩大并替代部分其他耐火、绝热材料，其市场空间横向扩展。

产能水平

公司目前陶瓷纤维产品总产能在 12 万吨左右，公司计划通过公开增发募集资金投资建设 2 万吨陶瓷纤维隔热板、1,600 万块莫来石纤维砖、2 万吨可溶纤维系列产品和 1.8 万吨 1050 陶瓷纤维针刺毡项目。其中 2 万吨隔热板和 1.8 万吨 1050 针刺毡项目将于今年 6 月建成投产，将成为公司新的增长点，另外公司的增发计划预计在今年也会启动。

在其他主要应用领域增长较平稳的情况下，公司“建筑防火门行业”相关产品的销售增加将是公司未来利润主要增长点，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 万吨隔热板就是专门针对此项目准备）。

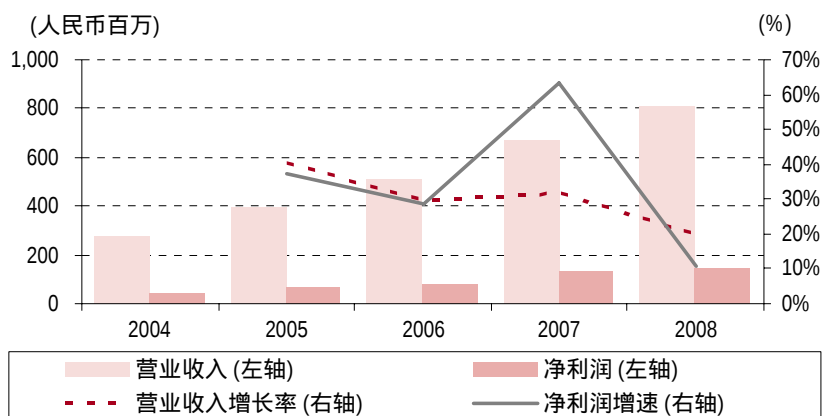
竞争优势

公司目前在行业内主要优势体现在技术优势和市场规模两个方面。首先，公司为国家火炬计划重点高新技术企业、国家新材料产业基地骨干企业和山东省高新技术企业，是国家“863”计划的协作单位和中国陶瓷纤维国家标准的主起草单位。公司拥有多项专利和非专利技术，自主研制开发的含锆陶瓷纤维、陶瓷纤维纸为“国家级新产品”，填补国内空白。其次，公司是国内最大的陶瓷纤维生产企业，自设立以来，凭借在陶瓷纤维生产技术和应用技术方面的领先优势，开发出多种陶瓷纤维新产品，并成功地向多个应用领域进行了推广，引领着国内陶瓷纤维在技术、产品、应用等方面的发展。在长期的市场推广过程中，公司生产的陶瓷纤维产品已经在客户中树立了良好的品牌形象，如目前公司在国内石化用陶瓷纤维领域市场占有率超过 50%。

盈利预测

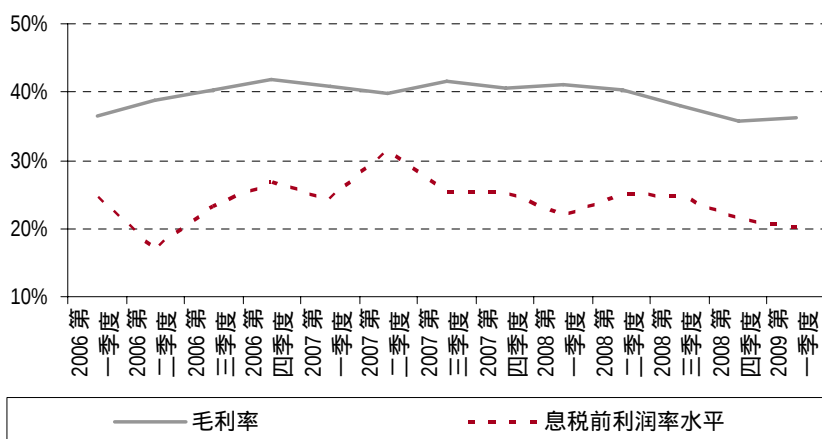
公司在 2006 年上市，募集资金 2.8 亿元用于 3 万吨各种高端陶瓷纤维产品的产能扩张。从 2005 年至 2008 年，公司的产能和营业收入也不断增长，毛利率水平稳定，公司 2008 年实现净利 1.47 亿元，每股收益 0.68 元，我们预计 2009 年其有望实现 0.8 元的每股收益，2010 年得益于新项目的利润贡献，每股收益将可能超过 1 元，目前股价相当于 2009 和 2010 年 24 倍和 20 倍的预期市盈率。考虑其产品符合国家节能减排国策，未来增长空间较大，我们认为估值仍有一定的提升空间。

图表 1. 公司营业收入和净利润水平



资料来源：公司年报

图表 4. 公司季度利润率水平稳定



资料来源：公司季报及中银国际研究

风险

公司生产耗用的主要能源是电，电力成本占生产成本的比例基本在 30%左右，也属于耗能较高行业。目前国家发改委正在拟定深化电价改革方案，随着国家实施电煤价格挂钩，电价存在进一步调高的可能。因此，公司未来面临因电价调整而导致生产成本提高的风险。

初步结论

作为国内陶瓷纤维行业的龙头企业，鲁阳股份的产品结构、技术水平和市场份额都处于不断提升和发展的阶段，公司目前在国内陶瓷纤维行业内竞争优势明显，并且顺应我国未来长期产业发展规划，我们看好公司未来长期的发展。

业绩摘要

(人民币 百万)	2006	2007	2008
营业总收入	511.53	674.82	809.87
营业收入	511.53	674.82	809.87
营业总成本	412.13	520.49	655.04
营业成本	308.73	400.2	497.86
营业税金及附加	4.94	6.45	8.22
销售费用	50.03	67.1	72.11
管理费用	26.93	31.96	49.99
财务费用	18.08	10.73	19.01
资产减值损失	3.42	4.05	7.85
其他经营收益			
投资净收益	-0.03	12.66	0.02
营业利润	99.36	167	154.86
加：营业外收入	1.61	3.34	16.54
减：营业外支出	0.22	2.03	2.05
利润总额	100.75	168.3	169.35
减：所得税	19.42	35.46	21.92
净利润	81.33	132.84	147.43
减：少数股东损益	0.01	0.24	0.42
归属于母公司所有者的净利润	81.32	132.61	147.02
每股收益：			
基本每股收益(元)	0.79	0.99	0.68
稀释每股收益(元)	0.79	0.99	0.68

资料来源：公司数据

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 4 月 30 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了閣下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。閣下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于閣下个别情况。本报告不能作为閣下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371