

鲁阳股份 (002088.sz)

新产品具有划时代意义

王飞 研究员
 电话: 020-87555888-632
 eMail: wf@gf.com.cn

黄立图 研究助理
 电话: 020-87555888-832
 eMail: hlt2@gf.com.cn

新产品意义重大, 具有广阔成长空间

1、硅镁系列产品是公司新推出的应用于保温产品, 可替代硅酸铝系列中的1050型(即低温型, 普铝产品)。该产品成本优势明显, 设备和技术门槛很高。目前国内大多数厂商混战于此, 竞争激烈毛利率较低, 它的应用将使公司摆脱毛利率下降的困扰, 且将对陶瓷纤维保温材料市场产生革命性的影响, 而公司盈利前景看好。预计公司2010年硅酸镁系产品产量可达到4万吨, 可提升毛利3200万元以上。

2、公司防火门门芯板已经获得公安部认可, 可溶性纤维(硅酸镁产品)可以作为相对高端防火门的门芯板为厂商采用, 而后者有充足动力。该产品拉开了公司进入民用领域的序幕, 公司打算未来几年将不断推出成熟产品进入民用领域, 公司研发能力强, 且拥有大量储备项目, 其在节能降耗的大背景下应用空间广阔。

传统市场领域设备改造和易耗需求上升

从目前订单来看, 钢铁行业等高能耗行业出现了设备维修、更新设备等需求, 这可能使得下游行业对陶瓷纤维的需求比固定资产投资增长率弹性更大; 其次, 公司在化工、船舶、水泥行业、有色金属行业等新行业的开发进入收获阶段, 并且进一步加大对隧道、地下室、钢结构建筑等方面的市场开拓; 另外公司近三年订单较多, 随着耐火、保温材料的不断使用, 作为易耗品性质的更新需求将逐渐体现。保守预计2010年下游行业(石化、钢铁、电力等)固定资产投资平均增长率为15%, 公司销售收入增长30%是可以期待的。

盈利预测与评级

预计2009-2011年销量分别同比增长约5%、30%、30%, 考虑硅酸镁系列产品对硅酸铝产品替代、内蒙古生产线替代带来原材料和电力价格降低、成本改造、产品平均价格下降、2010年产能利用率逐渐释放、新产品开拓增加销售费用和管理费用等, 测算结果为2009-2011年摊薄后EPS分别为0.63元、1.05元、1.36元。考虑到公司的行业地位、竞争力、管理水平和新产品的广阔的发展前景, 以及2010-2015年平均30%的能增长率, 我们给2010年30倍市盈率, 公司价值中枢为31.50元, 给予“买入”评级。

风险提示

实体经济景气回升可能反复; 陶瓷纤维技术创新很快, 存在技术更新的风险; 新产品市场开拓存在不确定性。

公司评级

买入

当前价格(元)	23.19
目标价格(元)	31.50
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	19.67%	8.43%	157.18%
上证综指	14.37%	-4.81%	132.95%

股票数据

总股本(万股)	23,397.87
流通 A 股(万股)	11,426.09
主要股东:	
	沂源县南麻镇集体资产经营管理中心
主要股东持股比例	33.03%
流通 A 股比例	48.83%

财务比率

ROE	18.57%
ROA	12.72%
资产负债率	31.41%
每股净资产(元)	3.69

2008 年报数据。

硅镁产品、防火门材料具有划时代意义

本次调研主要目的为了解公司最近通过公安部检测的防火门门芯板和以硅酸镁保温毯为主要形态的硅镁系列产品。

我们认为：

1、防火门项目拉开了公司进入民用领域的序幕，公司拥有大量储备项目，未来几年将不断推出成熟产品。随着节能减排政策的深入推行，民用保温节能材料需求愈发明朗，该市场领域天地广阔，公司可大有作为。

2、硅镁系列产品是公司新推出的保温产品，可替代硅酸铝系列中的1050型（即低温型，普铝产品）。该产品成本优势明显，设备和技术壁垒很高，它对用于保温的陶瓷纤维市场将产生革命性的影响，甚至可能导致行业重新洗牌。预计2010年公司硅酸镁系类产品产量可达到4万吨，替换硅酸铝产品可提升公司毛利8000万元左右。

硅酸镁产品有望改变市场格局，公司毛利率上升

传统意义上，陶瓷纤维产品按照化学构成可分为硅酸铝纤维和氧化铝纤维两大类。其中硅酸铝纤维又分低温型、标准型和高温型，使用温度分别为1000℃、1260℃、1400℃左右。

表1：陶瓷纤维的分类

名称和使用温度	Al ₂ O ₃ (%)	SiO ₂ (%)	制取方法	结构	类别
硅酸铝纤维	低温型 1000℃	40	熔融喷吹或 甩吹法	玻璃态纤维	散状短纤维
	标准型 1260℃	50			
	高温型 1400℃	60			
氧化铝纤维 1600℃	95	5	溶液纺丝法	多晶纤维	连续长丝

数据来源：《耐火材料》，广发证券发展研究中心

根据使用温度的不同，陶瓷纤维分为高、中、低端。一般来说，使用温度越高，价格越贵。除了多晶纤维，陶瓷纤维产品大多数为硅酸铝产品。

表2：陶瓷纤维产品分类温度及长期安全使用温度对照表

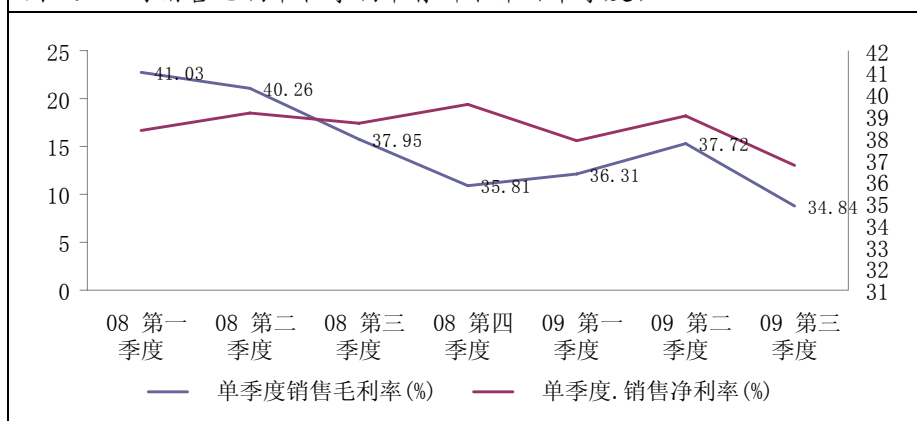
分类温度（℃）	长期安全使用温度（℃）	对应产品种类
1050	950	普通型陶瓷纤维
1140	1000	标准型陶瓷纤维
1260	1100	高纯型陶瓷纤维
1350	1200	高铝型陶瓷纤维
1430	1350	含锆型陶瓷纤维
1600	1450	多晶莫来石纤维

数据来源：公司资料，广发证券发展研究中心

据了解，全国共400家陶瓷纤维硅酸铝产品生产厂商，它们80%的产能均生产较为低端的普通型陶瓷纤维产品，即1050型。这种产品技术壁垒较低，市场上产品良莠不齐，竞争较为激烈。

2009年一季度以来，行业内中小厂商经营愈发艰难，价格较年初下滑1000元/吨左右。公司该系列产品毛利率下降至不到20%，这也是公司毛利率09年一季度以来不断下降的重要原因。

图 1: 公司销售毛利率和净利率有所下降 (单季度)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

公司新研制的硅酸镁系列产品可以完全替换这种普铝1050型产品, 事实上, 硅酸镁产品的缺点在于难以提升至高温环境使用, 但1000℃左右的使用环境则是游刃有余。

国内能够大规模生产硅酸镁类产品仅有公司一家。进入壁垒非常高, 集中为设备门槛, 包括原材料的熔融提炼 (如去除Fe元素等)、甩丝设备 (公司每分钟可高达13000转, 是市场设备的2倍左右; 甩丝成纤率高才能保证性能) 等。目前竞争对手硅酸镁生产线普遍为机械+手工完成, 不能大规模生产, 从而成本较高, 对普铝系列产品替代能力非常有限。

公司硅酸镁系列产品毛利率较高。参照目前普铝产品价格, 该系列毛利率可以提升至35%左右 (相当于上升了20%), 优势非常明显。由于在1000℃以下的保温领域, 硅酸镁产品在性能上完全不逊于硅酸铝产品, 并且颜色等外形条件更好。硅酸镁系列产品的成功投产保证了公司未来几年的既有市场和新开发市场的毛利率空间。

我们预计, 该产品的推出将对用于保温领域陶瓷纤维市场产生革命性的影响, 甚至可能导致行业重新洗牌。公司多年来整体毛利率在35%-40%左右, 而公司利用先进的设备和技术能力坚持生产毛利率较低的普铝产品, 且产量占比高达40%左右, 与众多低端生产者混迹于白热化竞争市场, 如此“苦肉计”背后的支持战略正是为了占领市场空间, 同时遏制竞争对手发展。既为硅酸镁系列产品提供了现成的市场空间, 较低毛利率也限制了竞争对手的资本积累, 保证高端产品竞争弱化, 起到“围魏救赵”的效果。硅酸镁系列产品推出后, 公司将凭借成本优势占据更大市场份额, 同时将其推广至民用领域等。

预计2010年公司硅酸镁系类产品产量可达到4万吨, 替换硅酸铝产品可提升公司毛利3200万元以上; 若有需要, 普铝生产线改装为硅酸镁生产线仅需2-3个月的改装调试。

防火门门芯板已获得公安部认可

新防火门标准的特点: 2009年1月, 我国新版防火门标准生效。相比以前的防火门标准, 新标准从国际、国外标准中引入了部分隔热防火门和非隔热防火门的概念和要求, 对防火门的分类由原来仅按隔热防火门分类, 改为按隔热防火门(A类)、部分隔热防火门(B类)和非隔热防火门(C类)进行分类; 同时, 将原来的甲、乙、丙级防火门的耐火极限调整为1.5h、1.0h和0.5h。新版标准还规定门扇内若填充材料, 应采用对人体无毒无害

的防火隔热材料，减少对人身健康的影响。同时，新版标准还增加了钢木质防火门和其他材质防火门的内容和要求，为新材料、新技术应用和新型防火门的生产、检验提供了技术依据，拓展了防火门生产企业的发展空间。

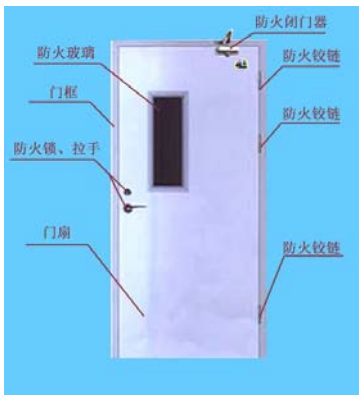
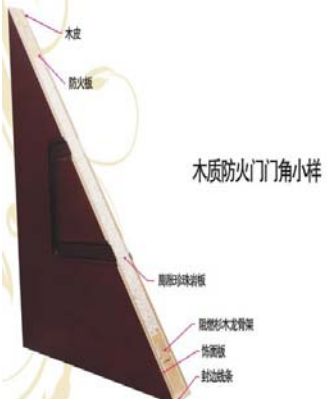
现行的国家标准《建筑设计防火规范》、《高层民用建筑设计防火规范》、《人民防空工程设计防火规范》等规定的甲、乙、丙级防火门、窗将分别对应于新标准的A1.50(甲级)、A1.00(乙级)、A0.50(丙级)。

鲁阳于去年开始开发新的应用领域——防火材料市场，防火材料市场主要包括以下4个细分市场：

- 1、防火门市场：主要用于钢质防火门及木质防火门内芯充填；
- 2、钢结构防火市场：主要用于钢结构住宅钢梁、钢柱的防火包覆，取代钢结构防火涂料及传统的氧化镁、硅酸钙材质防火板材；（已在苏州雷达试验基地、莱钢行政中心大楼应用，预计市场空间8000万元/年）。
- 3、隧道防火市场：主要用于水底隧道（一类）及市政隧道（二类）顶部防火装修，取代传统的氧化镁、硅酸钙材质无机防火板材；（预计市场空间6000万元/年）

4、地下防火市场：主要用于地下车库、人防工程的防火喷涂工程。

2008年6月开始，公司可溶性纤维产品作为防火门门芯板材料接受公安部新防火门标准的检测认证，09年10月底已经获得公安部认可，据了解，这是唯一的陶瓷纤维企业获得认可。未来几年，防火门门芯板能够给公司带来多少的盈利贡献，取决于可溶性纤维（硅酸镁系列）作为门芯材料具有什么性能优势、价格优势和防火门厂商的意愿。

图 2：钢制防火门简介 	图 3：玻璃防火门 	图 4：木制防火门结构 
图 5：鲁阳陶瓷纤维门芯 	图 6：珍珠岩门芯板 	图 7：蛭石板门芯板 

数据来源：广发证券发展研究中心

可溶性纤维性能不逊于替代产品。目前符合新标准而被大量使用的防火门芯材料—珍珠岩、蛭石相比，可溶性纤维具有耐火性能好、可靠性高、柔韧性强、生命周期强等明显优势，生产的防火门重量轻、花色多、质量稳定、耐火性能高等特点。一般来说，陶瓷纤维（硅酸铝产品）的缺点是生产过程有粉尘污染，具有可吸入性，因此曾被列入污染产品，但公司开发的可溶性纤维可溶解于人体，符合环保标准；并且硅酸镁产品比硅酸铝产品对人体的危害程度进一步减轻。

表3、不同防火门芯材料性能对比

	耐火性能	容重	柔韧性	生命周期	可靠性	工艺性能
可溶性纤维	72 分钟升温 80 度	180 — 200kg/m ³	适用于压花 造型，性能 无影响	吸湿性造成 钢制防火门 锈蚀，影响 寿命	有韧性，不 易破碎	可采用热转 印工艺，形成 多色产品
珍珠岩、蛭 石	72 分钟升温 >80 度	350 — 400kg/m ³	压花造型易 破碎，影响 防火性能	吸湿性弱， 不宜锈蚀	硬性材料， 易破碎	色彩单一

数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

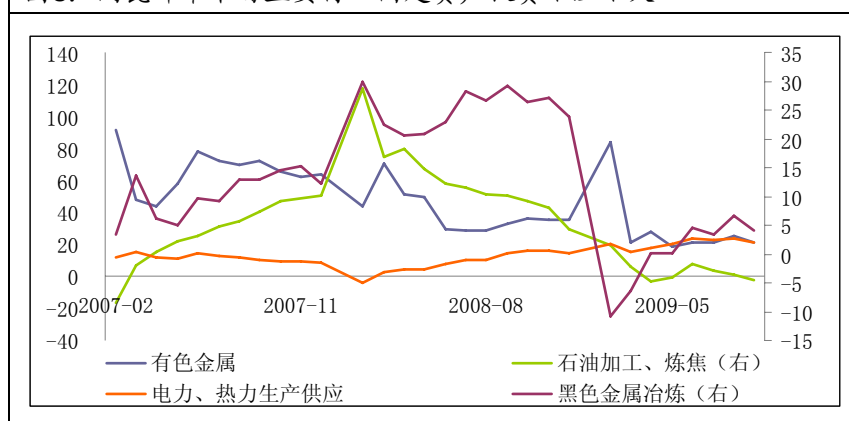
可溶性纤维门芯板价格有吸引力。目前低档次门芯板价格为30元/平方米左右，相对高端的珍珠岩、蛭石门芯板价格为60元/平方米左右，公司可溶性纤维（硅酸镁产品）价格为80元/平方米左右。由于具有公安部认可等因素，该防火门可以更容易通过消防验收，尤其在高端市场具有吸引力，虽然价格比珍珠岩、蛭石高30%左右，但实际价格仅高20元，相比主流防火门500-800元/m²，成本上升非常小，但其性能和容重轻等优点却可以作为很好的卖点，目前接洽情况来看，防火门生产商较为欢迎。

根据行业研究，可溶性纤维防火门芯板成长空间巨大—国内目前生产销售防火门的企业在1000家左右，估计年产防火门约5500万樘，按照每樘门用可溶性纤维0.1m³计算，年市场容量约550万m³，合100万吨左右，相当于公司目前陶瓷纤维总产能的10倍！如果该产品通过最终认证鉴定并得以大规模推广销售，将成为公司又一重要利润增长点。

传统市场：改造需求、易耗品需求增加

传统市场方面，由于开拓时间不长，而产品使用寿命较长，公司产品主要用于新建生产线。下游石化、冶金、电力等行业固定资产投资增长在触底后并未见到快速反弹，考虑到钢铁行业产能限制、火电行业经营业绩疲弱等因素，2010年这两个行业新增需求很难有爆发性增长。

图8：陶瓷纤维下游主要行业固定资产投资不温不火



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

值得欣喜的是，从目前订单来看，钢铁行业等高能耗行业出现了设备维修、更新设备等需求，这可能使得下游行业对陶瓷纤维的需求比固定资产投资增长率弹性更大。其次，公司在化工、船舶、水泥行业、有色金属行业等新行业的开发进入收获阶段，并且公司进一步加大对隧道、地下室、钢结构建筑等方面的市场开拓。最后，公司近三年订单较多，随着耐火、保温材料的不断使用，作为易耗品性质的更新需求将逐渐体现。

随着节能减排政策的不断深化贯彻，企业更优动力使用节能效果更好的陶瓷纤维是可以预见的，而这个速度会加快。从陶瓷纤维使用的规律来看，2009年是下游需求最萎靡的年份，公司尚且保持了2008年的需求水平，保守预计2010年下游行业（石化、钢铁、电力等）固定资产投资平均增长率为15%，那么，结合新产品和新领域需求，公司销售收入增长30%是可以期待的。

盈利预测与投资评级

预计2009-2011年销量分别同比增长约5%、30%、30%，毛利率方面主要考虑以下几个因素：硅酸镁系列产品对硅酸铝产品替代、成本改造、内蒙古生产线替代带来原材料和电力价格降低。

2009年产品平均价格下降带来毛利率下降2%左右，2010年产能利用率逐渐释放，放大了折旧占成本比例；2009年开始进行的生产流程改造、装置改造提升、生产模式改造带来的成本降低效应，2010-2011年内蒙古生产线投产带来较低成本的摊薄作用（节约3000万左右）、硅酸镁产品替换硅酸铝产品带来成本下降（影响3200万元以上）；考虑多个新产品投放市场需要加大产品开拓力度，增加销售费用和管理费用，但募集资金导致财务费用降低。

测算结果为：2009-2011年归属母公司所有者净利润增长0.23%、67.02%和29.50%，摊薄后EPS分别为0.63元、1.05元、1.36元。目前股

价为23.19元，对应09年和10年市盈率为36.8倍和22.09倍；考虑到公司的行业地位、竞争力、管理水平和新产品的广阔的发展前景，以及2010-2015年平均30%的能增长率，我们给2010年30倍市盈率，公司价值中枢为31.50元，给予“买入”评级。

表 4: 财务和估值数据摘要		单位:百万元			
		2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入		809.87	850.37	1105.48	1437.12
增长率(%)		20.01%	5.00%	30.00%	30.00%
归属母公司股东净利润		147.02	147.35	246.10	318.70
增长率(%)		10.87%	0.23%	67.02%	29.50%
每股收益(EPS)		0.628	0.630	1.052	1.362
每股股利(DPS)		0.038	0.068	0.113	0.146
销售毛利率		38.53%	37.36%	43.21%	42.51%
销售净利率		18.20%	17.38%	22.33%	22.24%
净资产收益率(ROE)		#DIV/0!	112.04%	70.08%	50.14%
投入资本回报率(ROIC)		23.55%	90.86%	43.44%	41.98%
市盈率(P/E)		36.91	36.82	22.05	17.03
股息率(分红/股价)		0.002	0.003	0.005	0.006

数据来源：广发证券发展研究中心

风险提示

- 1、实体经济景气回升可能反复，下游需求复苏时间与程度具有不确定性，产能利用率的提升存在变数。
- 2、生产改造带来的成本下降效应可能被高估。
- 3、产品销售价格和原材料成本变动可能缩小剪刀差，或者竞争进一步加剧，而压缩利润空间。
- 4、陶瓷纤维技术创新很快，存在技术更新的风险。

重点跟踪公司估值与评级

表 5: 重点跟踪公司估值与评级								单位: 元	2009-11-3	
简称	价格	EPS			PE			市净率 PB	评级	目标价
		09E	10E	11E	09E	10E	11E			
天山股份	15.640	0.82	0.96	0.75	19.07	16.29	20.85	5.56	买入	18.00
青松建化	11.720	0.60	0.81	0.80	19.53	14.47	14.65	2.97	买入	15.00
塔牌集团	14.750	0.64	1.00	1.29	23.05	14.75	11.43	3.32	买入	18.00
南玻 A	17.510	0.51	0.69	0.79	34.33	25.38	22.16	4.31	持有	17.73
海鸥卫浴	10.780	0.14	0.19	0.39	77.00	56.74	27.64	3.36	持有	11.00
成霖股份	7.300	0.330	0.31	0.46	22.12	23.55	15.87	2.53	买入	9.30
鲁阳股份	23.190	0.63	1.05	1.36	36.81	22.09	17.05	5.69	买入	31.50
宜华木业	7.220	0.33	0.41	0.55	21.88	17.61	13.13	2.54	买入	10.25

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

附表:

表 6: 利润表预测	单位: 百万元			
利润表	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	809.87	850.37	1105.48	1437.12
减: 营业成本	497.86	532.71	627.85	826.21
营业税金及附加	8.22	8.63	11.22	14.58
营业费用	72.11	75.71	98.43	127.95
管理费用	49.99	52.49	68.24	88.71
财务费用	19.01	16.36	18.77	13.05
资产减值损失	7.85	5.11	5.11	5.11
加: 投资收益	0.02	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	154.86	159.36	275.87	361.51
加: 其他非经营损益	14.49	14.49	14.49	14.49
利润总额	169.35	173.84	290.35	376.00
减: 所得税	21.92	26.08	43.55	56.40
净利润	147.43	147.77	246.80	319.60
减: 少数股东损益	0.42	0.42	0.70	0.90
归属于母公司所有者净利润	147.02	147.35	246.10	318.70

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

表 7: 资产负债表预测	单位: 百万元			
资产负债表	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	113.15	255.11	331.64	431.14
应收和预付款项	355.54	403.28	498.03	556.67
存货	169.80	200.00	180.00	210.00
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.31	0.31	0.31	0.31
投资性房地产	0.96	0.91	20.19	29.15
固定资产和在建工程	425.15	535.95	551.75	547.56
无形资产和开发支出	87.65	105.12	119.59	131.06
其他非流动资产	0.51	0.26	0.00	0.00
资产总计	1153.07	1500.94	1701.53	1905.88
短期借款	161.00	360.03	319.60	186.79
应付和预收款项	93.37	110.27	130.94	182.75
长期借款	77.60	77.60	77.60	77.60
其他负债	28.20	28.20	28.20	28.20
负债合计	360.17	576.11	556.34	475.35
股本	214.77	214.77	214.77	214.77
资本公积	217.63	217.63	217.63	217.63
留存收益	-432.40	-300.89	-81.23	203.21
归属于母公司所有者权益	0.00	131.51	351.17	635.62

少数股东权益	1.32	1.74	2.43	3.33
所有者权益合计	792.91	133.25	353.60	638.95
负债和所有者权益合计	1153.07	709.36	909.94	1114.30

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

表 8: 现金流量表预测

单位: 百万元

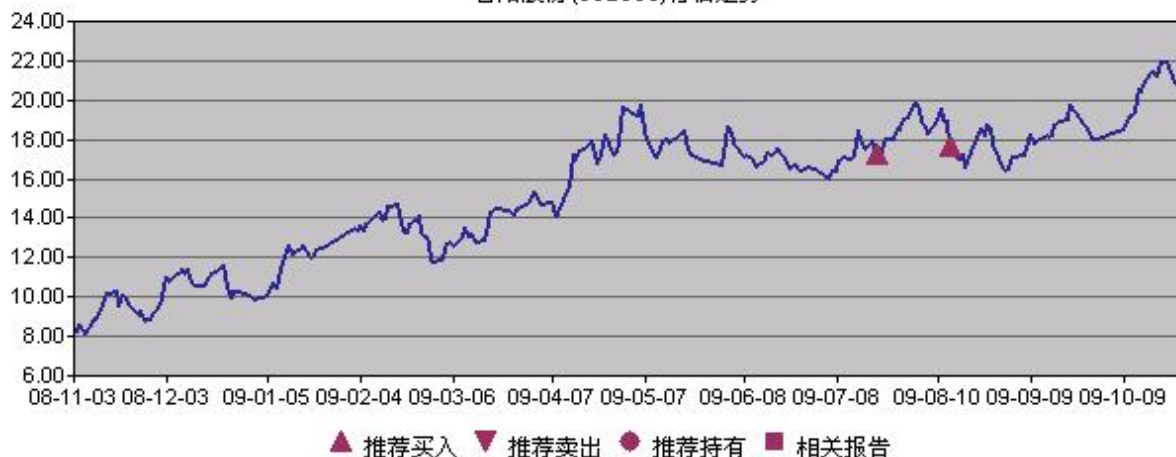
现金流量表	2008A	2009E	2010E	2011E
经营性现金净流量	55.97	160.61	287.02	383.57
投资性现金净流量	-168.64	-187.69	-127.69	-107.69
筹资性现金净流量	100.09	169.04	-82.80	-176.39
现金及现金等价物增加净额	-13.35	141.97	76.53	99.49
期末现金及现金等价物余额	113.15	255.11	331.64	431.14

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

鲁阳股份(002088)行情走势



相关研究报告

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。