

鲁阳股份 (002088.sz)

业绩低于预期，仍需等待下游需求复苏

王飞 研究员
电话: 020-87555888-638
eMail: wf@gf.com.cn

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

2009 年盈利低于预期，因素众多

我们认为业绩低于预期基于几个原因：1、下游需求复苏低于市场预期，尤其冶金行业需求损失过半，出口需求更是萎靡不振，下降41%至5712万元，而公司寄予厚望的新开发行业，诸如水泥、有色金属、船舶等行业订单的看似需要更多时间培育，它们未能充分弥补空缺，低于公司和市场预期。2、陶瓷纤维隔热板项目、1050 型陶瓷纤维针刺毡项目结转固定资产，增加了折旧费用约500万元。3、公司新建内蒙古生产基地、技术研究中心项目、加大研发投入，在收入萎缩的情况下，同比2008年增加了管理费用的支出约1000万元。4、2008年和2009年分别为1654万元和617万元，09年下降超过1000万元，主要为政府补助资金下降，金额分别为1475万元和554万元。5、公司在以往年份经营的轻钢产品销售收入从3608万元下降至523万元：主要受到金融危机影响，以及为了筹建内蒙古分公司工程，施工能力有限，调配内部资源的影响。6、受到金融危机影响，公司应收账款有所上升，部分贷款推后至2010年结算。

综上，既有下游需求的经济因素原因，也和公司处于扩张期有关。

盈利预测与评级

在以往基础上，我们关注需求复苏较为缓慢以及新生产线存在经验曲线的事实，从而调低了盈利预测，2010-2012年EPS分别为0.68元、0.96元、1.43元。公司价值中枢为24元，给予“持有”评级。

预测及评估

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	674.82	809.87	776.01	1008.81	1361.90
EBITDA(百万元)	181.00	190.52	171.91	194.47	283.93
净利润(百万元)	132.61	147.02	116.72	157.85	224.30
净利润增长率	66.52%	10.87%	-20.61%	35.23%	42.10%
每股收益(元)	0.990	0.680	0.499	0.675	0.959
市盈率	45.10	14.71	48.71	36.02	25.35
市净率	9.17	2.71	4.72	4.18	3.60
EV/EBITDA	36.35	12.98	32.63	30.09	20.57
每股红利(元)	0.07	0.20	0.20	0.20	0.20
股息率(%)	0.15	2.00	0.00	2.04	2.04

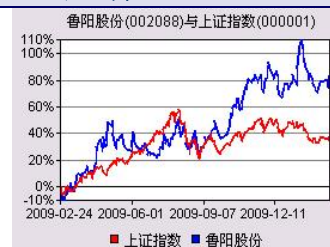
来源: 山东鲁阳股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

持有

当前价格(元)	24.30
目标价格(元)	24.00
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	-1.22%	5.88%	84.69%
上证综指	.48%	-4.97%	57.02%

股票数据

总股本(万股)	23,397.87
流通 A 股 (万股)	19,929.77
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	85.18%

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

2009年盈利低于预期，因素众多

事件：2月24日，鲁阳股份发布09年年报，全年实现营业收入77601.01万元，同比减少4.18%；实现营业利润12701.51万元，同比减少17.98%；实现净利润11694.26万元，同比减少20.68%。公司09年实现基本每股收益为0.53元，同比减少22.06%；每股净资产收益率为12.41%。

以上经营业绩低于市场预期，也低于公司年初计划，之前市场预计2009年净利润与2008年基本打平，而2010年随着扩产生产线的投放和成本下降因素，业绩将出现迅速增长。

表 1：公司 2008-2009 年报告期财务摘要

	09 四 季度	09 三 季度	09 二 季度	09 一 季度	08 四 季度	08 三 季度	08 二 季度	08 一 季度
每股收益稀释	0.53	0.39	0.28	0.11	0.68	0.47	0.31	0.12
销售毛利率(%)	35.67	36.34	37.11	36.31	38.53	39.69	40.57	41.03
营业总收入	776	539	355	152	810	567	375	152
营业利润	127	95	68	27	155	115	80	30
利润总额	131	94	67	27	169	121	80	30
净利润	117	85	61	24	147	100	67	25

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

表 2：公司 2008-2009 年单季度财务摘要

	09 四 季度	09 三 季度	09 二 季度	09 一 季度	08 四 季度	08 三 季度	08 二 季度	08 一 季度
每股收益(元)	0.14	0.10	0.17	0.11	0.22	0.16	0.19	0.12
销售毛利率(%)	34.16	34.84	37.72	36.31	35.81	37.95	40.26	41.03
营业总收入	237	184	203	152	242	193	223	152
营业总成本	205	156	162	125	202	158	173	122
营业收入	237	184	203	152	242	193	223	152
营业利润	32	27	41	27	40	35	50	30
利润总额	37	27	40	27	48	41	50	30
净利润	32	24	37	24	47	34	41	25

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

我们认为业绩低于预期基于下面几个原因：

- 1、下游需求复苏低于市场预期，尤其冶金行业需求损失过半，出口需求更是萎靡不振，下降41%至5712万元，而公司给予厚望的新开发行业，诸如水泥、有色金属、船舶等行业订单的争取需要时间培育，未能充分弥补空缺，低于公司和市场的计划和预期。
- 2、公司建设的陶瓷纤维隔热板项目、1050 型陶瓷纤维针刺毡项目结转固定资产，增加了折旧费用约500万元。
- 3、公司新建内蒙古生产基地、技术研究中心项目、加大研发投入，在收入萎缩的情况下，这些支出比2008年增加了管理费用的支出约1000万元。

- 4、 2009年营业外收入比2008年下降，2008年和2009年分别为1654万元和617万元，主要为政府补助资金下降，分别为1475万元和554万元。
- 5、 公司在以往年份进行的轻钢产品销售收入从3608万元下降至523万元，主要受到金融危机影响，以及为了筹建内蒙古分公司工程，施工能力有限，调配内部资源的影响。
- 6、 受到金融危机影响，公司应收账款有所上升，部分货款推后至2010年结算。从下表的应收账款周转率中可以看出。

表 3: 鲁阳股份 2007-2009 年部分财务指标

财务指标	2009 年	2008 年	2007 年
销售毛利率	35.63%	38.57%	40.76%
应收账款周转率(次/年)	2.76	3.85	4.36
存货周转率(次/年)	3.23	3.75	4.66
资产周转率(次/年)	0.57	0.78	0.77

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

考虑到2009年归属母公司公司净利润为1.17亿元，以上6点基本上解释了公司业绩不如预期的原因，其中，既有下游需求不如预期的经济因素原因，同时也和公司处于扩张期的特点有关。

我们依然认为，公司所处行业—陶瓷纤维生命力依然朝气蓬勃，替代传统耐火材料的过程还在加快；公司在行业中竞争力依旧一骑绝尘，并且行业整合步伐已经加快，部分小规模企业倒闭或被兼并，集中度提升；我们对其硅酸镁、建筑和船舶防火等新产品充满信心，未来盈利增长可以期待。虽然2009 年盈利能力尽管有所下降，但是随着内蒙古工厂的投产以及公司创新能力的不断提升，2010年将极大改善本公司的运营现状，使收益和收入迎来新的提升。

盈利预测与投资评级

公司计划2010 年产能将达到15万吨，占据全国35%以上的市场份额，计划实现销售收入10亿元，增长28.9%，费用与2009年持平，生产成本降低2%；净利润1.5 亿元，增长28%左右。

我们继续坚持公司2010-2011年销量分别同比增长30%、35%、35%的假设，并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，但是我们认为下游需求复苏较为缓慢以及新生产线存在经验曲线的问题，成本费用较高，我们调低了测算结果，并降至“持有”评级。

2010-2012年摊薄后EPS分别为0.68元、0.96元、1.43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35倍市盈率，公司价值中枢为24元，给予“持有”评级。

资产负债表简表					单位: 百万元					利润简表					单位: 百万元				
报表项目	2008	2009E	2010E	2011E	报表项目	2008	2009E	2010E	2011E	报表项目	2008	2009E	2010E	2011E	报表项目	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	113.15	334.74	201.76	272.38	营业收入	809.87	776.01	1008.81	1361.90	营业成本	497.86	499.18	655.73	871.61	营业税金及附加	8.22	7.03	9.15	12.35
应收账款	355.54	437.99	434.16	739.32	销售费用	72.11	59.91	77.88	105.14	管理费用	49.99	59.95	77.94	105.22	财务费用	19.01	12.55	2.07	3.20
预付款项	85.22	83.05	105.25	145.04	资产减值损失	7.85	10.28	0.00	0.00	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
应收利息	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润	154.86	127.02	186.05	264.38	营业外收入	14.49	4.48	0.00	0.00	营业外支出	0.00	0.00	0.00	0.00
应收股利	0.00	0.00	0.00	0.00	利润总额	169.35	131.50	186.05	264.38	所得税费用	21.92	14.56	27.91	39.66	净利润	147.43	116.94	158.15	224.72
其他应收款	5.42	5.48	8.69	10.44	归属于母公司净利润	147.02	116.72	157.85	224.30	少数股东损益	0.22	0.30	0.43	0.64	EPS (元)	0.628	0.499	0.675	0.959
存货	169.80	137.23	236.55	260.30	数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心					现金流量简表					单位: 百万元				
流动资产合计	638.48	909.96	872.47	1,272.00	报表项目	2008	2009E	2010E	2011E	经营活动现金流量	55.97	268.60	-54.93	139.27	投资活动现金流量	-168.64	-204.21	-100.00	-50.00
长期股权投资	0.31	0.31	0.31	0.31	经营现金净增加额	-13.35	227.38	-132.98	70.62	筹资活动现金流量	100.09	163.11	21.95	-18.66	现金及现金等价物净增加额	-13.35	227.38	-132.98	70.62
固定资产	314.20	506.20	561.14	645.04	期末现金余额	113.15	334.74	201.76	272.38	每股经营现金流(元)	0.239	1.148	-0.235	0.595	数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心				
在建工程	110.95	61.04	100.00	50.00	主要财务指标					指标项目	2008	2009E	2010E	2011E	营业收入增长率	20.01%	-4.18%	30.00%	35.00%
无形资产	87.65	85.47	85.47	85.47	营业收入增长率	5.18%	-29.40%	43.06%	42.24%	营业利润率	38.53%	35.67%	35.00%	36.00%	营业利润增长率	5.18%	-29.40%	43.06%	42.24%
长期待摊费用	0.51	0.48	0.24	0.00	毛利率	23.00%	16.95%	18.65%	19.65%	净利率	18.20%	15.07%	15.68%	16.50%	毛利润率	18.57%	9.69%	11.61%	14.20%
递延所得税资产	0.00	0.00	0.00	0.00	净利率	-	-	-	-	总资产收益率	2.26	2.82	3.89	2.91	净资产收益率	31.24%	22.89%	16.00%	23.00%
非流动资产合计	514.59	654.39	748.05	781.70	总资产收益率	15%	15%	15%	15%	流动比率	2.26	2.82	3.89	2.91	资产负债率	31.24%	22.89%	16.00%	23.00%
资产总计	1,153.07	1,564.36	1,620.52	2,053.70	所得税税率	15%	15%	15%	15%	资产负债率	31.24%	22.89%	16.00%	23.00%	所得税税率	15%	15%	15%	15%
短期借款	161.00	101.00	128.23	117.35	数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心					数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心					数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心				
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务指标					指标项目	2008	2009E	2010E	2011E	营业收入增长率	20.01%	-4.18%	30.00%	35.00%
应付账款	72.74	179.77	75.54	263.82	营业收入增长率	5.18%	-29.40%	43.06%	42.24%	营业利润率	38.53%	35.67%	35.00%	36.00%	营业利润增长率	5.18%	-29.40%	43.06%	42.24%
预收款项	15.55	30.69	8.91	44.55	毛利率	23.00%	16.95%	18.65%	19.65%	净利率	18.20%	15.07%	15.68%	16.50%	毛利润率	18.57%	9.69%	11.61%	14.20%
应付职工薪酬	0.00	0.00	0.00	0.00	净利率	-	-	-	-	总资产收益率	2.26	2.82	3.89	2.91	净资产收益率	31.24%	22.89%	16.00%	23.00%
应交税费	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产收益率	15%	15%	15%	15%	流动比率	2.26	2.82	3.89	2.91	资产负债率	31.24%	22.89%	16.00%	23.00%
应付利息	0.00	0.00	0.00	0.00	流动比率	2.26	2.82	3.89	2.91	资产负债率	31.24%	22.89%	16.00%	23.00%	所得税税率	15%	15%	15%	15%
应付股利	0.00	0.00	0.00	0.00	资产负债率	31.24%	22.89%	16.00%	23.00%	所得税税率	15%	15%	15%	15%	所得税税率	15%	15%	15%	15%
其他应付款	5.08	1.57	1.57	1.57	所得税税率	15%	15%	15%	15%	所得税税率	15%	15%	15%	15%	所得税税率	15%	15%	15%	15%
流动负债合计	282.57	323.02	224.26	437.29	所得税税率	15%	15%	15%	15%	所得税税率	15%	15%	15%	15%	所得税税率	15%	15%	15%	15%
长期借款	77.60	35.00	35.00	35.00	所得税税率	15%	15%	15%	15%	所得税税率	15%	15%	15%	15%	所得税税率	15%	15%	15%	15%
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	所得税税率	15%	15%	15%	15%	所得税税率	15%	15%	15%	15%	所得税税率	15%	15%	15%	15%
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	所得税税率	15%	15%	15%	15%	所得税税率	15%	15%	15%	15%	所得税税率	15%	15%	15%	15%
预计负债	0.00	0.00	0.00	0.00	所得税税率	15%	15%	15%	15%	所得税税率	15%	15%	15%	15%	所得税税率	15%	15%	15%	15%
递延所得税负债	0.00	0.00	0.00	0.00	所得税税率	15%	15%	15%	15%	所得税税率	15%	15%	15%	15%	所得税税率	15%	15%	15%	15%
非流动负债合计	77.60	35.00	35.00	35.00	所得税税率	15%	15%	15%	15%	所得税税率	15%	15%	15%	15%	所得税税率	15%	15%	15%	15%
负债合计	360.17	358.02	259.26	472.29	所得税税率	15%	15%	15%	15%	所得税税率	15%	15%	15%	15%	所得税税率	15%	15%	15%	15%
股本	214.77	233.98	233.98	233.98	所得税税率	15%	15%	15%	15%	所得税税率	15%	15%	15%	15%	所得税税率	15%	15%	15%	15%
资本公积	217.63	537.96	537.96	537.96	所得税税率	15%	15%	15%	15%	所得税税率	15%	15%	15%	15%	所得税税率	15%	15%	15%	15%
盈余公积	359.18	432.95	587.58	807.30	所得税税率	15%	15%	15%	15%	所得税税率	15%	15%	15%	15%	所得税税率	15%	15%	15%	15%
未分配利润					所得税税率	15%	15%	15%	15%	所得税税率	15%	15%	15%	15%	所得税税率	15%	15%	15%	15%
少数股东权益	1.32	1.44	1.74	2.17	所得税税率	15%	15%	15%	15%	所得税税率	15%	15%	15%	15%	所得税税率	15%	15%	15%	15%
负债股东权益总计	1,153.07	1,564.36	1,620.52	2,053.70	所得税税率	15%	15%	15%	15%	所得税税率	15%	15%	15%	15%	所得税税率	15%	15%	15%	15%
每股净资产(元)	3.38	5.15	5.81	6.7519	所得税税率	15%	15%	15%	15%	所得税税率	15%	15%	15%	15%	所得税税率	15%	15%	15%	15%

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

数据来源: 公司年报、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。