

陶瓷纤维龙头 受益建筑防火节能需求爆发

方正证券研究所证券研究报告

分析师：周伟

执业证书编号：S1220511020001

TEL：010-68584841

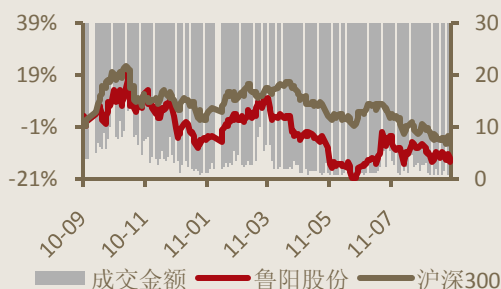
E-mail: zhouwei@foundersc.com

联系人：高慧

TEL：010-68584819

Email: gaohui0@foundersc.com

历史表现



盈利预测

单位:百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入	918.34	1102.01	1322.41	1579.58
(+/-)	18.34%	20.00%	20.00%	19.45%
净利润	122.76	134.57	162.40	202.63
(+/-)	5.17%	9.62%	20.69%	24.77%
EPS (元)	0.52	0.58	0.69	0.87
P/E	27.60	25.02	20.73	16.62

数据来源：港澳资讯，方正证券研究所

相关研究

请务必阅读最后特别声明与免责条款

鲁阳股份(002088)

公司调研简报
2011.09.26 增持

陶瓷纤维行业

调研纪要：

近期我们实地调研了公司，并与管理者对公司的经营状况和行业的市场形势进行了交流，简单纪要如下：

Q1、目前全球和国内的陶瓷纤维市场有多大容量？主要下游市场的分布？

A1：全球市场需求量已突破 100 万吨，主要是发展中国家应用在工业领域，发达国家主要用高端产品、量少、附加值高。中国市场需求量在 40%-50%、也就是 40-50 万吨。行业内缺乏对以上数据的权威性统计，公司作为国内龙头企业，通过实地调研考察得到以上结论数据。下游市场需求分布非常分散，对于公司收入来说，冶金行业占 3-5%，石化行业占 10% 以上，剩余来源于其他众多细分行业。

Q2：公司目前的产能（20 万吨分布情况）、年销量有多少？市场占有率情况？

A2：公司目前产能近 20 万吨，包括 2 万吨重质耐火砖，陶瓷纤维产能 18 万吨，其中沂源本部 6-7 万吨，内蒙 6-8 万吨、明年产量可达 6 万吨，贵阳 2 万吨、新疆 1 万吨。今年陶瓷纤维有 13-14 万吨产销量，贵阳受限电影响处于半生产状态，内蒙也限电，产量因限电产生较大影响，有些订单不敢接。预计明年两地的限电因素改善后，生产形势会比较好。从产能和销量来看，公司的国内市场占有率在 30-40%。

Q3：陶瓷纤维材料对其他耐火耐热保温材料的替代形势如何？性能与价格方面的优势？

A3：因为陶瓷纤维属于轻质材料，与重质耐火材料在应用领域上有一定差别，所以，目前对硅钙板、耐火砖等有部分替代。下游客户主要考虑隔热保温材料的性价比，以及在维修方面的时间节省带来的综合效益，公司认为只有能够提高客户价值的产品才值得去推广，客户才会真正去替代，尽管在价格上要昂贵一点。

Q4：公司各类细分产品的市场价格（平均价格）情况？国内国外产品价格差异？

A4：陶瓷纤维纺织棉、毯 5 千元每吨，陶瓷纤维板 7 千元每吨，模块 1 万元每吨，公司各类产品的前端生产工艺基本相同，后续深加工工艺不同，后续工艺越复杂、产品单价越高。产品较其他周期性品种来说，价格波动要小很多。普通产品与国外价格差异不大，差异主要在于高端产品。

Q5：公司产品原材料（煤矸石、焦宝石、氧化铝、石英砂）成本占

比约 50%，燃料动力（电）占比约 30%，各类原料价格变动对产品成本的影响有多大？

A5：目前公司产品主要以 1140、1260 系列为主，使用温度范围在 1000-1100 摄氏度，原料以煤矸石为主，从山西运到山东、煤矸石价格 900 元/吨，而内蒙当地采购价格仅 400 元，运输成本对公司本部原料成本影响较大。目前焦宝石已基本不用，氧化铝粉主要用于生产高纯、高铝陶瓷纤维。电价每年上调，目前沂源本部 7 毛多一度，原材料价格及人工上涨对公司利润侵蚀非常大。

Q6：公司可溶纤维系列产品市场开拓情况？还有哪些新产品未来潜力巨大（防火领域、建筑保温领域）？

A6：可溶纤维在于人体吸入后可分解消化，可溶与非可溶对人体均无伤害。以前产品主要用在工业防火隔热，未来潜力巨大的是民用建筑领域，如钢结构防火、民用住宅防火，建筑内外墙的防火材料，公司正在这方面做工作，明年会看到有很大的效果。

Q7：国家倡导的建筑节能，对公司的隔热保温材料的影响究竟如何？国内市场有没有爆发增长的可能性？

A7：国内在建筑防火和建筑节能方面还有很多工作要做，重视程度也越来越高，未来五年这个领域肯定会有爆发性增长。公司的产品在内外墙防火、墙体保温方面具有很大优势，未来的市场机遇也很难得，公司也会因此而登上一个新的平台。

Q8：公司的毛利率最高点和利润最高值是在 2008 年，之后毛利率一直下滑，而收入增长虽有所恢复，但利润增长较为缓慢。对毛利率影响较大的是成本上升还是产品价格回落？公司毛利率有回升的趋势，预计正常情况下毛利率多少合适？

A8：对公司利润影响较大的是两头挤，一方面是原材料、电力、人工成本上升，另一方面是产品价格竞争激烈，特别是国际公司都到国内办厂以后尤为明显。在 2008 年毛利率曾高达 40%，目前只有 30%左右，预计以后公司毛利率能回到 33-34%。

Q9：改善利润的主要因素哪种更为可行？增加产能并增加销量、产品提价、改善产品结构、生产基地布局改善原料成本？

A9：公司未来不会靠增加产能来提高效益，这几年虽然销量在增长，但利润增长却很缓慢。公司今年做了一些提价的工作，但仍被原料等价格上升抵消了。未来的突破点在于，一是改善产品结构，提升高附加值产品比重，二是改变生产基地布局，如内蒙古的原料资源优势突出，新建生产线的见效速度就比较快，以上 2 种方式可提高公司产品的综合毛利率，从而提高利润率。

Q10：40 多亿元投资的内蒙古煤矸石深加工产业链项目情况？

A10：还没实质动工，但一定会做，目前正在做前期的环评、征地、可行性方案等工作，预计总投资会在 30 多亿元，资金肯定要靠银行拆借，公司的负债率不到 20%、空间较大，还可通过其他融资方式。公司与当地政府关系不错，会抓住这样难得的机遇做大做强，煤矸石深加工产业链各项技术目前已很成熟，整个项目投资完成估计要到 2015 年。

Q11: 新疆和贵州生产线盈利能力一般？未来如何改进？未来新建基地选择情况？

A11: 新疆和贵州生产线盈利情况不是很好，一是因为产能规模小，二是因为公司安排生产的都是纤维毯之类低端产品、毛利率较低。未来新建生产线的速度会很慢，会选择具有资源优势的地域如内蒙古。

Q12: 公司新产品新工艺研发一直不错，与国外（英国摩根、美国联合、日本伊索莱特）公司的差距还有多大？

A12: 在产品工艺上已经没有差异，国外龙头企业已不靠普通的陶瓷纤维产品来盈利，产能甚至越来越小，主要研发一些高精尖产品的应用，但市场需求量非常小。

总结: 公司受益于民用建筑领域防火保温材料的需求增长，2012 年公司 20 万吨产能将全部释放，公司收入稳步增长较为确定；随着公司产品结构调整及生产基地向资源优势地区转移，产品的综合毛利率也将有一个见底回升的过程；预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.58 元、0.69 元、0.87 元，对应 PE 分别为 25X、21X、17X，未来三年的利润增速在 10%-30% 之间，首次给予公司“增持”评级。

股价催化因素: 内蒙古煤矸石深加工产业链项目实质性投资开始；民用建筑领域对陶瓷纤维的需求爆发性增长；原材料与电力价格下降。

风险提示: 行业竞争恶化，产品毛利率继续下降；原材料与电力价格迅速上涨。

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					现金流量表				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	870.69	1051.52	1442.45	1472.05	经营活动现金流	139.02	-31.03	260.78	102.66
现金	188.19	280.08	387.59	396.04	净利润	122.78	134.79	162.60	202.83
应收账款	315.04	329.43	505.79	476.73	折旧摊销	52.27	63.65	77.74	94.43
其它应收款	8.11	8.20	11.37	12.00	财务费用	4.84	7.63	15.06	21.36
预付账款	87.88	112.62	143.64	151.99	投资损失	-0.13	-0.04	-0.03	-0.07
存货	191.15	228.09	279.04	301.72	营运资金变动	-39.42	-238.91	6.20	-215.81
其他	80.33	93.09	115.01	133.56	其它	-1.31	1.85	-0.80	-0.08
非流动资产	798.58	891.31	1016.42	1171.66	投资活动现金流	-187.20	-158.19	-202.02	-249.53
长期投资	0.31	0.31	0.31	0.31	资本支出	135.14	94.51	124.33	155.17
固定资产	592.16	668.17	757.48	860.71	长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	124.93	143.15	165.81	193.14	其他	-52.07	-63.68	-77.69	-94.36
其他	81.19	79.68	92.81	117.51	筹资活动现金流	-88.23	23.71	-60.09	-57.43
资产总计	1669.28	1942.84	2458.86	2643.71	短期借款	-40.00	46.67	-17.78	-3.70
流动负债	340.03	500.74	883.41	899.75	长期借款	-10.00	1.46	1.39	-0.82
短期借款	61.00	365.06	456.12	665.17	其他	-38.23	-24.42	-43.71	-52.91
应付账款	135.66	103.54	202.36	161.71	现金净增加额	-136.42	-165.51	-1.33	-204.30
其他	143.37	32.13	224.93	72.86					
非流动负债	25.00	26.46	27.85	27.03	主要财务比率	2010	2011E	2012E	2013E
长期借款	25.00	26.46	27.85	27.03	成长能力				
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	营业收入	18.34%	20.00%	20.00%	19.45%
负债合计	365.03	527.20	911.26	926.78	营业利润	8.21%	11.43%	20.83%	25.99%
少数股东权益	0.00	0.22	0.42	0.62	归属母公司净利润	5.17%	9.62%	20.69%	24.77%
归属母公司股东权益	1304.25	1415.42	1547.18	1716.31	获利能力				
负债和股东权益	1669.28	1942.84	2458.86	2643.71	毛利率	32.30%	31.50%	32.00%	33.00%
					净利率	13.37%	12.23%	12.30%	12.84%
利润表	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	9.41%	9.52%	10.51%	11.81%
营业收入	918.34	1102.01	1322.41	1579.58	ROIC	8.78%	7.69%	8.49%	9.02%
营业成本	621.67	754.88	899.24	1058.32	偿债能力				
营业税金及附加	6.58	7.90	9.47	11.32	资产负债率	21.87%	27.14%	37.06%	35.06%
营业费用	73.91	86.88	105.34	125.18	净负债比率	23.56%	75.52%	54.06%	75.83%
管理费用	66.32	82.36	97.17	117.06	流动比率	2.56	2.10	1.63	1.64
财务费用	4.84	7.63	15.06	21.36	速动比率	2.00	1.64	1.32	1.30
资产减值损失	7.71	9.26	11.11	13.27	营运能力				
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.57	0.61	0.60	0.62
投资净收益	0.13	0.04	0.03	0.07	应收帐款周转率	3.06	3.42	3.17	3.22
营业利润	137.44	153.15	185.04	233.15	应付帐款周转率	5.25	6.31	5.88	5.81
营业外收入	9.95	8.06	9.01	8.53	每股指标(元)				
营业外支出	2.42	2.05	2.05	2.18	每股收益	0.52	0.58	0.69	0.87
利润总额	144.97	159.15	192.00	239.50	每股经营现金	0.59	-0.13	1.11	0.44
所得税	22.20	24.37	29.40	36.67	每股净资产	5.57	6.05	6.61	7.34
净利润	122.78	134.79	162.60	202.83	估值比率				
少数股东损益	0.02	0.22	0.20	0.20	P/E	27.60	25.02	20.73	16.62
归属母公司净利润	122.76	134.57	162.40	202.63	P/B	2.60	2.38	2.18	1.96
EBITDA	196.40	228.23	282.16	352.13	EV/EBITDA	16.73	15.27	12.31	10.43
EPS（元）	0.52	0.58	0.69	0.87					

数据来源：港澳资讯 公司公告 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
 增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

	北京	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	湖南省长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
电话：	(8610) 68584820	(86731) 85832351
传真：	(8610) 68584803	(86731) 85832380
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com