



002088.CH

买入

原评级: 未有评级

市场价格: 人民币 14.03

板块评级: 未有评级

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	3.6	9.8	1.2	16.3
相对深证成指	0.2	4.9	0.3	1.3

发行股数(百万)	351
流通股(%)	60
流通股市值(人民币 百万)	2,934
3 个月日均交易额(人民币 百万)	49
净负债比率(%) (2018E)	净现金
主要股东(%)	
奇耐联合纤维亚太控股有限公司	29

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以 2018 年 1 月 26 日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

建筑材料: 其他建材

朱超彦

(8621)20328343

chaoyan.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517090001

鲁阳节能

供给改革叠加协同效应, 岩棉高景气增厚利润

公司为我国陶瓷纤维和岩棉龙头。陶瓷纤维板块, 受益于供给侧改革, 耐材行业供需情况改善, 带动价格上升。叠加奇耐协作带来的生产效率提升, 使公司产能进一步增长。此外, 生产效率提升结合公司以往对于原料成本上升的转嫁能力, 预期公司盈利能力提升。岩棉板块, 新产线及配套园区预期于 2018 年 6 月落成, 由于岩棉的施工特性, 仓储的扩建使得销量上升将有望超产能增长, 结合岩棉高景气维持, 为公司盈利提升提供超预期可能。

支撑评级的要点

- 市场化叠加政策去产能, 下游盈利提升配合环保改造, 耐火材料供需优化带动价格上升。供给端, 由于销售利润率较中国生产型企业均值低 2%, 行业自 2012 年市场化去产能, 2016 后叠加供给侧政策引导, 耐火材料供给呈加速下滑趋势。需求端, 下游钢铁 2017 年回暖叠加绿色发展引起的环保改造, 尤其是电炉比例上升使得需求存在超预期可能。预计供需改善促使耐材价格进一步上升。
- 奇耐协同下, 公司生产效率逐年提升, 产能有所提升, 结合公司历史上可以有效覆盖原材料涨价, 盈利能力进一步上升。预期公司 2018 年可以在无重大投入下扩产 10%, 产量增长同时降低单位成本。配公司延伸至陶瓷纤维深加工领域的可能, 预期公司陶瓷纤维毛利率持续上升。
- 岩棉新园区建成, 仓储+产能扩张促使公司岩棉收入年增长超 30%, 结合高景气带来高毛利, 增厚公司利润。预期 2018 年 5 万吨高档岩棉产线与配套园区落成, 仓储和产能扩张确保岩棉收入年增长不低于 30%。由于供给端岩棉产能收到政府控制, 需求端岩棉需求受节能建筑影响大概率上升, 预计景气维持, 毛利率持续走高, 带动公司整体盈利能力。

评级面临的主要风险

- 耐火材料市场供给减少不及预期; 需求下滑超预期

估值

- 我们预期每股 EPS 为 0.56; 0.77; 1.07 元/股, 年增长不低于 35%, 合理估值 30 倍市盈率, 对应目标价 16.92, 给予“买入”评级。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币 百万)	1,133	1,190	1,537	1,888	2,158
变动(%)	(4)	5	29	23	14
净利润(人民币 百万)	58	105	195	254	324
全面摊薄每股收益(人民币)	0.246	0.447	0.556	0.725	0.923
变动(%)	(26.7)	81.9	24.3	30.4	27.3
市场预期每股收益(人民币)			0.500	n.a.	n.a.
全面摊薄市盈率(倍)	57.0	31.4	25.2	19.4	15.2
价格/每股现金流量(倍)	20.4	9.2	16.6	15.6	11.0
每股现金流量(人民币)	0.69	1.52	0.84	0.90	1.28
企业价值/息税折旧前利润(倍)	31.7	23.8	14.3	11.2	8.4
每股股息(人民币)	0.100	0.100	0.167	0.217	0.277
股息率(%)	0.7	0.7	1.2	1.5	2.0

资料来源: 公司数据及中银证券预测

目录

公司简介.....	5
公司发展历程：锐意发展，高速进步的陶瓷纤维与岩棉巨头	5
公司收入与毛利构成：陶瓷纤维为主，岩棉快速扩张	5
公司盈利能力：陶瓷纤维毛利率稳中有升，岩棉毛利率快速上升	6
耐火材料行业：行业供需改善，价格上涨	7
2.1 市场化去产能叠加政策，供给情况大幅优化	7
2.2 以钢铁为代表的下游企业产量增长，经营情况改善，环保带动下需求有超预期可能	9
2.3 供需向好，主逻辑不变情况下，产品价格持续上升	12
陶瓷纤维-公司：应用更广，受益奇耐协作	14
3.1 合作奇耐生产效率提升，应用扩大确保销路，销量增长 10+%	14
3.2 盈利能力：生产效率提升带来成本下降，历史证明原材料波动影响有限，高低端结构优化进一步提升盈利	14
3.3 量价齐升，成本降低，公司陶瓷纤维板块利润持续增长	15
岩棉板块：销量增长超预期，高景气维持提升盈利	16
4.1 新园区投产，仓储对应下游特性带来销量超预期增长	16
4.2 供给受政策压制，建筑节能兴起带动需求，高景气得以维持	16
盈利预测.....	19
5.1 重要假设	19
5.2 收入预测	19
5.3 盈利预测	19
投资建议.....	20

图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 鲁阳节能公司大事记.....	5
图表 2. 鲁阳节能收入分布.....	5
图表 3. 鲁阳节能毛利分布.....	5
图表 4. 鲁阳节能半年度岩棉与陶瓷纤维收入对比 (2013H1-2017H1)	6
图表 5. 陶瓷纤维 2012-2017H1 毛利率变化.....	6
图表 6. 岩棉 2012-2017H1 毛利率变化.....	6
图表 7. 耐火材料上下游产业链.....	7
图表 8. 行业销售利润率对比.....	7
图表 9. 耐火材料行业半年度产能.....	7
图表 10. 耐火材料产能同比变化.....	8
图表 11. 主要镁质耐火原料 1-9 月价格涨幅.....	8
图表 12. 中国钢铁价格指数.....	9
图表 13. 钢铁行业主营收入累计同比.....	9
图表 14. 钢铁冶炼行业销售利润率.....	9
图表 15. 钢铁冶炼行业资产负债率.....	9
图表 16. “十三五”时期钢铁工业调整升级主要指标.....	10
图表 17. 中国废钢利用率.....	11
图表 18. 电炉钢占钢产量比例.....	11
图表 19. 全国螺纹钢-废钢均价差价.....	12
图表 20. 电炉转炉对比.....	12
图表 21. 2016-2017 耐火材料出厂价格同比变动.....	13
图表 22. Morgan Advanced Materials 产品收入占比.....	14
图表 23. 氧化铝价格波动.....	15
图表 24. 鲁阳节能陶瓷纤维毛利率.....	15
图表 25. 鲁阳节能岩棉生产线落成后影响.....	16
图表 26. 2018 年可能投产的重大岩棉产线.....	16
图表 27. 岩棉与主要保温板材料对比.....	17
图表 28. 十三五规划节能建筑面积 (亿平方米)	17
图表 29. 鲁阳节能 2017-2019 主要产品收入预期.....	19
损益表(人民币 百万).....	21

资产负债表(人民币 百万).....	21
现金流量表(人民币 百万).....	21
主要比率 (%).....	21

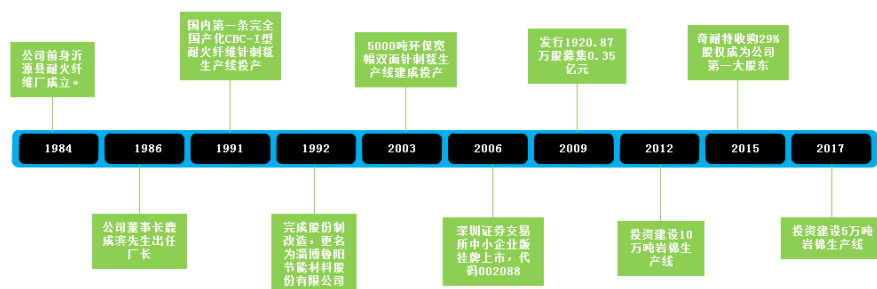
公司简介

公司发展历程：锐意发展，高速进步的陶瓷纤维与岩棉巨头

鲁阳节能，地处山东，是亚洲最大的陶瓷纤维生产制造厂商，耐火行业首家上市公司（目前共4家），也是我国最大的玄武岩纤维（岩棉）制造厂商之一。

前身为成立于1984年的沂源县耐火纤维厂，1992年完成股份制改制，2006年在深交所上市。2015年5月，国际耐火纤维巨头奇耐联合纤维通过股权收购获取公司29%股份，成为公司第一大股东。

图表 1. 鲁阳节能公司大事记

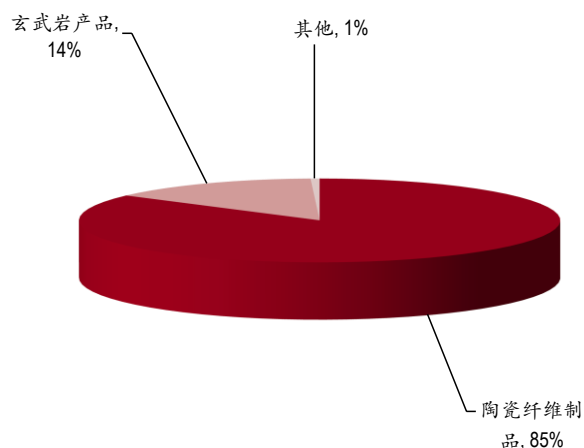


资料来源：公司官网，中银证券

公司收入与毛利构成：陶瓷纤维为主，岩棉快速扩张

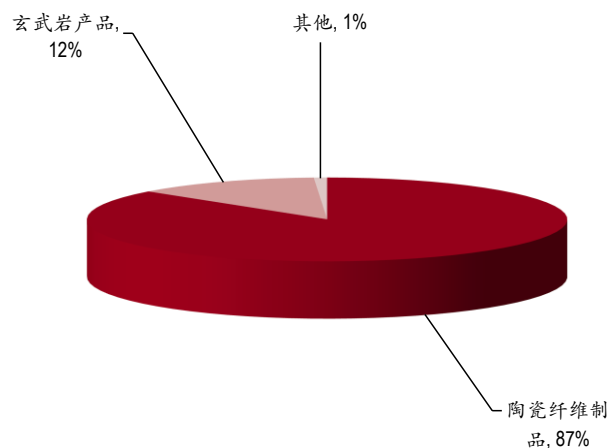
公司主要收入来源中，陶瓷纤维生产及销售占主导地位，2017年上半年占总收入84.30%，毛利贡献占比86.61%，是公司业绩的主要基础。

图表 2. 鲁阳节能收入分布



资料来源：公司公告

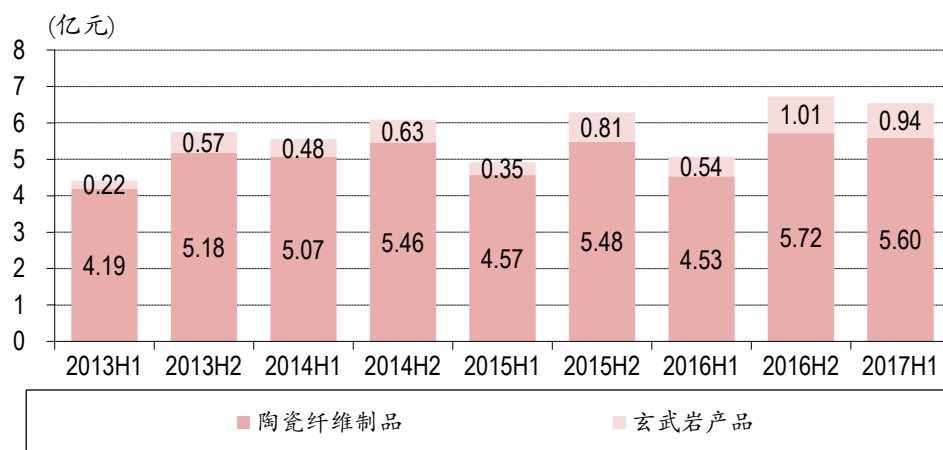
图表 3. 鲁阳节能毛利分布



资料来源：公司公告

从历史比较来看，岩棉业务自公司开展以来，呈高速发展态势，从2012年的0.22亿元迅速攀升至2017年上半年的0.94亿元，结合公司2018年新岩棉产能的投产，岩棉板块将是公司业绩不可忽视的重要组成部分。

图表 4. 鲁阳节能半年度岩棉与陶瓷纤维收入对比 (2013H1-2017H1)

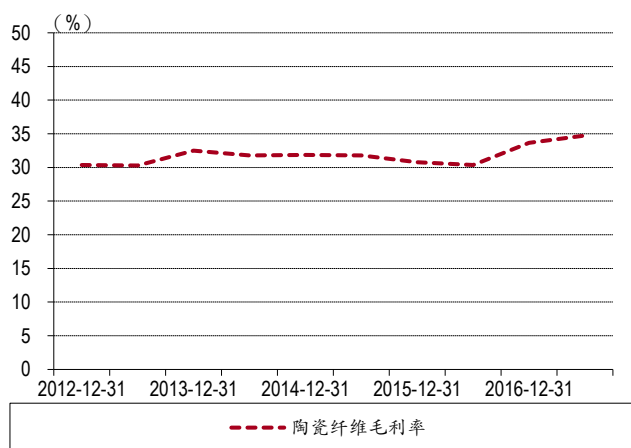


资料来源：公司公告

公司盈利能力：陶瓷纤维毛利率稳中有升，岩棉毛利率快速上升

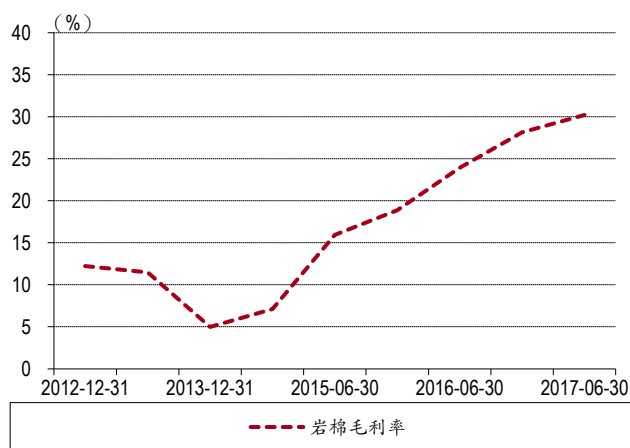
公司目前影响收入有 2 部分主要产品，陶瓷纤维和岩棉。其中陶瓷纤维市场自 2012 年起基本维持稳中有升态势，而岩棉随着节能建筑的逐渐推广，供求关系向好，毛利率呈上升态势，2 者结合，带动公司整体盈利能力提升。

图表 5. 陶瓷纤维 2012-2017H1 毛利率变化



资料来源：公司公告

图表 6. 岩棉 2012-2017H1 毛利率变化

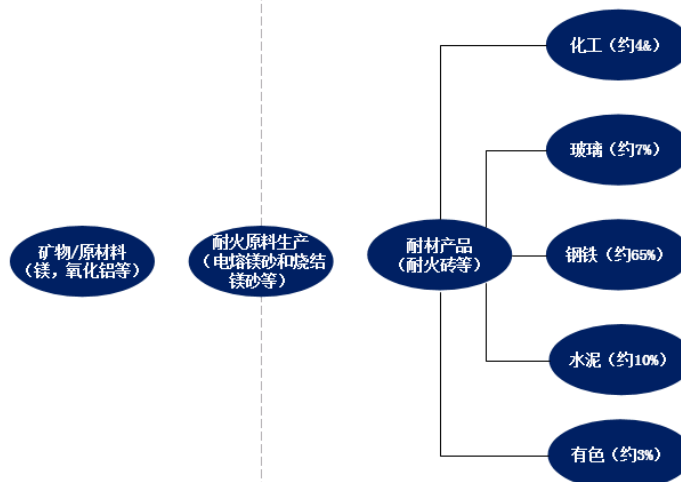


资料来源：公司公告

耐火材料行业：行业供需改善，价格上涨

公司陶瓷纤维（硅酸铝）板块所处行业为耐火材料行业。其具体产业链如下图所示：

图表 7. 耐火材料上下游产业链



资料来源：中国耐火材料行业协会，中银证券

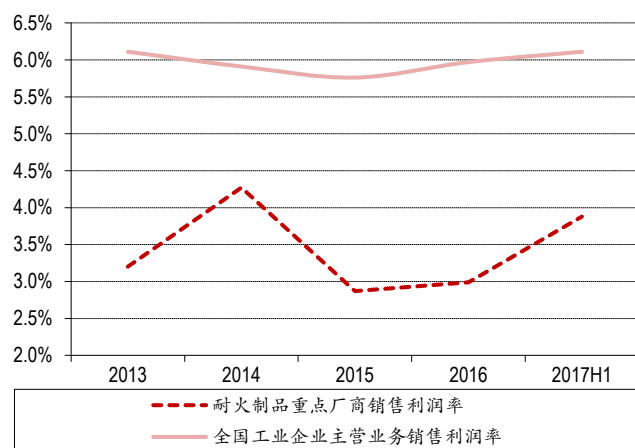
目前行业集中度低下，基于 2016 年重点企业统计测算，前 10 名企业销售收入约占全国耐火制品总收入的 18% 左右，不足 20%；前 20 名企业约占 25% 左右，产业集中度极低。

2.1 市场化去产能叠加政策，供给情况大幅优化

2.1.1 低利润率带动市场化去产能

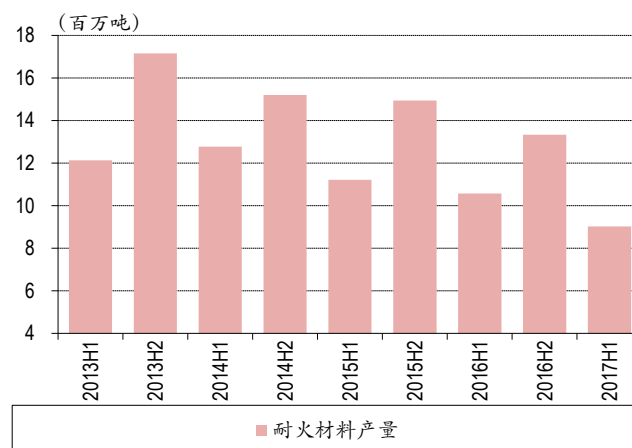
由于产业集中低，市场竞争极为激烈，使得产品价格较低，不断压缩行业公司盈利能力，行业销售利润率长期低于国内生产型企业均值。在这一背景下，部分盈利能力低下企业退出市场，使得市场总供给下滑。

图表 8. 行业销售利润率对比



资料来源：中国耐火材料行业协会，国家统计局

图表 9. 耐火材料行业半年度产能

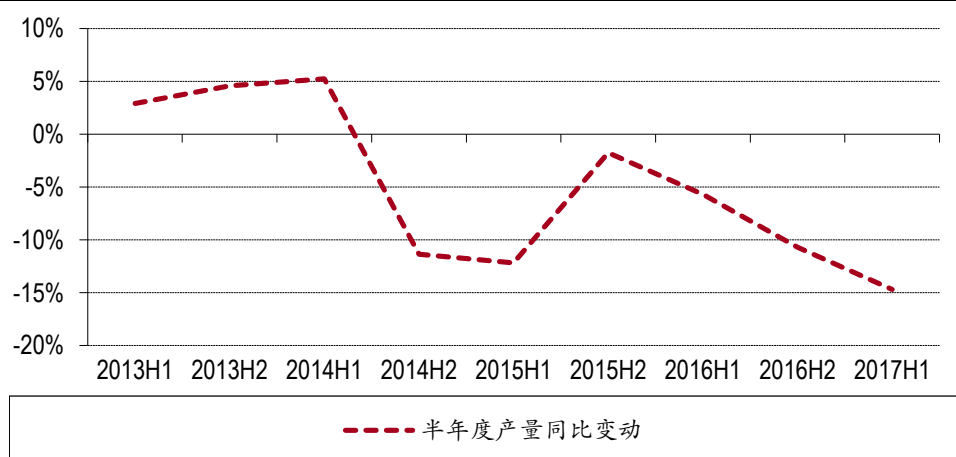


资料来源：中国耐火材料行业协会

2.1.2 政策引导，新增产能受限。产能清退速度不断加速

进入十三五以来，国内环保诉求上升，催生了各地方为了去产能和供给侧改革的清退潮。如山东省委、省政府办公厅印发《2017年环境保护突出问题综合整治攻坚方案》，淄博市印发的《淄博市2017年环境保护突出问题综合整治攻坚方案》都明确提及了要消减耐火材料落后产能。仅淄博就要去除200万吨耐火材料产能。结合市场化去产能，使得产能退出速度加快。

图表 10. 耐火材料产能同比变化



资料来源：中国耐火材料行业协会

2.1.3 镁基耐材受限于原材料涨价与原材料供给，进一步压缩供给

2017年以来，在环保整治和矿产资源整合的过程中，关停了一些环保排放不达标和矿山开采不规范的生产企业，致使镁质耐火原料短缺，造成部分企业限产或停产。

此外短缺带来镁质耐火原料价格高幅提升，耐火制品生产企业成本压力加大，下游行业采购价格又不能及时跟进，造成企业亏损严重，进一步减少供给。

图表 11. 主要镁质耐火原料 1-9 月价格涨幅

产品名称	增幅 (%)
96 电熔镁砂	278
97 电熔镁砂	200
98 电熔镁砂	185
97 高纯镁砂	471
95 中档镁砂	323
90 重烧镁砂	196
86%轻烧镁粉	157

资料来源：中国耐火材料行业协会

2.1.4 利润仍然偏低，供给侧改革与环保强化逻辑不改，行业供给维持缩减。

供给下滑的三大主要逻辑：

1. 目前行业销售利润率依然不到 4%，显著低于生产企业均值，出现大量新进入产能可能性不高，市场化去产能仍会继续。
2. 根据十九大会议以及年末的中央经济工作会议来看，供给侧改革在十三五规划核心地位不会得到改变，政策化去产能局面不变。

3. 国内受环保和供给侧改革,对于不规范矿山关停维持,但是不排除原料价格高涨将刺激境外国家和地区镁质耐火原料的复产和扩产以及国内产商研发替代产品,如谋求钢包用镁铝质耐火制品向铝镁质耐火制品的转变,RH精炼炉用镁铬质制品向刚玉质耐火制品的转变,这部分去产能的持续性存疑。

基于上述逻辑,预期 2018-2020 年中国耐材产量以年化 7%速度下降,预期到 2020 年全国耐火材料供给低于 1800 万。

2.2 以钢铁为代表的下游企业产量增长,经营情况改善,环保带动下需求有超预期可能

2.2.1 钢铁行业盈利情况大幅改善,具备技改资金,提升企业增产欲望

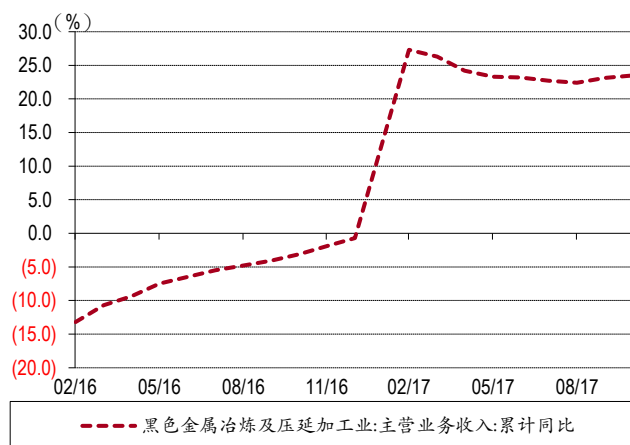
得益于供给侧改革以及投资回暖,钢材价格上升,钢铁销量也叫去年有所增长,使得行业收入上升,最终带动我国钢铁行业盈利能力提升与资产负债率下降。

图表 12. 中国钢铁价格指数



资料来源:国家统计局

图表 13. 钢铁行业主营收入累计同比



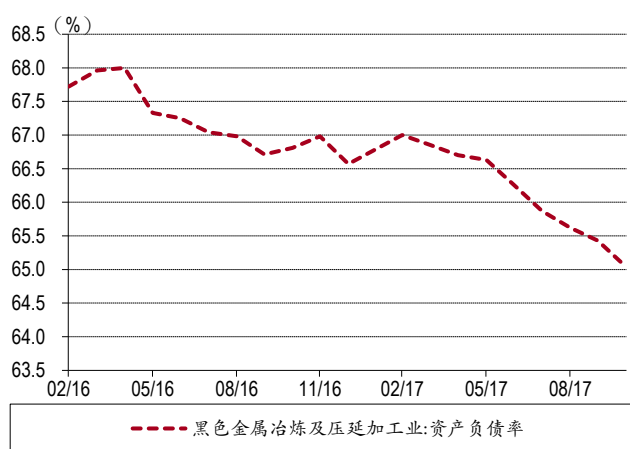
资料来源:国家统计局

图表 14. 钢铁冶炼行业销售利润率



资料来源:国家统计局

图表 15. 钢铁冶炼行业资产负债率



资料来源:国家统计局

根据冶金商会统计, 2017 年 1-9 月, 中国重点统计钢铁企业产品销售收入 2.72 万亿, 同比增长 37.72%; 实现利润总额 1137.62 亿元, 同比增长 368.48%。也印证这一观点。基于此, 我们预期钢铁企业缺乏市场化去产能的动力, 部分盈利能力优秀企业甚至存在产能扩张需求。

类似的, 水泥, 玻璃, 有色均受供给侧改革影响, 大幅提振利润。

2.2.2 钢铁去产能超预期, 错峰限产降低高炉寿命, 政策对需求压制得到有效缓解

2017 (第六届) 中国钢铁原材料市场高端论坛上, 工信部原材料司钢铁处处长徐文立表示, 2017 年钢铁去产能政府工作报告的目标是 5000 万吨, 目前已经超额完成这一目标, ‘十三五’的前两年, 钢铁完成去产能已超过 1.15 亿吨。距离 ‘十三五’ 时期 1.5 亿吨的上限目标, 还剩下几千万吨的规模。

图表 16. “十三五” 时期钢铁工业调整升级主要指标

	2015	2020	“十三五” 累计增加
工业增加值增速 (%)	5.4	6.0 左右 (年均增速)	/
粗钢产能 (亿吨)	11.3	10 以下	减少 1-1.5
产能利用率 (%)	70	80	10 个百分点
产业集中度 (前 10 家) (%)	34.2	60	25 个百分点以上
钢铁智能制造示范试点 (家)	2	10	8
主业劳动生产率 (吨钢/人·年)	514	1000 以上	486 以上
能源消耗总量	/	/	下降 10% 以上
吨钢综合能耗 (千克标煤)	572	≤ 560	降低 12 以上
吨钢耗新水量 (立方米)	3.25	≤ 3.2	降低 0.05 以上
污染物排放总量	/	/	下降 15% 以上
吨钢二氧化硫排放量 (千克)	0.85	≤ 0.68	降低 0.17 以上
钢铁冶炼渣综合利用率 (%)	79	90 以上	11 个百分点以上
研发投入占主营业务收入比重 (%)	1.0	≥ 1.5	0.5 个百分点以上
钢结构用钢占建筑用钢比例 (%)	10	≥ 25	15 个百分点以上

资料来源: 钢铁工业调整升级规划 (2016-2020 年)

在假设十三五去产能目标不变的情况下, 结合上文分析过的市场化去产能动力不足, 我们预期 2018-2020 每年退出产能将低于 1500 万吨, 约占目前总产能 1.5%, 较 2016-2017 年下滑明显, 对于耐材需求的负面影响降低。

此外, 基于环保主逻辑, 我们预期类似《两部门关于“2+26”城市部分工业行业 2017—2018 年秋冬季开展错峰生产的通知》给钢铁行业带来的错峰停产 (2017.11.15-2018.3.15 只能 50% 产能生产) 将常态化, 基于高炉停产对于高炉寿命有负面影响 (影响占总寿命的 5%-20%), 加大了高炉对于耗材的需求。

结合上述 2 方面, 基于目前高炉炼钢占我国炼钢主流, 我们保守估计, 停产对于耗材带来的需求能够覆盖政策去产能的需求减少, 2018-2020 年政策对于耐材需求的影响至少为中性。

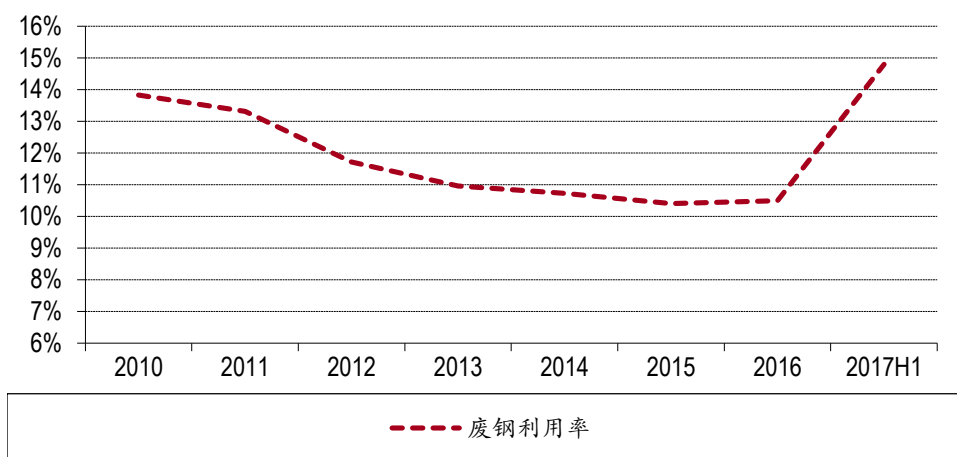
2.2.3 废钢利用大概率提升, 短流程电炉置换带来耐材需求上升

我们预计 2018-2020 年, 电炉钢占比将以每年不低于 2% 速度上升, 从而带动耐材销量。主要理由如下:

1. 我国废钢量存量较高, 钢材涨价带动废钢炼电盈利能力提升

2016 年中国废钢资源量已达 1.7 亿吨, 但是 2016 年废钢利用率仅为 10.5%, 较全球 51.6% 差距显著。

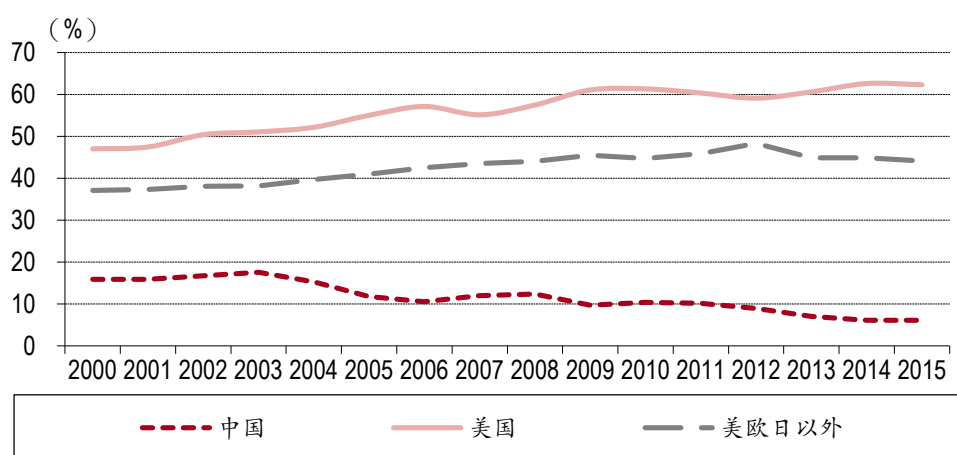
图表 17. 中国废钢利用率



资料来源：报春钢铁网

而我国废钢利用率低下的主要原因在于我国炼铁行业结构问题，作为废钢炼钢主力的短流程电炉，其在中国占比为 7.3%，远远低于世界平均水平 44%（美国达到 62%）

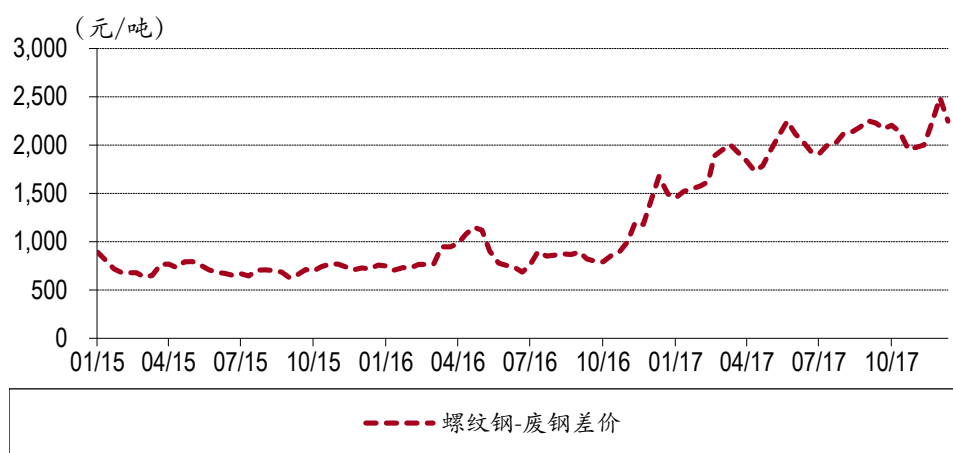
图表 18. 电炉钢占钢产量比例



资料来源：世界钢铁协会，Wind

结合中国进口了全球 65%的铁矿石，有理由相信我国会大力推广利用现有资源炼钢。而钢材价格高涨使得废钢炼钢盈利能力提升，存在市场化增加废钢炼钢电炉动力。

图表 19. 全国螺纹钢-废钢均价差价



资料来源：西本新干线，国家统计局

2. 电炉钢单位环境负荷优于高炉，转炉，环保上有优势

而在确立废钢炼钢可以获利后，再结合钢铁十三五规划，可以获得，电炉炼钢对于节能减排具备较高优势，根据中国废钢铁应用协会统计，每多用 1 吨废钢，可少用 1.7 吨精矿粉，减少 4.3 吨原生铁矿石的开采。而且，废钢铁作为载能资源，具有显著的节能减排效益。与使用铁矿石比较，用废钢直接炼钢可节约能源 60%、节水 40%，减少排放废气 86%、废水 76%、废渣 72%。

而且电炉炼钢本身就较转炉炼钢具有排放，生产时间上的优势，通过电炉来置换产能效率和绩效要显著高于转炉。

图表 20. 电炉转炉对比

工序名称	电炉炼钢	转炉炼钢	电炉优势
投资 (美元/吨钢)	500-800	1000-1500	投资少
建设周期 (年)	1-1.5	4	周期短
能耗 (kJ/t 钢)	10	23	能耗低
二氧化碳排放量 (t/t 钢)	1.03	2.01	排放少、环保
炼钢温度控制	容易	较容易	操作灵活
流程	电炉冶炼—二次精炼—连铸— (热送热装)—轧制	高炉冶炼—铁水预处理—转炉冶炼—二次精炼—连铸— (热送热装)—轧制	流程短，耗时少

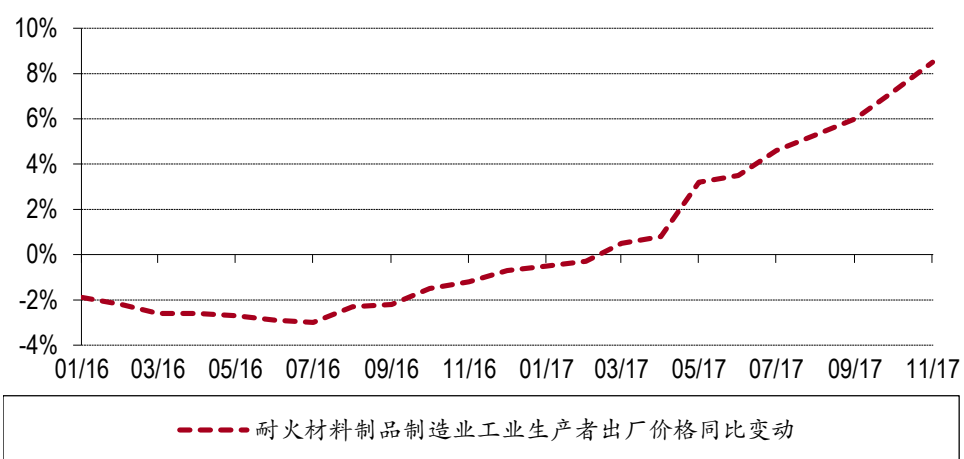
资料来源：卓创资讯

基于此，有理由相信电炉炼钢比例会进一步上升，加快钢铁行业的产能置换，我们保守估计 2018-2020 年电炉炼钢占比年增长不低于 3%，考虑钢铁十三五规划中明确要求 30t 以下电炉退出市场（约占电炉 10%），预计 2018-2020 需要新增电炉钢产量不低于 9500 万吨，对应投资不低于 3100 亿元，将有效提振耐火材料需求。

2.3 供需向好，主逻辑不变情况下，产品价格持续上升

通过上文分析，可以得出耐火材料行业 2018-2020 年处于一个供需不断优化的情况中，预计年供给收缩不低于 7%，而年供给正面增长，且存在需求端由于电炉钢占比上升带来超预期增长的可能，结合耐火材料 2016-2017 年价格变动，我们预期 2018-2020 年耐火材料出厂价格维持正增长，且年化同比增长不低于 7%。

图表 21. 2016-2017 耐火材料出厂价格同比变动



资料来源：国家统计局，中国耐火材料协会

陶瓷纤维-公司：应用更广，受益奇耐协作

3.1 合作奇耐生产效率提升，应用扩大确保销路，销量增长 10+%

3.1.1 奇耐特联合带来公司生产效率上升，无需重大投资，公司产能存在进一步提升空间

公司目前共有生产线 40 余条，原产能合计 20 万吨，奇耐技术引入后，吨效率上升三分之一，预计新增 6 万多吨产能，结合深加工材料，预计增长 10 万吨成品。（推算得出公司 2017 年产能 30 万吨）。

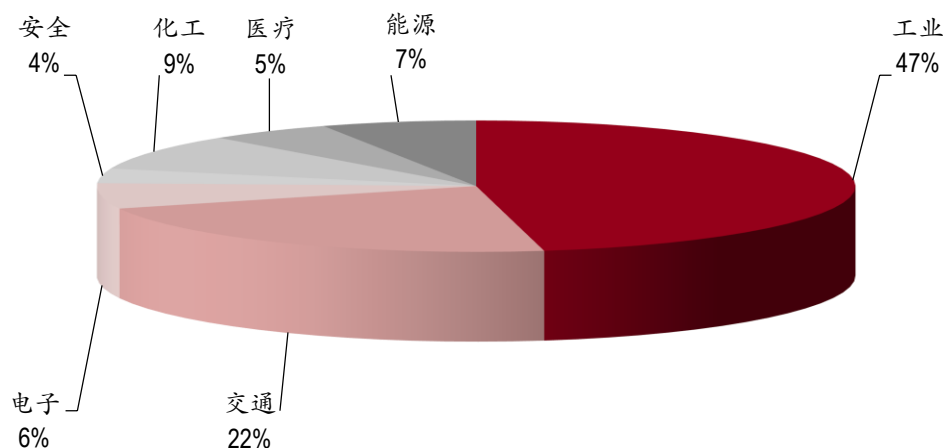
根据公司 2017 年 7 月的投资者关系交流会上信息，公司目前产能利用率约为 80%（推算获得公司 2017 年销量 24 万吨），假设满产时产能利用率为 90%，则公司陶瓷纤维成品产量提升空间不低于 12%。

随着市场供求关系的进一步改善，市场足以支持公司产量的扩张，结合耐材总体价格的上升，预计公司陶瓷纤维板块 2018 年量增长不低于 10%，收入增长不低于 20%。

3.1.2 陶瓷纤维应用广泛，对比龙头市场空间巨大

公司主要产品陶瓷纤维的应用不仅仅限于工业耐材领域，对比国际巨头 Morgan Advanced Materials，公司工业外应用存在较大增长空间。

图表 22. Morgan Advanced Materials 产品收入占比

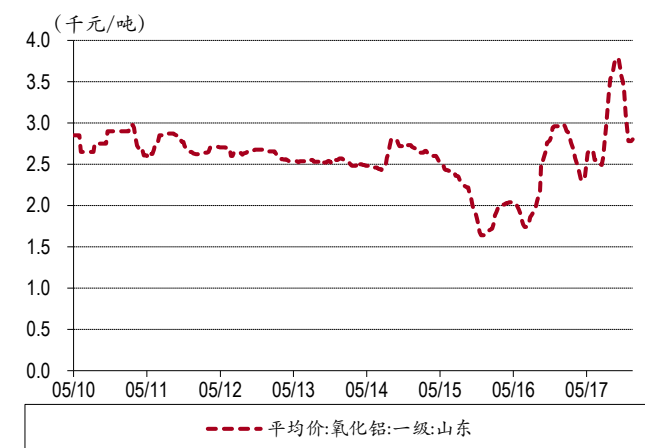


资料来源：Morgan Advanced Materials 2016 Annual Report，中银证券

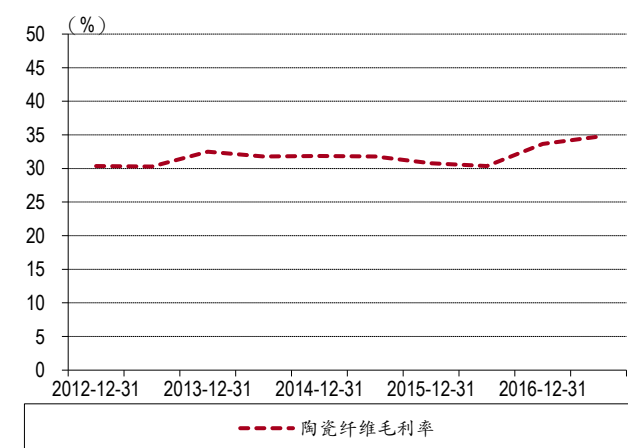
3.2 盈利能力：生产效率提升带来成本下降，历史证明原材料波动影响有限，高低端结构优化进一步提升盈利

3.2.1 生产效率提升结合原材料价格波动趋向稳定，公司盈利能力仍有提升空间

基于公司招股说明书，公司主要原材料为氧化铝，但是注意到，在氧化铝价格波动情况下，公司毛利率稳定，预期公司存在有效转化原材料价格波动。基于上文测算，公司在 2018 年预计陶瓷纤维产品销量增长不低于 12%，考虑到这部分产量增长为生产效率提升，不需要额外的股东资产投资，单位成本下降，提升公司盈利能力。

图表 23. 氧化铝价格波动


资料来源: Wind

图表 24. 鲁阳节能陶瓷纤维毛利率


资料来源: 公司公告

3.3 量价齐升，成本降低，公司陶瓷纤维板块利润持续增长

基于市场短期对于耐火材料需求依旧，新需求进一步扩张，市场能够消化公司由于生产效率提升带来的产量增长，结合耐火材料的价格上升，叠加公司陶瓷纤维深加工成品的价格较高，预计公司陶瓷纤维板块收入稳定增长。

同时，基于公司历史趋势，公司在转嫁原材料成本方面存在优势，且深加工产品存在结构性上升可能，预计公司未来3年毛利率稳中有升。

综上，公司2018-2020年陶瓷纤维版面盈利稳步增长。

岩棉板块：销量增长超预期，高景气维持提升盈利

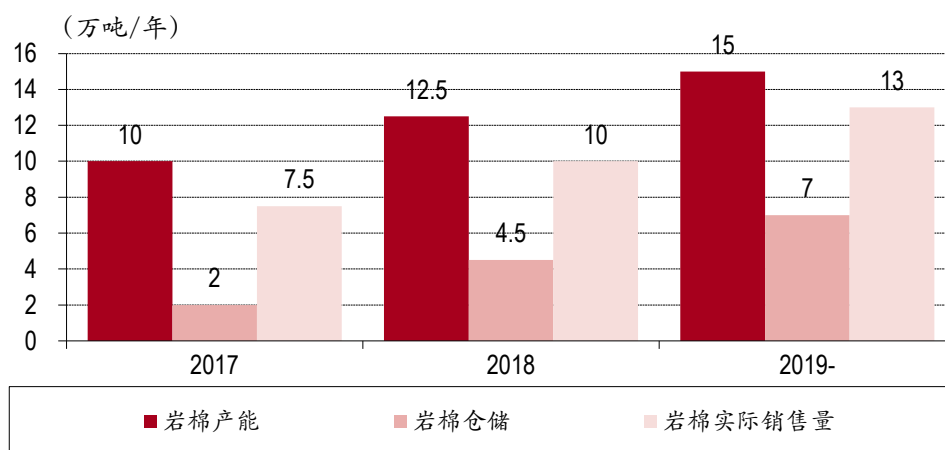
4.1 新园区投产，仓储对应下游特性带来销量超预期增长

基于公司公告，预期公司 2018 年岩棉生产新增产能 5 万吨/年，总产能达到 15 万吨/年，新增仓储 5 万吨，总仓储达到 7 万吨。

基于公司在投资者交流数据，公司 2017 年年底排单已经超过 90 天，处于严重供不应求，有理由认为公司岩棉产能利用率会维持在高位。

同时由于公司生产岩棉主要用于建筑，由于施工存在春节不施工特性，使得仓储量对于企业实际销量造成较大影响，使得公司岩棉销售量增长可能超过单纯的岩棉生产增长。我们保守估计 2018 年 6 月，新产线能够满产，则：

图表 25. 鲁阳节能岩棉生产线落成后影响



资料来源：公司公告，中银证券

4.2 供给受政策压制，建筑节能兴起带动需求，高景气得以维持

4.2.1 岩棉新增产能需求审批，供给扩张不易

在供给侧改革前，加快岩棉行业结构调整和转型升级，遏制低水平重复建设和产能盲目扩张，保护生态环境，推进节能减排，提高资源能源利用水平，中国工信部下发《岩棉行业准入公告管理办法》，要求在岩棉企业在未经工信部批准条件下，不能自行新增产线。使得岩棉在供给端受到限制：

根据公司披露的信息，截止至 2016 年年底，全国仅有 29 条总产能 76.8 万吨的生产线通过了工信部的准入。预计 2018 年年内新增产能不会超过 20 万吨，和岩棉旺盛需求比处于相对弱势。

图表 26. 2018 年可能投产的重大岩棉产线

公司	项目产能 (万吨)	预计投产时间
鲁阳节能	5	一线预计 3 月，整个项目上半年投产
中国泰石	10	一期预计 8 月，项目在 2019 年上半年结束前投产

资料来源：公司公告

叠加由于建筑施工周期带来的产能停产，预计岩棉供给年增长低于 20%，不存在大量产能扩张导致的产品价格大幅度下跌的可能。

4.2.2 岩棉作为 A 类防火材料，竞争对手有限，建筑需求旺盛。

岩棉是一种优质高效的保温材料，它具有良好的保温隔热、隔声和吸声性能，与传统保温材料相比，具有密度小、导热系数低、不燃烧、防火无毒、适用范围广、化学性能稳定、使用周期长等优点，是国内外公认的理想保温材料。

图表 27. 岩棉与主要保温板材料对比

材料名称	导热系数 W/(m·k)	分类	优点	缺点
岩棉板	0.04	无机	防火、保温兼备	多用于幕墙，其他应用工艺待开发
真空绝热板	0.008	复合	最低的导热系数	真空度难保持；施工难度太大
气凝胶保温材料	0.02	复合	被称为世界上最轻的固体，导热系数低，太贵，现主要用于航空航天、冶金等；用于建筑保温尚处于实验室阶段	防火不燃
发泡聚氨酯	0.024	有机	绝热和防水功能都优良	聚氨酯板尺寸稳定性差、防火差
挤塑聚苯板	0.028~0.03	有机	抗压、导热系数低	生产过程破坏臭氧层，变形
酚醛板	0.032	有机	国外应用多，国内技术尚待发展	易粉化、机械强度低，脆性
石墨聚苯板	0.033	有机	性价比最高的有机材料	防火达不到 A 级
真金板	0.036	有机	改性聚苯板	防火达不到 A 级
膨胀聚苯板	0.039	有机	市场用量最大、工艺成熟	防火达不到 A 级
泡沫玻璃	0.045~0.062	无机	利废、强度性能好	价格太高，保温性能差
聚苯颗粒保温砂浆	0.058	复合	应用早，范围广	保温和强度难兼顾，保温性能差
发泡水泥板	0.065~0.07	无机	防火好	强度和保温性能难满足现有要求

资料来源：保温材料协会，中国知网

通过对比可以发现，岩棉保温板是目前主流保温板中较为兼顾经济性与实用性的选择。

以节能建筑产业较为成熟的欧美做参展，在地理环境较为寒冷的北欧，人均消耗量在 20kg 以上，和中国维度较为接近的美国人消耗量为 5~10kg。由于防火问题，在美国岩棉、矿渣棉的使用占 70%，在德国超过 22m 的建筑外保温几乎全部采用岩棉保温材料。有数据显示瑞典及芬兰等西欧国家 80% 以上的岩棉制品用于建筑节能，是目前世界上应用范围最广的保温材料。

4.2.3 政策引导，节能建筑改造提振岩棉需求

而在国内，在政策引导下，岩棉成为这一轮节能建筑建设的主要受益者。

受益于 2014 年住建部颁布的《建筑设计防火规范》对于外墙材料必须达到防火 A 级，以及《建筑工程施工现场消防安全技术规范》中对于夹芯板的抗燃烧性能要求 A 级。岩棉是目前已经具有成熟应用技术的所有外墙外保温材料中唯一能够完全满足我国现行国家和行业标准保温材料。

下面基于《建筑节能与绿色建筑发展“十三五”规划》中要求城镇新建建筑中节能建筑占到 50%，且在 2020 年前完成不少于 6 亿现有建筑节能改造来简单测算 2016-2020 年均的新增节能建筑面积：

图表 28. 十三五规划节能建筑面积（亿平方米）

年新增城镇节能建筑	6.5
既有居住建筑改造	1
既有公共建筑改造	0.2
合计	7.7

资料来源：中国住建部，中银证券

保守假设其中 40%（按照美国数据 80%一半）的节能建筑选择岩棉板来作为外墙保温材料，则推算出需要岩棉保温板的节能建筑面积不低于 3.85 亿平方米。

而根据中国建筑装饰协会给出的数据，我们假设每平方米建筑消耗绝热材料约 0.06 立方米，岩棉平均密度按每立方米 120 公斤计算，每平方米节能建筑消耗绝热材料约 7.2 公斤。则可以获得仅节能建筑需求岩棉就不低于 221.76 万吨。

远高于目前建筑岩棉不足 100 万的产能，预计 2020 年前岩棉市场的供不应求情况不会得到改善，在新增产能转化为销量确定性高情况下，仍有进一步的提价空间。为公司岩棉板块收入增长与利润增厚提供可能。

盈利预测

5.1 重要假设

通过上文分析：我们对于公司 2 块业务作出以下重要假设：

1. 陶瓷纤维产品工业端应用受益于供给侧改革，价格存上升可能
2. 陶瓷纤维产品受益于生产效率提升与深加工产品加入毛利率有望进一步提升
3. 陶瓷纤维产品产量增长可以有效转化为销量增长
4. 岩棉产品由于市场供不应求存在进一步涨价可能
5. 岩棉产品销量增长受仓储因素超产能增长

5.2 收入预测

基于上述假设，我们预计公司 2017-2019 年分产品收入情况如下：

图表 29. 鲁阳节能 2017-2019 主要产品收入预期

	2017E	2018E	2019E
营业收入			
陶瓷纤维制品	12.88	15.44	17.84
玄武岩产品	2.71	3.69	4.98
毛利率(%)			
陶瓷纤维制品	37.50	39.20	42.00
玄武岩产品	32.00	34.00	36.00
营业成本			
陶瓷纤维制品	8.05	9.38	10.35
玄武岩产品	1.84	2.43	3.19

资料来源：中银证券

5.3 盈利预测

基于测算，我们预期 2017-2019 公司净利润不低于 1.95, 2.54, 3.24 亿元，对于 EPS 为，0.56；0.77；1.02 元/股，年增长超 30%。

投资建议

我们预期 2017-2019 公司 EPS 为, 0.56; 0.77; 1.02 元/股, 年利润增长不低于 30%, 对比镁矿影响的其
他耐材上市公司, 我们认为公司盈利提升确定性更强, 未来发展空间更大, 合理估值在 30 倍市盈率,
对应目标价 16.92, 超过收盘价 20%以上, 给予“**买入**”评级。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	1,133	1,190	1,537	1,888	2,158
销售成本	(808)	(820)	(996)	(1,215)	(1,333)
经营费用	(165)	(168)	(232)	(298)	(366)
息税折旧前利润	160	201	309	375	458
折旧及摊销	(88)	(94)	(97)	(97)	(96)
经营利润(息税前利润)	72	107	212	279	362
净利息收入/(费用)	(11)	(2)	2	6	7
其他收益/(损失)	8	27	30	33	36
税前利润	69	132	244	318	405
所得税	(12)	(27)	(49)	(64)	(81)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	58	105	195	254	324
核心净利润	59	110	201	261	331
每股收益(人民币)	0.246	0.447	0.556	0.725	0.923
核心每股收益(人民币)	0.252	0.471	0.573	0.743	0.943
每股股息(人民币)	0.100	0.100	0.167	0.217	0.277
收入增长(%)	(4)	5	29	23	14
息税前利润增长(%)	(24)	49	98	31	30
息税折旧前利润增长(%)	(10)	26	54	22	22
每股收益增长(%)	(27)	82	24	30	27
核心每股收益增长(%)	(25)	87	22	30	27

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	69	132	244	318	405
折旧与摊销	88	94	97	97	96
净利息费用	11	2	(2)	(6)	(7)
运营资本变动	(0)	108	63	50	70
税金	(12)	(27)	(49)	(64)	(81)
其他经营现金流	4	47	(57)	(80)	(35)
经营活动产生的现金流	161	355	296	315	448
购买固定资产净值	13	(2)	12	18	2
投资减少/增加	(6)	0	0	0	0
其他投资现金流	(162)	(40)	(21)	(36)	(4)
投资活动产生的现金流	(155)	(43)	(9)	(18)	(2)
净增权益	(23)	(23)	(59)	(76)	(97)
净增债务	14	(137)	(77)	0	0
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	(16)	(32)	66	(97)	(214)
融资活动产生的现金流	(25)	(166)	(17)	(70)	(90)
现金变动	(19)	147	270	227	356
期初现金	83	67	226	496	723
公司自由现金流	6	313	287	297	446
权益自由现金流	31	177	208	291	439

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	79	230	502	729	1,084
应收帐款	777	737	701	680	607
库存	237	198	214	292	328
其他流动资产	18	19	19	19	16
流动资产总计	1,111	1,184	1,435	1,720	2,035
固定资产	758	706	596	494	376
无形资产	147	145	170	194	217
其他长期资产	79	75	73	78	83
长期资产总计	983	926	839	766	676
总资产	2,101	2,117	2,283	2,496	2,721
应付帐款	196	212	219	226	201
短期债务	212	77	0	0	0
其他流动负债	75	129	110	137	161
流动负债总计	482	418	329	363	362
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	17	15	17	17	17
股本	234	234	351	351	351
储备	1,369	1,450	1,586	1,764	1,991
股东权益	1,603	1,684	1,937	2,115	2,342
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	2,101	2,117	2,283	2,496	2,721
每股帐面价值(人民币)	6.85	7.20	5.52	6.03	6.67
每股有形资产(人民币)	6.22	6.58	5.04	5.48	6.06
每股净负债/(现金)(人民币)	0.62	(0.64)	(1.41)	(2.06)	(3.07)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	14.1	16.9	20.1	19.9	21.2
息税前利润率(%)	6.3	9.0	13.8	14.8	16.8
税前利润率(%)	6.1	11.1	15.9	16.8	18.8
净利率(%)	5.1	8.8	12.7	13.5	15.0
流动性					
流动比率(倍)	2.3	2.8	4.4	4.7	5.6
利息覆盖率(倍)	6.6	58.2	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	9.0	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.8	2.4	3.7	3.9	4.7
估值					
市盈率(倍)	57.0	31.4	25.2	19.4	15.2
核心业务市盈率(倍)	55.7	29.8	24.5	18.9	14.9
目标价对应核心业务市盈率(倍)	67.2	35.9	29.5	22.8	17.9
市净率(倍)	2.0	1.9	2.5	2.3	2.1
价格/现金流(倍)	20.4	9.2	16.6	15.6	11.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	31.7	23.8	14.3	11.2	8.4
周转率					
存货周转天数	103.0	96.9	75.5	76.0	84.8
应收帐款周转天数	240.5	232.3	170.7	133.5	108.9
应付帐款周转天数	53.3	62.6	51.2	43.0	36.2
回报率					
股息支付率(%)	40.7	22.4	30.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	3.6	6.4	10.8	12.6	14.5
资产收益率(%)	2.9	4.0	7.7	9.3	11.1
已运用资本收益率(%)	0.8	1.5	2.6	3.1	3.6

资料来源: 公司数据及中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“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阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，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要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都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，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员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，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

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，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，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阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

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) 3988 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) 3988 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
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
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) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371