

“双提双降”奏效，业绩延续高增长

投资要点

- **事件：**公司发布 2018 年中报，2018 上半年实现营业收入 7.6 亿元，同比增长 16.2%；实现归母净利润 1.5 亿元，同比增长 138.3%；经营活动产生的现金流量净额为 1.1 亿元，同比下降 28.3%；基本每股收益 0.43 元。
- **近 3 年业绩逐步改善。**2016 年以前，公司营业收入整体维持在 10-12 亿元之间，增速缓慢；归母净利润增速逐年下滑，下滑至 2015 年的-27%。2016 年以后，公司收入和利润改善明显，2016 年收入增长 5%、利润增长 82%，2017 年收入增长 34%、利润增长 104%，整体表现为逐步改善态势。
- **2018 中报延续高增长。**从业绩改善的角度看，公司近 3 年毛利率和净利率提升非常明显，2015-2017 年毛利率分别为 29%、33%和 37%，逐年大幅提升；2015-2017 年净利率分别为 5%、9%和 13%，也逐年大幅提升。2018 上半年，公司各项财务指标进一步改善，毛利率从 2017 上半年的 34%大幅提升至 43%，净利率从 10%提升至 20%，期间费用率从 25%下降至 18%，公司 2018 上半年业绩实现高增长。
- **看好公司聚焦下游需求领域，成本控制与产品结构优化使毛利率维持在高位，业绩延续高增长。**公司产能充足、全国布局，截至 2017 年底，陶瓷纤维产能 20 万吨/年，拥有山东、内蒙古、新疆、贵州和苏州五大基地，产品实现全国覆盖，产能占国内 1/3；玄武岩纤维产能 10 万吨/年，规划新增 8 万吨/年。自公司 2015 年变更控股股东以来，公司业绩改善明显，特别是推进“双提双降”战略，进一步增强了公司在行业内的成本管控优势，公司毛利率将在高位维持。从下游需求看，应用领域广，需求稳定；陶瓷纤维性能优良，是无机纤维节能材料的首选，下游应用领域非常广阔，需求保持稳定向上；玄武岩纤维在国内处于推广阶段，随着国家提升建筑防火安全标准，该领域未来需求空间大。
- **盈利预测与评级：**预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.88、1.10 和 1.33 元，未来三年归母净利润将保持 31.2%的复合增长率。对标行业可比上市公司，给予公司 2018 年 18 倍 PE (PEG=0.6)，目标价 15.84 元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**(1) 原材料价格大幅上涨的风险；(2) 下游需求大幅下滑的风险；(3) 新产能扩张不及预期的风险。

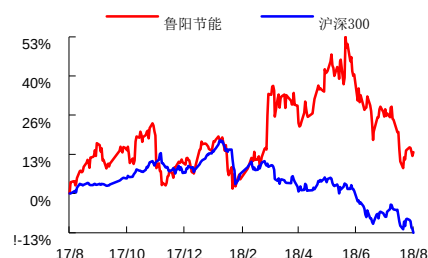
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	1595.78	1937.22	2354.19	2863.96
增长率	34.15%	21.40%	21.52%	21.65%
归属母公司净利润 (百万元)	213.75	317.10	397.95	482.48
增长率	104.22%	48.35%	25.50%	21.24%
每股收益 EPS (元)	0.59	0.88	1.10	1.33
净资产收益率 ROE	11.41%	14.81%	16.07%	16.75%
PE	22	15	12	10
PB	2.52	2.19	1.89	1.63

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 余尊宝
 执业证号: S1250518070002
 电话: 023-63786519
 邮箱: yzbao@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	3.62
流通 A 股(亿股)	2.09
52 周内股价区间(元)	11.8-17.51
总市值(亿元)	47.24
总资产(亿元)	24.69
每股净资产(元)	5.12

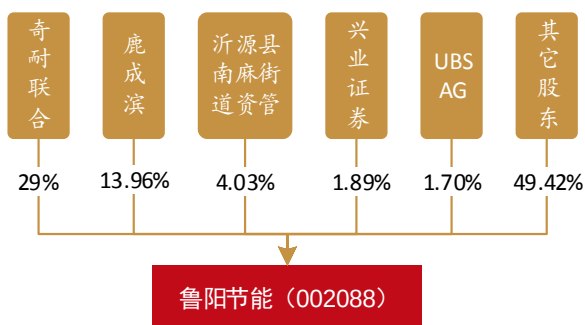
相关研究

1 公司简介：外资控股，主营集中

山东鲁阳节能材料股份有限公司（鲁阳节能）是一家从事陶瓷纤维、玄武岩纤维、轻质莫来石砖等节能环保材料的研发、生产、销售及施工服务工作的上市公司，公司于 2006 年上市，主要产品为陶瓷纤维产品，下游应用主要为石化、冶金、有色金属、建材、电力、机械、陶瓷、玻璃、船舶等行业的工业窑炉壁衬、背衬、衬里、管道保温、绝热密封、辐射隔热等领域。截至 2017 年底，公司具备年产 30 万吨陶瓷纤维产品的生产能力，拥有山东、内蒙古、新疆、贵州、苏州五大陶瓷纤维生产基地，产品覆盖全国，占全国总量的 1/3；具备年产 10 万吨玄武岩纤维（岩棉）产品的生产能力。

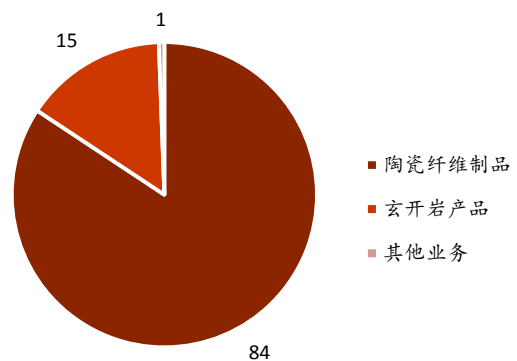
公司为外资控股。如图 1 所示，奇耐联合纤维亚太控股有限公司（奇耐联合）为公司第一大股东，持股 29%，为公司实际控制人。2015 年，奇耐联合通过收购方式持有公司 29% 股份，成为公司控股股东。

图 1：公司股权结构（2018 中报）



数据来源：Wind，西南证券整理

图 2：公司主营构成（%）（2017 年报）



数据来源：Wind，西南证券整理

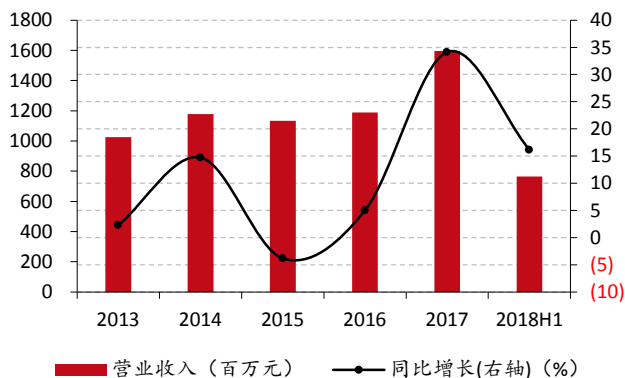
公司主营业务集中。如图 2 所示，公司主营产品为陶瓷纤维制品，占收入比重为 84%，公司主营业务集中。

2 公司经营：业绩逐步改善

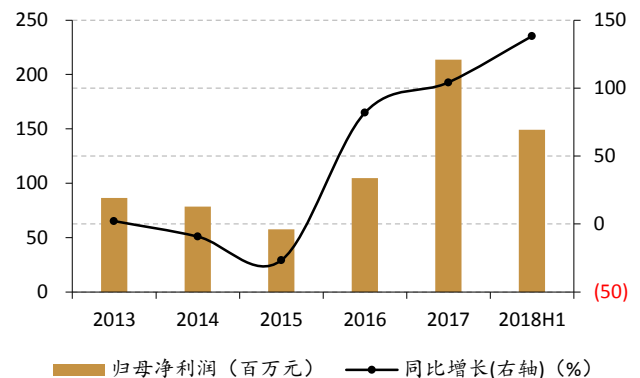
公司近 5 年收入和利润阶段性差异明显。2016 年以前，公司营业收入整体维持在 10-12 亿元之间，增速缓慢；归母净利润增速逐年下滑，下滑至 2015 年的-27%。2016 年以后，公司收入和利润改善明显，2016 年收入增长 5%、利润增长 82%，2017 年收入增长 34%、利润增长 104%，整体表现为逐步改善态势。

公司近 5 年业绩逐步改善主要由于公司治理结构不断完善，2015 年变更大股东后积极推进生产线技改控成本、经营模式转变控费用，成效显著。如图 5 所示，公司毛利率和净利率均从 2015 年触底反弹，2018 上半年创新高；在经营上，公司落实“由数量销售向盈利销售，由项目思维向客户思维”转变，加大贷款控制力度，不断完善管理体制，公司期间费用率持续改善，如图 6 所示，期间费用率从 2016 年开始逐年下滑，2018 上半年期间费用率整体控制在 20% 以下。

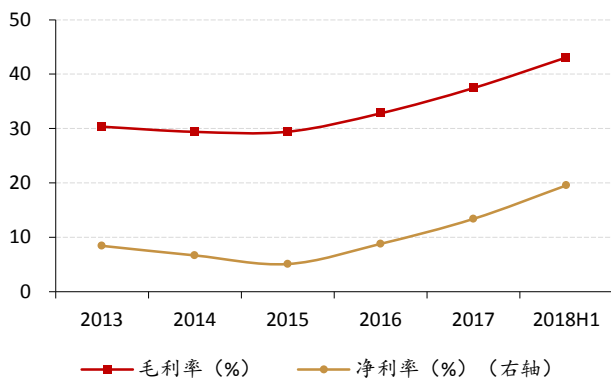
2018 中报延续高增长。2018 年 1-6 月，公司实现营业收入 7.6 亿元，同比增长 16.2%；实现归母净利润 1.5 亿元，同比增长 138.3%，延续了 2016 年以来的高增长态势。从业绩改善的角度看，公司毛利率和净利率提升非常明显，2015-2017 年毛利率分别为 29%、33%和 37%，逐年大幅提升；2015-2017 年净利率分别为 5%、9%和 13%，也逐年大幅提升。2018 上半年，公司各项财务指标进一步改善，毛利率从 2017 上半年的 34%大幅提升至 43%，净利率从 10%提升至 20%，期间费用率从 25%下降至 18%，公司 2018 上半年业绩实现高增长。

图 3：公司 2013-2018H1 营业收入及增速


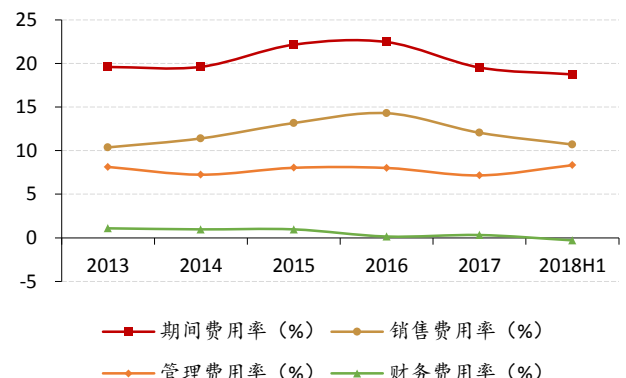
数据来源：Wind，西南证券整理

图 4：公司 2013-2018H1 归母净利润及增速


数据来源：Wind，西南证券整理

图 5：公司 2013-2018H1 毛利率与净利率


数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：公司 2013-2018H1 期间费用率及分项


数据来源：Wind，西南证券整理

3 盈利预测

关键假设：

假设 1：2018-2020 年，公司更加聚焦细分领域需求，高端优势产品占比不断提长，陶瓷纤维制品订单增速保持在 20%，玄武岩产品订单增速保持在 30%；

假设 2：公司通过设备工艺改造和配方优化管控成本，原材料价格上升向下游传导，2018-2020 年陶瓷纤维毛利率维持在 45%，玄武岩产品毛利率维持在 34%；

假设 3：期间费用率无明显变化。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
陶瓷纤维制品	收入	1345.2	1614.3	1937.1	2324.6
	增速	31.3%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	38.3%	45.0%	45.0%	45.0%
玄武岩产品	收入	241.3	313.7	407.8	530.2
	增速	55.9%	30.0%	30.0%	30.0%
	毛利率	32.4%	34.0%	34.0%	34.0%
其他业务	收入	9.2	9.2	9.2	9.2
	增速	-8.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	53.6%	53.6%	53.6%	53.6%
合计	收入	1595.8	1937.2	2354.2	2864.0
	增速	34.2%	21.4%	21.5%	21.7%
	毛利率	37.5%	43.3%	43.1%	43.0%

数据来源：Wind，西南证券

我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.88、1.10 和 1.33 元，未来三年归母净利润将保持 31.2%的复合增长率。对标行业可比上市公司，给予公司 2018 年 18 倍 PE(PEG=0.6)，目标价 15.84 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 2：耐火材料行业可比公司估值表

证券代码	证券简称	最新收盘价	每股收益（元）			市盈率		
		元	2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E
002066	瑞泰科技	7.68	0.07	-	-	157	-	-
002225	濮耐股份	5.14	0.02	0.30	0.47	17	11	8
002392	北京利尔	3.45	0.14	-	-	37	-	-

数据来源：Wind，西南证券整理

4 风险提示

- （1）原材料价格大幅上涨的风险；
- （2）下游需求大幅下滑的风险；
- （3）新产能扩张不及预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1595.78	1937.22	2354.19	2863.96	净利润	213.75	320.30	401.97	487.35
营业成本	998.10	1099.19	1338.87	1632.70	折旧与摊销	92.59	73.64	73.64	73.64
营业税金及附加	29.13	35.02	42.70	51.89	财务费用	5.11	3.87	4.24	5.16
销售费用	192.30	247.88	295.38	361.72	资产减值损失	35.84	30.00	30.00	30.00
管理费用	114.30	147.01	176.96	214.27	经营营运资本变动	11.65	-318.17	-145.38	-220.43
财务费用	5.11	3.87	4.24	5.16	其他	67.25	-34.49	-32.50	-28.06
资产减值损失	35.84	30.00	30.00	30.00	经营活动现金流净额	426.20	75.16	331.97	347.67
投资收益	2.98	0.00	0.00	0.00	资本支出	40.68	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.11	0.02	0.03	0.04	其他	-198.55	0.02	0.03	0.04
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-157.87	0.02	0.03	0.04
营业利润	240.99	374.27	466.07	568.27	短期借款	-37.00	-40.00	0.00	0.00
其他非经营损益	4.88	5.14	5.39	5.22	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	245.87	379.41	471.47	573.49	股权融资	0.00	10.99	0.00	0.00
所得税	32.12	59.11	69.49	86.13	支付股利	-23.40	-42.75	-63.42	-79.59
净利润	213.75	320.30	401.97	487.35	其他	-3.28	-3.87	-4.24	-5.16
少数股东损益	0.00	3.20	4.02	4.87	筹资活动现金流净额	-63.67	-75.63	-67.66	-84.75
归属母公司股东净利润	213.75	317.10	397.95	482.48	现金流量净额	201.48	-0.46	264.34	262.96
资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	431.83	431.37	695.71	958.67	成长能力				
应收和预付款项	802.39	1101.70	1298.98	1573.00	销售收入增长率	34.15%	21.40%	21.52%	21.65%
存货	208.09	234.54	289.13	351.04	营业利润增长率	129.13%	55.30%	24.53%	21.93%
其他流动资产	91.18	110.69	134.51	163.64	净利润增长率	104.22%	49.85%	25.50%	21.24%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	68.46%	33.39%	20.40%	18.96%
投资性房地产	34.33	34.33	34.33	34.33	获利能力				
固定资产和在建工程	648.11	591.34	534.57	477.79	毛利率	37.45%	43.26%	43.13%	42.99%
无形资产和开发支出	142.01	125.18	108.35	91.52	三费率	19.53%	20.58%	20.24%	20.29%
其他非流动资产	81.97	81.93	81.88	81.84	净利率	13.39%	16.53%	17.07%	17.02%
资产总计	2439.90	2711.07	3177.46	3731.84	ROE	11.41%	14.81%	16.07%	16.75%
短期借款	40.00	0.00	0.00	0.00	ROA	8.76%	11.81%	12.65%	13.06%
应付和预收款项	461.12	479.03	595.67	728.55	ROIC	13.87%	19.14%	21.47%	24.09%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	21.22%	23.32%	23.11%	22.59%
其他负债	64.60	69.32	80.52	94.25	营运能力				
负债合计	565.72	548.35	676.18	822.80	总资产周转率	0.70	0.75	0.80	0.83
股本	350.97	361.96	361.96	361.96	固定资产周转率	2.42	3.21	4.30	5.84
资本公积	420.97	420.97	420.97	420.97	应收账款周转率	3.99	3.88	3.62	3.74
留存收益	1102.25	1376.60	1711.13	2114.02	存货周转率	4.80	4.82	5.05	5.05
归属母公司股东权益	1874.18	2159.52	2494.05	2896.94	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	82.17%	—	—	—
少数股东权益	0.00	3.20	7.22	12.10	资本结构				
股东权益合计	1874.18	2162.73	2501.28	2909.04	资产负债率	23.19%	20.23%	21.28%	22.05%
负债和股东权益合计	2439.90	2711.07	3177.46	3731.84	带息债务/总负债	7.07%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.80	3.54	3.67	3.79
					速动比率	2.42	3.10	3.23	3.35
					股利支付率	10.95%	13.48%	15.94%	16.50%
					每股指标				
					每股收益	0.59	0.88	1.10	1.33
					每股净资产	5.18	5.97	6.89	8.00
					每股经营现金	1.18	0.21	0.92	0.96
					每股股利	0.06	0.12	0.18	0.22
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	338.70	451.79	543.95	647.06					
PE	22.10	14.90	11.87	9.79					
PB	2.52	2.19	1.89	1.63					
PS	2.96	2.44	2.01	1.65					
EV/EBITDA	11.82	9.09	7.07	5.53					
股息率	0.50%	0.91%	1.34%	1.68%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	机构销售	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	机构销售	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn