

中高端比例提升，研发提升龙头综合竞争

——鲁阳股份（002088）2018 年年报及 2019 年一季报点评

2019 年 04 月 23 日

推荐/维持

鲁阳股份 财报点评

投资要点：

■ 公司 2018 年实现营业总收入 18.42 亿元，同比增加 15.45%，实现归属于上市公司股东的净利润 3.07 亿元，同比增长 43.71%。每股收益为 0.85 元，同比增加 39.34%，每 10 股派发现金红利 6.50 元（含税）。2019 年第一季度公司实现营业收入 4.57 亿元，同比增加 48.24%，实现归属于上市公司股东的净利润 7157 万元，同比增长 34.51%。每股收益为 0.20 元，同比增长 33.33%。

■ **中高端产品打开市场 产能有序释放 营业收入持续增长。**公司 2018 年实现营业总收入同比增加 15.45%，主要是陶瓷纤维制品业务收入增长所致。陶瓷纤维制品营业收入为 15.98 亿元，同比增长 18.80%。中高端产品打开市场，销售价格有所提升。2018 年公司积极扩张产能，产量增长 1.98%，但是销售量下滑，比去年减少 2.51%。

2019 年一季度得益于陶瓷纤维产品销售量随产量逐渐释放。一季度营业收入 4.57 亿元，同比增长 48.24%。随着下游节能环保装备升级持续引发需求增长，同时自身产能扩张逐渐得到释放，预计未来业绩会有稳定提升。

分产品来看，2018 年度陶瓷纤维制品和玄武岩产品分别实现营业收入 15.98 亿元和 2.35 亿元，分别同比增长 18.80%和-2.56%。分季度来看，18 年 Q1/Q2/Q3/Q4 和 19 年 Q1 营业收入分别为 3.08 亿元、4.56 亿元、4.74 亿元、6.05 亿元和 4.57 亿，营业收入逐季增长，势头良好。

■ **期间费用有所增长，产品升级带动毛利率提升。**2018 年公司的综合毛利率为 42.09%，相较于 2017 年增长 2.48 个百分点，2019 年一季度也有 40.55%，同比提高 0.36 个百分点，主要是陶瓷纤维制品的中高端市场份额增加。报告期内陶瓷纤维制品的原材料和燃料动力成本分别为 4.25 亿元和 2.71 亿元，同比分别增长 2.37%和-1.57%。相较于产量 1.98%的增长，生产成本控制为毛利的稳定提升也发挥重要作用。

2019 年一季度期间费用率为 21.30%。2018 年全年期间费用率 22.35%。相比 2017 年提高 2.82 个百分点。其中销售费用、管理费用、财务费用分别同比增长 20.37%、38.31%、-220.28%。销售和管理费用上升的主要原因是公司产品交货量增加导致运费增长以及限制性股票费用分摊。财务费用大幅下降是由于 18 年度汇兑收益增加及利息支出减少所致。

■ **市场需求广阔，产能扩张助力业绩增长。**在政策要求下，下游企业对环保治理和节能改造的刚性需求提供了广阔的市场空间；制造装备节能改造、钢铁行业装备升级改造、石化行业快速发展、新能源行业需求逐步形成规模、环保处理工艺装备

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1,595.7	1,842.3	2,353.0	2,781.0	3,201.0
增长率（%）	34.20%	15.50%	27.70%	18.20%	15.10%
净利润（百万元）	213.75	307.17	429.79	518.84	611.69
增长率（%）	104.20	43.70%	39.90%	20.70%	17.90%
净资产收益率（%）	11.40%	15.12%	16.83%	16.89%	16.60%
每股收益（元）	0.61	0.85	1.19	1.43	1.69
PE	24	17	12	10	8
PB	2.69	2.55	2.03	1.69	1.41

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

赵军胜

010-66554088

zhaojs@dxzq.net.cn

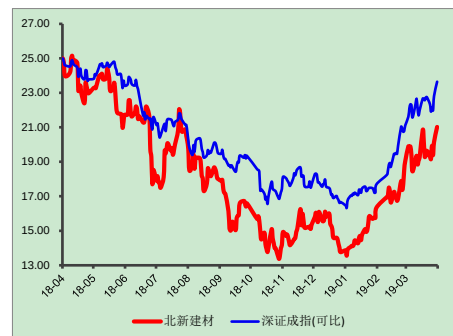
执业证书编号：

S1480512070003

交易数据

52 周股价区间（元）	8.22-17.94
总市值（亿元）	49.44
流通市值（亿元）	42.42
总股本/流通 A 股（亿股）	3.62/3.11
流通 B 股/H 股（亿股）	/
52 周日均换手率	1.65

52 周股价走势图



资料来源：Wind，东兴证券研究所

相关研究报告

- 《鲁阳股份（002088.SZ）：综合市场竞争力提升盈利能力向上》2018-10-23
- 《鲁阳股份（002088.SZ）：陶纤龙头受益环保和下游改善业绩高增》2018-08-21

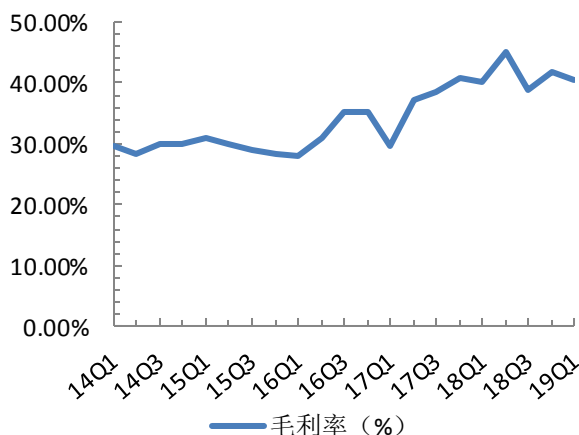
升级等因素引发更大的市场需求。公司积极扩展产能, 陶瓷原丝产能增长到达 35 万吨, 可溶纤维板新增 4 条生产线, 预计新增产能 6000 吨/年; 威盾模块新增 4 条生产线, 预计新增产能 1 万吨/年。随着新能源、民用节能、环保、消防等领域需求逐步放量, 产能紧跟需求增长, 为未来业绩提供坚实保障。

公司技术优势明显, 研发助力成长。2018 年研发费用 0.54 亿元。研发成功钙长石浇注砖、高温可溶纤维纺织品等多项新产品; 全年完成技术创新项目 7 项, 装备创新项目 4 项, 技术改造项目 7 项、“双提双降”项目 40 余项, 在稳定工艺、控制成本、减员增效、降低职工劳动强度、改善工作环境等方面效果显著。科研人员人数达到 270 人, 同比增长 25.58%。

■ **盈利预测和投资评级:** 预计公司 2019 年到 2021 年的 EPS 分别为 1.19 元、1.43 元和 1.69 元, 对应 PE 分别为 12 倍、10 倍和 8.5 倍, 维持公司“推荐”的投资评级。

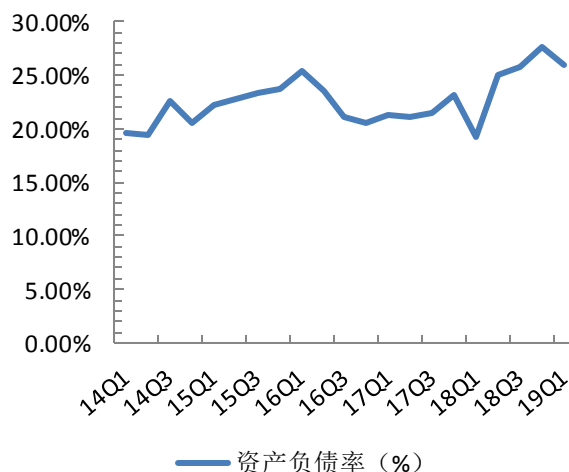
风险提示: 新产品发展不及预期。

图 1: 鲁阳股份毛利率变化(%)



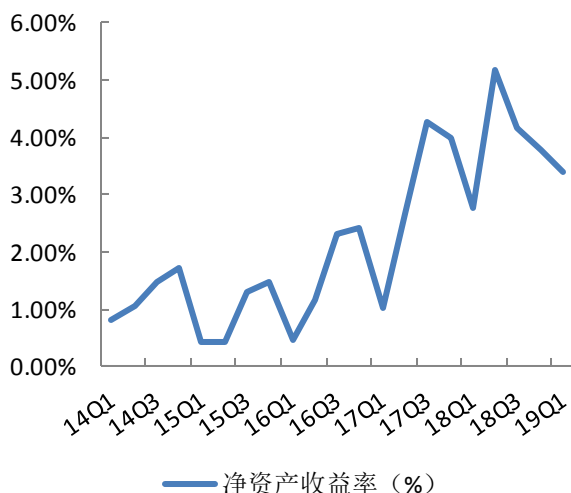
资料来源: wind, 东兴证券整理

图 2: 鲁阳股份资产负债率变化(%)



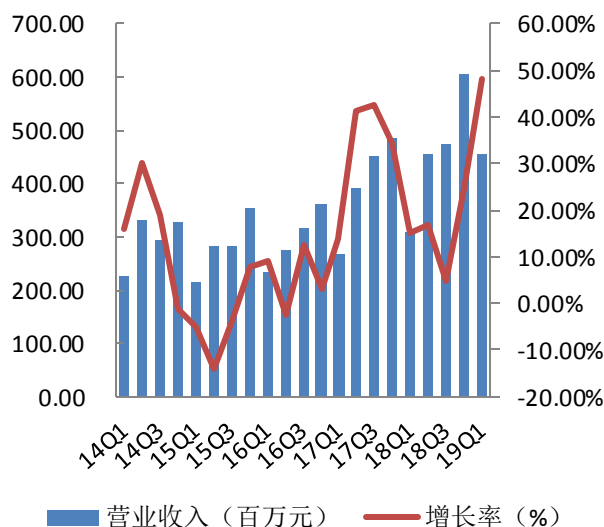
资料来源: wind, 东兴证券整理

图 3: 鲁阳股份单季度净资产收益率变化(%)



资料来源: wind, 东兴证券整理

图 4: 鲁阳股份单季度营业收入



资料来源: wind, 东兴证券整理

公司盈利预测表

资产负债表				单位: 百万元		利润表				单位: 百万元	
	2017	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	1533	1768	2119	2560	3073	营业收入	1596	1842	2353	2781	3201
货币资金	432	471	594	763	1011	营业成本	998	1067	1358	1596	1821
应收账款	394	517	645	762	877	营业税金及附	29	28	36	43	49
其他应收款	24	19	25	29	34	营业费用	192	231	296	350	403
预付款项	18	16	16	16	16	管理费用	114	132	169	200	230
存货	208	272	346	407	464	财务费用	5	(6)	1	(3)	(4)
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	36	5	5	5	5
非流动资产合计	906	1040	1226	1435	1662	公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	3	4	4	4	4
固定资产	632	661	955	1196	1446	营业利润	241	337	491	593	700
无形资产	140	139	125	111	97	营业外收入	8	7	7	7	7
其他非流动资产	65	36	36	36	36	营业外支出	3	4	3	3	3
资产总计	2440	2808	3345	3995	4735	利润总额	246	340	494	596	703
流动负债合计	548	759	861	966	1069	所得税	32	33	64	78	91
短期借款	40	20	0	0	0	净利润	214	307	430	519	612
应付账款	179	220	279	328	374	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	77	79	93	110	129	归属母公司净	214	307	430	519	612
一年内到期的非流动	0	0	0	0	0	EBITDA	339	421	528	644	771
非流动负债合计	18	18	2	2	2	EPS (元)	0.61	0.85	1.19	1.43	1.69
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
应付债券	0	0	0	0	0						
负债合计	566	777	864	968	1071	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	34.15%	15.45%	27.72%	18.19%	15.10%
实收资本 (或股本)	351	362	362	362	362	营业利润增长	129.12%	39.91%	45.49%	20.87%	18.00%
资本公积	421	528	528	528	528	归属于母公司	104.21%	43.71%	39.92%	20.72%	17.90%
未分配利润	944	1047	1438	1911	2467	获利能力					
归属母公司股东权益	1874	2032	2553	3072	3684	毛利率(%)	37.45%	42.11%	42.29%	42.61%	43.11%
负债和所有者权益	2440	2808	3345	3995	4735	净利率(%)	13.39%	16.67%	18.27%	18.66%	19.11%
现金流量表	单位: 百万元					总资产净利润		8.76%	10.94%	12.58%	12.84%
	2017	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE (%)	11.40%	15.12%	16.83%	16.89%	16.60%
经营活动现金流	364	309	277	404	522	偿债能力					
净利润	214	307	430	0	519	资产负债率	23.19%	27.66%	25.27%	23.96%	22.52%
折旧摊销	92	90	2	(1)	54	流动比率	2.80	2.33	2.46	2.65	2.88
财务费用	(5)	6	(1)	3	4	速动比率	2.42	1.97	2.06	2.23	2.44
应付帐款的变化	38	41	59	49	46	营运能力					
预收帐款的变化	28	2	14	17	19	总资产周转率	0.70	0.70	0.76	0.76	0.73
投资活动现金流	85	(140)	(224)	(238)	(278)	应收账款周转	3.99	4.04	4.05	3.95	3.91
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转	6.23	5.34	5.44	5.26	5.19
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标 (元)					
投资收益	3	4	4	4	4	每股收益(最	0.61	0.85	1.19	1.43	1.69
筹资活动现金流	(8)	6	71	3	4	每股净现金流	0.58	(0.09)	0.34	0.47	0.69
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产	5.34	5.61	7.05	8.49	10.18
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	117	11	0	0	0	P/E	23.51	16.87	12.08	10.01	8.49
资本公积增加	(117)	107	0	0	0	P/B	2.69	2.55	2.03	1.69	1.41
现金净增加额	441	175	124	169	248	EV/EBITDA	13.71	11.27	8.71	6.87	5.42

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

分析师：赵军胜

中央财经大学经济学硕士，2008年进入证券行业，多年行业研究经验，2011年加盟东兴证券，从事建材、建筑等行业研究。2014年（暨2013年度）第十届“天眼”中国最佳证券分析师评选最佳选股分析师行业第3名。2014年慧眼识券商行业第4名。华尔街见闻金牌分析师评选2015年中线选股行业第2名。2015年东方财富第三届中国最佳分析师行业第3名分析师。2015金融界慧眼识券商行业最佳分析师第3名，最高涨幅第1名。2016年（暨2015年度）“天眼”中国最佳证券分析师评选行业盈利预测最准确分析师第3名。2016年东方财富中国最佳分析师评比全国100强分析师58名、建筑材料行业分析师第1名。2017年上半年东方财富中国最佳分析师评比全国100强分析师第21名、建筑材料行业分析师第2名，建筑装饰行业第1名。2017年东方财富中国最佳分析师评比全国100强分析师第32名、建筑材料行业分析师第3名，建筑装饰行业第1名。2017年（暨2016年度）“天眼”中国最佳证券分析师评选行业选股最佳分析师第一名。2016年卖方分析师奖水晶球奖公募基金榜单第5名入围。2017年卖方分析师奖水晶球奖公募基金榜单第5名入围。2018年获今日投资“天眼”中国最佳分析师建筑材料盈利预测最准确分析师和唯一的三年五星级分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易, 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。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。