



Research and  
Development Center

# 盈利成长双优，被低估的陶纤龙头

—鲁阳节能(002088)公司深度报告

2021年02月01日

王筋朝 首席研究员

S1500519120002

010-83326877

wangfangzhao@cindasc.com

证券研究报告

# 盈利成长双优，被低估的陶纤龙头

公司研究

2021年02月01日

公司深度报告

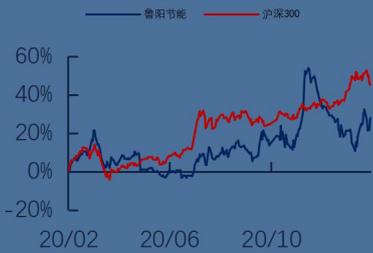
鲁阳节能 (002088)

 投资评级 **买入**

上次评级

**本期内容提要：**

- ◆ **陶瓷纤维产品具有广阔成长空间。**陶瓷纤维是优质的节能耐火材料，应用领域广阔，但目前从用量角度看仍“小众”，2019年占耐火材料产量比例仅为3%左右，考虑1)传统高温工业领域十四五期间面临高质量发展要求，对上游材料的需求相应升级，特别是石化方面炼化一体化成为趋势，对工业炉的质量要求更高，推动陶瓷纤维替代传统耐火材料。2)陶瓷纤维节能性能优异，可提高原材料、燃料使用效率；容重小，可延长窑炉使用寿命，助力下游行业提效率降成本。3)除传统工业领域外，陶瓷纤维还可应用于汽车、家电、光伏光热、核电等领域，拓展领域尚有较大挖潜空间。
- ◆ **中高端陶瓷纤维产品盈利能力稳定。**我们看好公司重点发力中高端的产品结构策略，中高端产品具有较高技术壁垒，吨价稳定，毛利率高。公司作为行业龙头有技术实力与客户资源开发中高端产品市场。随产品结构的持续优化与新型高端产品的开发推广，公司陶瓷纤维业务的盈利能力有望稳定成长。此外，公司具备优秀的成本费用管理能力，1)装备自动化降低人工成本2)利用生产基地的能源价格优势3)技改节能提升生产效率4)规模放量摊薄各项费用，利润仍有向上空间。
- ◆ **与大股东长期战略合作，稳定放大协同效应。**1)奇耐联合纤维是全球第二大陶瓷纤维生产商，授权公司优质技术与产品，为公司持续提升技术、降低成本、拓展产品提供坚实支撑；2)避免同业竞争协议有序划分市场，RCEP的签署、中欧投资协议的谈判完成以及中美贸易的阶段性缓解等外部条件的改善有望催化国际业务恢复正增长。
- ◆ **岩棉产品价格或承压。**目前岩棉行业供给过剩尚未解决，降价风险依旧存在，且已有部分城市限制或禁止岩棉产品在建筑外墙保温领域的应用，预计未来岩棉使用地域受到限制。我们判断以上因素会对公司岩棉产品吨价产生负面影响，但对公司产品竞争力仍存信心，主要原因1)公司2020年主动降价消化产能，目前岩棉处于满产状态；2)公司选择推广市场时已战略考虑气候特征与岩棉产品的相适性，未将上海建筑市场等作为重点推广市场。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2020-23年归母净利润分别为3.58、4.8、6.12、7.79亿元，同比+5.1%、+34.4%、+27.3%、+27.4%，对应EPS 0.99、1.33、1.69、2.15元。考虑到1)陶瓷纤维产品相对传统耐火材料拥有更广泛的应用空间，且公司盈利能力与现金流优于上市耐材公司2)陶瓷纤维产品与玻璃纤维产品呈现诸多相似属性，参考玻纤龙头估值，我们给予公司2021年PE 20~22倍，合理价值区间26.6~29.2元，给予“买入”评级。
- ◆ **风险因素：**下游行业景气度不及预期、低端产品价格战长期影响竞争格局、岩棉供需失衡格局短时间内难以改善。



资料来源：万得，信达证券研发中心

**公司主要数据**

收盘价(元)	12.87
52周内股价波动区间(元)	7.89-14.5
最近一月涨跌幅(%)	16.05
总股本(亿股)	3.62
流通A股比例(%)	87.27%
总市值(亿元)	46.55

资料来源：信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司  
 CINDA SECURITIES CO., LTD  
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
 邮编：100031

重要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	1,842	2,147	2,248	2,933	3,466	4,121
增长率 YoY %	15.5%	16.5%	4.7%	30.5%	18.2%	18.9%
归属母公司净利润(百万元)	307	340	358	480	612	779
增长率 YoY%	43.7%	10.8%	5.1%	34.4%	27.3%	27.4%
毛利率%	42.1%	40.1%	39.7%	40.5%	41.8%	42.8%
净资产收益率ROE%	15.1%	15.4%	13.9%	15.5%	16.2%	16.9%
EPS(摊薄)(元)	0.85	0.94	0.99	1.33	1.69	2.15
市盈率 P/E(倍)	9.97	11.35	13.02	9.69	7.61	5.97
市净率 P/B(倍)	1.51	1.75	1.81	1.51	1.24	1.01

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 2 月 1 日收盘价

一、投资聚焦.....	6
1.1 与大众不同的认识.....	6
1.2 核心逻辑.....	6
二、公司概况.....	6
2.1 发展历程：从沂蒙老区材料厂到陶瓷纤维绝对龙头.....	6
2.2 股权结构：奇耐入主，协同效果显著.....	6
2.3 产品结构介绍.....	9
陶瓷纤维：行业龙头+五大生产基地+自动化设备+中高端策略.....	9
岩棉：优质产能+品牌信赖.....	9
三、陶瓷纤维：盈利能力稳定，成长空间可期.....	10
3.1 材料特性：优质的节能耐火材料.....	10
3.2 成长空间：替代传统耐火材料+拓展应用领域.....	11
3.3 行业格局：低端产品价格竞争激烈，中高端产品盈利能力稳定.....	13
3.4 赛道优势：陶瓷纤维与玻璃纤维表现出相似特征.....	14
3.5 成本费用：技术提升效率，规模摊薄费用.....	15
四、岩棉：行业产能过剩下实现竞争力突围.....	17
4.1 政策深刻影响岩棉周期.....	18
4.2 供给过剩尚未解决，降价风险依旧存在.....	18
4.3 需求空间：新增建筑面积、老旧建筑改造与节能环保政策推行力度.....	19
五、盈利预测及假设.....	21
六、估值与投资评级.....	21
风险因素.....	22

## 表目录

表 1: 鲁阳节能与奇耐亚太达成长期战略合作.....	8
表 2: 耐火绝热材料对比表.....	10
表 3: 陶瓷纤维与耐火砖在焦化炉应用中的性能对比.....	12
表 4: 鲁阳节能陶瓷纤维产品形态丰富、适用温度广泛、应用领域广阔.....	14
表 5: 陶瓷纤维与玻璃纤维表现出相似特征.....	14
表 6: 岩棉是 A1 等级建筑外墙保温材料.....	17
表 7: 历届五年规划对建筑节能提出要求.....	20
表 8: 鲁阳节能分业务盈利预测.....	21
表 9: 可比公司估值对比.....	22

## 图目录

图 1: 鲁阳节能发展历程.....	6
图 2: 鲁阳节能股权结构及子公司构成.....	7
图 3: 营收重回高速增长.....	7
图 4: 盈利水平持续改善.....	7
图 5: 陶瓷纤维毛利率不断提升.....	8
图 6: 高温纤维除尘滤管进入推广阶段.....	8
图 7: 奇耐亚太及其关联方图谱.....	8
图 8: 公司分地区营收占比情况.....	9
图 9: 公司分地区营收增长情况.....	9
图 10: 陶瓷纤维 85%，岩棉 14%（营收占比）.....	10
图 11: 主营业务高速增长.....	10
图 12: 中国陶瓷纤维产量（万吨）.....	11
图 13: 陶瓷纤维应用领域广阔.....	11
图 14: 我国耐火材料产量增长同粗钢产量增长高度相关.....	11
图 15: 石油、煤炭及其他燃料加工业固定资产投资情况.....	11
图 16: 国内原油加工量创历史新高.....	12
图 17: 石油加工、黑色金属冶炼毛利率回升.....	12
图 18: 三桶油资本性支出增长维持高位.....	12
图 19: 民营炼化龙头盈利能力向好.....	12
图 20: 传统耐火材料主要应用于钢铁行业.....	13
图 21: 英国摩根热陶瓷应用领域及营收占比.....	13
图 22: 广阔的应用领域减少对单一下游行业的依赖.....	13
图 23: 陶瓷纤维产能扩张，市占率提升.....	14

图 24: 公司五大生产基地紧邻原材料资源地, 全面辐射下游市场地.....	14
图 25: 非标准化高端材料具有更大成长空间.....	15
图 26: 2016-2019 鲁阳节能与中国巨石营收增长情况.....	15
图 27: 归母净利润增长情况.....	15
图 28: ROE (加权) 变化情况.....	15
图 29: 公司分产品毛利率变化情况.....	16
图 30: 公司整体毛利率变化受陶瓷纤维影响大.....	16
图 31: 陶瓷纤维成本控制卓有成效 (单位: 元) .....	16
图 32: 岩棉产品吨成本不断下降 (单位: 元) .....	16
图 33: 生产基地布局有效利用当地能源成本优势 (平均销售电价, 单位: 元/千千瓦时) ...	17
图 34: 氧化铝平均吨价仍处于下降通道 (单位: 元/吨) .....	17
图 35: 各项费用率保持稳定.....	17
图 36: 管理能力改善, 研发投入增大.....	17
图 37: 政策深刻影响岩棉行业产能扩张与竞争格局.....	18
图 38: 2010-2018 年我国岩棉行业产量及增速.....	19
图 39: 2011-2018 年我国岩棉行业规模、产量及吨均价增速.....	19
图 40: 建筑业企业新开工面积较稳定.....	20
图 41: 岩棉在建筑外墙保温材料市场中占比约 12%.....	20
图 42: 我国建筑能源消耗逐年增大.....	20
图 43: 外墙是建筑物能量损失的一大主要途径.....	20

## 一、投资聚焦

### 1.1 与大众不同的认识

疫情背景下经营低端陶瓷纤维产品的中小企业为求生存开展了激烈的价格战。市场担忧陶瓷纤维行业的价格竞争会影响公司盈利能力，我们认为 1) 短期、适当的价格竞争将加速行业整合，加速中小企业退出市场，利好龙头；2) 价格竞争围绕低端陶瓷纤维产品，目前公司已经走出低端产品的竞争，重点发力中高端市场，具有稳定持续盈利能力。

市场按照传统耐火材料的逻辑给公司定价，我们认为是不合理的。我们从产品的性质、应用领域、行业竞争格局与公司盈利能力角度证明陶瓷纤维跟玻璃纤维是更类似的赛道。

### 1.2 核心逻辑

我们看好公司的陶瓷纤维业务，主要基于以下三点原因，1) 陶瓷纤维产品市场空间广阔，一方面，作为节能性能优异的耐火材料，将受益于传统高温工业高质量发展对上游材料需求的相应升级，更多地替代传统耐火材料；另一方面，陶瓷纤维应用领域广阔，可拓展性强。2) 公司重点发力中高端产品，依靠技术实力与客户资源不断拓展中高端市场份额，稳定保持高盈利能力。3) 公司大股东奇耐联合纤维是全球第二大陶瓷纤维生产商，为公司提供坚实的技术、产品授权，助力公司的中高端化之路。

## 二、公司概况

### 2.1 发展历程：从沂蒙老区材料厂到陶瓷纤维绝对龙头

1984 年，山东沂源节能材料厂成立于沂蒙老区，是沂源县南麻镇集体所有制企业。92 年材料厂完成股份制改革，成立淄博鲁阳节能材料股份有限公司，由镇政府持有此前集体资产形成的股份，后于 2003 年划转至镇集体资产经营管理中心持有。2006 年公司在深交所上市，陶瓷纤维棉产能 6.7 万吨。2011 年公司购入岩棉生产线，拓展建筑外墙保温市场，岩棉产线于 2012 年开始创收。2015 年奇耐亚太收购镇集体资产经营管理中心持有的 29% 股权，成为公司第一大股东，持续助力公司技术改革与效率提升。

目前公司拥有陶瓷纤维产能 35 万吨，是国内陶瓷纤维制品的绝对龙头，产品广泛应用于石化、冶金、建筑、汽车、家电等领域，致力于中高端产品市场的开拓与新型产品的研发；岩棉产能 18 万吨，不断提升建筑外墙保温市场占有率。

图 1：鲁阳节能发展历程



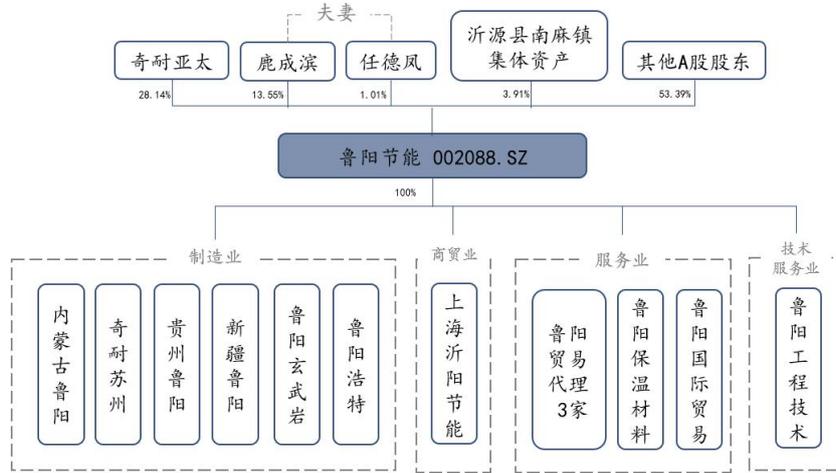
资料来源：招股说明书，公司公告，信达证券研发中心

### 2.2 股权结构：奇耐入主，协同效果显著

奇耐联合纤维是全球第二大陶瓷纤维生产商，2014 年同公司达成战略合作，其全资子

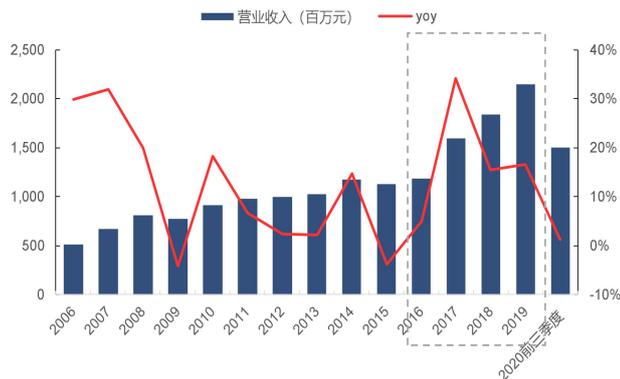
公司奇耐亚太通过协议转让方式获得公司 29% 股权，成为公司第一大股东。公司受益于同大股东的战略合作，2016-18 年营收增速分别为 5%、34%、15%，重回高速增长；毛利率同比+3.4pct、+4.7pct、+4.7pct，盈利能力快速提升。

图 2：鲁阳节能股权结构及子公司构成



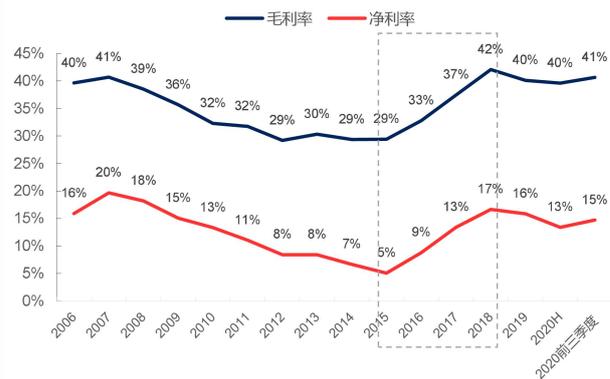
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 3：营收重回高速增长



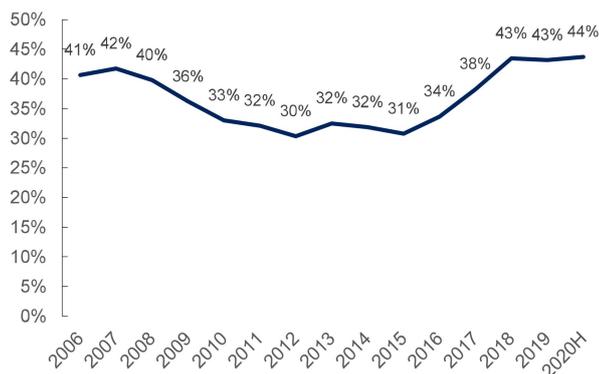
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 4：盈利水平持续改善



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**获得奇耐技术与产品授权，公司生产提质增效。**奇耐联合纤维是全球领先的高性能特种纤维与无机材料生产制造商，授权公司先进技术改造陶瓷纤维生产线，达到能耗降低、效率提升、质量稳定的效果。公司陶瓷纤维制品毛利率逐年稳步提升，已从 2015 年的低点 31% 提升至 2020H 44%。2018 年公司从奇耐联合纤维引入高温纤维除尘滤管技术，2019 年底实现量产并进入推广阶段。与传统金属除尘管相比，高温纤维除尘滤管适用温度更高、使用寿命更长、过滤精度更高，在除尘过程中实现脱硫脱硝。考虑未来各地工业排放标准愈加严格，环保除尘滤管有望成为公司新的增长点。

**图 5: 陶瓷纤维毛利率不断提升**


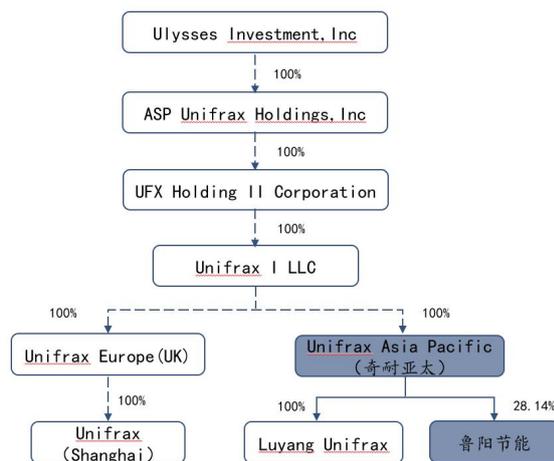
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

**图 6: 高温纤维除尘滤管进入推广阶段**


资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

**避免同业竞争协议有序划分市场, 亚太地区出口具有增长潜力。** 公司与奇耐及其关联方签订避免同业竞争协议, 约定在美洲、欧洲 (俄罗斯除外)、印度等地区由奇耐联合纤维全资子公司 Luyang Unifrax 独家经销公司的陶瓷纤维制品, 同时, 在中国市场由公司独家经销奇耐及其关联方可能与公司构成竞争的产品。受中美贸易摩擦影响, 2017 年以来公司国际业务表现较弱, 2019 年营收出现负增长, 2020H1 受国外疫情持续蔓延影响, 营收继续下降, 同比减少 9.4%。

2020 年 11 月, 东盟 10 国、中国、日本、韩国、澳大利亚、新西兰共 15 个亚太国家正式签署《区域全面经济伙伴关系协定》(RCEP), 是目前世界上涉及人口最多、经贸规模最大、最具发展潜力的自由贸易区, 亚太地区贸易与投资的开放互通有望成为公司国际业务的新增长点。预计未来中美贸易摩擦短期缓解、疫苗落地刺激全球需求恢复、RCEP 促进亚太地区贸易投资, 外部环境的多方面改善有利于公司国际业务恢复正增长。

**图 7: 奇耐亚太及其关联方图谱**


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心 (注: 1.虚线表示间接控制; 2.非完整版, 仅标注重要公司)

**表 1: 鲁阳节能与奇耐亚太达成长期战略合作**

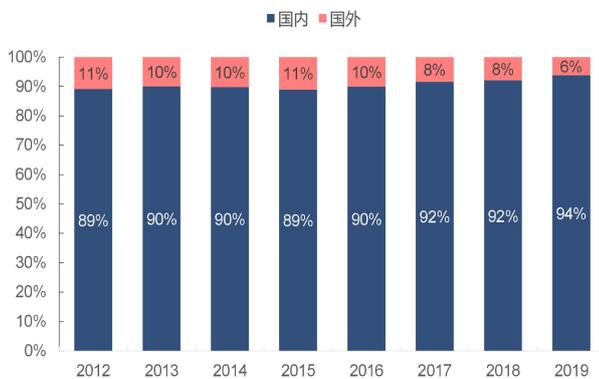
时间	协议	协议方	内容
2014 年 4 月	《战略合作协议》	UFX HOLDING II CORPORATION	避免关联方同业竞争, 对 Unifrax 及其具有控制关系的关联方和鲁阳节能从事业务、生产销售地区进行限制。
2014 年 4 月	《技术许可协议》	Unifrax I LLC	Unifrax 授予鲁阳节能“用于高效生产高温隔热纤维的埋板耐热电阻加热”

炉生产专有技术”，限制生产销售许可地区。

2014年8月	《股权购买协议》、 《股权购买协议之补充协议》	Unifrax UK Holdco Limited	鲁阳节能购买奇耐苏州 100%的股权。
2014年8月	《商标许可协议》、 《其他苏州奇耐技术的许可协议》	Unifrax I LLC	在许可地区使用获许可技术及商标进行生产、营销、销售和分销。
2015年4月	《人员借调协议》	Luyang Unifrax	公司从事北美洲、南美洲、中部美洲、欧洲（俄罗斯除外）、印度等地区销售人员借调至奇耐上海；奇耐上海从事中国市场业务销售人员借调至公司。
2015年4月	《独家经销协议》	Luyang Unifrax	Luyang Unifrax 独家经销公司在海外主要市场（北美洲、南美洲、中部美洲、欧洲（俄罗斯除外）、印度）的陶瓷纤维制品；公司独家经销 Luyang Unifrax 在中国市场与公司主营业务可能构成竞争或潜在竞争的产品。
2015年8月	《费用补偿协议》	Unifrax Asia-Pacific	控股股东奇耐亚太为外资企业，公司需按照国际会计准则向奇耐亚太出具财务报表，奇耐亚太提供一定补偿弥补公司费用的增加。

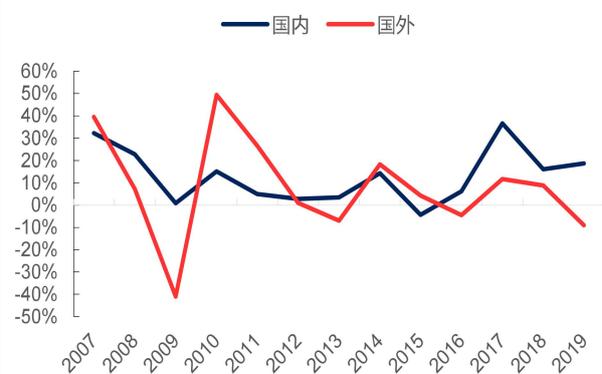
资料来源：公司公告，信达证券研发中心（注：Unifrax 经销地区指北美洲、南美洲、中部美洲、欧洲（俄罗斯除外）、印度等地区；许可地区指 Unifrax 经销地区以外地区。）

图 8：公司分地区营收占比情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 9：公司分地区营收增长情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

## 2.3 产品结构介绍

### 陶瓷纤维：行业龙头+五大生产基地+自动化设备+中高端策略

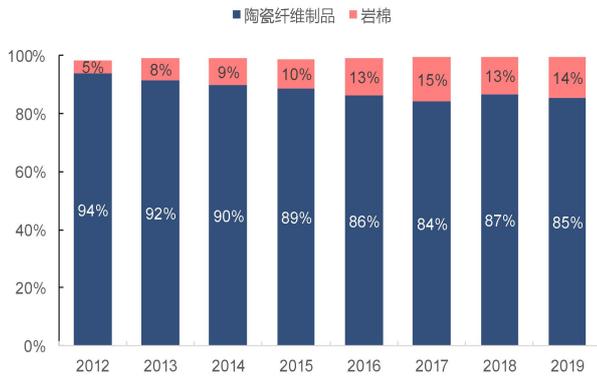
公司主要经营陶瓷纤维产品，年产能 35 万吨，是国内陶瓷纤维行业的绝对龙头。2019 年公司陶瓷纤维产量 25.8 万吨 (yoy+5.2%)，产能利用率为 74%；销量 25 万吨 (yoy+2.2%)，占全国销量的 40%左右；贡献营业收入 18.3 亿元 (yoy+14.7%)，占营收比重 85%。公司拥有五大生产基地，分别位于山东、贵州、新疆、内蒙古和苏州，充分利用生产基地原材料丰富、能源充足的优势，全面辐射下游行业密集地区。公司致力于提高生产标准化与装备自动化，陶瓷纤维生产线已经实现从上料到包装的全面自动化操作；高产能设备为公司独有技术，是多年经验积累的成果。目前陶瓷纤维行业低端产品价格竞争激烈，利润空间受到挤压，公司重点布局价格稳定、毛利率高的中高端产品，提升中高端产品的占比与市场份额，保持稳定的盈利能力。

### 岩棉：优质产能+品牌信赖

2011 年公司投资建设年产 10 万吨岩棉项目，2012 年部分投产销售，当年实现收入 4657 万元，占公司营收 5%，后期随产能利用率的提高与产品综合竞争力的提升，岩棉产品对公司营收贡献逐渐增大，2016-2019 年间占比维持在 14%左右。目前公司岩棉产能 18 万吨，2020 年达到满产状态，产品具备竞争力，品牌得到建筑保温市场的广泛认可。公司岩棉产品维持较高水平增长，除 2018 年外，其营收增速均高于陶瓷纤维营收增速，2012-19

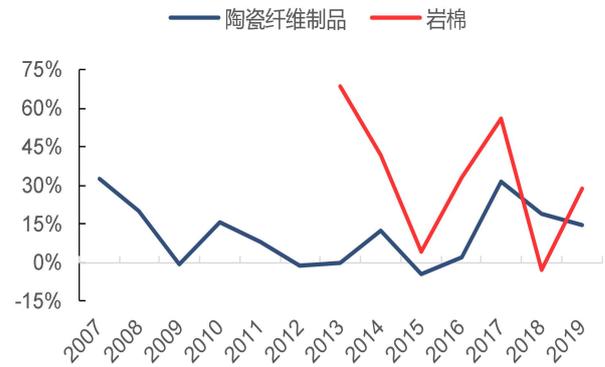
年均复合增速 31%，高于同时期公司营收年均复合增速 12%。

图 10: 陶瓷纤维 85%，岩棉 14% (营收占比)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 11: 主营业务高速增长



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

### 三、陶瓷纤维：盈利能力稳定，成长空间可期

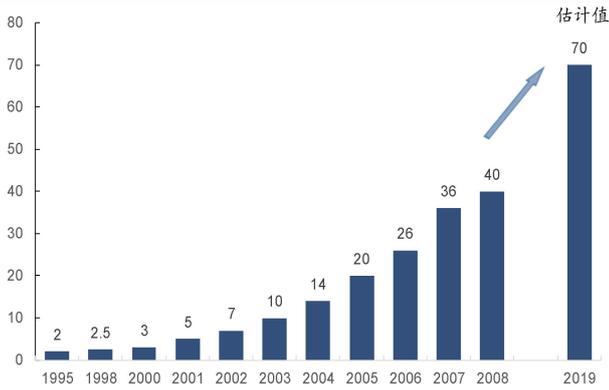
#### 3.1 材料特性：优质的节能耐火材料

陶瓷纤维是通过熔融纺丝工艺或胶体纺丝工艺将陶瓷材料制备成的轻质纤维，具有耐高温、低导热、容重小、柔韧性好、易施工等优良特性，是一种节能环保的耐火材料，广泛应用于工业、民用及国防军事领域。2003 年我国耐火绝热材料市场总量约 1700 万吨，陶瓷纤维占比仅为 6‰左右，国际市场上，陶瓷纤维占耐火绝热材料比例约 5%；2019 年公司陶瓷纤维产品销量约 26 万吨，约占全国销量的 40%，粗略估计行业陶瓷纤维总量 70 万吨，占耐火绝热材料市场的 2.9%，不及 2003 年国际水平。

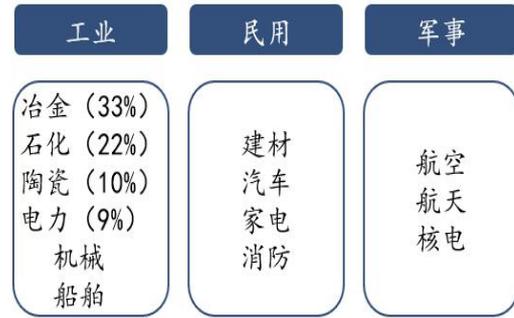
表 2: 耐火绝热材料对比表

材料名称	使用情况	特点
陶瓷纤维	新型节能环保耐火材料，广泛应用于工业、交通运输、石化、电子、能源、安防等领域。	1) 重量轻 2) 耐高温、热稳定性好、导热率低 3) 耐热震、耐机械震动
石棉制品	1) 对人体有害，发达国家普遍禁止使用。 2) 2002 年 6 月，蓝石棉被列入《淘汰落后生产能力、工艺和产品的目录》(第三批)。 3) 自 2004 年 1 月起北京市所有建筑工程禁止使用石棉及其制品。	价格便宜
耐火砖	1) 传统绝热材料，应用历史长、范围广。 2) 抗风蚀、侵蚀性能优于陶瓷纤维，在高温窑炉的下体炉墙等领域具有优势。	自重大，无法适应窑炉轻型化发展
硅酸钙板	主要应用领域为电力行业，曾对陶瓷纤维产品在电力行业的推广产生一定冲击；但目前一些电力企业已经弃用硅酸钙产品，改由陶瓷纤维产品替代。	1) 脆性大、易粉化 2) 使用寿命短 3) 价格低廉
其他绝热材料	轻型复合板、泡沫塑料等，与陶瓷纤维产品的应用领域几乎不重合	用途具有特殊性

资料来源: 招股说明书, 信达证券研发中心

**图 12: 中国陶瓷纤维产量(万吨)**


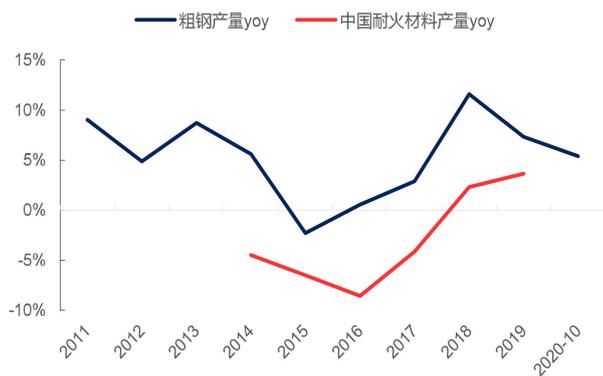
资料来源: 招股说明书, 信达证券研发中心

**图 13: 陶瓷纤维应用领域广阔**


资料来源: 招股说明书, 信达证券研发中心 (注: 括号内数据为 2005 年营收占比)

### 3.2 成长空间: 替代传统耐火材料+拓展应用领域

**钢铁行业高质量发展要求、民营大炼化崛起继续支撑陶瓷纤维替代传统耐火材料。**传统耐火材料主要应用于工业窑炉墙体保温隔热, 我国耐火材料产量增长与粗钢产量增长高度相关, 并呈现滞后增长特点。目前钢铁行业继续巩固去产能成果, 十四五期间将高质量发展, 钢铁行业的节能发展要求将继续催化陶瓷纤维对传统耐火材料的替代。石化方面产业链纵向一体化成为趋势, 民营大炼化崛起, 2020 年以恒力石化、荣盛石化为代表的民营炼化龙头年化 ROE 超过 25%。炼化一体化对工业炉提出更高要求, 加速陶瓷纤维对传统耐火材料的替代。公司在炼化项目上具有丰富经验, 曾承担恒力石化、浙江石化炼化一体化项目的热炉及联合烟道的供货与施工, 是炼化项目耐火材料的优质供应商。目前 OPEC 达成减产协议为油价提供支撑, 叠加疫苗落地刺激全球需求复苏, 根据信达证券石化团队预计, 明后年石化板块向好, 支撑耐火材料的需求。

**图 14: 我国耐火材料产量增长同粗钢产量增长高度相关**


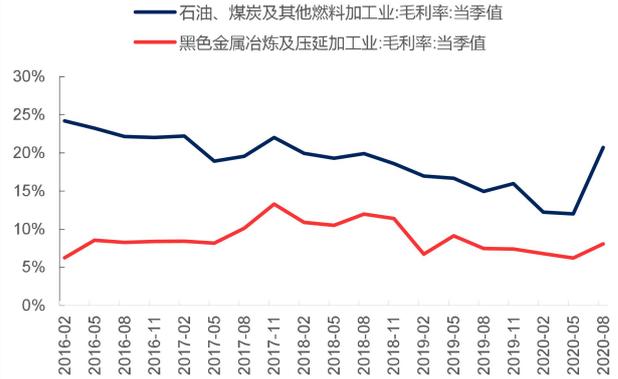
资料来源: Wind, 工信部, 信达证券研发中心

**图 15: 石油、煤炭及其他燃料加工业固定资产投资情况**

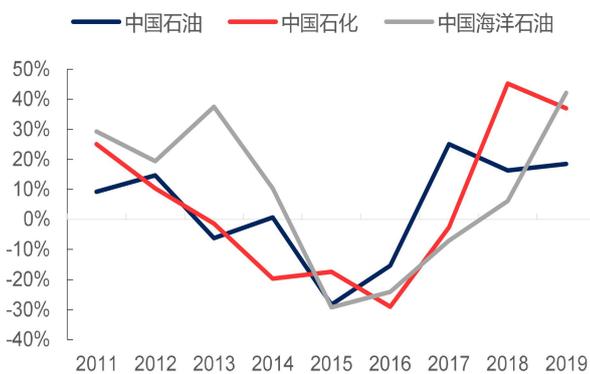

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 16: 国内原油加工量创历史新高**

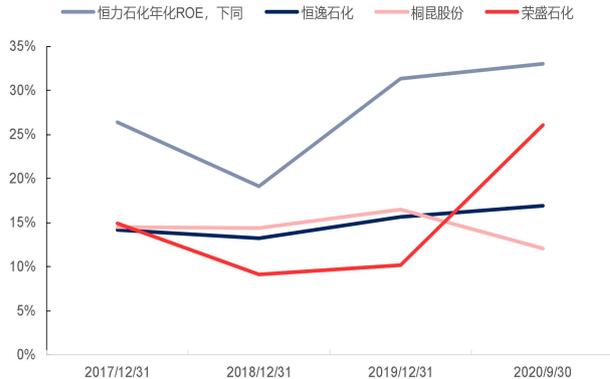

资料来源: 国家统计局, 信达证券研发中心

**图 17: 石油加工、黑色金属冶炼毛利率回升**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 18: 三桶油资本性支出增长维持高位**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 19: 民营炼化龙头盈利能力向好**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

目前陶瓷纤维在耐火材料中占比较低, 考虑 1) 陶瓷纤维节能性能优良, 可降低热量损失, 改善下游产业的成本压力; 容重小, 可大幅减轻窑炉的钢结构负荷, 延长使用寿命; 环保节能, 符合国家政策导向, 是工业结构升级的内驱力。2) 提效率是降成本的关键, 下游产业盈利改善, 有资金支持技改, 在高质量发展要求下, 预计使用更多节能材料降低对原材料及能源的消耗。根据公司公告, 2019 年陶瓷纤维产品占耐火材料市场比例仅为 2.9% 左右。未来陶瓷纤维对传统耐火材料的替代将释放大量增长空间。不考虑下游应用领域的拓展, 若未来陶瓷纤维产量占耐火材料比例达到 5%、10%, 增长市场空间约为 52 万吨、173 万吨。

**表 3: 陶瓷纤维与耐火砖在焦化炉应用中的性能对比**

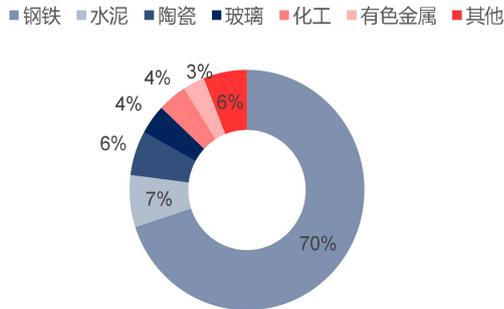
	炉子外壁温度(℃)	炉温提升时间(小时)	散热损失(卡)	衬里总重(公斤)	单位面积价格(元/平方米)
耐火砖	90	18	6298.25	1250	2750
陶瓷纤维	70	6	5337.5	520	2756
对比效果	炉温降低 20℃	炉膛提温快 12 小时	节能 18% 热量	减轻 730 公斤重量	持平

资料来源: 招股说明书, 信达证券研发中心

陶瓷纤维产品应用领域广阔, 可弱化周期影响。传统耐火材料主要应用于钢铁、水泥、化工等高温工业领域, 对工业景气度依赖程度高, 呈现明显周期性特征。陶瓷纤维应用领域广阔, 根据英国摩根热陶瓷 2019 年年报, 陶瓷纤维产品广泛应用于工业、交通运输、石化、电子产品、能源、安防、医疗等领域。公司根据下游行业景气度调整年度市场销售策略, 例

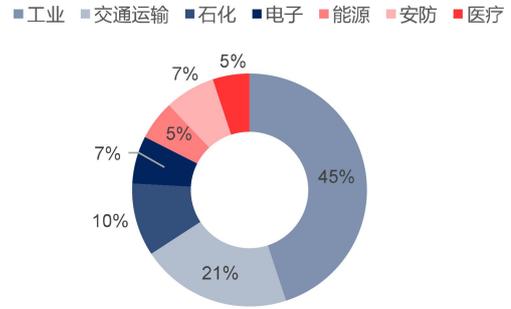
如 2013、14 年钢铁石化领域产能过剩，公司通过研发新产品、开拓新市场等措施弥补了传统市场的需求缺失；2016、17 年受益于钢铁石化行业结构升级与环保节能的高要求，公司参与多项重点建设项目，中高端产品份额提高，产品结构和盈利能力得到优化。未来家电、光电、核电等领域仍有较大开拓空间，根据公司初步测算，未来家电领域市场规模或高于工业领域应用（目前公司在工业领域市场规模为 10 亿左右）。

图 20: 传统耐火材料主要应用于钢铁行业



资料来源: 北京利尔招股说明书, 中国耐火材料行业协会, 信达证券研发中心

图 21: 英国摩根热陶瓷应用领域及营收占比



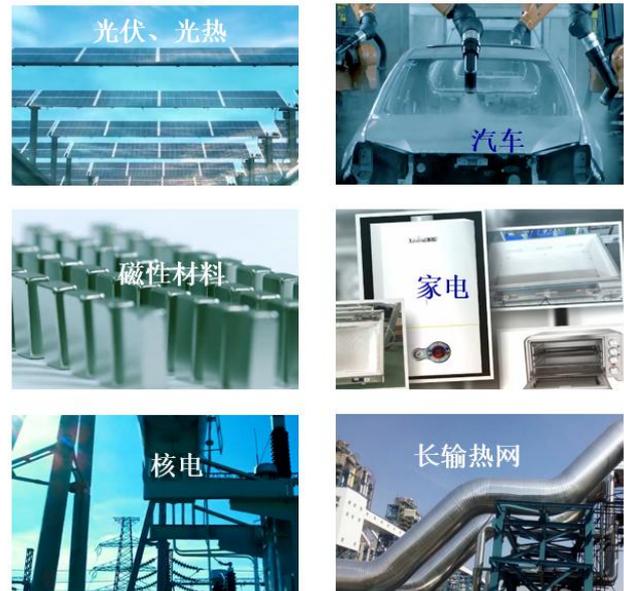
资料来源: 英国摩根热陶瓷 2019 年年报, 信达证券研发中心

图 22: 广阔的应用领域减少对单一下游行业的依赖

■ 传统领域



■ 开拓领域



资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

### 3.3 行业格局：低端产品价格竞争激烈，中高端产品盈利能力稳定

经过三十多年的发展，目前国内陶瓷纤维行业已经进入成熟阶段，中小企业主要经营低端产品，价格竞争激烈。从国外陶瓷纤维发展经验看，仅生产低端或单一陶瓷纤维产品的中小企业易陷入破产或被其他公司兼并境地，疫情也将加速中小厂商退出市场。鲁阳节能是亚洲最大的陶瓷纤维生产商，产能 35 万吨。其五大生产基地位于山东、内蒙古、新疆、贵州、苏州，紧邻原材料资源地，全面辐射下游市场地。公司不断提升产品适用温度，丰富产品形态，重点发力中高端市场，目前在中高端市场份额超过 50%，给公司带来了稳定的盈利能

力。2020 上半年，公司以“外部放量占市场”为销售目标，巩固提升市场份额。预计未来随环保节能政策的进一步渗透，行业整合将继续推进，公司作为行业龙头领先地位有望更加稳固。

图 23: 陶瓷纤维产能扩张, 市占率提升



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心 (注: 市占率 2016 年以产量衡量, 2017/18/19 年以销量衡量)

图 24: 公司五大生产基地紧邻原材料资源地, 全面辐射下游市场地



资料来源: 公司公告, 钢铁冶金公众号, 信达证券研发中心

表 4: 鲁阳节能陶瓷纤维产品形态丰富、适用温度广泛、应用领域广阔

产品形态拓展	陶瓷纤维棉、毡、模块、纺织品、异型制品、纸、挡火板、机制板、高温纤维除尘滤管等
适用温度拓展	高铝纤维 (1200℃)、含锆纤维 (1350℃)、锆铝纤维 (1250℃)、多晶氧化铝纤维 (1600℃)、含铬纤维 (1000℃) 等
应用领域拓展	冶金、机械制造、石化、电力、陶瓷、建材、船舶、航天航空、汽车、家电、消防等

资料来源: 公司官网, 招股说明书, 信达证券研发中心

### 3.4 赛道优势: 陶瓷纤维与玻璃纤维表现出相似特征

**应用领域广泛, 行业集中度高。**陶瓷纤维是优质的耐火保温材料, 应用场景涉及工业、民用及军事领域。玻璃纤维下游应用领域包括建筑与结构、交通运输、工业设备、电子电器、能源环保等。行业格方面, 二者的生产经营均呈现重资产特征, 在资金、规模、设备、工艺等方面存在进入壁垒, 行业集中度较高。鲁阳节能是国内最大的陶瓷纤维生产商, 2019 年其陶纤产品销量占全国 40% 左右; 中国巨石是生产玻璃纤维的全球龙头, 其 2018 年产能占全国 30% 左右。

表 5: 陶瓷纤维与玻璃纤维表现出相似特征

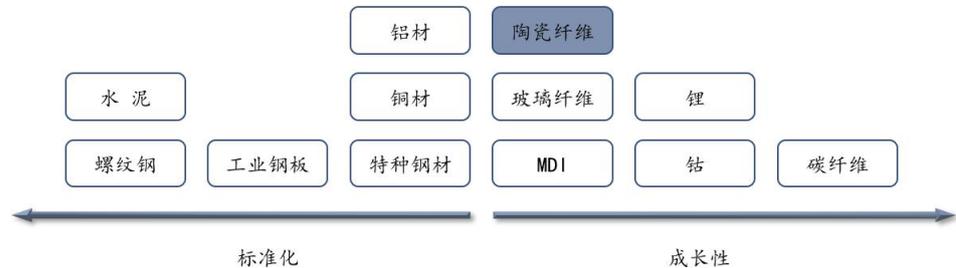
	陶瓷纤维	玻璃纤维
材料属性	无机非金属耐火材料	无机非金属增强材料
优良特性	耐高温、低导热、容重小、柔韧性好、耐热震、耐机械震动、易施工等	质轻、强度高、耐高温、耐腐蚀、隔热、吸音、电绝缘性好等
应用领域	石化、冶金、电力、陶瓷、机械、船舶、建材、汽车、家电、消防、航空航天、核电等	建筑与结构 (32%)、交通运输 (28%)、工业设备 (21%)、电子电器 (11%)、能源环保 (8%), 2018
行业格局	鲁阳节能 40% (2019, 以销量衡量)	中国巨石 31%, CR3 63% (2018, 以产能衡量)

资料来源: 公司公告, 玻纤情报网, 中国产业信息网, 信达证券研发中心

**属性高端, 具备较强成长性。**陶瓷纤维是优质耐火保温材料, 符合下游行业“更节能、更环保、更安全”的需求, 目前国内陶瓷纤维制品年产量约 70 万吨, 占耐火材料比例约为

2.9%，基数尚小，未来每一细分应用领域的拓展都将带来较高增长。陶瓷纤维制品并非完全标准化产品，应用于不同领域需调整配料、工艺与技术支持，鲁阳节能提供定制、设计及施工配套服务。

图 25：非标准化高端材料具有更大成长空间



资料来源：信达证券研发中心

**陶瓷纤维成长能力与盈利水平双优。**2016-19 年间，中国巨石营收、归母净利润 CAGR 分别为 9.0%、8.8%；鲁阳节能营收、归母净利润 CAGR 分别为 15.9%、34.3%，营收增速与归母净利润增速均高于中国巨石，且加权 ROE 逐年上升，于 2019 年首次超过中国巨石。

图 26：2016-2019 鲁阳节能与中国巨石营收增长情况



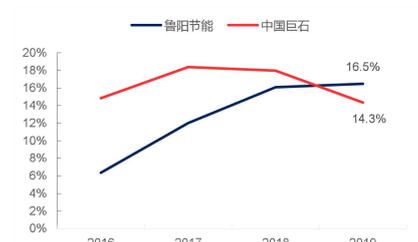
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 27：归母净利润增长情况



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 28：ROE（加权）变化情况

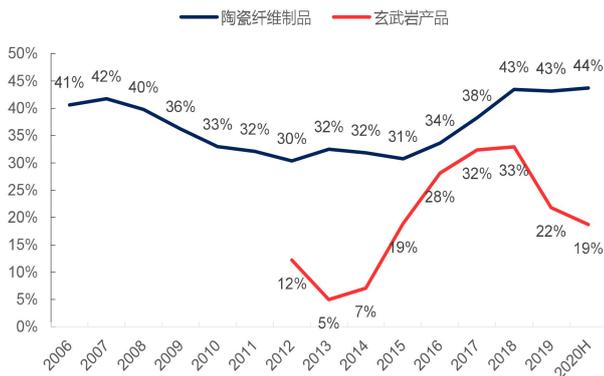


资料来源：Wind，信达证券研发中心

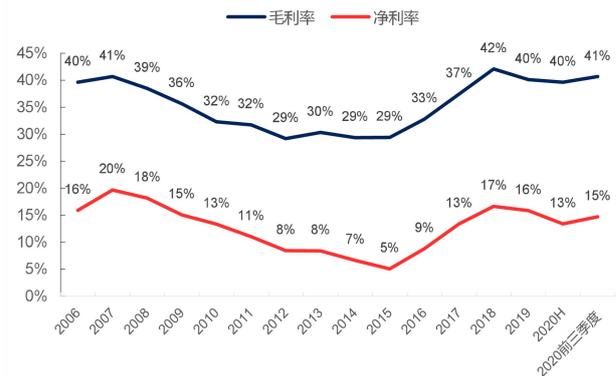
### 3.5 成本费用：技术提升效率，规模摊薄费用

上市以来，公司陶瓷纤维产品毛利率变化分为三个阶段：1) 2007-2015 年处于下行通道，主要原因是经济低迷，传统下游行业需求不足，为维护市场份额，产品价格承压下降；2) 2016-2018 年高速恢复，主要原因 a) 奇耐入主为公司带来先进技术，公司陶瓷纤维产品提质升效；b) 传统下游领域结构升级，一体化炼厂刺激石化行业对中高端陶瓷纤维产品的需求；c) 产品结构 with 盈利能力优化，中高端产品比重提升，2019 年公司中高端市场份额达到 50%。3) 2019 年至今，企稳微增。

目前国内陶瓷纤维行业已经进入成熟阶段，生产低端产品的中小企业众多，价格竞争激烈，利润空间较薄。中高端产品技术壁垒较高，价格稳定，公司将中高端市场作为发力重点，优化产品结构，不断提高中高端陶瓷纤维产品的设计、销售与技术服务，增强公司综合竞争力。陶瓷纤维产品贡献公司 85% 的营业收入，公司毛利率主要受陶纤产品影响，随着公司产品结构的持续优化与新型高端产品的开发，公司毛利率仍有向上空间。

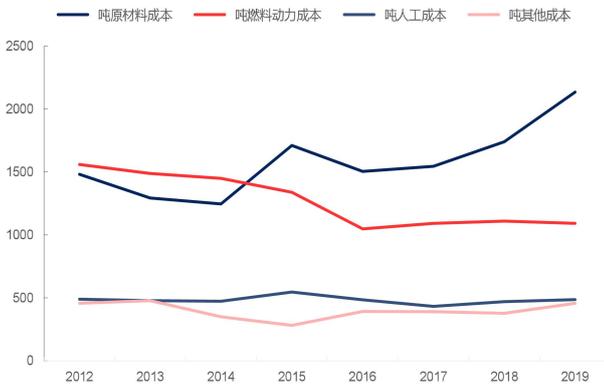
**图 29: 公司分产品毛利率变化情况**


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

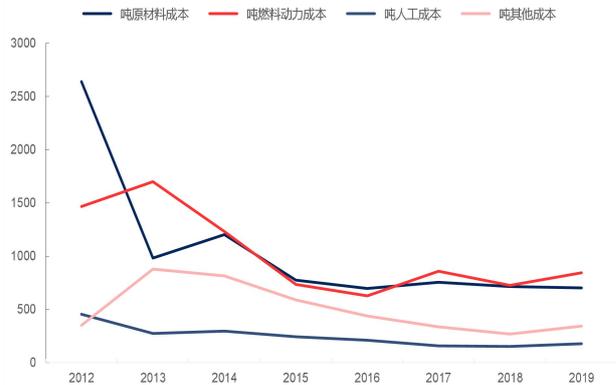
**图 30: 公司整体毛利率变化受陶瓷纤维影响大**


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

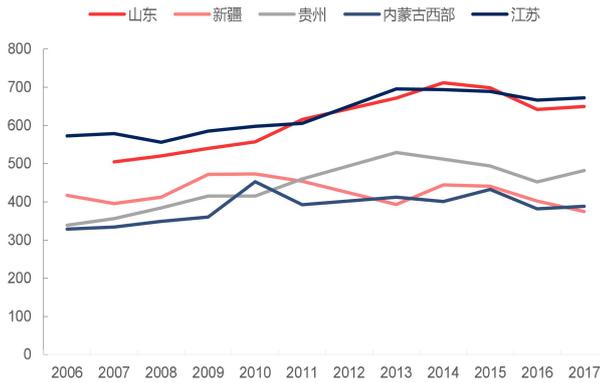
公司成本控制卓有成效, 1) 2013-19 年间制造业规模以上单位就业人员平均工资增幅 64%, 公司吨产品人工成本保持平稳, 得益于公司生产效率与生产设备自动化水平的提升; 2) 吨燃料、动力成本稳中有降, 主要原因是公司生产节能水平较高, 且在新疆、贵州、内蒙古的生产基地布局有效利用了当地能源充足优势, 每千千瓦时电价比华东地区低 200-300 元; 3) 吨原材料成本上涨, 主要原因是公司调整产品结构, 提升中高端产品份额。尽管中高端产品吨原材料成本较大, 但其盈利能力稳定且竞争壁垒更高, 公司陶纤产品单位营收耗费原材料成本整体呈下降趋势。近年来随上游开采业对环保规范的消化, 氧化铝价格回落, 目前仍处于下降通道, 陶纤产品原材料成本压力较小。

**图 31: 陶瓷纤维成本控制卓有成效 (单位: 元)**


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

**图 32: 岩棉产品吨成本不断下降 (单位: 元)**


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

**图 33: 生产基地布局有效利用当地能源成本优势 (平均销售电价, 单位: 元/千千瓦时)**


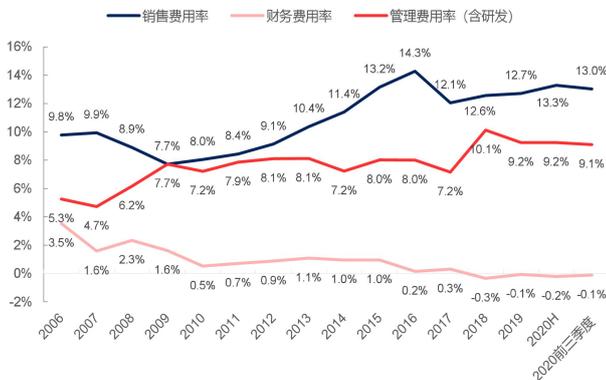
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 34: 氧化铝平均吨价仍处于下降通道 (单位: 元/吨)**

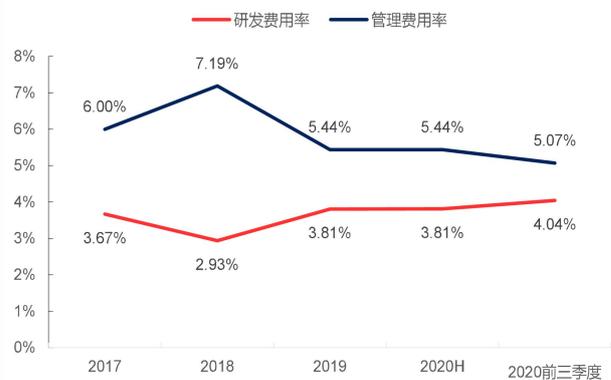

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

费用管理不断优化, 1) 2008-2016 年期间, 经历金融危机全球需求减少、钢铁石化传统领域产能过剩、供给侧结构性改革限制产能等不利环境, 公司大力推进挖潜传统领域、开发新市场、维护市场份额等工作, 销售费用率一路攀升, 直至 2017 年公司产品结构及盈利结构优化, 提价+放量摊薄了销售费用, 目前公司销售费用率较为稳定, 小幅波动。2) 管理费用率小幅下降, 研发费用率逐步提升, 财务费用率一直保持极低水平。

2020 年面对疫情, 公司采取放量占市场的销售策略, 2020H1 销售费用率 13.29%, 较 2019 年提升 0.57pct, 三季度主营产品放量效果显著, 摊薄各项费用, 2020Q3 销售费用率 12.66% (同比-0.04pct), 管理费用率 (不含研发) 4.54% (同比-1.72pct)。

**图 35: 各项费用率保持稳定**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 36: 管理能力改善, 研发投入增大**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心 (注: 2018 年开始单独列报研发费用, 2017 年为追溯数据)

#### 四、岩棉: 行业产能过剩下实现竞争力突围

岩棉又称玄武岩纤维, 是一种无机纤维, 以玄武岩、辉绿岩等天然岩石为主要材料, 经高温熔化后加工而成。岩棉产品具有优良的保温、隔热、吸音、透气等性能, 且防火等级为 A1 级, 广泛应用于建筑外墙防火保温、工业设备保温、管道保温等领域。

**表 6: 岩棉是 A1 等级建筑外墙保温材料**

等级	可燃性	主要产品
A1	不燃	岩棉板、无机活性墙体保温隔热材料、水泥发泡保温板、玻化微珠保温砂浆、玻璃棉板、发泡陶瓷等
B1	难燃	聚苯板、挤塑板、酚醛板、聚氨酯板等
B2	可燃	模塑聚苯板（EPS）、挤塑聚苯板（XPS）、聚氨酯（PU）、聚乙烯（PE）等
B3	易燃	-

资料来源：智研咨询，信达证券研发中心

#### 4.1 政策深刻影响岩棉周期

2010年11月15日，上海静安区高层住宅发生大型火灾，事故现场存在大量尼龙网、聚氨酯泡沫等易燃材料。2011年3月，公安部消防局下发《关于进一步明确民用建筑外保温材料消防监督管理有关要求》，规定民用建筑外墙保温需采用燃烧性能为A等级的材料。彼时市场上EPS材料（不达A级标准）库存较多，短时间内A级防火材料无法有效供给。岩棉作为符合标准的建筑外墙保温材料，产能在本轮严监管中得以扩张。

但严消防监管在当时市场上缺乏可行性，强制施行会导致建筑市场大量停工，因此2012年12月，公安消防部在《关于民用建筑外保温材料消防监督管理有关事项的通知》中放宽标准，取消“建筑外墙保温必须使用防火级别达到A级的材料”的要求。前期建设产能的释放叠加政策放松导致的需求不及预期使岩棉吨价进入下降通道。

2012年，为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，工信部出台《岩棉行业准入条件》、《岩棉行业准入公告管理暂行办法》，对新建和改扩建岩棉项目生产规模、工艺装备、产品质量、能源消耗、环境保护等提出要求，并分别于2014年4月、2014年12月、2016年12月批准第一、二、三批符合准入条件的生产线名单，共计29条生产线、76.8万吨产能。2014年8月，住建部发布《建筑设计防火规范》，规定24米以上建筑必须使用A级不燃材料作为防火隔离带，50米以上建筑必须采用A级或B1级材料搭配防火窗。建筑外墙保温规范在适应市场的情况下重新驱严，岩棉需求上升，此前产能得到消化，行业逐渐进入相对平衡状态。

2018年1月《岩棉行业准入公告管理暂行办法》废止，2019年11月《岩棉行业准入条件》废止，基于行业准入条件的放松与乐观的市场预期，岩棉进入新一轮的产能扩张期。

图 37：政策深刻影响岩棉行业产能扩张与竞争格局



资料来源：公安部，工信部，住建部，信达证券研发中心

#### 4.2 供给过剩尚未解决，降价风险依旧存在

岩棉行业经历了“产能过剩、行业准入规范、需求不及预期、吨价下降、准入条件取消、新一轮产能扩张”的过程，目前处于供过于求的失衡状态。根据中国绝热节能材料协会数据，

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 18

2019 年我国岩棉产能合计 750 万吨，产量约 320 万吨，平均产能利用率不达 50%，距离满负荷尚有较大空间，多数企业经济效益不理想，预计供需失衡的行业格局仍将持续较长时间。

此外，因国产岩棉在生产技术上存在缺陷、材料性质不适宜当地气候特点等原因，部分地区（如河南、湖南、上海）已经限制或禁止其作为建筑外墙保温材料使用。未来南方地区存在出台限制岩棉使用政策的风险，岩棉作为建筑外墙保温材料使用地域可能受到限制。

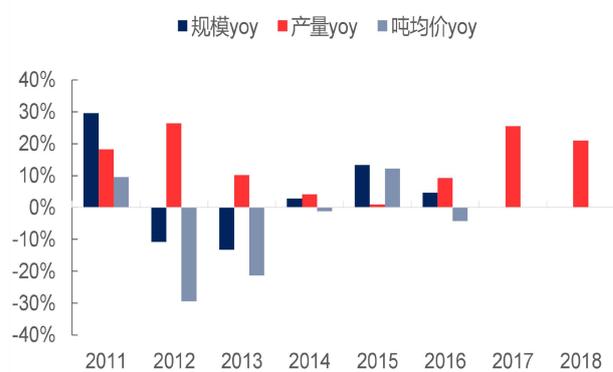
**我们判断以上因素会对公司岩棉吨价产生负面影响，但对公司产品竞争力仍存信心，**主要原因 1) 公司 2020 年主动降价消化产能，目前岩棉处于满产状态；2) 公司岩棉生产工艺与排污环保水平高，“鲁阳巴萨特”是市场认可的品牌；3) 公司选择推广市场时已战略考虑气候特征与岩棉产品的相适性，未将上海建筑市场等作为重点推广市场。

图 38: 2010-2018 年我国岩棉行业产量及增速



资料来源: 智研咨询, 信达证券研发中心

图 39: 2011-2018 年我国岩棉行业规模、产量及吨均价增速



资料来源: 中国产业信息网, 智研咨询, 信达证券研发中心

#### 4.3 需求空间：新增建筑面积、老旧建筑改造与节能环保政策推行力度

(a) 目前我国建筑业发展相对平稳，建筑业企业年新开工面积约 45 亿平方米，外墙面积与建筑面积比例约为 0.62-0.67，估算每年新增建筑外墙保温材料市场约为 28-30 亿平方米，对应岩棉市场约为 3.4-3.6 亿平方米。

(b) 2020 年 7 月，国务院办公厅发布《关于全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》，提出到“十四五”期末，结合各地实际，力争基本完成 2000 年底前建成的需改造城镇老旧小区改造任务。根据住建部统计，2020 年全国新开工改造城镇老旧小区 4 万个，涉及居民 736 万户。

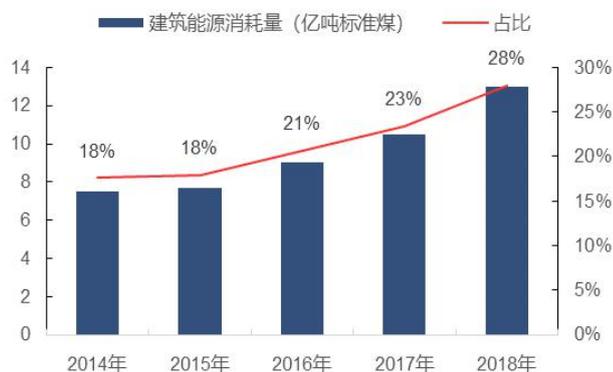
**图 40: 建筑业企业新开工面积较稳定**


资料来源: 国家统计局, 信达证券研发中心

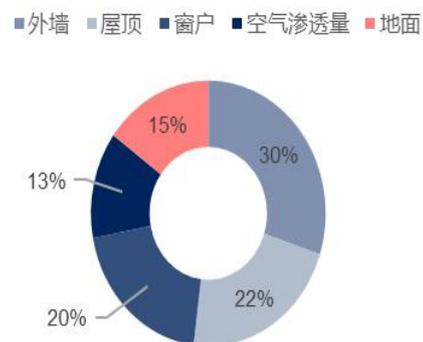
**图 41: 岩棉在建筑外墙保温材料市场中占比约 12%**


资料来源: 头豹研究院, 中国产业信息网, 信达证券研发中心

(c) 近年来我国建筑消耗能源快速增长, 根据智研咨询数据, 2018 年我国建筑能源消耗量为 13 亿吨标准煤, 占全年能源消费总量的 28%。建筑节能愈发重要, 并自十一五开始被写入五年规划。目前中国建筑科学研究院已建言“十四五”, 提出推进既有公共建筑节能工作, 预计十四五规划将持续对建筑节能提出高要求。建筑物能量损失途径中通过外墙损失的能量占比最大, 约为 30%, 是建筑节能关注的焦点, 岩棉作为优质节能环保外墙材料, 有望获得广阔市场空间。

**图 42: 我国建筑能源消耗逐年增大**


资料来源: 国家统计局, 智研咨询, 信达证券研发中心

**图 43: 外墙是建筑物能量损失的一大主要途径**


资料来源: 中国产业信息网, 信达证券研发中心

**表 7: 历届五年规划对建筑节能提出要求**

年份	2007 年	2012 年	2017 年
单位	国务院	中国住房和城乡建设部	中国住房和城乡建设部
文件	《国务院关于印发节能减排综合性工作方案的通知》	《“十二五”建筑节能专项规划》	《建筑节能与绿色建筑发展“十三五”规划》
相关要求 (括号内为在规定时间内完成情况)	1) 到十一五末, 建筑节能实现节约 1 亿吨标准煤的目标 (已实现)。 2) 新建建筑施工阶段执行节能强制性标准的比例达到 95% 以上 (达到 95.4%)。 3) 北方采暖地区既有建筑供热计量及节能改造 1.5 亿平方米 (完成 1.82 亿平方米)。 4) 墙体材料革新, 产业化示范 (新型墙体材料产量占墙体材料总产量的 55% 以上, 应用量占墙体材料总用量的 70%)。	1) 到十二五末, 建筑节能达到 1.16 亿吨标准煤节能能力。 2) 城镇新建建筑节能标准执行率达到 100% (基本达到)。 3) 城镇居住建筑节能改造面积: 严寒、寒冷地区 8.8 亿平方米 (完成 11.7 亿平方米); 夏热冬冷地区 0.5 亿平方米 (完成 0.7 亿平方米)。 4) 公共建筑节能改造面积 0.6 亿平方米 (完成 1.1 亿平方米)。	1) 城镇新建建筑能效水平比 2015 年提高 20%。 2) 城镇新建建筑中绿色建筑面积比重超过 50%, 绿色建材应用比重超过 40%。 3) 既有居住建筑节能改造面积 5 亿平方米以上, 公共建筑节能改造 1 亿平方米, 全国城镇既有居住建筑中节能建筑所占比例超过 60%。

资料来源：国务院，住建部，信达证券研发中心

## 五、盈利预测及假设

陶瓷纤维制品与岩棉产品构成公司主要营收来源，2019年二者占营收比重分别为85%、14%。2020上半年受疫情冲击，需求萎缩+工程履约延期，营收、归母净利润同比分别下降14%、31%。公司实施价格调整策略，全力推动保温类陶瓷纤维产品和岩棉产品放量销售，2020Q3营收、归母净利润分别同比增长37%、55%，预计上半年工程项目履约交货顺延至下半年、促进产品放量的销售策略调整以及公司内部管理和成本控制措施对四季度仍有积极影响。

陶瓷纤维制品：目前公司产能35万吨，2019年产能利用率约为75%。考虑到1)根据公司历史经验，其有能力通过技改提效在不新建产能的情况下提升生产能力2)根据公司交流，2021年将根据销售状况和发展战略适时启动产能建设计划3)目前公司“外部放量占市场”策略已取得初步成效，预计2020-23年陶纤产品销量为27、33、37、42万吨。价格方面，疫情期间公司采取降价策略巩固市场，预计降价行为将不会持续，未来随中高端产品比重提升，陶纤产品均价将会稳中向上。

岩棉产品：目前岩棉行业产能利用率距离满负荷尚远，预计供过于求状态仍将持续较长时间。公司年产能18万吨，2019年销量约11.5万吨，2020年采取降价放量市场策略，目前生产线处于满产状态，产品具有竞争力。短期内岩棉产品价格仍然承压，长期随市场、监管对劣质岩棉产品的打压，优质产品价格将会回升。

结合公司产能利用情况与股权激励业绩目标，我们判断2020-23年公司营收增速分别为5%、31%、18%、19%。

表 8：鲁阳节能分业务盈利预测

		2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
<b>分产品</b>							
陶瓷纤维	营业收入：百万元	1598.13	1833.74	1852.26	2507.68	3036.57	3619.26
	yoy: %	18.8%	14.7%	1.0%	35.4%	21.1%	19.2%
岩棉	营业收入：百万元	235.12	302.38	380.83	407.01	407.01	474.85
	yoy: %	-2.6%	28.6%	25.9%	6.9%	0.0%	16.7%
其他	营业收入：百万元	9.11	10.92	15.29	18.35	22.01	26.42
	yoy: %	-1.3%	19.8%	40.0%	20.0%	20.0%	20.0%
<b>公司整体</b>							
鲁阳节能	营业收入：百万元	1842.37	2147.04	2248.38	2933.04	3465.60	4120.53
	yoy: %	15.5%	16.5%	4.7%	30.5%	18.2%	18.9%
	归母净利润：百万元	307.17	340.26	357.63	480.50	611.61	779.10
	yoy: %	43.7%	59.2%	5.1%	34.4%	27.3%	27.4%

资料来源：信达证券研发中心预测

## 六、估值与投资评级

我们预计公司2020-23年归母净利润分别为3.58、4.8、6.12、7.79亿元，同比+5.1%、+34.4%、+27.3%、+27.4%，对应EPS 0.99、1.33、1.69、2.15元。考虑到1)陶瓷纤维产品相对传统耐火材料拥有更广泛的应用空间，且公司盈利能力与现金流优于上市耐材公司

2)陶瓷纤维产品与玻璃纤维产品呈现诸多相似属性,参考玻纤龙头估值,我们给予公司 2021 年 PE 20~22 倍,合理价值区间 26.6~29.2 元,给予“买入”评级。

表 9: 可比公司估值对比

	证券简称	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
耐火材料类	北京利尔	4.1	49.2	0.4	0.4	0.5	0.6	11.8	9.8	8.1	6.7
	濮耐股份	4.0	40.6	0.2	0.3	0.4	0.6	16.8	12.6	9.3	7.3
	<b>平均</b>							<b>14.3</b>	<b>11.2</b>	<b>8.7</b>	<b>7.0</b>
玻璃纤维类	中国巨石	23.5	822.7	0.6	0.6	0.9	1.0	38.5	38.5	26.7	22.8
	中材科技	24.8	416.8	0.8	1.2	1.4	1.6	30.3	20.5	17.7	15.4
	长海股份	21.3	87.2	0.7	0.8	1.0	1.3	30.5	28.1	20.7	16.0
	<b>平均</b>							<b>33.1</b>	<b>29.0</b>	<b>21.7</b>	<b>18.1</b>

资料来源: Wind 一致预测, 信达证券研发中心 (注: 股价为 2021 年 2 月 1 日收盘价)

## 风险因素

- 1、下游行业景气度不及预期: 炼化新产能集中投产, 部分产品可能面临阶段性过剩。
- 2、公司何时能重握价格主动权仍不确定: 疫情尚未结束, 中小厂商通过价格战求生存。
- 3、岩棉行业何时走出供需失衡局面尚不确定。

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	
<b>流动资产</b>	2,031	2,397	3,059	3,752	4,703	
货币资金	445	630	967	1,294	1,944	
应收票据	111	294	268	385	417	
应收账款	651	623	842	1,002	1,171	
预付账款	15	21	24	27	34	
存货	355	338	454	528	606	
其他	454	491	504	517	532	
<b>非流动资产</b>	1,054	1,027	1,132	1,262	1,345	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产(合计)	814	786	848	936	1,026	
无形资产	135	132	129	126	123	
其他	105	109	155	200	196	
<b>资产总计</b>	3,084	3,424	4,191	5,014	6,048	
<b>流动负债</b>	860	830	1,079	1,227	1,419	
短期借款	10	5	0	0	0	
应付票据	173	186	253	280	331	
应付账款	316	289	387	457	520	
其他	362	349	438	490	568	
<b>非流动负债</b>	20	20	20	20	20	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	20	20	20	20	20	
<b>负债合计</b>	880	849	1,098	1,247	1,439	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
归属母公司股东权益	2,204	2,574	3,093	3,767	4,609	
<b>负债和股东权益</b>	3,084	3,424	4,191	5,014	6,048	

重要财务指标		单位:百万 元				
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	2,147	2,248	2,933	3,466	4,121	
同比(%)	16.5%	4.7%	30.5%	18.2%	18.9%	
归属母公司净利润	340	358	480	612	779	
同比(%)	10.8%	5.1%	34.4%	27.3%	27.4%	
毛利率(%)	40.1%	39.7%	40.5%	41.8%	42.8%	
ROE%	15.4%	13.9%	15.5%	16.2%	16.9%	
EPS(摊薄)(元)	0.94	0.99	1.33	1.69	2.15	
P/E	11.35	13.02	9.69	7.61	5.97	
P/B	1.75	1.81	1.51	1.24	1.01	
EV/EBITDA	7.37	8.73	6.15	4.54	3.71	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	
<b>营业总收入</b>	2,147	2,248	2,933	3,466	4,121	
营业成本	1,285	1,357	1,746	2,016	2,357	
营业税金及附加	24	30	36	44	51	
销售费用	273	280	369	436	516	
管理费用	117	112	147	173	206	
研发费用	82	90	117	139	165	
财务费用	-1	-16	-23	-32	-52	
减值损失合计	-2	1	-2	-2	0	
投资净收益	1	0	0	0	0	
其他	14	-5	5	6	7	
<b>营业利润</b>	380	391	544	694	884	
营业外收支	10	14	0	0	0	
<b>利润总额</b>	390	405	544	694	884	
所得税	49	48	64	83	105	
<b>净利润</b>	340	358	480	612	779	
少数股东损益	0	0	0	0	0	
<b>归属母公司净利润</b>	340	358	480	612	779	
EBITDA	465	462	600	740	906	
基本EPS(元)	0.94	0.99	1.33	1.69	2.15	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	
<b>经营活动现金流</b>	268	219	495	480	754	
净利润	340	358	480	612	779	
折旧摊销	99	82	82	82	82	
财务费用	0	0	0	0	0	
投资损失	-1	0	0	0	0	
营运资金变动	-168	-207	-71	-217	-109	
其它	-3	-13	3	4	2	
<b>投资活动现金流</b>	-30	-29	-152	-154	-103	
资本支出	-111	-30	-152	-154	-103	
长期投资	80	1	0	0	0	
其他	1	0	0	0	0	
<b>筹资活动现金流</b>	-248	-5	-5	0	0	
吸收投资	0	0	0	0	0	
借款	-10	-5	-5	0	0	
支付利息或股息	-236	0	0	0	0	
<b>现金流净增加额</b>	-9	185	337	327	650	

## 研究团队简介

王舫朝，硕士，毕业于英国杜伦大学企业国际金融专业，历任海航资本租赁事业部副总经理，渤海租赁业务部总经理，曾就职于中信建投证券、华创证券。2019年11月加入信达证券研发中心，负责非银金融研究工作。

朱丁宁，硕士，毕业于英国格拉斯哥大学金融专业，曾工作于台湾富邦证券和瑞银证券，于2020年4月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

王锐，硕士，毕业于美国波士顿大学金融专业，2019年11月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	顾时佳	18618460223	gushijia@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华东总监	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	江开雯	18927445300	jiangkaiwen@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 评级说明

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。