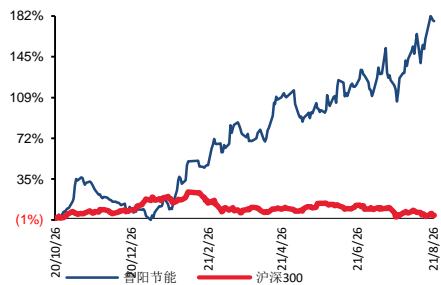


建筑材料 其他建材

双控提升需求, 技术驱动成长

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	506/506
总市值/流通(百万元)	12,501/12,501
12 个月最高/最低(元)	33.70/10.13

相关研究报告:

证券分析师: 丁士涛

电话: 010-88320591

E-MAIL: dingst@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190521080001

报告摘要

- 业绩增速加快, 研发持续投入。**公司产品分为陶瓷纤维和岩棉两大类, 2020 年末陶瓷纤维产能 36 万吨、岩棉产能 18 万吨。公司实际控制人为全球第二大陶瓷纤维企业, 通过合作公司获得了其陶瓷棉毯技术授权并引进除尘滤管技术, 并不断通过研发投入拉大与同行的产品差异。自上市以来, 公司收入和利润增速稳定。2021 年以来, 受小产能退出、销售战略调整、产品提价因素影响, 公司业绩增速加快, 前三季度归母净利润增速为 70-90%。
- 双控政策提升需求, 集中度有望提升。**陶瓷纤维具有质量轻、导热系数低等优点, 比传统重质耐火材料节约能源消耗 20-40%, 2020 年产量增速高于行业平均增速 3.67 个百分点。耐火材料的下游主要是钢铁、石化、有色等高耗能行业, 双控政策和碳交易的推行将会提升对耐火材料需求。2021 年以来, 受能耗双控及能源成本增加影响, 小产能逐步退出, 未来行业集中度提升将是大概率事件。
- 扩产满足需求, 积极拓展新领域。**公司通过技改扩产, 技改完成后陶瓷纤维产能增至 42 万吨, 并带动生产成本的下降。为了满足需求, 公司启动内蒙古一期扩建项目, 陶瓷纤维产能增至 46 万吨。石化行业在公司收入占比 30%, 行业高资本开支将带动陶瓷纤维新建和维保需求, 公司也积极拓展有色、交通等新领域。公司注重回馈投资者, 累积股息支付率 45.69%, 2020 年股息率 10.82%、位列建材行业首位。
- 投资建议与估值:**预计公司 2021-2023 年 EPS 1.04/1.22/1.42 元, 对应 PE 24/20/17 倍。基于行业需求、公司业绩、股息率等因素, 给予公司 2022 年 25 倍目标市盈率。采用市盈率相对估值法, 给予公司未来 6-12 个月目标价 30.50 元, 首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险因素:**成本增加; 回款风险; 电力紧张。
- 盈利预测和财务指标:**

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,326	2,946	3,200	3,465
(+/-%)	8.34	26.66	8.62	8.28
净利润(百万元)	370	527	619	720
(+/-%)	8.82	42.36	17.47	16.28
摊薄每股收益(元)	1.03	1.04	1.22	1.42
市盈率(PE)	10.77	23.72	20.19	17.36

资料来源: Wind, 太平洋证券

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、 业绩增速加快，研发持续投入	4
(一) 工业、民用齐头并进	4
(二) 合作获得技术授权	4
(三) 收入、利润增速加快	5
(四) 研发投入持续增加	6
二、 双控政策提升产品需求	7
(一) 陶瓷纤维产量增速高于行业增速	7
(二) 双控政策提升行业需求	8
(三) 行业集中度提升	9
三、 扩产满足需求，积极拓展新领域	10
(一) 产能扩张满足下游需求	10
(二) 渠道变革提升产能利用率	11
(三) 石化领域需求向好	12
(四) 新兴领域需求有望释放	13
(五) 高比例分红回馈投资者	14
四、 盈利预测及估值	15
(一) 基本假设	15
(二) 估值及投资建议	16
五、 风险提示	17

图表目录

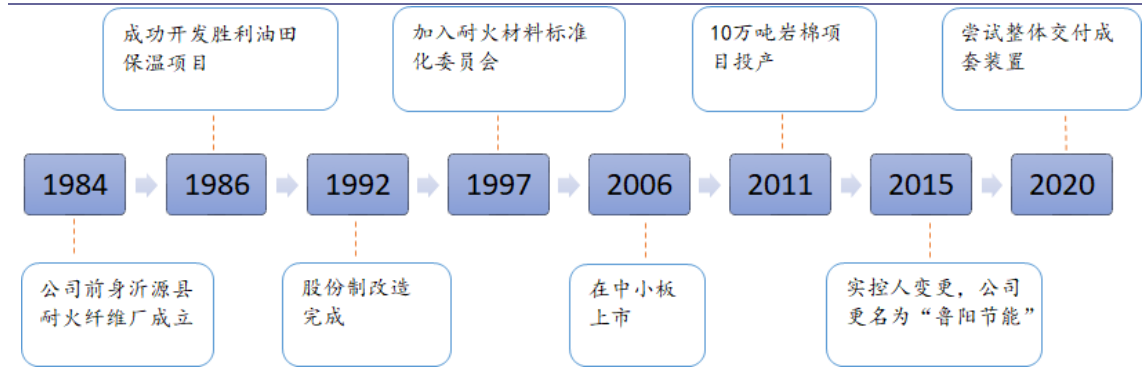
图表 1: 15 年公司变更为中外合资企业	4
图表 2: 奇耐亚太是公司第一大股东	5
图表 3: 21 年公司收入增速加快	5
图表 4: 21 年公司利润增速加快	5
图表 5: 下半年收入占比高	6
图表 6: 下半年利润占比高	6
图表 7: 公司研发投入持续增加	6
图表 8: 公司研发费用率居行业前列	6
图表 9: 高温工业是耐火材料的主要下游	7
图表 10: 耐火材料产量增速低位运行	7
图表 11: 保温隔热制品增速快于行业增速	7
图表 12: 21 年上半年有五个省份双控目标为一级预警	8
图表 13: 燃料和动力在陶瓷纤维成本占比 24%	9
图表 14: 燃料和动力在岩棉成本占比 26%	9
图表 15: 公司通过技改增加陶瓷纤维产能	10
图表 16: 固定资产增长源于岩棉项目	10
图表 17: 20 年公司陶瓷纤维销量增长	11
图表 18: 20 年公司陶瓷纤维售价回落	11
图表 19: 20 年公司陶瓷纤维毛利率回升	11
图表 20: 20 年公司陶瓷纤维成本下降	11
图表 21: 公司收入与石化行业相关度高	12
图表 22: 公司利润率波动低于石化行业	12
图表 23: 中石油和中石化资本开支在 16 年见底	12
图表 24: 民营大炼化资本开支持续增加	12
图表 25: 电解槽现场展示	13
图表 26: 陶瓷纤维在电解槽中的使用	13
图表 27: 陶瓷纤维滤管替代传统布袋	14
图表 28: 陶瓷纤维滤管工作原理示意	14
图表 29: 上市以来公司保持较高的股息支付率	15
图表 30: 公司股息率位列建材板块首位	15
图表 31: 未来三年公司主要产品销量和价格假设	15
图表 32: 未来三年公司主要产品单位成本假设	16
图表 33: 可比公司估值情况	16

一、业绩增速加快，研发持续投入

(一) 工业、民用齐头并进

山东鲁阳节能材料股份有限公司（简称：鲁阳节能）始建于1984年，2006年11月在中小板上市，是一家集陶瓷纤维、可溶纤维、玄武岩纤维（或称岩棉）、轻质耐火砖等节能材料研发、制造、销售等于一体的中外合资企业，产品涵盖1050（极限使用温度800°C-950°C）、1260（1000°C-1100°C）、1400（1200°C-1350°C）、1600（1400°C-1550°C）四大系列。2020年末，公司陶瓷纤维产能为36万吨，拥有山东、内蒙古、新疆、贵州四大生产基地，岩棉产能为18万吨，形成了工业、民用建筑两大市场齐头并进的发展格局。

图1：15年公司变更为中外合资企业



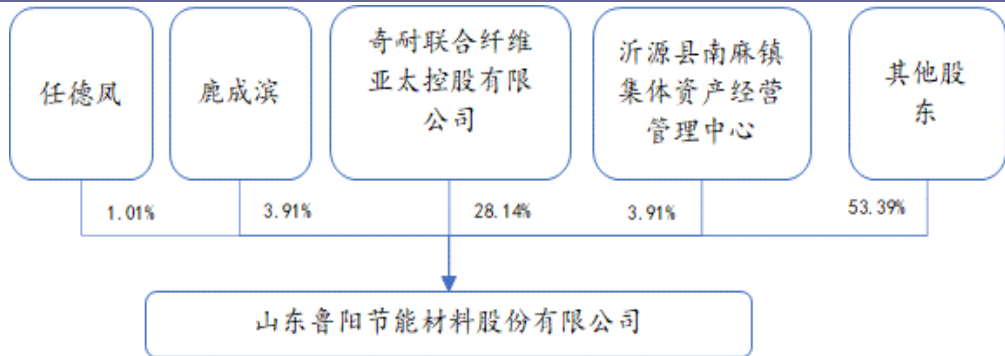
资料来源：公司网站，太平洋研究院整理

(二) 合作获得技术授权

2014年4月，奇耐联合纤维亚太控股有限公司（简称：奇耐亚太）通过协议转让的方式成为公司第一大股东。截止2021年半年报，奇耐亚太持有公司1.02亿股、为公司第一大股东，原第一大股东沂源县南麻镇集体资产经营管理中心持有公司0.14亿股、为公司第三大股东。

奇耐公司是全球第二大陶瓷纤维企业，拥有近百年的耐火纤维生产历史。通过双方的合作，鲁阳节能获得了奇耐公司在陶瓷棉毯产品的技术授权，并引进了高温纤维除尘滤管生产技术。针对同业竞争问题，双方做出约定，奇耐亚太全资子公司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、除俄罗斯外的欧洲、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的产品。

图表 2：奇耐亚太是公司第一大股东



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

(三) 收入、利润增速加快

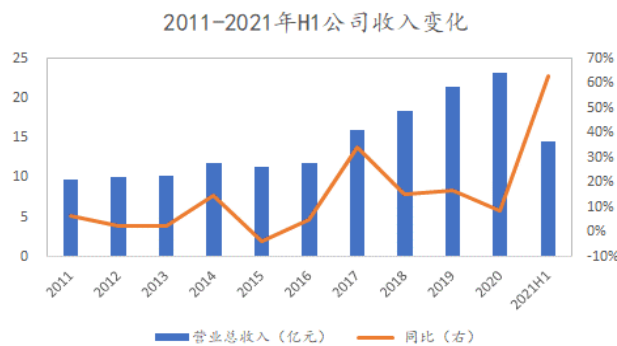
公司产品主要分为陶瓷纤维和岩棉两大类，陶瓷纤维在国内市场以直销为主、岩棉产品在国内采用直销和代理结合的模式。2020 年公司陶瓷纤维收入占比 84%、利润占比 93%，是主要的收入和利润来源。

过去十年，公司收入和利润相对稳定，2011-2020 年公司收入 CAGR=10%、利润 CAGR=12%。进入 2021 年，公司收入和利润增速明显加快。2021 年上半年，公司收入同比增长 63%，归母净利润同比增长 117%。根据公司披露的 2021 年半年报，业绩大幅增长的原因主要有以下三点：

- ✓ 受能耗双控影响，中小企业开工率不足，陶瓷纤维保温毯产品供不应求
- ✓ 公司销售战略调整，低端产品竞争力增强，产能利用率提升
- ✓ 陶瓷纤维保温类棉毯产品价格上涨 10%左右

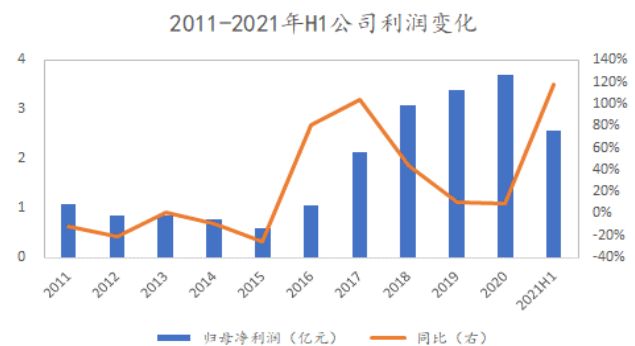
根据公司披露的 2021 年前三季度业绩预告，前三季度预计实现归母净利润 3.78-4.22 亿元，同比增长 70-90%。

图表 3：21 年公司收入增速加快



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 4：21 年公司利润增速加快



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

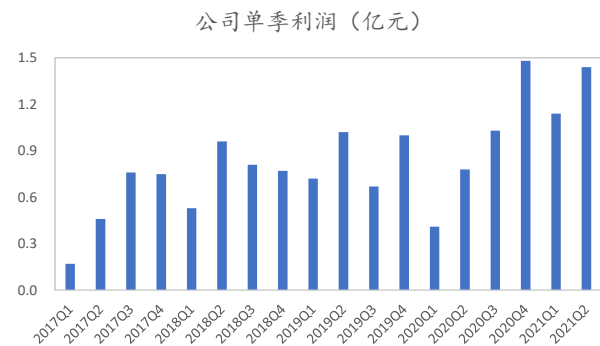
公司收入和利润波动具有季节性特点，上半年是淡季、下半年是旺季。季节性波动与收入确认时间有关，也与公司产品+服务的业务特点有关。由于公司上半年业绩已经实现大幅增长，我们预计全年业绩将会维持较高增速。

图表 5：下半年收入占比高



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 6：下半年利润占比高



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

(四) 研发投入持续增加

国内陶瓷纤维企业数量众多，企业的规模、技术、装备水平差异明显。自上市以来，公司持续加大研发投入。在原料配方方面，公司通过配方调整，提高陶瓷纤维晶相稳定性，提高材料性能；在生产过程控制和工艺改进方面，公司通过对设备的改造，改进陶瓷纤维熔融技术、喷吹技术、甩丝技术和各种产品的生产技术，提高产品的综合性能；在应用技术推广方面，通过研发新产品向更多领域拓展。

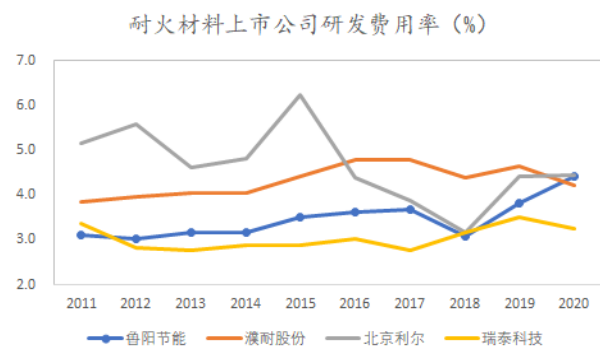
2020年，公司研发支出1.03亿元、同比增长26%，研发费用率4.43%、同比增加0.62个百分点。研发费用的持续投入，拉大了中小企业与公司的成本和性能差异，形成竞争壁垒。

图表 7：公司研发投入持续增加



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 8：公司研发费用率居行业前列



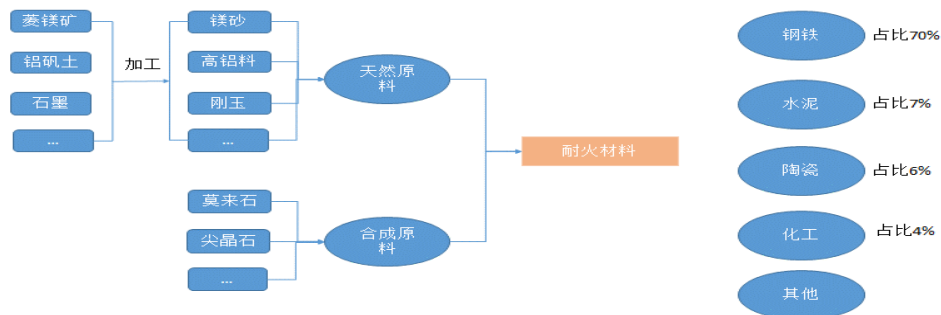
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

二、双控政策提升产品需求

(一) 陶瓷纤维产量增速高于行业增速

耐火材料是高温工业窑炉和设施的基础材料，主要应用于冶金、石化、有色金属、建材、陶瓷等行业的窑炉内衬和设施的耐火绝热和保温领域，钢铁行业是耐火材料最主要的下游消费领域。

图表 9：高温工业是耐火材料的主要下游

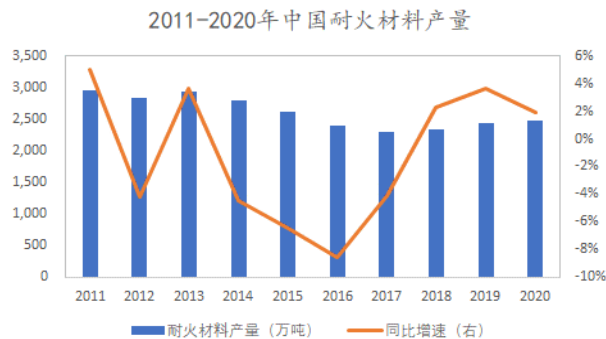


资料来源：北京利尔招股书，太平洋研究院整理

与传统重质耐火材料相比，陶瓷纤维具有质量轻、导热系数低、抗急冷急热性能强、施工简便、性能稳定、吸音性能强等特点。用陶瓷纤维作为耐火衬里材料的工业窑炉启炉时不需要烘炉，并且启炉时间快、停炉也可以迅速降温，可以有效提升生产效率。在满足陶瓷纤维使用要求的工作条件下，陶瓷纤维比传统重质耐火材料可节约能源消耗 20-40%。

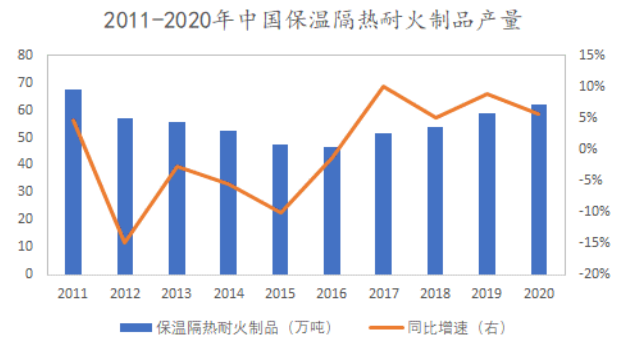
2016 年起，保温隔热制品的产量增速明显高于行业平均增速。根据中国耐火材料行业协会统计，2020 年全国耐火材料产量 2,477.99 万吨、同比增长 1.94%，其中：保温隔热耐火制品 62.21 万吨、同比增长 5.61%，增速高于行业增速 3.67 个百分点。

图表 10：耐火材料产量增速低位运行



资料来源：中国耐火材料协会，太平洋研究院整理

图表 11：保温隔热制品增速快于行业增速



资料来源：中国耐火材料协会，太平洋研究院整理

(二) 双控政策提升行业需求

2020年9月22日，国家主席习近平宣布，中国力争于2030年前二氧化碳排放达到峰值、争取在2060年前实现碳中和。2021年3月19日，国家发改委主持召开钢铁、有色金属、建材行业碳达峰工作研讨会，会议围绕科学制定重点行业碳达峰方案、推进产业低碳转型、提升能源利用效率等方面进行交流。行业政策鼓励企业减量利用化石能源，大力推动工业领域节能。

根据国家发改委发布2021年上半年各地区能耗双控目标完成情况，有9个省（区）能耗强度不降反升，为一级预警，有8个省（区）能耗消费总量为一级预警。根据相关规定，能耗强度降低预警等级为一级的省（区），将暂停“两高”项目的节能审查，这意味着区域内两高项目很难获得新增指标。如果存量产能能耗超标，企业将被限产。双碳政策下，能耗指标将是影响企业发展的关键因素，企业会积极采取更多节能减碳措施，保证存量产能的发挥和争取更多的增量。

石化、钢铁、电力、建材、有色金属等国家重点关注的高排放行业均是陶瓷纤维主要应用行业。“碳达峰、碳中和”目标及《碳排放权交易管理办法》的发布，环保、节能等各项政策持续深入落实，为耐火材料行业创造了新的市场机会。

图表 12：21 年上半年有五个省份双控目标为一级预警

2021 年上半年各地区能耗双控目标完成情况晴雨表

地 区	能耗强度降低进度目标 预警等级	能源消费总量控制目标 预警等级
青 海	●	●
宁 夏	●	●
广 西	●	●
广 东	●	●
福 建	●	●
新 疆	●	●
云 南	●	●
陕 西	●	●
江 苏	●	●
浙 江	●	●
河 南	●	●
甘 肃	●	●
四 川	●	●
安 徽	●	●
贵 州	●	●
山 西	●	●
黑 龙 江	●	●
辽 宁	●	●
江 西	●	●
上 海	●	●
重 庆	●	●
北 京	●	●
天 津	●	●
湖 南	●	●
山 东	●	●
吉 林	●	●
海 南	●	●
湖 北	●	●
河 北	●	●
内 蒙 古	●	●

注：1.西藏自治区数据暂缺，不纳入预警范围，地区排序的依据为各地区能耗强度降低率

2.红色为一级预警，表示形势十分严峻；橙色为二级预警，表示形势比较严峻；绿色为三级预警，表示进展总体顺利

资料来源：国家发改委，太平洋研究院整理

(三) 行业集中度提升

■ 政策推动兼并重组

国内耐火材料行业属于充分竞争行业，企业数量多且规模偏小，属于产能过剩行业。2013年工信部提出，2020年前十大企业集中度提高到45%的目标，并出台了一系列指导文件意在整合并引导耐火材料行业规范发展。随着中国宝武和中国建材耐火材料业务的整合，未来行业集中度提升将是大概率事件。

■ 环保政策推动小产能退出

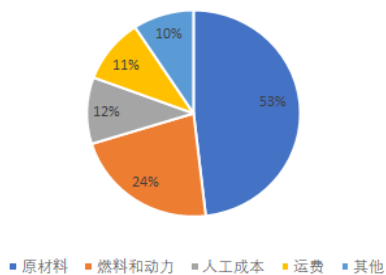
目前陶瓷纤维行业能耗标准制订工作已经启动，行业能耗标准的确定将会进一步规范行业竞争格局，落后产能的竞争力会减弱，将会被市场逐步淘汰。国内陶瓷纤维生产企业约200家，大多是小规模企业，主要集中在山东、河南、内蒙古等地。受能源双控以及环保政策影响，部分产能出现停产的情况。

■ 能源成本增加倒逼产能退出

2021年10月12日，国家发改委发布《关于进一步深化燃煤发电上网电价市场化改革的通知》，燃煤发电量全部进入电力市场，通过市场交易在“基准价+上下浮动”范围内形成上网电价，高耗能企业市场交易电价不受上浮20%限制。根据江苏电力交易中心最新数据显示，江苏省煤电成交价较基准价上浮了19.94%。电价上涨一方面会导致下游高耗能企业增加节能需求，另一方面会倒逼耐火材料行业内高成本产能退出。

图表 13：燃料和动力在陶瓷纤维成本占比 24%

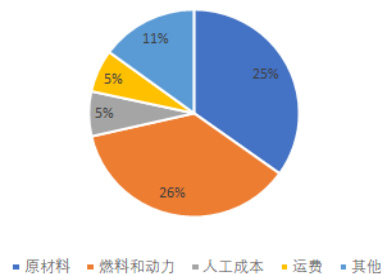
公司陶瓷纤维生产成本拆分（2020年）



资料来源：公司年报，太平洋研究院整理

图表 14：燃料和动力在岩棉成本占比 26%

公司岩棉生产成本拆分（2020年）



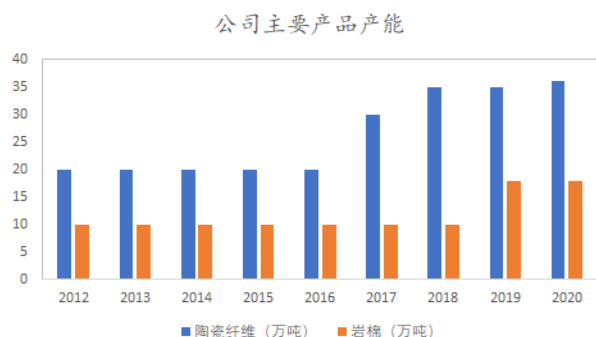
资料来源：公司年报，太平洋研究院整理

三、扩产满足需求，积极拓展新领域

(一) 产能扩张满足下游需求

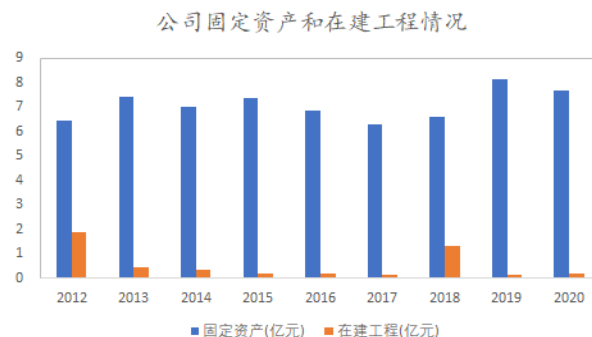
近几年，公司充分发挥在生产工艺和装备技术上的优势，通过装备技改提升产能。2012年公司固定资产 6.44 亿元、陶瓷纤维产能 20 万吨，2020 年公司固定资产 7.67 亿元、陶瓷纤维产能 36 万吨。在此期间，公司陶瓷纤维产能增加 16 万吨，而固定资产仅增加 1.23 亿元。剔除 2017-2018 年公司投资 1.2 亿元建设的 8 万吨岩棉项目后，陶瓷纤维的固定资产规模基本没有变动。

图表 15：公司通过技改增加陶瓷纤维产能



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

图表 16：固定资产增长源于岩棉项目



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

自 2020 年下半年以来，下游需求旺盛，公司陶瓷纤维产品订单充足。为了满足下游需求，公司继续通过技改的方式增加产能。2021 年上半年公司陶瓷纤维产能较 2020 年末增加 3 万吨至 39 万吨，预计 2021 年下半年公司产能增长至 42 万吨。

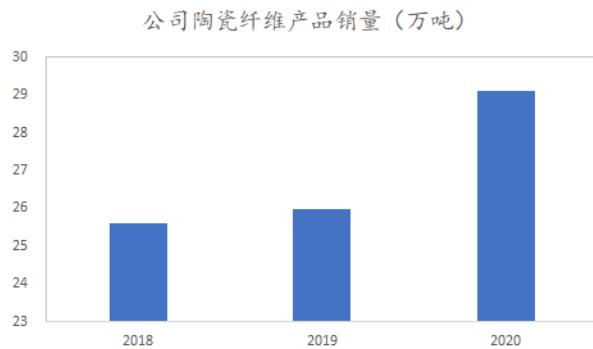
与此同时，公司积极进行推动新项目建设。2021 年 8 月，内蒙古鲁阳实施 12 万吨陶瓷纤维毯扩建项目。该项目将分三期实施，第一期 4 万吨项目已经展开实施，建成后公司陶瓷纤维产能将增至 46 万吨。项目后续 8 万吨新增产能建设要视产能释放情况、能耗指标审批等情况择机实施。

(二) 渠道变革提升产能利用率

2020年下半年以来，公司对销售模式进行调整。在低端保温市场，公司将产品转化为大宗销售模式，抢占市场份额、提高产能利用率。在耐火市场，公司推动产品+服务为主的销售模式，在主要下游领域推出以陶瓷纤维为主体的新型炉衬节能结构。2020年，公司陶瓷纤维产品销量29万吨、同比增长12%，产能利用率80%、同比提高3个百分点。从产品销售均价看，由于低端保温产品销量增长，公司陶瓷纤维产品均价（不含税）6,720元，同比下降5%，但是公司毛利率（不考虑运费）增加3个百分点至46%，这说明公司销售战略调整成功。

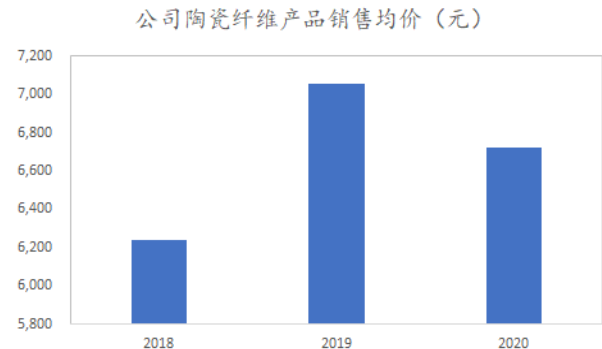
在公司单位成本变动中，2020年人工成本同比下降10%，其他费用（制造费用、折旧摊销等）同比下降15%，这两项成本的下降都与公司销量增长带动的固定费用分摊增加有关。

图表 17：20 年公司陶瓷纤维销量增长



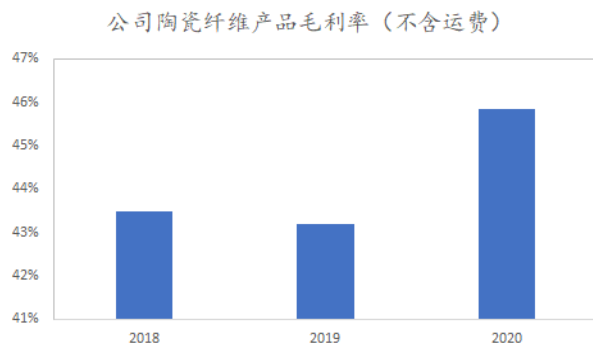
资料来源：公司年报，太平洋研究院整理

图表 18：20 年公司陶瓷纤维售价回落



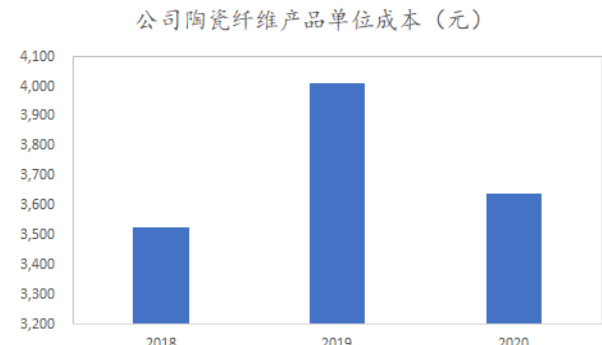
资料来源：公司年报，太平洋研究院整理

图表 19：20 年公司陶瓷纤维毛利率回升



资料来源：公司年报，太平洋研究院整理

图表 20：20 年公司陶瓷纤维成本下降

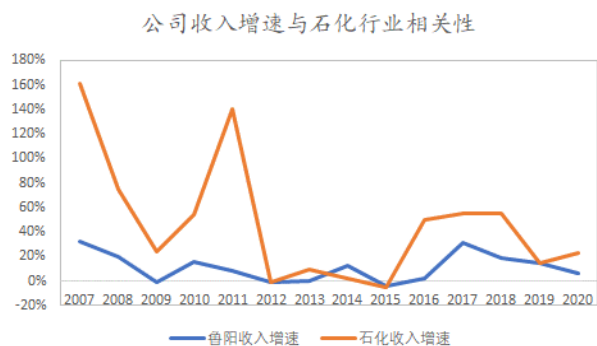


资料来源：公司年报，太平洋研究院整理

(三) 石化领域需求向好

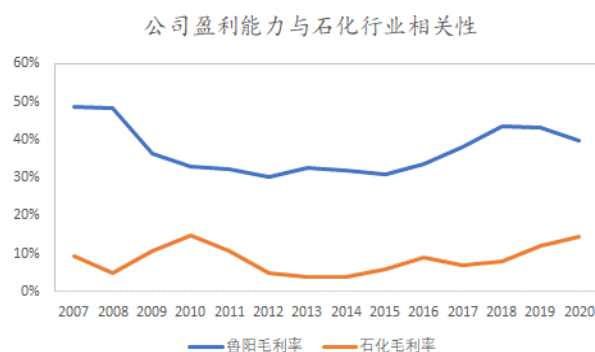
公司从石化行业起家，目前石化行业收入占比约 30%。我们将公司陶瓷纤维产品的收入和利润率与石化行业（五大炼化公司）进行对比发现，公司收入与石化行业收入波动趋势相同、毛利率的波动低于石化行业。尤其是 2016 年开始，公司通过技改扩产和降本增效，毛利率从 31% 回升到 43%，同期石化行业毛利率从 6% 回升至 12%。

图表 21：公司收入与石化行业相关度高



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

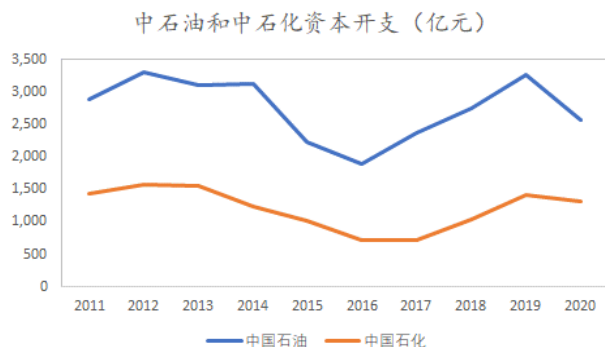
图表 22：公司利润率波动低于石化行业



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

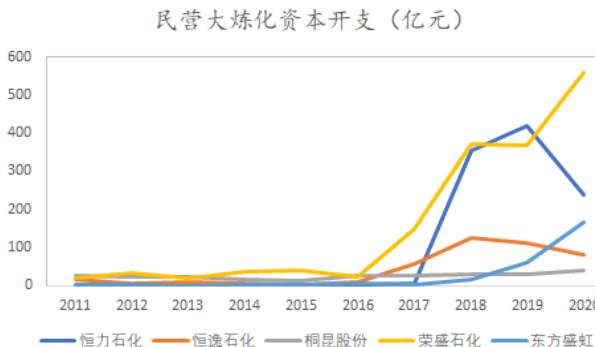
石化行业固定资产投资的增加，行业产能持续增长，将对陶瓷纤维的需求起到显著的拉动作用，后续维修业务有望同步增长。中国石油和中国石化两家企业的资本开支在 2016 年见底后开始回升，2019 年中国石油资本开支 3,268 亿、中国石化资本开支 1,411 亿，较 2016 年增长 73%、94%。除了中国石化、中国石油等国企外，越来越多的地方独立炼厂也成为炼油产能扩张的主力军，恒力石化等五大炼化公司的资本开支从 2016 年的 69 亿元增至 2020 年的 1,086 亿。根据智研咨询数据，2020 年我国石油炼化行业产能 8.9 亿吨。根据目前规划的项目测算，“十四五”末我国炼油能力将增至 10.2 亿吨。

图表 23：中石油和中石化资本开支在 16 年见底



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 24：民营大炼化资本开支持续增加



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

(四) 新兴领域需求有望释放

下游新领域的拓展，需要从源头加强与相关行业设计院的合作。2020 年公司与 100 多家行业主体设计院进行了技术交流、设计推荐，实施重点应用技术推广项目 22 项，应用技术推广成果比 2019 年增加 38%。2021 年以来，公司在有色和环保除尘滤管领域销售均有较大的增长。

■ 铝企降电耗压力增大

电解铝属于两高一剩行业，电力成本在电解铝企业成本占比约 35%，在双控政策和电力成本增加的背景下，电解铝企业节能降耗的动力大。2021 年 8 月，发改委提出完善电解铝行业阶梯电价政策的通知，将按照铝液综合交流电耗对电解铝企业阶梯电价进行分档，高于分档标准的企业的用电价格将出现上浮。根据政策要求，2022 年电解铝企业铝液交流电耗不得高于 13,650 度、2025 年电解铝企业铝业交流电耗不得高于 13,300 度，三年内吨铝液电耗要下降 350 度。由于中国铝企的电解槽技术已经处于全球领先水平，2011-2019 年八年时间内行业电耗仅下降 382 度，这意味着未来三年要完成过去八年的技术进步，降电耗压力巨大。在这种背景下，能够帮助铝企降电耗的陶瓷纤维产品市场需求广阔。

在电解槽中，陶瓷纤维板主要应用在电解槽的底部和侧部，做为保温层使用。与传统硅酸钙板相比，铝电解槽背衬陶瓷纤维板可以减少外壁向环境的散热量，实现对能源的节约。根据济南火龙热陶瓷有限公司的测算，使用陶瓷纤维隔热板的电解槽，每年每平米电解槽可节约用电 4,826.5 度或者节约标煤用量 593 公斤。

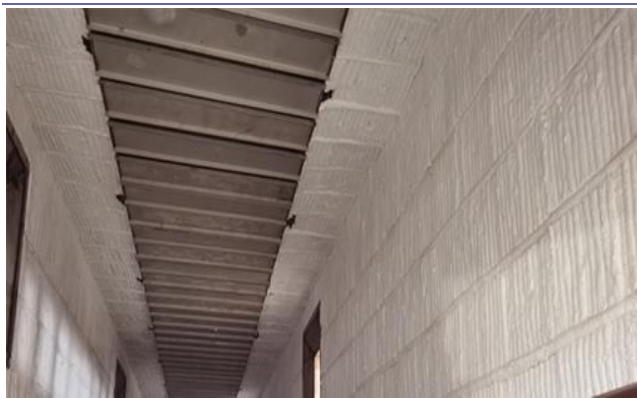
2019 年云南部分铝企新项目建设中已经开始采用陶瓷纤维板。公司所在省份山东是中国铝产业基地，氧化铝、电解铝、阳极碳素、铝加工产能占比位居行业前列，特殊的区位优势有利于公司产品+服务模式的客户拓展。

图表 25: 电解槽现场展示



资料来源：济南火龙热陶瓷网站，太平洋研究院整

图表 26: 陶瓷纤维在电解槽中的使用



资料来源：济南火龙热陶瓷网站，太平洋研究院整

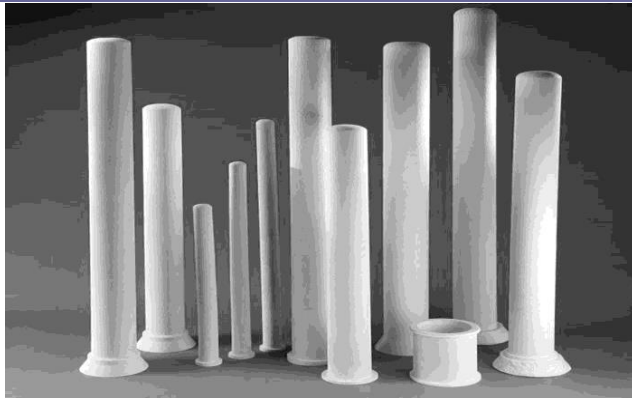
■ 陶瓷纤维滤管替代除尘布袋

随着排放标准的趋严，传统的技术已经无法满足达标排放要求。高温纤维除尘滤管是一种滤材，它是传统除尘工艺的一种系统升级，能够为客户带来高温烟气除尘以及热能利用的系统解决方案，在满足环保要求的情况下提升热能利用效率。

传统袋式除尘适用于中低温度，可耐温度最高 250 度，过程中容易因为温度控制不当而烧毁滤袋的可能。陶瓷纤维滤管适用于中高温环境下（可在最高 800℃ 以下长期使用，短时可承受 1000℃ 变温），滤管主体不可燃，高温或燃烧的颗粒物通过陶瓷滤管进行过滤而不会烧毁滤管。传统滤袋纤维会与烟气中的某些化学物质反应，长期在酸性环境下，寿命一般低于 1 年。陶瓷纤维不易与化学物质发生反应，可在任意酸碱性气体中使用，寿命可达 5-8 年。

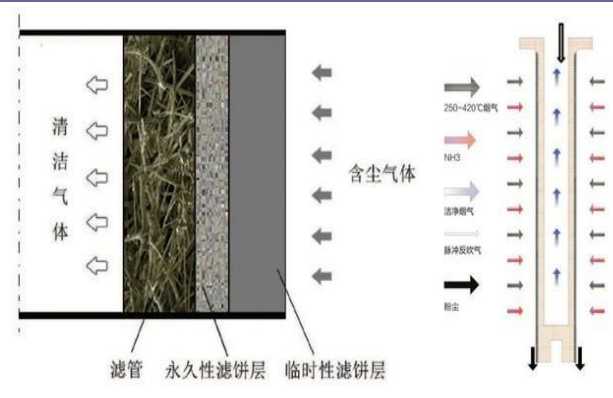
公司从大股东引进了陶瓷纤维除尘滤管技术，并签订了独家销售协议。从 2019 年开始实现量产，2020 年以来，公司产品增速快，成为公司新的利润增长点。

图表 27：陶瓷纤维滤管替代传统布袋



资料来源：公司网站，太平洋研究院整理

图表 28：陶瓷纤维滤管工作原理示意



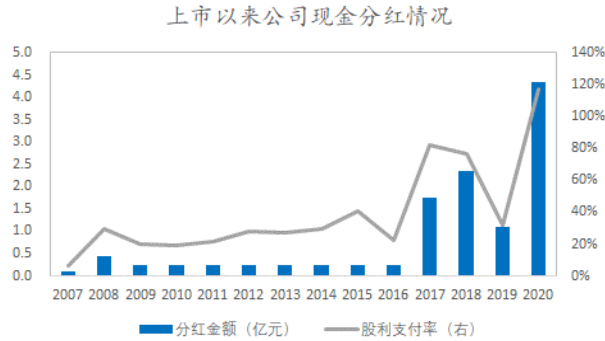
资料来源：全国能源信息平台，太平洋研究院整理

（五）高比例分红回馈投资者

自上市以来，公司积极分红回馈投资者。2006 年至今，公司实施现金分红 14 次，累计分红金额 11.92 亿元、股息支付率 45.69%。2020 年公司股息支付率 117.22%，股息率 10.82%、位列建材板块首位。我们认为，公司股息支付率高的状态还会维持。

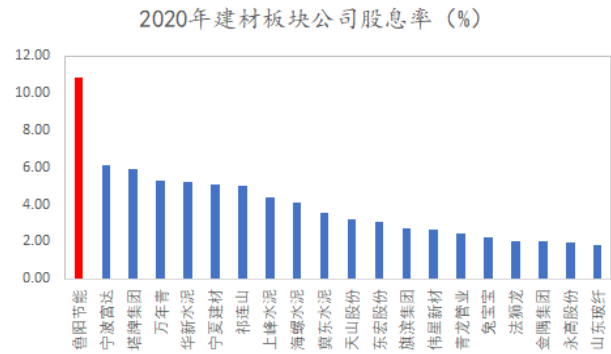
- ✓ 公司产能扩张不依赖于大规模资本开支，内蒙古鲁阳一期 4 万吨扩建项目的投资金额仅为 6,500 万元
- ✓ 公司负债率低，现金流良好，2020 年公司负债率 28.05%，经营性净现金流与净利润比例 121%
- ✓ 公司大股东为外资股东，对现金分红诉求强，2015 年大股东变更完成后，公司的股息支付率出现明显提升

图表 29：上市以来公司保持较高的股息支付率



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 30：公司股息率位列建材板块首位



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

四、盈利预测及估值

(一) 基本假设

- 随着公司陶瓷纤维技改和内蒙古鲁阳一期项目投产，我们预计 2021-2023 年公司陶瓷纤维产能 42/46/46 万吨，销量 36/38/40 万吨；我们预计 2021-2023 年公司岩棉产能 18/18/18 万吨，销量 12/13/14 万吨。
- 根据公司在 2021 年 9 月 13 日披露的投资者调研纪要，2021 年上半年由于陶瓷纤维保温产品供不应求，保温类产品上调售价 10%，岩棉产品受成本增加影响，预计售价会有一定幅度提升。因此，我们预计 2021-2023 年公司陶瓷纤维产品均价变动 5/3/3%，岩棉产品均价变动 5/0/0%。

图表 31：未来三年公司主要产品销量和价格假设

指标	产品	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
产能	陶瓷纤维	35	35	36	42	46	46
	岩棉	10	18	18	18	18	18
销量	陶瓷纤维	25.61	25.99	29.12	36	38	40
	岩棉	7.33	10.44	11.43	12	13	14
售价	陶瓷纤维	6,239	7,057	6,720	7,056	7,268	7,486
	岩棉	3,207	2,893	3,115	3,270	3,270	3,270

资料来源：公司年报，太平洋研究院整理

- 我们预计 2021-2023 年公司陶瓷纤维产品单位成本 4,151/4,141/4,131 元，岩棉产品单位成本 2,727/2,727/2,727 元。与 2020 年相比，公司生产成本有所增加，增加的原因主要与原材料、燃料和动力价格上涨有关。

图表 32：未来三年公司产品单位成本假设

产品	项目	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
陶瓷纤维	合计	3526	4009	4049	4151	4141	4131
	原材料	1659	2055	1951	2048	2048	2048
	燃料和动力	1058	1050	893	920	920	920
	人工成本	449	466	422	415	410	405
	运费			409	409	409	409
	其他	359	439	374	360	355	350
岩棉	合计	2169	2251	2633	2727	2727	2727
	原材料	832	766	919	965	965	965
	燃料和动力	846	920	962	1010	1010	1010
	人工成本	177	192	184	184	184	184
	运费			175	175	175	175
	其他	314	374	394	394	394	394

资料来源：公司年报，太平洋研究院整理

(二) 估值及投资建议

我们选取耐火材料行业 A 股上市公司做为可比公司，包括：濮耐股份、北京利尔、瑞泰科技。根据 Wind 一致预期，三家可比公司 2021-2023 年 PE 均值为 23/16/12 倍。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润 5.27/6.19/7.2 亿元，按照公司最新总股本 5.06 亿股计算，2021-2023 年 EPS 1.04/1.22/1.42 元，对应 PE 24/20/17 倍，公司估值高于行业平均水平。

与传统重质耐火材料不同，陶瓷纤维的下游主要是石化行业，下游石化企业资本开支处于高位，同时陶瓷纤维在有色、交通等新兴领域需求不断增长，行业数据也验证了陶瓷纤维需求增速快的事实。从公司情况看，过去十年中公司仅在 2015 年营业收入出现负增长，公司的股息率位列建材行业首位。

基于行业需求增速快、公司业绩稳健、股息率高等因素，我们给予公司 2022 年 25 倍目标市盈率。采用市盈率相对估值法，按照 2022 年 EPS 1.22 元计算，给予公司未来 6-12 个月 30.50 元的目标价。首次覆盖给予“买入”评级。

图表 33：可比公司估值情况

证券简称	收盘价	EPS					PE				
		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
濮耐股份	4.5	0.27	0.29	0.26	0.33	0.42	17	16	17	14	11
北京利尔	4.54	0.35	0.38	0.47	0.57	0.69	13	12	10	8	7
瑞泰科技	9.03	0.11	0.12	0.22	0.36	0.46	82	75	41	25	20
		平均					37	34	23	16	12
鲁阳节能	24.69	0.96	1.03	1.04	1.22	1.42	26	24	24	20	17

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

注：鲁阳节能 2019-2020 年 EPS 对应股本为 3.62 亿股

五、风险提示

- 原材料成本上涨风险：公司采购的原材料为大宗商品（石英砂、焦宝石、氧化铝、焦炭等），原材料价格大幅上涨会导致公司生产成本增加。
- 下游客户回款风险：公司陶瓷纤维产品下游客户以石化、有色、交通等行业为主，岩棉产品下游客户以地产为主，下游客户经营资金状况会对公司的回款产生负面影响。
- 电力紧张风险：公司产品生产过程中需要消耗能源，阶段性限电会对公司生产和下游需求产生影响。

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	445	589	607	633	618	营业收入	2,147	2,326	2,946	3,200	3,465
应收和预付款项	787	942	1,193	1,296	1,404	营业成本	1,285	1,484	1,828	1,934	2,040
存货	355	316	389	411	434	营业税金及附加	24	29	37	40	43
其他流动资产	444	473	599	649	702	销售费用	273	169	212	227	243
流动资产合计	2,031	2,320	2,787	2,990	3,158	管理费用	117	119	147	157	166
长期股权投资	0	0	0	0	0	财务费用	(1)	1	(4)	(4)	(5)
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	(2)	(2)	0	0	0
固定资产	814	767	695	612	565	投资收益	1	15	3	3	3
在建工程	16	22	87	137	187	公允价值变动	0	0	0	0	0
无形资产	135	131	146	161	176	营业利润	380	418	600	706	822
长期待摊费用	1	1	1	1	1	其他非经营损益	10	8	7	7	7
其他非流动资产	89	65	73	73	73	利润总额	390	426	607	713	829
资产总计	3,084	3,304	3,788	3,973	4,158	所得税	49	56	79	93	109
短期借款	10	5	5	5	5	净利润	340	370	527	619	720
应付和预收款项	850	902	1,113	1,178	1,244	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归母股东净利润	340	370	527	619	720
其他负债	0	0	0	0	0						
负债合计	880	927	1,136	1,201	1,267	预测指标					
股本	362	362	506	506	506		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
资本公积	558	574	574	574	574	毛利率	40.14%	36.18%	37.95%	39.55%	41.12%
留存收益	1,342	1,477	2,979	3,350	3,769	销售净利率	15.85%	15.92%	17.89%	19.35%	20.78%
归母公司股东权益	2,204	2,378	1,604	1,724	1,844	销售收入增长率	16.54%	8.32%	26.66%	8.63%	8.29%
少数股东权益	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	10.67%	14.35%	41.99%	17.57%	16.36%
股东权益合计	2,204	2,378	2,652	2,771	2,891	净利润增长率	10.77%	8.82%	42.36%	17.47%	16.28%
负债和股东权益	3,084	3,304	3,788	3,973	4,158	ROE	15.44%	15.57%	19.88%	22.35%	24.90%
						ROA	11.03%	11.21%	13.92%	15.59%	17.32%
						ROIC	14.63%	15.47%	19.67%	22.14%	24.69%
						EPS(X)	0.96	1.03	1.04	1.22	1.42
						PE(X)	11.13	10.77	23.72	20.19	17.36
						PB(X)	2.45	2.36	4.71	4.51	4.32
						PS(X)	5.82	5.38	4.24	3.91	3.61
						EV/EBITDA(X)	7.29	6.46	15.26	13.26	11.58

资料来源: Wind, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总监	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafli@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com

华南销售

李艳文

13728975701

liyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。