

投资评级 优于大市 维持

收入利润阶段性承压，产能市场不断扩张

股票数据

10月25日收盘价(元)	22.69
52周股价波动(元)	12.93-28.28
总股本/流通A股(百万股)	506/451
总市值/流通市值(百万元)	11489/10241

相关研究

《老树新花，成长鲁阳》2022.09.22

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-5.3	-11.1	-4.1
相对涨幅(%)	0.6	0.8	9.8

资料来源：海通证券研究所

分析师:冯晨阳

Tel:(021)23212081

Email:fcy10886@htsec.com

证书:S0850516060004

分析师:申浩

Tel:(021)23154114

Email:sh12219@htsec.com

证书:S0850519060001

分析师:潘莹练

Tel:(021)23154122

Email:pyl10297@htsec.com

证书:S0850517070010

投资要点:

事件: 公司公布 2022 年三季报, 公司 2022 年前三季度实现营业收入约 24.5 亿元、同比增约 7.4%, 归母净利润约 4.6 亿元、同比增约 15.0%, 扣非归母净利润约 4.6 亿元、同比增约 16.9%; 2022Q3 实现营收约 8.6 亿元、同比增约 2.8%, 单季度归母净利润约 1.5 亿元、同比增约 0.2%, 扣非归母净利润 1.4 亿元、同比增约 0.4%。

点评:

- **我们预计高温、局部地区疫情散发拖累公司收入增长。** 由于今年三季度遇到罕见高温天气, 部分省区电力供应紧张, 我们预计下游工业需求或受一定程度拖累; 此外新疆、贵阳疫情散发, 当地工厂发货受到一定程度影响, 公司 Q3 收入同比仅增加 2.8%。
- **高端耐火产品价格平稳, 中低端保温产品追求市占率或以价换量, 毛利率有所下滑。** 公司在陶瓷纤维高端市场具备较强话语权, 竞争格局相对较好, 22Q3 预计高端耐火产品价格保持平稳; 公司满产满销、追求市占率, 在原材料、能源成本上升的背景下, 公司凭借成本优势仍可通过价格调控、以价换量, 受此影响, 22Q3 毛利率仅 31.9%, 同比、环比分别下滑 2.8pct、3.3pct。
- **产能、市场均持续扩张。** 公司除了通过技改不断提高生产效率外, 内蒙古 12 条产线的能耗指标已获批复, 一期 4 条生产线预计年内投产, 产能持续扩张。公司不断研发开拓新市场: 气凝胶复合产品已建立战略合作关系; 公司纤维纸产品已向电池包覆材料企业供货。
- **日趋优异的财务指标, 慷慨回馈股东。** 奇耐收购以来, 公司陶瓷纤维毛利率维持高位, 整体净利率提升至 20%, ROE、ROIC 连续多年超过 15%, 且不断提升, 2021 年分别为 21.73%、21.29%, 财务指标日趋优异。公司自 2017 年起提高分红比例, 2020 年分红比例高达 117%, 慷慨回馈股东。
- **维持“优于大市”评级。** 我们认为耐火材料属于耗材, 双碳政策提振更换频率, 陶瓷纤维下游不断拓宽, 成长性十足。近年以分红方式慷慨回馈股东。我们预计 2022~2024 年公司归母净利润分别为 6.20、7.40、8.73 亿元, 对应 EPS 分别约 1.22、1.46、1.72 元/股, 给予 2022 年 PE 25~30 倍, 合理价值区间 30.50~36.60 元。维持“优于大市”评级。
- **风险提示。** 下游需求放缓, 竞争格局恶化。

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2326	3164	3549	4082	4694
(+/-)YoY(%)	8.3%	36.0%	12.2%	15.0%	15.0%
净利润(百万元)	370	534	620	740	873
(+/-)YoY(%)	8.8%	44.3%	16.0%	19.5%	17.8%
全面摊薄 EPS(元)	0.73	1.05	1.22	1.46	1.72
毛利率(%)	36.2%	34.7%	34.5%	35.3%	35.7%
净资产收益率(%)	15.6%	20.3%	22.5%	25.6%	28.4%

资料来源: 公司年报(2020-2021), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

表 1 A 股同类可比上市公司估值

代码	简称	收盘价(元)	EPS(元/股)一致预期			PE(倍)			PB(倍)
		2022/10/25	2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	(按最新每股净资产计算)
002392.SZ	北京利尔	3.77	0.33	0.39	0.45	11.3	9.7	8.3	0.9
002225.SZ	濮耐股份	4.20	0.08	0.33	0.39	50.7	12.7	10.6	1.4
002066.SZ	瑞泰科技	11.18	0.21	0.26	0.33	54.0	42.6	33.7	4.4
平均值						38.7	21.7	17.5	2.2

资料来源: Wind, 海通证券研究所。注: 可比公司盈利预测采用 Wind 一致预期。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标(元)					营业总收入	3164	3549	4082	4694
每股收益	1.05	1.22	1.46	1.72	营业成本	2066	2325	2642	3018
每股净资产	5.20	5.44	5.72	6.06	毛利率%	34.7%	34.5%	35.3%	35.7%
每股经营现金流	1.04	0.86	1.62	1.20	营业税金及附加	32	35	41	47
每股股利	0.70	0.99	1.18	1.38	营业税金率%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
价值评估(倍)					营业费用	200	181	208	239
P/E	21.51	18.54	15.51	13.17	营业费用率%	6.3%	5.1%	5.1%	5.1%
P/B	4.36	4.17	3.97	3.75	管理费用	141	160	184	211
P/S	3.63	3.24	2.81	2.45	管理费用率%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
EV/EBITDA	17.66	13.23	11.12	9.74	EBIT	594	732	871	1020
股息率%	3.1%	4.4%	5.2%	6.1%	财务费用	4	-3	-1	-3
盈利能力指标(%)					财务费用率%	0.1%	-0.1%	0.0%	-0.1%
毛利率	34.7%	34.5%	35.3%	35.7%	资产减值损失	-1	-5	-5	-5
净利润率	16.9%	17.5%	18.1%	18.6%	投资收益	0	0	0	0
净资产收益率	20.3%	22.5%	25.6%	28.4%	营业利润	589	690	827	978
资产回报率	14.0%	15.3%	16.9%	18.6%	营业外收支	14	14	14	14
投资回报率	19.2%	22.5%	25.6%	28.3%	利润总额	602	704	841	992
盈利增长(%)					EBITDA	709	835	978	1131
营业收入增长率	36.0%	12.2%	15.0%	15.0%	所得税	68	85	101	119
EBIT 增长率	46.2%	23.2%	19.0%	17.0%	有效所得税率%	11.3%	12.0%	12.0%	12.0%
净利润增长率	44.3%	16.0%	19.5%	17.8%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	534	620	740	873
资产负债率	31.1%	31.8%	33.8%	34.8%					
流动比率	2.54	2.48	2.41	2.41	资产负债表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
速动比率	2.12	2.05	1.98	1.97	货币资金	744	550	719	573
现金比率	0.70	0.47	0.53	0.38	应收账款及应收票据	861	1110	1140	1454
经营效率指标					存货	427	473	545	619
应收账款周转天数	71.79	71.00	71.00	71.00	其它流动资产	684	764	874	1009
存货周转天数	64.69	70.00	70.00	70.00	流动资产合计	2716	2897	3279	3655
总资产周转率	0.89	0.90	0.97	1.03	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	4.01	4.41	5.19	6.20	固定资产	811	798	773	741
					在建工程	9	65	51	46
					无形资产	128	128	128	128
					非流动资产合计	1106	1143	1096	1049
现金流量表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	资产总计	3822	4040	4375	4704
净利润	534	620	740	873	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	622	669	798	878
非现金支出	125	128	132	137	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	13	-10	-10	-10	其它流动负债	445	497	562	639
营运资金变动	-147	-301	-43	-391	流动负债合计	1068	1166	1360	1517
经营活动现金流	526	436	819	608	长期借款	0	0	0	0
资产	-73	-126	-46	-51	其它长期负债	120	120	120	120
投资	0	0	0	0	非流动负债合计	120	120	120	120
其他	0	0	0	0	负债总计	1187	1286	1480	1636
投资活动现金流	-73	-126	-46	-51	实收资本	506	506	506	506
债权募资	-5	0	0	0	归属于母公司所有者权益	2635	2754	2895	3067
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-317	-504	-604	-704	负债和所有者权益合计	3822	4040	4375	4704
融资活动现金流	-322	-504	-604	-704					
现金净流量	128	-194	169	-147					

备注:(1)表中计算估值指标的收盘价日期为10月25日;(2)以上各表均为简表

资料来源:公司年报(2021),海通证券研究所

信息披露

分析师声明

冯晨阳 建筑建材行业
申浩 建筑建材行业
潘莹练 建筑建材行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息,本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解,清晰准确地反映了作者的研究观点,结论不受任何第三方的授意或影响,特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 鲁阳节能,天山股份,中国巨石,东鹏控股,帝欧家居,松霖科技,华瓷股份,南玻 A,华新水泥,三棵树,华达新材,马可波罗,伟星新材,兔宝宝,凯盛科技,祁连山,冀东水泥,科顺股份,亚士创能,玉马遮阳,海螺水泥,中材科技,东方雨虹,再升科技,宁夏建材,雄塑科技,山东玻纤,惠达卫浴,北新建材,上峰水泥

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下,本公司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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。