

鲁阳节能 (002088)

证券研究报告

2023年05月03日

23q1 陶纤盈利能力或企稳，重视鲁阳-奇耐合作前景

公司发布 22 年年报及 23 年一季报。22fy 公司收入 33.7 亿，yoy+7%；归母净利润 5.8 亿，yoy+9%；扣非归母净利润 5.5 亿，yoy+5%。其中 22q4 收入 9.2 亿，yoy+4%，qoq+6%；归母净利润 1.2 亿，yoy-9%，qoq-20%；扣非归母 0.9 亿，yoy-30%，qoq-37%。与前期 22fy 业绩快报一致。23q1 公司收入 6.7 亿，yoy+2%，qoq-27%；归母净利润 1.0 亿，yoy-19%，qoq-16%；扣非归母净利润 1.0 亿，yoy-20%，qoq+8%。扣非归母净利润环比已有一定改善。

公司 22 年拟以 2022 年末总股本 5.06 亿股为基数，每 10 股派发现金红利 8.00 元（含税），现金分红总额（含税）约 4.05 亿元，对应分红比率为 70%。

公司亦公告内蒙古基地陶瓷纤维谈项目建设进展，一期 4 万吨产能已于 23/03 完成建设并投产，二期 8 万吨经董事会审议批准（已批准）后开始实施生产厂房的建设，生产线设备选型方案需向董事会报备，项目总投资预计 1.15 亿元。

陶纤盈利能力阶段承压，推测 23q1 初步企稳，看好 23 年持续改善

22h2 以来公司收入同比增速处于偏低速增长区间（22q3/22q4/23q1 单季收入 yoy 分别为 2.8%/4.3%/2.2%），部分或源于公司为更好巩固陶纤市场地位等，产品平均价格或阶段承压。此外 23q1 公司业务中不再包括玄武岩纤维（22fy 该业务收入 3.6 亿元，yoy-16%，占同期总收入比例为 10.8%），亦为表观收入同比增速较低的原因之一。22fy 公司陶纤产品销量 49.7 万吨，yoy+9.9%；同期陶纤产品吨均价 6,029 元，yoy+0.4%/+24 元。22fy 公司综合毛利率 32.8%，yoy-1.9pct；其中陶纤制品、玄武岩制品毛利率分别为 34.5%、17.2%，yoy 分别-3.6、+3.7pct。单 22q4/23q1 综合毛利率分别为 29.4%/31.8%，yoy 分别-3.0/-3.5pct，qoq 分别-2.5/+2.4pct。盈利能力延续承压，推测主因陶纤产品价格压力及原燃料等主要成本要素同比增加（一个案例为陶瓷纤维产品结构相对统一的内蒙古鲁阳 22fy 收入 5.2 亿，yoy+5%，收入增长核心驱动力为产品销量增长；归母净利润 1.1 亿，yoy-10%），23q1 毛利率环比改善部分原因推测为不再并表盈利能力较低的玄武岩纤维业务，同时推测陶纤业务盈利能力或边际已企稳。22fy 公司归母净利率 17.3%，yoy+0.4pct；单 22q4/23q1 归母净利率分别为 12.8%/14.8%，yoy 分别-2.0/-3.8pct，qoq 分别-4.2/+1.9pct。

期待奇耐-鲁阳合作新篇章前景，重视鲁阳成长前景，维持“买入”评级

前期奇耐-鲁阳合作对于鲁阳经营质量改善效果明显，二者新阶段合作较前期有重要变化，业务领域或较好拓宽，或为鲁阳成长新机遇。公司作为我国陶纤行业引领者，规模/成本/产品均有明显优势，坚定扩产巩固市场份额/竞争优势；公司治理优异，持续高分红佐证经营质量。考虑阶段价格压力等，小幅下调公司 23/24 年归母净利润至 7.0/8.5 亿（前值 7.3/9.1 亿），新增 25 年预测为 10.4 亿，yoy+20%/22%/21%。维持公司 25x 23 年目标 PE，小幅下调目标价至 34.56 元，维持“买入”评级。

风险提示：原材料成本涨幅超预期、需求低于预期、供需格局恶化风险、奇耐与公司合作效果低于预期。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,163.81	3,369.98	3,433.59	3,922.64	4,481.35
增长率(%)	36.04	6.52	1.89	14.24	14.24
EBITDA(百万元)	833.27	914.46	946.89	1,143.04	1,374.42
净利润(百万元)	534.18	582.35	700.01	854.89	1,037.20
增长率(%)	44.27	9.02	20.21	22.12	21.33
EPS(元/股)	1.05	1.15	1.38	1.69	2.05
市盈率(P/E)	19.91	18.26	15.19	12.44	10.25
市净率(P/B)	4.04	3.69	3.44	3.18	2.91
市销率(P/S)	3.36	3.16	3.10	2.71	2.37
EV/EBITDA	14.72	11.74	9.46	8.39	6.38

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑材料/装修建材
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	21 元
目标价格	34.56 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	506.33
流通 A 股股本(百万股)	451.33
A 股总市值(百万元)	10,632.98
流通 A 股市值(百万元)	9,477.84
每股净资产(元)	5.88
资产负债率(%)	21.20
一年内最高/最低(元)	28.28/17.44

作者

武慧东	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521050002	wuhuidong@tfzq.com
鲍荣富	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120003	baorongfu@tfzq.com
吴红艳	联系人
wuhongyan@tfzq.com	

股价走势



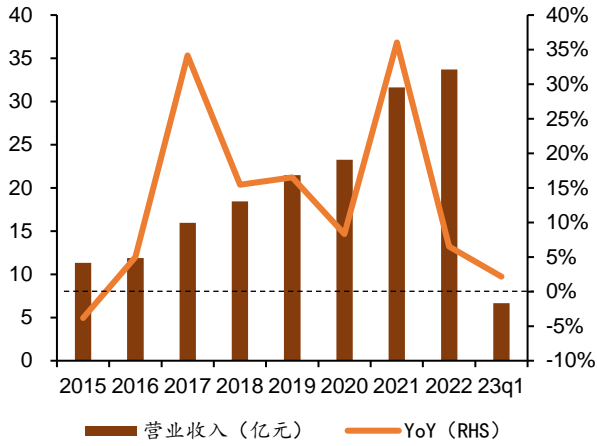
资料来源：聚源数据

相关报告

- 《鲁阳节能-公司点评:22q4 利润率暂承压，陶纤优势持续强化，23 年为关键一年》 2023-03-15
- 《鲁阳节能-公司点评:剥离岩棉资产，拉开与奇耐新阶段互动序幕》 2022-12-29
- 《鲁阳节能-季报点评:业绩基本符合预期，重视鲁阳加速成长前景》 2022-10-26

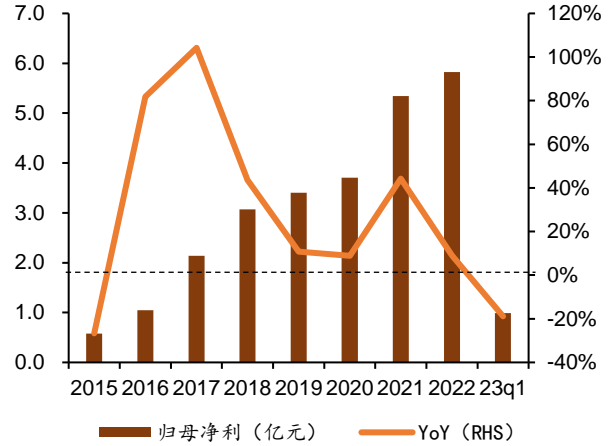
公司历年经营情况及可比公司估值表

图 1: 公司近年营收及同比增速



资料来源: Wind、天风证券研究所

图 2: 公司近年归母净利润及同比增速



资料来源: Wind、天风证券研究所

图 3: 可比公司估值情况

股票代码	公司名称	市值 亿元	收盘价 元/股	EPS (元/股)				P/E			
				21A	22A	23E	24E	21A	22A	23E	24E
002392.SZ	北京利尔	41.7	3.50	0.33	0.22	0.25	0.29	10.5	16.3	13.8	12.0
688398.SH	赛特新材	35.8	44.81	1.42	0.80	1.55	2.63	31.6	56.1	28.8	17.0
603601.SH	再升科技	45.7	4.47	0.24	0.15	0.23	0.29	18.3	30.2	19.0	15.3
603256.SH	宏和科技	64.9	7.33	0.14	0.06	0.06	0.10	52.2	123.8	117	75.0
600176.SH	中国巨石	583.7	14.58	1.51	1.65	1.39	1.70	9.7	8.8	10.5	8.6
	平均值							24.4	47.1	37.8	25.6
	中位数							18.3	30.2	19.0	15.3
002088.SZ	鲁阳节能	106.3	21.00	1.05	1.15	1.38	1.69	19.9	18.3	15.2	12.4

注: 股价时间 2023/4/28; 除鲁阳节能外, 其他业绩预测源自 Wind 一致预期;

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	743.78	931.44	1,630.40	1,007.47	1,820.54
应收票据及应收账款	861.25	1,460.37	809.70	1,674.73	1,039.08
预付账款	27.47	28.45	24.75	34.24	31.17
存货	426.62	270.14	392.70	342.29	472.71
其他	656.60	357.90	304.71	478.02	427.70
流动资产合计	2,715.73	3,048.30	3,162.26	3,536.76	3,791.19
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	810.64	623.32	658.07	698.30	740.93
在建工程	9.00	77.29	141.83	193.47	234.77
无形资产	130.11	119.75	115.09	110.44	105.79
其他	156.24	46.60	46.34	46.15	46.15
非流动资产合计	1,105.99	866.96	961.34	1,048.37	1,127.65
资产总计	3,821.72	3,915.26	4,123.60	4,585.12	4,918.84
短期借款	0.00	3.46	3.46	3.46	3.46
应付票据及应付账款	622.36	562.05	564.71	684.69	700.70
其他	224.33	242.82	444.59	529.67	536.21
流动负债合计	846.69	808.34	1,012.77	1,217.83	1,240.38
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	119.52	20.34	20.34	20.34	20.34
非流动负债合计	119.52	20.34	20.34	20.34	20.34
负债合计	1,187.11	1,034.77	1,033.11	1,238.17	1,260.72
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	506.33	506.33	506.33	506.33	506.33
资本公积	440.60	443.41	443.41	443.41	443.41
留存收益	1,703.97	1,931.79	2,141.80	2,398.26	2,709.42
其他	(16.30)	(1.04)	(1.04)	(1.04)	(1.04)
股东权益合计	2,634.61	2,880.49	3,090.49	3,346.96	3,658.12
负债和股东权益总计	3,821.72	3,915.26	4,123.60	4,585.12	4,918.84

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	534.18	582.35	700.01	854.89	1,037.20
折旧摊销	108.07	113.16	105.36	112.78	120.72
财务费用	8.18	(10.46)	(10.01)	(10.30)	(11.03)
投资损失	0.00	(25.57)	(26.05)	(26.30)	(26.56)
营运资金变动	(345.11)	306.02	583.59	(792.18)	581.19
其它	220.21	(350.53)	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	525.52	614.97	1,352.91	138.88	1,701.52
资本支出	37.34	82.69	200.00	200.00	200.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(110.45)	(132.63)	(373.95)	(373.70)	(373.44)
投资活动现金流	(73.11)	(49.94)	(173.95)	(173.70)	(173.44)
债权融资	(7.42)	20.02	10.01	10.30	11.03
股权融资	(324.14)	18.06	(490.01)	(598.42)	(726.04)
其他	9.99	(400.15)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	(321.56)	(362.06)	(480.00)	(588.12)	(715.01)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	130.85	202.97	698.96	(622.93)	813.07

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	3,163.81	3,369.98	3,433.59	3,922.64	4,481.35
营业成本	2,065.66	2,263.76	2,153.57	2,387.98	2,647.90
营业税金及附加	32.29	32.71	33.33	38.08	43.50
销售费用	200.38	180.14	183.54	209.68	239.55
管理费用	141.32	141.28	143.95	164.45	187.87
研发费用	133.86	125.70	128.07	146.31	167.15
财务费用	4.47	(16.85)	(10.01)	(10.30)	(11.03)
资产/信用减值损失	(10.06)	(41.11)	(41.88)	(52.21)	(66.15)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	25.57	26.05	26.30	26.56
其他	7.29	6.60	0.00	0.00	0.00
营业利润	588.63	652.18	785.31	960.53	1,166.80
营业外收入	16.34	8.93	8.93	8.93	8.93
营业外支出	2.53	2.22	2.22	2.22	2.22
利润总额	602.43	658.88	792.01	967.24	1,173.51
所得税	68.25	76.54	92.00	112.35	136.31
净利润	534.18	582.35	700.01	854.89	1,037.20
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	534.18	582.35	700.01	854.89	1,037.20
每股收益(元)	1.05	1.15	1.38	1.69	2.05

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	36.04%	6.52%	1.89%	14.24%	14.24%
营业利润	40.67%	10.80%	20.41%	22.31%	21.47%
归属于母公司净利润	44.27%	9.02%	20.21%	22.12%	21.33%
获利能力					
毛利率	34.71%	32.83%	37.28%	39.12%	40.91%
净利率	16.88%	17.28%	20.39%	21.79%	23.14%
ROE	20.28%	20.22%	22.65%	25.54%	28.35%
ROIC	30.42%	32.33%	35.92%	59.19%	44.44%
偿债能力					
资产负债率	31.06%	26.43%	25.05%	27.00%	25.63%
净负债率	-28.15%	-32.15%	-52.59%	-29.94%	-49.62%
流动比率	2.54	3.00	3.12	2.90	3.06
速动比率	2.14	2.74	2.73	2.62	2.68
营运能力					
应收账款周转率	3.54	2.90	3.03	3.16	3.30
存货周转率	8.52	9.67	10.36	10.67	11.00
总资产周转率	0.89	0.87	0.85	0.90	0.94
每股指标(元)					
每股收益	1.05	1.15	1.38	1.69	2.05
每股经营现金流	1.04	1.21	2.67	0.27	3.36
每股净资产	5.20	5.69	6.10	6.61	7.22
估值比率					
市盈率	19.91	18.26	15.19	12.44	10.25
市净率	4.04	3.69	3.44	3.18	2.91
EV/EBITDA	14.72	11.74	9.46	8.39	6.38
EV/EBIT	16.91	13.39	10.65	9.30	7.00

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com