

# 鲁阳节能 (002088)

证券研究报告

2023年05月07日

## 拟收购宜兴高奇，工业过滤材料业务贡献增长新动力

据公司公告，公司近日与 Leaseford Enterprises Limited (简称 Leaseford，与公司为同一实控人控制下的关联企业) 签署《股权购买协议》，以 1.8 亿元收购 Leaseford 持有的宜兴高奇 100% 股权，资产交割预计不晚于 2023/06/19。宜兴高奇 21/22 年收入分别 2.29/1.96 亿，净利润 1.9/ 359.2 万元；总资产分别 2.61/2.47 亿元，净资产分别 1.38/1.42 亿元。宜兴高奇全资持有莱德尔无锡、莱德尔上海。其中：1) 宜兴高奇：成立于 2004 年，全面引进德国高奇的核心生产设备和技术，德国高级技术工程师驻地实施技术指导。主营产品为高性能无纺布工业过滤产品，产品应用于燃煤电厂/废物焚烧/钢铁/化工/冶金等多个行业。2) 莱德尔上海：主营业务为滤袋的生产和销售。3) 莱德尔无锡：主营业务为滤料的生产和销售。

公告亦明确，本次交易前 Unifrax Holding Co. (公司控股股东) 与宜兴高奇签署了《工业过滤技术许可协议》(许可宜兴高奇在中国境内生产指定产品及在中国境内进行销售，产品包括芳纶纤维及芳纶 Fiberlox 滤料、均聚丙烯腈纤维、涤纶聚酯纤维、聚丙烯纤维、PTFE 纤维) 及《商标许可协议》(宜兴高奇获得了采用 PTFE 膜覆膜技术的产品、用于特殊应用的 PTFE 纤维混纺针刺毡、转为超低排放要求设计的产品等主要产品的商标许可)。

### 与控股股东资产整合稳步推进，工业过滤材料有望成为公司第二增长曲线

本次鲁阳收购宜兴高奇为践行前期控股股东奇耐去年完成对公司部分要约收购后合作框架，收购宜兴高奇后，公司大体完成整合控股股东于境内工业过滤材料业务，本次收购将公司业务范围扩展至工业过滤材料领域，公司将拥有标的资产旗下六条滤料生产线(年产能达 950 万平米、CBC 滤袋年产能 100 万条)。预计后续资源整合将继续推进。

我国工业过滤材料具有典型的大行业(据中国纺织信息微信公众号，我们认为行业市场规模超 2,000 亿)、小公司特征，中小企业多、低端产品多、企业创新能力偏弱。另一方面，“双碳”及环保要求趋于严格背景下，中高端工业过滤材料需求景气持续向上。与此同时，产品/技术有优势的宜兴高奇收入体量相对较小，我们推测核心原因在于产品销售能力相对偏弱。工业过滤材料与公司陶纤业务有类似特征，包括：a-需求有较好成长前景；b-产品制造有技术门槛；c-需求多领域，需要较好的销售能力。鲁阳前期陶纤业务做强做大的经验，令我们工业过滤材料业务前景充满期待。

### 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，二者新阶段合作或为鲁阳成长新机遇，收购宜兴高奇为重要一步。公司作为我国陶纤行业引领者，该业务做大做强的经历佐证公司优异经营质量及管理水平。维持盈利预测，预计公司 23-25 年归母净利润分别 7.0/8.5/10.4 亿，yoy+20%/22%/21%。维持公司 25x 23 年目标 PE，维持目标价至 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、供给格局恶化风险、奇耐与公司合作效果低于预期、收购宜兴高奇失败风险。

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
归属母公司净利润(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)	18.39	16.87	14.03	11.49	9.47
市净率(P/B)	3.73	3.41	3.18	2.93	2.69
市销率(P/S)	3.10	2.91	2.86	2.50	2.19
EV/EBITDA	14.72	11.74	8.61	7.68	5.79

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	19.4 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)	9,822.85
流通 A 股市值(百万元)	8,755.72
每股净资产(元)	5.88
资产负债率(%)	21.20
一年内最高/最低(元)	28.28/18.50

### 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



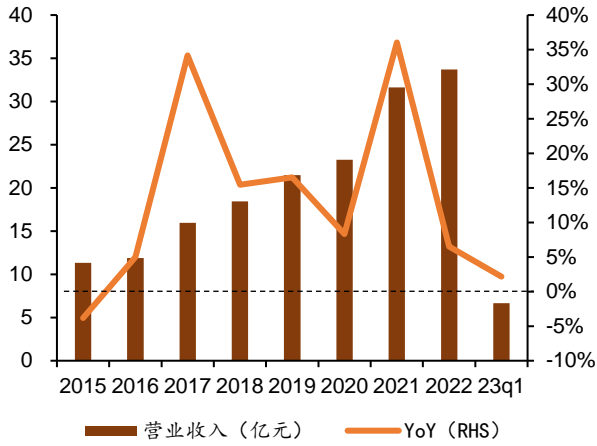
资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《鲁阳节能-年报点评报告:23q1 陶纤盈利能力或企稳，重视鲁阳-奇耐合作前景》 2023-05-03
- 《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

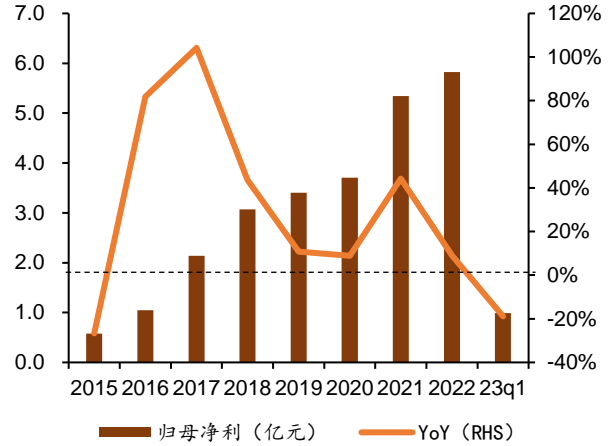
## 公司近年经营情况及可比公司估值表

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	43.2	3.63	0.33	0.22	0.25	0.29	10.9	16.9	14.3	12.5
688398.SH	赛特新材	37.2	46.49	1.42	0.80	1.55	2.63	32.7	58.2	29.9	17.7
603601.SH	再升科技	44.0	4.31	0.24	0.15	0.22	0.27	17.6	29.2	19.6	15.8
603256.SH	宏和科技	64.1	7.24	0.14	0.06	0.06	0.10	51.6	122.3	116	74.1
600176.SH	中国巨石	604.5	15.10	1.51	1.65	1.38	1.70	10.0	9.1	10.9	8.9
	<b>平均值</b>							<b>24.6</b>	<b>47.1</b>	<b>38.0</b>	<b>25.8</b>
	<b>中位数</b>							<b>17.6</b>	<b>29.2</b>	<b>19.6</b>	<b>15.8</b>
002088.SZ	鲁阳节能	98.2	19.40	1.05	1.15	1.38	1.69	18.4	16.9	14.0	11.5

注：股价时间 2023/05/04；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
<b>流动资产合计</b>	<b>2,715.73</b>	<b>3,048.30</b>	<b>3,162.26</b>	<b>3,536.76</b>	<b>3,791.19</b>
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
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,105.99</b>	<b>866.96</b>	<b>961.34</b>	<b>1,048.37</b>	<b>1,127.65</b>
<b>资产总计</b>	<b>3,821.72</b>	<b>3,915.26</b>	<b>4,123.60</b>	<b>4,585.12</b>	<b>4,918.84</b>
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
<b>流动负债合计</b>	<b>846.69</b>	<b>808.34</b>	<b>1,012.77</b>	<b>1,217.83</b>	<b>1,240.38</b>
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
<b>非流动负债合计</b>	<b>119.52</b>	<b>20.34</b>	<b>20.34</b>	<b>20.34</b>	<b>20.34</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,187.11</b>	<b>1,034.77</b>	<b>1,033.11</b>	<b>1,238.17</b>	<b>1,260.72</b>
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)
<b>股东权益合计</b>	<b>2,634.61</b>	<b>2,880.49</b>	<b>3,090.49</b>	<b>3,346.96</b>	<b>3,658.12</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3,821.72</b>	<b>3,915.26</b>	<b>4,123.60</b>	<b>4,585.12</b>	<b>4,918.84</b>

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
<b>经营活动现金流</b>	<b>525.52</b>	<b>614.97</b>	<b>1,352.91</b>	<b>138.88</b>	<b>1,701.52</b>
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)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(73.11)</b>	<b>(49.94)</b>	<b>(173.95)</b>	<b>(173.70)</b>	<b>(173.44)</b>
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)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(321.56)</b>	<b>(362.06)</b>	<b>(480.00)</b>	<b>(588.12)</b>	<b>(715.01)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>130.85</b>	<b>202.97</b>	<b>698.96</b>	<b>(622.93)</b>	<b>813.07</b>

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>3,163.81</b>	<b>3,369.98</b>	<b>3,433.59</b>	<b>3,922.64</b>	<b>4,481.35</b>
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
<b>营业利润</b>	<b>588.63</b>	<b>652.18</b>	<b>785.31</b>	<b>960.53</b>	<b>1,166.80</b>
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
<b>利润总额</b>	<b>602.43</b>	<b>658.88</b>	<b>792.01</b>	<b>967.24</b>	<b>1,173.51</b>
所得税	68.25	76.54	92.00	112.35	136.31
<b>净利润</b>	<b>534.18</b>	<b>582.35</b>	<b>700.01</b>	<b>854.89</b>	<b>1,037.20</b>
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>534.18</b>	<b>582.35</b>	<b>700.01</b>	<b>854.89</b>	<b>1,037.20</b>
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
<b>成长能力</b>					
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%
<b>获利能力</b>					
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%
<b>偿债能力</b>					
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
<b>营运能力</b>					
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
<b>每股指标(元)</b>					
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
<b>估值比率</b>					
市盈率	18.39	16.87	14.03	11.49	9.47
市净率	3.73	3.41	3.18	2.93	2.69
EV/EBITDA	14.72	11.74	8.61	7.68	5.79
EV/EBIT	16.91	13.39	9.69	8.52	6.35

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