

## 公司研究

## 剥离玄武岩纤维业务，进一步优化资产结构

## ——鲁阳节能（002088.SZ）转让控股子公司点评

## 要点

**事件：**公司拟将母公司持有的岩棉业务相关产线设备，以及部分非经营性土地、房屋建筑物及构筑物划转至子公司山东鲁阳玄武岩纤维有限公司（下称“玄武岩纤维”），并将其全部股权转让给淄博华源实业发展有限公司（下称“华源实业”），本次交易完成后，玄武岩纤维不再纳入公司合并报表范围。

## 点评：

**逐步退出玄武岩纤维产品市场，优化资产业务结构：**根据公司2021年年报，玄武岩产品收入为4.4亿元，占营收比例13.8%，但毛利率仅为13.5%，远低于整体毛利率21.2pct；2022H1，收入为1.8亿元（同降15.1%），营收占比下滑至11.3%，毛利率为18.6%。而本次剥离的玄武岩纤维21年收入为2.8亿元，净利润则为-1222万元。玄武岩纤维业务对于公司业绩贡献有限，剥离后则有助于轻装上阵。

根据2022年4月27日公司控股股东奇耐和南麻街道签订的《战略合作备忘录》，奇耐将“协助鲁阳节能就其旗下的某些传统产品业务，包括岩棉子公司等的产业优化整合制定具体方案，以期实现对这些传统产品业务在当地的持续经营和长期发展。”

综上，本次转让玄武岩纤维股权符合公司战略规划，未来也将逐步退出玄武岩纤维产品的生产和经营，有利于公司优化资产和业务结构，促进稳健发展。

**交易对价高于净资产，进一步增厚利润：**公司本次出售玄武岩纤维100%的股权交易对价为人民币1.75亿元，较净资产溢价率为19.43%。公司预计将增加转让完成年度的税前利润合计2846.47万元。此外，华源实业实控人为沂源县南麻街道集体资产经营管理中心（亦为鲁阳节能股东），其持股比例为35.29%。鲁阳节能授权玄武岩纤维在岩棉/玄武岩业务继续使用“鲁阳”商标，并将岩棉生产设备所在场地无偿租赁给其使用，期限均为5年。

**盈利预测与估值评级：**陶瓷纤维行业需求有望持续扩容，公司的技术和成本优势行业领先，不断推升市场份额。控股股东已完成对公司的要约收购，有望进一步给公司带来资源、技术以及市场助力，持续打开成长天花板。由于本次资产出售尚未完成，我们维持公司22-24年EPS为1.20、1.67和2.03元，维持“买入”评级。

**风险提示：**行业需求增长不及预期；公司市场份额提升不及预期；新业务拓展不及预期；国内疫情反复；现金分红比例大幅降低；大股东赋能不及预期。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	2,326	3,164	3,350	4,576	5,463
营业收入增长率	8.32%	36.04%	5.89%	36.60%	19.37%
净利润（百万元）	370	534	607	845	1,029
净利润增长率	8.82%	44.27%	13.64%	39.15%	21.85%
EPS（元）	1.02	1.05	1.20	1.67	2.03
ROE（归属母公司）（摊薄）	15.57%	20.28%	21.02%	25.37%	27.10%
P/E	21	20	18	13	11
P/B	3.3	4.1	3.8	3.3	2.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-12-28注：20年末为3.62亿股，21年及以后为5.06亿股

## 买入（维持）

当前价：21.52元

## 作者

分析师：孙伟风

执业证书编号：S0930516110003

021-52523822

sunwf@ebscn.com

分析师：冯孟乾

执业证书编号：S0930521050001

010-58452063

fengmq@ebscn.com

联系人：陈奇凡

021-52523819

chenqf@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	5.06
总市值(亿元)	108.96
一年最低/最高(元)	12.56/28.28
近3月换手率	23.85%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-6.72	-9.42	7.79
绝对	-3.02	-8.31	-11.55

资料来源：Wind

## 相关研报

外部冲击短期扰动业绩，不改长期成长趋势——鲁阳节能（002088.SZ）2022年三季度报点评（2022-10-25）

### 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	2,326	3,164	3,350	4,576	5,463
营业成本	1,484	2,066	2,196	2,953	3,504
折旧和摊销	106	108	141	159	175
税金及附加	29	32	34	47	56
销售费用	169	200	184	252	300
管理费用	119	141	150	205	244
研发费用	103	134	127	174	208
财务费用	1	4	-1	3	8
投资收益	15	0	0	0	0
营业利润	418	589	677	945	1,153
利润总额	426	602	685	953	1,161
所得税	56	68	78	108	132
净利润	370	534	607	845	1,029
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	370	534	607	845	1,029
EPS(元)	1.02	1.05	1.20	1.67	2.03

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	447	526	713	777	1,061
净利润	370	534	607	845	1,029
折旧摊销	106	108	141	159	175
净营运资金增加	138	288	77	537	373
其他	-167	-404	-111	-764	-516
投资活动产生现金流	-20	-73	-669	-425	-200
净资本支出	-42	-73	-698	-400	-200
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	22	0	29	-25	0
融资活动现金流	-241	-322	49	-45	-639
股本变化	0	145	0	0	0
债务净变化	-5	-3	403	361	-71
无息负债变化	52	263	138	310	240
净现金流	181	128	94	307	222

### 主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	36.2%	34.7%	34.5%	35.5%	35.9%
EBITDA 率	23.1%	22.4%	24.3%	24.6%	24.7%
EBIT 率	18.5%	19.0%	20.1%	21.1%	21.5%
税前净利润率	18.3%	19.0%	20.4%	20.8%	21.2%
归母净利润率	15.9%	16.9%	18.1%	18.5%	18.8%
ROA	11.2%	14.0%	13.2%	14.7%	16.2%
ROE (摊薄)	15.6%	20.3%	21.0%	25.4%	27.1%
经营性 ROIC	15.8%	20.3%	18.1%	21.0%	23.3%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	28%	31%	37%	42%	40%
流动比率	2.56	2.54	1.85	1.68	1.81
速动比率	2.21	2.14	1.56	1.40	1.50
归母权益/有息债务	474.98	1282.39	7.14	4.35	5.47
有形资产/有息债务	629.58	1785.56	11.04	7.29	8.97

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	3,304	3,822	4,615	5,728	6,366
货币资金	589	744	838	1,144	1,366
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	637	625	693	946	1,130
应收票据	288	236	268	366	437
其他应收款 (合计)	17	16	34	46	55
存货	316	427	477	643	764
其他流动资产	448	640	640	640	640
流动资产合计	2,320	2,716	2,978	3,825	4,438
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	3	3	3
固定资产	767	810	938	1,025	1,049
在建工程	21	9	374	491	473
无形资产	131	128	126	123	121
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	12	104	104	104	104
非流动资产合计	985	1,106	1,637	1,903	1,928
总负债	927	1,187	1,728	2,399	2,568
短期借款	5	0	405	765	694
应付账款	302	344	366	492	584
应付票据	203	278	307	413	491
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	22	23	23	23	23
流动负债合计	907	1,068	1,608	2,280	2,449
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	17	118	118	118	118
非流动负债合计	19	120	120	120	120
股东权益	2,378	2,635	2,887	3,329	3,798
股本	362	506	506	506	506
公积金	824	737	737	737	737
未分配利润	1,227	1,407	1,660	2,102	2,571
归属母公司权益	2,378	2,635	2,887	3,329	3,798
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	7.25%	6.33%	5.50%	5.50%	5.50%
管理费用率	5.10%	4.47%	4.47%	4.47%	4.47%
财务费用率	0.03%	0.14%	-0.03%	0.07%	0.14%
研发费用率	4.43%	4.23%	3.80%	3.80%	3.80%
所得税率	13%	11%	11%	11%	11%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.85	0.70	0.80	1.11	1.35
每股经营现金流	1.24	1.04	1.41	1.53	2.10
每股净资产	6.57	5.20	5.70	6.58	7.50
每股销售收入	6.43	6.25	6.62	9.04	10.79

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	21	20	18	13	11
PB	3.3	4.1	3.8	3.3	2.9
EV/EBITDA	14.5	15.4	13.9	10.3	8.6
股息率	3.9%	3.3%	3.7%	5.1%	6.3%

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
<b>基准指数说明：</b> A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。	

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE