

鲁阳节能 (002088)

证券研究报告

2022年12月29日

剥离岩棉资产，拉开与奇耐新阶段互动序幕

公司公告董事会审议通过剥离岩棉业务资产议案，公司拟退出玄武岩纤维产品的生产和经营，将负责该业务的全资子公司鲁阳玄武岩纤维全部股权通过协议转让的方式转让给淄博华源实业发展有限公司（*实控人为沂源县南麻街道集体资产经营管理中心*）。交易价格协商确定为 1.75 亿元，较 22M1-8 末岩棉业务净资产溢价 19.4%（*溢价适当考虑品牌授权及厂房租赁等*），本次交易预计增加公司转让年度税前利润 2,846 万元。

岩棉资产剥离对公司整体影响较小，边际有助于盈利能力改善

岩棉行业整体呈行业供给格局分散、“劣币驱逐良币”等特征，主要下游建筑保温材料需求较多元（*与地域有关联、行业标准执行等稍差*），岩棉行业整体效益偏差，岩棉资产剥离有助于边际改善公司整体盈利能力（*如鲁阳节能 21 年、22h1 岩棉业务毛利率分别为 13.5%、18.6%，vs 公司陶瓷纤维业务同期毛利率分别为 38.1%、37.2%；公司岩棉业务 22M1-8 岩棉业务净利率为 3.0% vs 公司 22q1-3 整体净利率为 18.9%*）。另一方面，岩棉资产剥离对公司影响较小，22M1-8 末岩棉业务总资产、净资产占公司比例预计分别约 10%、5%。

资产剥离为与奇耐合作新阶段开端事件，关注业务互动持续进展

22/04 公司控股股东奇耐联合与南麻街道签署《战略合作备忘录》，明确成功完成部分要约收购后（*22/06 完成，奇耐持股比例大幅提升至 53%*）双方后续合作思路。奇耐承诺：1）继续通过鲁阳加大在中国投资力度，预计未来五年持续增加固定资产投资，新增投资预计主要集中于排气控制/特种纤维/工业热管理三方面；2）积极推动资源整合，逐步将奇耐在中国业务整合到鲁阳平台，且奇耐今后于中国投资均在鲁阳节能平台运作。3）业务优化视角，一方面协助鲁阳优化部分业务（*如岩棉*），另一方面探索鲁阳发展新机会（*如奇耐将带入新技术支持鲁阳节能现阶段 PCW 氧化铝产品升级换代等*）。本次岩棉资产剥离为前期战略合作备忘录推进的开端事件，鲁阳节能与控股股东奇耐互动或进入实际操作期。结合我们前期探讨，奇耐-鲁阳新阶段合作蕴含鲁阳节能成长重大新机遇。

鲁阳再成长迎新机遇，维持盈利预测，维持“买入”评级

鲁阳是我国陶纤行业引领者，规模、成本、产品力等均有较明显优势，行业需求景气度或持续向上。前期奇耐-鲁阳合作对鲁阳经营质量改善效果明显，持股比例大幅提升后新阶段合作蕴含鲁阳重大成长机遇，岩棉资产剥离拉开与奇耐新阶段互动序幕，前景值得期待。维持前期盈利预测，预计公司 22-24 年归母净利 6.3/7.7/9.2 亿（*未考虑潜在新业务贡献*），yoy 分别 +17%/23%/20%，现价对应公司 23 年 PE 约 14x，维持公司目标价 38.01 元（*对应 23 年 PE 25x*），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、奇耐与公司互动效果低于预期、奇耐联合与南麻街道合作不达预期。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,325.69	3,163.81	3,911.68	4,434.41	5,027.27
增长率(%)	8.32	36.04	23.64	13.36	13.37
EBITDA(百万元)	648.38	833.27	825.19	999.59	1,172.74
归属母公司净利润(百万元)	370.27	534.18	626.51	769.88	924.13
增长率(%)	8.82	44.27	17.28	22.88	20.04
EPS(元/股)	0.73	1.05	1.24	1.52	1.83
市盈率(P/E)	29.43	20.40	17.39	14.15	11.79
市净率(P/B)	4.58	4.14	3.86	3.57	3.27
市销率(P/S)	4.69	3.44	2.79	2.46	2.17
EV/EBITDA	5.19	14.72	12.26	9.77	8.33

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	21.52 元
目标价格	38.01 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)	10,896.28
流通 A 股市值(百万元)	9,712.53
每股净资产(元)	5.44
资产负债率(%)	26.53
一年内最高/最低(元)	28.28/12.93

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

林晓龙 联系人
linxiaolong@tfzq.com

吴红艳 联系人
wuhongyan@tfzq.com

股价走势



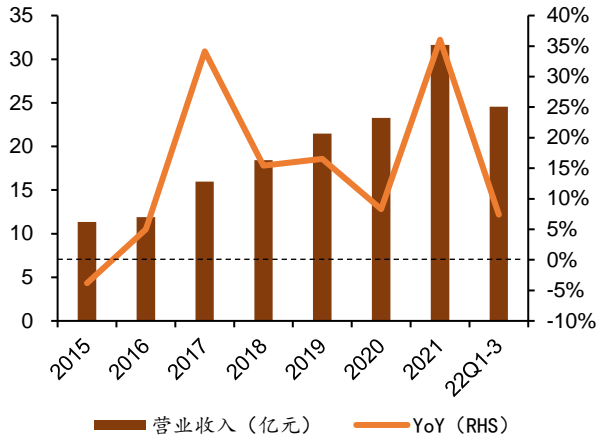
资料来源：聚源数据

相关报告

- 《鲁阳节能-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
- 《鲁阳节能-首次覆盖报告:陶纤龙头成长加速，奇耐-鲁阳合作进入新阶段》2022-09-04

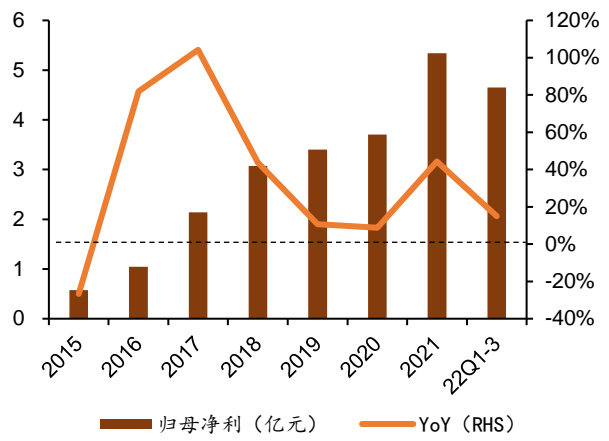
公司近年经营情况及可比公司估值表

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			
				20A	21A	22E	23E	20A	21A	22E	23E
002392.SZ	北京利尔	42.0	3.53	0.38	0.33	0.37	0.43	9.3	10.6	9.7	8.1
688398.SH	赛特新材	27.4	34.27	1.17	1.42	0.95	1.56	29.4	24.1	35.9	21.9
603601.SH	再升科技	53.3	5.23	0.35	0.24	0.24	0.31	14.8	21.4	22.2	17.1
603256.SH	宏和科技	59.1	6.68	0.13	0.14	0.08	0.13	50.5	47.5	81.0	49.8
600176.SH	中国巨石	535.6	13.38	0.60	1.51	1.63	1.67	22.2	8.9	8.2	8.0
平均值								25.2	22.5	31.4	21.0
中位数								22.2	21.4	22.2	17.1
002088.SZ	鲁阳节能	109.0	21.52	0.73	1.05	1.24	1.52	29.4	20.4	17.4	14.2

注：股价时间 2022/12/28；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)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	589.20	743.78	782.34	1,134.52	1,130.87
应收票据及应收账款	924.67	861.25	1,238.17	1,018.63	1,400.25
预付账款	24.71	27.47	37.75	34.51	46.39
存货	315.75	426.62	501.29	526.74	624.16
其他	465.26	656.60	715.52	762.19	821.86
流动资产合计	2,319.59	2,715.73	3,275.07	3,476.58	4,023.52
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	767.39	810.64	766.28	733.53	708.63
在建工程	22.15	9.00	87.20	149.76	199.81
无形资产	130.59	130.11	125.68	121.24	116.81
其他	64.63	156.24	156.04	155.83	155.81
非流动资产合计	984.76	1,105.99	1,135.19	1,160.36	1,181.05
资产总计	3,304.35	3,821.72	4,410.26	4,636.94	5,204.57
短期借款	5.01	0.00	158.35	158.35	158.35
应付票据及应付账款	504.94	622.36	786.67	774.40	973.25
其他	233.37	224.33	523.16	531.15	622.68
流动负债合计	743.31	846.69	1,468.19	1,463.90	1,754.29
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	19.48	119.52	119.52	119.52	119.52
非流动负债合计	19.48	119.52	119.52	119.52	119.52
负债合计	926.76	1,187.11	1,587.70	1,583.42	1,873.81
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	361.68	506.33	506.33	506.33	506.33
资本公积	573.56	440.60	440.60	440.60	440.60
留存收益	1,477.25	1,703.97	1,891.92	2,122.89	2,400.13
其他	(34.91)	(16.30)	(16.30)	(16.30)	(16.30)
股东权益合计	2,377.59	2,634.61	2,822.56	3,053.52	3,330.76
负债和股东权益总计	3,304.35	3,821.72	4,410.26	4,636.94	5,204.57

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	370.27	534.18	626.51	769.88	924.13
折旧摊销	106.51	108.07	113.84	117.87	122.53
财务费用	5.74	8.18	4.52	8.92	(2.37)
投资损失	(14.73)	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(9.38)	(345.11)	(278.35)	146.59	(260.18)
其它	(10.95)	220.21	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	447.47	525.52	466.52	1,043.26	784.12
资本支出	62.22	37.34	143.24	143.24	143.24
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(82.40)	(110.45)	(286.49)	(286.49)	(286.49)
投资活动现金流	(20.18)	(73.11)	(143.24)	(143.24)	(143.24)
债权融资	(5.71)	(7.42)	153.83	(8.92)	2.37
股权融资	(395.63)	(324.14)	(438.56)	(538.92)	(646.89)
其他	160.80	9.99	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(240.54)	(321.56)	(284.72)	(547.83)	(644.53)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	186.74	130.85	38.55	352.18	(3.65)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	2,325.69	3,163.81	3,911.68	4,434.41	5,027.27
营业成本	1,484.34	2,065.66	2,581.91	2,860.50	3,202.39
营业税金及附加	28.92	32.29	39.92	45.25	51.30
销售费用	168.67	200.38	247.74	280.85	318.40
管理费用	118.66	141.32	166.90	180.33	194.39
研发费用	103.01	133.86	165.50	187.62	212.70
财务费用	0.70	4.47	4.52	8.92	(2.37)
资产/信用减值损失	(20.15)	(10.06)	(12.44)	(16.50)	(22.06)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	14.73	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	8.36	7.29	0.00	0.00	0.00
营业利润	418.45	588.63	692.75	854.45	1,028.41
营业外收入	10.29	16.34	16.34	16.34	16.34
营业外支出	2.63	2.53	2.53	2.53	2.53
利润总额	426.11	602.43	706.56	868.25	1,042.21
所得税	55.84	68.25	80.05	98.37	118.08
净利润	370.27	534.18	626.51	769.88	924.13
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	370.27	534.18	626.51	769.88	924.13
每股收益(元)	0.73	1.05	1.24	1.52	1.83

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	8.32%	36.04%	23.64%	13.36%	13.37%
营业利润	10.10%	40.67%	17.69%	23.34%	20.36%
归属于母公司净利润	8.82%	44.27%	17.28%	22.88%	20.04%
获利能力					
毛利率	36.18%	34.71%	33.99%	35.49%	36.30%
净利率	15.92%	16.88%	16.02%	17.36%	18.38%
ROE	15.57%	20.28%	22.20%	25.21%	27.75%
ROIC	21.69%	30.42%	35.60%	37.44%	47.30%
偿债能力					
资产负债率	28.05%	31.06%	36.00%	34.15%	36.00%
净负债率	-24.57%	-28.15%	-22.03%	-31.90%	-29.14%
流动比率	2.56	2.54	2.23	2.37	2.29
速动比率	2.21	2.14	1.89	2.02	1.94
营运能力					
应收账款周转率	2.76	3.54	3.73	3.93	4.16
存货周转率	6.94	8.52	8.43	8.63	8.74
总资产周转率	0.73	0.89	0.95	0.98	1.02
每股指标(元)					
每股收益	0.73	1.05	1.24	1.52	1.83
每股经营现金流	0.88	1.04	0.92	2.06	1.55
每股净资产	4.70	5.20	5.57	6.03	6.58
估值比率					
市盈率	29.43	20.40	17.39	14.15	11.79
市净率	4.58	4.14	3.86	3.57	3.27
EV/EBITDA	5.19	14.72	12.26	9.77	8.33
EV/EBIT	6.20	16.91	14.22	11.08	9.30

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