

鲁阳节能 (002088.SZ) / 建筑材料

证券研究报告/公司点评

2023年5月11日

评级：买入（维持）

市场价格：19.06元

分析师：孙颖

执业证书编号：S0740519070002

Email: sunying@zts.com.cn

研究助理：刘铭政

Email: liumz01@zts.com.cn

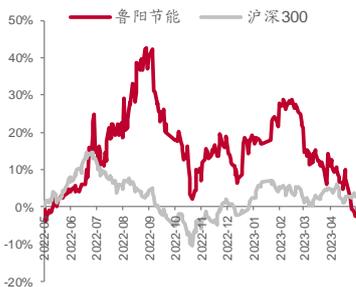
公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	3,164	3,370	3,516	3,937	4,149
增长率 yoy%	36.0%	6.5%	4.3%	12.0%	5.4%
净利润（百万元）	534	582	706	843	962
增长率 yoy%	44.3%	9.0%	21.3%	19.3%	14.1%
每股收益（元）	1.05	1.15	1.39	1.66	1.90
每股现金流量	1.04	1.21	1.44	1.56	1.97
净资产收益率	20%	20%	20%	20%	19%
P/E	18.1	16.6	13.7	11.5	10.0
P/B	3.7	3.4	2.8	2.3	1.9

备注：股价取自2023年5月10日收盘价

基本状况

总股本（百万）	506
流通股本（百万）	451
市价（元）	19.06
市值（百万元）	9,651
流通市值（百万元）	8,602

股价与行业-市场走势对比

相关报告

【公司深度】陶纤龙头乘“双碳”春风，奇耐深度赋能促加速成长（20230308）

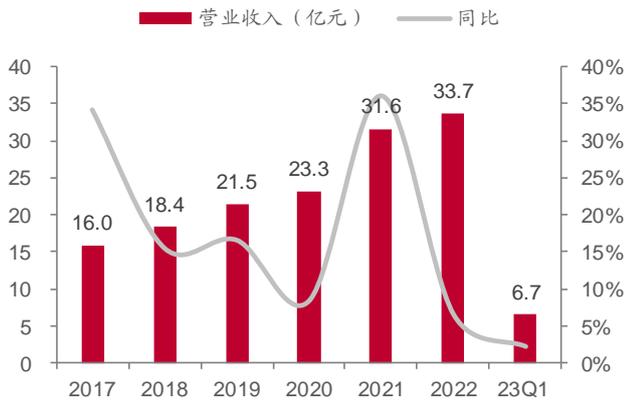
投资要点

- **事件一：**公司发布22年年报，全年实现营收33.7亿元，同比+6.5%；归母净利润5.8亿元，同比+9.0%；扣非归母净利润5.5亿元，同比+5.4%。单四季度营收9.2亿元，同比+4.3%；归母净利润1.2亿元，同比-9.5%；扣非归母净利润0.9亿元，同比-29.6%。
- **事件二：**公司发布23年一季报，23Q1实现营收6.7亿元，同比+2.2%；归母净利润1.0亿元，同比-18.9%；扣非净利1.0亿元，同比-20.0%。
- **事件三：**公司公告与为同一实控人控制下关联企业Leaseford签署《股权购买协议》，以1.8亿元收购其持有的宜兴高奇100%股权。宜兴高奇主营工程用特种纺织品、大气污染防治设备配件加工及制造，22年实现收入与净利润1.96亿/359.2万元；净资产账面价值1.4亿元，收购溢价26.9%。
- **事件四：**公司与奇耐新签订《合作协议》与《主经销协议》，奇耐授予鲁阳用于生产MX（耐热陶纤特制的高性能隔热材料）产品技术专利，技术计划所涉许可费率统一为10%，后续经双方同意可增加其他知识产权。同时，奇耐授予鲁阳非独家经销权，公司作为在经销区域产品的非独家经销商，享有在经销区域出售、要约出售、经销、出口、进口、营销或推广出售产品的非独家权利。
- **陶瓷纤维产能逐步释放，收入端稳健增长。**分业务来看，公司22年全年陶瓷纤维制品、玄武岩产品实现营收29.9、3.6亿，同比+10.4%、-16.4%；销量方面，陶瓷纤维制品、轻质莫来石砖及浇注料分别实现销量47.1万吨、2.5万吨，同比+11.5%、-13.8%。分季度来看，公司22Q1-23Q1营收单季同比+6.7%、+12.5%、+2.8%、+4.3%、+2.2%。自22Q3以来，公司单季营收增速有所放缓，我们估计主要受疫情扰动，下游工业企业资本开支增速略有放缓影响。截至22年底，公司陶瓷纤维年产能达51万吨，23年3月内蒙一期4万吨项目产能投产，预计公司营收增长有望自23Q2起逐步提速。
- **23Q1盈利改善，经营优化下费用水平降低。**毛利率方面，22年公司陶瓷纤维制品、玄武岩产品分别实现毛利率34.5%、17.2%，同比-3.6pct、+3.7pct。分季度来看，22Q1-23Q1公司单季综合毛利率分别为35.3%、35.2%、31.9%、29.4%、31.8%，随能源成本上升，公司22H2起毛利率环比走弱。23Q1公司综合毛利率季度环比+2.4pct，我们预计主要系公司Q1产品价格有所上调。费用率水平看，公司22年全年期间费用率水平为12.8%，同比-2.4pct。其中，销售、管理、财务、研发费用分别同比-1.0、-0.3、-0.6、-0.5pct。全年公司实现销售净利率17.3%，同比+0.4pct。
- **能耗国标实施促行业集中度提升，公司龙头地位望加强。**行业强制性国标《硅酸铝纤维及其制品单位产品能源消耗限额》于22年11月正式实施，标准的实施望推动行业落后产能加速淘汰，市场份额向龙头进一步集中。公司陶瓷纤维产品生产能耗达到国家能耗限额1级标准，处行业领先水平。23年4月，公司公告董事会同意内蒙二期8万吨产能建设，我们预计其最快将于23年底投产，届时公司有望凭综合优势进一步提升市场份额。
- **业务协同加深，奇耐合作赋能提速。**22年6月，控股股东奇耐完成对公司要约收购，持

股比例提升至53%。双方已着手制定新五年规划，奇耐未来将鲁阳打造为国内业务布局唯一平台，帮助公司整合包括排气控制、特种纤维、工业热管理等新业务。本次公司对宜兴高奇股权收购即体现双方在工业热管理业务的初步合作，其工业过滤产品与公司高温除尘滤管道产品下游市场高度重合，一方面宜兴高奇有望凭借鲁阳渠道扩大产销规模从而提高盈利水平，另一方面鲁阳也在工业热管理领域进一步拓宽产品品类以加强销售优势。而奇耐对公司高性能隔热材料产品技术专利以及主经销权的授予，有利公司进一步提升高端产品份额占比以及下游应用新场景的开拓。

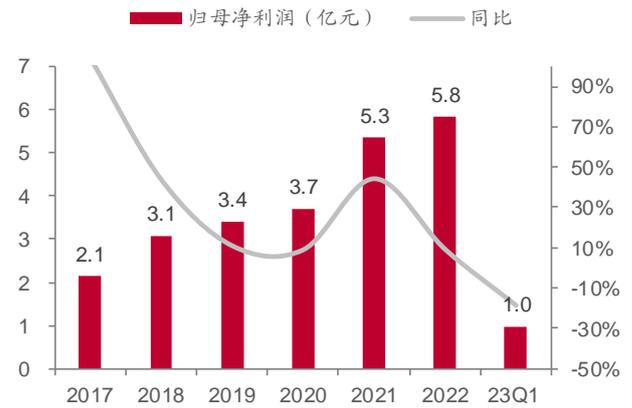
- **投资建议：**公司产能稳步提升，凭借规模、研发及项目经验优势，在行业集中度提升背景下，龙头地位望进一步巩固，且控股股东奇耐未来的深度赋能有望开启公司加速成长空间。由于此前疫情扰动对公司产能建设具有一定影响，我们将公司23-25年归母净利润预测调整至7.1/8.4/9.6亿元（原值23-24年预测值为8.1/9.3亿元），对应当前股价PE为14/12/10倍，考虑奇耐未来对公司持续的赋能效应，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原料价格波动超预期风险；需求不及预期风险；公司产能扩张不及预期风险；奇耐赋能效果不及预期等。

图表 1: 公司 2017-23Q1 营业收入情况 (亿元)



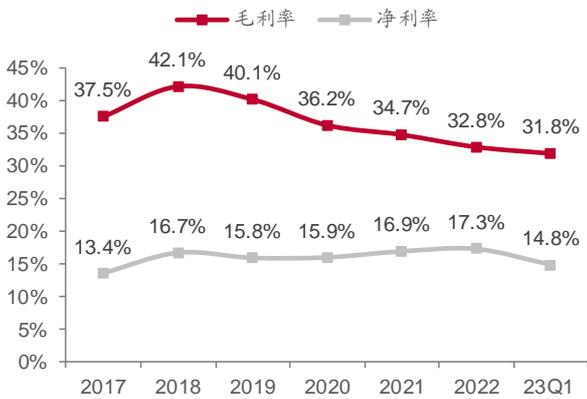
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 2: 公司 2017-23Q1 归母净利润情况 (亿元)



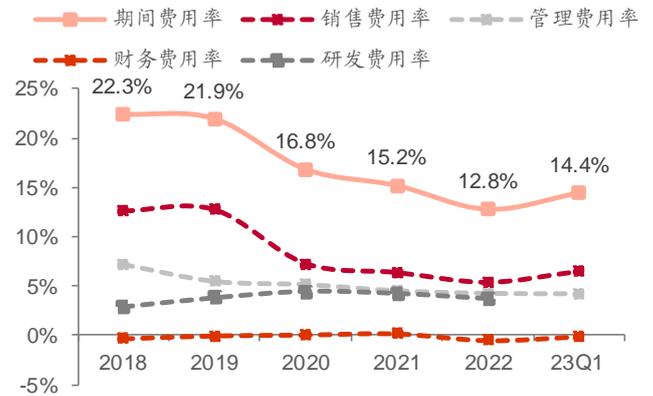
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 3: 公司 2017-23Q1 毛利率及净利率



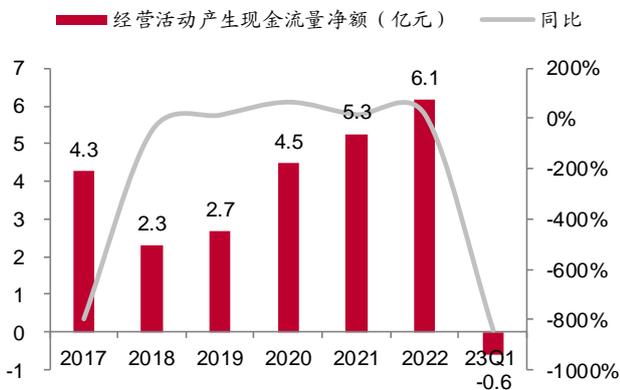
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 4: 公司 2018-23Q1 期间费用率水平



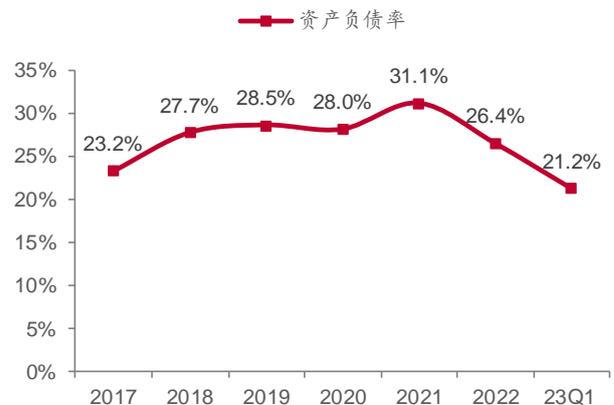
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 5: 公司 2017-23Q1 经营现金流净额 (亿元)



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 6: 公司 2017-23Q1 资产负债率水平



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 7: 公司财务报表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	931	1,419	1,960	2,699	营业收入	3,370	3,516	3,937	4,149
应收票据	655	684	765	807	营业成本	2,264	2,242	2,468	2,534
应收账款	805	843	942	991	税金及附加	33	34	38	40
预付账款	28	28	31	32	销售费用	180	183	197	201
存货	270	268	295	302	管理费用	141	144	154	156
合同资产	0	0	0	0	研发费用	126	130	142	145
其他流动资产	358	373	418	441	财务费用	-17	-5	-3	-4
流动资产合计	3,048	3,615	4,412	5,271	信用减值损失	-17	-10	-10	-10
其他长期投资	20	20	20	20	资产减值损失	-24	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	623	689	755	821	投资收益	26	5	5	5
在建工程	76	76	76	76	其他收益	24	10	10	10
无形资产	116	103	90	78	营业利润	652	792	947	1,081
其他非流动资产	32	32	32	32	营业外收入	9	9	8	9
非流动资产合计	867	920	974	1,027	营业外支出	2	2	2	2
资产合计	3,915	4,535	5,385	6,299	利润总额	659	799	953	1,088
短期借款	3	4	5	6	所得税	77	93	110	126
应付票据	242	240	264	271	净利润	582	706	843	962
应付账款	320	317	349	358	少数股东损益	0	0	0	0
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	582	706	843	962
合同负债	206	215	241	254	NOPLAT	567	702	840	958
其他应付款	100	100	100	100	EPS (按最新股本摊薄)	1.15	1.39	1.66	1.90
一年内到期的非流动负债	2	2	3	3					
其他流动负债	141	140	156	168					
流动负债合计	1,014	1,018	1,117	1,160					
长期借款	0	10	20	30					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	20	20	20	20					
非流动负债合计	20	30	40	50					
负债合计	1,035	1,049	1,158	1,211					
归属母公司所有者权益	2,880	3,486	4,228	5,088					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	2,880	3,486	4,228	5,088					
负债和股东权益	3,915	4,535	5,385	6,299					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	615	727	791	995
现金收益	679	807	954	1,081
存货影响	156	3	-27	-8
经营性应收影响	-576	-66	-184	-91
经营性应付影响	-42	-5	56	16
其他影响	398	-11	-8	-3
投资活动现金流	-50	-154	-163	-171
资本支出	19	-158	-168	-176
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-69	4	5	5
融资活动现金流	-362	-86	-87	-86
借款增加	3	11	11	12
股利及利息支付	-355	-126	-151	-172
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-10	29	53	74

主要财务比率				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	6.5%	4.3%	12.0%	5.4%
EBIT增长率	5.8%	23.7%	19.6%	14.1%
归母公司净利润增长率	9.0%	21.3%	19.3%	14.1%
获利能力				
毛利率	32.8%	36.2%	37.3%	38.9%
净利率	17.3%	20.1%	21.4%	23.2%
ROE	20.2%	20.3%	19.9%	18.9%
ROIC	22.3%	22.7%	22.3%	21.1%
偿债能力				
资产负债率	26.4%	23.1%	21.5%	19.2%
债务权益比	0.9%	1.1%	1.1%	1.2%
流动比率	3.0	3.6	3.9	4.5
速动比率	2.7	3.3	3.7	4.3
营运能力				
总资产周转率	0.9	0.8	0.7	0.7
应收账款周转天数	76	84	82	84
应付账款周转天数	53	51	49	50
存货周转天数	55	43	41	42
每股指标(元)				
每股收益	1.15	1.39	1.66	1.90
每股经营现金流	1.21	1.44	1.56	1.97
每股净资产	5.69	6.89	8.35	10.05
估值比率				
P/E	17	14	11	10
P/B	3	3	2	2

来源: Wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权, 任何机构和个人, 不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。