

公司研究

前三季度业绩符合预期，迈入成长新阶段

——鲁阳节能（002088.SZ）2021年前三季度业绩预告点评

要点

事件：公司发布 21 年前三季度业绩预告，预计实现归母净利润 3.78—4.22 亿元，同增 70%—90%；预计单 Q3 实现归母净利润 1.19—1.64 亿元，同增 15.61%—58.62%。公司披露，受主要产品销售数量增加等因素影响，业绩实现同比上升。

点评：

上一增长阶段（2016-2018 年），公司成长源泉来自于技术驱动：随着 2015 年外资大股东入主后，协同效应显现，持续技改提升单线产能、降低生产成本，对盈利拉升效果非常明显。此外，公司积极开发产品技术，高端产品全球领先，受益石化投资回暖带来产品需求上行。

2021 年公司业绩大涨，来源于成本优势下，营销体系变革带来的产品放量：一直以来，公司产能利用率并不饱和，一大重要原因就是竞争激烈的保温类中低端产品生产销售并未完全放量。2020 年面对疫情压力，公司在下半年积极调整销售策略，通过保温类陶瓷纤维棉毯产品品种细分、产品价格动态管理，有力地促进了销售放量。随着产能充分释放，单位成本和费用摊销也在降低，反而进一步推升盈利能力。进入 2021 年，公司继续推动营销体系改革，保温类产品产能充分释放，20 年 8 月以来，公司陶瓷纤维棉毯生产线始终处于满负荷生产状态。

现阶段我们认为公司已进入新一轮的成长逻辑：1、营销体系改革，中低端产品快速放量，并且高端产品推广加快；2、能耗双控下行业低端产能被迫淘汰，供给收缩，利好公司产品放量的同时，仍能继续提价；3、公司重新进入产能扩张周期，一方面持续通过技改扩充产能，另一方面计划扩产 12 万吨陶纤产能（占现有产能约 30%）；4、碳中和视角下，陶瓷纤维基于其优质的保温节能效果，潜在市场空间有望打开，同时能耗双控背景下，行业产能投放或将受到影响，均为公司提供良好的外部成长环境。此外，公司扩张对资本投入依赖度较低，自由现金流较为健康，分红比例维持高位（80%），有安全边际。

盈利预测与估值评级：公司营销体系变革叠加行业低端产能关停，将重新进入产能扩张周期，有望带来陶瓷纤维产量的持续提升，业绩增长确定性较强。此外，公司凭借高现金分红，构筑较强安全边际。我们维持公司 21-23 年 EPS 分别为 1.50、1.82 和 2.19 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；岩棉业务恢复不及预期；现金分红比例大幅降低。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	2,147	2,326	3,035	3,507	4,073
营业收入增长率	16.54%	8.32%	30.51%	15.54%	16.14%
净利润（百万元）	340	370	543	659	791
净利润增长率	10.77%	8.82%	46.54%	21.52%	19.93%
EPS（元）	0.94	1.02	1.50	1.82	2.19
ROE（归属母公司）（摊薄）	15.44%	15.57%	20.77%	23.37%	25.80%
P/E	35	32	22	18	15
P/B	5.4	5.0	4.6	4.3	3.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-09-28

买入（维持）

当前价：33.18 元

作者

分析师：孙伟风

执业证书编号：S0930516110003

021-52523822

sunwf@ebsecn.com

分析师：冯孟乾

执业证书编号：S0930521050001

010-58452063

fengmq@ebsecn.com

联系人：高鑫

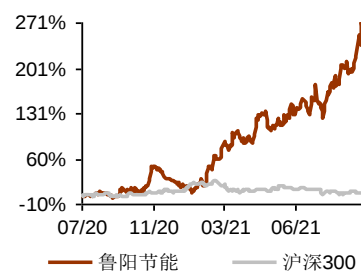
021-52523872

xingao@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	3.62
总市值(亿元):	120.01
一年最低/最高(元):	9.61/34.98
近 3 月换手率:	79.68%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	18.84	56.33	206.13
绝对	20.30	49.32	236.95

资料来源：Wind

相关研报

技术驱动成长，被低估的陶纤龙头——鲁阳节能（002088.SZ）投资价值分析报告（2021-09-15）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2,147	2,326	3,035	3,507	4,073
营业成本	1,285	1,484	1,931	2,192	2,513
折旧和摊销	99	106	109	114	122
税金及附加	24	29	38	44	51
销售费用	273	169	188	217	253
管理费用	117	119	127	147	171
研发费用	82	103	134	155	180
财务费用	-1	1	-3	-5	-3
投资收益	1	15	0	0	0
营业利润	380	418	617	751	902
利润总额	390	426	624	759	910
所得税	49	56	82	99	119
净利润	340	370	543	659	791
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	340	370	543	659	791
EPS(按最新股本计)	0.94	1.02	1.50	1.82	2.19

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	268	447	617	658	784
净利润	340	370	543	659	791
折旧摊销	99	106	109	114	122
净营运资金增加	253	138	204	230	267
其他	-425	-167	-238	-345	-396
投资活动产生现金流	-30	-20	-169	-225	-200
净资本支出	-111	-42	-200	-200	-200
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	81	22	31	-25	0
融资活动现金流	-248	-241	-278	-315	-442
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-10	-5	26	131	103
无息负债变化	113	52	249	121	156
净现金流	-9	181	170	118	141

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	40.1%	36.2%	36.4%	37.5%	38.3%
EBITDA 率	21.9%	22.9%	23.8%	24.8%	25.3%
EBIT 率	17.3%	18.4%	20.3%	21.5%	22.3%
税前净利润率	18.2%	18.3%	20.6%	21.6%	22.3%
归母净利润率	15.8%	15.9%	17.9%	18.8%	19.4%
ROA	11.0%	11.2%	14.2%	15.4%	16.6%
ROE (摊薄)	15.4%	15.6%	20.8%	23.4%	25.8%
经营性 ROIC	14.3%	15.8%	20.2%	22.2%	23.9%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	29%	28%	32%	34%	36%
流动比率	2.36	2.56	2.34	2.17	2.09
速动比率	1.95	2.21	1.98	1.84	1.77
归母权益/有息债务	220.14	474.98	84.90	17.49	11.62
有形资产/有息债务	292.43	629.58	119.03	25.59	17.55

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	3,084	3,304	3,814	4,275	4,776
货币资金	445	589	759	877	1,018
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	651	637	827	956	1,110
应收票据	111	288	243	281	326
其他应收款 (合计)	25	17	30	35	41
存货	355	316	418	476	546
其他流动资产	429	448	455	455	455
流动资产合计	2,031	2,320	2,765	3,116	3,538
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	814	767	744	738	743
在建工程	16	21	120	195	251
无形资产	135	131	128	125	123
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	27	12	12	12	12
非流动资产合计	1,054	985	1,050	1,159	1,238
总负债	880	927	1,202	1,453	1,711
短期借款	10	5	31	161	264
应付账款	316	302	393	447	512
应付票据	173	203	270	307	352
预收账款	147	0	0	0	0
其他流动负债	31	22	29	29	29
流动负债合计	860	907	1,182	1,434	1,692
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	18	17	17	17	17
非流动负债合计	20	19	19	19	19
股东权益	2,204	2,378	2,613	2,822	3,065
股本	362	362	362	362	362
公积金	778	824	824	824	824
未分配利润	1,123	1,227	1,462	1,671	1,914
归属母公司权益	2,204	2,378	2,613	2,822	3,065
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	12.72%	7.25%	6.20%	6.20%	6.20%
管理费用率	5.44%	5.10%	4.20%	4.20%	4.20%
财务费用率	-0.05%	0.03%	-0.11%	-0.13%	-0.07%
研发费用率	3.81%	4.43%	4.43%	4.43%	4.43%
所得税率	13%	13%	13%	13%	13%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.30	0.85	1.25	1.51	1.82
每股经营现金流	0.74	1.24	1.71	1.82	2.17
每股净资产	6.09	6.57	7.22	7.80	8.47
每股销售收入	5.94	6.43	8.39	9.70	11.26

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	35	32	22	18	15
PB	5.4	5.0	4.6	4.3	3.9
EV/EBITDA	25.6	22.4	16.6	14.0	11.9
股息率	0.9%	2.6%	3.8%	4.6%	5.5%

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。
基准指数说明：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会与，不与，也将不会与本报告中的具体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。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (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所载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

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

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