

公司研究

行业“β”与公司“α”共振，成长属性增强

——鲁阳节能（002088.SZ）2021年三季度报点评

买入（维持）

当前价：26.56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

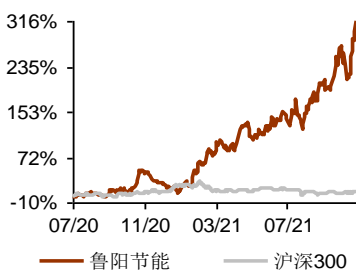
021-52523872

xingao@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	5.06
总市值(亿元):	134.48
一年最低/最高(元):	6.90/27.47
近3月换手率:	61.58%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-21.61	21.96	153.63
绝对	10.35	75.09	276.70

资料来源：Wind

相关研报

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（2021-09-29）

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）

要点

事件：

公司发布2021年第三季度报告，前三季度实现营业收入22.85亿元，同增51.49%；归母净利润4.04亿元，同增82.03%；扣非归母净利润3.93亿元，同增78.57%。单三季度，公司营收8.38亿元，同增34.75%；归母净利润1.46亿元，同增41.48%，接近此前业绩预告区间上沿。

点评：

销量增加推升业绩，盈利能力提升：2021年，公司继续推动营销体系改革，中低端保温类产品产能充分释放，产品销量增加推动利润上行。随着产能充分释放，单位成本和费用摊销也在降低，进一步推升盈利能力。从毛利率口径看，公司前三季度为35.59%，同降5.09pct，主要是由于会计准则调整，将运输装卸费用加至营业成本所致。而净利率达到17.69%，同增2.97pct；ROE达到16.17%，同增6.22pct，为历史新高。

期待Q4业绩环比提升：供需持续偏紧，陶瓷纤维行业近期已有提价迹象。在此背景下，公司产品定价或将顺势上移，从而进一步增厚利润。九月份频发的工业限电限产对陶瓷纤维生产亦造成一定冲击，目前除少数主产地存一定比例限产外，绝大多数产线已经恢复正常运转，公司产量有望出现环比改善。若Q4公司产品价格上涨以及产销量增长超预期，则全年业绩有望突破我们此前预测。不过，同时我们也注意到原材料、能源成本上升或有负面因素。

行业BETA来袭，需求向好，供给收缩：陶瓷纤维作为优质的耐火保温材料，前期市场渗透率不高（市场规模约80亿），主要由于：1）业主替换原有解决方案的动力不足；2）陶纤偏小众，市场认知不够。目前上述两点问题在国家节能降碳政策及公司营销体系改革的多重作用下，已经得到解决，市场或迎快速扩容。供给侧，由于陶纤生产过程中电力消耗较大，在能耗双控相关政策下，中低端的保温材料竞争格局快速优化。

公司alpha持续进击：1）公司经过持续技改，提升单线产能、降低能耗，成本管控能力显著领先于同业。2）作为国内陶纤行业龙头，自主研发、技术领先，陶纤相关产品品类国内乃至全球最全。3）营销体系改革，中低端保温类产品供不应求，迅速放量。4）重新进入产能扩张周期，技改和新建并举，我们预测，21年底产能接近43万吨、22年底或超50万吨。5）能耗管控、环保限产导致行业低端产能被迫淘汰，供给收缩，而公司并未受影响，产品放量的同时，仍能继续提价。6）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: 陶瓷纤维作为工业隔热节能材料, 节能减碳趋势下, 有望迎来需求扩容。公司营销体系变革叠加行业低端产能关停, 重新进入产能扩张周期, 成长属性进一步加强。我们维持公司 21-23 年净利润分别为 5.43、6.59 和 7.91 亿元, 对应 EPS 分别为 1.07、1.30 和 1.56 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; 产能扩张不及预期; 价格表现不及预期; 岩棉业务恢复不及预期; 现金分红比例大幅降低。

表 1: 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	1.07	1.30	1.56
ROE (归属母公司) (摊薄)	15.44%	15.57%	20.77%	23.37%	25.80%
P/E	28	26	25	20	17
P/B	4.4	4.0	5.1	4.8	4.4

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2021-10-27 注: 20 年末为 3.62 亿股, 目前为 5.06 亿股

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(元)	0.94	1.02	1.07	1.30	1.56

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	145	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
应收账款	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	506	506	506
公积金	778	824	682	682	682
未分配利润	1,123	1,227	1,459	1,668	1,911
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	0.89	1.08	1.30
每股经营现金流	0.74	1.24	1.22	1.30	1.55
每股净资产	6.09	6.57	5.16	5.57	6.05
每股销售收入	5.94	6.43	5.99	6.93	8.04

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	28	26	25	20	17
PB	4.4	4.0	5.1	4.8	4.4
EV/EBITDA	20.5	18.0	18.6	15.6	13.3
股息率	1.1%	3.2%	3.4%	4.1%	4.9%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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。

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