

鲁阳节能 (002088.SZ)

业绩超预期，要约收购落地，“新五年规划”的鲁阳值得期待

核心观点：

- **事件：**公司发布 2022 半年报，22H1 公司营业收入 15.93 亿元，同比+10%，归母净利润 3.18 亿元，同比+23%，扣非归母净利润 3.15 亿元，同比+27%。22Q2 公司营业收入 9.40 亿元，同比+12%，归母净利润 1.97 亿元，同比+36%，扣非归母净利润 1.93 亿元，同比+37%。
- **外部经营压力下，22Q2 交出优异答卷。**22H1 公司经营面对多重外部压力，22Q1 营业收入增速放缓（同比+7%），但公司扣非归母净利润同比+12.5%，毛利率 35.31%，环比提升 2.89pct，净利率 18.62%，环比+3.84pct；22Q2 收入端持续修复（同比+12%），扣非归母净利润同比+37%，毛利率 35.21%，环比基本持平，净利率 20.92%，环比+2.3pct。业绩超预期修复背后，我们认为有几方面原因，（1）2021 年持续扩张的产能在 22H1 逐步释放；（2）原材料上行趋势下公司于 2021 年 11 月上调部分陶瓷纤维产品销售价格 5%-20%；（3）持续的提高生产效率、销售模式变革带来的销售人效改善等。
- **大股东奇耐亚太溢价要约收购，“新五年规划”下鲁阳成长天花板打开。**目前大股东奇耐亚太已完成要约收购过户，奇耐目前已着手制定奇耐-鲁阳节能的五年发展规划（“新五年规划”），将在南麻镇持续扩大投资，预计在未来五年中有望在当地新增固定资产投资（集中在排气控制、特种纤维、工业热管理等三个方面），用于鲁阳节能优化产业结构，挖掘生产潜力。
- **盈利预测与投资建议：**我们预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 1.34、1.62、2.00 元/股，对应 PE 分别为 20.2、16.7、13.5 倍，参考可比公司估值及公司自身成长性，给予公司 2022 年 PE 为 25X，对应合理价值 33.45 元/股的判断，给予“买入”评级。
- **风险提示：**下游需求低预期、公司产能扩张低预期、原燃料价格波动。

盈利预测：

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	2,326	3,164	3,482	4,164	5,002
增长率（%）	8.3	36.0	10.1	19.6	20.1
EBITDA（百万元）	513	709	859	1,032	1,253
归母净利润（百万元）	370	534	678	822	1,012
增长率（%）	8.8	44.3	26.8	21.4	23.1
EPS（元/股）	1.02	1.05	1.34	1.62	2.00
市盈率（x）	10.83	24.64	20.23	16.67	13.54
ROE（%）	15.6	20.3	21.8	22.3	23.0
EV/EBITDA（x）	6.68	17.66	15.00	12.28	9.87

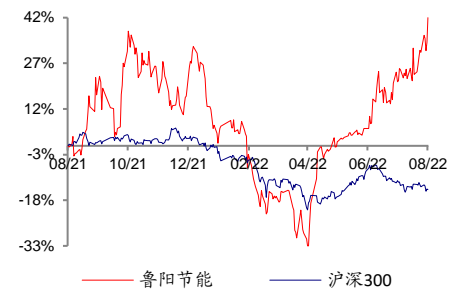
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	27.07 元
合理价值	33.45 元
前次评级	买入
报告日期	2022-08-28

相对市场表现



分析师：

邹戈



SAC 执证号：S0260512020001



021-38003689



zouge@gf.com.cn

分析师：

谢璐



SAC 执证号：S0260514080004



SFC CE No. BMB592



021-38003688



xielu@gf.com.cn

分析师：

苗蒙



SAC 执证号：S0260521120002



021-38003633



miaomeng@gf.com.cn

请注意，邹戈、苗蒙并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

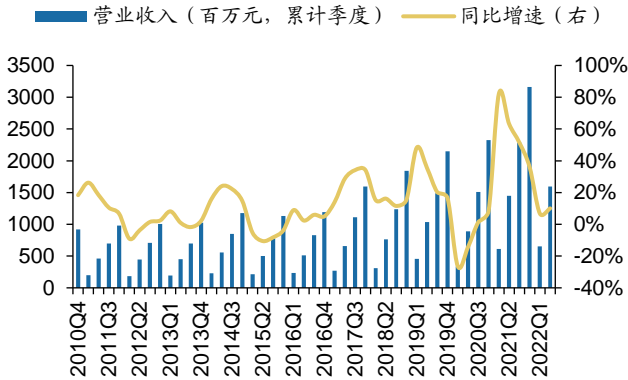
鲁阳节能 (002088.SZ)：?外 2022-05-13

部经营压力下仍交出优异答

卷

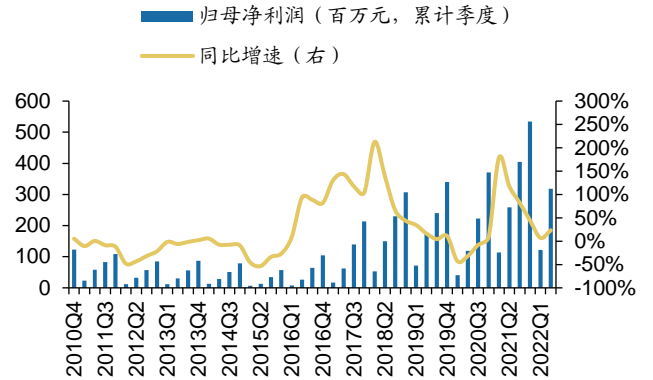
事件：公司发布2022半年报，22H1公司营业收入15.93亿元，同比+10%，归母净利润3.18亿元，同比+23%，扣非归母净利润3.15亿元，同比+27%。22Q2公司营业收入9.40亿元，同比+12%，归母净利润1.97亿元，同比+36%，扣非归母净利润1.93亿元，同比+37%。

图1：公司累计季度营业收入



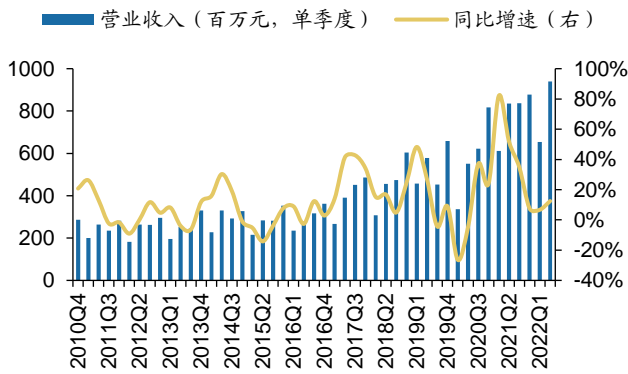
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图2：公司累计季度归母净利润



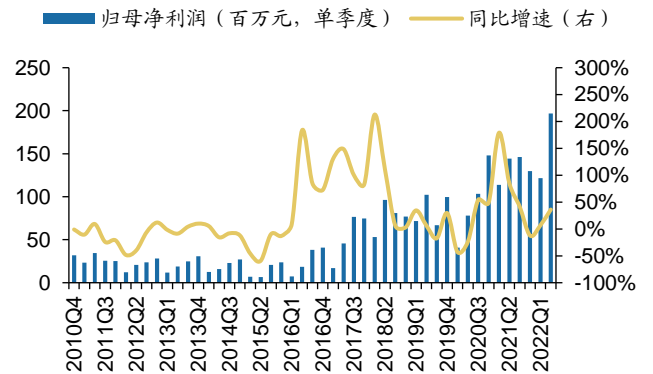
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图3：公司单季度营业收入



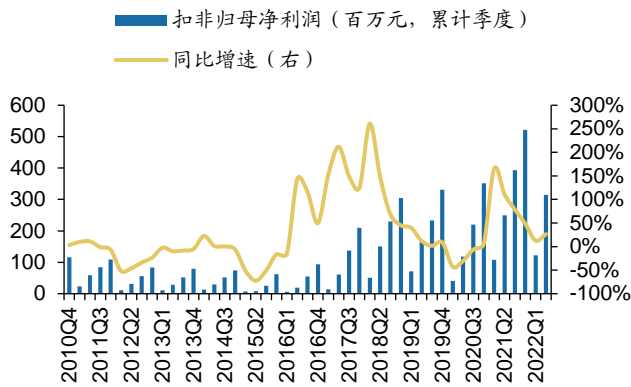
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图4：公司单季度归母净利润



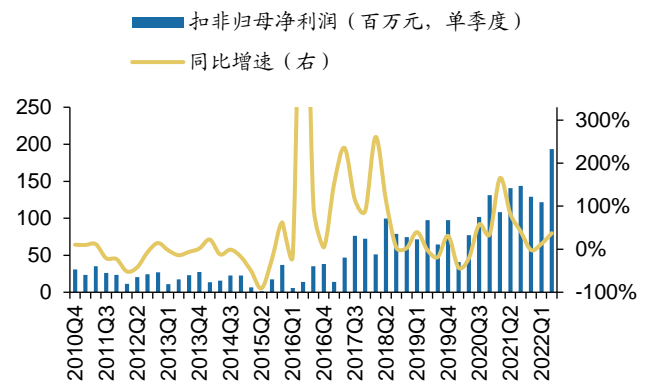
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图5: 公司累计季度扣非归母净利润



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

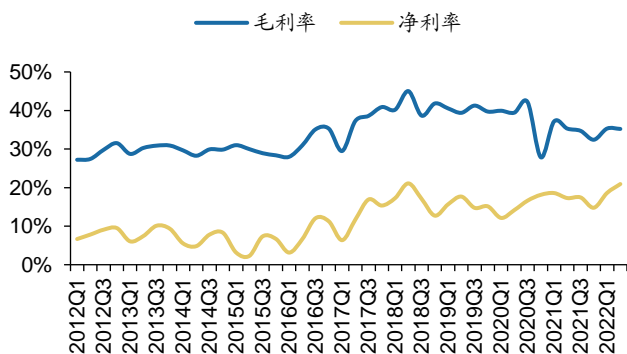
图6: 公司单季度扣非归母净利润



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

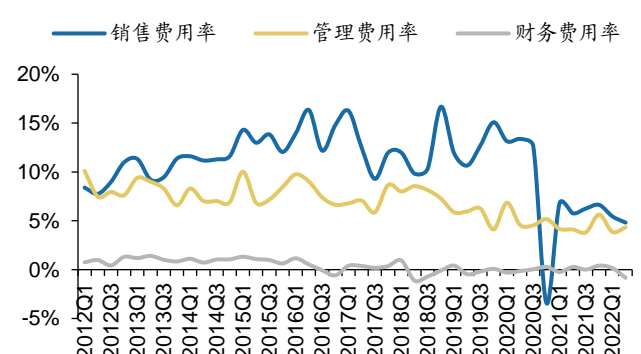
外部经营压力下, 22Q2交出优异答卷。22H1公司经营面对多重外部压力, 一是延续2021年以来的原燃料价格上行, 二是冬奥会北方停产、3-5月份上海疫情冲击影响出货。22Q1营业收入增速放缓(同比+7%), 但公司扣非归母净利润同比+12.5%, 毛利率35.31%, 环比提升2.89pct, 净利率18.62%, 环比+3.84pct; 22Q2收入端修复(同比+12%), 扣非归母净利润同比+37%, 毛利率35.21%, 环比基本持平, 净利率20.92%, 环比+2.3pct。业绩超预期修复背后, 我们认为有几方面原因, (1) 2021年持续扩张的产能在22H1逐步释放(2021年底陶瓷纤维产能48万吨, 同比+12万吨); (2) 原材料上行趋势下公司于2021年11月上调部分陶瓷纤维产品销售价格5%-20%; (3) 持续的提高生产效率、销售模式变革带来的销售人效改善等(22Q2销售费用率4.81%, 环比下行0.64pct); (4) 22Q2财务费用率-0.84%, 环比下行0.99pct, 主要是Q2人民币贬值带来汇兑收益。

图7: 公司毛利率与净利率(单季度)



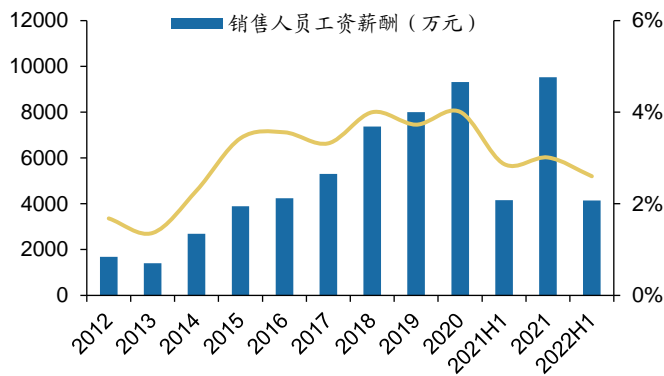
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图8: 公司三项费用率(单季度)



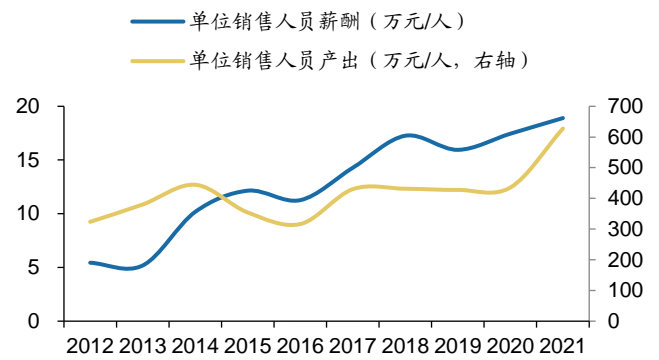
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图9: 销售人员薪酬及占收入比重



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图10: 销售人员人均薪酬与人均产出



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

大股东奇耐亚太溢价要约收购，“新五年规划”下鲁阳成长天花板打开。22年4月底公司大股东奇耐亚太（要约收购前持股比例28.14%）拟向除收购人以外的鲁阳节能全体股东发出部分要约收购，要约价格为21.73元/股，要约收购股份数量为1.26亿股（占总股本24.86%），目前大股东已完成要约收购过户。大股东通过本次要约收购增加在上市公司中持有的股份比例，进一步巩固收购人对上市公司的控制，增强上市公司股权结构的稳定性。大股东与南麻签订《战略合作备忘录》，奇耐目前已着手制定奇耐-鲁阳节能的五年发展规划（“新五年规划”），将在南麻镇持续扩大投资，预计在未来五年中有望在当地新增固定资产投资（集中在排气控制、特种纤维、工业热管理等三个方面），用于鲁阳节能优化产业结构，挖掘生产潜力，如奇耐一直支持鲁阳节能发展PCW氧化铝产品市场和加大其在民用PCW氧化铝产品的投入，将带入新技术支持鲁阳节能现阶段PCW产品的升级换代。

表 1: 《战略合作协议》要点

(一) 南麻的支持
南麻与奇耐将积极合作推动南麻镇环保新材料产业的发展
为了保证鲁阳节能的发展,南麻将支持奇耐对鲁阳节能进一步投资,包括通过公开市场要约等方式增加在鲁阳节能的持股,以加强奇耐对鲁阳节能的控制地位。
根据《中华人民共和国外商投资法》的精神,保障奇耐作为外国投资者的合法利益,鼓励奇耐持续帮助鲁阳节能后续打造产业品牌和规模优势。
(二) 奇耐的承诺
奇耐不会提出任何有关鲁阳节能迁址离开沂源的议案,并将反对第三方提出的鲁阳节能迁址离开沂源的议案(如有)。奇耐将继续支持鲁阳节能扎根南麻镇,助力沂源县,服务淄博市,并将继续通过鲁阳节能加大在中国的投资力度。
奇耐目前已着手制定奇耐-鲁阳节能的五年发展规划(“新五年规划”),奇耐将在南麻镇持续扩大投资,预计在未来五年中有望在当地新增固定资产投资,用于鲁阳节能优化产业结构,挖掘生产潜力,稳定增加销售额。
奇耐持续增加对鲁阳节能的固定资产投资,主要集中在排气控制、特种纤维、工业热管理等三个方面,帮助鲁阳节能迎来新一波加速发展的机遇。
为了将鲁阳节能建设成为奇耐在中国的特种材料生产、研发和创新中心和主要产业平台,奇耐将积极推动资源整合,在法律允许的范围内,逐步将奇耐在中国的业务整合到鲁阳节能平台,且奇耐今后在中国的投资都在鲁阳节能平台运作;同时帮助鲁阳节能实现其业务结构的科学化。
奇耐希望和南麻进一步探讨如何结合双方的优势,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。
奇耐也希望和南麻讨论在鲁阳节能产业优化过程中产生的新机会。例如,奇耐一直支持鲁阳节能发展 PCW 氧化铝产品市场和加大其在民用 PCW 氧化铝产品的投入。奇耐将带入新技术支持鲁阳节能现阶段 PCW 产品的升级换代

数据来源:鲁阳节能关于股东签署《战略合作备忘录》的公告,广发证券发展研究中心

盈利预测与投资建议:鲁阳节能作为国内陶瓷纤维龙头,竞争优势明显。截至2021年,鲁阳节能具备年产48万吨陶瓷纤维产品的生产能力,在建12万吨,拥有山东、内蒙古、新疆、贵州四大陶瓷纤维生产基地,产品覆盖全国,在产品 and 产能、研发、市场和品牌、服务等方面建立了较强的竞争优势,龙头地位稳固,在高端市场也具备较强的竞争优势。我们预计公司2022-2024年EPS分别为1.34、1.62、2.00元/股,对应PE分别为20.2、16.7、13.5倍,参考可比公司估值及公司自身成长性,给予公司2022年PE为25X,对应合理价值33.45元/股的判断,给予“买入”评级。

风险提示:

下游需求不及预期:若碳中和政策对保温材料下游需求拉动不及预期,可能影响公司收入及利润增长。

公司产能扩张不及预期:若公司新建产能扩张不及预期,可能影响公司收入及利润增长。

原燃料价格大幅上涨:若公司主要原燃料价格大幅上涨,可能影响公司利润增长。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2,320	2,716	3,382	4,082	4,985	经营活动现金流	447	526	559	716	858
货币资金	589	744	920	1,139	1,451	净利润	370	534	678	822	1,012
应收及预付	949	889	1,412	1,690	2,033	折旧摊销	107	115	115	130	143
存货	316	427	368	438	522	营运资金变动	-40	-147	-236	-237	-294
其他流动资产	465	657	682	815	979	其它	11	23	3	1	-3
非流动资产	985	1,106	1,176	1,296	1,403	投资活动现金流	-20	-73	-178	-242	-240
长期股权投资	0	0	0	0	0	资本支出	-42	-73	-178	-242	-240
固定资产	767	811	847	940	1,028	投资变动	22	0	0	0	0
在建工程	22	9	47	78	102	其他	0	0	0	0	0
无形资产	131	128	124	120	115	筹资活动现金流	-241	-322	-205	-255	-305
其他长期资产	65	158	158	158	158	银行借款	5	0	0	0	0
资产总计	3,304	3,822	4,558	5,378	6,388	股权融资	0	0	0	0	0
流动负债	907	1,068	1,326	1,574	1,872	其他	-246	-322	-205	-255	-305
短期借款	5	0	0	0	0	现金净增加额	181	128	176	219	313
应付及预收	505	622	766	912	1,087	期初现金余额	381	562	744	920	1,139
其他流动负债	397	445	560	662	785	期末现金余额	562	690	920	1,139	1,451
非流动负债	19	120	120	120	120						
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	19	120	120	120	120						
负债合计	927	1,187	1,445	1,694	1,991						
股本	362	506	506	506	506						
资本公积	574	441	441	441	441						
留存收益	1,477	1,704	2,182	2,754	3,466						
归属母公司股东权益	2,378	2,635	3,112	3,684	4,397						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
负债和股东权益	3,304	3,822	4,558	5,378	6,388						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2,326	3,164	3,482	4,164	5,002
营业成本	1,484	2,066	2,237	2,664	3,173
营业税金及附加	29	32	35	42	50
销售费用	169	200	174	208	250
管理费用	119	141	144	172	207
研发费用	103	134	147	176	212
财务费用	1	4	5	5	7
资产减值损失	-2	-1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	15	0	0	0	0
营业利润	418	589	763	926	1,141
营业外收支	8	14	7	8	10
利润总额	426	602	770	934	1,151
所得税	56	68	92	112	138
净利润	370	534	678	822	1,012
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	370	534	678	822	1,012
EBITDA	513	709	859	1,032	1,253
EPS (元)	1.02	1.05	1.34	1.62	2.00

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入增长	8.3%	36.0%	10.1%	19.6%	20.1%
营业利润增长	10.1%	40.7%	29.6%	21.4%	23.2%
归母净利润增长	8.8%	44.3%	26.8%	21.4%	23.1%
获利能力					
毛利率	36.2%	34.7%	35.7%	36.0%	36.6%
净利率	15.9%	16.9%	19.5%	19.7%	20.2%
ROE	15.6%	20.3%	21.8%	22.3%	23.0%
ROIC	14.8%	19.2%	20.4%	20.9%	21.7%
偿债能力					
资产负债率	28.0%	31.1%	31.7%	31.5%	31.2%
净负债比率	39.0%	45.1%	46.4%	46.0%	45.3%
流动比率	2.56	2.54	2.55	2.59	2.66
速动比率	2.18	2.12	2.25	2.29	2.36
营运能力					
总资产周转率	0.70	0.83	0.76	0.77	0.78
应收账款周转率	3.65	5.06	3.67	3.66	3.66
存货周转率	7.37	7.42	9.47	9.51	9.59
每股指标 (元)					
每股收益	1.02	1.05	1.34	1.62	2.00
每股经营现金流	1	1	1	1	2
每股净资产	6.57	5.20	6.15	7.28	8.68
估值比率					
P/E	10.83	24.64	20.23	16.67	13.54
P/B	1.69	5.00	4.40	3.72	3.12
EV/EBITDA	6.68	17.66	15.00	12.28	9.87

广发建材行业研究小组

- 邹戈：首席分析师，上海交通大学财务与会计硕士，2011年进入广发证券发展研究中心。
- 谢璐：联席首席分析师，南开大学经济学硕士，2012年进入广发证券发展研究中心。
- 苗蒙：资深分析师，南京大学材料工程硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 张乾：高级分析师，南京大学经济学硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。