

鲁阳节能 (002088)

业绩阶段小幅承压，分红保持强度

公司公告 23 年年报及 24 年一季报，23 年收入 35.2 亿，yoy-2%，归母净利润 4.9 亿，yoy-16%，扣非归母净利 5.2 亿，yoy-5%。单季度看，23Q4 收入 9.6 亿，yoy+5%，qoq+10%，归母净利润 1.3 亿，yoy-14%，qoq-3%，扣非归母净利 1.3 亿，yoy+46%，qoq-7%。24Q1 收入 7.0 亿，yoy-7%，qoq-27%，归母净利润 0.8 亿，yoy-5%，qoq-38%，扣非归母净利 0.8 亿，yoy-16%，qoq-38%。23Q4 非经常性损益波动较大主要系追溯收购子公司的并表外损益。公司亦公告 2023 年度利润分配预案，拟派发现金红利 4.05 亿，对应 23 年股利支付率为 82.3% (vs 18-22 年均值为 72.3%)，分红保持强度。

陶纤量增价减，汽车衬垫/工业过滤制品收入高增

23 年陶纤/汽车衬垫/工业过滤制品收入为 31.2/2.2/1.4 亿，分别 yoy+4%/+86%/+47%。陶纤主业稳步增长，汽车衬垫、工业过滤产品高增。陶纤预计量升价降，23 年公司陶瓷纤维销量 53.6 万吨，yoy+8.0%；行业竞争激烈或导致部分产品价格有所下降。23 年公司海外收入 yoy+32%至 2.9 亿。

陶纤需求景气延续承压，新业务盈利能力改善前景值得期待

23 年毛利率 31.0%，yoy-0.6pct。23Q4、24Q1 单季度测算毛利率为 25.8%、29.0%，yoy-3.6、+0.4pct，qoq 分别-9.1、+3.2pct。Q4 波动较大主因新并表企业口径调整等影响。23 年陶纤/汽车衬垫/工业过滤制品毛利率分别为 34.1%/8.1%/6.7%，yoy-0.4/-3.7/-7.0pct。23 年陶纤行业需求整体稳定，同业竞争激烈致公司利润率延续承压（23H1/H2 毛利率分别为 32.8%/29.6%）。汽车衬垫/工业过滤制品新整合进入公司，23 年预计主要为调整期，盈利能力改善前景值得期待。业务结构变化或亦导致费用率有一定上升，23 年、23Q4、24Q1 费用率分别 14.9%、15.8%、15.3%，yoy+2.2、+2.6、+0.4pct。23 年、23Q4、24Q1 归母净利率分别为 14.0%、8.8%、11.8%，yoy 分别-2.3、-4.1、+0.3pct，整体盈利能力暂承压。

成长前景值得期待，关注管理层调整进展，维持“买入”评级

我们预计公司 24-26 年收入为 38.7/42.8/47.5 亿元，yoy 为 10%/11%/11%，归母净利润为 6.1/6.8/7.8 亿元，yoy 为 23%/13%/14%，EPS 分别为 1.20/1.35/1.54 元/股，3 年 CAGR 为 16.5%。我们认为公司中长期成长前景值得期待。另外，公司 23 年年报明确要做好近期离职高管人员管理业务工作交接、尽快完成管理层团队的补充建设，关注积极进展。给予公司 24 年 15 倍 PE，目标价 17.93 元，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。

行业： 建筑材料/装修建材
投资评级： 买入（维持）
当前价格： 13.25 元
目标价格： 17.93 元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	506.33/504.79
流通 A 股市值(百万元)	6,688.47
每股净资产(元)	5.71
资产负债率(%)	23.51
一年内最高/最低(元)	21.08/11.87

股价相对走势



作者

分析师：武慧东
执业证书编号：S0590523080005
邮箱：wuhd@glsc.com.cn

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3585	3519	3874	4284	4752
增长率(%)	13.30%	-1.85%	10.09%	10.60%	10.92%
EBITDA(百万元)	773	657	1018	1135	1268
归母净利润(百万元)	584	492	605	683	778
增长率(%)	9.26%	-15.70%	23.03%	12.85%	13.86%
EPS(元/股)	1.15	0.97	1.20	1.35	1.54
市盈率(P/E)	11.5	13.6	11.1	9.8	8.6
市净率(P/B)	2.1	2.4	2.1	1.9	1.7
EV/EBITDA	14.3	10.6	5.9	4.9	4.1

数据来源：公司公告、iFind，国联证券研究所预测；股价为 2024 年 04 月 30 日收盘价

相关报告

1、《鲁阳节能 (002088)：推出股权激励草案，夯实成长基础》2024.01.18
2、《鲁阳节能 (002088)：关注锂电阻燃隔热材料业务积极前景》2023.12.30

财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1029	615	1133	1533	1995	营业收入	3585	3519	3874	4284	4752
应收账款+票据	1817	1867	1952	2159	2395	营业成本	2451	2427	2636	2899	3203
预付账款	53	21	38	42	47	营业税金及附加	33	31	34	37	41
存货	371	299	422	465	513	营业费用	193	240	239	265	294
其他	136	47	73	81	90	管理费用	283	291	310	356	399
流动资产合计	3405	2849	3619	4280	5039	财务费用	-19	-6	-2	-5	-7
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-24	1	-3	-3	-3
固定资产	705	755	615	493	339	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	123	22	19	15	11	投资净收益	26	0	9	9	9
无形资产	135	130	96	61	27	其他	7	18	22	18	22
其他非流动资产	77	78	70	61	56	营业利润	652	555	685	755	848
非流动资产合计	1041	986	799	630	434	营业外净收益	7	0	-2	16	30
资产总计	4445	3835	4418	4910	5473	利润总额	659	555	683	771	878
短期借款	4	5	0	0	0	所得税	75	65	79	89	101
应付账款+票据	766	616	762	838	926	净利润	584	490	605	683	777
其他	490	377	498	550	608	少数股东损益	1	-2	-1	-1	-1
流动负债合计	1260	997	1260	1388	1535	归属于母公司净利润	584	492	605	683	778
长期带息负债	25	15	4	-5	-13						
长期应付款	0	0	0	0	0	财务比率					
其他	20	16	16	16	16		2022	2023	2024E	2025E	2026E
非流动负债合计	45	32	20	11	3	成长能力					
负债合计	1305	1028	1281	1399	1537	营业收入	13.30%	-1.85%	10.09%	10.60%	10.92%
少数股东权益	5	0	-1	-1	-2	EBIT	5.57%	-14.28%	23.96%	12.58%	13.69%
股本	506	506	506	506	506	EBITDA	7.06%	-14.94%	54.82%	11.55%	11.71%
资本公积	697	281	281	281	281	归属于母公司净利润	9.26%	-15.70%	23.03%	12.85%	13.86%
留存收益	1932	2019	2351	2725	3151	获利能力					
股东权益合计	3140	2807	3137	3511	3936	毛利率	31.62%	31.04%	31.95%	32.32%	32.59%
负债和股东权益总计	4445	3835	4418	4910	5473	净利率	16.30%	13.93%	15.61%	15.93%	16.35%
						ROE	18.62%	17.53%	19.29%	19.45%	19.75%
						ROIC	23.33%	20.63%	23.59%	27.73%	31.01%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	资产负债率	29.36%	26.82%	28.99%	28.50%	28.09%
净利润	584	490	605	683	777	流动比率	2.7	2.9	2.9	3.1	3.3
折旧摊销	132	108	337	369	397	速动比率	2.4	2.5	2.5	2.7	2.9
财务费用	-19	-6	-2	-5	-7	营运能力					
存货减少(增加为“-”)	56	72	-124	-42	-49	应收账款周转率	3.1	3.0	2.9	2.9	2.9
营运资金变动	-71	-276	17	-133	-151	存货周转率	6.6	8.1	6.2	6.2	6.2
其它	-33	-57	119	39	48	总资产周转率	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9
经营活动现金流	649	331	951	910	1015	每股指标(元)					
资本支出	-143	-142	-150	-200	-200	每股收益	1.2	1.0	1.2	1.3	1.5
长期投资	0	0	0	0	0	每股经营现金流	1.3	0.7	1.9	1.8	2.0
其他	56	113	5	3	1	每股净资产	6.2	5.5	6.2	6.9	7.8
投资活动现金流	-87	-29	-145	-197	-199	估值比率					
债权融资	-74	-9	-16	-9	-9	市盈率	11.5	13.6	11.1	9.8	8.6
股权融资	0	0	0	0	0	市净率	2.1	2.4	2.1	1.9	1.7
其他	-292	-689	-271	-304	-345	EV/EBITDA	14.3	10.6	5.9	4.9	4.1
筹资活动现金流	-366	-698	-288	-313	-354	EV/EBIT	17.3	12.7	8.8	7.3	5.9
现金净增加额	215	-395	518	400	462						

数据来源:公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为2024年04月30日收盘价

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。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及/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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及/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。

版权声明

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

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

上海：上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼