

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

鲁阳节能 (002088)

投资评级 买入

上次评级 买入

王筋朝 首席研究员

执业编号: S1500519120002

联系电话: 010-83326877

邮箱: wangfangzhao@cindasc.com

相关研究

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

业绩符合预期，需求持续景气

2021年10月28日

事件:

公司发布 21 年三季报，前三季度实现营收 22.9 亿元，同比+51.5%，归母净利润 4.0 亿元，同比+82.0%，加权平均 ROE 16.72%，较上年同期+6.38pct。

单三季度实现营收 8.4 亿元，同比+34.8%，环比+0.2%，归母净利润 1.5 亿元，同比+41.5%，环比+1.2%，加权平均 ROE 6.04%，较上年同期+1.63pct。

点评:

- **需求持续景气，产能扩张符合预期。** 21Q1-3 分别实现收入 6.12 亿元、8.36 亿元、8.38 亿元，同比分别+82%、+52%、+35%，单季度毛利率分别为 37.2%、35.3%、34.7%。陶纤需求旺盛，公司满产满销，自去年四季度实施技改扩产，今年上半年内蒙古基地扩产，我们预计 21 年底公司产能可达 45-46 万吨（20 年产能 36 万吨），保障后续增长动力。
- **行业供需格局改善，公司市占率有望进一步提升。**

供给端：能耗双控加速低端产能出清。陶纤制品采用电炉熔融技术，电力在成本中占比 20-30%。21 年上半年山东能耗双控进展顺利，行业内低端产能面临较大环保与管控压力，陆续关停。公司生产用电较同行节省约 20%，成本优势显著。

需求端：碳中和促进节能材料的推广应用。陶瓷纤维相较耐火砖具备优秀性质 1) 降低炉壁外温度、2) 缩短炉内升温时间、3) 减少散热损失、4) 减轻工业窑炉重量，在石化、冶金、建材、电力、机械制造等传统行业应用范围进一步扩大，在船舶、光热、交通、环保除尘等多个新领域实现推广。

- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 21-23 年归母净利润分别为 5.38 亿元、6.48 亿元、7.63 亿元，同比+45.3%、+20.4%、+17.7%，当前市值对应 PE 分别为 25x、21x、18x。公司在陶瓷纤维领域具备绝对的产品、技术、服务与市场领先地位，经营效率提升，产能正在扩张，看好公司持续提升市占率、拓展产品应用领域与优化产品结构的能力，维持“买入”评级。
- **风险因素：**传统下游行业景气度不及预期、新产品推广与新领域拓展不及预期、产能建设不及预期

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	2,147	2,326	3,120	3,640	4,194
增长率 YoY %	16.5%	8.3%	34.1%	16.7%	15.2%
归属母公司净利润 (百万元)	340	370	538	648	763
增长率 YoY%	10.8%	8.8%	45.3%	20.4%	17.7%
毛利率%	40.1%	36.2%	36.5%	37.1%	37.2%
净资产收益率ROE%	15.4%	15.6%	17.6%	17.5%	17.1%
EPS(摊薄)(元)	0.96	1.03	1.06	1.28	1.51
市盈率 P/E(倍)	11.13	10.77	24.99	20.77	17.64
市净率 P/B(倍)	1.75	1.69	4.39	3.63	3.01

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2021 年 10 月 27 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产	2,031	2,320	3,224	3,994	4,911	
货币资金	445	589	1,483	1,934	2,578	
应收票据	111	288	274	385	406	
应收账款	651	637	892	1,047	1,185	
预付账款	15	25	29	32	40	
存货	355	316	484	523	623	
其他	454	465	63	72	80	
非流动资产	1,054	985	1,057	1,079	1,101	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产	814	767	859	859	859	
无形资产	135	131	127	122	118	
其他	105	87	71	98	124	
资产总计	3,084	3,304	4,281	5,073	6,013	
流动负债	860	907	1,201	1,346	1,523	
短期借款	10	5	5	5	5	
应付票据	173	203	287	317	369	
应付账款	316	302	433	510	567	
其他	362	397	476	514	582	
非流动负债	20	19	19	19	19	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	20	19	19	19	19	
负债合计	880	927	1,221	1,365	1,542	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
归属母公司	2,204	2,378	3,060	3,708	4,470	
负债和股东权益	3,084	3,304	4,281	5,073	6,013	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	2,147	2,326	3,120	3,640	4,194	
同比	16.5%	8.3%	34.1%	16.7%	15.2%	
归属母公司净利润	340	370	538	648	763	
同比	10.8%	8.8%	45.3%	20.4%	17.7%	
毛利率(%)	40.1%	36.2%	36.5%	37.1%	37.2%	
ROE%	15.4%	15.6%	17.6%	17.5%	17.1%	
EPS(摊薄)(元)	0.96	1.03	1.06	1.28	1.51	
P/E	11.13	10.77	24.99	20.77	17.64	
P/B	1.75	1.69	4.39	3.63	3.01	
EV/EBITDA	7.29	6.46	18.58	15.41	12.46	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	2,147	2,326	3,120	3,640	4,194	
营业成本	1,285	1,484	1,982	2,288	2,635	
营业税金及...	24	29	37	44	50	
销售费用	273	169	218	248	273	
管理费用	117	119	140	164	189	
研发费用	82	103	156	182	210	
财务费用	-1	1	-9	-22	-29	
减值损失合	-2	-2	1	0	0	
投资净收益	1	15	0	0	0	
其他	14	-15	4	5	6	
营业利润	380	418	600	742	873	
营业外收支	10	8	14	0	0	
利润总额	390	426	614	742	873	
所得税	49	56	76	94	111	
净利润	340	370	538	648	763	
少数股东损	0	0	0	0	0	
归属母公司	340	370	538	648	763	
EBITDA	470	531	644	748	873	
EPS(当	0.96	1.03	1.06	1.28	1.51	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	268	447	845	502	694	
净利润	340	370	538	648	763	
折旧摊销	99	107	39	28	29	
财务费用	0	6	0	0	0	
投资损失	-1	-15	0	0	0	
营运资金变	-168	-40	283	-173	-97	
其它	-3	20	-15	0	0	
投资活动现金流	-30	-20	-96	-50	-50	
资本支出	-111	-42	-96	-50	-50	
长期投资	80	22	0	0	0	
其他	1	0	0	0	0	
筹资活动现金流	-248	-241	144	0	0	
吸收投资	0	0	145	0	0	
借款	10	5	0	0	0	
支付利息或	-236	-235	0	0	0	
现金流净增加额	-9	181	893	452	643	

研究团队简介

王舫朝，硕士，毕业于英国杜伦大学企业国际金融专业，历任海航资本租赁事业部副总经理，渤海租赁业务部总经理，曾就职于中信建投证券、华创证券。2019年11月加入信达证券研发中心，负责非银金融研究工作。

朱丁宁，硕士，毕业于英国格拉斯哥大学金融专业，曾工作于台湾富邦证券和瑞银证券，于2020年4月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

王锐，硕士，毕业于美国波士顿大学金融专业，2019年11月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

温瑞鹏，硕士，毕业于复旦大学金融专业，曾工作于太平人寿保险有限公司，2021年5月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

孙思茹，硕士，同济大学经济学学士，香港大学经济学硕士，2021年4月加入信达证券研发中心，从事中小市值个股研究工作。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售副总监（主持工作）	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售副总监（主持工作）	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。