

量价齐升盈利水平大幅向上，技术龙头发展空间大巨大

——濮耐股份（002225）2018 年中报点评

2018 年 7 月 31 日

强烈推荐/首次

濮耐股份

财报点评

姓名	分析师赵军胜	执业证书编号：S1480512070003
	Email:zhaojs@dxzq.net.cn	Tel:010-66554088

事件：

公司 2018 年上半年实现营业总收入 19.01 亿元，同比增加 54.66%，实现归属于上市公司股东的净利润 1.23 亿元，同比增长 120.60%。每股收益为 0.14 元，同比增加 133.33%。

公司分季度财务指标

指标	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2
营业收入（百万元）	547.33	604.58	583.45	603.18	575.82	653.58	760.21	825.01	890.35	1010.99
增长率（%）	-22.13%	-22.14%	-15.32%	-3.53%	5.21%	8.10%	30.30%	36.78%	54.62%	54.69%
毛利率	30.54%	29.83%	31.68%	27.97%	32.70%	31.94%	26.25%	29.00%	28.17%	29.51%
期间费用率（%）	21.46%	22.00%	24.75%	24.84%	23.99%	24.76%	24.06%	24.32%	21.04%	15.85%
营业利润率（%）	6.01%	4.45%	2.90%	-42.30%	6.61%	4.36%	-1.15%	-3.70%	7.97%	8.70%
净利润（百万元）	29.94	24.08	16.06	-246.52	35.53	24.51	-11.48	-17.27	57.21	73.57
增长率（%）	-37.68%	-53.86%	-44.31%	512.36%	18.67%	1.79%	-171.52%	-92.99%	61.00%	200.15%
每股盈利（季度，元）	0.032	0.024	0.015	-0.282	0.04	0.02	-0.02	-0.02	0.06	0.08
资产负债率（%）	49.07%	46.95%	46.73%	48.12%	49.20%	49.51%	50.06%	48.32%	49.73%	49.23%
净资产收益率	1.12%	0.91%	0.60%	-10.15%	1.44%	0.99%	-0.47%	-0.70%	2.26%	2.82%
总资产收益率（%）	0.57%	0.48%	0.32%	-5.27%	0.73%	0.50%	-0.23%	-0.36%	1.14%	1.43%

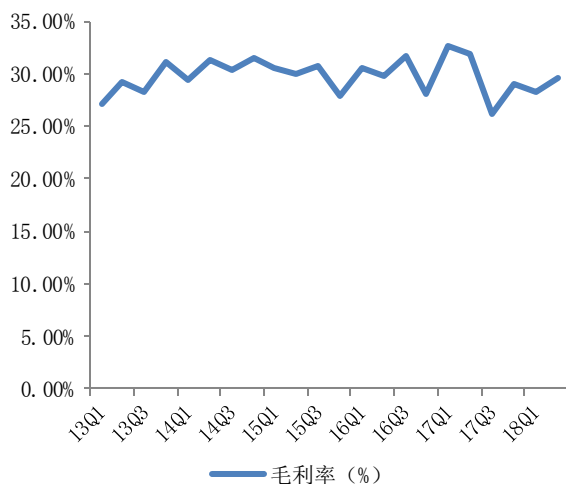
观点：

- **量价齐升，营业收入实现高速增长。**公司 2018 年上半年实现净利润同比高增的原因是产品销售价格和销售量实现双增，2018 年上半年实现销量为 33 万吨，上半年综合价格较 2017 年全年提高 32.76%。其中功能性耐火材料营业收入 4.91 亿元，同比增长 28.56%，占公司营业总收入 25.84%；定型耐火材料收入 8.55 亿元，同比增长 92.28%，占公司营业总收入 44.98%；不定形耐火材料收入 4.56 亿元，同比增长 38.61%，占公司营业总收入 23.98%。国内收入为 14.92 亿元，同比增长 48.72%，海外收入为 4.09 亿元，同比增长 80.94%。
- **原材料涨价较多，毛利率下降。**2018 年上半年公司综合毛利率为 28.88%，较上年同期下降 3.41 个百分点，主要是原材料价格大幅上涨所致，虽然上半年原材料价格有一定程度的回落，但同比增长仍然很大。功能性耐火材料、定型耐火材料、不定形耐火材料毛利率分别下降 1.18、4.11、2.10 个百分点。
- **期间费用率下降推升盈利水平大幅提升。**公司销售费用、管理费用分别同比增长 24.76%、24.78%，财务费用同比下降 40.54%，在销售收入大幅增长的情况下均低于营业收入的增长速度，使得销售费用率、管理费用率和财务费用率分别下降 1.96、2.11、2.05 个百分点。期间费用率降低 6.12 个百分点，下降

明显。销售收入大幅增长和期间费用率相对刚性弥补了公司毛利率下降, 反而使得公司盈利水平出现大幅的提升。2018 年上半年公司净利润率为 6.88%, 同比提高 2 个百分点。年化 ROE 为 10.16%, 同比提高 5.46 个百分点。

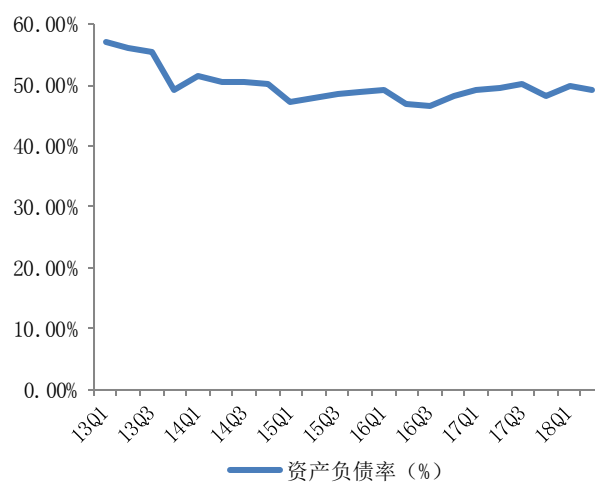
- **受益下游高景气, 2018 年需求保持较好态势。**公司的下游是周期行业主要像钢铁、水泥等, 随着下游周期行业像钢铁行业景气度处于高水平的情况下公司作为技术龙头企业成为最大的受益者。未来下游钢铁行业高景气度有望维持, 同时电弧炉炼钢逐步替代转炉炼钢料, 将增加钢铁行业对耐火材料的需求。
- **技术龙头受益集中度提升。**随着国家供给侧改革和加大环保治理力度, 落后产能和小企业生产需求和利润空间进一步倍压缩, 以及被淘汰, 行业集中度将进一步提升。公司产品种类多, 技术优势突出, 具备一定的品牌优势。公司作为技术龙头企业将受益于行业集中度的提升。凭借自身的综合优势进入市场占有率快速提升阶段。
- **海外市场增速继续提升, 受益一带一路政策。**公司海外业务营业收入 4.10 亿元, 同比增长 80.94%, 高于国内营业收入增速, 占公司营业收入 21.55%。为世界 100 强钢铁企业的近 70 家提供产品和服务。公司在海外设有 9 个子公司或办事处, 除了在以前的乌克兰、俄罗斯和印度等国家外积极拓展孟加拉国、越南和哈萨克斯坦等一带一路国家, 受益一带一路政策。
- **矿产资源带来公司长期业绩增长确定。**耐火材料上游主要原料之一为镁砂。公司拥有琳丽矿业、新疆秦翔的菱镁矿山和实际控制人控制下的西藏高纯菱镁矿山, 新疆矿山一旦全部投产不但可以实现镁质原料百分百自给, 还可以外销, 公司 2018 年 9 月有 20 万吨原材料生产产能投产。在镁砂价格出现大幅上涨, 处于较高水平的情况下, 公司的矿山资源的投产将有利于公司规避原材料涨价风险, 并可以获得原材料涨价带来的较高收益, 保证公司未来业绩的持续上涨。同时实现了公司在上游原材料板块业务的扩张。
- **盈利预测和投资评级:** 预计公司 2018 年到 2020 年的 EPS 分别为 0.30 元、0.47 元和 0.66 元, 对应 PE 分别为 18 倍、11 倍和 8 倍, 考虑到公司作为技术龙头企业综合优势突出、产品品种齐全、技术优势明显, 国内市占率提升和国外市场拓展带来广阔发展空间。首次给予公司“强烈推荐”的投资评级。
- **风险提示:** 集中度提升速度不及预期。

图 1: 濮耐股份毛利率变化



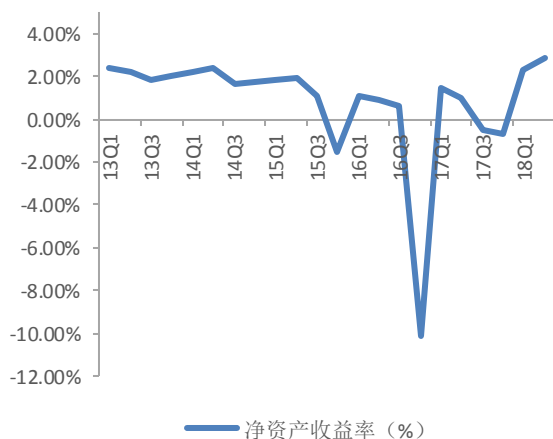
资料来源: wind, 东兴证券整理

图 2: 濮耐股份资产负债率变化



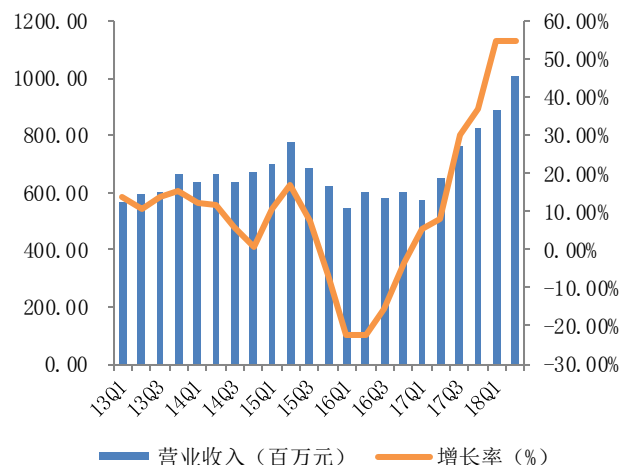
资料来源: wind, 东兴证券整理

图 3: 濮耐股份单季度净资产收益率变化



资料来源: wind, 东兴证券整理

图 4: 濮耐股份单季度营业收入



资料来源: wind, 东兴证券整理

公司盈利预测表

资	单位: 百万元					利润表					单位: 百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E				
流动资	3428.22	3489.60	3553.24	4569.82	5745.41	营业收入	2338.54	2814.63	4029.36	5407.39	6840.35				
货币资	164.65	160.59	230.08	308.76	390.58	营业成本	1637.57	1978.82	2921.80	3839.25	4801.93				
应收账	1904.59	1623.65	1545.51	1925.92	2436.29	营业税金及	23.24	25.60	36.67	49.21	62.25				
其他应	44.90	35.54	50.88	68.28	86.37	营业费用	254.69	297.80	336.45	451.52	571.17				
预付款	37.63	38.67	40.13	42.05	44.45	管理费用	272.98	293.92	358.61	481.26	608.79				
存货	832.87	1144.46	1112.69	1462.07	1828.68	财务费用	17.07	91.78	22.39	28.44	18.73				
其他流	0	0	0.00	0.00	0.00	资产减值损	310.29	108.99	0.00	0.00	0.00				
非流动	1251.68	1295.81	1264.05	1255.37	1269.60	公允价值变	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00				
长期股	5.04	5.06	5.06	5.06	5.06	投资净收益	(1.19)	0.78	0.80	0.80	0.80				
固定资	650.82	595.06	615.02	620.29	645.62	营业利润	(178.49)	30.02	354.23	558.52	778.28				
无形资	248.15	282.51	254.26	226.00	197.75	营业外收入	25.89	15.49	15.50	15.50	15.50				
其他非	0.00	13.90	13.90	13.90	13.90	营业外支出	13.62	6.22	13.62	13.62	13.62				
资产总	4679.89	4785.41	4817.29	5825.19	7015.01	利润总额	(166.21)	39.29	356.11	560.40	780.16				
流动负	1696.32	1985.54	2351.69	2870.08	3533.52	所得税	10.23	8.00	72.50	114.10	158.84				
短期借	446.59	355.15	446.67	573.80	731.36	净利润	(176.44)	31.29	283.60	446.30	621.32				
应付账	889.71	829.43	960.59	1157.04	1447.16	少数股东损	8.50	9.10	17.02	26.78	37.28				
预收款	15.61	54.24	109.85	184.47	278.87	归属母公司	(184.95)	22.19	266.59	419.52	584.04				
一年内	0.00	226.02	226.02	226.02	226.02	EBITDA	(71.92)	206.42	458.93	673.14	887.58				
非流动	555.50	326.56	298.70	298.70	298.70	EPS (元)	(0.21)	0.03	0.30	0.47	0.66				
长期借	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E				
应付债	523.56	298.69	298.70	298.70	298.70										
负债合	2251.83	2312.09	2650.39	3168.78	3832.22	成长能力									
少数股	75.58	113.43	130.45	157.23	194.51	营业收入增	-16.29%	20.36%	43.16%	34.20%	26.50%				
实收资	880.87	890.32	888.18	888.18	888.18	营业利润增	-291.98%	-116.82%	1080.05%	57.67%	39.35%				
资本公	971.42	991.09	991.09	991.09	991.09	归属于母公	-318.52%	-112.00%	1101.46%	57.37%	39.21%				
未分配	413.44	412.51	612.45	927.09	1365.12	获利能力									
归属母	2352.49	2359.88	2658.80	3078.32	3662.36	毛利率(%)	29.97%	29.70%	27.49%	29.00%	29.80%				
负债和	4679.89	4785.41	4817.29	5825.19	7015.01	净利率(%)	-7.91%	0.79%	6.62%	7.76%	8.54%				
现	单位: 百万元					总资产净利	-3.77%	0.65%	5.21%	6.97%					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE (%)	-7.86%	0.94%	10.03%	13.63%	15.95%				
经营活	157.60	366.83	627.98	13.48	141.92	偿债能力									
净利润	(176.44)	31.29	283.60	446.30	621.32	资产负债率	48.12%	48.32%	48.72%	49.48%	49.84%				
折旧摊	89.50	84.62	1.77	86.18	90.56	流动比率	2.02	1.76	1.51	1.59	1.63				
财务费	(17.07)	(91.78)	(22.39)	(28.44)	(18.73)	速动比率	1.53	1.18	1.04	1.08	1.11				
应付帐	(160.07)	(60.28)	131.16	196.44	290.12	营运能力									
预收帐	(15.95)	38.64	55.61	74.62	94.40	总资产周转	0.48	0.59	0.84	1.02	1.07				
投资活	(33.29)	(164.46)	(22.03)	(48.45)	(75.74)	应收账款周	1.16	1.60	2.54	3.12	3.14				
公允价	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应付账款周	1.69	2.30	3.26	3.63	3.69				
长期股	(1.64)	0.02	0.00	0.00	0.00	每股指标									
投资收	(1.19)	0.78	0.80	0.80	0.80	每股收益	(0.21)	0.03	0.30	0.47	0.66				
筹资活	(94.20)	(206.43)	96.11	98.70	138.83	每股净现金	0.06	(0.02)	0.79	0.07	0.23				
应付债	(72.70)	(224.87)	0.01	0.00	0.00	每股净资产	2.67	2.65	2.99	3.47	4.12				
长期借	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	估值比率									
普通股	(9.19)	9.46	(2.14)	0.00	0.00	P/E	(25.57)	179.00	17.89	11.37	8.17				
资本公	2.92	19.67	0.00	0.00	0.00	P/B	2.01	2.03	1.79	1.55	1.30				
现金净	30.10	(4.06)	702.06	63.73	205.01	EV/EBITDA	(76.98)	26.65	12.01	8.26	6.35				

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

分析师：赵军胜

中央财经大学经济学硕士，2008年进入证券行业，多年行业研究经验，2011年加盟东兴证券，从事建材、建筑等行业研究。2014年（暨2013年度）第十届“天眼”中国最佳证券分析师评选最佳选股分析师行业第3名。2014年慧眼识券商行业第4名。华尔街见闻金牌分析师评选2015年中线选股行业第2名。2015年东方财富第三届中国最佳分析师行业第3名分析师。2015金融界慧眼识券商行业最佳分析师第3名，最高涨幅第1名。2016年（暨2015年度）“天眼”中国最佳证券分析师评选行业盈利预测最准确分析师第3名。2016年东方财富中国最佳分析师评比全国100强分析师58名、建筑材料行业分析师第1名。2016年卖方分析师奖水晶球奖公募基金榜获第5名入围。2017年卖方分析师奖水晶球奖公募基金榜第5名入围。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。