

天时地利人和，技术发力龙头进快车道

——濮耐股份（002225）深度报告

2018年9月7日

强烈推荐/维持

濮耐股份

深度报告

报告摘要：

濮耐股份是国内耐火材料龙头企业，技术优势突出，产品种类齐全品质优，涵盖下游各主要应用领域，拥有从矿山、原材料、制品、整包服务和技术服务等全产业链服务，国内海外齐头并进，综合竞争力强，2018年得益于行业变化和环保、一带一路和行业政策春风进入快速发展阶段，立足耐材通过技术创新拓展和升级占领下游新需求、收购兼并、原材料业务以及海外发展等，未来5年打造世界前三耐材龙头目标。

- ◆ **天时地利助力公司进入快速发展期。**耐火材料行业步入转型期，高品质耐火材料需求不断地提升有利于公司发展，一带一路政策有利公司海外加速拓展。行业多年低景气度、原材料涨价、环保政策趋严、行业政策引导以及整包模式推广，中小企业逐步被淘汰。2018年受益下游行业的高景气度改善，公司作为技术龙头综合竞争优势将受益需求结构的变化以及行业的变化进入快速发展阶段。
- ◆ **布局矿山原材料，新焦炉耐材提供发展新空间。**公司收购琳丽矿业和新疆秦翔，大股东控股西藏高纯度菱镁矿以及增发建设高纯度和电熔氧化镁项目，使得公司高性能原材料的生产能力不断增强，不但自用抗风险更能外销实现业绩高增的双轮驱动。公司技术优势明显，独家的新焦炉耐火材料技术具备唯一节能提产环保，公司储备技术将带来公司新发展。
- ◆ **随行业涅槃后 2018 年底部改善，股权激励助力新发展。**2018 年上半年公司量价齐升，业绩高增长，各项财务指标好转，盈利能力、资产结构和运营能力等大幅提升。股权激励举措积极发挥管理层和员工主动性。
- ◆ **公司盈利预测及投资评级。**预计 2018 年到 2020 年 EPS 为 0.32 元、0.51 元和 0.71 元，考虑到公司布局全产业链，抗风险和综合竞争力强，进入逐步释放期，行业环境的变化，作为行业龙头竞争优势突出，受益行业、政策、自身布局和技术优势，将在行业变化中逐步进入收获和快速发展期，维持公司“强烈推荐”的投资评级，6 个月目标价 8 元。
- ◆ **风险提示：**原材料业务进展速度不及预期。

财务指标预测

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万）	2,338.5	2,814	4,509.4	6,393.85	8,094.66
增长率（%）	-16.29%	20.36	60.22%	41.79%	26.60%
净利润（百万元）	(184.95)	22.19	280.63	449.79	629.33
增长率（%）	-318.52	-112.	1164.7	60.28%	39.92%
净资产收益率	-8%	1%	10%	14%	17%
每股收益(元)	(0.21)	0.03	0.32	0.51	0.71
PE	1.76	1.78	1.57	1.34	1.11
PB	(22)	157	15	9	7

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

赵军胜

010-66554088

zhaojs@dxzq.net.cn

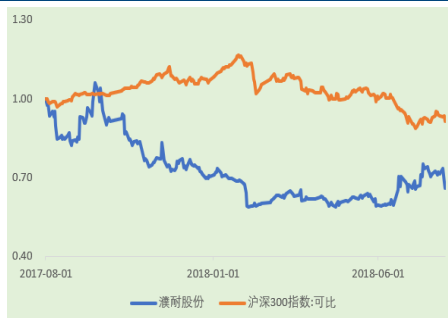
执业证书编号：

S1480512070003

交易数据

52 周股价区间（元）	4.11-8.29
总市值（亿元）	42
流通市值（亿元）	32
总股本/流通 A 股（万股）	6.83/8.88
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	1.63

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

1、《濮耐股份（002225）财报点评：量价齐升盈利水平大幅向上，技术龙头发展空间巨大》
2018-8-1

目录

1.国内耐火材料龙头，原材料和海外全产业链服务发展	5
1.1 耐火材料的全产业链综合技术服务龙头	5
1.2 濮耐股份的实际控制人和组织架构	6
2.耐材转型升级，行业变化带来技术龙头机遇期	7
2.1 工业高温窑炉材料，钢铁行业应用占比大	7
2.2 相比国外，国内耐材行业集中度提高空间巨大	8
2.3 2013 到 2016 上半年小企业市场淘汰带来龙头市场空间	8
2.4 加速落后产能清退，龙头公司借环保趋严春风	8
2.5 原料价格大涨中小企业经营承压退出	9
2.6 政策准入与引导推动行业份额集中化，龙头企业获益	10
2.7 下游回暖，耐材行业景气度 2018 年进入见底回升阶段	11
2.8 耐材行业步入成熟期，随钢铁转型升级势在必行有利技术龙头	11
3.业务布局日趋完善，竞争优势逐渐凸显	13
3.1 行业深耕多年，未来 5 年发展为全球前三大耐材龙头	13
3.2 收购开拓版图，立足三大业务板块	14
3.3 研发技术积累厚优势明显，新焦炉和储备技术带来公司新空间	15
3.4 客户结构变化和技术龙头粘性逐步增强推升市占率提升，	17
3.5 海外业务开拓基础好	18
3.6 布局上游原材料，完善产业链提升抗风险和竞争力	19
4.财务状况转好，底部改善特征明显	22
4.1 营业收入加速，盈利快速扭转	22
4.2 资产结构改善，营运能力提升	25
4.3 股权激励计划施行中，增添公司发展动力	26
5.公司盈利预测估值和风险提示	26
5.1 公司盈利预测	26
5.2 公司估值判断	27
5.3 风险提示	28

图表目录

图表 1：濮耐股份 2018 年上半年各项业务收入占比	5
图表 2：濮耐股份 2018 年上半年各项业务毛利占比	5
图表 3：濮耐股份的实际控制人（截至 2018Q1）	6

图表 4：濮耐股份组织架构.....	6
图表 5：耐火材料不同分类标准.....	7
图表 6：全球耐火材料应用情况.....	7
图表 7：濮耐股份 2014-2017 年产品分行业销售占比	7
图表 8：全球耐火材料产量地区分布（2013）	9
图表 9：国内耐火材料产量地区分布（2015）	9
图表 10：我国菱镁矿储量地区分布（2016）	10
图表 11：部分镁砂原材料价格变动（元/吨）	10
图表 12：国内粗钢产量统计	11
图表 13：国内钢材价格指数走势	11
图表 14：2017 年国内各类型耐火材料产量占比	12
图表 15：耐火材料 2012-2017 产量变动（万吨）	12
图表 16：致密定型耐火材料 2012-2017 产量变动（万吨）	12
图表 17：不定形耐火材料 2012-2017 产量变动（万吨）	12
图表 18：国家关于高性能耐火材料发展相关政策	12
图表 19：公司主要产品及应用	13
图表 20：公司三大事业部营业收入（亿元）（未剔除分部间交易收入）	15
图表 21：郑州华威、郑州汇特净利润（百万元）	15
图表 22：2015-2017 年公司部分新产品研发情况.....	16
图表 23：耐材行业上市公司研发费用（亿元）	17
图表 24：耐材行业上市公司研发费用在营业收入中占比（%）	17
图表 25：公司电炉整包模式示意图	18
图表 26：公司整体承包模式收入及占比	18
图表 27：公司全球营销网络覆盖广泛	19
图表 28：耐材行业上市公司海外营业收入规模（亿元）	19
图表 29：耐材行业上市公司 2013-2017 海外收入占比（%）	19
图表 30：耐材行业上市公司 2013-2017 海外业务毛利率（%）	19
图表 31：电熔氧化镁价格	20
图表 32：铝矾土和石墨价格（右轴）	20
图表 33：2014-2017 公司营业成本构成	20
图表 34：2017 年公司主要原材料采购价格（元/吨）	20
图表 35：高纯镁砂	21
图表 36：电熔镁砂	21
图表 37：濮耐股份 2008-2018Q2 营业收入变动（亿元）	23
图表 38：濮耐股份 2008Q2-2018Q2 季度营业收入增速（%）	23
图表 39：粗钢产量：累计值（亿吨）	23
图表 40：钢铁行业大中型企业：利润总额（亿元）	23
图表 41：2008-2017 我国水泥产量变动情况（万吨）	24
图表 42：2008-2017 我国平板玻璃产量变动情况（万重量箱）	24
图表 43：濮耐股份 2008-2018Q2 归母净利润变动（亿元）	24
图表 44：濮耐股份 2016-2017 利润表部分项目构成.....	24

图表 45：濮耐股份 2008-2017 销售毛利率、净利率变动（%）	24
图表 46：濮耐股份 2008-2017 各期间费用率变化（%）	24
图表 47：濮耐股份应收账款变动情况（亿元）	25
图表 48：濮耐股份存货、应收账款周转率变动情况	25
图表 49：耐火材料行业内公司相对估值比较	27
图表 50：濮耐股份股价敏感性测试	27

1.国内耐火材料龙头，原材料和海外全产业链服务发展

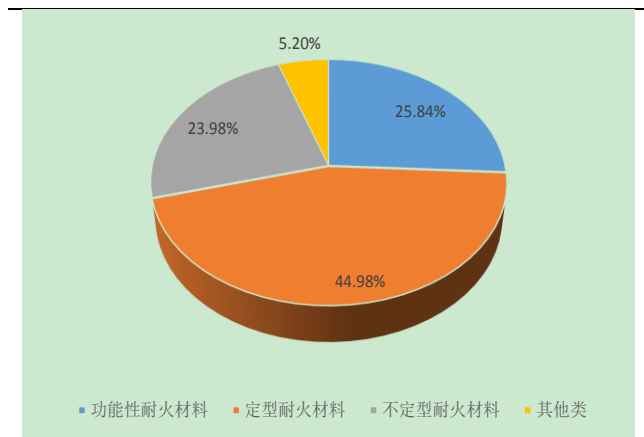
1.1 耐火材料的全产业链综合技术服务龙头

濮耐股份是一家专业从事高温工业用耐火材料系统解决方案的服务商，前身濮阳县耐火材料厂成立于1988年，2008年公司上市。目前公司为国内耐火材料行业龙头企业，主要产品包括透气砖类、座砖类、散料类、滑板水口类、三大件类、镁碳/铝镁碳类等20多个系列、200多个品种的耐火材料，在国内耐火材料行业中产品品种最为齐全。公司客户涵盖国内外钢铁、水泥、玻璃、有色等领域，目前已经为世界钢铁100强企业中的近70家提供优质产品和服务。

公司目前拥有北京和濮阳双技术研发中心，技术研发涵盖前瞻性研究与应用型研究，在乌克兰、美国、俄罗斯、韩国、印度等国家设有9个分子公司或办事处，拥有全球化的营销能力和深厚的市场基础。

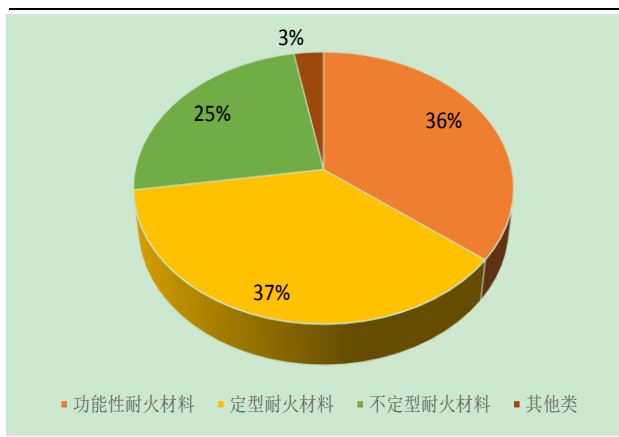
自上市以来，耐火材料始终为公司的主业，占据营业收入的比重保持在90%以上。

图表 1：濮耐股份 2018 年上半年各项业务收入占比



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图表 2：濮耐股份 2018 年上半年各项业务毛利占比



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

从2018年上半年看，其中定型耐火材料、功能性耐火材料、不定形耐火材料和其他业务营业收入占比分别为44.98%、25.84%、23.98%和7.02%。

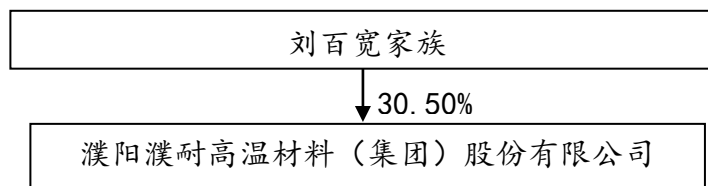
从毛利构成来看，功能性耐火材料的毛利占比最高，达到37%，定型和不定形耐火材料占比分别为36%和25%。其他业务占比较小毛利占比仅3%。

布局上游核心原材料，纵向一体化逐步推进。2017年下半年耐火材料主要原料之一的镁砂价格出现大幅上涨，镁砂均价涨幅超过300%。公司在收购琳丽矿后，近两年通过收购控制新疆的菱镁矿，并且大股东控股的西藏高纯度菱镁矿也在逐步的开发当中，同时通过定增募资投资高性能氧化镁项目等方式，在原材料板块进一步布局完善从原料到制品到施工和技术支持的全天候服务体系。原材料不但自用还可外销，打造高纯度高性能原材料。不但可以有效对冲成本端价格上涨风险，还可以实现高性能耐火材料对传统耐火材料的替代，提升耐材使用寿命与使用性能，从而有效降低下游客

户单位产品的耐火材料消耗量，增强企业产品的竞争优势。公司通过纵向一体化方式延伸产业链，将显著增强自身的抗风险能力、盈利能力和核心竞争力。

1.2 濮耐股份的实际控制人和组织架构

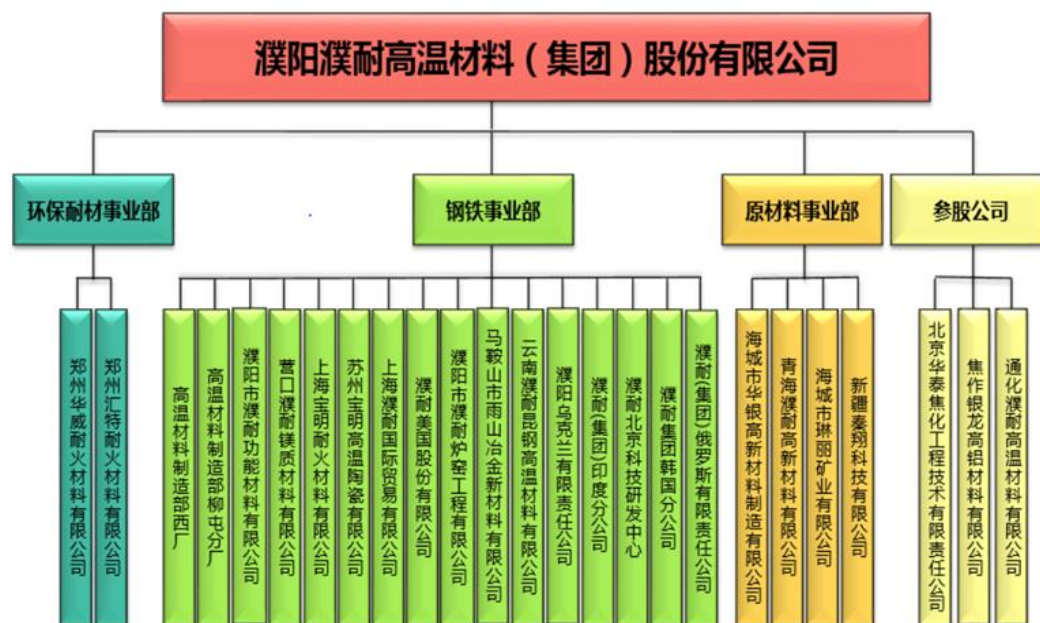
图表 3：濮耐股份的实际控制人（截至 2018Q1）



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

濮耐股份的实际控制人为刘百宽家族，11 位股东共计持有公司 30.50% 的股份，其中刘百宽为公司最大股东，持有公司 16.12% 的股份。

图表 4：濮耐股份组织架构



资料来源：公司官网、东兴证券研究所

公司目前依托钢铁、环保耐材、原材料三大事业部，拥有 13 家全资子公司，5 家控股子公司，3 家分公司以及 3 家参股公司。

2.耐材转型升级，行业变化带来技术龙头机遇期

2.1 工业高温窑炉材料，钢铁行业应用占比大

耐火材料一般指耐火度在 1580 摄氏度以上的无机非金属材料，是高温工业中的关键耗材，广泛应用于冶金、建材、有色金属等行业。按照耐火度、化学特性等条件，耐火材料存在不同的分类标准。

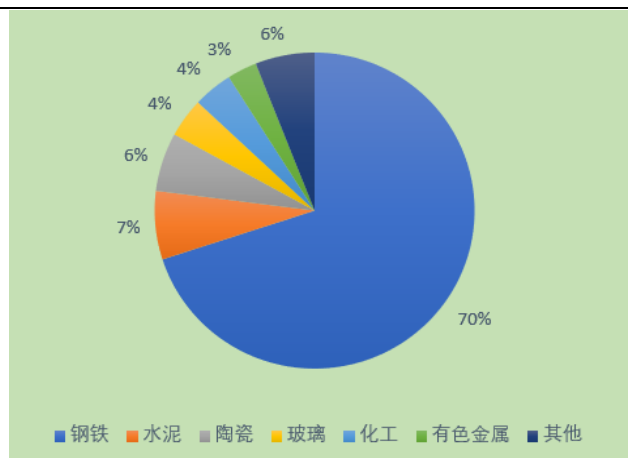
图表 5：耐火材料不同分类标准

分类标准	材料类别
耐火度	普通耐火材料（1580-1770℃）、高级耐火材料（1770-2000℃）、特级耐火材料（2000℃以上）
化学特性	酸性、中性及碱性耐火材料
制造工艺、外观	定型耐火材料、不定形耐火材料
矿物组成	镁质、氧化硅质、硅酸铝质、白云石质、碳质、铬质等

资料来源：中国耐材之窗网、东兴证券研究所

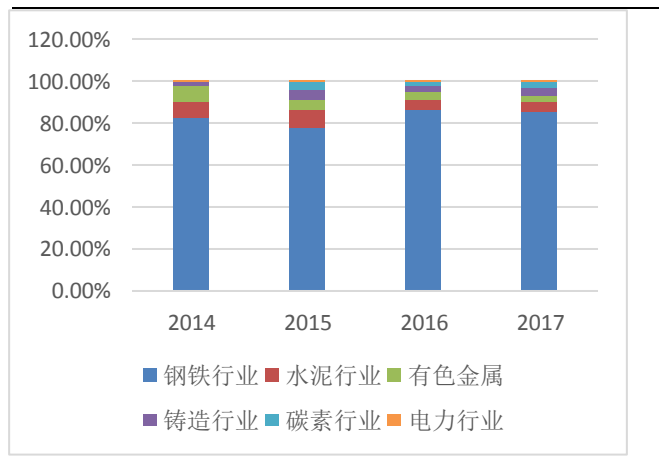
从全球范围来看，耐火材料的 70%用于钢铁行业，其余下游应用行业主要为水泥、陶瓷、玻璃、化工、有色金属和其它等，占比分别为 7%、6%、4%、4%、3%和 6%等。钢铁行业中，耐火材料分布在高炉、转炉、电炉、钢包炉、LF 炉、RH 炉以及连铸系统等，镁质和铝质为钢铁行业主要应用的耐火材料产品种类。濮耐股份近两年 85%以上的营业收入来自于下游钢铁客户。

图表 6：全球耐火材料应用情况



资料来源：中国耐材之窗网、东兴证券研究所

图表 7：濮耐股份 2014-2017 年产品分行业销售占比



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

2.2 相比国外，国内耐材行业集中度提高空间巨大

国内耐火材料行业集中度极低。传统耐火材料行业属于劳动密集型产业，进入门槛相对较低，近年来我国耐材行业产能过剩，产品同质化程度高，小规模企业数量众多，长期以来，落后产能的存在加剧行业内的竞争，严重影响行业的整体盈利能力，致使行业整体微利运行。2015年，我国耐火材料规模以上企业近2000家，但销售收入过亿的企业仅100余家，耐火材料行业“大而不强”的现状突出。截止2016年，前10名重点企业销售收入仅占全国耐火制品总收入的18%左右，前20名企业销售收入占比约25%左右，产业集中度极低。

国外集中度远高于国内。国际上，以维苏威、奥镁、黑崎播磨为首的前十大耐火材料生产厂商，在全球除中国地区以外的耐材市场集中度高达60%，奥镁与维苏威在欧洲地区市场份额市场占有率超过60%，黑崎播磨与品川在日本地区的市场占有率也达到50%。2017年，全球耐火材料厂商龙头维苏威与奥镁年营业收入分别约为147.8和120.65亿人民币，而我国耐材行业龙头中的濮耐股份，2017年营业收入仅为28.14，不足奥镁年销售收入的1/4。可见，我国耐材龙头厂商无论在相对市场份额，还是在绝对规模上，都存在巨大的提升空间。

2.3 2013到2016上半年小企业市场淘汰带来龙头市场空间

行业连续多年的收缩使得小企业盈利空间越来越小，形成市场化淘汰。自2013年后由于新建高温窑项目受到国家控制，影响到耐火材料的需求。耐火材料行业产量出现持续收缩，耐火材料行业产能过剩，行业经营整体承压，在行业竞争中低价销售、竞相杀价，并且回款困难，付款周期延长导致部分企业现金流较差，资金周转困难，加上融资难等各种因素，在市场化竞争日趋激烈的背景下生存受到严重压制，逐渐趋于淘汰。像新密市原有耐火材料企业高峰时有1000家，到现在剩下不到100家。淄博市从400万吨产能压缩到150万吨，收缩38%。

小企业低品质耐火材料需求空间收窄。下游钢铁、水泥和玻璃等产品品质的提升，对于低品质的耐火材料使用需求下降，加上行业总体需求空间扩张有限，进一步压缩小企业生存空间。以钢铁行业为例，以往地条钢产能分布广泛，其冶炼多采用中频炉，石英砂打结料等低品质的酸性耐火材料得到广泛引用，但中频炉在冶炼过程中不能去除碳、磷等杂质，也缺乏还原除气、脱硫等功能，国家近几年大力整治地条钢，仅2017年就关闭了1.4亿吨中频率产能，电弧炉将对中频炉进行替代，而电弧炉主要应用高性能的镁质耐火材料，对于耐材小企业低品质的耐火材料形成广泛替代，下游行业产品的升级将压缩低品质耐材需求，增加小企业生存压力。

2.4 加速落后产能清退，龙头公司借环保趋严春风

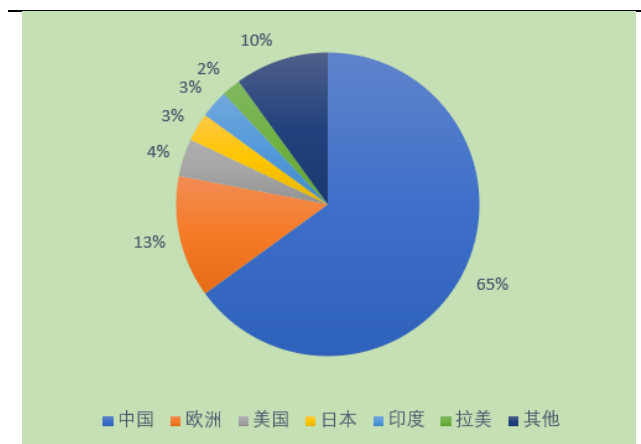
我国为耐火材料生产大国，全球65%以上的耐材产量出自于国内，河南、辽宁、山东为我国耐火材料的主产区，全国3/4的耐火材料产自于以上三省区，其中河南省产量占比更是接近国内的一半。

近年来，华北地区环保督察不断加强。2017年3月，环保部、国家发改委、财政部和能源局以及6省政府联合发布《京津冀及周边地区2017年大气污染防治工作方案》，

明确指出 2017 年 10 月底前完成违法“小散乱污”企业取缔工作，地区包括北京、天津、石家庄、唐山、淄博、济宁、滨州、郑州、焦作、濮阳市等地区（2+26 个城市），涉及河南、山东主产区的耐火材料生产。年内，河南、山东等地不断加强区域内排查工作，对环保不达标的中小型耐火材料生产企业采取压减产能、断电、关停等措施，其中仅山东淄博一地在严管污染排放的同时，主动对落后产能升级改造，将现有 350 万吨产能削减至 150 万吨。耐材主产区环保整治的深入极大地增加了耐火材料行业中小企业的生存压力，迫使小产能不断清退。

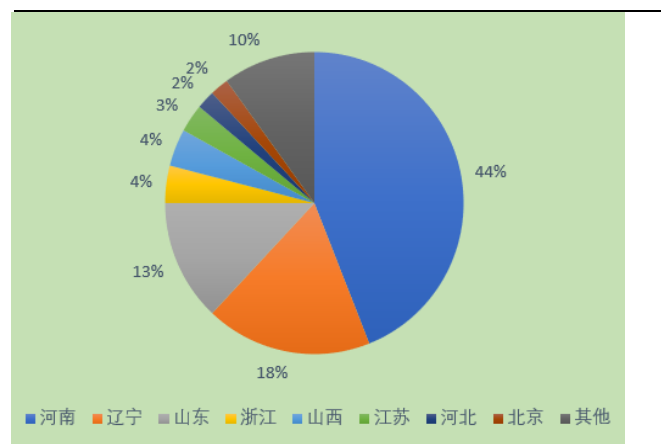
公司作为技术龙头，环保设备齐备，使用清洁天然气燃料，不受环保政策的影响。

图表 8：全球耐火材料产量地区分布（2013）



资料来源：中国耐火材料行业协会、东兴证券研究所

图表 9：国内耐火材料产量地区分布（2015）



资料来源：中国耐火材料行业协会、东兴证券研究所

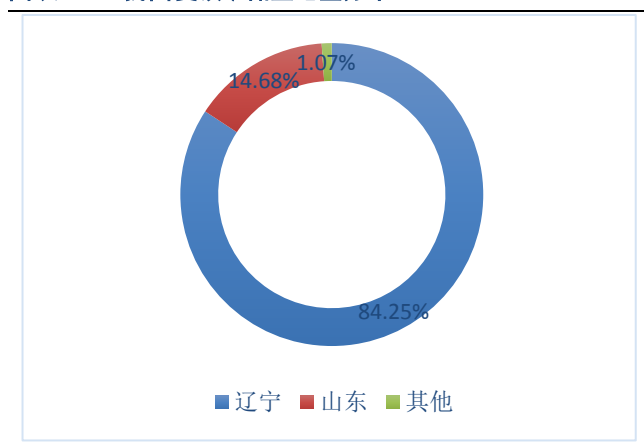
2.5 原料价格大涨中小企业经营承压退出

菱镁矿、铝矾土和石墨是耐火材料的主要原材料，在耐火产品成本中占比超过 70%。我国菱镁矿基础储量中的 84% 分布于辽宁省。由于菱镁矿开采、重烧和电熔属于高污染、高耗能行业，自 2017 年 3 月，菱镁矿主要分布地辽宁省海城市、营口市和鞍山市相继对环保不达标的菱镁矿开采企业和镁质品生产采取停产和限产措施，并对矿山炸药进行管制，仅辽宁海城一地就关停关闭没有环保手续、污染严重的镁砂企业 46 家，封停窑炉 679 座，受到环保限产因素影响，多数中小型镁砂生产企业处于关停、半关停状态，导致镁砂产量锐减。

2017 年我国镁砂总产量为 155.15 万吨，同比下降 28.91%，电熔镁砂和烧结镁砂产量分别同比减少 33.08% 和 37.65%，镁质类原材料的供应严重不足，引发各种镁质原材料价格自 2017 年初出现大幅上涨，截至 2018 年 6 月末，98% 电熔镁砂价格由 2017 年年初 3600 元/吨上涨 2018 年年中 10300 元/吨，97% 高纯镁砂价格在一年半的时间里更是由 1400 元/吨上涨至 7000 元/吨，涨幅达到 400%。原材料的大幅波动将使行业内生产企业成本承压，部分中小企业受制于议价权不强，难以将上游原材料成本压力转嫁至下游客户，原材料价格的高位运行将加速小规模、风险抵抗能力较差的落后产能退出。

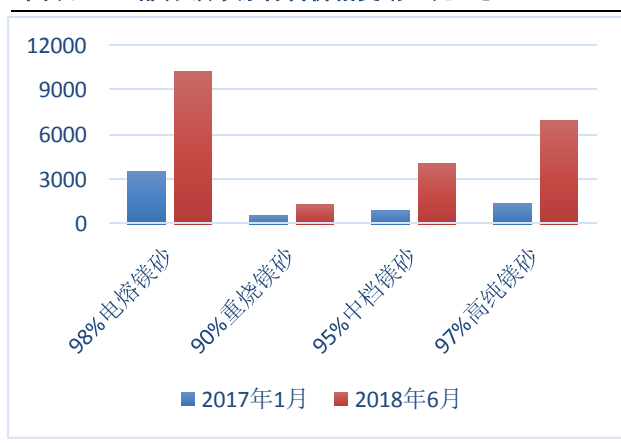
耐火材料在小企业被清退后，龙头企业获得更大的市场空间，有利于行业健康发展。

图表 10：我国菱镁矿储量地区分布（2016）



资料来源：wind、东兴证券研究所

图表 11：部分镁砂原材料价格变动（元/吨）



资料来源：中国金属新闻网、东兴证券研究所

2.6 政策准入与引导推动行业份额集中化，龙头企业获益

除了行业多年景气度持续回落，环保限产、原材料涨价因素，国家从产业政策鼓励具有一定经济规模和技术标准的耐火材料生产企业发展，坚决淘汰落后产能。2013 年发布的《工业和信息化部关于促进耐火材料产业健康可持续发展的若干意见》中，明确要求 2015 年底前淘汰单线产能低于 3 万吨/年、吨产品综合能耗高于 240kg 标煤的回转炉，单线产能低于 2 万吨/年、吨产品综合能耗高于 285kg 标煤的隧道窑等落后耐火粘土熟料产能，淘汰有效容积低于 18 立方米、吨产品综合能耗高于 330 千克标煤的轻烧菱镁反射炉；淘汰有效容积低于 30 立方米的重烧镁砂竖窑，变压器功率低于 1,400 千伏安的镁砂电熔炉；淘汰变压器功率 3,000 千伏安以下普通棕刚玉冶炼炉、变压器功率 4,000 千伏安以下固定式棕刚玉冶炼炉、变压器功率 3,000 千伏安以下碳化硅冶炼炉，对于耐火材料生产企业的规模以及生产技术提出了较高的要求。

同时，《关于促进耐火材料产业健康可持续发展的若干意见》提出，到 2015 年，我国耐火材料行业要形成 2~3 家具有国际竞争力的企业，前 10 家企业产业集中度达到 25%；到 2020 年前 10 家企业产业集中度提高到 45%，显然目前由于行业环境的变化，我国耐火行业的集中度与《意见》的目标相距甚远，未来行业内的整合与行业龙头集中度的提升将成为必然趋势。

2018 年 1 月 4 日，工信部公布第一批 40 家符合耐火材料行业规范条件的生产线名单，从工艺装备、质量管理、清洁生产、节能降耗和综合利用等角度对于行业做出规范要求，规范条件的实施形成良性的政策性引导，将逐步抬高行业门槛，使龙头企业获得更好的发展机遇。2017 年，在全国耐火材料产量同比下降 4.13% 的背景下，66 家重点耐火材料生产企业产量同比增长 7.2%，行业集中度正处于逐步提升的过程当中。

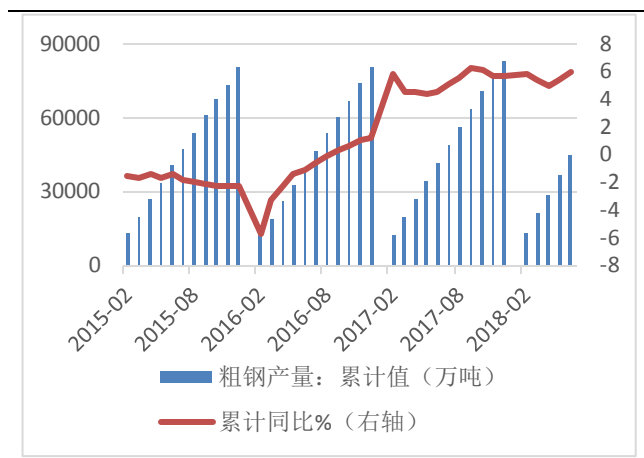
在行业多年景气度下降、国家加大环保治理、原材料价格高涨以及行业准入要求提升的多重因素共同作用下，中小企业的落后产能将被持续清退，产能和市场份额将被大型企业替代，行业总体的供给和竞争格局有望得到逐步的改善。

龙头企业将获得更多的政策和资源支持，进入发展的快车道。

2.7 下游回暖, 耐材行业景气度 2018 年进入见底回升阶段

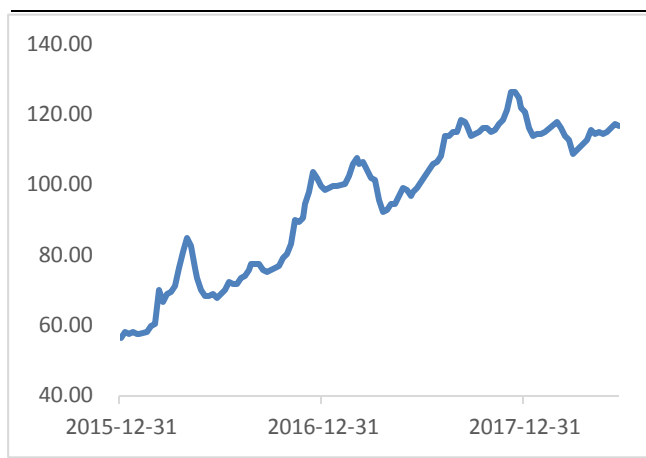
耐火材料生产企业的盈利状况与下游周期各行业的景气度紧密相关, 尤其是钢铁行业。耐火材料行业大部分应用于钢铁行业生产的消耗当中, 2017 年钢铁行业整体景气度持续好转。从全年来看, 粗钢产量为 8.32 亿吨, 同比增长 5.67%, 国内钢材价格综合指数全年保持强劲, 钢铁行业呈现出量价齐升的态势。进入 2018 年后, 上半年粗钢累计产量同比增长 6%, 同时钢材价格继续维持高位运行。

图表 12: 国内粗钢产量统计



资料来源: wind、东兴证券研究所

图表 13: 国内钢材价格指数走势



资料来源: wind、东兴证券研究所

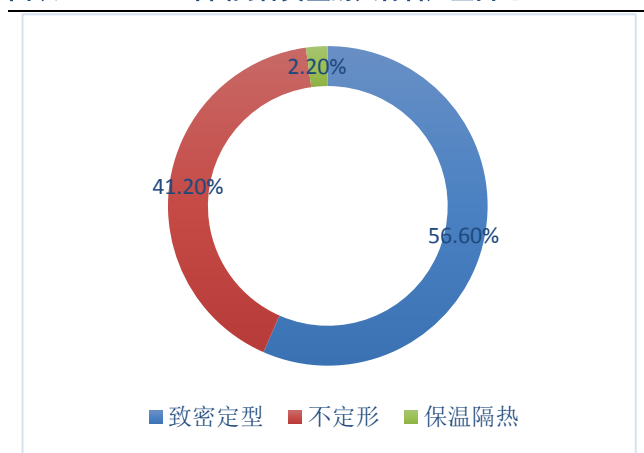
根据中国钢铁工业协会统计, 2017 年重点大中型钢铁企业累计实现利润 1773 亿元, 同比增长 613.6%, 同时水泥、平板玻璃、有色金属等重要下游行业 2017 年实现利润分别同比增长 94.41%、81%和 27.5%, 各主要下游行业回暖, 有利于耐火材料涨价和回款率的提升。2017 年 66 家耐材重点企业销售收入同比增长 23%, 利润同比增长 109.11%, 景气度开始从底部回升。

2.8 耐材行业步入成熟期, 随钢铁转型升级势在必行有利技术龙头

2017 年我国耐火材料产量为 2292.54 万吨, 同比降低 4.13%, 其中致密定型耐火材料 1297.19 万吨, 同比降低 4.51%, 不定形耐火材料 943.9 万吨, 同比降低 4.27%, 保温隔热耐火材料 51.46 万吨, 同比增长 10.13%。从国内产量比例上来看, 定型耐火材料产量占比最高, 2017 年定型、不定形与保温隔热耐火材料的产量占比分别为 56.6%、41.2%和 2.2%。

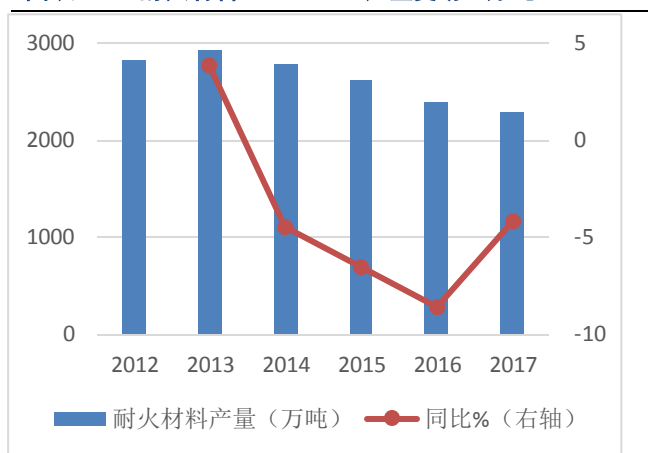
从国内耐火材料生产情况来看, 自 2013 年后, 耐材生产总量及定型/不定形耐材生产量均出现持续下滑。下降的原因主要与下游钢铁、水泥、玻璃等产能被控制导致新增产能较少, 以及随着耐火材料品质的提升, 单位消耗量下降有关。

图表 14：2017 年国内各类型耐火材料产量占比



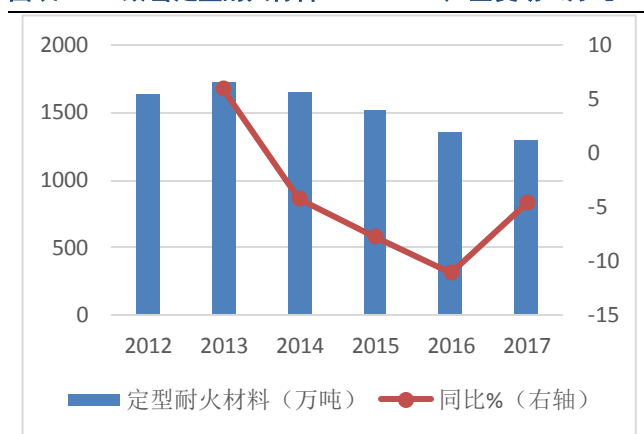
资料来源：中国耐火材料行业协会、东兴证券研究所

图表 15：耐火材料 2012-2017 产量变动（万吨）



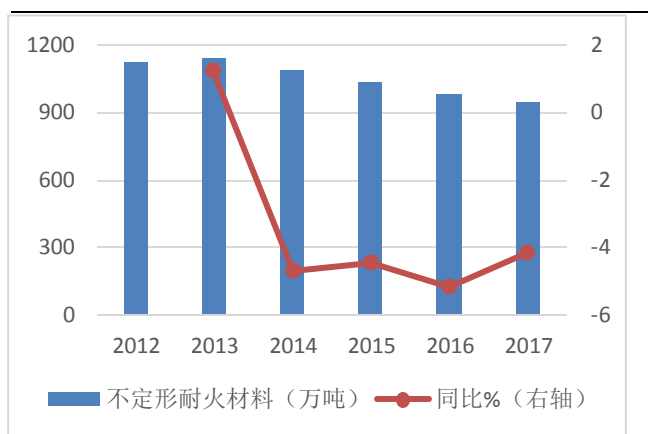
资料来源：中国耐火材料行业协会、东兴证券研究所

图表 16：致密定型耐火材料 2012-2017 产量变动（万吨）



资料来源：中国耐火材料行业协会、东兴证券研究所

图表 17：不定形耐火材料 2012-2017 产量变动（万吨）



资料来源：中国耐火材料行业协会、东兴证券研究所

高品质产品市场空间将进一步扩大。随着钢铁、水泥、玻璃等行业转型升级，下游客户产品逐渐向优质洁净钢、特种水泥、光学玻璃、超薄玻璃等方向升级，对耐火材料提出更高的要求，耐火材料需具备更强的稳定性、抗腐蚀性和使用寿命，高性能、绿色环保耐火材料将是行业未来的发展方向。近年来，包括工信部、发改委在内有关部门陆续出台多项政策以鼓励高性能耐火材料发展，未来高端耐火材料将是各家厂商开拓的重点。

图表 18：国家关于高性能耐火材料发展相关政策

时间	发布部门	政策文件	相关要求
2013	工信部	《工业和信息化部关于促进耐火材料产业健康可持续发展的若干意见》	围绕高温工业和新兴产业发展需求，发展优质合成、改性原料和长寿命、无污染、节能型耐火材料。开发适用于高温工业先进工艺装备关键部位的结构功能一体化的长寿命新型耐火材料、微孔结构高效隔热材料，施工便利的高性能不定形耐火材料，

防止重金属污染的无铬耐火材料等高端产品。

2013	发改委	《产业结构调整指导目录（2011 年本）》（2013 年修订）	将焦炉、高炉、热风炉用长寿节能环保耐火材料生产工艺以及玻璃熔窑用高档耐火材料列为鼓励类项目。
2016	工信部	《建材工业发展规划（2016-2020 年）》	耐火材料行业将推广无铬耐火材料、耐烧蚀与隔热保温一体化、结构功能一体化的长寿命新型耐火材料、微孔结构高效隔热材料、不定形耐火材料，鼓励高性能耐火材料的生产发展。
2017	工信部	《产业关键共性技术发展指南（2017 年）》	将新型高效、安全、环保型隔热耐火材料产业化技术选入关键性技术，以此鼓励耐火材料行业向高性能、绿色环保方向发展。

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

3.业务布局日趋完善，竞争优势逐渐凸显

3.1 行业深耕多年，未来 5 年发展为全球前三大耐材龙头

公司自成立以来，始终专注高温耐火材料，发展至今，先后在冶金行业的高炉、电炉、转炉，钢包、中间包、工业炉、建材行业炉窑，有色金属冶炼，石化，电力等耐材的开发上取得突破性进展。

图表 19：公司主要产品及应用

产品板块	产品类别	主要用途
功能性耐火材料	滑板水口类	连铸用功能耐火材料，主要用于控制钢水流量、导流钢液、净化钢液
	三大件类	钢铁连铸用功能耐火材料，起到控制流量、保温、防氧化、防飞溅、导流钢液、均匀钢液的成分和温度的作用
	座砖类	主要配合透气砖、水口砖等产品使用，以达到保护透气砖、水口砖的目的
	透气砖类	主要用于通过该产品向钢水容器内喷吹气体，以达到搅拌钢液促使钢液温度和成分更加均匀的目的
定型耐火材料	包钢砖类	用于盛装、转运高温钢水的普通钢包、炉外精炼钢包等各种钢包容器的工作层，与高温钢水、熔渣直接接触，需要承受高温钢水的机械磨损以及高温液态熔渣的化学侵蚀等
不定形耐火材料	碱性制品类	主要用于水泥回转窑和 RH 炉炉衬
	散料类	各种工业窑炉、钢包和中间包永久衬、出铁沟等部位

冲击板及挡渣板类		中间包内设置的各种功能件，主要用于保护包底，促使各种夹杂物上浮，稳定中间包内流场
电炉顶类		电弧炉冶炼时上方加盖的炉盖
其他类	其他产品	和各类主产品配合使用

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

截止 2017 年末，公司拥有功能性、定型、不定形耐火材料产能 8.09 万吨/年、35.8 万吨/年和 50 万吨/年，2017 年耐火材料产量 57.17 万吨，约占国内耐火材料总体产量的 2.5%，根据中国耐材行业协会的数据，2017 年排名前十家耐材企业销售收入总额为 192 亿元，公司实现销售收入 28.14 亿元，约占前十家企业销售收入比重的 14.66%，相比 2016 年的 14.03%略有提升。2018 年上半年，公司产量同比增长 4.05%，排名营口青花耐火、浙江自立及营口金龙之后，位于全国第四。而从销量看

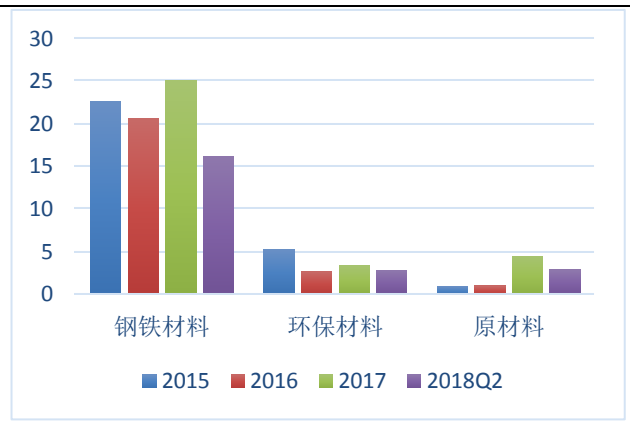
现阶段，公司管理层目标明确，致力于成为全国耐材行业产品配套齐全、覆盖下游主要高温行业的龙头企业。公司力争在 2020 年建成一个以高科技为基础、以耐火材料为主业的跨国集团，进入世界耐材行业的前三名。

3.2 收购开拓版图，立足三大业务板块

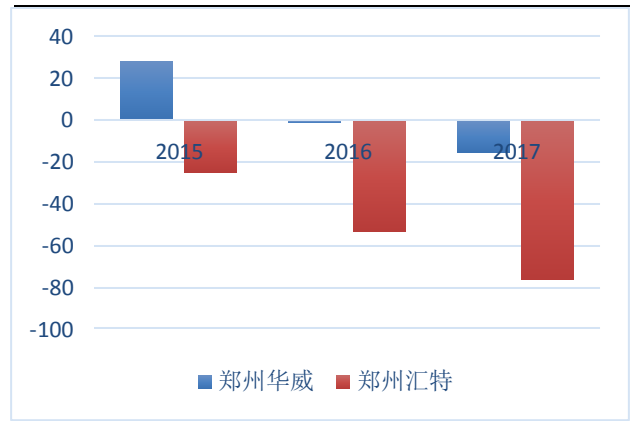
公司不断地收购实现外延式发展。2009 年 10 月，通过参与定向增资控股云南昆钢集团耐火材料有限公司，2010 年 7 月通过发行股份方式收购上海宝明耐火材料有限公司 100% 股权，2014 年 12 月 1.58 亿元收购马鞍山雨山冶金新材料有限公司 100% 股权，不断加强在钢铁用耐火材料领域的投入；2013、2014 年分别以 4.4 亿元和 2.56 亿元收购郑州华威耐火材料股份有限公司及郑州汇特耐火材料有限公司 100% 股权，拓展水泥、玻璃、有色金属等非钢行业耐火材料的业务布局。

2011 年 4 月现金收购海城市琳丽矿业有限公司 100% 股权，2012 年在青海省设立全资子公司青海濮耐高新材料有限公司，2018 年收购合众创业持有的新疆秦翔科技有限公司 37.73% 的股份，成为濮耐股份的子公司。公司积极布局上游针对性加强原材料板块投入。通过收购兼并公司目前已形成钢铁材料事业部、环保材料事业部及原材料事业部三大业务板块。

受制于水泥玻璃新建产能控制低迷，环保部门出现亏损。郑州华威与郑州汇特为原材料事业部的经营主体，自被公司收购后一度出现营收规模与盈利水平的双降，2017 年营业收入 3.35 亿元，相比 2015 年下降 37%，同时郑州华威与郑州汇特净利润连年滑坡，至 2017 年分别出现 1542 万元和 7624 万元的亏损，主要原因是部分客户是中小企业，受国家去产能、环保治理等因素影响较大，新客户拓展不畅的同时，原有部分中小客户在供给侧改革与环保限产的双重挤压下经营状况步入低谷，间接传导至耐材需求的减少，拖累公司环保材料事业部的整体业绩。

图表 20：公司三大事业部营业收入（亿元）（未剔除分部间交易收入）


资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图表 21：郑州华威、郑州汇特净利润（百万元）


资料来源：公司公告、东兴证券研究所

2018 年下游高景气环保业务开始改善，原材料业务进入蓄势发力阶段。2016 年以来下游钢铁、水泥等行业景气度见底回升，粗钢产量恢复增长并处于增速高位水平，钢材价格震荡上行；水泥行业持续高景气，在 2017 年行业实现利润同比增长 94.41% 的基础上进一步加强错峰生产、环保限产等调节方式，2018 年上半年水泥平均价格为 419 元/吨，同比增长 23%。这有利于公司的经营状况逐步改善。

受益于下游行业的持续景气，公司镁质类产品价格上涨，同时公司积极推动产品创新及客户结构调整，淘汰部分亏损项目，2017 年及 2018 年上半年钢铁材料事业部收入规模迅速回升，同比分别增长 21.25% 和 47.33%，环保材料事业部 2018 年上半年营业收入同比增长 112.1%。原材料板块方面，在 2017 年上游镁质原材料价格飙涨的背景下，公司原材料板块 2017 年全年及 2018 年上半年收入规模同比大增 325% 和 134.84%，目前公司所投资的新疆秦翔哈勒哈特菱镁矿正处于前期建设中，同时筹划投资的高纯氧化镁和电熔氧化镁项目预计未来将为公司带来 10 亿元以上的新增收入，原材料板块将成为公司新的增长点。

3.3 研发技术积累厚优势明显，新焦炉和储备技术带来公司新空间

目前，公司旗下的北京科技研发中心和濮阳技术中心分别以前瞻性研究和应用型研究开发为主，互为补充。公司拥有国家认定企业技术中心、国家（CNAS）认可的高温陶瓷材料试验检测中心等多个研究开发平台，具备较强的自主研发能力。截止 2017 年年末，公司合计拥有各项有效技术专利 208 项，在耐火材料行业拥有自主知识产权数量领先。

在国家推行供给侧改革、提升原材料利用率、加强环保等政策的影响下，耐材产品逐渐向寿命更长、耐腐蚀性更强、环保性能更好的高性能耐火材料方向发展。公司面向产业政策引导与下游客户实际需求，持续推进产品的研发与升级，报告期内，公司研制出 1.8g/cm³ 的新型中间包轻质喷涂料、矿热炉用碱性环保镁制炮泥、高温烧成滑板、转炉供气砖、水泥回转窑用节能型莫来石质制品等多项高性能产品，覆盖了下游钢铁、水泥等主要应用领域，在提升耐火材料隔热性能、提高产品使用寿命等方面不

断改进，显著降低公司生产成本，部分产品目前已投入使用，对下游客户经济效益的提升明显。

图表 22：2015-2017 年公司部分新产品研发情况

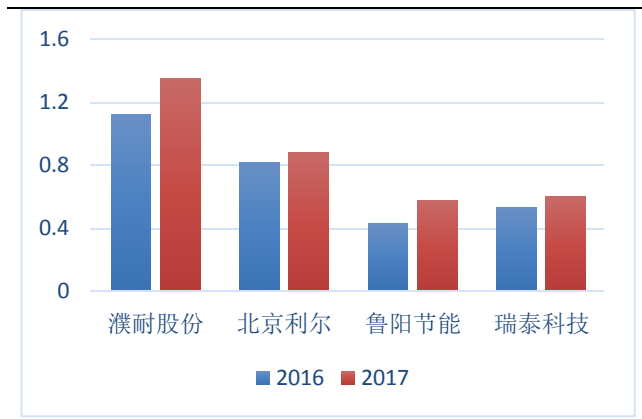
时间	项目名称	预期目标及对下游客户影响
2015	精炼钢包用铝镁质机压无碳砖的开发与应用	降低公司生产成本降低 5-10%以上，提高生产效率提高 30-50%；
	大型钢包用铝镁质喷射料及造衬施工技术的开发与应用	延长钢包包龄，降低吨钢耐材消耗约 1.5kg，有助于提高公司钢包整体承包盈利能力
	新型中间包工作层涂料的研发与应用	项目产品具有节约资源、节能环保等效果，对于我国耐火材料行业传统产品结构优化升级将会有一定的示范带动作用
	方镁石-铁铝复合尖晶石砖的研制与应用	采用无铬制品替换现有水泥窑用镁铬制品，且产品使用寿命大于 12 个月以上，符合国家环保政策和水泥生产工艺发展趋势
2016	连铸用功能耐火材料再生利用技术及应用	使得公司连铸用三大件制品原料成本降低 20%以上，同时产品使用性能稳定，降低了吨钢耐火材料成本
	RH 炉浸渍管用高抗热震刚玉浇注料的研制	产品使用寿命较目前市场上现有产品提升 10%以上，降低了钢厂的耐材消耗
	VOD 精炼钢包渣线用长寿命低碳 MgO-C 砖的研发与应用	成本较镁铬砖制品降低约 2000 元/吨，同时去铬化材质更是符合国家当前的环保政策，具有显著的社会效益
2017	节能型中间包轻质喷涂料的研制与应用（出体积密度不超过 1.8g/cm ³ ）	具有较好的隔热性能，在降低吨钢耐火材料消耗的同时也降低了中间包的热损失
	矿热炉用碱性环保镁质炮泥的研制与应用	明显延长矿热炉维修周期，减少每年大量的维修费用和炮泥使用量，提高客户经济效益
	转炉供气砖的研制与应用	产品经过不断的技术改进，生产的定向多微管型底吹供气砖使用寿命已达到国际竞争对手产品应用水平
	水泥回转窑用节能型莫来石质制品的开发	隔热性能较以往产品进一步改善，同时不影响产品使用寿命

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

公司重视研发投入，自 2014 年起研发费用均超过 1 亿元，研发费用投入规模显著高于同行业上市公司，同时研发费用在销售收入中占比持续提升，近两年接近 5%，长期以来的研发高投入为公司带来深厚的技术积累，有助于塑造在技术层面的领先地位，产业转型背景下将助推公司产品结构升级，提升公司的核心竞争力。

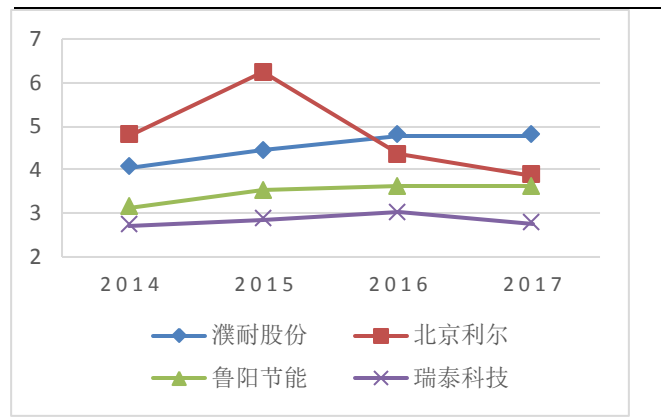
新焦炉技术带来公司业绩增长新空间。公司的新焦炉换热系统关键耐火材料即将投放市场，该技术是科技部示范项目，环保部和工信部也关注此项革命性的窑炉，新窑炉能够提升产量 50%，节能 20%，减少废水 90%，是唯一环保化生产的窑炉技术。公司新的耐火材料技术 6 年的研发投入，投产后预计每年将带来公司稳定的 7-8 亿的年收入，未来将带来公司业绩增长新空间。

图表 23：耐材行业上市公司研发费用（亿元）



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图表 24：耐材行业上市公司研发费用在营业收入中占比(%)



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

3.4 客户结构变化和技术龙头粘性逐步增强推升市占率提升，

公司客户优质客户多。公司客户涵盖范围广，可为钢铁冶金、水泥、玻璃、有色等领域客户提供耐火材料设计、安装、施工或整体承包服务。在客户结构方面，公司大客户众多，尤其在下游钢铁客户中，公司为世界钢铁企业百强中的近 70 家提供产品和服务。2017 年度，濮耐股份前五大客户中包括宝武钢铁、河北钢铁、沙钢、首钢，上述四家钢铁企业 2017 年粗钢产量皆位于国内前五位。

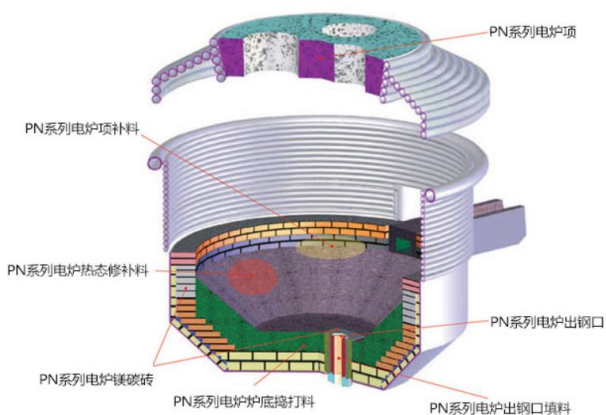
客户产品品质提升有利于技术龙头的发展。随着中国粗放式经济进入集约型经济的发展阶段，中国的钢铁、水泥、有色金属冶炼等行业产品逐步向优质洁净钢、白水泥、超薄玻璃等方向转变，“地条钢”等落后产能被不断取缔，叠加环保政策趋紧，下游产品结构与环保监管不断驱动耐火材料向高性能方向发展，由于高性能镁质耐火材料制品具备更优良的热震稳定性能及抗侵蚀能力，与传统耐火材料相比具有得天独厚的优势，将实现对于传统耐火材料的替代过程，应用需求愈发广泛。

下游客户集中度提升公司受益。考虑到 2017 年国内前 4 家及前 10 家钢铁企业粗钢产能集中度仅为 21.9%和 36.9%，相比日本与美国，前四大钢铁企业产能集中度分别为 83.3%和 70%差距还很大，我国钢铁企业的产能集中度仍存在较大的提升空间。

2016 年 9 月，国务院发布《关于推进钢铁产业兼并重组处置僵尸企业的指导意见》指出，到 2025 年，中国钢铁产业前十大企业产能集中度将达 60%-70%。在下游钢铁行业持续推进供给侧改革，落后产能陆续退出的背景下，大型钢铁企业受到的冲击相对较小，经营更加稳健，能够实现对于落后产能的替代，公司坐拥众多优质客户，有望在钢铁行业的整合中，跟随客户公司份额的扩张，间接获取耐材行业份额的提升。

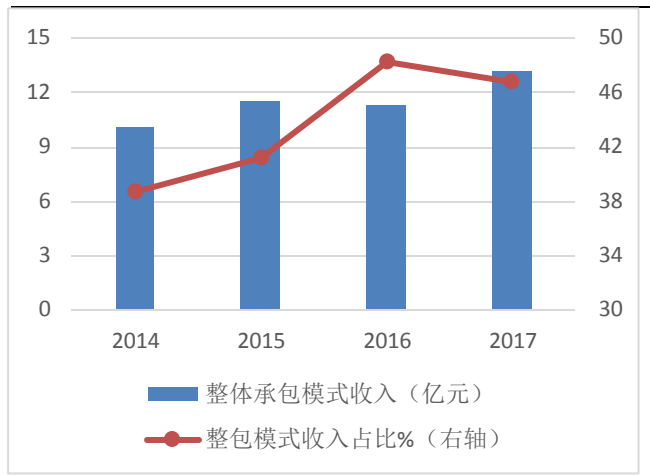
整包模式大公司客户粘性强。目前耐材行业的销售模式可分为单独销售和整体承包，整体承包由耐火材料生产企业承包整条或部分生产线，每年按钢铁的产量进行结算，整包模式更能针对性地满足下游客户定制化的需求。整包销售模式下，销售合同的履行期限通常在一年以上，销售周期长于单独销售模式，客户粘性相对更强，且订单金额相对更高。

图表 25：公司电炉整包模式示意图



资料来源：公司官网、东兴证券研究所

图表 26：公司整体承包模式收入及占比



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

整包模式对耐材生产企业的产品质量、设计施工和维护配套能力要求极高，受生产技术所限，小企业通常难以满足产品高度定制化的要求，因此整包模式的推广，为大型厂商提升市场份额带来了机遇。近几年，公司持续推行以市场为导向的运营模式，深入了解客户需求，着力丰富产品系列，与下游客户合作紧密度不断提升。

公司采用整包模式取得的业务收入规模保持稳定增长，由 2014 年的 10.12 亿元增长至 2017 年的 13.17 亿元，整包模式营收占比也由 38.76% 提升至 46.8%，整包模式的持续推进，作为行业的技术龙头公司通过整包模式增强公司客户粘性，提升公司市占率水平。

3.5 海外业务开拓基础好

海外布局，增长可期。2017 年在人民币兑美元大幅升值的不利条件下，公司海外地区实现营业收入 5.11 亿元，在总营业收入中占比 18.16%，较 2016 年提升 2.58%，2018 年上半年海外实现销售收入 4.10 亿元，同比大幅增长 80.94%，营收占比进一步提升至 21.55%，贡献度明显提升。

公司在乌克兰、美国、俄罗斯、韩国、印度等国家设有公司，在全球范围内设有 50 多个办事处，形成了完善的营销和服务网络，下游客户囊括了 AcelorMittal、韩国现代、浦项，印度塔塔、JSW，俄罗斯新利佩茨克、欧亚集团、美国 AK、哈萨克斯坦 KSP 等在内的世界百强企业。产品出口到美欧及独联体、东南亚、非洲、中东等国家和地区。

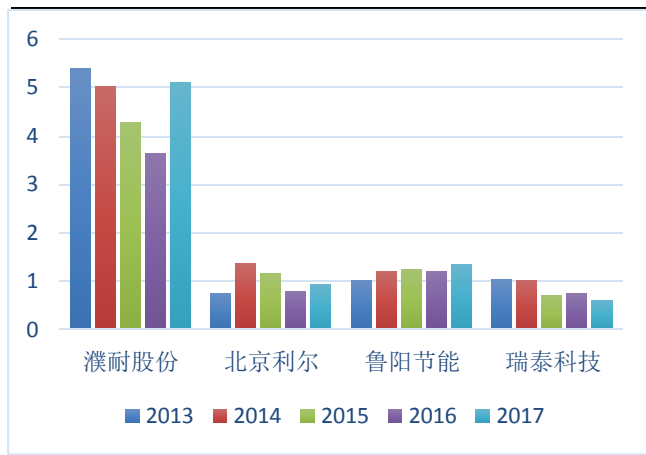
濮耐股份国外地区销售收入显著高于同行业其他上市公司。近五年占据公司总体销售收入的比例持续高于 15%，国外业务毛利率在 36%-37%附近，且波动性较小，其国外业务的规模及盈利能力均显著高于同行业上市公司，产品在海外竞争力强。

图表 27：公司全球营销网络覆盖广泛



资料来源：公司官网、东兴证券研究所

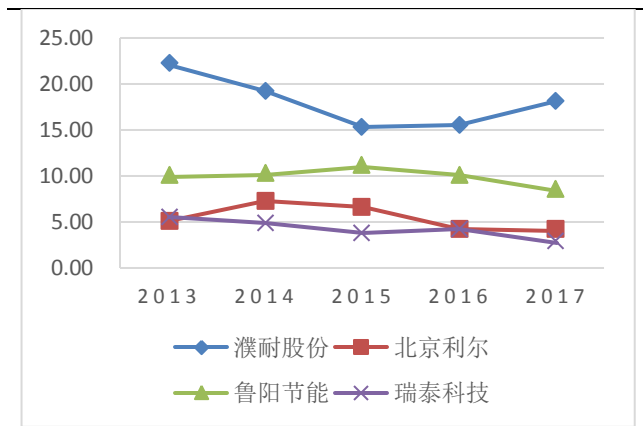
图表 28：耐材行业上市公司海外营业收入规模（亿元）



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

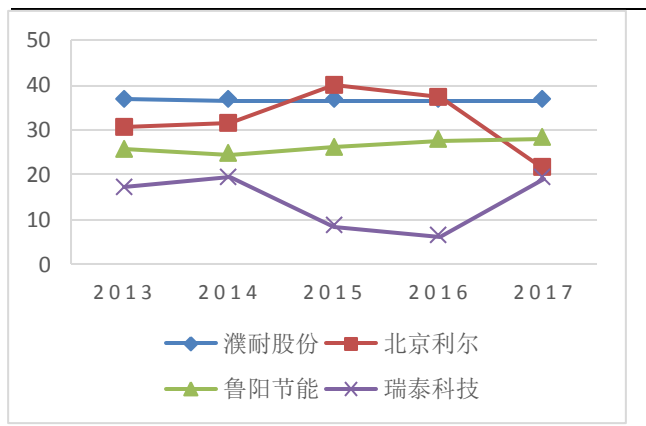
受益一带一路政策海外空间大。近两年，公司继续开拓新兴市场，在孟加拉国、越南、哈萨克斯坦等地区获得部分重要钢铁企业新订单，在我国推动“一带一路”战略的背景下，公司有望乘政策春风，海外业务拓展取得更大的进展。

图表 29：耐材行业上市公司 2013-2017 海外收入占比 (%)



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图表 30：耐材行业上市公司 2013-2017 海外业务毛利率 (%)



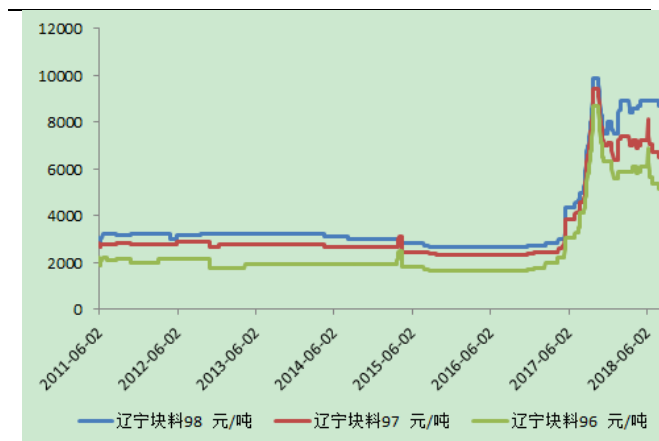
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

3.6 布局上游原材料，完善产业链提升抗风险和竞争力

原材料在濮耐股份营业成本中占比较大，一般均在 70%以上。2017 年由于受到上游镁质原材料价格大幅上涨的影响，像电熔镁砂（98%）的平均价格由 2016 年度的 2650

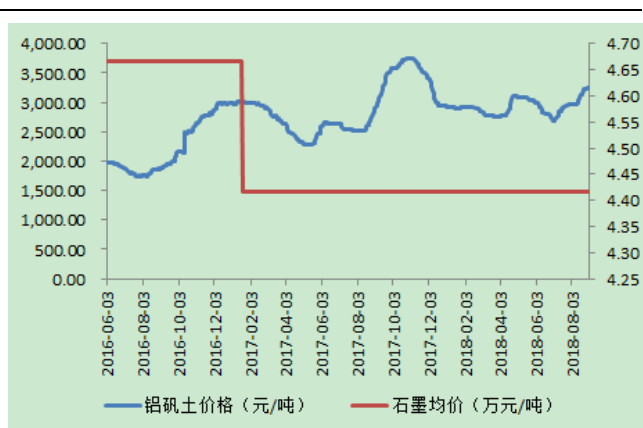
元/吨上涨至 2017 年 9900 元/吨。虽然公司做了一定采购储备但原材料在营业成本中占比由 2016 年的 72.95% 提升至 77.31%, 镁质原材料价格上涨提升行业和公司原材料成本。

图表 31: 电熔氧化镁价格



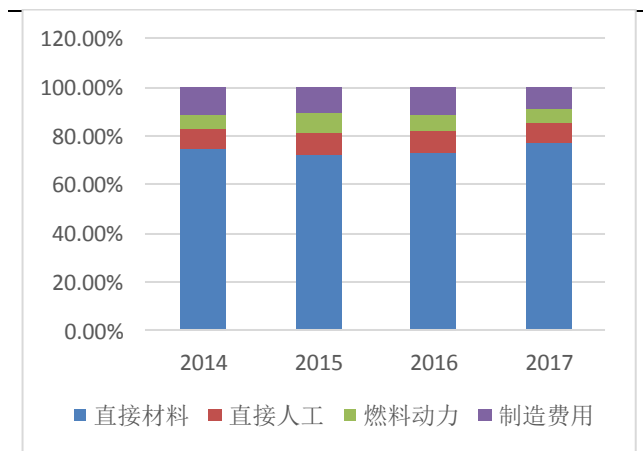
资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

图表 32: 铝矾土和石墨价格 (右轴)



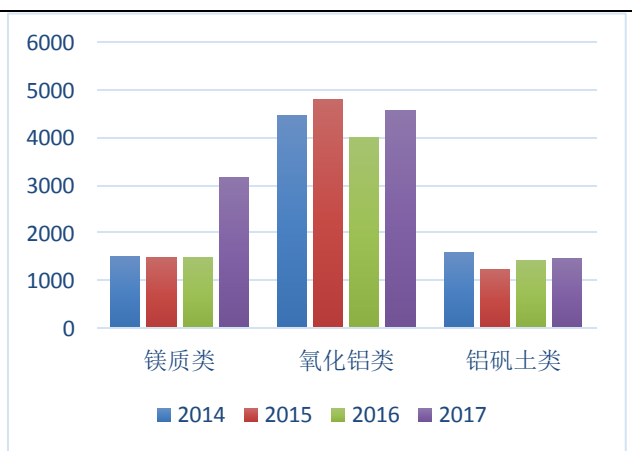
资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

图表 33: 2014-2017 公司营业成本构成



资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

图表 34: 2017 年公司主要原材料采购价格 (元/吨)



资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

自 2017 年 2 季度以来上游镁质原材料价格飙升的态势和辽宁海城琳丽矿开采被限的情况下, 公司加速推进其它区域原材料板块业务的布局: 2017 年 8 月至 10 月, 先后三次通过增资和股份受让方式, 取得新疆秦翔 52.49% 的股份。目前公司拥有琳丽矿业和新疆秦翔矿产, 同时公司三大股东还控制西藏高纯菱镁矿三座菱镁矿山, 原材料板块的布局已具备一定规模。

2017 年 8 月, 新疆秦翔已取得和静县哈勒哈特菱镁矿 29.96 年期限的采矿权和 4461.9 万吨的菱镁矿资源量, 正处于前期建设当中, 建成后拥有 140 万吨/年的生产能力, 可实现原材料方面的自给。2018 年 4 月, 公司公布非公开发行股票预案, 计划募集

资金 7.57 亿元，其中 5.3 亿元投向年产 12 万吨高密高纯氧化镁及 6 万吨大结晶电熔氧化镁项目，项目总投资额 6.28 亿元，预计建设周期 18 个月。主要是面向三大股东控股西藏高纯度露天菱镁矿进行加工。

图表 35：高纯镁砂



资料来源：公开资料、东兴证券研究所

图表 36：电熔镁砂



资料来源：公开资料、东兴证券研究所

菱镁矿资源提升产品品质降低成本和实现原材料事业部的高增长。镁砂是最基础最重要的耐火矿产品之一，其主要成分为氧化镁。高纯镁砂与电熔镁砂是镁砂的两类细分产品，二者均是用于生产高档次的碱性定型或不定型耐火材料的优质原料。镁砂中氧化镁含量越高，杂质越少，耐火材料制品寿命越长，使用性能越好。预计公司项目达产后，可生产 $MgO \geq 98\%$ 的高密高纯氧化镁和大结晶电熔氧化镁，较国内外同类产品具有明显的产品应用优势，公司依托与此，可进一步开拓高性能耐火材料的产品供应。

菱镁矿不仅自给同时成为公司业绩的双轮驱动。随着镁质原材料布局地进一步加深，公司将通过优质原材料实现高性能耐火材料的生产规模的扩张，更大程度地满足下游客户需求；同时原材料自给能力的提高，将有效增强公司对外采购原材料采购的议价能力，有效控制上游原材料价格上涨带来的成本压力。

另外，镁质原材料除满足公司产品生产自用外，还可以实现部分对外销售，高纯及电熔氧化镁项目投产后可带来年平均销售收入 10.43 亿元，将极大地增厚公司在原材料板块的业务规模和盈利能力，2017 年公司原材料事业部销售收入规模为 4.51 亿元，已超越环保材料事业部，成为公司的第二大收入来源。随着公司布局的持续深入，未来原材料板块将成为公司新的增长点，有效推动公司产业链上纵向一体化的延伸，促进业务结构的多元化与升级。

公司产业链布局基本成形，后续逐步释放。目前，公司通过布局，已逐步形成从耐火材料原材料——耐火材料研发——生产——销售——服务的一体化耐火材料生产企业，产品面向高端迈进，新产品与技术持续突破，已在国内外搭建起优质客户资源与全球完善的营销网络，随着上游原材料的自给，公司将在行业中形成良好的卡位优势，

在行业转型升级的大背景下有望脱颖而出。

4.财务状况转好，底部改善特征明显

4.1 营业收入加速，盈利快速扭转

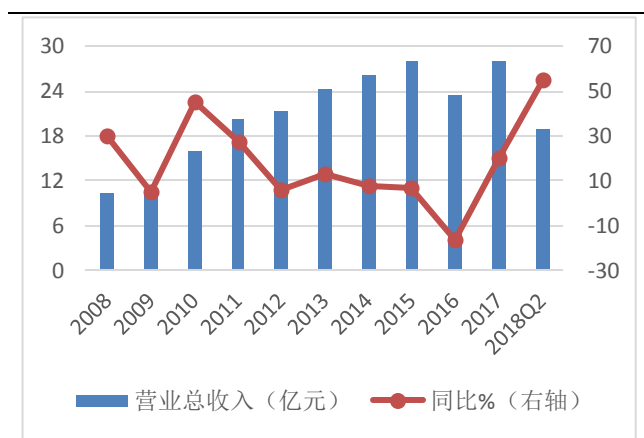
公司收入规模持续增长。濮耐股份自上市以来，营业收入规模总体呈现出增长态势，由 2008 年的 10.45 亿元增长 2017 年 28.14 亿元，复合增速为 10.2%。公司自 2008 年上市后净利润 1.06 亿元，至 2014 年净利润高点 1.62 亿元，复合增长率约 7%。公司净利润在 2014 年后出现大幅滑坡，2015、2016 年净利润分别同比大幅下滑 47.8% 和 318.5%，一方面出于公司在营收端的增速放缓，但更大的因素来源于巨额的资产减值损失。

2013 年-2015 年行业景气持续下降影响公司发展速度。但下游行业景气度下滑明显，钢铁、水泥、平板玻璃等产量增速趋缓，尤其是公司业务严重依赖的钢铁行业 2010-2015 年粗钢产量增速始终保持震荡下行，同时国家对于下游周期行业新建产能的严格控制使得新建高温窑炉的新建下降，行业需求几年来一直处于下降态势当中，行业整体盈利能力步入低谷，拖累公司营业收入自 2010 年后增速趋于下滑，一直到 2016 年。

在公司毛利率基本保持稳定的情况下，下游钢铁客户面临经营困境，2015 年大中型企业钢铁企业共巨额亏损 645 亿元，为包括公司在内的整体耐火材料行业带来了巨大的应收账款风险，2015 及 2016 年度公司因坏账引发的资产减值损失分别达到 7200 万元和 7955 万元；另外公司对外并购不甚理想，于 2013、2014 年收购的全资子公司郑州汇特与郑州华威在 2015、2016 年分别开始出现亏损，对公司的经营业绩造成严重拖累，并导致公司对收购上述两家公司所产生的商誉计提减值，尤其 2016 会计年度对收购郑州华威所产生的 2.3 亿元商誉一次性全额计提减值，加剧公司当年的大幅亏损。

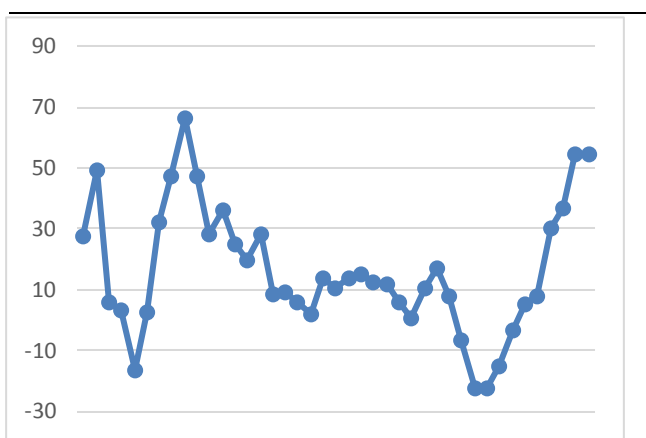
2016 年以来下游景气度提升，公司开始逐步底部改善。在 2016 年下半年随着钢铁等下游行业盈利状况出现拐点，像粗钢产量连续两年同比回升，大中型钢铁企业盈利爆发式增长，下游周期行业进入高景气度阶段。公司也开始逐步受益。2017 年公司主要产品价格及销量出现增长，功能性耐火材料、定型耐火材料和不定形耐火材料产能利用率分别提高 10.39%、17.52% 和 9.02%，公司耐火材料总体产销量分别为 57.17 万吨和 65.46 万吨，同比增长 9.71% 和 8.79%，同时定型、不定形耐火材料价格同比分别上涨 9.86% 和 8.73%，功能性耐火材料价格小幅下降 3%。公司恢复了营业收入的快速增长，营业收入同比增长 20.36%。2018 年上半年公司营业收入同比增长 54.66%，连续 8 个季度实现营业收入增速的提升，目前已接近上市以来最快的营收单季度同比增幅。

图表 37: 濮耐股份 2008-2018Q2 营业收入变动 (亿元)



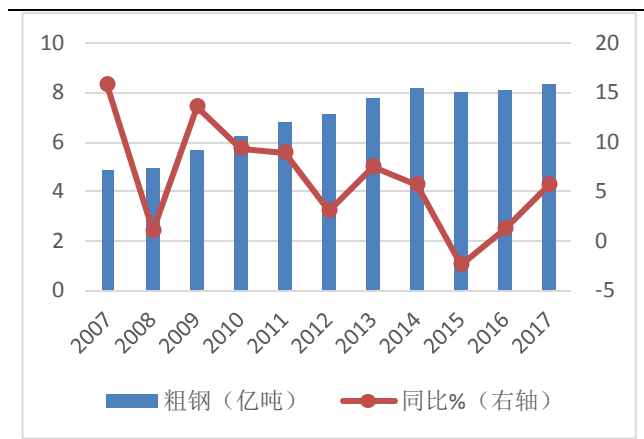
资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

图表 38: 濮耐股份 2008Q2-2018Q2 季度营业收入增速 (%)



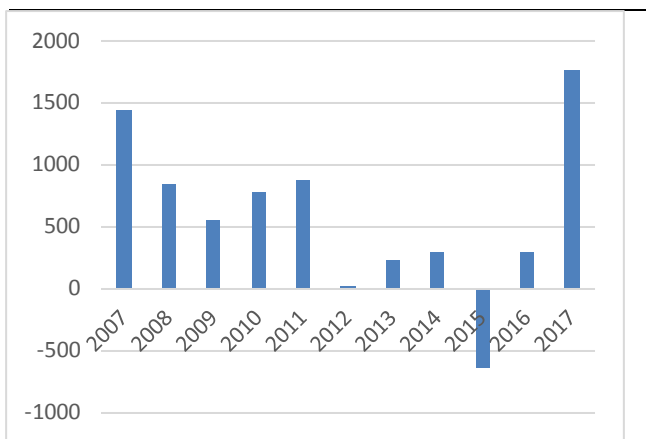
资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

图表 39: 粗钢产量: 累计值 (亿吨)



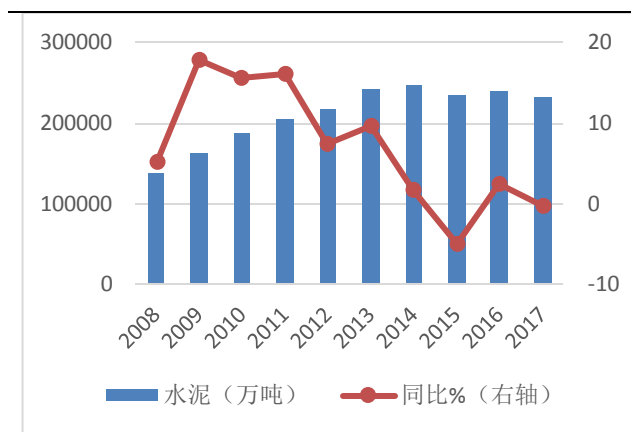
资料来源: wind、东兴证券研究所

图表 40: 钢铁行业大中型企业: 利润总额 (亿元)



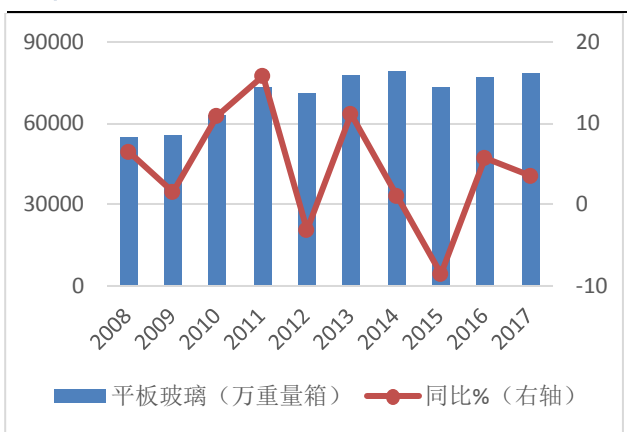
资料来源: wind、东兴证券研究所

图表 41: 2008-2017 我国水泥产量变动情况 (万吨)



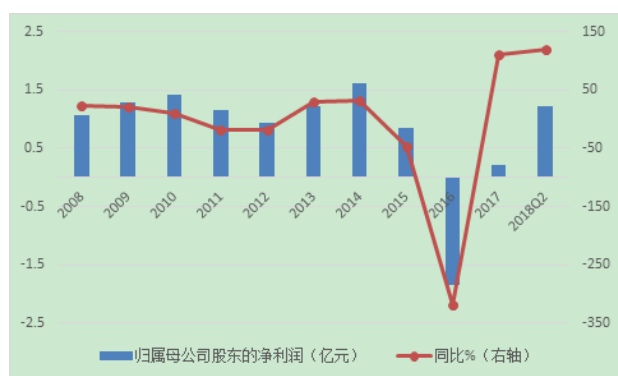
资料来源: wind、东兴证券研究所

图表 42: 2008-2017 我国平板玻璃产量变动情况 (万重量箱)



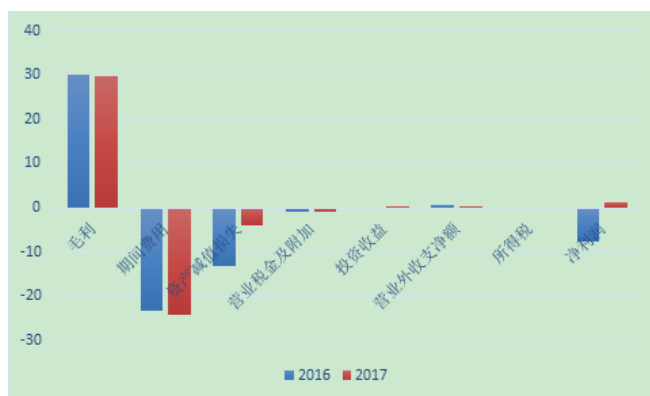
资料来源: wind、东兴证券研究所

图表 43: 濮耐股份 2008-2018Q2 归母净利润变动 (亿元)



资料来源: wind、东兴证券研究所

图表 44: 濮耐股份 2016-2017 利润表部分项目构成



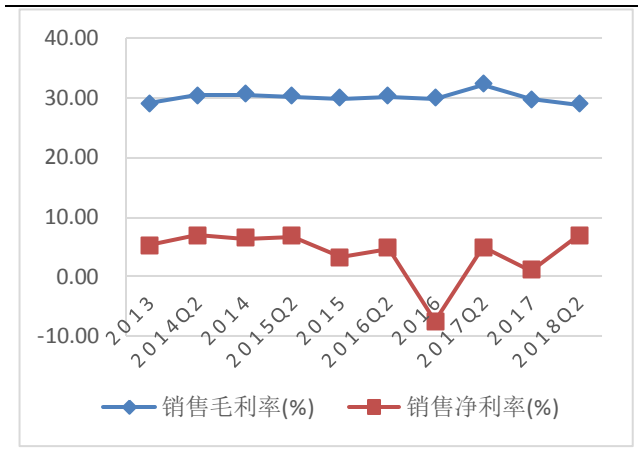
资料来源: wind、东兴证券研究所

轻装上阵后 2017 年盈利水平开始好转。公司 2017 年盈利状况快速扭转, 归属母公司净利润同比大幅增长 112%, 一方面来源于下游行业景气度提升, 公司耐火材料制品产销量及价格同比出现增长, 较好地冲抵了公司在营业成本方面的压力。另外, 2017 年度公司资产减值损失迅速收窄, 带来净利率的快速回升, 公司在 2016 年对于合并郑州华威耐火材料有限公司的商誉 2.3 亿元计提全额减值, 有利于公司未来财务层面的轻装上阵。

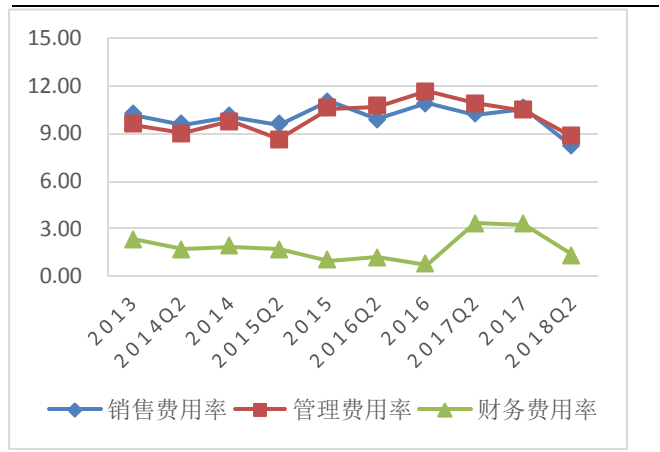
2018 年业绩爆发式增长。2018 年上半年公司实现营业收入 19.01 亿元, 同比增长 54.66%; 归属于上市公司股东的净利润为 1.23 亿元, 同比增长 120.6%, 盈利继续呈现爆发式增长; 综合毛利率 28.88%, 因原材料价格持续处于高位带来的营业成本增加, 毛利率较上年同期下降 3.41%, 但公司各项期间费用下降明显, 期间费用率 18.28%, 较上年同期下降 6.12%, 有效带动公司净利率增长 2%。

图表 45: 濮耐股份 2008-2017 销售毛利率、净利率变动 (%)

图表 46: 濮耐股份 2008-2017 各期间费用率变化 (%)



资料来源: 公司公告、东兴证券研究所



资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

2018 年上半年粗钢产量累计同比增长 6%，同时钢材综合价格维持高位运行，水泥平均价格上涨 23%，所有包括水泥、玻璃、化工、陶瓷和有色等下游周期行业进入高景气，行业需求处于较好的态势当中。

由于海城地区菱镁矿的相关管制，公司的原材料主要来自于对外采购，部分生产所需的菱镁矿来源于关联方西藏昌都市翔晨镁业。公司不断加快上游原材料推进节奏，新疆秦翔的菱镁矿正处于前期建设中，大股东西藏的菱镁矿也正在试生产，不但对冲成本压力，而且未来两年还能够实现公司更高性能镁质耐材的生产和原材料外销，原材料板块的增量空间巨大。同时提升公司毛利率水平和利润率。

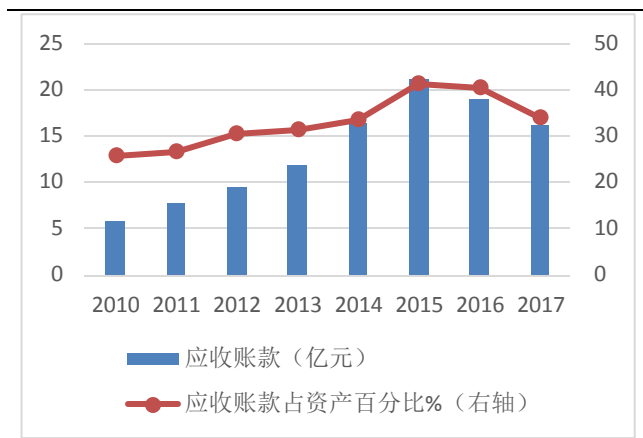
4.2 资产结构改善，营运能力提升

应收账款改善明显。从公司资产负债表中来看，应收账款与存货在资产中占比较高，2017 年二者在资产中合计占比 66.85%，超过资产的 2/3。从营运能力来看，公司自 2010 年后应收账款周转率与存货周转率持续降低，公司营运受到一定压力。2015 年之前，应收账款规模与在资产中所占比例持续上升，随之带来巨大的坏账风险。2015-2017 年度公司由坏账计提的资产减值损失分别为 7200 万、7955 万和 1.09 亿元，影响公司的盈利状况。近两年，公司不断加大应收账款催收力度，逐渐有序退出个别低质客户，应收账款规模由 2015 年的 21.32 亿元下降至 2017 年 16.24 亿元，在总资产中比例由 41.36%下降至 33.98%，2017 年度应收账款周转率出现自 7 年以来的首次回升，应收账款风险得到有效控制。

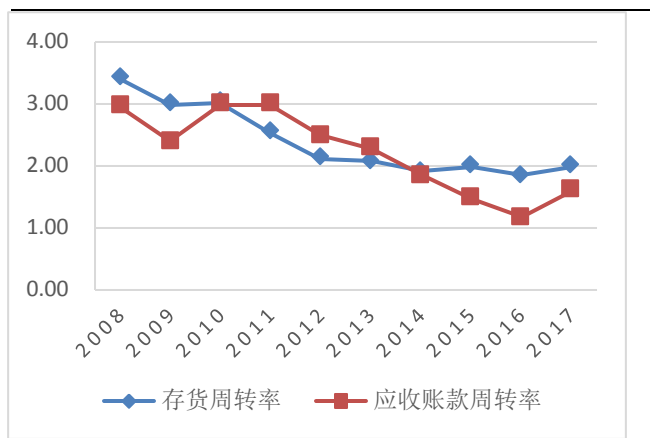
存货周转加快。公司加强存货管理管控，存货周转率下降的态势在 2014 年后得到控制，近 4 年总体保持稳定，2017 年存货周转率由 1.85 上升至 2，公司营运能力与资产流动性的提升明显。

图表 47: 濮耐股份应收账款变动情况 (亿元)

图表 48: 濮耐股份存货、应收账款周转率变动情况



资料来源：公司公告、东兴证券研究所



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

4.3 股权激励计划施行中，增添公司发展动力

2017年6月7日，公司公告向包括公司董事、高级管理人员、中层管理人员、核心业务人员等在内的616人授予限制性股票共计1154.10万股，首批授予数量945.60万股，授予价格3.08元/股，以2016年扣除商誉减值后的净利润4247.74万元和营业收入233,854.08万元作为基数，2017、2018、2019年的净利润增长率和营业收入增长率分别不低于50%，80%，120%和10%，21%，33%；2018年6月7日，公司完成剩余181.8万股预留限制性股票的授予，公司通过员工持股计划实现了公司管理团队利益与公司长远发展的绑定，更好地激发和发挥管理团队及核心人员的动力，促进公司持续健康发展。

5. 公司盈利预测估值和风险提示

5.1 公司盈利预测

公司以钢铁耐材为依托、积极发展环保耐火材料及原材料业务，形成了完善的产业链条和全面的业务范围。在耐火材料行业景气度不断下行的几年里，公司市占率处于不断地小幅提升当中。

随着行业多年低景气度、环保政策趋严、原材料成本上涨和整包模式的普及，中小企业被逐步淘汰出局，有利耐火材料行业格局的改善。有利于龙头企业快速发展。公司作为行业龙头技术、规模和品类等综合优势突出，受益于行业格局变化较大。

2018年下游钢铁行业景气度维持在近几年的高位，钢铁耐火材料业务保持量价齐升；在水泥玻璃等行业景气度提升的情况下，环保材料事业部在加强客户结构及项目管理的情况下，经营存在企稳回升的趋势。原材料业务公司通过收购与定增，拥有新疆和琳丽矿山资源，并逐步进入开发期，以及大股东拥有西藏高纯度菱镁矿，同时增发建设12万吨高纯氧化镁及6万吨电熔氧化镁项目。原材料业务未来成为将成公司业绩成长主要一极。形成制品和原料的双轮驱动。

公司海外逐步形成自己的完整营销网络，在“一路一带”政策支持下，业务规模有望继续扩大。在公司产品不断迈向高端，客户结构得到提高，需求转型升级、集中度提升、整包模式普及的背景下，公司作为行业龙头将逐步进入快速的发展阶段。

随着下游行业景气度的提升, 2018 年公司在量价齐升的带动下, 营业收入进入较快增长阶段, 带动净利润率和 ROE 水平逐步提升, 业绩进入高速增长阶段。2019 年和 2020 年随着公司原材料业务的释放公司毛利率将得到提升, 同时加上外销公司将实现制品和原料对业绩的双轮驱动。同时公司海外布局逐渐完善, 逐步进入收获期, 并受益于人民币的贬值。

预计 2018 年至 2020 年营业收入增速保持在 56.26%、41.77%和 26.60%的水平。预计公司 2018 年到 2020 年的每股收益为 0.32 元、0.51 元和 0.71 元, 以收盘价 5.01 元计算, 对应的 PE 为 15 倍、9 倍和 7 倍。维持公司“强烈推荐”的投资评级。

5.2 公司估值判断

相对估值: 从同类上市公司的 PE、PB 值来看, 濮耐股份的估值水平基本上处于可类比上市公司的较低水平。公司作为耐火材料的龙头公司, 具备较强的技术、规模等综合优势, 并积极完善产业链条, 发展原材料业务, 2018 年依赖涨价和市场占有率提升 (销量提升), 2019 年和 2020 年原材料业务开始释放带来增长的持续性和提高抗风险能力, 所以可以给予更高的估值。

按照历史估值水平和未来业绩的增长速度给予 2018 年 25 倍估值, 则公司对应的合理目标价为 8 元。

图表 49: 耐火材料行业内公司相对估值比较

简称	EPS (元)				PE				PB
	2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E	
濮耐股份	0.03	0.32	0.51	0.71	161	15	9	7	1.73
北京利尔	0.14	0.25	0.28	0.34	27	15	13	11	1.34
瑞泰科技	0.07	0.1	0.11	0.13	106	75	68	57	4.11
鲁阳节能	0.61	0.94	1.1	1.32	21	13	11	10	2.46
中值					66	15	12	10	2

资料来源: Wind、东兴证券研究所

绝对估值: 我们假设公司第二阶段增长率为 25%, 长期增长率为 2%, 贝塔值为 0.70, 则对应公司的目标价是 8.04 元, 和相对估值的目标价相当。

图表 50: 濮耐股份股价敏感性测试

敏感性测试结果	长期增长率 (g)								
WACC	0. 00%	0. 50%	1. 00%	1. 50%	2. 00%	2. 50%	3. 00%	3. 50%	4. 00%
4. 55%	11.51	12.77	14.38	16.52	19.51	23.95	31.26	45.57	86.09
5. 05%	9.95	10.91	12.10	13.63	15.66	18.48	22.69	29.62	43.18
5. 55%	8.69	9.43	10.34	11.47	12.91	14.84	17.52	21.51	28.07
6. 05%	7.65	8.24	8.94	9.80	10.87	12.24	14.06	16.60	20.39
6. 55%	6.78	7.25	7.81	8.48	9.29	10.31	11.61	13.34	15.74
7. 05%	6.05	6.43	6.88	7.41	8.04	8.81	9.77	11.01	12.65
7. 55%	5.42	5.73	6.10	6.52	7.02	7.62	8.36	9.27	10.44

8.05%	4.88	5.14	5.44	5.78	6.19	6.66	7.23	7.93	8.79
8.55%	4.41	4.63	4.88	5.16	5.49	5.87	6.32	6.86	7.52
9.05%	3.99	4.18	4.39	4.63	4.90	5.21	5.57	6.00	6.51
9.55%	3.63	3.79	3.97	4.17	4.39	4.65	4.94	5.29	5.69

资料来源：东兴证券研究所

5.3 风险提示

1. 下游行业景气度下降幅度和速度超出市场预期。
2. 原材料业务进展和效益低于预期。

表 1：公司盈利预测表

资产负债表		单位：百万元					利润表		单位：百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E				2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	3428.22	3489.60	4022.97	5490.63	6916.46	营业收入			2338.54	2814.63	4509.46	6393.85	8094.66
货币资金	164.65	160.59	320.17	453.96	574.72	营业成本			1637.57	1978.82	3246.07	4564.41	5724.99
应收账款	1904.59	1623.65	1729.66	2277.26	2883.03	营业税金及附加			23.24	25.60	41.04	58.18	73.66
其他应收款	44.90	35.54	56.94	80.73	102.21	营业费用			254.69	297.80	375.64	532.61	674.29
预付款项	37.63	38.67	40.29	42.57	45.44	管理费用			272.98	293.92	401.34	569.05	720.42
存货	832.87	1144.46	1236.17	1738.23	2180.20	财务费用			17.07	91.78	11.00	13.96	10.84
其他流动资产	0	0	0.00	0.00	0.00	资产减值损失			310.29	108.99	70.00	70.00	70.00
非流动资产	1251.68	1295.81	1266.37	1262.33	1282.25	公允价值变动收			0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	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
固定资产	650.82	595.06	617.34	627.26	658.27	营业利润			(178.49)	30.02	365.17	586.43	821.26
无形资产	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
其他非流动	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
资产总计	4679.89	4785.41	5289.34	6752.96	8198.70	利润总额			(166.21)	39.29	367.05	588.31	823.14
流动负债合计	1696.32	1985.54	2182.45	3149.29	3911.23	所得税			10.23	8.00	74.73	119.78	167.59
短期借款	446.59	355.15	117.99	512.91	666.90	净利润			(176.44)	31.29	292.32	468.53	655.55
应付账款	889.71	829.43	1067.20	1375.58	1725.34	少数股东损益			8.50	9.10	11.69	18.74	26.22
预收款项	15.61	54.24	116.47	204.71	316.42	归属母公司净利			(184.95)	22.19	280.63	449.79	629.33
一年内到期	0.00	226.02	226.02	226.02	226.02	EBITDA			(71.92)	206.42	458.60	686.95	923.35
非流动负债	555.50	326.56	298.70	298.70	298.70	EPS（元）			(0.21)	0.03	0.32	0.51	0.71
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率							
应付债券	523.56	298.69	298.70	298.70	298.70		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		
负债合计	2251.83	2312.09	2481.15	3447.99	4209.93	成长能力							
少数股东权	75.58	113.43	125.13	143.87	170.09	营业收入增长			-16.29%	20.36%	60.22%	41.79%	26.60%
实收资本（或	880.87	890.32	888.18	888.18	888.18	营业利润增长			-291.98%	-116.82%	1116.52%	60.59%	40.04%
资本公积	971.42	991.09	991.09	991.09	991.09	归属于母公司净			-318.52%	-112.00%	1164.75%	60.28%	39.92%
未分配利润	413.44	412.51	622.98	960.32	1432.32	获利能力							
归属母公司	2352.49	2359.88	2672.84	3122.63	3751.96	毛利率(%)			29.97%	29.70%	28.02%	28.61%	29.27%
负债和所有	4679.89	4785.41	5289.34	6752.96	8198.70	净利率(%)			-7.91%	0.79%	6.22%	7.03%	7.77%
现金流量	单位：百万元					总资产净利润			-3.77%	0.65%	5.54%	6.98%	8.06%
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE (%)			-7.86%	0.94%	10.50%	14.40%	
经营活动现	157.60	366.83	475.23	(123.70)	129.72	偿债能力							
净利润	(176.44)	31.29	292.32	468.53	655.55	资产负债率(%)			48.12%	48.32%	47.00%	51.35%	51.77%
折旧摊销	89.50	84.62	1.77	86.55	91.25	流动比率			2.02	1.76	1.84	1.74	1.77
财务费用	(17.07)	(91.78)	(11.00)	(13.96)	(10.84)	速动比率			1.53	1.18	1.28	1.19	1.21
应付账款的	(160.07)	(60.28)	237.77	308.37	349.76	营运能力							
预收账款的	(15.95)	38.64	62.23	88.24	111.71	总资产周转率			0.48	0.59	0.90	1.06	1.08
投资活动现	(33.29)	(164.46)	(94.47)	(123.47)	(152.12)	应收账款周转率			1.16	1.60	2.69	3.19	3.14
公允价值变	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应付账款周转率			1.69	2.30	3.42	3.74	3.69
长期股权投资	(1.64)	0.02	0.00	0.00	0.00	每股指标（元）			(0.21)	0.03	0.32	0.51	0.71
投资收益	(1.19)	0.78	0.80	0.80	0.80	每股收益(最新			0.06	(0.02)	0.18	0.15	0.14
筹资活动现	(94.20)	(206.43)	(221.18)	380.96	143.15	每股净现金流			2.67	2.65	3.01	3.52	4.22
应付债券增	(72.70)	(224.87)	0.01	0.00	0.00	每股净资产(最							
长期借款增	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	估值比率			(22.43)	157.00	14.91	9.30	6.65
普通股增加	(9.19)	9.46	(2.14)	0.00	0.00	P/E			1.76	1.78	1.57	1.34	1.11
资本公积增	2.92	19.67	0.00	0.00	0.00	P/B			(68.89)	23.80	9.83	6.94	5.20
现金净增加	30.10	(4.06)	159.58	133.79	120.76	EV/EBITDA			-16.29%	20.36%	60.22%	41.79%	26.60%

资料来源：公司财报、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。2017年上半年东方财富中国最佳分析师评比全国100强分析师第21名、建筑材料行业分析师第2名，建筑装饰行业第1名。2017年东方财富中国最佳分析师评比全国100强分析师第32名、建筑材料行业分析师第3名，建筑装饰行业第1名。2017年（暨2016年度）“天眼”中国最佳证券分析师评选行业选股最佳分析师第一名。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。