

周期、技术和矿产推动业绩高增持续

——濮耐股份（002225）事件点评

2018年10月15日

强烈推荐/维持

濮耐股份

事件点评

事件：

公司发布 2018 年 3 季度业绩修正公告，向上修正业绩：2018 年 1-9 月公司实现归属于母公司的净利润为 1.69 亿元-1.85 亿元，同比增长 310%-350%。

主要观点：

1. 公司 3 季报业绩向上修正来源于收入增长超预期和美元升值。

下游需求旺盛带动营业收入增长超预期。公司作为耐火材料的龙头企业，最大受益于耐火材料的周期底部向上的趋势。耐火材料作为钢铁行业等周期行业上游，在当前钢铁行业、水泥行业和玻璃行业等周期行业景气度处于高水平的情况下，行业下游需求旺盛。公司作为滞后于中周期行业的耐火材料龙头，公司 2018 年前三季度的营业收入增长超出预期。

海外销售占比升高，受益美元升值。公司海外销售网络布局逐渐完善。海外销售收入占比一直在 20% 左右。2018 年上半年出口占比为 21.55%，为近四年来的一个高点。而美元兑人民币在 2018 年三季度逐步向上，由 7 月初 1:6.62 升至季度末的 1:6.88，公司出口产品以美元结算，美元升值使得公司的汇兑收益提升，财务费用率下降。

在营业收入增长超预期和财务费用率下降的情况下，公司 3 季度业绩增长被向上大幅修正，由半年报时预告的归属于母公司净利润增速由 260%-310%，修正调高至增速为 310%-350%。

2. 受益天时公司业绩进入高速增长期

原材料暴涨影响行业延缓行业底部改善时间到 2018 年。作为钢铁等中周期行业上游，本来应该在 2017 年年初随着钢铁、水泥、玻璃、化工、陶瓷、有色等中周期行业进入高景气区后开始受益，但是 2017 年 3 季度的以菱镁矿石为代表的原材料大幅上涨，像菱镁矿石平均价格上涨超过 300%，使得耐火材料行业在周期的底部难以得到改善。行业进一步进行优胜劣汰，将耐火材料行业底部改善的时间延后至 2018 年。

分析师：赵军胜

Tel: 010-66554088

Email: zhaojs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480512070003

交易数据

52 周股价区间（元）	4.11-6.40
总市值（亿元）	39.44
流通市值（亿元）	30.31
总股本/流通 A 股（万股）	88818/68254.1
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	0.98

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）：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
- 2、《濮耐股份（002225）深度报告：天时地利人和，技术发力龙头进快车道》
2018-09-07

龙头企业提价转移风险，业绩进入高速增长阶段。随着需求的回升和行业中的小企业被市场淘汰，供需形势发生改变，耐火材料公司借机提价转移原材料上涨风险。由于历史的格局惯性，涨价未能完全覆盖原材料的上涨，但是在量价齐升的推动下龙头企业营业收入进入高速增长阶段，带动公司净利润率和 ROE 出现明显改善提升。公司作为行业的耐火材料龙头企业 2018 年上半年公司的净利润率提高到 6.88%，较去年同期提高 2 个百分点；净资产收益率达到 10.16%，较去年同期提高 5.46 个百分点。公司归属于母公司的净利润出现翻倍和几倍的增长。

3、原材料矿和技术优势保证公司业绩增长具备持续性

矿产和原材料业务逐步进入释放期。公司除了 2015 年收购的琳丽矿因为受到海城的开采政策影响不能够充分开采，但是公司 2017 年底收购新疆秦翔，新疆的矿山逐步进入公司的开发进程当中，这将影响到 2019 年和 2020 年公司的原材料业务，改善未来 2 年的业绩增长。同时公司青海的原材料生产线也逐步投产。并且公司大股东控股的翔晨镁业有西藏卡玛多高纯度菱镁矿，这些都将作为公司 2019 年和 2020 年业绩高增长的基础和储备。

技术优势助力公司提升综合竞争力。公司技术优势突出，拥有多项技术储备。有些逐步将进入生产落实和开始贡献利润的阶段。像公司的新焦炉换热系统耐火材料，经过研发已经成熟，是科技部示范项目，这种新窑炉能够提升产量 50%，节能 20%，减少废水 90%，是唯一的环保化生产焦炉技术。公司作为该焦炉的耐火材料提供方，具备垄断地位。随着这种焦炉技术的应用，公司将开拓出具备垄断力的新市场，推动公司业绩增长的可持续性。

结论：

公司是耐火材料的龙头企业，最大受益于耐火材料延迟启动的周期。在技术储备和矿山业务下的原材料业务带动下，业绩增长具备持续性。公司未来要做成世界前三的耐火材料企业。我们预计公司 2018 年-2020 年归属于上市公司股东净利润分别为 2.8 亿元、4.5 亿元和 6.3 亿元，每股收益分别为 0.32 元、0.51 元和 0.71 元，对应 PE 分别为 14 倍、9 倍和 6 倍。维持公司“强烈推荐”评级。

风险提示：下游需求旺盛持续性低于预期和原材料业务发展不及预期。

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	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	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	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	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	-16.29%	20.36%	60.22%	41.79%	26.60%
少数股东权	75.58	113.43	125.13	143.87	170.09	营业收入增长	-291.98%	-116.82%	1116.52%	60.59%	40.04%
实收资本(或	880.87	890.32	888.18	888.18	888.18	营业利润增长	-318.52%	-112.00%	1164.75%	60.28%	39.92%
资本公积	971.42	991.09	991.09	991.09	991.09	归属于母公司净					
未分配利润	413.44	412.51	622.98	960.32	1432.32	获利能力	29.97%	29.70%	28.02%	28.61%	29.27%
归属母公司	2352.49	2359.88	2672.84	3122.63	3751.96	毛利率(%)	-7.91%	0.79%	6.22%	7.03%	7.77%
负债和所有	4679.89	4785.41	5289.34	6752.96	8198.70	净利率(%)	-3.77%	0.65%	5.54%	6.98%	8.06%
现金流量	单位：百万元					总资产净利润		-7.86%	0.94%	10.50%	14.40%
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)					
经营活动现	157.60	366.83	475.23	(123.70)	129.72	偿债能力	48.12%	48.32%	47.00%	51.35%	51.77%
净利润	(176.44)	31.29	292.32	468.53	655.55	资产负债率(%)	2.02	1.76	1.84	1.74	1.77
折旧摊销	89.50	84.62	1.77	86.55	91.25	流动比率	1.53	1.18	1.28	1.19	1.21
财务费用	(17.07)	(91.78)	(11.00)	(13.96)	(10.84)	速动比率					
应付账款的	(160.07)	(60.28)	237.77	308.37	349.76	营运能力	0.48	0.59	0.90	1.06	1.08
预收账款的	(15.95)	38.64	62.23	88.24	111.71	总资产周转率	1.16	1.60	2.69	3.19	3.14
投资活动现	(33.29)	(164.46)	(94.47)	(123.47)	(152.12)	应收账款周转率	1.69	2.30	3.42	3.74	3.69
公允价值变	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应付账款周转率					
长期股权投	(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	(21.05)	147.33	13.99	8.73	6.24
普通股增加	(9.19)	9.46	(2.14)	0.00	0.00	P/E	1.66	1.67	1.47	1.26	1.05
资本公积增	2.92	19.67	0.00	0.00	0.00	P/B	(65.34)	22.55	9.26	6.56	4.92
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。。

单击此处输入文字。

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、未来也将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。