



东兴证券
DONGXING SECURITIES

收购西藏高纯度菱镁矿，双轮驱动业绩增长持续

——濮耐股份（002225）事件点评

2018年11月29日

强烈推荐/维持

濮耐股份

事件点评

事件：

公司发布公告拟与西藏昌都市合众创业投资合伙企业和海城市华银投资管理有限公司签署《关于西藏昌都市翔晨镁业有限公司之股权收购意向协议》，拟收购合众创业持有的翔晨镁业 55% 和华银投资持有的 13% 的股份。

主要观点：

1. 大股东培育资产适时注入，公司原材料业务拓展进入加速

公司作为耐火材料的龙头企业，在行业竞争中综合优势突出，依靠技术实力，在市场中领先其他企业。但是作为一个龙头企业如果原材料采购受制于人，未来的发展也会受到影响和牵制。所以公司从 2011 年开始就收购了海城市琳丽矿业 100% 股权进军菱镁原材料生产业务，同时建立原材料部门进行原材料的采购和贸易等。

公司大股东成立的西藏昌都市合众创业投资合伙企业一直以来在培育菱镁矿业务，像新疆秦翔和西藏昌都控股的菱镁矿均为控股股东的培育项目，显现大股东的长远战略眼光。

2017 年以来以菱镁矿原材料为代表的原材料价格大幅上涨，涨幅甚至达到 200-300%，公司在 2017 年收购新疆秦翔，适时充实了公司的原材料生产的业务，新疆的菱镁矿年开采 10 万吨，按照辽宁到新疆运费 700-800 元/吨，运费就节省 7000 多万。2018 年随着大股东西藏高纯度菱镁矿达到资产注入条件，公司的原材料业务随着资产注入，业绩增长将进入快速增长期。保证公司业绩增长的持续性。

2. 西藏高纯度菱镁矿助力公司业绩增长持续，2020 年原材料业务进入爆发期

西藏菱镁矿纯度高，储量丰富。矿石备案储量大于 4000 万吨，满足上市公司收购的条件。如果按照西藏镁砂矿年产矿石可达到 30 万吨，每吨净利润为 1000 元/吨，收购后可贡献上市公司净利润约为 2.04 亿元。如果按照当前高纯度镁砂的生产能力是 4 万吨，

分析师：赵军胜

Tel: 010-66554088

Email: zhaojs@dxzq.net.cn

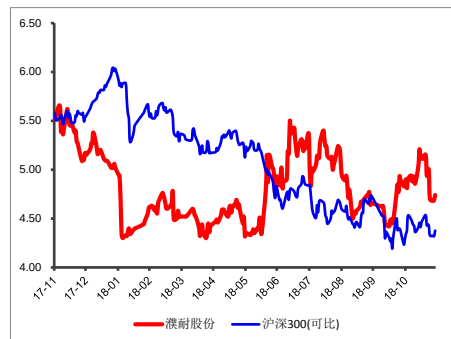
执业证书编号：

S1480512070003

交易数据

52 周股价区间（元）	4.11-5.81
总市值（亿元）	42.09
流通市值（亿元）	33.52
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	0.94

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
- 3、《周期、技术和矿产推动业绩高增持续》
2018-10-15
- 4、《盈利能力继续提升，业绩高增长持续——濮耐股份（002225）2018 年三季度报点评》
2018-10-23

则按照当前镁砂价格 8300 元/吨，预计也将增加上市公司年收入 2.26 亿元。随着 2020 年西藏镁砂矿的充分达产，以及青海原材料基地（2018 年 8 月 3 万吨煅烧投产）逐步建设充分投产，以及新疆和琳丽矿产的生产，公司原材料业务进入成熟期，不但可以满足公司自用，消除原材料价格上涨对于公司的利润挤压，并且通过外销公司原材料业务成为公司业绩增长的重要一极，2020 年公司原材料业务将进入爆发阶段。

3、增发募资加速原材料业务发展进程

公司为加快原材料业务进程，通过非公开增发进行募资建设原材料生产线。此次募集资金中的 5.30 亿元投入到公司年产 12 万吨高密高纯氧化镁、6 万吨大结晶电熔氧化镁项目中。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，为公司后续发展高性能耐火材料奠定基础。

结论：

公司是耐火材料的龙头企业，在耐火材料行业景气度底部回升的阶段，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。此次西藏矿产的收购是原材料业务发展的一个重要方面，特别是这种高纯度镁砂矿和稀缺，这将成为公司重要资源优势。原材料业务的释放和爆发，加上公司技术和储备的释放，将助力公司达到成为世界前三的耐火材料龙头公司。

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 15 倍、9 倍和 7 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	3831.51	5424.68	7315.30	营业收入	2338.54	2814.63	4184.69	5956.54	8060.07		
货币资金	164.65	160.59	297.11	422.91	572.26	营业成本	1637.57	1978.82	2957.90	4197.37	5665.93		
应收账款	1904.59	1623.65	1719.73	2447.89	3312.36	营业税金及附加	23.24	25.60	38.08	54.20	73.35		
其他应收款	44.90	35.54	52.84	75.21	101.77	营业费用	254.69	297.80	372.44	530.13	717.35		
预付款项	37.63	38.67	40.15	42.25	45.08	管理费用	272.98	293.92	355.70	506.31	685.11		
存货	832.87	1144.46	1126.43	1598.45	2157.71	财务费用	17.07	91.78	9.98	17.60	32.17		
其他流动资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	310.29	108.99	90.00	90.00	90.00		
非流动资产	1251.68	1295.81	1284.09	1324.81	1438.33	公允价值变动收	0.00	0.00	(2.00)	(2.00)	(2.00)		
长期股权投	5.04	5.06	5.06	5.06	5.06	投资净收益	(1.19)	0.78	20.00	20.00	20.00		
固定资产	650.82	595.06	629.34	661.87	750.43	营业利润	(178.49)	30.02	378.60	578.93	814.17		
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	30.00	6.22	6.22		
资产总计	4679.89	4785.41	5115.60	6749.49	8753.64	利润总额	(166.21)	39.29	364.10	588.21	823.45		
流动负债合	1696.32	1985.54	2002.47	3131.66	4448.80	所得税	10.23	8.00	65.54	111.76	164.69		
短期借款	446.59	355.15	78.29	667.69	1241.35	净利润	(176.44)	31.29	298.56	476.45	658.76		
应付账款	889.71	829.43	972.46	1264.96	1707.54	少数股东损益	8.50	9.10	13.44	21.44	29.64		
预收款项	15.61	54.24	111.99	194.19	305.42	归属母公司净利	(184.95)	22.19	285.12	455.01	629.11		
一年内到期	0.00	226.02	226.02	226.02	226.02	EBITDA	(71.92)	206.42	471.63	686.10	943.80		
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	2301.17	3430.36	4747.50	成长能力							
少数股东权	75.58	113.43	126.87	148.31	177.95	营业收入增长	-16.29%	20.36%	48.68%	42.34%	35.31%		
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%	1161.23%	52.92%	40.63%		
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%	1185.00%	59.58%	38.26%		
未分配利润	413.44	412.51	626.35	967.61	1439.45	获利能力							
归属母公司	2352.49	2359.88	2677.33	3132.34	3761.46	毛利率(%)	29.97%	29.70%	29.32%	29.53%	29.70%		
负债和所有	4679.89	4785.41	5115.60	6749.49	8753.64	净利率(%)	-7.91%	0.79%	6.81%	7.64%	7.81%		
现金流量	单位:百万元					总资产净利润	-3.77%	0.65%	5.85%	7.10%			
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	-7.86%	0.94%	10.65%	14.53%			
经营活动现	157.60	366.83	511.99	(271.96)	(137.40)	偿债能力							
净利润	(176.44)	31.29	298.56	476.45	658.76	资产负债率(%)	48.12%	48.32%	45.07%	51.12%	54.65%		
折旧摊销	89.50	84.62	1.77	89.57	97.46	流动比率	2.02	1.76	1.91	1.73	1.64		
财务费用	(17.07)	(91.78)	(9.98)	(17.60)	(32.17)	速动比率	1.53	1.18	1.35	1.22	1.16		
应付帐款的	(160.07)	(60.28)	143.03	292.50	442.58	营运能力							
预收帐款的	(15.95)	38.64	57.75	82.20	111.23	总资产周转率	0.48	0.59	0.85	1.00	1.04		
投资活动现	(33.29)	(164.46)	(115.62)	(174.04)	(254.74)	应收账款周转率	1.16	1.60	2.50	2.86	2.80		
公允价值变	0.00	0.00	(2.00)	(2.00)	(2.00)	应付账款周转率	1.69	2.30	3.28	3.75	3.81		
长期股权投	(1.64)	0.02	0.00	0.00	0.00	每股指标(元)							
投资收益	(1.19)	0.78	20.00	20.00	20.00	每股收益(最新	(0.21)	0.03	0.32	0.51	0.71		
筹资活动现	(94.20)	(206.43)	(259.85)	571.81	541.49	每股净现金流	0.06	(0.02)	0.15	0.14	0.17		
应付债券增	(72.70)	(224.87)	0.01	0.00	0.00	每股净资产(最	2.67	2.65	3.01	3.53	4.24		
长期借款增	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	估值比率							
普通股增加	(9.19)	9.46	(2.14)	0.00	0.00	P/E	(22.57)	158.00	14.77	9.25	6.69		
资本公积增	2.92	19.67	0.00	0.00	0.00	P/B	1.77	1.79	1.57	1.34	1.12		
现金净增加	30.10	(4.06)	136.52	125.80	149.35	EV/EBITDA	(69.26)	23.93	9.58	7.26	5.73		

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。