



质押率大幅下降，ROE和运营率提升明显 ——濮耐股份（002225）2019年一季报点评

2019年04月22日

强烈推荐/维持

濮耐股份

财报点评

投资要点：

- 事件：**4月22日，公司发布2019年一季报，公司2019年一季度实现营业收入11.01亿元，同比增加23.69%，实现归属上市公司股东的净利润6483.37元，同比增长18.29%。每股收益为0.07元，同比增长16.67%。
- 受益钢铁等周期行业放量提升带来的需求改善，即使钢铁等周期行业景气度有所回落影响也不大。**公司2019年一季度营业收入增速保持稳健的增长，主要来自于销量和合同订单的提升，2019年钢铁等中周期行业处于高景气波动当中，由原先以提价提升业绩为主逐步过渡到以量增速提升为主的路径当中，作为钢铁等中周期行业的上游，受益于需求的改善，作为行业的龙头企业受益最大。
耐火材料作为钢铁等周期行业的上游，只要钢铁等中期行业的景气度没有下降到较差的水平，对于耐火材料的使用不会受到影响，即使景气度有些下降也不会传导给耐火材料行业。因为耐火材料行业的对于钢铁等周期行业的使用成本不高，并且品质会直接影响到钢铁行业产品的品质。
- 化蛹为蝶净资产收益率和运营效率提升明显。**濮耐股份在2018年之前资产收益率较低主要是在前期公司并购的子公司业绩不达预期，并且产生了不少的商誉，特别是在行业的下行周期当中，这种包袱拖累公司的业绩表现。但是，公司通过不断地商誉减值，逐步消化，并且随着行业景气度的底部改善，开始把包袱逐步变为业绩弹性的基础。2019年一季度公司的年化净资产收益率达到11.07%，较去年同期提高1.88个百分点，较2017年同期提高8.75个百分点。
公司的运营效率也明显提升。存货周转天数2019年1季度为137.28天，较去年同期减少22.41天；应收账款周转天数为123.10天，较去年同期减少43.41天。公司资产的运营效率开始明显改善，达到2011年行业历史景气度高点的位置水平。
- 原材料业务发展将改善公司毛利率水平。**2019年1季度公司综合毛利率为27.21%，同比下降0.96个百分点，相对稳定。行业原材料价格依然处于高位，主要是环保导致政府对于原材料开采的限制。公司当前拥有海城琳丽、新疆和西藏的高纯度菱镁矿，这些不但能够提供给公司自用还可以外销，这将提升公司毛利率水平。公司将不受原材料价格的制约，进入到抗风险较好局面当中。同时原材料业务的拓展将成为公司业绩提升的重要一极。
- 大股东质押率大幅下降。**前期大股东为了收购和建设高纯度菱镁矿进行了股权质押融资，比例较高。2019年4月10日董事长刘百宽质押率下降至69.07%，控股股东、实际控制人及一直行动人质押率69.24%。公司股权总体质押比例为32.42%。
- 盈利预测和投资评级：**预计公司2019年到2021年的，EPS分别为0.37元、0.52元和0.68元，对应PE分别为17倍、12倍和9倍，考虑到公司作为耐火材料龙头企业综合优势明显，技术、原材料业务发展和并购助力快速发展，公司把包袱变为业绩弹性基础，净资产收益率和运营能力提升明显以及实控人质押率的大幅下降，维持公司“强烈推荐”的投资评级。
- 风险提示：**原材料业务发展速度低于预期。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	2,814.6	3,863.1	4,572.0	5,393.8	6,204.1
增长率（%）	20.36%	37.25%	18.35%	17.97%	15.02%
净利润（百万元）	22.19	225.39	327.52	457.71	602.77
增长率（%）	-112.00	915.79%	45.31%	39.75%	31.69%

赵军胜

010-66554088

zhaols@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480512070003

交易数据

52周股价区间（元）	4.15-6.21
总市值（亿元）	50.01
流通市值（亿元）	38.44
总股本/流通A股(万股)	88818.35/70716.84
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	1.17

52周股价走势图



资料来源：Wind, 东兴证券研究所

相关研究报告

- 《濮耐股份（002225.SZ）：天时地利人和，技术发力龙头进快车道》 2018-9-7
- 《濮耐股份（002225.SZ）：周期、技术和矿产推动业绩高增持续》 2018-10-15
- 《濮耐股份（002225.SZ）：盈利能力继续提升，业绩高增长持续》 2018-10-23
- 《濮耐股份（002225.SZ）：收购西藏高纯度菱镁矿，双轮驱动业绩增长持续》 2018-11-29
- 《濮耐股份（002225）2018年年报点评：耐材龙头进入高增阶段，矿山、技术驱动空间广阔》 2019-04-02

净资产收益率 (%)	1%	9%	11%	13%	15%
每股收益(元)	0.03	0.25	0.37	0.52	0.68
PE	204	24	17	12	9
PB	2.31	2.10	1.85	1.60	1.36

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司盈利预测表

资产负债表					利润表					单位:百万元	
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	3489.60	3759.33	4326.42	5061.60	5778.57	营业收入	2814.63	3863.10	4572.05	5393.82	6204.16
货币资金	160.59	241.49	288.04	339.81	390.86	营业成本	1978.82	2734.39	3122.26	3628.78	4111.32
应收账款	1623.65	1467.46	1741.14	2054.08	2362.68	营业税金及附加	25.60	32.37	41.61	49.08	56.46
其他应收款	35.54	47.91	56.71	66.90	76.95	营业费用	297.80	338.85	406.91	480.05	552.17
预付款项	38.67	73.42	73.42	73.42	73.42	管理费用	293.92	190.75	426.12	502.70	578.23
存货	1144.46	1288.75	1471.31	1710.00	1937.39	财务费用	91.78	18.91	47.64	50.77	50.94
其他流动资产	0	0	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	108.99	121.98	122.00	122.00	122.00
非流动资产合计	1295.81	1373.28	1478.27	1639.25	1874.35	公允价值变动收益	0.00	(2.10)	(2.00)	(2.00)	(2.00)
长期股权投资	5.06	4.84	4.80	4.80	4.80	投资净收益	0.78	1.55	1.60	1.60	1.60
固定资产	595.06	572.73	737.45	892.84	1104.17	营业利润	30.02	282.43	405.12	560.03	732.64
无形资产	282.51	280.65	252.59	224.52	196.46	营业外收入	15.49	5.59	5.60	5.60	5.60
其他非流动资产	13.90	88.97	89.00	89.00	89.00	营业外支出	6.22	20.73	21.00	21.00	21.00
资产总计	4785.41	5132.61	5804.70	6700.85	7652.92	利润总额	39.29	267.29	389.72	544.63	717.24
流动负债合计	1985.54	2370.13	2704.84	3093.66	3386.49	所得税	8.00	31.11	46.77	65.36	86.07
短期借款	355.15	584.31	653.96	710.98	679.20	净利润	31.29	236.18	342.95	479.27	631.17
应付账款	829.43	933.31	1069.27	1242.73	1407.99	少数股东损益	9.10	10.79	15.43	21.57	28.40
预收款项	54.24	84.01	120.59	163.74	213.37	归属母公司净利润	22.19	225.39	327.52	457.71	602.77
一年内到期的非流动负债	226.02	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA	206.42	384.35	489.49	657.94	842.84
非流动负债合计	326.56	60.96	1.05	1.05	1.05	EPS(元)	0.03	0.25	0.37	0.52	0.68
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率					
应付债券	298.69	1.05	1.05	1.05	1.05		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	2312.09	2431.09	2705.89	3094.71	3387.54	成长能力					
少数股东权益	113.43	114.51	129.94	151.51	179.91	营业收入增长	20.36%	37.25%	18.35%	17.97%	15.02%
实收资本(或股)	890.32	888.18	888.18	888.18	888.18	营业利润增长	-116.82%	840.88%	43.44%	38.24%	30.82%
资本公积	991.09	989.92	989.92	989.92	989.92	归属于母公司净利	-112.00%	915.79%	45.31%	39.75%	31.69%
未分配利润	412.51	622.42	927.02	1352.69	1913.26	获利能力					
归属母公司股东	2359.88	2587.01	2943.95	3401.65	4004.42	毛利率(%)	29.70%	29.22%	31.71%	32.72%	33.73%
负债和所有者权益	4785.41	5132.61	5804.70	6700.85	7652.92	净利率(%)	0.79%	5.83%	7.16%	8.49%	9.72%
现金流量表						总资产净利润(%)	0.65%	4.60%	5.93%	7.21%	
							2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	366.83	595.35	239.48	347.98	522.47	ROE(%)	0.94%	8.71%	11.13%	13.46%	15.05%
净利润	31.29	236.18	342.95	479.27	631.17	偿债能力					
折旧摊销	84.62	83.01	1.77	47.14	59.27	资产负债率(%)	48.32%	47.37%	46.82%	46.55%	44.74%
财务费用	(91.78)	(18.91)	(47.64)	(50.77)	(50.94)	流动比率	1.76	1.59	1.60	1.64	1.71
应付帐款的变化	(60.28)	103.88	135.96	173.47	165.26	速动比率	1.18	1.04	1.06	1.08	1.13
预收帐款的变化	38.64	29.77	36.58	43.15	49.63	营运能力					
投资活动现金流	(164.46)	(190.60)	(236.05)	(302.46)	(388.70)	总资产周转率	0.59	0.78	0.84	0.86	0.86
公允价值变动收	0.00	(2.10)	(2.00)	(2.00)	(2.00)	应收账款周转率	1.60	2.50	2.85	2.84	2.81
长期股权投资减	0.02	(0.21)	(0.04)	0.00	0.00	应付帐款周转率	2.30	3.10	3.12	3.14	3.10
投资收益	0.78	1.55	1.60	1.60	1.60	每股收益(最新摊	0.03	0.25	0.37	0.52	0.68
筹资活动现金流	(90.06)	(323.84)	43.12	6.25	(82.72)	每股净现金流(最	(0.02)	0.01	0.05	0.06	0.06
应付债券增加	(224.87)	(297.65)	0.00	0.00	0.00	每股净资产(最新	2.65	2.91	3.31	3.83	4.51
长期借款增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	估值比率					
普通股增加	9.46	(2.14)	0.00	0.00	0.00	P/E	204.00	24.48	16.60	11.88	9.02
资本公积增加	19.67	(1.17)	0.00	0.00	0.00	P/B	2.31	2.10	1.85	1.60	1.36
现金净增加额	112.31	80.90	46.55	51.77	51.05	EV/EBITDA	29.88	15.04	11.85	8.83	6.79

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。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。2018年获今日投资“天眼”中国最佳分析师建筑材料盈利预测最准确分析师和唯一的三年五星级分析师。

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：

看涨：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。