

濮耐股份 (002225): 产业一体化、技术和新模式保利润率提升和成长

2020 年 10 月 22 日

强烈推荐/维持

濮耐股份 公司报告

公司发布 2020 年三季报, 公司前三季度实现营业收入和归母净利润分别为 30.71 亿元和 2.45 亿元, 分别同比下降 1.71% 和增长 20.46%, 实现每股收益 0.24 元。

产业链一体化提升毛利率, 剔除汇兑损益后营业利润增速保持向上。随着国外疫情在三季度的进一步蔓延, 出口业务继续受到影响, 同时美元的答复贬值, 导致公司第三季度汇兑损失达到 2500 万左右, 影响公司的利润水平, 如果剔除汇兑损益公司营业利润增速将达到 27.23%, 较第二季度营业利润增速 24.82%, 将提升 2.41 个百分点。公司第三季度毛利率保持高水平到 32.75%, 为 10 年以来的历史高位水平, 同比提高 0.53 个百分点。公司西藏矿山的开采, 高纯度镁砂原材料的自用, 同时在整包价格微降的情况下加强成本管控, 盈利水平保持稳定的改善。公司产业链体系的完善提升公司的盈利水平。

矿山资产进入释放阶段, 保证原材料成本持续下降。公司西藏菱镁矿年开采 100 万吨/吨, 同时, 2020 年西藏三期套窑和青海配套高纯镁砂及大结晶配套生产线 2020 年四季度将全部投产, 矿山自产进入释放阶段。有利于公司进一步降低成本和提升营业收入, 不但能够保证盈利水平继续改善, 同时原材料业务部门也会得到进一步发展。

公司企业生态圈建设降成本, 助力市占率提升。耐火材料行业产能过剩, 中小企业的生存环境越来越差, 下游客户对于供应商的选择从单品采购变成系统解决方案和整包, 一般, 招标中小企业虽然单品有优势但是综合能力较弱, 中标系统性项目的难度越来越大。所以公司提出的企业生态圈建设符合行业中小企业的利益, 大企业通过拿到标段, 利用中小企业的低成本产品, 无需再新建一些普通单品的产能, 从而提升公司的综合竞争力, 降低公司的成本, 有利于公司进一步拓展更大范围的客户群, 为公司较快提升市占率水平助力。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	3,863.10	4,140.12	4,379.12	5,066.18	5,750.16
增长率 (%)	37.25%	7.17%	5.77%	15.69%	13.50%
归母净利润 (百万元)	225.39	252.27	343.38	486.50	578.88
增长率 (%)	915.79%	11.93%	36.11%	41.68%	18.99%
净资产收益率 (%)	9%	9%	11%	13%	14%
每股收益 (元)	0.25	0.27	0.33	0.47	0.56
PE	20	18	15	10	9
PB	1.68	1.79	1.58	1.37	1.19

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

公司简介:

公司是耐火材料的龙头公司, 成立于 2002 年, 2008 年上市, 技术和综合服务优势明显, 为世界百强钢铁企业中的大多数提供产品和服务。公司有原材料、制品全产业链服务体系, 是国家认定的高新技术企业、创新型企业。

未来 3-6 个月重大事项提示:

发债及交叉持股介绍:

交易数据

52 周股价区间 (元)	5.22-3.5
总市值 (亿元)	50.55
流通市值 (亿元)	40.85
总股本/流通 A 股 (万股)	103,364/83,535
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	0.96

52 周股价走势图



资料来源: wind、东兴证券研究所

分析师: 赵军胜

010-66554088

zhaojs@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480512070003

研究助理: 韩宇 x

010-66554042

hanyu_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480119070045

技术服务优势突出，综合竞争力强。公司是技术起家的，通过技术创新提高产品性能，做到产品性价比最优，像公司的钢包自动造衬技术能够提高钢包耐材的使用寿命，降低耐材的用量，能够很大的降低公司的整包模式下的综合成本，提升公司的竞争力。这种技术服务的优势提升客户的粘性。公司作为行业龙头有着多项的技术储备，拥有国家认定的企业技术中心、博士后工作站、国家（CNAS）认可的高温陶瓷材料试验检测中心等具备技术提升的后劲和实力。

盈利预测与投资评级：预计公司 2020-2022 年公司归属于母公司的净利润为 3.43 亿元、4.87 亿元和 5.79 亿元，对应的 EPS 分别为 0.33 元、0.47 元和 0.56 元，对应的动态 PE 分别为 15、10 和 9 倍，考虑到公司作为行业龙头矿山等资产进入业绩释放阶段，公司形成完善的产业链条，降低公司的生产成本。同时公司企业生态圈的建设助力公司市占率的提升和公司技术优势带来的综合竞争力和发展后劲，维持公司为“强烈推荐”的投资评级

风险提示：新模式转变速度低于预期、美元贬值和新冠疫情发展情况超出预期。

附表：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				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E			
流动资产合计	3759.33	3880.1	3614.72	4132.15	4674.07	营业收入	3863.10	4140.12	4379.12	5066.18	5750.16			
货币资金	241.49	413.18	437.91	506.62	575.02	营业成本	2734.39	2918.96	3079.50	3465.24	3913.26			
应收账款	1467.46	1434.2	1511.69	1748.87	1984.99	营业税金	32.37	35.19	37.22	43.06	48.88			
其他应收款	47.91	39.44	41.72	48.27	54.78	营业费用	338.85	403.55	364.78	422.01	478.99			
预付款项	73.42	54.36	54.36	54.36	54.36	管理费用	190.75	233.78	442.29	511.68	580.77			
存货	1288.75	1226.7	1290.86	1452.55	1640.35	财务费用	18.91	29.48	58.93	60.90	57.26			
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值	121.98	(0.65)	0.00	0.00	0.00			
非流动资产合计	1373.28	1843.8	2037.74	2326.30	2645.54	公允价值	(2.10)	1.73	2.00	2.00	2.00			
长期股权投资	4.84	8.88	4.80	4.80	4.80	投资净收	1.55	2.36	2.00	2.00	2.00			
固定资产	572.73	720.42	1194.61	1553.41	1924.06	营业利润	282.43	298.50	400.39	567.28	675.00			
无形资产	280.65	325.86	293.28	260.69	228.11	营业外收	5.59	4.55	7.00	7.00	7.00			
其他非流动资	88.97	153.97	154.00	154.00	154.00	营业外支	20.73	10.32	7.00	7.00	7.00			
资产总计	5132.61	5723.9	5652.47	6458.45	7319.61	利润总额	267.29	292.73	400.39	567.28	675.00			
流动负债合计	2370.13	2645.4	2683.23	2951.75	3179.58	所得税	31.11	30.94	44.04	62.40	74.25			
短期借款	584.31	592.02	503.36	495.67	403.78	净利润	236.18	261.80	356.35	504.88	600.75			
应付账款	933.31	1050.4	1105.25	1243.69	1404.49	少数股东	10.79	9.53	12.97	18.38	21.87			
预收款项	84.01	76.74	111.77	152.30	198.31	归属母公	225.39	252.27	343.38	486.50	578.88			
一年内到期的	0.00	0.52	0.00	0.00	0.00	EBITDA	384.35	419.63	583.73	776.62	909.02			
非流动负债合	60.96	91.44	28.65	28.65	28.65	EPS（元）	0.25	0.27	0.33	0.47	0.56			
长期借款	0.00	28.65	28.65	28.65	28.65	主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E			
应付债券	1.05	0.00	0.00	0.00	0.00									
负债合计	2431.09	2736.8	2711.88	2980.40	3208.23	成长能力								
少数股东权益	114.51	155.29	168.26	186.64	208.51	营业收入	37.25%	7.17%	5.77%	15.69%	13.50%			
实收资本(或股	888.18	1033.7	1033.64	1033.64	1033.64	营业利润	840.88%	5.69%	34.13%	41.68%	18.99%			
资本公积	989.92	907.51	907.51	907.51	907.51	归属于母	915.79%	11.93%	36.11%	41.68%	18.99%			
未分配利润	622.42	778.50	1099.45	1554.18	2095.26	获利能力								
归属母公司股	2587.01	2831.7	3195.40	3681.90	4260.78	毛利率	29.22%	29.50%	29.68%	31.60%	31.95%			
负债和所有者	5132.61	5723.9	5652.47	6458.45	7319.61	净利率	5.83%	6.09%	7.84%	9.60%	10.07%			
现金流量表						单位：百万元		总资产净		4.60%	4.57%	5.87%		
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE (%)		8.71%	8.91%	10.75%	13.21%	13.59%		
经营活动现金	595.35	978.44	506.20	537.71	676.96	偿债能力								
净利润	236.18	261.80	356.35	504.88	600.75	资产负债	47.37%	47.81%	44.64%	43.52%	41.79%			
折旧摊销	83.01	91.65	1.77	148.44	176.75	流动比率	1.59	1.47	1.35	1.40	1.47			
财务费用	(18.91)	(29.48)	(58.93)	(60.90)	(57.26)	速动比率	1.04	1.00	0.87	0.91	0.95			
应付帐款的变	103.88	117.14	54.80	138.44	160.80	营运能力								
预收帐款的变	29.77	(7.27)	35.03	40.53	46.00	总资产周	0.78	0.76	0.77	0.84	0.83			
投资活动现金	(189.68)	(395.4)	(337.78)	(400.41)	(459.41)	应收账款	2.50	2.85	2.97	3.11	3.08			
公允价值变动	(2.10)	1.73	2.00	2.00	2.00	应付账款	3.10	2.94	2.86	2.95	2.96			
长期股权投资	(0.21)	4.03	(4.08)	0.00	0.00	每股指标								
投资收益	1.55	2.36	2.00	2.00	2.00	每股收益	0.25	0.27	0.33	0.47	0.56			
筹资活动现金	(558.16)	(411.2)	(143.69)	(68.59)	(149.16)	每股净现	0.01	0.15	0.02	0.07	0.07			
应付债券增加	(297.65)	(1.05)	0.00	0.00	0.00	每股净资	2.91	2.74	3.09	3.56	4.12			
长期借款增加	0.00	28.65	0.00	0.00	0.00	估值比率								
普通股增加	(2.14)	145.58	(0.12)	0.00	0.00	P/E	19.56	18.11	14.72	10.39	8.73			
资本公积增加	(1.17)	(82.41)	0.00	0.00	0.00	P/B	1.68	1.79	1.58	1.37	1.19			
现金净增加额	(152.49)	171.69	24.73	68.71	68.40	EV/EBITD	12.19	12.54	8.82	6.53	5.40			

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	建材行业：水泥整合酝酿新变局-天山股份资产注入点评	2020-08-13
行业深度报告	建材行业深度报告：集中度提升孕育老建材核心资产	2020-08-07
行业深度报告	混凝土减水剂行业深度报告：产业链地位提升下的行业价值重估	2020-08-05
行业深度报告	瓷砖行业深度报告：好生意集中度提升，翘楚机遇期逐鹿	2020-06-18
行业深度报告	混凝土减水剂行业深度报告：潮起双强立，风正一帆悬	2020-04-13
行业深度报告	建筑防水材料产业报告：行业集中度加速提升	2020-04-10
行业深度报告	后疫情时代系列报告之二：业绩估值双升力，内需水泥看今朝	2020-03-28
行业深度报告	水泥和玻璃 2020 年展望：高景气度持续，从下而上寻找弹性	2020-02-14

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

赵军胜

中央财经大学硕士，首席分析师，2011 年加盟东兴证券，从事建材、建筑等行业研究。金融界慧眼识券商行业最佳分析师 2014 和 2015 年第 4 和第 3 名。东方财富中国最佳分析师 2015 年、2016 年和 2017 年上半年建材第 3 名、建材第 1 名和建材第 3 名和建筑装饰第 1 名。卖方分析师水晶球奖 2016 和 2017 年公募基金榜连续入围。2018 年今日投资“天眼”唯一 3 年五星级分析师，2014、2016、2017 和 2018 年获最佳分析师，选股第 3 和第 1 名、盈利预测最准确分析师等。2019 年“金翼奖”第 1 名。

研究助理简介

韩宇 x

应用经济学硕士，四川大学金属材料工程学士，2019 年 7 月加入东兴证券研究所，从事建材行业研究。

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。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526