

濮耐股份（002225）：产业链一体化继续打造当中

2021 年 11 月 19 日

强烈推荐/维持

濮耐股份 公司报告

事件：近期镁砂价格波动较大，以 97% 电熔镁砂为例，9 月下旬从 3000 元/吨，到 10 月底涨到 6000 多元/吨，截止到 11 月 18 日价格虽高位回落但仍高达 5000 多元/吨，公司 10 月份也公告成立电子商务公司做原材料采购。

点评：

原材料价格上涨叠加限电等影响原材料业务发展，公司盈利水平持续下降。

2021 年原材料价格变化对公司经营影响较大。2021 年 1-9 月中旬原材料价格虽然是环比回落，但同比仍增长较多，同时公司自身原材料业务因为限电等各种因素影响不能够放量，产业链一体化效应不能体现，公司成本提升，毛利率水平同比不但下降较多，环比也出现持续的下降。2021 年第 3 季度毛利率水平降至 17.51%，同比下降 15.24 个百分点，同时较 1 季度也环比下降 6.24 个百分点。特别是 9 月份以来由于限电力度较大，镁砂、矾土和棕刚玉等原料价格均出现大幅上涨，这也将对公司 4 季度的盈利水平将继续产生很大的负面影响。

对下游议价能力逐步改善，2022 年业绩改善可期。随着原材料的快速上涨到较高水平，公司对下游大型钢铁企业议价的条件更有利，新签合同的定价也会较高，有利于公司将原材料价格上涨成本进行传导，公司的提价正在逐步落地。同时，公司还和一些钢企推进建立原料价格变化联动的定价机制，这更有利于公司盈利水平的稳定。公司作为耐火材料龙头，虽然市占率水平仅 3% 左右的，但有自己的自产原材料，又有资金备货更多的原材料库存，保证产品的供应能力较强。从议价和新投标的情况看，议价能力在逐步改善。公司增收不增利的状况将在议价和新招投标落地后得到改善，2022 年公司业绩出现较大改善的概率大。

产业链一体化效应正在逐步形成。随着原材料价格上涨，公司的原材料业务的盈利水平也将提升，能够推进原材料业务较好地发展。公司西藏和青海的产能布局已经落地投产。如果限电限产问题能够得到解决，产能利用率水平提升，公司原材料业务的积极贡献将显现。同时，公司还着手筹建的电子商务公司进行原材料的采购，有利于公司能够降低外购原材料的成本，从原材料自产和原材料外购两处共同发力，公司产业链一体化效应将会逐步显现。

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司 2021-2023 年对应的 EPS 分别为 0.15、0.34 和 0.40 元，对应 PE 为 30、13 和 11 倍。考虑到公司作为耐火材料龙头，虽然 2021 年 4 季度承受很大的成本压力但 2022 年业绩改善趋势确定，产业链一体化效应将逐步显现，仍维持公司“强烈推荐”评级。

风险提示：原材料业务释放低于预期和提价幅度低于预期。

公司简介：

公司是国内耐火材料行业的龙头，技术和品牌优势突出，产品种类丰富，涵盖钢铁、建材、有色、铸造、电力及石化等高温领域行业。同时，公司积极发展原材料业务，打造完善产业链。

资料来源：公司公告、WIND

未来 3-6 个月重大事项提示：

无

发债及交叉持股介绍：

无

交易数据

52 周股价区间（元）	5.7-3.95
总市值（亿元）	44.45
流通市值（亿元）	35.77
总股本/流通 A 股（万股）	101,032/101,032
流通 B 股/H 股（万股）	-/-
52 周日均换手率	2.09

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

财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	4,140.12	4,174.18	4,635.29	5,149.25	5,345.78
增长率（%）	7.17%	0.82%	11.05%	11.09%	3.82%
归母净利润（百万元）	252.27	300.14	150.19	340.59	399.65
增长率（%）	11.93%	18.98%	-49.96%	126.78%	17.34%
净资产收益率（%）	9%	10%	5%	10%	10%
每股收益(元)	0.27	0.29	0.15	0.34	0.40
PE	16	15	30	13	11
PB	1.61	1.50	1.42	1.28	1.15

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

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		
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		
流动资产合计	3880.11	4048.20	3859.65	4197.85	4332.52	营业收入	4140.1	4174.18	4635.29	5149.25	5345.78		
货币资金	413.18	400.55	463.53	514.92	534.58	营业成本	2918.9	3082.73	3740.46	3946.55	4039.28		
应收账款	1434.20	1383.69	1523.93	1692.90	1757.52	营业税金及附加	35.19	33.57	37.08	41.19	42.77		
其他应收款	39.44	52.02	57.76	64.17	66.62	营业费用	403.55	205.88	185.41	205.97	213.83		
预付款项	54.36	85.84	85.84	85.84	85.84	管理费用	233.78	246.01	254.94	283.21	294.02		
存货	1226.71	1189.39	1434.70	1513.75	1549.31	财务费用	29.48	77.40	56.17	69.80	77.03		
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	研发费用	0.27	0.29	0.15	0.34	0.40		
非流动资产合计	1843.82	2214.73	2606.27	3065.98	3510.39	资产减值损失	(0.65)	1.45	0.00	0.00	0.00		
长期股权投资	8.88	5.88	6.00	6.00	6.00	公允价值变动收益	1.73	(0.45)	0.00	0.00	0.00		
固定资产	720.42	1003.75	1637.56	2103.26	2568.67	投资净收益	2.36	(0.04)	0.00	0.00	0.00		
无形资产	325.86	359.96	323.97	287.97	251.97	加: 其他收益	32.01	31.68	32.00	32.00	32.00		
其他非流动资产	153.97	176.36	176.00	176.00	176.00	营业利润	298.50	351.31	175.81	396.55	465.02		
资产总计	5723.93	6262.93	6465.92	7263.83	7842.91	营业外收入	4.55	6.26	6.30	6.30	6.30		
流动负债合计	2645.41	2833.21	3517.31	3929.89	4063.08	营业外支出	10.32	7.92	8.00	8.00	8.00		
短期借款	592.02	520.07	777.59	1011.78	1040.46	利润总额	292.73	349.64	174.11	394.85	463.32		
应付账款	1050.45	1127.66	1373.21	1448.87	1482.91	所得税	30.94	40.30	20.08	45.53	53.42		
预收款项	76.74	0.00	37.08	78.28	121.04	净利润	261.80	309.34	154.04	349.32	409.90		
一年内到期的非流动负债	0.52	9.81	9.81	9.81	9.81	少数股东损益	9.53	9.20	3.85	8.73	10.25		
非流动负债合计	91.44	247.65	190.63	190.63	190.63	归属母公司净利润	252.27	300.14	150.19	340.59	399.65		
长期借款	28.65	178.42	178.42	178.42	178.42	主要财务比率		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00								
负债合计	2736.85	3080.86	3707.94	4120.53	4253.71	成长能力							
少数股东权益	155.29	218.12	221.97	230.70	240.95	营业收入增长	7.17%	0.82%	11.05%	11.09%	3.82%		
实收资本(或股本)	1033.76	1010.32	1010.32	1010.32	1010.32	营业利润增长	5.69%	17.69%	-49.95%	125.55	17.27%		
资本公积	907.51	825.08	825.08	825.08	825.08	归属于母公司净利润增长	11.93	18.98%	-49.96%	126.78	17.34%		
未分配利润	778.50	985.33	1125.71	1444.06	1817.61	获利能力							
归属母公司股东权益合计	2831.79	2963.95	3125.08	3465.67	3865.32	毛利率(%)	29.50	26.15%	19.30%	23.36%	24.44%		
负债和所有者权益	5723.93	6262.93	6465.92	7263.83	7842.91	净利率(%)	6.09%	7.19%	3.24%	6.61%	7.48%		
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	4.57%	4.94%	2.18%	4.47%	4.90%		
						ROE(%)	8.91%	10.13%	4.81%	9.83%	10.34%		
经营活动现金流	978.44	622.92	419.52	490.37	688.13	偿债能力							
净利润	261.80	309.34	154.04	349.32	409.90	资产负债率(%)	47.81	49.19%	52.56%	52.71%	50.88%		
折旧摊销	91.65	102.42	1.77	179.66	211.72	流动比率	1.47	1.43	1.10	1.07	1.07		
财务费用	(29.48)	(77.40)	(56.17)	(69.80)	(77.03)	速动比率	1.00	1.01	0.69	0.68	0.68		
应收帐款减少	117.14	77.21	245.55	75.66	34.04	营运能力							
预收帐款增加	(7.27)	(76.74)	37.08	41.19	42.77	总资产周转率	0.76	0.70	0.73	0.75	0.71		
投资活动现金流	(394.48)	(366.76)	(557.88)	(603.37)	(620.13)	应收账款周转率	2.85	2.96	3.19	3.20	3.10		
公允价值变动收益	1.73	(0.45)	0.00	0.00	0.00	应付账款周转率	2.94	2.83	2.99	2.80	2.76		
长期投资减少	4.03	(2.99)	0.12	0.00	0.00	每股指标(元)							
投资收益	2.36	(0.04)	0.00	0.00	0.00	每股收益(最新摊薄)	0.27	0.29	0.15	0.34	0.40		
筹资活动现金流	52.34	(268.79)	201.34	164.39	(48.35)	每股净现金流(最新摊薄)	0.15	(0.03)	0.06	0.05	0.02		
应付债券增加	(1.05)	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产(最新摊薄)	2.74	2.93	3.09	3.43	3.83		
长期借款增加	28.65	149.77	0.00	0.00	0.00	估值比率							
普通股增加	145.58	(23.44)	0.00	0.00	0.00	P/E	16.30	15.17	29.60	13.05	11.12		
资本公积增加	(82.41)	(82.43)	0.00	0.00	0.00	P/B	1.61	1.50	1.42	1.28	1.15		
现金净增加额	636.30	(12.63)	62.98	51.40	19.65	EV/EBITDA	11.34	8.95	13.03	7.94	6.82		

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
公司普通报告	濮耐股份（002225）：市占率提升进行中	2021-03-24
行业普通报告	建材行业 2021 年 3 季度基金重仓股分析：着眼外需和供给刚性，等待政策变化	2021-11-08
行业深度报告	2021 年下半年建筑材料行业策略报告之一：集中度提升趋势下看好消费建材企业成长性	2021-07-06

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。2020 年 WIND 金牌分析师第 3 名、东方财富最佳行业分析师第 3 名。

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/恒生指数为基准指数）：

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/恒生指数为基准指数）：

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