濮耐股份（002225）

证券研究报告
2025 年 01 月 14 日

战略牵手格林美，深入印尼湿法提镍大市场

战略牵手格林美，活性氧化镁深入拓展印尼湿法提镍大市场

事件：公司公告近日与格林美签署了《战略合作框架协议》，将为格林美开发一种适用于红土镍矿高压浸出 HPAL 工艺的高效沉淀剂产品并保障供应，以实现双方战略利益的最大化。协议约定在公司的高效沉淀剂产能未达到格林美需求量前，公司现有产能必须优先保证全部供应格林美。公司每年度向格林美保供合作开发的高效沉淀剂产品，每年度供应量由双方以书面方式确认。

格林美对活性氧化镁总需求超 20 万吨，印尼湿法镍市场空间大有可为

截止到 24 年 12 月，格林美已建和在建的镍冶炼总产能已达 15 万吨镍/年，其中，青美邦/美明/格林爱科/ESG 项目年产能分别为 6.5 万/2.5 万/2 万/4 万吨镍。24 年 11 月，格林美与淡水河谷印尼公司达成协议，规划在印尼苏拉威西省建造一个镍资源高压酸浸绿色冶炼厂及其配套基础设施，该项目的目标产能为每年 6.6 万吨镍含量的 MHP。至此，格林美在印尼已建+在建+规划总产能达到 21.6 万吨镍，按活性氧化镁消耗量与最终提炼出的金属镍的重量是 1:1 的关系，我们估算出格林美湿法提镍的活性氧化镁总需求为 21.6 万吨。公司与格林美此次达成重大战略合作是公司向印尼湿法镍市场迈出的重要一步，目前，我们统计中资企业在印尼的湿法镍项目总产能超过 50 万吨，印尼湿法镍市场广阔空间大有可为。

现有产能预期带来 1 亿左右净利润，远期或有 5 倍利润空间

湿法提钴端，23 年全球钴矿产量达 23 万金属吨，其中，刚果金产量为 17 万吨，较大的中资企业如洛阳钼业 2024 年钴金属产量已达到 11 万吨，假设沉淀剂均为活性氧化镁，按照 MgO 与 Co 质量比为 1.03/1 计算，则当前全球/刚果金湿法提钴市场对活性氧化镁需求为 23.69/17.51 万吨。24 年公司可以直接转化为生产湿法冶金沉淀剂的产能约有 6 万吨，预计给公司带来的净利润为 0.82-1.2 亿元。远期来看，西藏矿山 100 万吨开采量，对应的氧化镁理论产量 45 万吨，极限按照 30 万吨活性氧化镁来计算，则公司对应的净利润为 4.08-6 亿元。当前公司在湿法冶金领域的开拓已取得一定成效，25 年业绩或将进入兑现期，考虑到国内钢铁行业下行以及去年四季度海外卢布等贬值给汇兑造成的压力，下调公司 24 年归母净利润至 1.4 元，基本维持 25-26 年归母净利润 2.5/3.1 亿元预期，维持“增持”评级。

风险提示：钢铁行业大幅下行；原材料价格、汇率波动风险；公司产能推进不及预期。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,935.93	5,472.92	5,754.63	6,294.16	7,117.08
增长率(%)	12.75	10.88	5.15	9.38	13.07
EBITDA(百万元)	594.97	656.20	410.15	524.66	615.29
归属母公司净利润(百万元)	229.63	247.70	136.49	252.79	312.30
增长率(%)	174.18	7.87	(44.90)	85.21	23.54
EPS(元/股)	0.23	0.25	0.14	0.25	0.31
市盈率(P/E)	25.61	23.74	43.09	23.26	18.83
市净率(P/B)	1.83	1.72	1.68	1.60	1.50
市销率(P/S)	1.19	1.07	1.02	0.93	0.83
EV/EBITDA	8.07	7.16	16.43	13.16	11.04

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑材料/装修建材
6 个月评级	增持（维持评级）
当前价格	5.82 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,010.42
流通 A 股股本(百万股)	825.54
A 股总市值(百万元)	5,880.63
流通 A 股市值(百万元)	4,804.67
每股净资产(元)	3.32
资产负债率(%)	58.06
一年内最高/最低(元)	6.00/2.58

作者

鲍荣富 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120003
baorongfu@tfzq.com
王涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521010001
wangtaoa@tfzq.com
蔡青青 联系人
jiangingqing@tfzq.com

股价走势

资料来源：聚源数据

相关报告

1 《濮耐股份-首次覆盖报告:耐材国际化战略先行者，产业链延伸打开增量空间》 2024-11-11

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	473.77	619.58	517.92	566.47	640.54
应收票据及应收账款	2,115.01	2,081.05	2,139.01	2,336.84	2,407.88
预付账款	146.30	83.86	94.18	95.33	112.04
存货	1,797.37	1,928.08	2,064.75	2,206.32	2,451.62
其他	431.81	451.72	598.70	630.55	661.99
流动资产合计	**4,964.26**	**5,164.29**	**5,414.55**	**5,835.52**	**6,274.06**
长期股权投资	4.17	5.62	5.62	5.62	5.62
固定资产	1,278.90	1,392.25	1,436.35	1,492.45	1,544.40
在建工程	345.89	386.19	396.30	408.64	423.54
无形资产	241.46	245.31	248.54	253.40	258.47
其他	551.07	888.92	899.96	913.60	947.08
非流动资产合计	**2,421.49**	**2,918.29**	**2,986.77**	**3,073.71**	**3,179.11**
资产总计	**7,525.82**	**8,219.86**	**8,401.33**	**8,909.23**	**9,453.17**
短期借款	244.50	305.53	430.13	633.69	786.53
应付票据及应付账款	2,131.67	2,227.16	2,407.14	2,486.21	2,777.90
其他	417.51	476.69	497.55	500.56	519.46
流动负债合计	**2,793.69**	**3,009.37**	**3,334.83**	**3,620.45**	**4,083.90**
长期借款	666.07	933.80	733.17	754.76	599.68
应付债券	608.16	630.21	636.73	649.19	652.77
其他	56.38	57.00	58.00	59.00	60.00
非流动负债合计	**1,330.61**	**1,621.01**	**1,427.90**	**1,462.95**	**1,312.45**
负债合计	**4,174.90**	**4,675.32**	**4,762.73**	**5,083.41**	**5,396.34**
少数股东权益	137.77	133.44	135.45	139.16	143.75
股本	1,010.37	1,010.37	1,010.42	1,010.42	1,010.42
资本公积	825.55	825.56	826.98	826.98	826.98
留存收益	1,341.74	1,528.82	1,627.09	1,809.10	2,033.96
其他	35.50	46.35	38.66	40.17	41.73
股东权益合计	**3,350.92**	**3,544.54**	**3,638.60**	**3,825.83**	**4,056.83**
负债和股东权益总计	**7,525.82**	**8,219.86**	**8,401.33**	**8,909.23**	**9,453.17**

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	**4,935.93**	**5,472.92**	**5,754.63**	**6,294.16**	**7,117.08**
营业成本	3,945.61	4,382.42	4,712.84	5,091.34	5,742.67
营业税金及附加	29.67	38.43	39.13	40.91	44.13
销售费用	236.13	256.65	258.67	276.94	306.03
管理费用	271.55	292.86	304.71	327.30	362.97
研发费用	199.12	199.58	207.17	223.44	249.10
财务费用	(23.03)	36.55	41.25	48.94	58.75
资产/信用减值损失	(56.69)	(47.56)	(50.60)	(20.60)	(25.60)
公允价值变动收益	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00
投资净收益	10.45	8.52	10.00	11.00	12.00
其他	78.47	37.70	0.00	0.00	(0.00)
营业利润	**244.64**	**267.76**	**150.26**	**275.68**	**339.83**
营业外收入	4.67	5.38	6.00	7.00	8.00
营业外支出	9.26	6.08	6.50	6.80	7.00
利润总额	**240.05**	**267.06**	**149.76**	**275.88**	**340.83**
所得税	25.40	14.23	10.48	17.93	22.15
净利润	**214.65**	**252.83**	**139.27**	**257.95**	**318.67**
少数股东损益	(14.98)	5.13	2.79	5.16	6.37
归属于母公司净利润	**229.63**	**247.70**	**136.49**	**252.79**	**312.30**
每股收益（元）	0.23	0.25	0.14	0.25	0.31

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	214.65	252.83	136.49	252.79	312.30
折旧摊销	131.63	145.83	167.45	178.84	190.51
财务费用	62.68	62.32	41.25	48.94	58.75
投资损失	(10.45)	(8.52)	(10.00)	(11.00)	(12.00)
营运资金变动	(463.07)	(493.49)	(16.12)	(285.98)	(70.35)
其它	(196.71)	424.57	2.79	5.16	6.37
经营活动现金流	**(261.26)**	**383.54**	**321.85**	**188.74**	**485.59**
资本支出	142.31	302.27	223.89	251.13	261.44
长期投资	1.34	1.45	0.00	0.00	0.00
其他	(144.71)	(776.44)	(446.78)	(499.26)	(517.88)
投资活动现金流	**(1.06)**	**(472.73)**	**(222.89)**	**(248.13)**	**(256.44)**
债权融资	290.66	416.49	(155.41)	178.66	(67.41)
股权融资	(58.89)	(58.70)	(45.22)	(70.72)	(87.67)
其他	(78.30)	(27.68)	0.00	(0.00)	(0.00)
筹资活动现金流	**153.47**	**330.11**	**(200.63)**	**107.95**	**(155.09)**
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	**(108.85)**	**240.92**	**(101.66)**	**48.56**	**74.06**

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	12.75%	10.88%	5.15%	9.38%	13.07%
营业利润	166.87%	9.45%	-43.88%	83.47%	23.27%
归属于母公司净利润	174.18%	7.87%	-44.90%	85.21%	23.54%
获利能力					
毛利率	20.06%	19.93%	18.10%	19.11%	19.31%
净利率	4.65%	4.53%	2.37%	4.02%	4.39%
ROE	7.15%	7.26%	3.90%	6.86%	7.98%
ROIC	5.41%	6.98%	4.15%	6.96%	7.91%
偿债能力					
资产负债率	55.47%	56.88%	56.69%	57.06%	57.08%
净负债率	32.45%	39.35%	37.98%	40.81%	36.44%
流动比率	1.79	1.74	1.62	1.61	1.54
速动比率	1.16	1.10	1.00	1.00	0.94
营运能力					
应收账款周转率	2.58	2.61	2.73	2.81	3.00
存货周转率	2.90	2.94	2.88	2.95	3.06
总资产周转率	0.68	0.70	0.69	0.73	0.78
每股指标（元）					
每股收益	0.23	0.25	0.14	0.25	0.31
每股经营现金流	-0.26	0.38	0.32	0.19	0.48
每股净资产	3.18	3.38	3.47	3.65	3.87
估值比率					
市盈率	25.61	23.74	43.09	23.26	18.83
市净率	1.83	1.72	1.68	1.60	1.50
EV/EBITDA	8.07	7.16	16.43	13.16	11.04
EV/EBIT	10.35	9.18	27.76	19.97	16.00

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com