

濮耐股份(002225)

业绩迎来景气上升周期

2009 年中报点评

韩其成

021-38676162

hanqicheng@gtjas.com

本报告导读： 中期业绩符合预期，建议谨慎增持，目标价格 8.5 元

投资要点：

- 上半年收入 4.7 亿、同比下降 8%，净利润 5745 万、同增 5%，EPS0.11 元。第 2 季度收入 2.4 亿（占上半年 51%）、同比下降 17%，净利润 3015 万（占上半年 52%）、同增 4%，EPS0.06 元。
- 上半年公司毛利率 38.4%、同比下降 0.53 个百分点。滑板水口类（占收入 12%）、镁碳铝镁碳类（占收入 14%）毛利率下降 7.8、6.2 个百分点。第 2 季度毛利率环比下降 2.3 个百分点、同增加 1.5 个百分点。
- 上半年散料类（占收入 39%）、透气砖类（占公司收入 14%）毛利率增加 7.9、5.5 个百分点，上述两类业务上半年收入同比下降 24%、29%。滑板水口类、镁碳铝镁碳类收入同比下降 10%、13%。
- 上半年国内收入占 81%，收入同比下降 9.4%，主要是国内钢铁企业减产减少了对消耗性耐材的需求和部分产品价格下降所致。国外收入占 19%，收入同比下降 0.75%，主要是国际金融危机影响所致。
- 三项费用率下降 2.9 个百分点：营业费用下降 16%、费用率下降 1 个百分点，管理费用下降 13%、费用率下降 0.6 个百分点，财务费用下降 53%、费用率下降 1.2 个百分点。
- 年产 1 万吨碳化硅砖、2 万吨滑板、5000 吨三大件预计 09 年 12 月底投产。10 万吨不定形 4 月投产，20 万支透气砖、2.5 万吨座砖预计 2009 年 9 月底投产，5 万吨铝镁碳砖预计 2010 年 5 月投产。
- 钢铁行业逐步复苏，公司下半年业绩要好于上半年，同时随产能增加 10 年业绩将更上层楼。预期 2009-10 年 EPS0.30、0.45 元，同增 46%、53%，建议增持，目标价格上调至 8.5 元。

财务摘要（百万元）	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	804	1,045	1,138	1,525	1,870
(+/-)%	33.3%	30.0%	8.9%	33.9%	22.7%
经营利润（EBIT）	119	136	187	287	349
(+/-)%	15%	14%	37%	53%	22%
净利润	85	106	154	235	287
(+/-)%	39%	24%	46%	53%	22%
每股净收益（元）	0.25	0.26	0.30	0.45	0.55
每股股利（元）	0.08	0.08	0.09	0.14	0.17

利润率和估值指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营利润率（%）	15%	13%	16%	19%	19%
净资产收益率（%）	21%	14%	18%	23%	24%
投入资本回报率（%）	15%	14%	17%	21%	22%
EV/EBITDA	26.8	23.8	18.0	12.3	10.2
市盈率	29.4	27.9	24.9	16.3	13.4
股息率（%）	1.0%	1.1%	1.2%	1.9%	2.3%

评级： 谨慎增持

上次评级： 中性

目标价格： ¥8.50

上次预测： ¥7.00

当前价格： ¥7.35

2009.08.24

交易数据

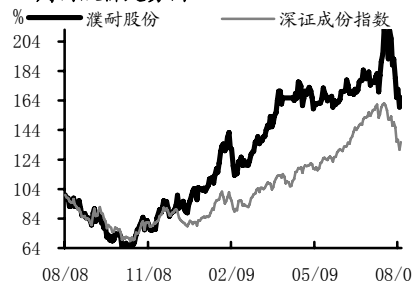
52 周内股价区间（元）	3.35 ~ 10.12
总市值（百万元）	3,665
总股本/流通 A 股（百万股）	522/78
流通 B 股/H 股	0/0
流通股比例	0.15
日均成交量（百万股）	4.3
日均成交值（百万元）	29.2

资产负债表摘要（12/08）

股东权益（百万元）	749
每股净资产	1.86
市净率	3.94
净负债率	10%

EPS（元）	2008A	2009E
Q1	0.06	0.05
Q2	0.07	0.06
Q3	0.06	0.08
Q4	0.06	0.10
全年	0.26	0.30

52 周内股价走势图



升幅（%）	1M	3M	12M
绝对升幅	-4.9	4.8	65.9
相对指数	6.7	-10.5	24.6

模型更新时间: 2009.08.24

股票研究

非金属建材业

非金属矿物制品业

濮耐股份(002225)

评级: 谨慎增持

上次评级: 中性

目标价格: ¥8.50

上次预测: ¥7.00

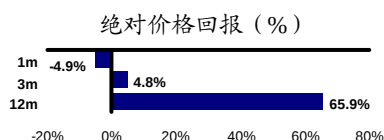
当前价格: ¥7.35

公司网址:

www.punai.com.cn

公司简介

公司作为国内最大的钢铁用耐火材料生产企业, 与国内大中型钢企建立有良好和稳定的业务关系。



52 周价格范围 3.35~10.12
市值 (百万) 3,665

财务预测 (单位: 百万元)

	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
损益表								
主营业务收入	396	499	603	804	1,045	1,138	1,525	1,870
主营业务成本	256	299	348	476	664	699	919	1,139
税金及附加	2	4	4	6	9	9	13	16
主营业务利润	138	196	251	321	372	430	593	715
其他业务利润	3	5	7	7	10	9	9	11
营业费用	57	75	85	105	126	131	168	206
管理费用	26	35	54	90	100	102	130	150
EBIT	52	81	104	119	136	187	287	349
财务费用	7	9	10	17	20	11	16	19
营业利润	45	72	94	102	116	176	271	330
所得税	14	23	29	29	22	32	49	59
少数股东损益	0	1	1	0	0	0	0	0
净利润	28	47	62	85	106	154	235	287
资产负债表								
货币资金、短期投资	34	37	36	33	131	191	173	232
其他流动资产	283	336	433	552	780	849	1,138	1,396
长期投资	3	4	0	0	0	0	0	0
固定资产合计	128	134	184	229	269	295	321	336
无形及其他资产	18	19	18	17	32	37	44	53
资产合计	469	533	681	839	1,219	1,380	1,687	2,029
流动负债	216	254	342	427	471	524	667	810
长期负债	23	1	0	0	0	0	0	0
股东权益	229	275	337	413	749	856	1,020	1,219
投入资本(IC)	320	365	440	598	821	898	1,124	1,319
现金流量表								
NOPLAT	35	55	71	89	113	155	237	289
折旧与摊销	13	16	19	27	28	30	33	36
流动资金增量	175	38	26	112	169	46	192	172
资本支出	159	23	68	72	84	60	67	60
自由现金流	(285)	9	(4)	(68)	(111)	78	12	94
经营现金流	40	47	18	18	(29)	126	59	132
投资现金流	(19)	(19)	(24)	(71)	(98)	(60)	(67)	(60)
融资现金流	(13)	(13)	3	43	211	(29)	(43)	(51)
现金流净增加额	8	15	(4)	(11)	85	37	(51)	21
财务指标								
成长性								
收入增长率		26.0%	20.9%	33.3%	30.0%	8.9%	33.9%	22.7%
EBIT 增长率		56.2%	28.8%	14.7%	14.0%	37.5%	53.2%	21.7%
净利润增长率		68.3%	30.5%	38.6%	24.0%	45.6%	52.7%	22.0%
利润率								
毛利率	35.3%	40.1%	42.2%	40.7%	36.5%	38.6%	39.7%	39.1%
EBIT 率	13.1%	16.2%	17.2%	14.8%	13.0%	16.4%	18.8%	18.7%
净利润率	7.1%	9.5%	10.2%	10.6%	10.1%	13.5%	15.4%	15.3%
收益率								
净资产收益率(ROE)	12.2%	17.1%	18.3%	20.7%	14.1%	18.0%	23.1%	23.5%
总资产收益率(ROA)	6.0%	8.9%	9.0%	10.2%	8.7%	11.2%	13.9%	14.1%
投入资本回报率	10.8%	15.0%	16.2%	14.9%	13.7%	17.3%	21.1%	21.9%
运营能力								
存货周转天数	63.5	107.2	110.9	113.5	107.0	119.3	110.7	113.8
应收账款周转天数	141.59	139.95	147.04	131.35	155.61	155.61	155.61	155.61
总资产周转天数	432.5	389.9	412.2	381.1	425.9	442.4	403.8	396.0
净利润现金含量	1.44	1.00	0.29	0.21	-0.28	0.82	0.25	0.46
资本支出/收入	40%	5%	11%	9%	8%	5%	4%	3%
偿债能力								
资产负债率	51.0%	48.0%	50.2%	50.9%	38.6%	38.0%	39.5%	39.9%
净负债率	30.4%	24.5%	30.1%	45.0%	9.8%	5.0%	10.3%	8.2%
估值比率								
PE	26.2	15.6	11.9	29.4	27.9	24.9	16.3	13.4
PB	3.2	2.7	2.2	6.1	3.9	4.5	3.8	3.1
P/S	1.9	1.5	1.2	3.1	2.8	3.4	2.5	2.1
EV/EBITDA	60.09	40.44	31.88	26.81	23.81	18.03	12.25	10.17
股息率			0.0%	1.0%	1.1%	1.2%	1.9%	2.3%

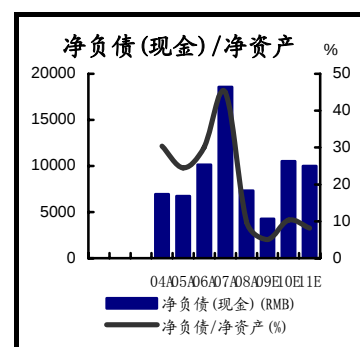
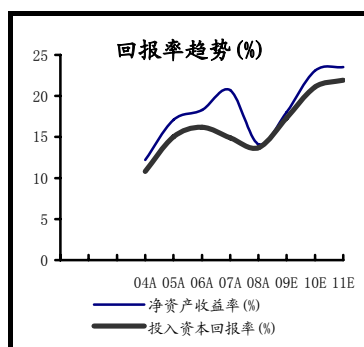
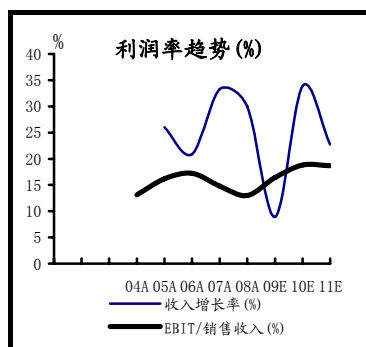
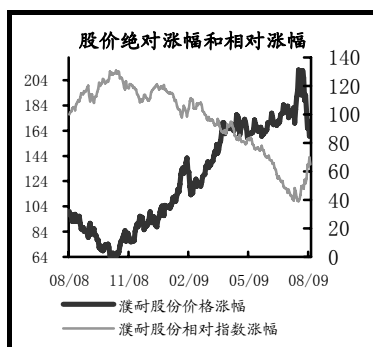


表 1: 单季度财务指标

	2009Q2	2009Q1	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4	2008
主营业务收入	237	228	221	285	279	260	1045
增速	-17%	3%	49%	27%	49%	6%	30%
毛利率	37.3%	39.6%	43.1%	35.8%	35.4%	32.7%	36.5%
主营业务成本	149	138	126	183	180	175	664
业务税金及附加	2	2	2	2	2	3	9
主营业务利润	86	88	93	100	97	82	372
资产减值损失	2	2	1	3	0	6	10
/利润总额	5%	5%	3%	9%	0%	21%	8%
营业费用	24	30	32	32	33	30	126
费用率	10.1%	13.1%	14.6%	11.1%	11.7%	11.5%	12.1%
管理费用	25	21	27	26	25	22	100
费用率	10.7%	9.1%	12.3%	9.2%	8.9%	8.4%	9.6%
财务费用	3	3	7	6	4	3	20
费用率	1.1%	1.5%	3.0%	2.2%	1.4%	1.3%	1.9%
三项费用率	21.9%	23.7%	29.9%	22.4%	22.0%	21.2%	23.6%
营业利润	33	32	27	32	31	26	116
投资收益	0	0	0	0	0	0	0
/利润总额	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
营业外收入	5	0	6	5	2	0	13
/利润总额	13%	1%	18%	14%	7%	0%	10%
营业外支出	0	0	1	1	0	0	1
利润总额	37	33	31	36	33	26	128
所得税	7	5	6	7	7	2	22
所得税率	19%	16%	18%	21%	22%	6%	17%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0
/利润总额	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
净利润	30.15	27	26	29	26	25	106
增速	4%	6%	118%	-1%	101%	-20%	24%
净利率	12.7%	12.0%	11.7%	10.2%	9.3%	9.6%	10.1%
EPS	0.06	0.05	0.06	0.07	0.06	0.06	0.26

数据来源: 国泰君安证券销售交易总部

表 2: 上半年板块财务指标

	收入增速	收入占比	毛利占比	09Z 毛利率	08Z 毛利率	增减
滑板水口类	-10%	12%	9%	30.2%	38.0%	-7.8%
三大件类	-32%	5%	6%	42.6%	54.3%	-11.7%
镁碳、铝镁碳类	-13%	14%	6%	15.0%	21.2%	-6.2%
蓄热类	-29%	4%	6%	61.6%	49.6%	12.0%
座砖类	-23%	4%	4%	41.1%	41.6%	-0.5%
散料类	24%	39%	40%	39.8%	31.9%	7.9%
透气砖类	-29%	14%	21%	59.4%	53.9%	5.5%
冲击板、档渣板类	-10%	4%	4%	31.9%	39.0%	-7.1%
电炉顶类	-1%	1%	1%	49.5%	54.6%	-5.1%
其他类	-36%	2%	2%	32.9%	47.8%	-15.0%

合计	-8%	100%	100%	38.4%	39.0%	-0.6%
----	-----	------	------	-------	-------	-------

数据来源：国泰君安证券销售交易总部

表 3: 盈利预测

百万人民币	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
收入						
滑板水口类	62	97	123	117	176	211
三大件类	35	65	72	129	193	232
镁碳、铝镁碳类	94	136	166	153	184	276
蓄热类	35	30	68	52	60	66
座砖类	31	36	46	38	57	69
散料类	194	259	313	423	549	659
透气砖类	104	119	170	129	193	232
冲击板、档渣板类	32	33	47	45	52	57
电炉顶类	12	9	11	12	13	15
其他类	5	20	27	41	47	54
合计	603	804	1044	1138	1525	1870
毛利占比						
滑板水口类	8%	13%	11%	8%	9%	10%
三大件类	5%	9%	8%	12%	14%	14%
镁碳、铝镁碳类	6%	10%	7%	5%	5%	6%
蓄热类	9%	5%	10%	7%	6%	6%
座砖类	5%	4%	5%	4%	4%	4%
散料类	35%	33%	26%	38%	36%	36%
透气砖类	23%	18%	24%	17%	19%	19%
冲击板、档渣板类	7%	4%	4%	3%	3%	3%
电炉顶类	3%	1%	1%	1%	1%	1%
其他类	1%	3%	3%	3%	3%	3%
合计	100%	100%	100%	100%	100%	100%
毛利率						
滑板水口类	32%	42%	35%	30%	32%	33%
三大件类	38%	45%	44%	43%	44%	44%
镁碳、铝镁碳类	16%	25%	16%	15%	16%	16%
蓄热类	65%	51%	56%	62%	62%	62%
座砖类	42%	39%	38%	41%	41%	41%
散料类	45%	42%	32%	40%	40%	40%
透气砖类	56%	49%	53%	59%	59%	59%
冲击板、档渣板类	52%	40%	36%	32%	35%	35%
电炉顶类	53%	48%	50%	49%	50%	50%
其他类	32%	51%	46%	33%	35%	35%
合计	42%	41%	36%	39%	40%	39%
净利润	62	85	106	154	235	287
净利润增速	31%	39%	24%	46%	53%	22.0%
每股收益 (EPS)	0.62	0.25	0.26	0.30	0.45	0.55

数据来源：国泰君安证券销售交易总部

作者简介:

韩其成: 建材、建筑行业研究员。上海财经大学投资经济学硕士, 山科大采矿工程学学士。
2005 年进入国泰君安证券研究所。

2008 年新财富最佳分析师非金属建材第三名, 入围建筑与工程行业。2008 年水晶球奖最佳分析师非金属建材第三名。

免责声明

本报告的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, 需注明出处为国泰君安证券销售交易总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;
谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;
中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;
减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;
中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;
减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券销售交易总部

上海
上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层
邮政编码: 200120
电话: (021) 38676666

深圳
深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层
邮政编码: 518026
电话: (0755) 23976888

北京
北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮政编码: 100140
电话: (010) 59312799

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com