



建材/原材料

濮耐股份 (002225)

外延式收购扩张和出口复苏是看点

2009 年报点评

韩其成
 021-38676162
 hanqicheng@gtjas.com
 S0880208070351

本报告导读:

耐火材料行业也是典型大行业小企业特质,收购外延扩张是最大期待。2010 年海外经济复苏拉动出口、发展绿色节能产品亦是看点,谨慎增持。

投资要点:

- (1) 2009 年收入 11 亿、同增 5%,净利润 1.3 亿、同增 22%,EPS0.25 元。净利润增长动因首先是上述收入规模增加,其次是受益对部分市场进行优化降低了营业成本,毛利率 38.7%、同比增加了 2.2 个百分点。
- (2) 三项费用率下降时利润增加另外动因,由 23.6%下降到 23.2%,下降了 0.3 个百分点,其中利率下降导致财务费用同比下降 12%。净利润增速略低于利润总额增速,因为所得税率提升 1.3 个百分点所致。
- (3) 从销售区域看,国内销售占比 80.3%,收入同增 4.3%、毛利率 36.7%。国外收入占比 19.7%,收入同增 7%、毛利率 46.9%,国外业务盈利高于国内。市场开拓原因 2010 年国外收入增幅将更明显。
- (4) 从销售对象看,钢铁行业占 9.2%,收入同比增加 5.4%。有色金属占 2.4%,收入同比增加 11.2%。电力、铸造行业占 2.4%、0.08%,收入分别同比下降了 15%、44%。有色金属行业是重点新拓展行业。
- (5) 从分销模式看,整体承包收入同比增加 8%,占总体 37%、比上年增加了 1.1 个百分点。单独销售收入同增 3.1%,占总体 62.7%。分产品看散料类收入同增 21%,占总体收入 34.6%、同增 4.6 个百分点。
- (6) 镁碳/铝镁碳类收入同增 14%,占总体收入 17.3%。透气砖类收入同比下降 5%,占 14.7%。滑板水口类收入同增 3.1%,占总体收入 11.6%。预期 2010-11 年 EPS0.43、0.54 元,同增 87%、25%。
- (7) 钢铁业整合拉动耐火材料业做大规模,产业整合势在必行。耐火材料行业也是典型大行业小企业特质,收购外延扩张是最大期待。2010 年海外经济复苏拉动出口、发展绿色节能产品亦是看点,谨慎增持。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,045	1,096	1,830	2,305	2,909
(+/-)%	30.0%	4.9%	67.0%	26.0%	26.2%
经营利润 (EBIT)	136	175	312	387	481
(+/-)%	14%	29%	78%	24%	24%
净利润	106	129	241	300	374
(+/-)%	24%	22%	87%	25%	25%
每股净收益 (元)	0.26	0.25	0.43	0.54	0.67
每股股利 (元)	0.08	0.00	0.14	0.17	0.22

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率 (%)	13%	16%	17%	17%	17%
净资产收益率 (%)	14%	15%	24%	25%	25%
投入资本回报率 (%)	14%	15%	23%	24%	25%
EV/EBITDA	37.6	29.7	17.5	14.3	11.7
市盈率	44.4	47.3	27.2	21.8	17.5
股息率 (%)	0.7%	0.0%	1.2%	1.5%	1.8%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 谨慎增持

上次评级: 谨慎增持

目标价格: 13.73

上次预测: 15.00

当前价格: 11.69

2010.03.26

交易数据

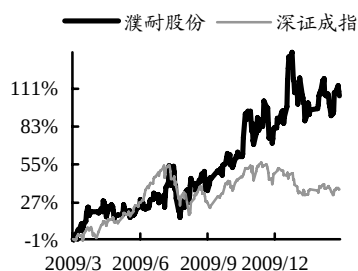
52 周内股价区间 (元)	6.50-14.10
总市值 (百万元)	6,102
总股本/流通 A 股 (百万股)	522/78
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	15%
日均成交量 (百万股)	4
日均成交值 (百万元)	48

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	809
每股净资产	1.55
市净率	7.5
净负债率	23%

EPS (元)	2009A	2010E
Q1	0.05	0.07
Q2	0.06	0.10
Q3	0.07	0.12
Q4	0.07	0.14
全年	0.25	0.43

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-3%	10%	101%
相对指数	0%	19%	66%

相关报告

- 《受益景气复苏和行业并购的最大耐材企业》
2010.01.18
- 《业绩迎来景气上升周期》
2009.08.21
- 《未来增长主要依赖产能扩张》
2008.08.08
- 《最大的钢铁行业用耐火材料制品供应商》
2008.04.10

模型更新时间: 2010.03.26

股票研究

原材料

建材

濮耐股份 (002225)

评级: 谨慎增持

上次评级: 谨慎增持

目标价格: 13.73

上次预测: 15.00

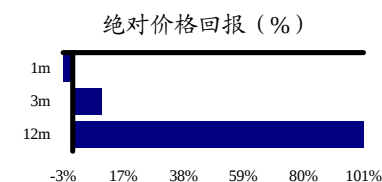
当前价格: 11.69

公司网址

www.punai.com

公司简介

公司是国家重点高新技术企业,是目前国内耐火材料行业综合实力最强、产品品种最齐全、最具活力的企业,具有整体承包冶金行业整线全部耐材的能力。企业自创建以来一直注重科技人才的引进、市场调研及高新技术产品的开发,先后在冶金行业的高炉、电炉、转炉、有色金属冶炼,石化,电力,建材行业炉窑等耐材的开发上取得了突破性的进展。主导产品钢包底吹氩透气砖被定为国家级新产品,并被列入国家重点火炬计划,2000年被国家科技部列为科技型企业技术创新基金支持项目。国内市场占有率达60%以上,产品



52 周价格范围

6.50-14.10

市值 (百万)

6,102

财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	396	499	603	804	1,045	1,096	1,830	2,305	2,909
主营业务成本	256	299	348	476	664	672	1,116	1,412	1,789
税金及附加	2	4	4	6	9	9	15	19	24
主营业务利润	138	196	251	321	372	415	699	875	1,097
其他业务利润	3	5	7	7	10	3	5	6	7
营业费用	57	75	85	105	126	131	210	265	335
管理费用	26	35	54	90	100	106	172	217	273
EBIT	52	81	104	119	136	175	312	387	481
财务费用	7	9	10	17	20	18	17	19	23
营业利润	45	72	94	102	116	158	295	368	458
所得税	14	23	29	29	22	30	55	69	86
少数股东损益	0	1	1	0	0	2	4	5	6
净利润	28	47	62	85	106	129	241	300	374
资产负债表	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金、短期投资	34	37	36	33	131	192	227	274	355
其他流动资产	283	336	433	552	781	911	1,522	1,917	2,419
长期投资	3	4	0	0	0	0	0	0	0
固定资产合计	128	134	184	229	269	367	398	415	433
无形及其他资产	18	19	18	17	32	52	62	75	90
资产合计	469	533	681	839	1,220	1,532	2,226	2,702	3,325
流动负债	216	254	342	427	471	571	1,152	1,413	1,767
长期负债	23	1	0	0	0	5	6	7	9
股东权益	229	275	337	413	749	850	1,012	1,215	1,468
投入资本(IC)	320	365	440	598	822	983	1,101	1,320	1,571
现金流量表	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
NOPLAT	35	55	71	89	113	143	254	316	393
折旧与摊销	13	16	19	27	28	33	42	46	48
流动资金增量	175	38	26	112	169	43	77	189	217
资本支出	159	23	68	72	84	150	83	75	82
自由现金流	(285)	9	(4)	(68)	(112)	(17)	136	97	142
经营现金流	40	47	18	18	(29)	110	191	141	187
投资现金流	(19)	(19)	(24)	(71)	(98)	(83)	(83)	(75)	(82)
融资现金流	(13)	(13)	3	43	211	38	(54)	(65)	(89)
现金流净增加额	8	15	(4)	(11)	85	64	54	1	16
财务指标	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
成长性									
收入增长率		26.0%	20.9%	33.3%	30.0%	4.9%	67.0%	26.0%	26.2%
EBIT 增长率		56.2%	28.8%	14.7%	14.0%	28.9%	77.8%	24.1%	24.4%
净利润增长率		68.3%	30.5%	38.6%	24.0%	21.9%	86.7%	24.8%	24.6%
利润率									
毛利率	35.3%	40.1%	42.2%	40.7%	36.5%	38.7%	39.0%	38.8%	38.5%
EBIT 率	13.1%	16.2%	17.2%	14.8%	13.0%	16.0%	17.0%	16.8%	16.5%
净利率	7.1%	9.5%	10.2%	10.6%	10.1%	11.8%	13.2%	13.0%	12.9%
收益率									
净资产收益率(ROE)	12.2%	17.1%	18.3%	20.7%	14.1%	15.2%	23.8%	24.7%	25.5%
总资产收益率(ROA)	6.0%	8.9%	9.0%	10.2%	8.7%	8.4%	10.8%	11.1%	11.3%
投入资本回报率(ROIC)	10.8%	15.0%	16.2%	14.9%	13.7%	14.6%	23.1%	23.9%	25.0%
运营能力									
存货周转天数	63.5	107.2	110.9	113.5	107.0	121.6	99.9	111.6	111.1
应收账款周转天数	141.59	139.95	147.04	131.35	155.61	166.02	166.02	166.02	166.02
总资产周转天数	432.5	389.9	412.2	381.1	426.1	510.4	443.9	427.8	417.1
净利润现金含量	1.44	1.00	0.29	0.21	-0.28	0.85	0.79	0.47	0.50
资本支出/收入	40%	5%	11%	9%	8%	14%	5%	3%	3%
偿债能力									
资产负债率	51.0%	48.0%	50.2%	50.9%	38.6%	37.6%	52.0%	52.6%	53.4%
净负债率	30.4%	24.5%	30.1%	45.0%	9.8%	9.6%	8.6%	7.5%	4.4%
估值比率									
PE	41.7	24.8	19.0	46.8	44.4	47.3	27.2	21.8	17.5
PB	5.1	4.3	3.5	9.7	6.3	7.2	6.5	5.4	4.5
P/S	3.0	2.3	1.9	5.0	4.5	5.6	3.6	2.8	2.3
EV/EBITDA	94.91	63.88	50.35	42.34	37.60	29.73	17.50	14.30	11.69
股息率			0.0%	0.6%	0.7%	0.0%	1.2%	1.5%	1.8%

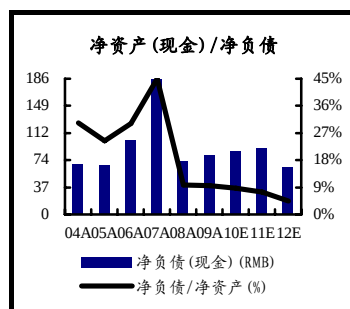
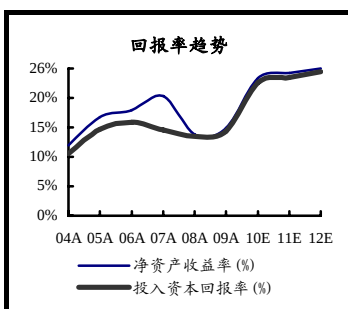
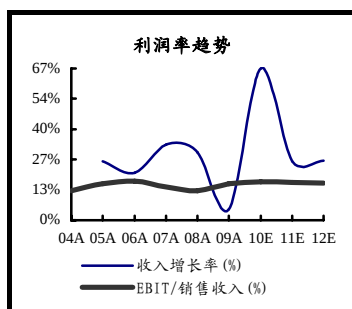
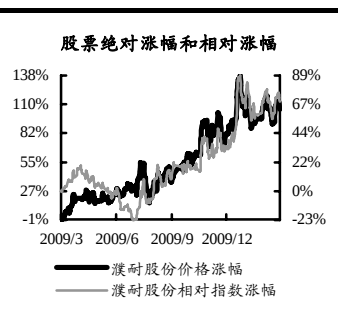


表 1: 单季度盈利

	2009Q4	2009Q3	2009Q2	2009Q1	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4	2008
主营业务收入	344	286	237	228	221	285	279	260	1045
增速	32.3%	2.4%	-17%	3%	49%	27%	49%	6%	30%
毛利率	39.3%	38.4%	37.3%	39.6%	43.1%	35.8%	35.4%	32.7%	36.5%
主营业务成本	209	176	149	138	126	183	180	175	664
业务税金	3	2	2	2	2	2	2	3	9
主营业务利润	133	108	86	88	93	100	97	82	372
资产减值损失	-6	5	2	2	1	3	0	6	10
/利润总额	-12%	12%	5%	5%	3%	9%	0%	21%	8%
营业费用	42	35	24	30	32	32	33	30	126
费用率	12.1%	12.3%	10.1%	13.1%	14.6%	11.1%	11.7%	11.5%	12.1%
管理费用	35	25	25	21	27	26	25	22	100
费用率	10.1%	8.8%	10.7%	9.1%	12.3%	9.2%	8.9%	8.4%	9.6%
财务费用	9	3	3	3	7	6	4	3	20
费用率	2.5%	1.0%	1.1%	1.5%	3.0%	2.2%	1.4%	1.3%	1.9%
三项费用率	24.8%	22.1%	21.9%	23.7%	29.9%	22.4%	22.0%	21.2%	23.6%
营业利润	49	44	33	32	27	32	31	26	116
投资收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0
/利润总额	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
营业外收入	-2	1	5	0	6	5	2	0	13
/利润总额	-3%	2%	13%	1%	18%	14%	7%	0%	10%
营业外支出	1	1	0	0	1	1	0	0	1
利润总额	47	44	37	33	31	36	33	26	128
所得税	8	9	7	5	6	7	7	2	22
所得税率	18%	20%	19%	16%	18%	21%	22%	6%	17%
少数股东损益	2	0	0	0	0	0	0	0	0
/利润总额	4%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
净利润	36	35	30	27	26	29	26	25	106
增速	46%	35%	4%	6%	118%	-1%	101%	-20%	24%
净利润率	10.6%	12.3%	12.7%	12.0%	11.7%	10.2%	9.3%	9.6%	10.1%
EPS	0.07	0.07	0.06	0.05	0.06	0.07	0.06	0.06	0.26

数据来源: 国泰君安证券研究

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、2009 年新财富最佳分析师非金属建材第三名，2009 年新财富最佳分析师建筑与工程行业第二名。2008、2009 年水晶球奖最佳分析师非金属建材第三名。

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		