



建材/原材料

濮耐股份 (002225)

上下游并购整合，国内外需求复苏

韩其成

021-38676162

hanqicheng@gtjas.com

S0880208070351

本报告导读：

北京利尔发行 PE40 倍，濮耐股份 PE 为 28.5 倍，公司在上下游整合战略上明显快于利尔，整体承包占比亦有较大提升空间，行业需求处上升周期，建议增持。

投资要点：

(1) 公司产品 95% 销往钢铁，20% 销往国外。1 季度全国粗钢产量同增 25%，耐火材料产量同增 32%。海外钢铁产能利用率由 40% 恢复到约 70%。韩国现代制铁份额将由 30% 多增加到 50%，美国子公司将实现盈亏平衡。2010 年需求处向上周期，预期 1 季度业绩同增 40% 以上。

(2) 耐火材料行业规模以上企业 2000 多家，公司为国内最大耐火材料供应商、市场份额不到 2%。钢铁集团化整合必然导致其采用整体承包方式控制成本，耐材供应商由七八十家减少至两三家。公司整体承包占 37% (利尔占 68%)，整体承包增加将提升市场份额和盈利水平。

(3) 《钢铁产业调整与振兴规划》要求三年内前 5 位集团产能占全国 45% 以上，判断未来两年钢铁行业整合必将加速，耐材行业整合亦必然加速以短时间内满足下游需求。公司 2009 年收购了昆耐 51% 和宝明 100% 股权，后者一旦获证监会通过将使得公司整合战略进一步加快。

(4) 特级高铝、烧结镁砂、中档镁砂为公司采购量最大三种原料，原料成本约占总成本 76%。公司年报中披露 2010 年将积极利用资本市场优势，整合上游行业优质公司，逐渐进入上游资源领域。公司目前现金 2 亿，股东大会拟定使用银行授信额度不超过 6 亿，整合资金充裕。

(5) 北京利尔 2010 年发行 PE40 倍，预期于近日上市，近期中小板首日开盘涨幅平均 74%、最少 24%。濮耐股份 2010 年 PE 为 28.5 倍，公司在上下游整合战略上明显快于利尔，而整体承包占比亦有较大提升空间，同时考虑行业需求处上升周期，建议增持，目标价 17.4 元。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,045	1,096	2,095	2,679	3,429
(+/-)%	30.0%	4.9%	91.2%	27.9%	28.0%
经营利润 (EBIT)	136	175	349	443	562
(+/-)%	14%	29%	99%	27%	27%
净利润	106	129	271	345	439
(+/-)%	24%	22%	110%	27%	27%
每股净收益 (元)	0.26	0.25	0.48	0.61	0.78
每股股利 (元)	0.08	0.00	0.16	0.20	0.25

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率 (%)	13%	16%	17%	17%	16%
净资产收益率 (%)	14%	15%	26%	27%	28%
投入资本回报率 (%)	14%	15%	24%	25%	26%
EV/EBITDA	44.2	35.0	18.6	14.9	11.9
市盈率	52.3	55.8	28.5	22.4	17.6
股息率 (%)	0.6%	0.0%	1.1%	1.4%	1.8%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：增持

上次评级：增持

目标价格：17.40

上次预测：17.40

当前价格：13.77

2010.04.19

交易数据

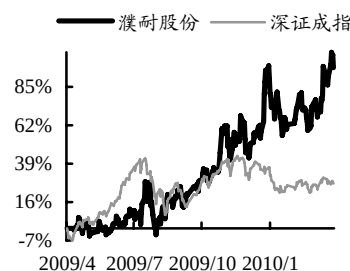
52 周内股价区间 (元)	6.50-14.68
总市值 (百万元)	7,188
总股本/流通 A 股 (百万股)	522/78
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	15%
日均成交量 (百万股)	4
日均成交值 (百万元)	56

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	850
每股净资产	1.63
市净率	8.5
净负债率	10%

EPS (元)	2009A	2010E
Q1	0.05	0.07
Q2	0.06	0.10
Q3	0.07	0.12
Q4	0.07	0.20
全年	0.25	0.48

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	22%	2%	101%
相对指数	18%	8%	72%

相关报告

《利尔打开估值空间：受益出口和行业整合》
2010.04.12

《外延式收购扩张和出口复苏是看点》
2010.03.26

《受益景气复苏和行业并购的最大耐材》
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

模型更新时间: 2010.04.18

股票研究

原材料

建材

濮耐股份 (002225)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 17.40

上次预测: 17.40

当前价格: 13.77

公司网址

www.punai.com.cn

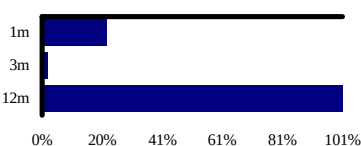
公司简介

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,所

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	2,095	2,679	3,429
主营业务成本	256	299	348	476	664	672	1,286	1,648	2,114
税金及附加	2	4	4	6	9	9	17	22	28
主营业务利润	138	196	251	321	372	415	792	1,009	1,287
其他业务利润	3	5	7	7	10	3	5	7	9
营业费用	57	75	85	105	126	131	241	308	394
管理费用	26	35	54	90	100	106	197	252	322
EBIT	52	81	104	119	136	175	349	443	562
财务费用	7	9	10	17	20	18	17	20	25
营业利润	45	72	94	102	116	158	332	422	537
所得税	14	23	29	29	22	30	62	79	101
少数股东损益	0	1	1	0	0	2	4	5	7
净利润	28	47	62	85	106	129	271	345	439
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	159	203	286
其他流动资产	283	336	433	552	781	911	1,742	2,228	2,852
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	63	78	96
资产合计	469	533	681	839	1,220	1,532	2,383	2,948	3,698
流动负债	216	254	342	427	471	571	1,287	1,605	2,040
长期负债	23	1	0	0	0	5	6	8	9
股东权益	229	275	337	413	749	850	1,033	1,266	1,563
投入资本(IC)	320	365	440	598	822	983	1,195	1,457	1,764
现金流量表	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
NOPLAT	35	55	71	89	113	143	285	361	459
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	170	231	270
资本支出	159	23	68	72	84	150	84	77	84
自由现金流	(285)	9	(4)	(68)	(112)	(17)	72	99	153
经营现金流	40	47	18	18	(29)	110	129	143	198
投资现金流	(19)	(19)	(24)	(71)	(98)	(83)	(84)	(77)	(84)
融资现金流	(13)	(13)	3	43	211	38	(59)	(73)	(102)
现金流净增加额	8	15	(4)	(11)	85	64	(14)	(7)	12
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%	91.2%	27.9%	28.0%
EBIT 增长率		56.2%	28.8%	14.7%	14.0%	28.9%	99.0%	26.8%	27.0%
净利润增长率		68.3%	30.5%	38.6%	24.0%	21.9%	110.3%	27.3%	27.2%
利润率									
毛利率	35.3%	40.1%	42.2%	40.7%	36.5%	38.7%	38.6%	38.5%	38.4%
EBIT 率	13.1%	16.2%	17.2%	14.8%	13.0%	16.0%	16.7%	16.5%	16.4%
净利润率	7.1%	9.5%	10.2%	10.6%	10.1%	11.8%	12.9%	12.9%	12.8%
收益率									
净资产收益率(ROE)	12.2%	17.1%	18.3%	20.7%	14.1%	15.2%	26.2%	27.2%	28.1%
总资产收益率(ROA)	6.0%	8.9%	9.0%	10.2%	8.7%	8.4%	11.4%	11.7%	11.9%
投入资本回报率(ROIC)	10.8%	15.0%	16.2%	14.9%	13.7%	14.6%	23.8%	24.8%	26.0%
运营能力									
存货周转天数	63.5	107.2	110.9	113.5	107.0	121.6	94.6	110.4	110.2
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	415.1	401.7	393.6
净利润现金含量	1.44	1.00	0.29	0.21	-0.28	0.85	0.47	0.42	0.45
资本支出/收入	40%	5%	11%	9%	8%	14%	4%	3%	2%
偿债能力									
资产负债率	51.0%	48.0%	50.2%	50.9%	38.6%	37.6%	54.3%	54.7%	55.4%
净负债率	30.4%	24.5%	30.1%	45.0%	9.8%	9.6%	15.4%	13.8%	10.0%
估值比率									
PE	41.7	24.8	19.0	46.8	44.4	47.3	28.5	22.4	17.6
PB	5.1	4.3	3.5	9.7	6.3	7.2	7.5	6.1	4.9
P/S	3.0	2.3	1.9	5.0	4.5	5.6	3.7	2.9	2.3
EV/EBITDA	94.91	63.88	50.35	42.34	37.60	29.73	18.62	14.89	11.92
股息率			0.0%	0.6%	0.7%	0.0%	1.1%	1.4%	1.8%

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

6.50-14.68

市值 (百万)

7,188

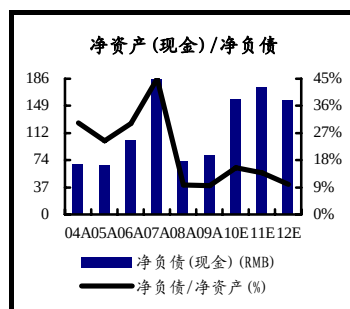
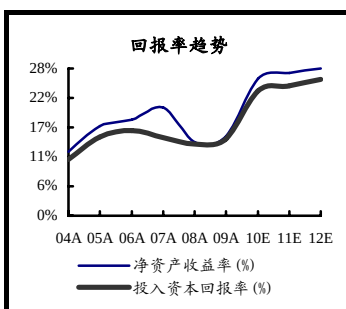
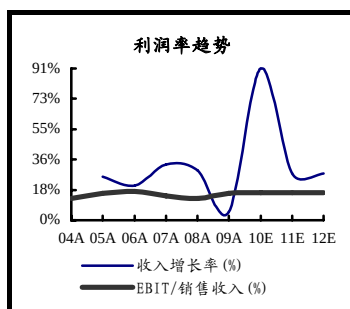
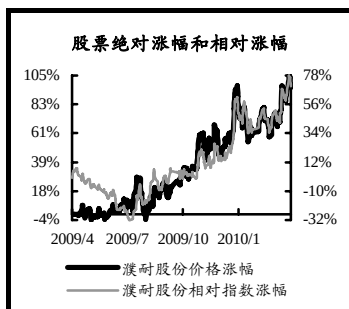
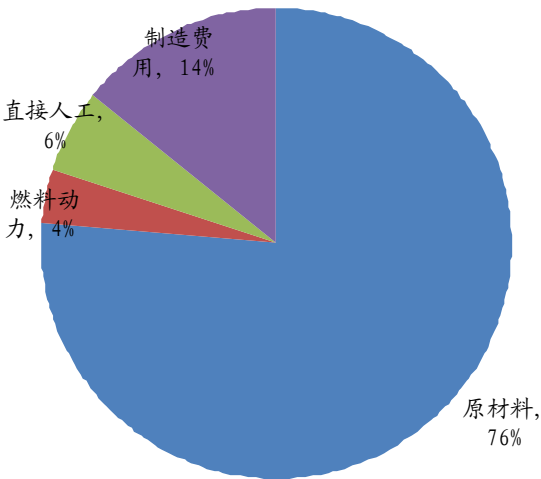


图 1：濮耐股份耐火材料品种结构

分类标准		小类		本公司产品所属类别
使用特点 与制造工艺	定型耐火材料	一般定型	铝镁碳/镁碳类、氮化硅结合碳化硅类	
		功能定型	滑板水口类、三大件类	
	不定形耐火材料	一般不定形	散料类、电炉顶类	
		功能不定形	透气砖类、座砖类、冲击板/挡渣板类、蓄热类	
	隔热耐火材料			散料类
应用领域 /行业	钢铁工业	炼铁用	高炉用	散料类(出铁沟浇注料、出铁口炮泥)
			热风炉用	散料类(喷涂料、浇注料)
			铁水罐、鱼雷罐用	镁碳/铝镁碳类(铝碳化硅砖)
		炼钢用	转炉用	镁碳/铝镁碳类、散料类
			电炉用	电炉顶类、镁碳/铝镁碳类、散料类
			钢包用	镁碳/铝镁碳类、滑板水口类、透气砖类、座砖类、散料类
			中间包用	三大件类、散料类、冲击板/挡渣板类
	轧钢用	加热炉用	散料类、蓄热类	
	有色金属工业			氮化硅结合碳化硅类、散料类
	电力工业			散料类
	铸造工业			散料类、透气砖类、座砖类
	化学工业			散料类
	建材工业(水泥/玻璃/陶瓷)			散料类

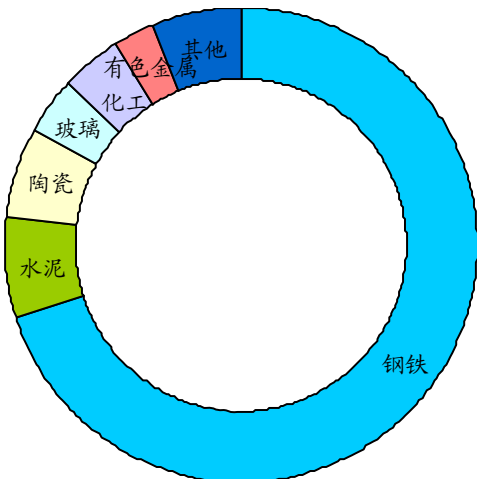
数据来源：濮耐股份，国泰君安证券研究

图 2：濮耐股份成本结构



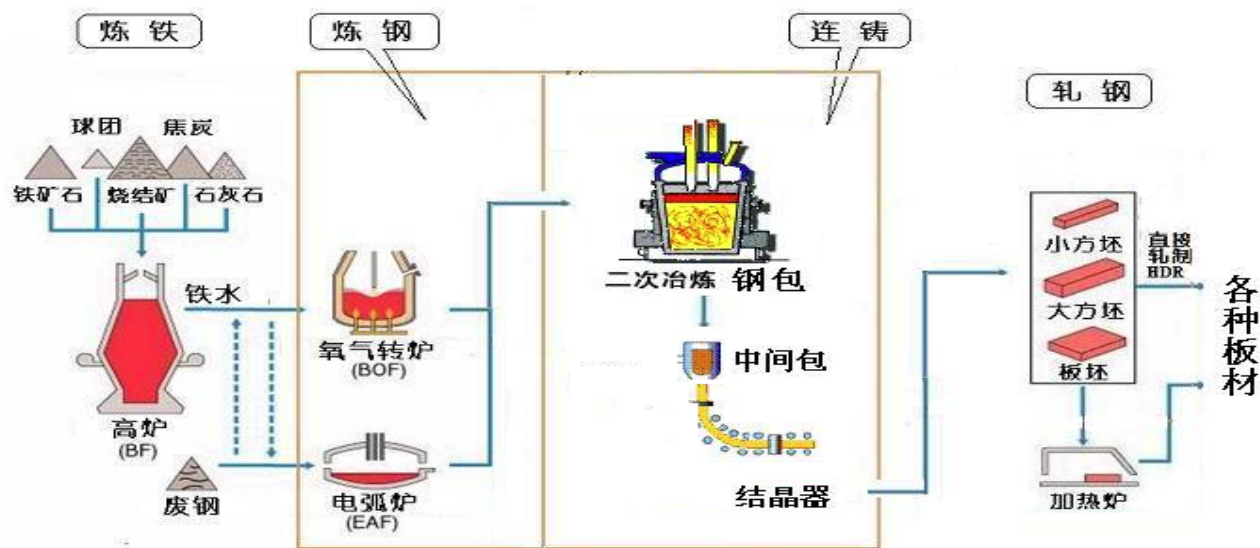
数据来源：CEI，国泰君安证券研究

图 3：全国耐火材料行业应用领域



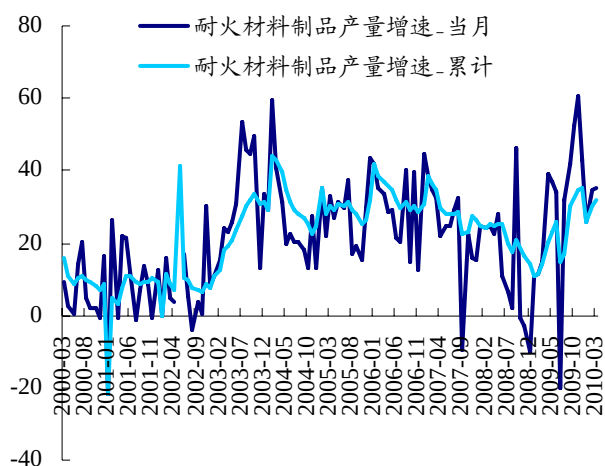
数据来源：CEI，国泰君安证券研究

图 4: 钢铁行业工艺流程



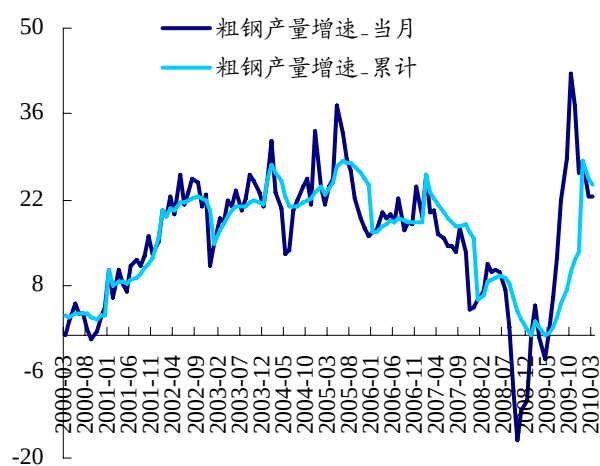
数据来源: 濮耐股份, 国泰君安证券研究

图 5: 全国耐火材料制品产量增速%



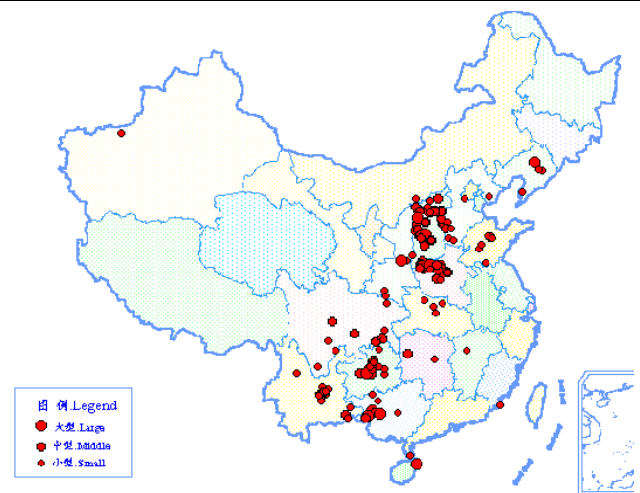
数据来源: CEI, 国泰君安证券研究

图 6: 全国粗钢产量增速%



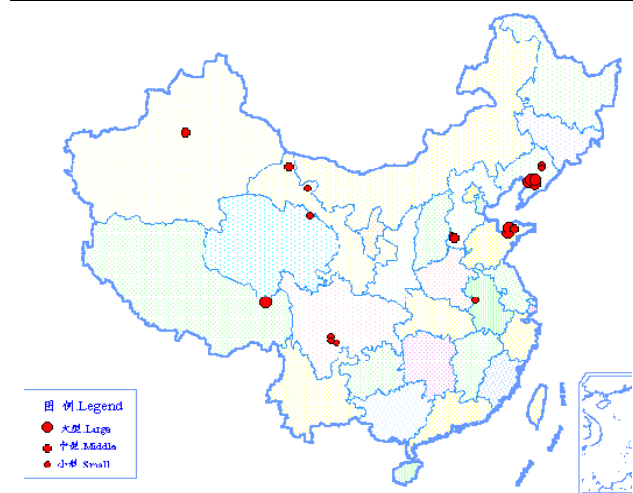
数据来源: CEI, 国泰君安证券研究

图 7: 中国铝土矿资源分布



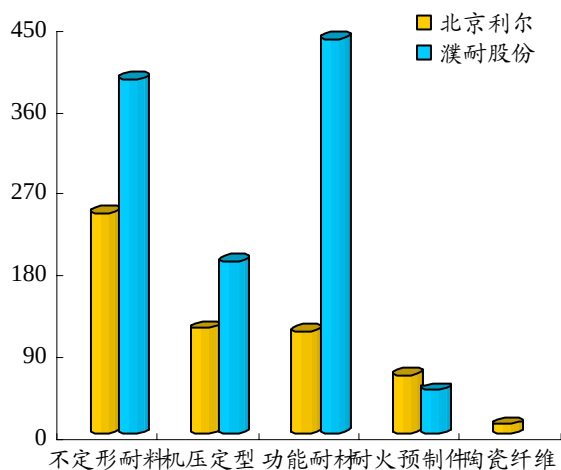
数据来源: 选矿技术, 国泰君安证券研究

图 8: 中国菱镁矿资源分布



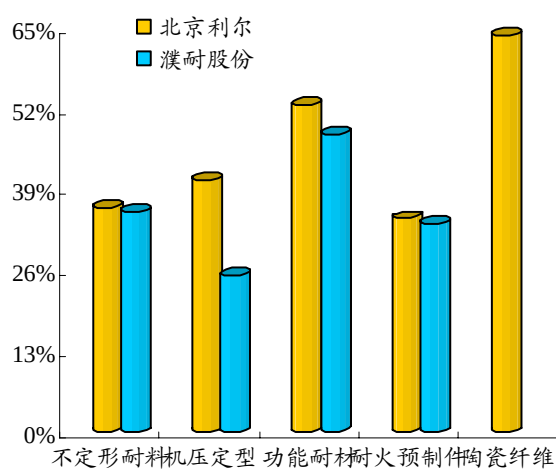
数据来源: 选矿技术, 国泰君安证券研究

图 9: 2009 年主要产品收入构成-百万元



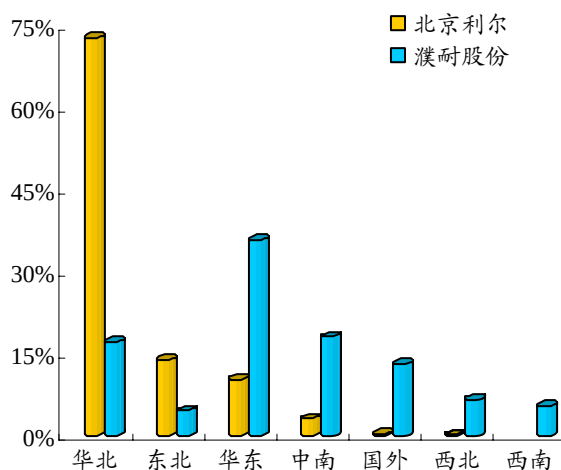
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 10: 2009 年主要产品毛利率



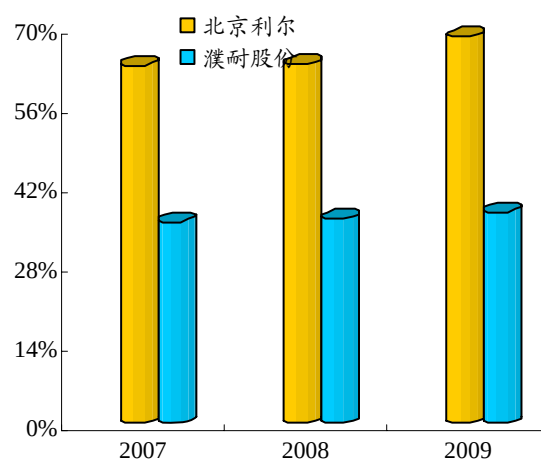
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 11: 09 年收入区域构成 (濮耐为 07 年底数据)



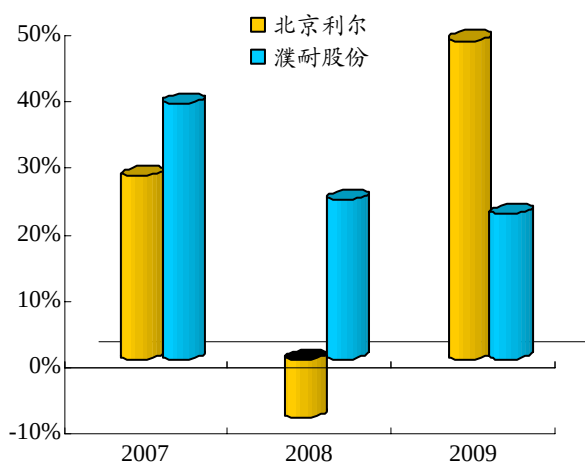
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 12: 整体承包比重



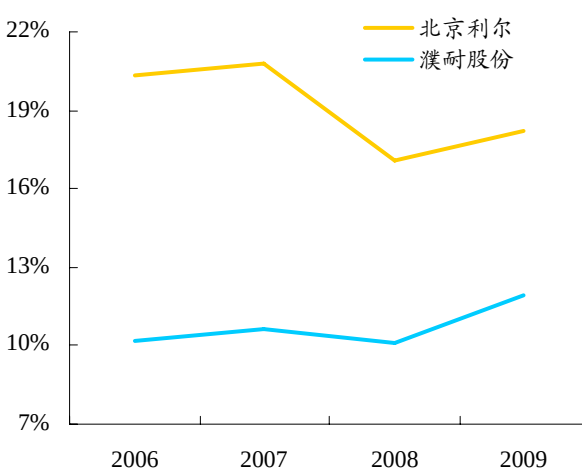
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 13: 三年来净利润增速



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 14: 近 4 年净利润率



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

表 1: 濮耐股份主要产品市场占有率

产品类别	市场占有率	行业排名	主要竞争对手
透气砖	60%	第一	成都府天新材料科技有限公司、上虞市自立工业新材料有限公司、武汉瑞升特种耐火材料有限公司等 (国内总需求约 20 万支, 国际约 40 万支)
加热炉用产品	30%	第一	河南耕生耐火材料有限公司、中钢集团洛阳耐火材料有限公司、派力固(大连)工业有限公司等 (国内总需求约 10 万吨)
中间包涂料、干式料	10%左右	第一	北京利尔耐火材料有限公司、宜兴振球炉料有限公司、武汉瑞升特种耐火材料有限公司等 (国内需求量约 50 万吨)
滑板水口	5%左右	前列	维苏威公司、唐山时创耐火材料有限公司、卫辉熔金耐火材料有限公司等 (国内总需求约 17 万吨)
三大件	5%左右	前列	维苏威公司、无锡市南方耐材有限公司、青岛正望耐火材料有限公司、山东中齐耐火材料有限公司等
镁碳/铝	3%	中等	江苏苏嘉集团新材料有限公司、武汉钢铁集团耐火材料有限公司、营口青花集团有限公司等
镁碳砖	左右	偏上	

数据来源: 濮耐股份, 国泰君安证券研究

表 2: 北京利尔产品市场占有率情况

主要产品	产品类别	市场占有率	行业排名	国内总需求量
中间包干式料及永久衬和包盖浇注料、挡渣墙/坝、稳流器、冲击板	不定形耐火材料、预制件	12%左右	第一	60 万吨
环形加热炉用系列耐火材料	不定形耐火材料	50%左右	第一	2 万吨
透气砖	功能耐火材料	20%左右	第二	16 万套
直接还原铁用耐火材料	不定形耐火材料	70%左右	第一	0.8-1 万吨
钢包镁碳砖、铝镁碳砖、优质尖晶石砖	机压定型耐火材料	2%左右	中等偏上	120 万吨
铁水预处理用脱硫/脱磷喷枪	预制件	10%左右	前列	0.8 万支
硬质陶瓷纤维板	陶瓷纤维	3%左右	前列	1.5 万吨

数据来源: 北京利尔, 国泰君安证券研究

表 3: 近期中小板上市公司发行状况

股票	代码	上市日期	发行数量 (万股)	发行价格	发行市盈率 (摊薄, 10EPS)	首日涨跌幅 (%)
双箭股份	002381.SZ	2010-03-24	2000	32.00	24.13	82.41%
蓝帆股份	002382.SZ	2010-03-24	2000	35.00	35.74	66.31%
合众思壮	002383.SZ	2010-03-24	3000	37.00	41.67	147.30%
章源钨业	002378.SZ	2010-03-19	4300	13.00	32.01	130.46%
鲁丰股份	002379.SZ	2010-03-19	1950	33.00	33.76	51.52%
科远股份	002380.SZ	2010-03-19	1700	39.00	30.67	99.38%
亚厦股份	002375.SZ	2010-03-12	5300	31.86	31.44	23.51%
新北洋	002376.SZ	2010-03-12	3800	22.58	30.19	61.74%
国创高新	002377.SZ	2010-03-12	2700	19.80	43.29	34.19%
伟星新材	002372.SZ	2010-03-08	6340	17.97	28.07	38.29%
平均				28.12	33.10	73.51%

数据来源: WIND, 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，需在允许的范围内使用，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		