

审慎推荐-A (首次)**濮耐股份 002225.SZ**

目标估值：12.0-14.4 元

当前股价：10.68 元

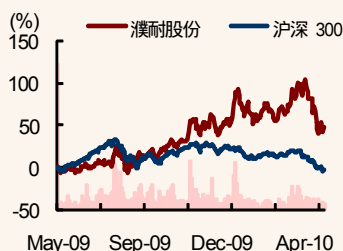
2010 年 5 月 24 日

传统行业整合的受益者**基础数据**

上证综指	2595
总股本(万股)	52201
已上市流通股(万股)	7800
总市值(亿元)	55
流通市值(亿元)	8
每股净资产(MRQ)	1.7
ROE(TTM)	15.2
资产负债率	43.5%
主要股东	刘百宽
主要股东持股比例	17.5%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-26	-4	46
相对表现	-9	20	47

**相关报告****王晶晶**

0755-82943246

wangjj@cmschina.com.cn

S1090209090314

在钢铁产业集中度提高的背景下，作为钢铁耐火材料行业中产品线最齐全、整体承包能力较强的典型代表，濮耐毫无疑问能够迅速成长为行业龙头，空间来自于并购整合以及海外市场的开拓。公司在收购宝明之后，可预期将积极向上游拓展，近期国土部下达高铝黏土矿开采总量控制指标，对有资源优势的企业是利好。

- **濮耐是钢铁耐火材料的领先者，国内唯一具备整条生产线承包能力的提供商。**耐火材料 80-90%是耗材，具有 30%以上高毛利率的特点。公司 2009 年市场占有率约为 2.5%，是科技部认定的国家火炬计划高新企业，具有齐全的产品和服务组合，产品符合节能环保的特点。收入中整体承包占比 37.3%。公司拥有优异的人才梯队搭配和优秀的管理层，拥有完善的激励机制。
- **钢铁产业集中度提高和产品结构升级促使耐材行业并购提速。**根据《钢铁产业结构调整振兴规划》，到 2011 年前 5 位钢铁企业的产能占比全国产能达到 45%以上，09 年前 5 位占比 29%。意味着集团化采购的比例将会提升。另外，产品结构提升使得吨钢消耗金额上升，有技术优势企业市场份额将提高。
- **收购宝明之后，濮耐客户结构得到良好提升，向上游产业链延伸亦可预期。**收购宝明为公司提高宝钢等大客户销售比例取得重要突破，而向上游延伸拥有矿山资源将提升公司的抗风险能力。5 月国土部下达高铝黏土矿开采总量控制指标，这对有资源优势的企业是利好。假设到 2010 年公司市场占有率能从 2.5%提升至 2015 年的 8%，则其规模未来复合增长率在 45%左右。
- **公司出口和募投产产能逐步进入收获期。**根据波特的钻石模型，中国耐材制品出口应当极具竞争力，金融危机是契机。濮耐目前是韩国现代制铁的主要耐火材料提供商，市场份额有望从 30%上升到 50%，并且美国今年将进入收获期。公司的募投产产能多数将在今年进入释放期，多数产品产能增长翻番。
- **首次评级“审慎推荐-A”。**公司是传统钢铁行业整合和金融危机的受益者，若保障性住房 580 万套能够落实，预计能部分抵消地产调控对钢铁的负面影响。考虑到并购、募投产产能释放、海外市场复苏，我们预测 2010-2012 年的 EPS 为 0.39、0.57、0.75 元。首次评级“审慎推荐-A”，六个月目标价 12.0-14.4 元，相当于 2010 年 30 倍、2011 年 25 倍市盈率的估值水平。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	1045	1096	1808	2622	3277
同比增长	30%	5%	65%	45%	25%
营业利润(百万元)	116	158	272	396	524
同比增长	13%	36%	73%	46%	32%
净利润(百万元)	106	129	221	319	419
同比增长	24%	22%	71%	45%	31%
每股收益(元)	0.26	0.25	0.39	0.57	0.75
PE	39.9	42.5	26.7	18.5	14.1
PB	5.6	6.5	5.9	5.1	4.3

资料来源：招商证券

正文目录

一、耐火材料行业需求特点简介	4
1、耐火材料简介：80-90%为耗材	4
2、主要竞争状况：集中度低、优势企业崭露头角	6
二、行业发展趋势：对内整合、对外出口	8
1、增长点之一：对内整合与结构调整带来的吨钢消耗金额的提高	8
2、增长点之二：出口的突破	8
3、市场容量预测：未来五年增长 10%左右	11
三、濮耐股份：具备快速扩张的龙头特质	13
A、产品线齐全、技术领先、唯一有能力承包整条生产线的厂商	14
B、公司已发生的两个并购（昆耐、宝明）	16
C、公司管理层：具备竞争力	17
四、盈利预测与估值	19
1、公司历史成长及盈利分析：高利润率与高占款	19
2、盈利预测	20
3、首次给予“审慎推荐-A”的投资评级	22
4、风险提示	23

图表目录

图 1：耐火材料下游	5
图 2：钢铁行业工业流程	5
图 3：2006 年国际耐火材料厂商收入：前五大占比全球 30%以上	7
图 4：耐火材料行业钻石模型	10
图 5：主要原材料价格走势	11
图 6：耐火材料企业近 2300 家，包含原料制品的市场总容量 1700 亿	12
图 7：耐火材料制品相对于粗钢产品增速的过去五年弹性为 1.12	12
图 8：钢铁耐火材料制品市场容量预测	13
图 9：濮耐将进入到并购加速期	13
图 10：公司十大类产品收入分布	14
图 11：公司整体承包比例稳步上升	15
图 12：直接原材料是成本的主要构成部分	17
图 13：公司股权结构	18
图 14：公司收入和利润增长情况	19
图 15：濮耐主要收入和净利润增长情况	19
图 16：濮耐主要产品毛利率	19
图 17：公司应收账款天数、应收账款占收入比重处于行业平均	20
图 18：海外主要市场粗钢产量正恢复到危机前水平	21
表 1：耐火材料按化学成分	4
表 2：耐火材料按外观分	4
表 3：主要国外竞争对手	6
表 4：主要国外竞争对手的收入和市值（亿美元）	6
表 5：主要国内竞争对手	7
表 6：耐火材料生产、出口、进口：制品出口占比仅为 6-8%	9
表 7：主要耐火材料原料中国地位：占有资源优势	10
表 8：濮耐产品种类齐全	14
表 9：公司重点产品技术水平	15

表 10：公司新起草的行业标准相关产品	15
表 12：宝明承诺业绩	16
表 13：主要管理层履历、持股情况	18
表 11：多数募投项目 2010 年进入产能释放（万吨）	20
表 14：销售收入结构预测（濮耐本部）	21
表 15：盈利预测简表（包括宝明）	22
表 16：估值对比表	23
附：财务预测表	24

基本结论：

耐火材料行业是钢铁、建材、有色等高温行业的配套行业，其中钢铁行业消耗耐火材料占比 70%，由于其在粗钢成本中占比非常小，价格竞争不是最主要的因素，因此产品毛利率较高，平均在 30% 以上；并且上游资源、人力中国占有优势，决定耐火材料行业在国家竞争中具备一定的竞争优势。伴随钢铁行业整合的加快，其对耐材供应商的配套要求会提升，意味着小的耐火材料供应商将被淘汰出局，少数具备整体承包能力的企业将会脱颖而出。在目前的基础上，龙头企业的市场份额存在 10 倍以上的提升空间。

一、耐火材料行业需求特点简介

1、耐火材料简介：80-90% 为耗材

耐火材料一般是指耐火度在 1580 以上的无机非金属材料，具有一定的高温力学性能和良好的体积稳定性。按化学成分和外观分类如下表 1。钢铁有色用耐火材料最多的是中性和碱性耐火材料，即镁系和铝系。玻璃用耐火材料包括硅砖和熔铸锆刚玉、氧化铝等。水泥窑以碱性耐火材料为主。

不定形耐火材料是国家提倡发展的节能型耐火料，这类耐火材料在生产过程中由于不需要烧成，能耗很低。在西方发达国家，不定形耐火材料的比例达到了 50% 左右，美国则达到了 60%，根据 2009 年的耐协最新数据，耐火材料产量 2543 万吨，不定形 841 万吨，不定形比例为 33%。

表 1：耐火材料按化学成分分

	主要成分	类别	用途
酸性耐火材料	氧化硅	硅砖，粘土砖	焦炉、玻璃窑炉，酸性炼钢炉等
中性耐火材料	氧化铝、氧化铬或碳	刚玉，碳砖，碳化硅、石墨等	高温炉衬材料
碱性耐火材料	氧化镁、氧化钙	镁砖	平炉、转炉、电炉、有色冶炼、水泥窑等
特殊制品	纯氧化物以及碳化物、氮化物、硼化物、硅化物和硫化物，金属陶瓷等		

数据来源：招商证券

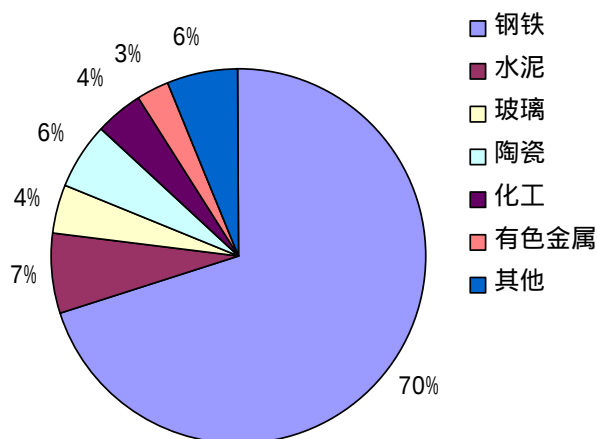
表 2：耐火材料按外观分

分类	种类
耐火砖（具有一定形状）	烧成砖、不烧砖、电容砖（熔铸砖）、耐火隔热砖
不定形耐火材料（散料）	浇注料、捣打料、喷射料、耐火泥等

数据来源：招商证券

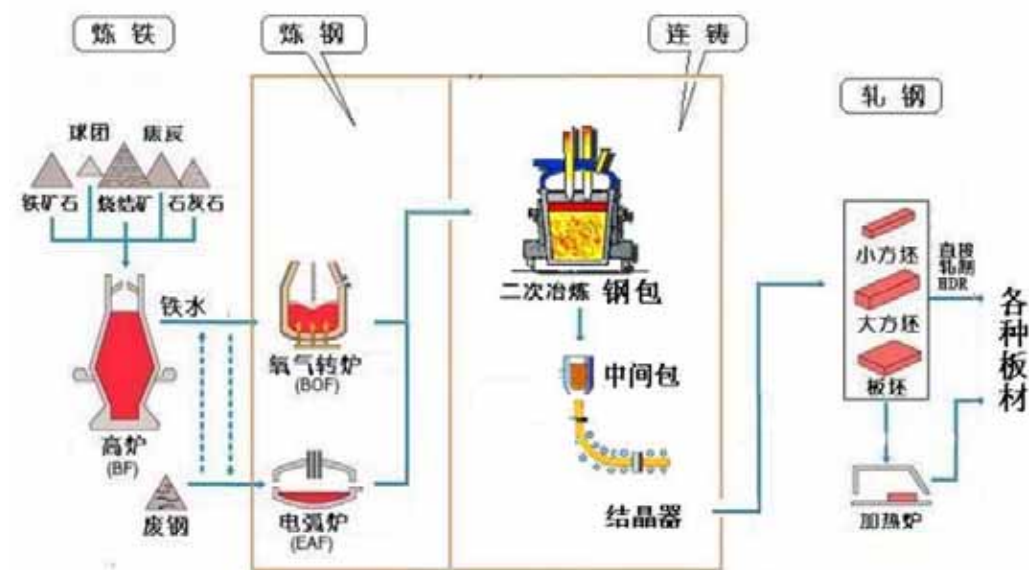
钢铁行业是耐火材料下游的大户，国际上占比达到 70%。钢铁行业是耐火材料的主要用户、其次是建材。钢铁耐火材料种类较多，主要是由于炼钢的每道程序温度波动、承受的热冲击、侵蚀机理都不尽相同，要求耐火材料也不同。濮耐生产的产品就包含 20 多个系列、200 多品种。我们在本文中主要针对钢铁用耐火材料做出分析。

图1：耐火材料下游



数据来源：招商证券

图2：钢铁行业工业流程



数据来源：公司招股书，招商证券

产品需求特点：80-90%为耗材

- 钢厂客户对钢包、中间包和电炉、转炉耐材的需求为消耗型，需求量基本稳定。耐材消耗约占总消耗的80%，其中钢包、中包消耗耐材为70%，电炉、转炉消耗耐材约10%。目前吨钢消耗耐火材料约为20-25kg；
- 加热炉、高炉的耐材需求为基建型，需求为间歇性，耐材消耗约占总耐材消耗的20%左右；
- 除非发生产品质量不稳定造成较大的影响，否则一般情况下钢厂会维持上年的供应商和相应市场份额不变，以保持相对稳定的供应商队伍，将后来集团化采购可能会使这一情况有所改观；

- 钢铁企业采购方式由传统的分项采购逐步向对耐材承包采购过渡。未来由供应商负责所有产品的组合、安装、使用技术服务等成为趋势，现在结算方式有传统结算、吨钢结算等多种形式。

产品结算周期较长：由于在销售耐火材料产品或者服务时，首先是获得订单，然后备原料生产，运输到钢厂仓库待用，钢厂使用在无其他争议的情况下，往往在 3 个月后才进行结算，导致公司销售收入的确认时间往往在 4 个月左右，这种情况在国内钢厂十分普遍，也是行业形成的惯例。这一特殊性会导致整个耐材行业普遍存在应收帐款偏高以及回收的风险。特别是在钢铁行业进行周期性调整时，公司应收帐款将有可能占用公司更多的营运资金，若发生大额呆坏账，将给公司带来较大的经营风险。

2、主要竞争状况：集中度低、优势企业崭露头角

国际的主要耐火材料厂商收入基本都在 50-150 亿元人民币左右。国际上最大的耐火材料企业是奥镁、库克森（收购了维苏威）。奥镁（RHI）在 2009 年的营业收入是 11 亿欧元，库克森 2009 年收入为 19.6 亿欧元，从技术水平来看，国外企业的优势主要集中在三大件、滑板等品种上，国内部分厂商已经能够替代大部分的国外产品，在推广和信任上需要时间。

表 3：主要国外竞争对手

公司	国家	主要产品	优势
维苏威公司苏州/维苏威武钢	比利时	三大件、滑板水口等	国际先进水平，国内市场份额较大
奥镁大连/营口	奥地利	镁砖、镁铬砖、镁尖晶石砖、镁碳砖、镁钙碳砖	国际先进
无锡黑崎苏嘉	日本	滑板、三大件	国际先进
山西禄纬堡太钢	德国 LWB	镁白云石耐火材料	国际先进水平，国内最大白云石耐火材料生产商

数据来源：招股书，招商证券

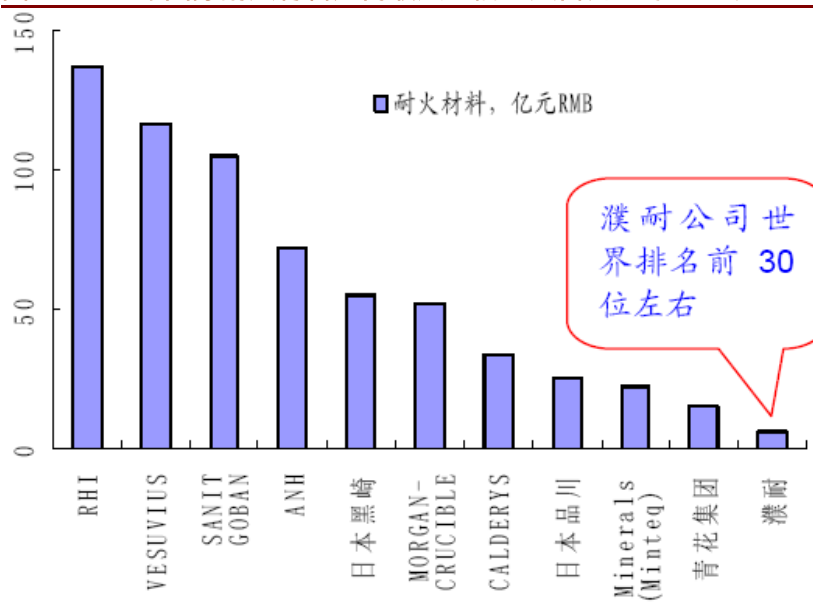
国外大的耐火材料厂商主要集中在欧洲和日本。国际上主要的耐火材料生产商有：奥地利奥镁（RHI）公司、比利时维苏威（Vesuvius）公司（已被 cookson 收购）、日本黑崎播磨公司（Krosaki）、英国摩根坩埚公司（Morgan Crucible）、法国圣戈班工业陶瓷公司（Saint-Gobain）日本品川白炼瓦株式会社（Shinagawa）、德国 LWB 公司、日本东京窑业株式会社（TYK）等，

表 4：主要国外竞争对手的收入和市值（亿美元）

公司名称	RHI	KROSAKI HARIMA	COOKSON GROUP	MORGAN CRUCIBLE	SHINAGAWA REFRAC.	TYK
2010.4 市值	10.39	4.46	19.88	7.26	2.72	0.99
2009 年收入	18.39	10.51	32.56	15.65	8.31	1.93

注：红色为 2008 年数据。库克森集团中，钢铁耐火材料占比约 60% 以上。

图3：2006年国际耐火材料厂商收入：前五大占比全球30%以上



数据来源：耐协，招商证券

行业集中度尚低。国内的竞争对手主要有三类：资源型，如辽宁青花；技术先导型如濮耐、中钢耐火和北京利尔；大型钢厂附属企业。2009 年规模以上企业有 2400 家，平均家产量 2.85 万吨。行业中规模最大的企业是辽宁青花（公司网站公布，2007 年销售收入为 41.2 亿元，还包括了非钢耐火材料） 相对较大的濮阳濮耐（2009 年销售收入为 10.9 亿元，占比钢铁耐火材料约接近 3%）。

表 5：主要国内竞争对手

公司名称	主要耐火材料产品
营口青花集团	镁砖、镁铬砖、镁尖晶石砖、镁碳砖、镁钙碳砖
濮阳濮耐高温材料股份有限公司	透气砖类、座砖类、散料类、滑板水口类、三大件类、镁碳/铝镁碳砖类、冲击板 /挡渣板类、蓄热类、电炉顶类耐火材料等
武钢耐火	转炉 MgO - C 砖、转炉供气砖、钢包衬砖、滑动水口砖、高炉及热风炉组装砖、鱼雷罐衬砖、整体吹氩喷枪，各种高性能不定形耐火材料等
中钢耐火	硅砖、镁铬砖、镁砖及非氧化物复合陶瓷耐火材料，高档碱性制品，铝碳、铝镁碳制品，陶瓷窑具制品，不定形耐火材料等
北京利尔	炼铁、炼钢及其它高温工业用各种不定形耐火材料；挡渣墙、稳流器、冲击板、电炉顶、喷枪等各种预制品；镁碳砖、低碳镁碳砖、尖晶石砖、铝镁碳砖等制品；透气砖及座砖、连铸三大件等功能耐火材料；陶瓷纤维制品及轻质隔热耐火材料。
江苏苏嘉集团	炼钢用耐火材料，主导产品有镁碳系列耐火砖以及不定形耐火材料等
大石桥金龙集团	转炉用镁碳砖、电弧炉用镁碳砖、精炼钢包用镁钙碳砖、鱼雷罐车用铝碳化硅碳砖等
无锡市南方耐火材料有限公司	连铸等静压制品，滑动水口砖，钢包透气砖，转炉供气 元件，镁碳整体出钢口；出铁场沟料系列，铁口泥套料，摆动流嘴浇注料；刚玉、莫来石、青石等制品 硅线石、莫来石—堇
山东中齐耐火材料有限公司	合成原料、连铸三大件、镁碳、铝碳座砖、定径水口、石英质水口、透气砖、热风炉、焦炉用硅砖和粘土砖，不定形耐火材料等

数据来源：招股书，招商证券

地域分布。根据资源地和大钢铁厂的分布状况，目前耐火材料企业主要分布在河南、辽宁、山东、山西、河北、江苏、浙江、上海、北京。2009 年的收入分布为：辽宁占比 43%，河南占比 33%。山东占比 6%，上海 4.4%，浙江 1.8%等。

技术先导型、资本充裕型企业在今后的竞争中占据优势地位。由于钢铁企业的整合加速，耐火材料的品牌、价格、整体承包能力、客户关系将变得越发重要，只有技术上有优势、资本上有优势、管理优秀的企业才能在竞争中脱颖而出。

二、行业发展趋势：对内整合、对外出口

对耐火材料行业的担忧主要表现在：

- 钢铁行业整体的增长空间可能有限，那么耐材行业的增长来自于哪里？
- 根据《耐火材料产业发展政策》，钢铁用耐火材料消耗量到 2010 年力争达到 20 公斤/吨钢，到 2020 年降低到 15 公斤/吨钢以下。是否未来的市场空间在萎缩？

1、增长点之一：对内整合与结构调整带来的吨钢消耗金额的提高

根据《钢铁产业调整和振兴规划》，未来三年钢铁行业呈现两个重要特点：

（1）到 2011 年，联合重组取得重大进展。形成若干个具有较强自主创新能力和国际竞争力的特大型企业，国内排名前 5 位钢铁企业的产能占全国产能的比例达到 45%以上，沿海沿江钢铁企业产能占全国产能的比例达到 40%以上，产业布局明显优化，重点中心城市钢铁企业污染明显减少。

而截止到 2009 年，河北钢铁、宝钢、武钢、鞍本、沙钢等五大集团合计产钢 1.65 亿吨，仅占同期全国钢产量的 29%，距离国务院《钢铁产业调整和振兴规划》提出的到 2011 年达到 45%的目标相去甚远。

（2）技术进步得到较大提升。加强技术改造，加快技术进步，降低生产成本，提高产品质量，优化品种结构。重点大中型钢铁企业 60%以上产品实物质量达到国际先进水平，百万千瓦火电及核电用特厚钢板和高压锅炉管、25 万千伏安以上变压器用高磁感低铁损取向硅钢等产品生产实现自主化，关键钢材品种自给率达到 90%以上，400MPa 及以上热轧带肋钢筋使用比例达到 60%以上。

这两个特点对耐火材料的影响会表现在：

- **整体承包方式引领行业集中度提高。**钢铁大集团整合之后，集团化采购的比例将会提升，这会使得其配套的耐火材料必须也能提供更多的产品和服务。出于成本和外包服务的考虑，钢铁企业需要耐火材料提供商提供一揽子的服务。国外耐火材料用户多采用由一两家耐火材料公司整体承包，目前国内一个钢厂采用几十家甚至上百家的提供商，承包方面则主要采用分功能区的承包模式，整体生产线承包方式还未推广。经过几年的实践，整体承包方式已经逐渐成熟，有资金实力和产品配置能力的企业将会迅速获得更多的市场份额。
- **吨钢消耗金额将会上升。**钢铁产品结构的高端化，对优质长寿、高效、功能性耐火材料的需求量将相应增加，并挤压低端耐材企业的生存空间。从国外的经验数据来看，据行业专家估计，发达国家吨钢耗约 100-200 元人民币。发展中国家约 60-100 元人民币，这与其产品结构密切相关。因此，即使吨钢消耗金额下降，但是整体金额并非如此。假设吨钢消耗耐火材料由 25kg 下降到 20kg，则吨钢消耗金额由 60-100 元上升到 72-120 元就可以弥补总消耗金额的下降。

2、增长点之二：出口的突破

耐火材料制品目前以内需为主，出口占比较小。从耐协的数据来看，2009 年生产的耐火材料制品产量为 2543 万吨，同比增长 1.49%，出口原料 194 万吨，制品 145 万吨，

2008-2009 年出口制品占产量比重仅为 6-8%。

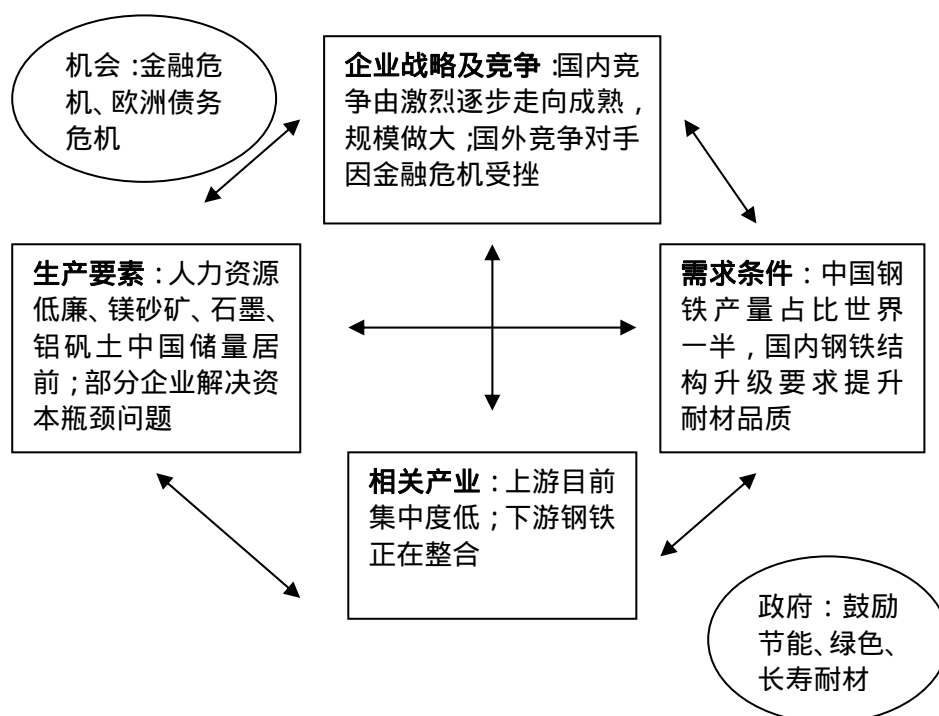
表 6：耐火材料生产、出口、进口：制品出口占比仅为 6-8%

产量	2009	2009 增长	2008
耐火材料产量（万吨）	2543.56	1.49%	2505.7
致密定形	1558.79	0.30%	1554.1
粘土砖	390.52	6.49%	365.2
高铝质	290.1	4.69%	276.5
镁质	159.4	10.85%	142.1
硅质	237.6	11.87%	209.4
铝碳镁铝碳	243.1	-7.88%	262.3
不定形	841.21	3.06%	815.5
出口总量（万吨）	338.64	-38.99%	470.7
原料（万吨）	193.91	-43.82%	278.9
制品（万吨）	144.73	-31.06%	189.7
碱性	72.85	-28.20%	93.4
铝硅质	48.84	-18.87%	58.1
其他	23.04	-52.29%	35.1
出口额（亿美元）	17.47	-36.20%	23.8
进口额（亿美元）	1.73	-5.85%	1.8

资料来源：耐协，招商证券

中国注定将成为一个耐火材料制品出口大国。中国耐材企业目前出口占比普遍偏小，根据波特的钻石模型，耐火材料制品应该成为中国一个有竞争力的产业：

图4：耐火材料行业钻石模型



资料来源：招商证券

- **生产要素：人力资源优势与天然资源优势等。**耐火材料是苦脏累的一个行业，主要的污染是粉尘和噪音，这在发达国家已经是一个逐步没落的行业。中国人力具备优势。此外，中国是耐火材料原料生产大国。耐火原料分天然原料与合成原料两大类。天然原料主要包括铝矾土、菱镁矿、石墨、粘土、白云石、石英等矿物原料以及利用这些矿物原料经烧结、电熔、加工而成的原料（如高铝料、刚玉、镁砂等）；合成原料主要包括莫来石、尖晶石等。
- **需求条件：**本国钢铁行业产量占全球 50%，需求毋庸置疑。并且会对耐火材料行业的进步不停的提出更高的要求。
- **相关产业：**下游钢铁等正在整合，上游目前集中度不高。
- **企业战略结构、竞争对手：**过去几年，部分国内耐火材料企业随着规模的壮大和研发技术的跟进，已经具备给大钢厂大规模供货的能力，如濮耐已成为韩国现代制铁的第二大供应商。金融危机在给国外厂商重创的同时给了国内企业良好的契机。

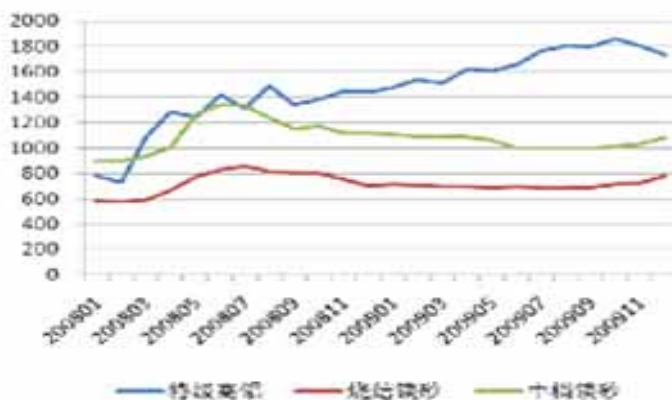
表 7：主要耐火材料原料中国地位：占有资源优势

	中国地位	品味	国内分布地点
菱镁矿	第一，储量的 2/3，产量的 1/2	优	主要分布在河北、辽宁、安徽、山东、四川、西藏、甘肃、青海、新疆等 9 个省（区），其中以辽宁为储量最大，占全国总储量的 85%，其次是山东，占全国总储量的 9%。
石墨	第一，产量约占 50%以上	优	晶质石墨矿主要分布在黑龙江、山东、内蒙、山西、河北五省，石墨保有储量占全国的 90%。隐晶质石墨矿主要分布在湖南、吉林两省，石墨保有储量占全国的 80%。
铝矾土矿	前列	中	山西、河南、贵州和广西等省

资料来源：国土局，USGS，招商证券

- **铝矾土**：据美国地质调查局估计，2001 年世界铝土矿资源量约为 550-750 亿吨，主要分布在南美洲（33%）、非洲（27%）、亚洲（17%）、大洋洲（13%）和其他地区（10%）。92%用于氧化铝冶炼，8%用于耐火材料。截至 2003 年底，我国已探明高铝矾土储量为 23.4 亿 t。国家地质调查局在《2009 年矿产资源调查评价工作重要成果》称中国圈定铝土矿找矿远景区 32 处，预测潜在铝土矿资源量 100 亿吨以上。其中，资源量在 1 亿吨以上的远景区 18 处，其中 10 亿吨以上的 4 处，5-10 亿吨的 7 处。河南省地质调查院称全省铝土矿资源量超过 56 亿吨。
- **菱镁矿**：世界菱镁矿储量的 2/3 集中在中国，产量的 1/2 由我国提供，在世界菱镁矿市场上，中国具有举足轻重的地位。我国菱镁矿储量主要分布在河北、辽宁、安徽、山东、四川、西藏、甘肃、青海、新疆等 9 个省（区），其中以辽宁为储量最大，占全国总储量的 85%，其次是山东，占全国总储量的 9.54%。储量稍大的还有西藏、新疆和甘肃等省区。我国菱镁矿储量中，含 MgO ≥ 43% 的一、二级品占总储量的 53%，其中一级品以上（含特级品）菱镁矿储量占总保有储量的 37.58%，二级品储量占总保有储量的 15%。
- **石墨**：根据 USGS 统计，2007 年世界主要石墨生产国家有中国，占世界第一位，其次是印度，巴西第三位，中国的生产约占世界总产量的 55%。质地优良。探明矿区 91 处。主要有黑龙江省鸡西(柳毛)、勃利(佛岭)、穆棱(光义)、萝北；吉林省磐石；内蒙古自治区兴和；湖南省鲁塘；山东省南墅；陕西省银洞沟、铜峪等石墨矿床。

图5：主要原材料价格走势

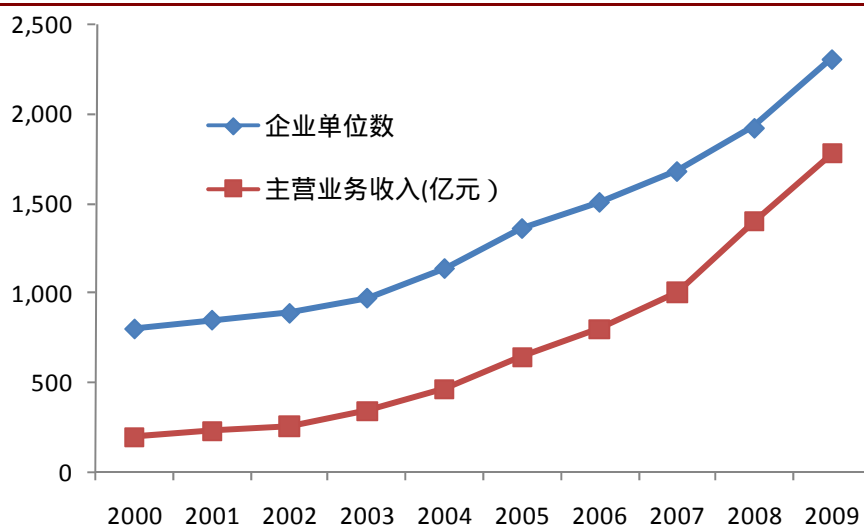


数据来源：濮耐年报，招商证券

3、市场容量预测：未来五年增长 10%左右

从国家统计局公布的数据来看，2009 年生产的耐火材料产量为 6842 万吨，耐协数据为 2543 万吨，推测统计局数据应该为包括原料和制品在内的所有数据，其中制品占比 36.5%。主营业务收入为 1700 亿元，粗略换算成钢铁行业的耐火材料制品容量应为 400 亿元左右。

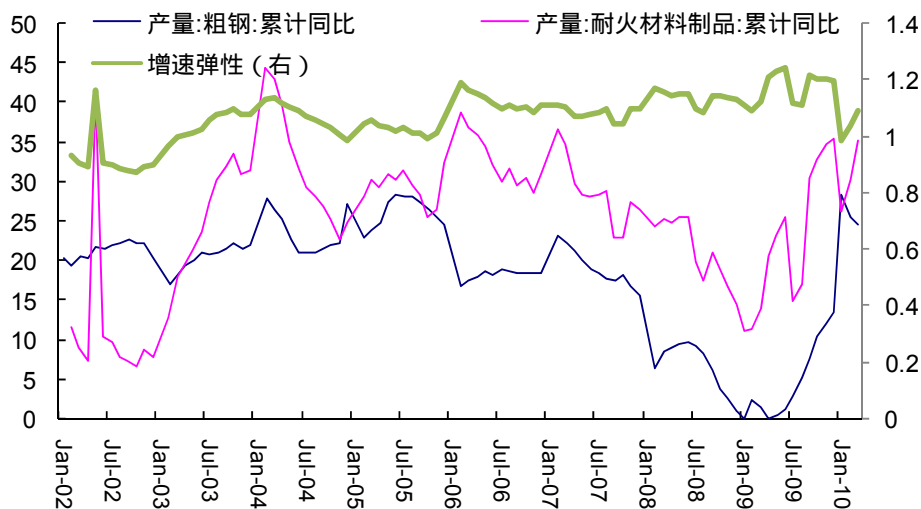
图6：耐火材料企业近2300家，包含原料制品的市场总容量1700亿



数据来源：国家统计局，招商证券

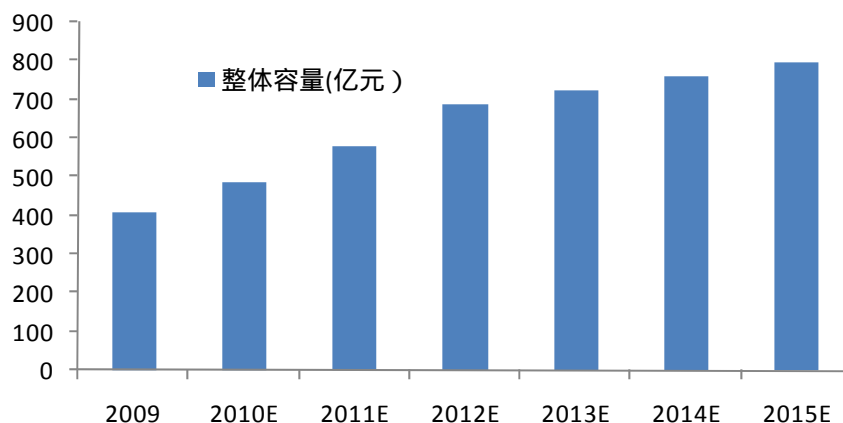
钢铁耐火材料市场容量计算，行业未来五年复合增长有 10%左右：假设未来 3 年（2010-2012）钢铁行业以 8% 的速度增长（略低于实际 GDP），根据耐材制品和粗钢产量增速在过去五年的数据得出两者的弹性系数是 1.12，若我们取 1.1，则耐火材料未来三年的复合增速为 19%。假设粗钢产量增速在（2013-2015）为 5% 的速度增长，弹性系数下降到 1，则耐火材料复合增速为 5%。到 2012 年市场钢铁用耐火材料市场容量达到 670 亿元，2015 年达到 795 亿元左右。

图7：耐火材料制品相对于粗钢产品增速的过去五年弹性为1.12



数据来源：国家统计局，招商证券

图8：钢铁耐火材料制品市场容量预测



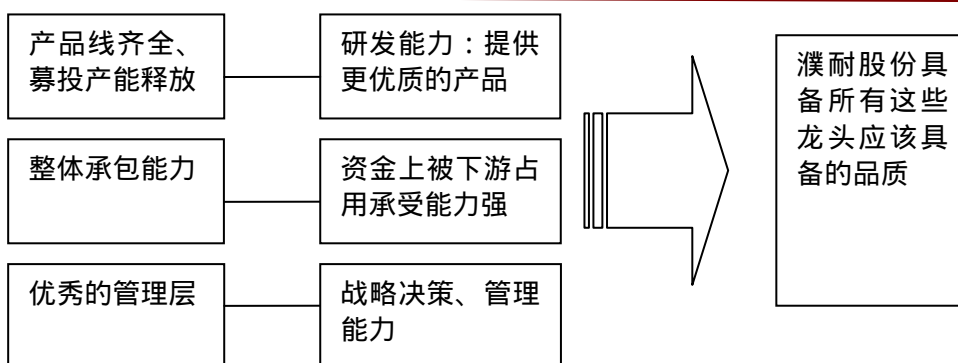
数据来源：招商证券

三、濮耐股份：具备快速扩张的龙头特质

1、濮耐并购将进入加速期，未来五年规模进入复合增长率 45%的扩张期

濮耐上市后，完成了资本和产能的进一步扩张，研发的进一步完善，管理层的调整，在并购的道路上已经开始迈步，积累了有关的经验之后，现在进入到了加速的时期。根据以上对耐火材料整体市场容量的预测，濮耐在 2009 年所占市场份额约为 2.5%，若能在 2012 年占据 5% 的市场份额，则收入能达到 35 亿元，2015 年占据 8% 的市场份额，则收入能达到 60 亿元人民币左右，即未来五年复合增长率在 45% 左右。

图9：濮耐将进入到并购加速期



资料来源：招商证券

并购模式是否可以持续的复制？我们持有信心。在已有的耐火材料企业中，我们已经看到某些企业已经在并购领域放开了手脚。按照公司的发展战略（2010 年 100 亿元销售收入，国外销售占比 50%），众多潜在的同行业甚至上游的收购已无悬念，事实上，目前对公司判断的最关键问题是：并购模式是否可以持续的复制？

我们认为可以从以下几个维度来跟踪判断：

（1）公司产品线和整体承包的能力——能力越强，越有助于消化新并购的内容，优化产品配置，起到协同效应。又或者是新并购的企业带动濮耐其他产品的销售。

(2) 公司对并购对象选择的眼光。

(3) 公司人员储备、管理层的胸襟和整合能力。

A、产品线齐全、技术领先、唯一有能力承包整条生产线的厂商

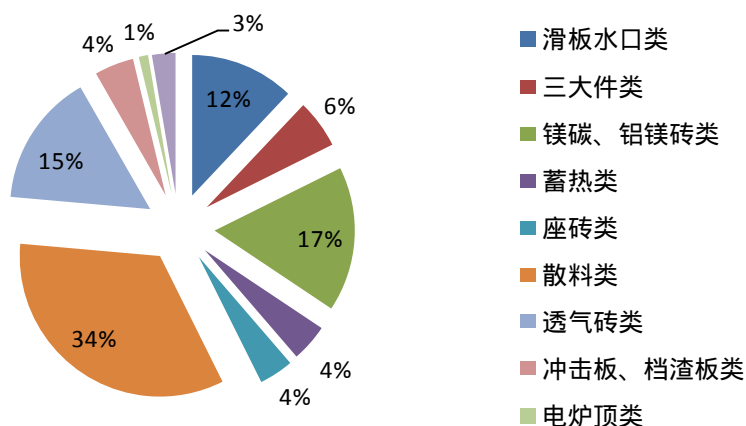
濮耐产品种类齐全，技术领先，是国内唯一有能力承包整条生产线厂商。公司共有产品 20 多个系列、200 多品种。透气砖（市场占有率 60%）、散料、滑板水口类产品均是公司技术含量高，竞争力强的核心产品。十大类产品收入如下图所示。公司近几年的整体承包收入占比稳步提升，2009 年整体承包收入比例为 37.3%，还有较大的提升空间。从北京利尔的招股说明书上看，整体承包的毛利率要比直销高 5 个百分点。

表 8：濮耐产品种类齐全

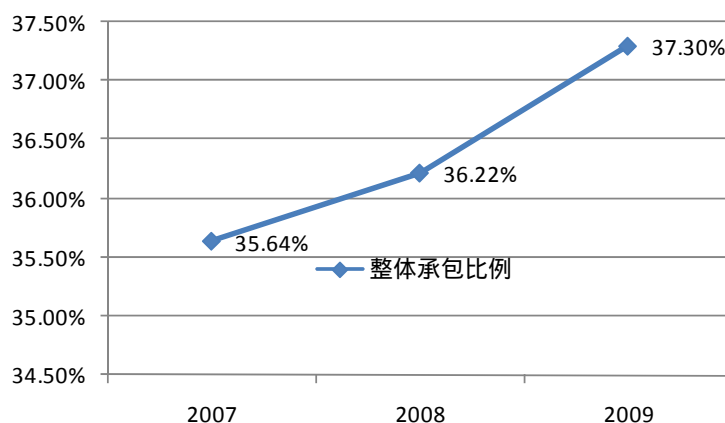
	炼钢流程	濮耐产品
炼铁用	高炉	散料类(出铁钩浇注料、出铁口泡泥)
	热风炉	缝糊和铁沟浇注料
	铁水罐、鱼雷罐	镁碳/铝镁碳(铝碳化硅砖)
炼钢用	转炉	镁碳/铝镁碳、散料类
	电炉	电炉顶类、镁碳/铝镁碳、散料类
	钢包	镁碳/铝镁碳、滑板水口、透气砖、座砖、散料类
	中间包	三大件类、散料类、冲击板/挡渣板类
轧钢用	加热炉	散料类、蓄热类
	钢包烤包盖、全程包盖、连铸包盖、中间包包盖、加热炉和均热炉内衬	无

资料来源：招股书，招商证券

图10：公司十大类产品收入分布



资料来源：公司公告，招商证券

图11：公司整体承包比例稳步上升


数据来源：年报，招商证券

濮耐技术领先优势明显，近三年所获专利居行业之首，符合节能导向。公司是国家科技部认定的国家火炬计划重点高新技术企业，河南省科学技术厅认定的高新技术企业，是河南省五十家高成长型高新技术企业。

表 9：公司重点产品技术水平

重点产品	技术水平
底吹氩透气砖	重点国家级火炬计划项目,国际领先
加热炉用系列快干浇注料	国家级火炬计划项目
中间包透气上水口、连铸用高性能滑板、高性能 HP\UHP 电炉用整体预制炉盖、SF\SP 蓄热式加热炉用快干浇注料	国家科学技术部、商务部、质量监督检验检疫总局、环保总局四部委联合颁发的"国家重点新产品"证书
中间包工作衬用耐火材料、钢包用系列滑板水口、中间包用连铸三大件、加热炉用系列耐火材料	国际先进水平

数据来源：年报，招商证券

2009 年濮耐获得授权专利 21 项，其中发明专利 6 项，实用新型 15 项。目前拥有已授权的专利 53 项，其中发明专利 8 项，实用新型 45 项。从专利技术的拥有数量和技术储备方面，特别是在最近三年，公司共获得 43 项专利，居国内耐材企业之首。

标准起草单位，相关耐火材料产品在制备及施工过程中都具有低能耗、低排放等特点。由濮耐独家起草单位的《自流耐火浇注料》、《防爆裂快速烘烤耐火浇注料》和由公司为第二起草单位的《滑板砖》三个国家黑色冶金行业标准已通过国家工业和信息化部正式发布，并于 2010 年 6 月 1 日正式实施。以上三个标准中所涉及的产品均是公司自主研发且拥有自主知识产权的重点产品。相关三种耐火材料产品在制备及施工过程中都具有低能耗、低排放等特点，符合国家节能减排、环保等低碳经济相关政策。

表 10：公司新起草的行业标准相关产品

标准中的重点产品	描述
自流耐火浇注料	可采用泵送机械化施工，缩短施工时间，且具有传统浇注料优异性能的新型浇注料
防爆裂快速烘烤耐火浇注料	抗爆裂温度 $\geq 1000^\circ\text{C}$ ，在相同条件下，烘烤时间比“传统浇注料”缩短 50% 以上的一种节能型耐火浇注料
滑板砖	在连铸过程中控制钢液流速的一种功能型耐火材料

数据来源：年报，招商证券

B、公司已发生的两个并购（昆耐、宝明）

公司上市之后，利用现金、资本市场等方式开始了并购整合：

（1）现金收购昆钢耐火，挺进西南，眺望东南亚。2009 年 9 月 25 日，濮耐以 5100 万元对昆钢耐材进行投资，公司占新公司 51%的股权，昆钢集团占 49%的股权。昆耐 09 年收入约 2.5 亿元，净利润约 2000 万元，净利率为 8%左右，略低于濮耐本身。净资产账面值为 4,336.34 万元，评估值为 6,891.12 万元，评估增值 2,554.78 万元，增值率 58.92%。收购价格相当于 PB1.58 倍，PE3.5 倍。

新公司中长期发展战略目标如下：到 2012 年销售收入达到 4-5 亿元。到 2023 年销售收入达到 10-15 亿元。

收购昆钢耐火的意义除了成为昆钢的供应商之外，还想借助其地理位置实现东南亚市场的进一步扩大，以及云南有色耐火材料的开展。非钢的耐火材料利润率要高于钢铁，但是进入较难。2010 年计划净利润做到 3000 万元。

（2）公司拟发行股票购买上海宝明全部股权，对大规模进军宝钢等大型钢企拓宽道路目前已得到证监会审核通过。上海宝明耐火材料有限公司账面净资产 6,818.48 万元，评估值为 26,019.72 万元。2009 年净利润约 3100 万，收入 2.93 亿元，净利率为 10.6%，与公司本部相当。收购对价为 1200 万元现金+3937.8 万股。收购价格相当于 8.7 倍 PE，3.8 倍 PB。

上海宝明自 1999 年 10 月成立以来一直致力于研制、生产和销售各种定型、不定形耐火材料制品，并承担中间包、钢包、连铸功能耐火材料的整体承包业务、施工服务等。主要产品有连铸功能耐火材料（整体塞棒、浸入式水口、长水口、上水口）、散料（浇注料、捣打料、可塑料、喷涂料等）、镁碳砖、预制件及其他耐火材料。上述产品主要销往宝钢、武钢、莱钢、本钢等 30 多家大型钢铁客户。宝钢占比 20%以上。

上海宝明与濮耐的客户结构的形成过程很不相同。宝明最早就是做大型钢厂（如宝钢）起家的，然后以其在宝钢的优秀业绩进入其他大钢（如武钢等）。而濮耐主要是从小型钢企起家，通过多年的发展，尽管客户结构有了明显向大钢偏重的趋势，但是其客户的分散度较高，特别是在像宝钢、武钢等大钢的销售比重不及宝明。

因此，收购宝明的意义不仅在于提高公司在三大件产品上的技术水平，更重要的是为公司提高宝钢等大钢市场份额提供了机遇。

表 11：宝明承诺业绩

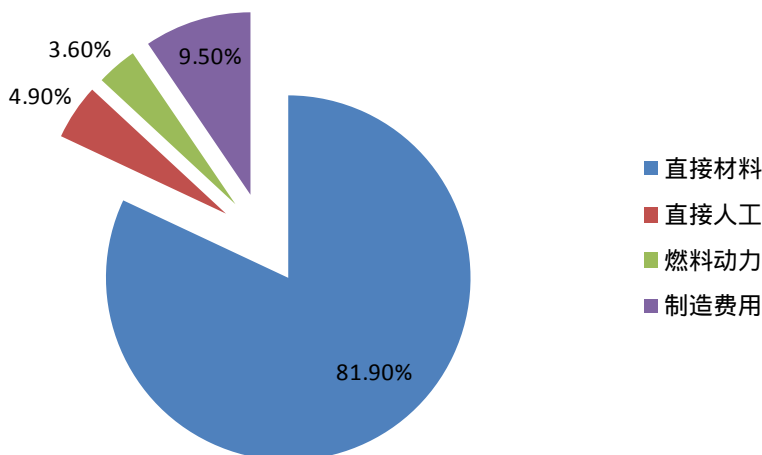
单位：百万元	2010	2011	2012	2013
销售收入	306	317.7	329.4	337.9
营业成本	227.05	235.44	243.79	249.8
毛利率	26%	26%	26%	26%
净利润	31.94	33.49	35.1	36.29

资料来源：公告，招商证券

（3）宝明收购完成之后（审核已通过在等正式批文），可以预期公司将加快对上游及同业的并购。由于原材料占比成本在 80%以上，在一定通胀压力的经济背景下，拥有上游资源将为公司提升一定的估值空间，使得公司抵御风险能力增强。根据国土资源部下达《2010 年高铝黏土矿萤石矿开采总量控制指标的通知》确定，2010 年，全国高铝

黏土矿开采总量控制指标为 450 万吨（矿石量），萤石矿开采总量控制指标为 1100 万吨（矿石量）。这是我国第一次对高铝黏土矿和萤石矿实行开采总量控制管理。

图12：直接原材料是成本的主要构成部分



资料来源：公告，招商证券

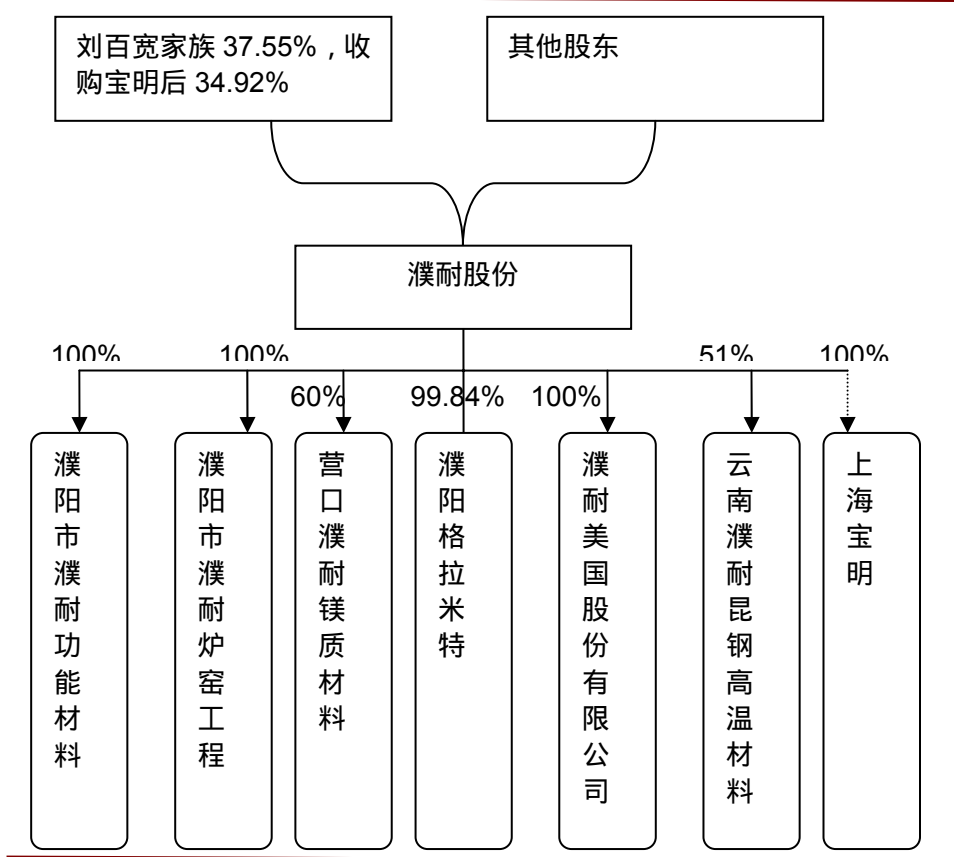
- **对收购公司的管理：**采用较为宽松的方法，派一个工作组，更多的希望文化融合，而不是强势介入的方法。这对收购国企的耐火材料是一种较好的思路。在生产流程标准化等方面还有待观察。

C、公司管理层：具备竞争力

公司股权结构中，刘百宽家族持股 37.55%，收购宝明后持股 34.92%，为实际控制人，而主要的管理层皆有股权。

我们对管理团队持有信心，不排除将后来做进一步的股权激励：管理层覆盖了本行业和钢铁行业、职业经理人的背景，我们对管理层的战略前瞻和执行能力保有信心。在去年总经理辞职之后，刘董事长认为目前管理团队已经较为稳定。新来的总经理卞总和团队的磨合也还比较顺利，卞总原来在无锡小天鹅，是以职业经理人姿态出现的。按照董事长以往的做法，应该是想让核心管理层及骨干人员都拥有股权，我们预测将后来不排除做进一步的股权激励。

图13：公司股权结构



资料来源：公告，招商证券

表 12：主要管理层履历、持股情况

姓名	职务	持股数(股)	报酬(元)
刘百宽	董事长	91,174,621	828,000
卞杨林	总经理	无	
刘百春	董事	86,724,820	61,200
史绪波	董事	58,008,096	601,500
贺中央	董事	17,715,629	466,000
钟建一	董事会秘书	17,257,915	363,000
刘百庆	财务总监	8,841,737	310,000
韩凤林	董事	8,003,228	61,600
史道明	副总经理	1,940,418	484,000
傅云鹏	副总经理	1,841,116	418,200
马文鹏	副总经理	1,547,907	389,400
薛鸿雁	副总经理	1,410,644	390,100
易志明	副总经理	1,367,122	436,700

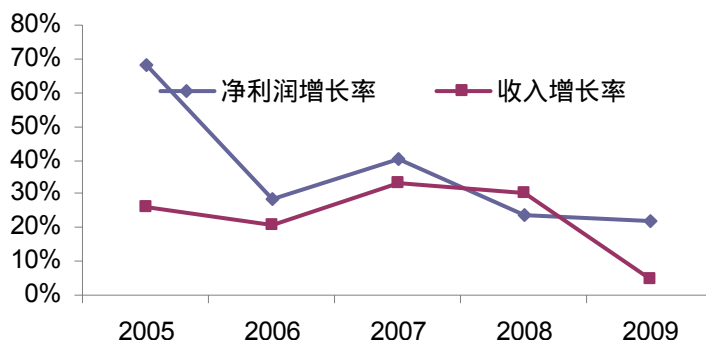
资料来源：公告，招商证券

四、盈利预测与估值

1、公司历史成长及盈利分析：高利润率与高占款

公司在过去五年中保持了 30%左右的净利润增长率，公司在 2007-2009 年的收入规模分别为 8.04、10.45、10.96 亿元，2009 年受钢铁产量下滑影响其收入只增长了 5%，但通过毛利率提高 2.2 个点和期间费用率下降 1 个点，净利润率提升了 1.8 个点，公司净利润增长保持在 22%。

图14：公司收入和利润增长情况

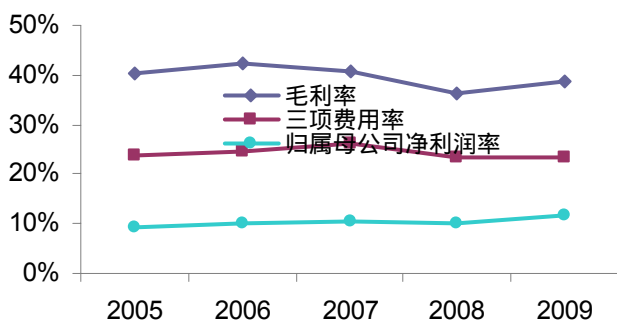


资料来源：公司公告，招商证券研发中心

大行业的配套小行业具备高利润率的基础，公司净利率保持在 10-12%。综合毛利率来看为 38.7%，随着公司海外布局进入收获以及布局的完善，公司的营业费用、管理费用有较大的下降空间。需要注意的是并购带来的管理费用控制情况。

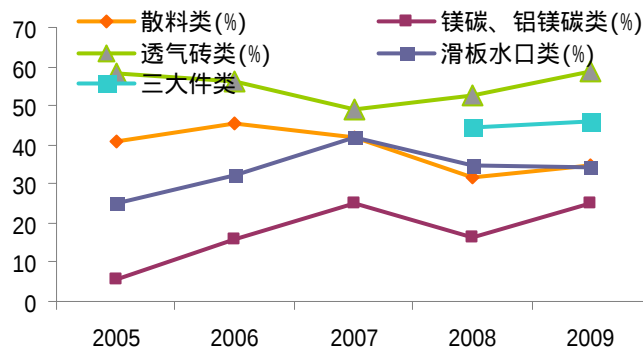
分产品看，公司优势产品透气砖的毛利率最高，2009 年达到 58.85%，其次是三大件，远高于下游行业钢铁。这与吨钢消耗的耐材金额不足钢铁成本 2%相关，下游与其溢价兴致不高，关键是要保证安全生产。

图15：濮耐主要收入和净利润增长情况



资料来源：公司公告，招商证券研发中心

图16：濮耐主要产品毛利率

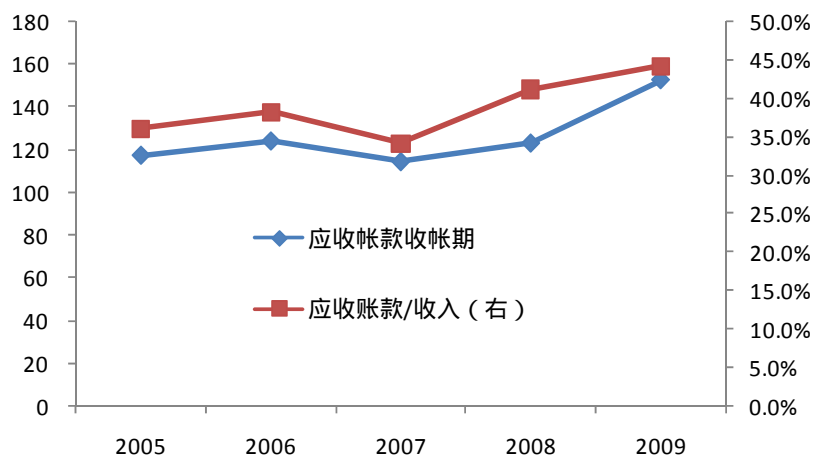


资料来源：公司公告，招商证券研发中心

公司存在被下游占款的风险。公司应收账款周转天数为接近 160 天。应收账款占收入比重在 40%以上，近两年的上升与钢铁行业的利润率下降相关。这对公司来说是挑战，也是机遇。一方面，公司通过调整客户结构来缓解风险，大的钢铁企业虽有占款风险，却很少有坏账风险，另一方面，小规模耐火材料企业在今后将在资金方面无法供应日

益庞大的钢铁企业。

图17：公司应收账款天数、应收账款占收入比重处于行业平均



资料来源：公司公告，招商证券研发中心

2、盈利预测

➤ 2010 年增长来自于国内的并购整合、募投产能的释放、和海外钢铁行业需求的恢复。

A、外延式增长

假设昆耐 2010 年净利润 3000 万元；宝明 2010 年 3800 万元，并假设 6 月份并表。

B、募投产能

2010 年多数募投项目的产能进入释放，多数产能扩张 1 倍以上：IPO 募投项目中，除三大件（考虑到宝明的优势，预计移到宝明生产）、铝镁碳砖外，其他的产品均已建设完成。

表 13：多数募投项目 2010 年进入产能释放（万吨）

	IPO 前产能	新建产能	合计	备注
氮化硅结合碳化硅砖	0.24	1	1.24	有色用，2009.12 建设完成
三大件	0.3	0.5	0.8	移到宝明
铝镁碳砖	3.5	5	8.5	2010.12 投产
滑板	1	1	2	2009.12 建设完成
座砖	1.3	1.2	2.5	2009 年调试
透气砖	12 万支	8 万支	20 万支	2009.9 建设完成
不定形耐材	8	2	10	产能调整容易

资料来源：招股书，年报，招商证券

C、公司海外开拓

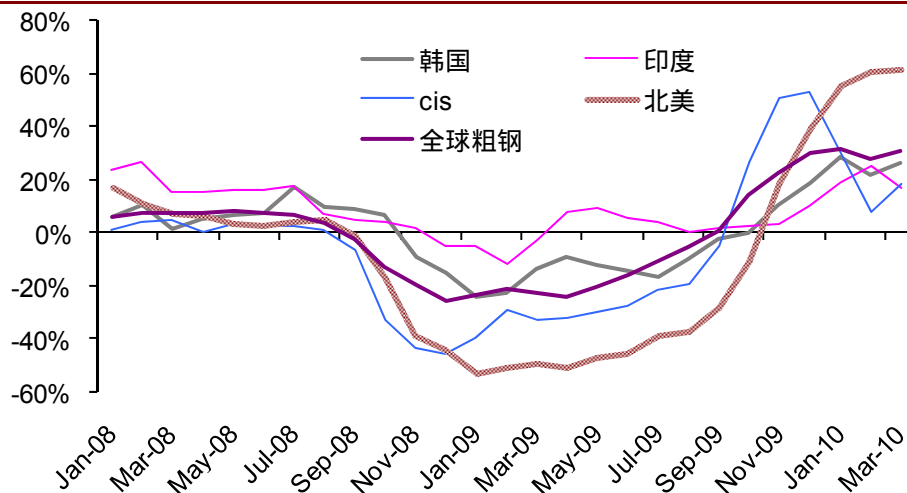
全球需求正在恢复、北美进入收获期。公司目前的海外市场份额占比为 19.72%，公司的战略目标是到 2020 年，出口占比达到 50%。公司取得韩国制铁的订单表明公司已经

具备大规模供应先进钢厂耐材的能力，而国外钢铁企业的耐火材料提供商比较集中，其增长速度将是跳跃性的。

国外市场主要国家粗钢产量正恢复到危机前水平：国外钢厂的产能利用率在持续恢复，美国从去年的 48% 恢复到目前的 70-80%，韩国日本达到 90% 以上，欧洲 70%，独联体 70-80%。若不考虑前期的营业费用，国外市场的毛利率要高于国内。结算方面，市场经济国家如美国韩国等结算上信用风险较小，而独联体国家的交货期根据经济情况有所不确定。

- 北美市场会进入收获期。预计今年能从去年的亏损 1049 万元转为盈亏平衡。
- 韩国市场：韩国现代制铁已签下 2.4 亿元合同（三年），目前占现代制铁耐火材料 30% 的份额，但是另一家供货商在质量上出现了问题，预计公司的份额能上升到 50%。以韩元结算。据韩国《每日经济》报道，韩国现代制铁 2010 年销售目标为 1213 万吨，比 2009 年增加 22.2%；销售额 9.18 万亿韩元，同比增加 15%。在建产能达产后，产能达到 2000 万吨。

图18：海外主要市场粗钢产量正恢复到危机前水平



资料来源：bloomberg，招商证券。Cis 指独联体。

- 一季度以来公司毛利率环比下降 0.6 个点，同比下降 1.5 个点，为 38.1%，从二季度大宗商品大幅下跌，我们预计前三季度还看不到工业品大幅上涨的可能，假设毛利率能保持 38.3% 的水平。2011 年假设成本压力有所加大，毛利率下降到 37.8%。
- 公司在扩张阶段，营业费用率较高，各地布局逐步完善，等到海外市场进入到收获阶段、并购管理上有所加强后，营业费用率能有明显下降。
- 由此得到 2010-2012 年的 EPS 为 0.39、0.57、0.75 元。

表 14：销售收入结构预测（濮耐本部）

	2007	2008	2009	2010E	2011E
营业收入（百万）	804.0	1043.8	1094.9	1524.1	1986.9
散料类	258.9	313.1	378.8	415.6	540.3
镁碳、铝镁碳类	136.5	166.1	189.6	270.6	405.8

透气砖类	119.2	170.0	161.2	241.1	301.4
滑板水口类	97.4	123.4	127.3	227.4	284.3
三大件类	64.9	71.5	59.0	118.8	154.4
其他	127.2	199.7	179.0	250.5	300.7
营业收入增长率	33%	30%	5%	39%	30%
毛利率	41%	36%	39%	38%	37%
散料类(%)	41.7	31.7	35.0	34.0	33.0
镁碳、铝镁碳类(%)	24.9	16.4	25.2	25.0	24.8
透气砖类(%)	49.2	52.7	58.9	58.2	52.0
滑板水口类(%)	42.1	34.5	34.4	34.0	36.0
三大件类		44.4	46.1	46.0	45.0
其他		45.0	43.3	39.7	43.0
毛利(百万元)	327.5	380.5	423.7	580.7	736.8
散料类	107.9	99.3	132.5	141.3	178.3
镁碳、铝镁碳类	33.9	27.3	47.8	67.6	100.6
透气砖类	58.6	89.6	94.9	140.3	156.7
滑板水口类	41.0	42.6	43.8	77.3	102.4
三大件类	0.0	31.8	27.2	54.6	69.5
其他	86.1	89.9	77.5	99.4	129.3

资料来源：招商证券

表 15：盈利预测简表（包括宝明）

单位：百万元	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	603	804	1045	1096	1808	2622	3277
营业成本	348	476	664	672	1116	1631	2032
营业税金及附加	4	6	9	9	14	21	26
营业费用	85	105	126	131	204	286	344
管理费用	54	90	100	106	166	241	305
财务费用	10	17	20	18	30	47	46
资产减值损失	7	7	10	3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	(0)	1	0	0	0	0	0
营业利润	94	103	116	158	277	396	524
营业外收入	0	16	13	4	3	3	3
营业外支出	3	4	1	1	1	1	1
利润总额	91	115	128	160	280	399	527
所得税	29	29	22	30	52	73	97
净利润	61	85	106	131	228	325	430
少数股东损益	1	0	(0)	2	3	7	11
归属于母公司净利润	61	85	106	129	225	319	419
EPS (元)	0.61	0.25	0.26	0.25	0.39	0.57	0.75

资料来源：招商证券

3、首次给予“审慎推荐-A”的投资评级

公司是传统行业整合的受益者。综合考虑，我们认为在经济结构调整、钢铁产业集中度提高的背景下，公司作为行业中产品线齐全、整体承包能力较强和管理层优秀的典型代

表，毫无疑问公司能够迅速成长成为钢铁耐火材料行业的龙头。

保障性住房的推出能够缓解部分钢铁需求的担忧。市场目前较为担心房地产调控对下游行业的负面影响。我们认为，这对一个优质的公司来说是机遇大于挑战。机遇在于钢铁行业景气震荡为公司并购争取更多的时间，挑战在于短期的业绩释放可能会受到影响。但这并不会妨碍公司成长壮大的战略。而 2010 年 580 万套保障性住房规模若能有效落实，则对公司需求来说是积极的影响。

公司目前正在积极推进同行业整合和上游资源并购，这将成为公司股价的催化剂。

预测 2010-2012 年的 EPS 为 0.39、0.57、0.75 元。考虑到短期内房地产向下的风险，我们暂时给予“审慎推荐-A”的投资评级，六个月目标价为 12-14.4 元，相当于 2010 年 30 倍市盈率、2011 年 25 倍市盈率的估值水平。

4、风险提示

- 房地产调控导致经济硬着陆，钢铁产量剧烈下滑
- 并购企业整合效果低于预期

估值对比

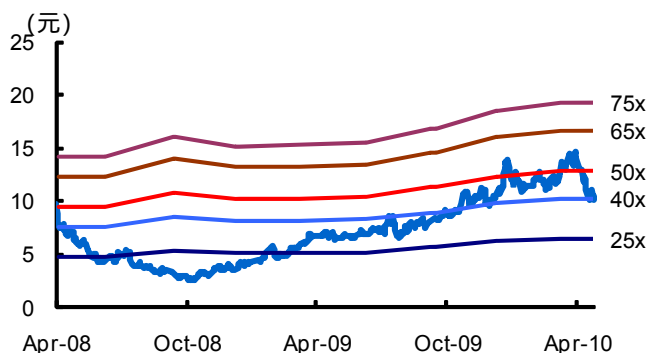
表 16：估值对比表

公司	代码	EPS			PE			PB (MRQ)	市值 (亿元)
		09	10E	11E	09	10E	11E		
濮耐股份	002225	0.25	0.38	0.55	41	28	19	6.2	55
北京利尔	002392	0.95	0.92	1.4	41	34	25	10.9	45
瑞泰科技	002066	0.32	0.50	0.7	41	26	18	2.9	16
平均					41	29	21		

资料来源：招商证券

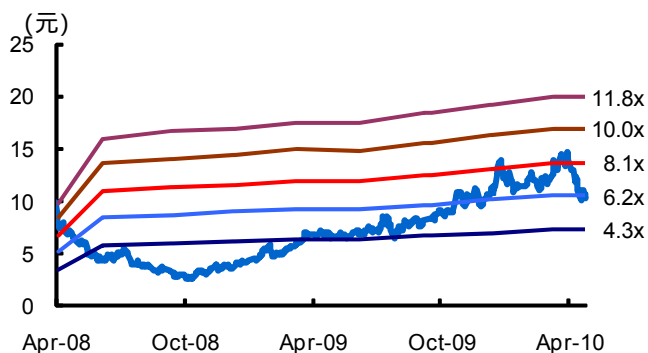
PE-PB Band

图 19：濮耐股份历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 20：濮耐股份历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	911	1103	1535	2064	2524
现金	131	192	200	200	200
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	59	140	145	210	262
应收款项	431	484	756	1021	1276
其它应收款	15	14	13	16	16
存货	219	229	377	552	687
其他	58	44	45	65	81
非流动资产	309	430	525	754	758
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	241	310	340	343	350
无形资产	32	47	43	38	35
其他	35	72	142	373	373
资产总计	1220	1532	2060	2818	3282
流动负债	471	571	955	1552	1800
短期借款	204	213	402	767	834
应付账款	159	215	335	489	610
预收账款	14	8	22	33	41
其他	95	135	196	263	316
长期负债	0	65	54	49	44
长期借款	0	60	54	49	44
其他	0	5	0	0	0
负债合计	471	636	1009	1600	1844
股本	402	522	561	561	561
资本公积金	212	91	91	91	91
留存收益	135	236	349	508	718
少数股东权益	0	47	50	57	67
母公司所有者权益	749	850	1001	1161	1370
负债及权益合计	1220	1532	2060	2818	3281

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	0	0	67	121	244
净利润			225	319	419
折旧摊销			44	45	45
财务费用			30	47	46
投资收益			0	0	0
营运资金变动			(277)	(311)	(292)
其它			45	21	25
投资活动现金流	0	0	(139)	(275)	(49)
资本支出			(139)	(274)	(48)
其他投资			(0)	(1)	(1)
筹资活动现金流	(0)	(0)	81	153	(195)
借款变动			189	360	61
普通股增加			39	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(112)	(159)	(210)
其他			(35)	(47)	(46)
现金净增加额	(0)	(0)	8	0	0

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1045	1096	1808	2622	3277
营业成本	664	672	1116	1631	2032
营业税金及附加	9	9	14	21	26
营业费用	126	131	208	286	344
管理费用	100	106	168	241	305
财务费用	20	18	30	47	46
资产减值损失	10	3	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	116	158	272	396	524
营业外收入	13	4	3	3	3
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	128	160	274	399	527
所得税	22	30	51	73	97
净利润	106	131	224	325	430
少数股东损益	(0)	2	3	7	11
母公司所有者净利润	106	129	221	319	419
EPS (元)	0.26	0.25	0.39	0.57	0.75

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	30%	5%	65%	45%	25%
营业利润	13%	36%	73%	46%	32%
净利润	24%	22%	71%	45%	31%
获利能力					
毛利率	36.5%	38.7%	38.3%	37.8%	38.0%
净利率	10.1%	11.8%	12.2%	12.2%	12.8%
ROE	14.1%	15.2%	22.1%	27.5%	30.6%
ROIC	11.8%	12.2%	16.3%	17.7%	20.1%
偿债能力					
资产负债率	38.6%	41.5%	49.1%	56.9%	56.3%
净负债比率	16.7%	17.8%	22.5%	29.2%	27.0%
流动比率	1.9	1.9	1.6	1.3	1.4
速动比率	1.5	1.5	1.2	1.0	1.0
营运能力					
资产周转率	0.9	0.7	0.9	0.9	1.0
存货周转率	3.4	3.0	3.7	3.5	3.3
应收账款周转率	3.0	2.4	2.9	3.0	2.9
应付账款周转率	5.1	3.6	4.1	4.0	3.7
每股资料(元)					
每股收益	0.26	0.25	0.39	0.57	0.75
每股经营现金	0.00	0.00	0.11	0.22	0.43
每股净资产	1.86	1.63	1.78	2.06	2.44
每股股利	0.30	0.50	0.20	0.28	0.37
估值比率					
PE	39.9	42.5	26.7	18.5	14.1
PB	5.6	6.5	5.9	5.1	4.3
EV/EBITDA	38.1	30.2	18.0	12.8	10.1

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，本报告清晰、准确地反映了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。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。