

公司研究

公司点评

跟踪评级\_维持: 短期\_推荐, 长期\_A

## 并购获批, 整合开始

——濮耐股份(002225)公司点评

### 核心观点

**事件:** 公司发布公告, 公司定向发行股票购买资产事宜获得证监会通过。本次增发价格根据扣除股息调整后最终定为 6.19 元, 最终收购金额未变, 以现金 1200 万和发行 3989 万股的形式完成。

**点评:**

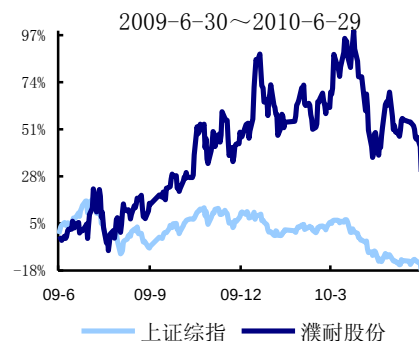
**1、耐火材料行业是典型的“大行业, 小企业”, 行业并购是趋势。**耐火材料行业 03-08 年销售收入的复合增长率为 28.8%, 利润总额的复合增长率为 36.1%, 行业成长迅速。但是行业内部基本上处于完全竞争的格局, 集中度非常低, 企业大都规模较小, 市场份额分散。这为有实力的大企业进行行业整合提供了很大的空间。世界耐材巨头形成过程都伴随着行业的并购和整合。国内的耐材行业在外压(上下游都是具备垄断性质的大国企, 话语权更强)和内部融合(中小企业也在主动寻求和大企业的合作, 拓展生产空间)的需求下, 耐材行业必将走向整合之路。

**2、并购将巩固公司龙头地位, 形成产品和市场的互补。**公司 2009 年收入规模为 11 亿, 在钢铁耐火材料中位居首位。但是, 市场规模也只有 2%, 还有很大的扩张空间。公司上市后在资本和产能上进行了扩张, 收购完成后收入规模将达到 14 亿, 巩固龙头地位。在产品和市场上有利于: (1) 形成产品互补, 迅速提升连铸三大件等产品的市场份额。(2) 开发宝钢等高端客户, 拓展华东市场。(3) 完善公司在连铸功能耐火材料、高性能钢包整体浇注料等产品的技术水平, 拓展公司产品链。

**3、收购 PE8.1 倍, 增厚净利 1333 万元。**按照上海宝明业绩承诺, 2009 年, 2010 年的净利润分别为 3013 万元, 3200 万元, 相对于收购价格的 PE 分别为 8.6 倍和 8.1 倍, 公司的增发价格为 6.19 元, 相对于 09 年的 PE 为 25 倍, 收购 PE 远低于公司增发 PE, 收购完成后将增厚公司的业绩。假设 2010 年上海宝明能够有 5 个月的业绩并入公司报表, 增厚净利 1333 万元, 折合 EPS0.026 元, 贡献业绩增速 10%。考虑昆耐并表, 预计总共将贡献约 16%业绩增速。

**4、盈利预测及投资评级。**预计公司 2010-2012 年的每股收益分别为 0.39 元、0.53 元、0.71 元。相对目前股价的 PE 分别为 23 倍、17 倍和 13 倍。维持“短期\_推荐, 长期\_A”的投资评级。

### 股价走势图



### 基础数据

|             |             |
|-------------|-------------|
| 总股本(万股)     | 52200.93    |
| 流通A股(万股)    | 7800.00     |
| 52周内股价区间(元) | 6.65-14.94  |
| 总市值(亿元)     | 49.75       |
| 总资产(亿元)     | 15.32       |
| 每股净资产(元)    | 1.63        |
| 目标价         | 6个月<br>12个月 |

### 相关报告

1.《国都证券-公司研究-投资价值分析-濮耐股份(002225):规模为王, 行业并购提升公司价值》 2010-05-05

### 财务数据与估值

|            | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 主营业务收入(百万) | 1096  | 1514  | 1987  | 2659  |
| 同比增速(%)    | 5%    | 38%   | 31%   | 34%   |
| 净利润(百万)    | 129   | 202   | 275   | 370   |
| 同比增速(%)    | 22%   | 56%   | 37%   | 34%   |
| EPS(元)     | 0.25  | 0.39  | 0.53  | 0.71  |
| P/E        | 38.12 | 24.44 | 17.98 | 13.42 |

研究员: 邹文军

电话: 010-84183240

Email: zouwenjun@guodu.com

执业证书编号: S0940209040125

联系人: 傅浩

电话: 010-84183227

Email: fuhao@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

附表：濮耐股份财务报表预测

| 资产负债表     |       |       |       |       | 利润表       |        |        |        |        |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 单位: 百万元   | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E | 单位: 百万元   | 2009A  | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
| 流动资产      | 1103  | 1395  | 1782  | 2294  | 营业收入      | 1096   | 1482   | 1914   | 2523   |
| 现金        | 192   | 222   | 287   | 399   | 营业成本      | 672    | 903    | 1168   | 1528   |
| 应收账款      | 484   | 637   | 823   | 1060  | 营业税金及附加   | 9      | 12     | 16     | 21     |
| 其它应收款     | 14    | 26    | 22    | 45    | 营业费用      | 131    | 174    | 222    | 293    |
| 预付账款      | 42    | 51    | 62    | 78    | 管理费用      | 106    | 142    | 182    | 240    |
| 存货        | 229   | 310   | 394   | 459   | 财务费用      | 18     | 12     | 13     | 16     |
| 其他        | 142   | 149   | 193   | 254   | 资产减值损失    | 3      | 7      | 6      | 5      |
| 非流动资产     | 430   | 475   | 511   | 549   | 公允价值变动收益  | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 长期投资      | 0     | 0     | 0     | 0     | 投资净收益     | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 固定资产      | 310   | 358   | 388   | 415   | 营业利润      | 158    | 232    | 307    | 420    |
| 无形资产      | 47    | 61    | 75    | 89    | 营业外收入     | 4      | 9      | 8      | 8      |
| 其他        | 72    | 55    | 48    | 45    | 营业外支出     | 1      | 2      | 2      | 2      |
| 资产总计      | 1532  | 1870  | 2293  | 2843  | 利润总额      | 160    | 239    | 314    | 426    |
| 流动负债      | 571   | 718   | 924   | 1168  | 所得税       | 30     | 45     | 57     | 79     |
| 短期借款      | 213   | 234   | 299   | 408   | 净利润       | 131    | 193    | 257    | 347    |
| 应付账款      | 215   | 311   | 421   | 505   | 少数股东损益    | 2      | 3      | 3      | 5      |
| 其他        | 143   | 172   | 204   | 255   | 归属母公司净利润  | 129    | 190    | 254    | 342    |
| 非流动负债     | 65    | 62    | 62    | 63    | EBITDA    | 208    | 284    | 370    | 494    |
| 长期借款      | 60    | 60    | 60    | 60    | EPS (元)   | 0.25   | 0.36   | 0.49   | 0.66   |
| 其他        | 5     | 2     | 2     | 3     |           |        |        |        |        |
| 负债合计      | 636   | 780   | 986   | 1231  | 主要财务比率    |        |        |        |        |
| 少数股东权益    | 47    | 50    | 52    | 57    |           | 2009A  | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
| 股本        | 522   | 522   | 522   | 522   | 成长能力      |        |        |        |        |
| 资本公积金     | 91    | 91    | 91    | 91    | 营业收入      | 4.9%   | 35.3%  | 29.1%  | 31.8%  |
| 留存收益      | 243   | 433   | 649   | 948   | 营业利润      | 36.0%  | 47.1%  | 32.5%  | 36.7%  |
| 归属母公司股东权益 | 850   | 1041  | 1254  | 1555  | 归属母公司净利润  | 21.9%  | 47.6%  | 33.5%  | 34.7%  |
| 负债和股东权益   | 1532  | 1870  | 2293  | 2843  | 获利能力      |        |        |        |        |
|           |       |       |       |       | 毛利率       | 38.7%  | 39.1%  | 39.0%  | 39.4%  |
| 现金流量表     |       |       |       |       | 净利率       | 11.8%  | 12.8%  | 13.3%  | 13.6%  |
| 单位: 百万元   | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E | ROE       | 15.2%  | 18.3%  | 20.2%  | 22.0%  |
| 经营活动现金流   | 110   | 108   | 137   | 158   | ROIC      | 14.7%  | 17.1%  | 19.1%  | 21.2%  |
| 净利润       | 131   | 193   | 257   | 347   | 偿债能力      |        |        |        |        |
| 折旧摊销      | 33    | 40    | 49    | 58    | 资产负债率     | 41.5%  | 41.7%  | 43.0%  | 43.3%  |
| 财务费用      | 18    | 12    | 13    | 16    | 净负债比率     | 42.92% | 37.75% | 36.41% | 38.01% |
| 投资损失      | 0     | -0    | -0    | -0    | 流动比率      | 1.93   | 1.94   | 1.93   | 1.96   |
| 营运资金变动    | -73   | -136  | -181  | -265  | 速动比率      | 1.53   | 1.51   | 1.50   | 1.57   |
| 其它        | 1     | -1    | -1    | 1     | 营运能力      |        |        |        |        |
| 投资活动现金流   | -83   | -87   | -86   | -95   | 总资产周转率    | 0.80   | 0.87   | 0.92   | 0.98   |
| 资本支出      | 82    | 72    | 71    | 80    | 应收帐款周转率   | 2.40   | 2.64   | 2.62   | 2.68   |
| 长期投资      | 0     | 0     | 0     | 0     | 应付帐款周转率   | 3.59   | 3.43   | 3.19   | 3.30   |
| 其他        | -2    | -15   | -15   | -15   | 每股指标(元)   |        |        |        |        |
| 筹资活动现金流   | 38    | 9     | 13    | 49    | 每股收益      | 0.25   | 0.36   | 0.49   | 0.66   |
| 短期借款      | 9     | 21    | 65    | 109   | 每股经营现金    | 0.21   | 0.21   | 0.26   | 0.30   |
| 长期借款      | 60    | 0     | 0     | 0     | 每股净资产     | 1.63   | 1.99   | 2.40   | 2.98   |
| 普通股增加     | 120   | 0     | 0     | 0     | 估值比率      |        |        |        |        |
| 资本公积增加    | -120  | 0     | 0     | 0     | P/E       | 54.17  | 36.70  | 27.50  | 20.41  |
| 其他        | -31   | -12   | -52   | -59   | P/B       | 8.22   | 6.71   | 5.57   | 4.49   |
| 现金净增加额    | 64    | 31    | 65    | 112   | EV/EBITDA | 34.18  | 25.06  | 19.24  | 14.39  |

资料来源：公司报表、国都证券

## 国都证券投资评级

| 国都证券行业投资评级的类别、级别定义 |    |                               |
|--------------------|----|-------------------------------|
| 类别                 | 级别 | 定义                            |
| 短期<br>评级           | 推荐 | 行业基本面向好, 未来 6 个月内, 行业指数跑赢综合指数 |
|                    | 中性 | 行业基本面稳定, 未来 6 个月内, 行业指数跟随综合指数 |
|                    | 回避 | 行业基本面向淡, 未来 6 个月内, 行业指数跑输综合指数 |
| 长期<br>评级           | A  | 预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平     |
|                    | B  | 预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平     |
|                    | C  | 预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平     |

| 国都证券公司投资评级的类别、级别定义 |      |                                   |
|--------------------|------|-----------------------------------|
| 类别                 | 级别   | 定义                                |
| 短期<br>评级           | 强烈推荐 | 预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 15%以上           |
|                    | 推荐   | 预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 5-15%之间         |
|                    | 中性   | 预计未来 6 个月内, 股价变动幅度介于 $\pm 5\%$ 之间 |
|                    | 回避   | 预计未来 6 个月内, 股价跌幅在 5%以上            |
| 长期<br>评级           | A    | 预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平            |
|                    | B    | 预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致           |
|                    | C    | 预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平            |

### 免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 投资者据此操作, 风险自负。

### 国都证券研究员及其研究行业一览表

| 研究员 | 研究领域      | E-mail                | 研究员 | 研究领域         | E-mail                |
|-----|-----------|-----------------------|-----|--------------|-----------------------|
| 许维鸿 | 研究管理、宏观领域 | xuweihong@guodu.com   | 王明德 | 研究管理、农业、食品饮料 | wangmingde@guodu.com  |
| 李元  | 机械、电力设备   | liyuan@guodu.com      | 巩俊杰 | 交通运输         | gongjunjie@guodu.com  |
| 张翔  | 首席策略分析师   | zhangxiang@guodu.com  | 吴煊  | 策略研究         | wuxuan@guodu.com      |
| 邓婷  | 金融        | dengting@guodu.com    | 邹文军 | 房地产          | zouwenjun@guodu.com   |
| 徐昊  | 农业、食品饮料   | xuhao@guodu.com       | 徐才华 | 机械、汽车及零部件    | xucaihua@guodu.com    |
| 夏茂胜 | 商业、纺织服装   | xiamasheng@guodu.com  | 姜瑛  | IT           | jiangying@guodu.com   |
| 潘蕾  | 医药        | panlei@guodu.com      | 曹源  | 策略研究、传媒      | caoyuan@guodu.com     |
| 王招华 | 钢铁        | wangzhaohua@guodu.com | 刘芬  | 机械           | liufen@guodu.com      |
| 刘斐  | 煤炭        | liufei@guodu.com      | 王京乐 | 家电、旅游        | wangjingle@guodu.com  |
| 鲁儒敏 | 公用事业      | lurumin@guodu.com     | 汪立  | 造纸、交通运输      | wangli@guodu.com      |
| 傅浩  | 建筑建材      | fuhao@guodu.com       | 肖世俊 | 有色金属、新能源     | xiaoshijun@guodu.com  |
| 陈薇  | 衍生产品、金融工程 | chenwei@guodu.com     | 苏昌景 | 债券研究、基金研究    | suchangjing@guodu.com |
| 冯翔  | 宏观研究      | fengxiang@guodu.com   | 李春艳 | 基金联络         | lichunyan@guodu.com   |