

审慎推荐-A (维持)**濮耐股份 002225.SZ**

目标估值: 12.00 元

当前股价: 9.08 元

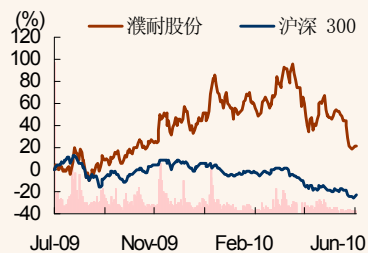
2010 年 7 月 13 日

收购焦作贝格: 既是横向并购, 也是走近上游**基础数据**

上证综指	2421
总股本 (万股)	52201
已上市流通股 (万股)	7800
总市值 (亿元)	47
流通市值 (亿元)	7
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	-18	-15	27
相对表现	-10	11	51

**相关报告**

1、《濮耐股份(002225)-传统行业整合的受益者》，公司深度研究，2010/5/24

王晶晶

0755-82943246
 wangjj@cmschina.com.cn
 S1090209090314

事件:

公司今日发布公告称濮耐与焦作贝格耐火签署了资产收购协议书, 公司以5971万元收购焦作贝格合法持有的固定资产、土地使用权以及货币资金、应收票据、应收帐款、存货(客户存货、厂区存货)等流动资产。已经董事会通过, 不构成关联交易和重大资产重组。

评论:**1、横向并购第三城, 考验公司对亏损企业的整合能力**

贝格耐火基本情况: 焦作贝格耐火原为国有企业焦作耐火厂, 由于改制不彻底, 管理经营不善造成连续两年亏损。贝格公司主要以高铝质耐火材料为主, 供应碳素、钢铁、铝业等行业的耐火材料。

收购方案: 与此前董事会公告的 1000 万元收购 100% 股权不同, 本次收购的方案是收购资产, 即公司剥离了负债, 对濮耐来说更为有利, 会减少潜在的风险。收购价格 5971 万元, 收购资产账面价值 8827 万元, 评估值 1.48 亿元, 增值主要来自土地所有权。

低收购价格与整合能力的考验。 与此前公司收购的昆耐和宝明的良好盈利不同, 贝格是一个陷于亏损的企业。从财务的角度来看, 收购价格只有评估价值的 40%, 仅土地价值就有 9534 万; 贝格目前运行产能利用率低, 1/3 左右, 主要原因是由于工资低、拖欠导致员工积极性不高。如果公司能在短期内使贝格扭亏为盈, 这将大大增强市场对濮耐外延式扩张可持续性的信心。

濮耐公司承诺全员安置所有贝格员工、不减薪并且保证薪酬的逐年增长, 焦作贝格目前在册员工有 1188 人, 是目前濮耐员工数的 1/3, 其工资水平只有濮耐的一半左右。按 1000 元工资计算, 预计工资支出规模在 118 万左右。

本次收购焦作贝格相关资产的目的主要在于: 1、焦作贝格的产品与公司主导产品具有一定的互补性; 2、焦作贝格生产碳素行业用耐火材料, 其客户市场与公司也具有一定的互补性; 3、焦作是国内重要的铝矾土矿原料基地, 本次收购完成后, 公司初步估算可以节约原料的运输成本约每吨 60 元。

2、焦作是重要铝矾土基地, 公司向上游推进意愿明显

从公司此前收购的标的看, 主要是出于产品和市场的互补, 我们猜测本次收购更多的是考虑上游资源。焦作主要是三级铝矾土矿, 三级铝矾土矿短期内上涨压力不大, 但由于其价格较低, 也就是 170-200 元/吨, 因此 60 元/吨的原材料运输成本显得很有经济意义。

3、焦作贝格对上市公司的影响: 2011 年之后开始显现

公司将对贝格生产线重新进行技改以及整合, 预计贝格 2010 年对上市公司盈利

不会产生重大影响。如果后续交接手续顺利，加上新产能投产时间，我们预计 2011 年下半年会产生收益，收益规模可以期待。

4、维持“审慎推荐-A”的投资评级

公司的并购整合加速中，钢铁行业的不景气给了优秀耐火材料企业更低的收购成本。我们继续看好公司成为龙头的潜力。公司收购是资本消耗性的行为，需要融资支持。建议关注公司在研发方面取得的突破、以及上游资源推进、整合效应的效果。考虑到募投项目的全部投产（IPO 项目中三大件、镁铝碳砖将于 4 季度投产）、收购项目收益的实现，预计 2010-2012 年 EPS0.39、0.55、0.72 元。

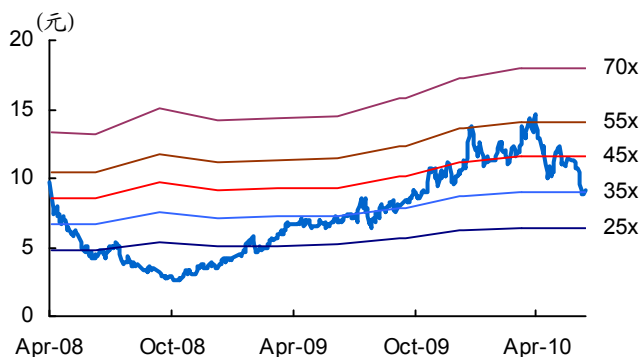
表 1、焦作贝格收购资产评估

资产项目	账面值	评估值	评估溢价
一、流动资产			
1、货币资金	1,272,343	1,272,343	100%
2、应收票据	670,000	670,000	100%
3、应收帐款	21,202,427	21,202,427	100%
4、预付款项	590,036	590,036	100%
5、其他应收款	1,027,016	1,027,016	100%
6、存货	14,340,587	17,175,240	120%
二、固定资产（设备、厂房等）	8,986,645	10,883,153	121%
三、无形资产（土地使用权）	40,188,355	95,342,300	237%
合计	88,277,410	148,162,516	168%

资料来源：公司公告，招商证券

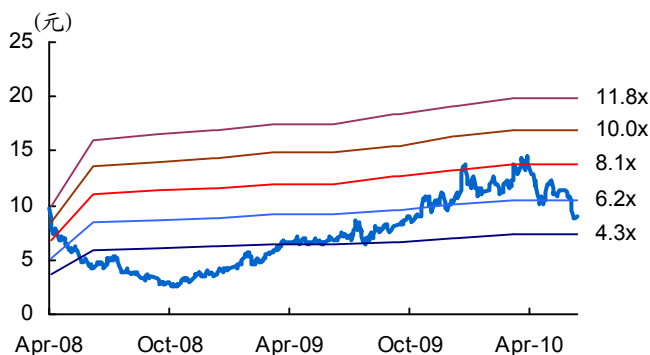
PE-PB Band

图 1：濮耐股份历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 2：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	1529	1925	2350
现金	131	192	200	200	200
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	59	140	144	194	243
应收款项	431	484	751	945	1181
其它应收款	15	14	13	15	15
存货	219	229	377	511	636
其他	58	44	45	60	75
非流动资产	309	430	511	595	599
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	241	310	344	352	359
无形资产	32	47	43	38	35
其他	35	72	124	204	205
资产总计	1220	1532	2040	2520	2949
流动负债	471	571	875	1141	1285
短期借款	204	213	323	408	383
应付账款	159	215	334	453	564
预收账款	14	8	22	30	38
其他	95	135	196	250	300
长期负债	0	65	74	67	60
长期借款	0	60	74	67	60
其他	0	5	0	0	0
负债合计	471	636	949	1208	1345
股本	402	522	561	561	561
资本公积金	212	91	91	91	91
留存收益	135	236	388	603	886
少数股东权益	0	47	50	56	67
母公司所有者权益	749	850	1041	1256	1538
负债及权益合计	1220	1532	2040	2519	2949

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	(29)	110	62	172	227
净利润			217	307	404
折旧摊销			44	46	47
财务费用			27	29	23
投资收益			0	0	0
营运资金变动			(271)	(227)	(269)
其它			45	17	23
投资活动现金流	(98)	(83)	(125)	(130)	(51)
资本支出			(125)	(130)	(50)
其他投资			(0)	(1)	(1)
筹资活动现金流	211	38	72	(42)	(176)
借款变动			130	79	(32)
普通股增加			39	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(65)	(92)	(121)
其他			(32)	(29)	(23)
现金净增加额	85	64	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	1797	2426	3033
营业成本	664	672	1114	1509	1880
营业税金及附加	9	9	14	19	24
营业费用	126	131	207	264	318
管理费用	100	106	167	223	282
财务费用	20	18	27	29	23
资产减值损失	10	3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	116	158	268	381	505
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	270	384	507
所得税	22	30	50	71	93
净利润	106	131	221	313	414
少数股东损益	(0)	2	3	6	10
母公司所有者净利润	106	129	217	307	404
EPS (元)	0.26	0.25	0.39	0.55	0.72

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	30%	5%	64%	35%	25%
营业利润	13%	36%	70%	42%	32%
净利润	24%	22%	69%	41%	32%
获利能力					
毛利率	36.5%	38.7%	38.0%	37.8%	38.0%
净利率	10.1%	11.8%	12.1%	12.6%	13.3%
ROE	14.1%	15.2%	20.9%	24.4%	26.2%
ROIC	11.8%	12.2%	16.1%	18.6%	21.0%
偿债能力					
资产负债率	38.6%	41.5%	46.5%	47.9%	45.6%
净负债比率	16.7%	17.8%	19.8%	19.1%	15.2%
流动比率	1.9	1.9	1.7	1.7	1.8
速动比率	1.5	1.5	1.3	1.2	1.3
营运能力					
资产周转率	0.9	0.7	0.9	1.0	1.0
存货周转率	3.4	3.0	3.7	3.4	3.3
应收帐款周转率	3.0	2.4	2.9	2.9	2.9
应付帐款周转率	5.1	3.6	4.1	3.8	3.7
每股资料(元)					
每股收益	0.26	0.25	0.39	0.55	0.72
每股经营现金	-0.07	0.21	0.11	0.31	0.40
每股净资产	1.86	1.63	1.85	2.24	2.74
每股股利	0.00	0.08	0.12	0.16	0.22
估值比率					
PE	36.8	39.3	25.1	17.8	13.5
PB	5.2	6.0	5.2	4.3	3.5
EV/EBITDA	36.2	28.6	17.5	13.0	10.3

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。

王晶晶，华中科技大学管理学硕士，2007 年加盟招商证券，现任建材行业研究员。

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。