

建材/原材料

濮耐股份(002225)

毛利率创历史新高，市占率有望加速提升

——2020年三季度报点评

 鲍雁辛(分析师)	黄涛(分析师)
 0755-23976830	021-38674879
 baoyanxin@gjas.com	huangtao@gjas.com
证书编号 S0880513070005	S0880515090001

本报告导读:

公司公布 2020 年三季度报，构建“企业生态圈”，市占率有望迈入增长快车道，维持“增持”评级。

投资要点:

- **维持“增持”评级。**公司公布 2020 年三季度报，实现收入 30.70 亿，同降 1.71%；归母净利润为 2.45 亿元，同增 20.46%，EPS 为 0.24 元，符合市场预期。受疫情影响，我们维持 2020-2022 年 EPS 预测 0.30、0.38、0.50 元，维持目标价 6.00 元。
- **收入 Q3 基本维持稳定，Q4 收入可能增速抬升。**我们认为 Q3 收入基本维持了 19 年水平，而考虑到公司在逐步构建“企业生态圈”拓展新市场，并且四季度部分钢厂集中招标，四季度收入增速有望抬升。
- **毛利率创历史新高，汇兑损失影响 Q3 净利润。**公司 Q3 毛利率为 32.75%，同增 0.52%，环比增长 4.5%。我们观察到财务费用率 Q3 同增 4.1%（判断可能是人民币升值导致汇兑损失增加），也导致在毛利率大幅提升的情况下，净利率同比仅提升 0.35% 至 8.07%。我们认为剔除汇兑损益的影响，整个公司三季度归母净利润的增幅明显增长。我们判断四季度汇兑损益可能恢复正常，四季度公司的净利润有望显现弹性。
- **构建“企业生态圈”，市占率有望迈入增长快车道。**我们观察到濮耐近期提出“企业生态圈”的概念，或预示公司重大战略结构调整。企业生态圈将具备成本优势的中小竞争对手变为生态圈一员，叠加濮耐的技术、影响力，有望实现互补效应，实现共赢。我们判断濮耐或迈入市占率提升的快车道。
- **风险提示：**产业链延伸不达预期，宏观经济大幅下行。

财务摘要(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,888	4,140	5,380	7,263	9,446
(+/-)%	38%	6%	30%	35%	30%
经营利润(EBIT)	394	356	414	515	664
(+/-)%	81%	-10%	16%	24%	29%
净利润(归母)	222	252	313	397	516
(+/-)%	898%	14%	24%	27%	30%
每股净收益(元)	0.21	0.24	0.30	0.38	0.50
每股股利(元)	0.07	0.07	0.09	0.11	0.14

利润率和估值指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营利润率(%)	10.1%	8.6%	7.7%	7.1%	7.0%
净资产收益率(%)	8.4%	8.9%	9.9%	11.1%	12.5%
投入资本回报率(%)	10.3%	8.8%	11.0%	12.1%	13.6%
EV/EBITDA	8.89	10.31	8.30	6.60	4.67
市盈率	22.82	20.04	16.14	12.73	9.80
股息率(%)	1.4%	1.4%	1.8%	2.3%	2.9%

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 6.00

上次预测: 6.00

当前价格: 5.08

2020.10.23

交易数据

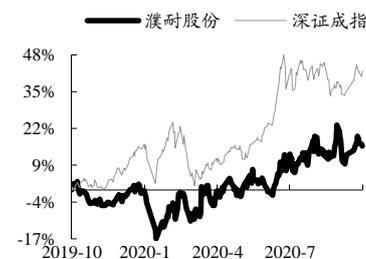
52 周内股价区间(元)	3.56-5.22
总市值(百万元)	5,065
总股本/流通 A 股(百万股)	1,034/835
流通 B 股/H 股(百万)	0/0
流通股比例	81%
日均成交量(百万股)	11.80
日均成交值(百万元)	57.38

资产负债表摘要

股东权益(百万元)	2,827
每股净资产	2.73
市净率	1.8
净负债率	13.86%

EPS(元)	2019A	2020E
Q1	0.06	0.07
Q2	0.07	0.09
Q3	0.07	0.08
Q4	0.05	0.06
全年	0.24	0.30

52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-6%	3%	14%
相对指数	-9%	2%	-29%

相关报告

迈入存量博弈，龙头开启变革大时代
2020.09.15

模型更新时间: 2020.10.22

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: **6.00**

上次预测: 6.00

当前价格: **5.08**

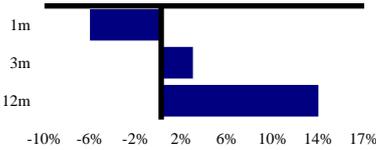
公司网址

www.punai.com

公司简介

公司是目前国内主要的功能耐火材料、不定形耐火材料生产企业之一,是国内主要的钢铁行业用耐火材料制品供应商,其拳头产品钢铁炉外精炼透气砖国内市场份额领先。公司主营业务为研制、生产和销售定型、不定形耐火材料、功能耐火材料及配套机构,并承担各种热工设备耐火材料设计安装、施工服务等整体承包业务,目前已为世界钢铁百强企业中的大多数提供优质产品和完善服务。

绝对价格回报 (%)



52周内价格范围

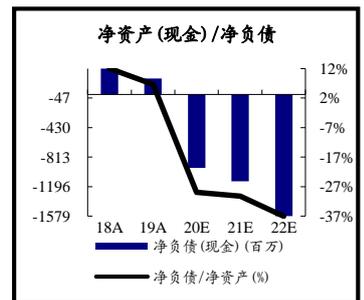
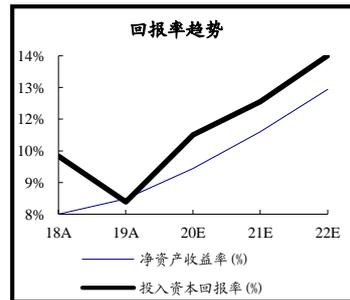
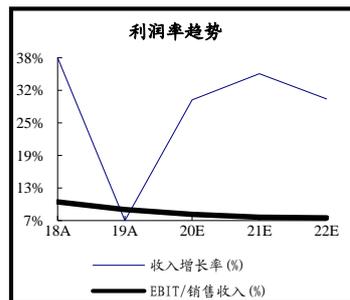
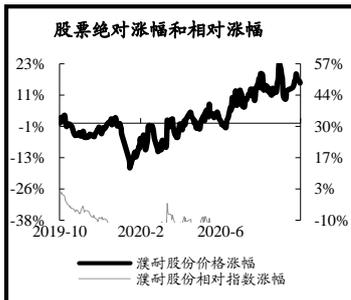
3.56-5.22

市值(百万)

5,065

财务预测 (单位: 百万元)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
损益表					
营业总收入	3,888	4,140	5,380	7,263	9,446
营业成本	2,740	2,919	3,827	5,211	6,783
税金及附加	33	35	59	80	104
销售费用	352	404	525	708	921
管理费用	199	234	304	410	534
EBIT	394	356	414	515	664
公允价值变动收益	-2	2	0	0	0
投资收益	2	2	3	4	6
财务费用	21	29	10	0	0
营业利润	276	299	369	466	604
所得税	30	31	38	49	63
少数股东损益	9	10	12	15	19
净利润	222	252	313	397	516
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	271	415	982	1,155	1,606
其他流动资产	57	58	58	58	58
长期投资	5	9	9	9	9
固定资产合计	630	720	806	921	1,067
无形及其他资产	427	480	525	570	615
资产合计	5,292	5,724	6,118	7,526	9,192
流动负债	2,456	2,645	2,695	3,668	4,774
非流动负债	61	91	91	91	91
股东权益	2,774	2,987	3,331	3,767	4,326
投入资本(IC)	3,380	3,608	3,360	3,796	4,356
现金流量表					
NOPLAT	349	318	370	460	594
折旧与摊销	87	94	81	81	81
流动资金增量	-233	-667	-1,045	2	-183
资本支出	-109	-354	-207	-207	-206
自由现金流	94	-609	-801	337	285
经营现金流	471	574	1,463	491	797
投资现金流	-107	-336	-204	-203	-201
融资现金流	-343	-87	-692	-115	-145
现金流净增加额	21	151	566	173	452
财务指标					
成长性					
收入增长率	38.1%	6.5%	29.9%	35.0%	30.1%
EBIT 增长率	80.6%	-9.8%	16.3%	24.4%	29.0%
净利润增长率	898.3%	13.9%	24.1%	26.8%	29.9%
利润率					
毛利率	29.5%	29.5%	28.9%	28.2%	28.2%
EBIT 率	10.1%	8.6%	7.7%	7.1%	7.0%
净利润率	5.7%	6.1%	5.8%	5.5%	5.5%
收益率					
净资产收益率(ROE)	8.4%	8.9%	9.9%	11.1%	12.5%
总资产收益率(ROA)	4.4%	4.6%	5.3%	5.5%	5.8%
投入资本回报率(ROIC)	10.3%	8.8%	11.0%	12.1%	13.6%
运营能力					
存货周转天数	172.9	153.4	0.0	0.0	0.0
应收账款周转天数	138.3	126.4	145.0	148.0	142.0
总资产周转天数	496.8	504.6	415.1	378.3	355.2
净利润现金含量	2.1	2.3	4.7	1.2	1.5
资本支出/收入	2.8%	8.5%	3.9%	2.8%	2.2%
偿债能力					
资产负债率	47.6%	47.8%	45.6%	49.9%	52.9%
净负债率	12.1%	6.9%	-28.6%	-29.9%	-36.5%
估值比率					
PE	22.82	20.04	16.14	12.73	9.80
PB	1.73	1.56	1.60	1.41	1.23
EV/EBITDA	8.89	10.31	8.30	6.60	4.67
P/S	1.12	1.22	0.94	0.70	0.54
股息率	1.4%	1.4%	1.8%	2.3%	2.9%



本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

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作为作出投资决策的唯一参考因素，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

	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。	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
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。	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

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 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甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		