

公司研究/首次覆盖

2020年12月31日

建材/专用材料

投资评级: 买入 (首次评级)

当前价格(元): 4.56  
目标价格(元): 5.59

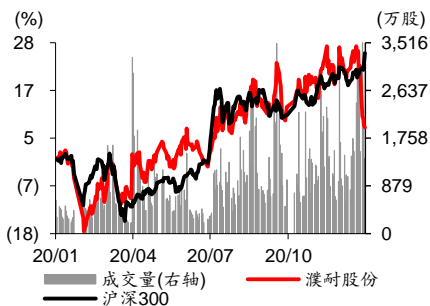
**武慧东** SAC No. S0570520100004  
研究员 010-56793963  
wuhuidong@htsc.com

**方晏荷** SAC No. S0570517080007  
研究员 SFC No. BPW811  
0755-22660892  
fangyanhe@htsc.com

**张艺露** SAC No. S0570520070002  
研究员 18515893331  
zhangyilu@htsc.com

**林晓龙** SAC No. S0570120090022  
联系人 13661352985  
linxiaolong@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

## 生态圈拓增量市场, 原料有望放量

### 濮耐股份(002225)

**市占率提升节奏有望加快, 原材料板块贡献弹性, 给予“买入”评级**

公司19年钢铁耐材收入33.2亿, 国内前二。整包渗透率持续提升、政策推进行业改革力度有望加大, 行业龙头受益。公司20年提出公司/合作企业/客户可实现“三赢”的生态圈模式拓增量市场, 市占率提升节奏或提速。20年西藏/青海基地生产迈入正轨, 镁质耐材原料产量或有明显提升, 辽宁再次开启菱镁产业整合, 镁质耐材原料价格上涨短期或持续, 原材料板块业绩有望明显改善。我们预计公司20-22年EPS分别为0.30、0.43、0.57元, 归母净利润Cagr 31.7%, 优于可比公司(Cagr均值20.2%), 认可给予21年13x PE(可比公司均值9x), 目标价5.59元, 给予“买入”评级。

**耐材行业变革, 行业龙头受益**

耐材行业变革体现在: 1) 整体承包模式接受度较高, 为行业趋势, 渗透率仍有较大提升空间, 行业龙头整包服务能力更强; 2) 前期行业集中度提升节奏低于政策预期(19年CR10预计不超17%, vs《工信部关于促进耐火材料产业健康可持续发展的若干意见》希望20年CR10市占率达45%), 后续供给侧改革力度有望加大; 3) 17年前后耐材原料价格大幅波动致部分中小企业履约能力受损, 客户加速向行业龙头靠拢, 中小企业生存空间持续受挤压。耐材行业变革, 我们认为龙头将明显受益。

**生态圈模式拓增量市场, 市占率提升或加速**

公司耐材制品品类齐全、整包剪服务能力强, 20年提出通过生态圈模式, 拓展前期未重视的中小型增量客户(对价格相对更敏感), 联合行业内具备独特竞争优势但提供全套整包剪服务能力存在不足的企业, 组成联合体共同开拓增量客户。该模式对公司、合作企业及新服务客户为“三赢”模式, 或对行业产生较大影响, 公司后续市占率提升节奏加快(按耐材制品产量计, 公司19年市占率约2.3%, 较12年提升0.6pct)。

**西藏/青海基地逐步放量, 原材料板块业绩或明显改善**

公司前期原材料板块业务主要由华银高新材料和琳丽矿业贡献, 18年以来镁质耐材价格一路下行致该板块收入及利润率均承压。19年公司收购西藏翔晨镁业68%股权, 20年起随着新增耐材原料加工生产线的建成投产及配套青海镁质耐材原料加工生产线陆续投产, 20年试生产为主, 21年西藏/青海基地耐材原料产量较有望明显提升(预计镁质耐材原料产量增幅超100%)。近期辽宁开启新一轮菱镁产业整合, 近期镁砂价格已有明显涨幅上涨(截止12月30日, 97号电熔镁砂最新价格较9月8日内低点上涨近50%), 我们判断有一定持续性, 原材料板块利润率有望修复。

风险提示: 钢铁行业景气度下行, 原材料价格、汇率大幅波动、疫情风险。

### 公司基本资料

总股本(百万股)	1,010
流通A股(百万股)	811.94
52周内股价区间(元)	3.56-5.39
总市值(百万元)	4,607
总资产(百万元)	6,140
每股净资产(元)	2.88

资料来源: 公司公告

### 经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,863	4,140	4,253	5,240	6,175
+/-%	37.25	7.17	2.73	23.20	17.84
归属母公司净利润(百万元)	225.39	252.27	305.43	431.98	576.71
+/-%	915.79	11.93	21.07	41.43	33.50
EPS(元, 最新摊薄)	0.22	0.25	0.30	0.43	0.57
PE(倍)	20.53	18.34	15.15	10.71	8.02

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

## 报告核心要点

### 核心推荐逻辑

**耐材行业变革，行业龙头明显受益。**耐材行业变革主要聚焦于：1) 整体承包模式接受度较高，为行业趋势，其渗透率仍有较大提升空间；2) 前期行业集中度提升节奏低于政策预期（19 年 CR10 预计不超 17%，vs 《工信部关于促进耐火材料产业健康可持续发展的若干意见》希望 20 年 CR10 市占率达 45%），后续供给侧改革力度有望加大，中小企业淘汰节奏有望加快；3) 17 年前后耐材原料价格大幅波动致部分中小企业履约能力受损，客户加速向行业龙头靠拢。耐材行业变革，我们认为行业龙头或明显受益。

**生态圈模式拓增量市场为公司/合作企业/客户“三赢”，市占率提升节奏有望加快。**公司 20 年提出生态圈模式，我们认为其或成为破局行业集中度提升的有效方案。生态圈模式聚焦公司前期未覆盖的增量市场（中小型客户为主，对价格相对更敏感），联合行业内具备独特竞争优势但提供全套整包服务能力存在不足的企业，组成联合体共同开拓增量客户。该模式对公司、合作企业及新服务客户为“三赢”模式，有望助公司市占率提升节奏加快（按耐材制品产量计，公司 19 年市占率约 2.3%，较 12 年提升 0.6pct）。

**西藏/青海基地产能进入释放期，镁质耐材迎来涨价，原材料板块业绩或明显改善。**18 年以来镁质耐材原料价格一路下行致公司原材料板块收入及利润率承压。19 年公司收购西藏翔晨镁业 68% 股权（拥有西藏卡玛多菱镁矿采矿权），20 年起其耐材原料加工生产线建成投产，同时配套青海镁质耐材原料加工生产线陆续建成投产，21 年西藏/青海基地耐材原料产量较有望明显提升（预计镁质耐材原料产量增幅超 100%）。近期辽宁开启新一轮菱镁产业整合，有 17 年经验，本轮整合效果值得期待，近期镁砂价格已有明显涨幅上涨（截止 12 月 30 日，97 号电熔镁砂最新价格较 9 月 8 日内低点上涨近 50%），我们判断有一定持续性，原材料板块利润率有望修复。

### 区别于市场的观点

**市场对耐材行业变革影响认识不足。**我们认为整包模式已较广泛被接受（尤其是钢铁领域），同时整包模式渗透率仍有较大提升空间，市场对此认识较弱。同时我们认为后续耐材行业供给侧改革力度有望加大、中小企业履约能力受损带来下游客户加速向行业龙头靠拢，龙头市占率提升节奏有望加快。市场对此认识不足。

**市场对生态圈模式概念及其效果认知较弱。**公司 20 年首次提出生态圈模式，市场对此关注度较低。我们认为生态圈模式或为破局前期行业集中度提升节奏较慢的有效解决方案，该模式对公司、合作企业及新服务客户为“三赢”模式，或可有效扩大公司客户覆盖度，加快公司市占率提升节奏。

**市场对公司原材料板块业绩弹性认知不足。**西藏/青海基地产能逐步释放，有望驱动原材料板块收入较快增长。辽宁新一轮菱镁产业整合，已带动镁砂价格上涨，我们判断或有一定持续性，原材料板块利润率有望明显修复。市场对此认知较弱。

## 生态圈拓增量市场，市占率提升节奏有望加快，期待原料放量 耐材行业龙头之一，制品出口舵手

**钢铁耐材制品龙头之一，出口规模行业第一。**濮耐股份前身为成立于 1988 年的濮阳县耐火材料厂，公司实控人为刘百宽家族，持有公司股权占比约 27%。公司主营产品为耐材制品及原料，约 85% 用于钢铁冶炼领域（钢铁冶炼全流程环节），是国内耐材制品领域龙头之一。国内耐材制品销售模式以整包为主（合同通常一年一签），海外主要为直销模式，19 年整体收入中整包模式收入约 20.3 亿，占总收入比例为 49.1%（同比提升 5.0pcts）。公司于 2008 年在深交所上市，近年通过并购布局耐材制品上游环节，镁质耐材矿石及原料基本实现自给自足。公司是海外龙头，19 年公司海外收入为 8.2 亿（占总收入比例 19.7%），近年海外收入占比总体稳定在 20% 左右（20 年出口阶段性受疫情影响，20H1 海外收入占比同减 1.4pct 至 18.5%），是国内耐材制品出口规模最大的企业。

图表30：濮耐股份股权结构（截止 2020.10.31）



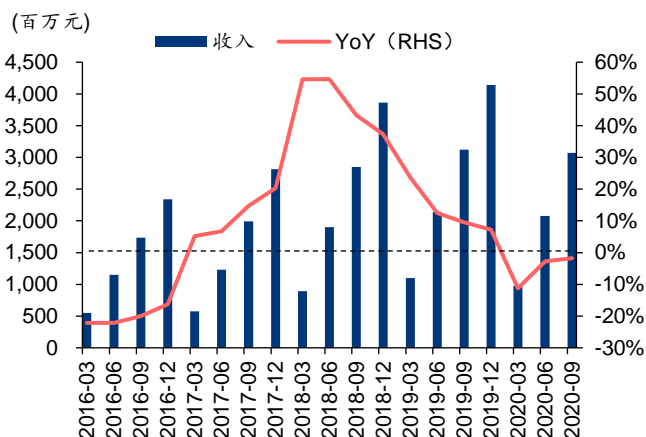
注 1：刘百宽家族直接持有公司 26.8% 股权，其中董事长刘百宽直接持有公司 14.2%。

注 2：郭志彦先为公司监事会主席/工会主席/党委书记，郑化轲为公司董事/环保耐材事业部总经理及部分子公司负责人。

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

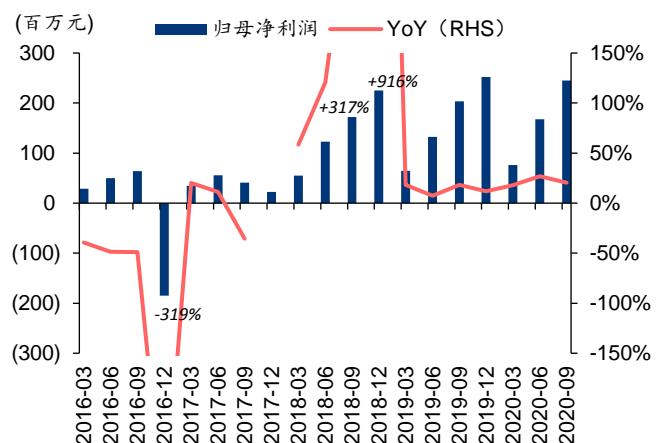
**耐材制品收入承压，毛利率基本稳定。**钢铁行业受益供给侧改革，17-18 景气度快速提升，公司收入/净利大幅好转；19 年钢铁行业景气下行致耐材行业整体承压，叠加 20 年新冠疫情对海外需求影响较大，收入承压，但随着原材料板块新生产线逐步投产及环保材料板块效益提升，公司整体盈利能力提升。19 年及 20Q1-Q3 公司收入分别为 41.4、30.7 亿，分别同增 7.2%、-1.7%；19 年及 20Q1-Q3 公司归母净利润分别为 2.5、2.5 亿，分别同增 11.9%、20.5%，归母净利率分别为 6.1%、8.0%。公司收入主要来自耐材制品，包括定型耐材制品、不定形耐材制品及功能耐材制品，19 年三者收入占总收入比例分别为 45%、25%、26%，功能耐材制品因技术壁垒更高，利润率相对更高。19 年定型、不定形及功能耐材制品毛利率分别为 23.9%、29.0%、38.1%，近年总体平稳。

图表31：公司收入及同比增速（季度累计）



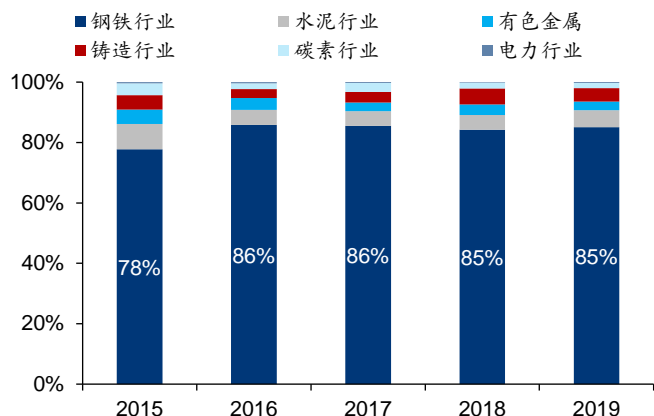
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表32：公司归母净利润及同比增速（季度累计）



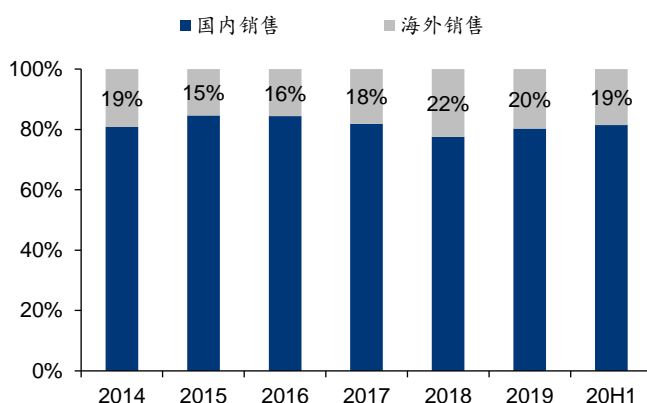
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表33: 公司收入结构(按下游分布)



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

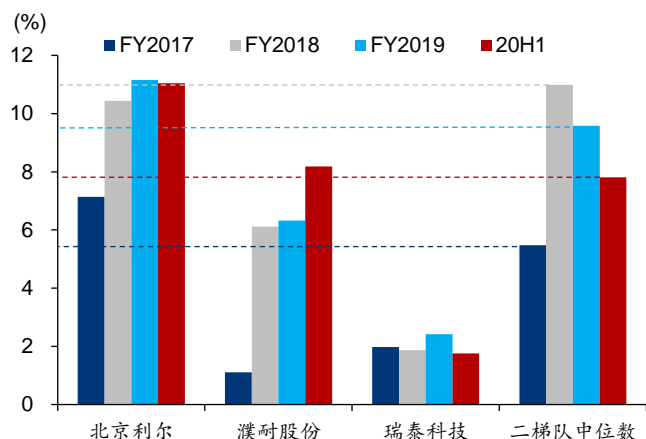
图表34: 公司收入国内、国外构成



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

公司近年净营业周期稳步缩短, 净利率稳步改善。公司 19 年及 20H1 净营业周期分别为 159、134 天, 近年稳步缩短, 显示公司经营质量稳步提升。公司净营业周期仍长于北京利尔 (101、102 天)、瑞泰科技 (110、110 天) 仍有一定差距, 但明显优于行业第二梯队中位数 (选取新三板上市企业作为代表, 同期分别为 180、216 天)。经营质量提升带动减值损失对利润侵蚀减少及管理提效, 公司近年净利率稳步改善, 19 年及 20H1 公司净利率分别为 6.3%、8.2%, 较北京利尔仍有一定差距 (同期分别为 11.2%、11.0%)。

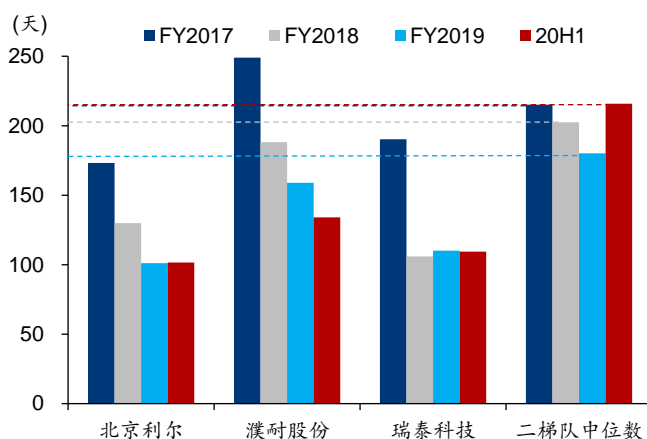
图表35: 北京利尔/濮耐股份/瑞泰科技与三板耐材企业净利率比较



注: 二梯队指新三板上市耐材制品企业 (详见行业部分)。

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表36: 北京利尔/濮耐股份/瑞泰科技与三板耐材企业净营业周期比较

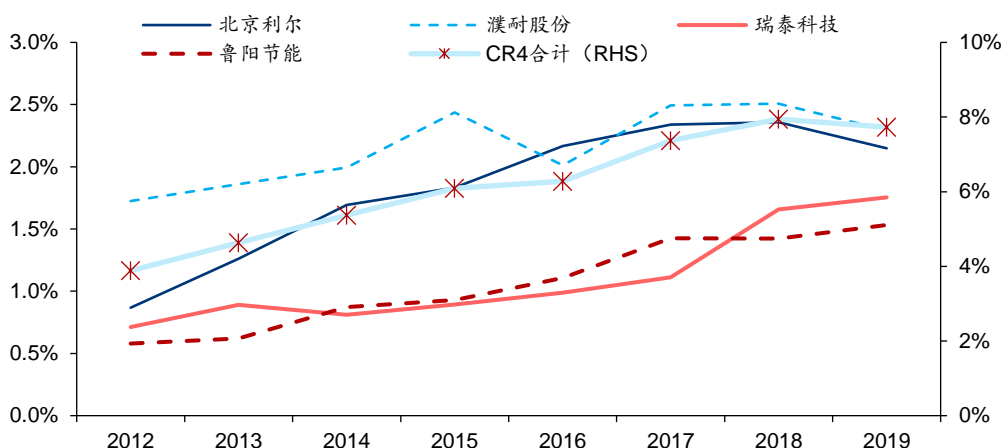


注: 净营业周期=应收账款周转天数+存货周转天数-应付账款周转天数; 二梯队指新三板上市耐材制品企业 (详见行业部分)。

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

### 耐材行业变革龙头受益, 公司推广生态圈模式, 市占率有望加速提升

我国耐材行业集中度较低, 行业龙头市占率趋势性提升。我国高温工业发展历史相对较短, 耐材制品行业仍相对分散。19 年国内耐火制品相关企业接近 2,000 家, 国内全行业产值 2,069 亿, 其中 73 家重点耐材企业收入 568 亿, 仅占 27.4%, 行业龙头濮耐股份、北京利尔、瑞泰科技、鲁阳节能 (为非钢领域龙头, 其他公司钢铁耐材制品均贡献核心收入及利润) 19 年耐材制品产量占全行业产量比例分别仅 2.0%、1.8%、1.9%、1.0%, 合计占比 7.7%, 较 12 年提升 3.8pct, 近年总体延续市占率提升趋势。

**图表37：耐火材料龙头企业市场占有率变化（耐材制品产量口径）**


资料来源：各公司公告，中国耐材工业协会，华泰证券研究所

规模较大的耐材制品企业近年份额提升主要为被动提升，主要源于：1) 整包模式渗透率在提升，规模较大企业耐材制品品类更全且服务能力更强，因而更优优势；2) 环保要求及新建产能门槛抬升致规模较小企业被动退出市场；3) 原材料价格阶段性大幅波动削弱中小企业履约能力，加速淘汰中小企业。利尔、濮耐为代表的行业龙头前期主动通过加剧竞争等手段提升市占率的意愿相对较弱，经营延续稳健思路，重视利润率、回款及客户质量。15 年以来国家推进的多行业供给侧改革带动钢铁、水泥、玻璃等耐材制品主要下游领域景气回升。CR4 相对保守的经营思路及下游维持较高景气度带动市场规模扩大，因而 CR4 市占率提升速度并不快，19 年 CR4 市占率甚至小幅下降 0.2pct 至 7.7%。

我们认为后续耐材制品龙头后续份额提升节奏有望加快，主要基于：

1) 近期行业龙头经营思路出现积极变化。如北京利尔 19 年提出“三个一百”战略目标并大力推进、濮耐股份 20 年提出“生态圈模式”重点拓展前期末重视的增量市场等。

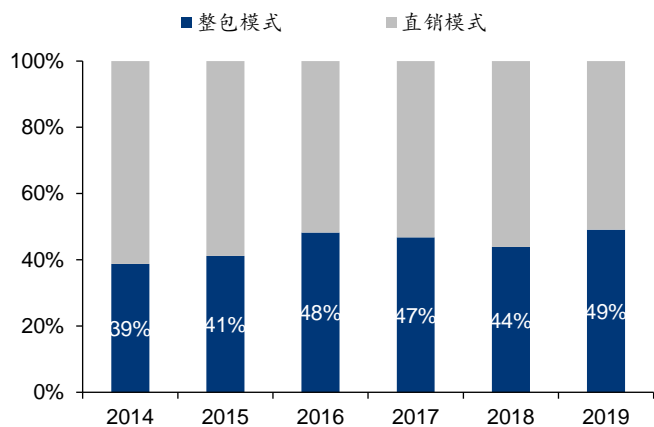
2) 整包模式为行业大趋势，整包服务渗透率仍有较大提升空间。考虑到：a) 大型钢厂以国企为主，耐材供应商数量繁多，现阶段已有明显压减，后续压减空间仍大；b) 后续钢铁行业集中度提升值得期待，大企业对有实力的耐材供应商提供整包服务需求迫切度提升。整包模式仍有较大提升空间，行业龙头因品类齐全、技术优势、整包服务能力等更优优势，中小耐材企业生存空间受挤压。龙头企业提升现有客户占有率<sup>3</sup>、逐步进入新客户供应体系（尤其是近年扩张快速的民营钢厂），成长空间广阔。

3) 前期行业集中度提升节奏低于政策预期，“十四五”及之后政策导向变化值得期待。13 年工信部发布《促进耐火材料产业健康可持续发展的若干意见》，力争到 15 年，形成 2~3 家具有国际竞争力的企业，前 10 家企业产业集中度提高到 25%；力争到 20 年 CR10 产业集中度提高到 45%。同时明确要大力推进联合重组（横向、纵向），并强化节能降耗、严格环保管理等方式逐步抬高行业进入门槛，淘汰落后产能。此后，工信部、发改委、生态环境部及部分地方政府陆续出台相关配套文件推进耐材行业供给侧结构改革。我们测算 19 年 CR10 行业市占率低于 17%，明显低于政策预期。考虑到行业产能仍总体过剩，后续供给侧改革力度有望加码，行业门槛进一步抬升，龙头受益。

<sup>3</sup> 濮耐股份 19 年收入前五大客户分别为宝武集团、沙钢股份、安阳钢铁、山东钢铁、河钢集团，假设吨钢耐材支出 60 元，测算收入对应粗钢产量分别为 1,539、361、319、283、259 万吨，占各客户当年粗钢产量比例分别为 23%、10%、30%、10%、6%（可认为在其内部市占率）。

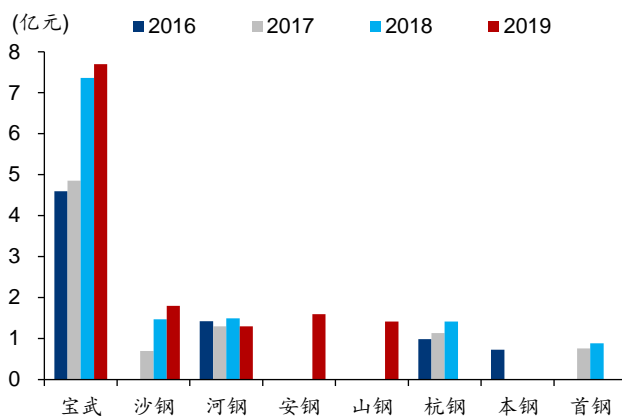
公司整包实力强，19 年收入占比 49.1%。濮耐股份为国内耐材行业率先尝试整包模式的企业之一，整包服务能力处于国内第一梯队。19 年公司收入中整包模式占比为 49.1%，较 18 年提升 5.0pct。其中其服务的国内钢铁企业客户中（公司钢铁领域收入占比近年稳定在 85%左右），整包模式占比约 90%，覆盖主流大中型钢企。钢铁领域公司可提供钢铁冶炼全流程整包服务。此外，水泥生产领域亦可提供水泥窑整体承包服务。

图表38：濮耐股份整包模式收入占比



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表39：濮耐股份主要钢铁企业客户近年收入情况



注：宝武指宝武集团（未上市），其中 16 年数据为宝钢和武钢之和；沙钢指沙钢股份（002075 CH）；河钢指河钢股份（000709 CH）；安钢指安阳钢铁（600509 CH）；山钢指山东钢铁（600022 CH）；杭钢指杭钢股份（600126 CH）；本钢指本钢板材（000761 CH），首钢指首钢股份（000959 CH）

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

推广生态圈模式拓增量市场，市占率提升节奏有望加快。行业发展趋势角度，龙头企业市场份额提升为长期趋势，源于：1) 整包模式逐步替代为确定性趋势；2) 环保要求提升，行业进入门槛抬升；3) 中小型耐材企业受抵御原材料价格波动能力较弱，且对下游客户议价能力更弱，成本转嫁能力更弱。濮耐股份 20 年提出通过推进生态圈模式，拓展前期未重点覆盖的增量市场（前期未重点覆盖的中小型客户，对价格相对更敏感）。通过联合行业内具备独特优势的企业资源（如特定产品成本有明显优势），重点开拓前期未重视的中小型客户，保持盈利能力的基础上服务客户面明显拓宽。生态圈模式对合作企业有排他性约束，同时公司在资金层面给予支持。生态圈模式对濮耐股份及合作企业为“双赢”模式，后续濮耐股份提升行业市占率节奏有望加快（按耐材制品产量计，公司 19 年市占率约 2.3%，较 12 年提升 0.6pct）。我们预计 20 年底/21 年初将看到采用生态圈模式拓增量市场的初步效果。

图表40：生态圈模式与传统外协采购区别

	生态圈模式	外协采购
聚焦市场	增量客户，主要为公司前期战略性放弃的市场，如中小型钢铁企业，对耐材制品价格相对更敏感	存量市场，主要为公司现有客户，部分产品公司不生产或外部采购更划算
合作企业	a) 在部分耐材制品/耐材原料等环节具有明显成本优势，但使用整包模式独立服务客户有难度； b) 拥有其他独特禀赋的企业，如在部分产品研发环节有明显优势	主要聚焦技术附加值较低，且公司没有成本优势的产品，质量符合公司要求。企业不限制
投标	联合体一起投标，公司与客户签署合同	公司独立投标，独立签署合同
排他性	合作企业有排他性要求，公司基本承包生态圈内企业全部或大部分产能	没有排他性要求
采购价格	较合作企业自主对外销售价格有一定下浮	与合作企业向其他客户销售价格基本一致
价款结算	合同开始执行后，公司会给予合作企业一定比例预付款，后续结算与外协采购模式一致	基本按照客户与公司结算节奏，进行结算（或略有滞后）

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

## 西藏/青海基地逐步放量，原材料板块业绩或明显改善

镁质耐材原料自给自足，西藏/青海基地步入正轨。耐材原料及上游矿石领域，由公司专门成立的原材料事业部统筹。公司于 2011 年并购海城琳丽矿业，涉足菱镁矿石开采及氧化镁质原料加工；同年控股华银高新材料，布局铝质耐材原料加工环节。17 年公司控股新疆秦翔（拥有新疆哈勒和特采矿权），布局优质矿山资源，但因生态保护区划定等事项，现阶段矿山建设及配套加工生产线建设处于停滞状态。19 年公司重新收购已取得卡玛多菱镁矿采矿权的西藏翔晨镁业 68% 股权，20 年起随着新增耐材原料加工生产线的建成投产，同时配套青海镁质耐材原料等加工生产线陆续建成投产，西藏/青海基地轻烧镁砂、电熔镁砂等产品逐步放量。现阶段公司镁质耐材原料基本实现自给自足，后续对外销售比例或有提升。

19 年/20H1 公司原材料事业部收入 4.9 亿、1.9 亿（含内部供应），分别同减 21.5%、32.3%；近年主要贡献均来自华银高新材料及琳丽矿业。18 年以来镁砂为代表的耐材原料价格持续下降，对其盈利能力产生明显影响。

### 21 年原材料板块业绩有望明显改善，源于：

- 1) 西藏及青海生产基地产能继续爬坡致镁质原料等产量大幅提升。公司青海基地（使用西藏基地菱镁矿矿石及粗加工原料产品）主要产品轻烧氧化镁、高纯氧化镁、大结晶电熔氧化镁等镁质耐材原料，20 年以试生产为主，结合公司规划，我们预计西藏/青海基地镁质耐材原料产量较 20 年增幅或超 100%，同时有望开拓其他产品。现阶段公司已基本实现镁质原料自给自足，后续随着镁质耐材原料产量快速增加，外销占比或提升。
- 2) 辽宁省已经开始进行新一轮政策整合，通过供给侧改革的方式推进省内菱镁矿及相关产业健康发展。前期因无序生产致镁质耐材原料价格 18 年以来一路走低，行业生态明显恶化。有前期经验，后续政策效果值得期待，近期镁砂价格已开始上涨（如截止 20 年 12 月 30 日，97 号电熔镁砂中国出厂价中间价为 3,800 元/吨，较 20 年 9 月 8 日年内低点价格 2,550 上涨 1,250 元/吨，涨幅接近 50%），我们判断有一定持续性<sup>4</sup>。镁质耐材原料价格回暖有望明显改善原材料板块盈利能力。

图表 41： 濮耐股份耐材制品上游采矿及耐材原料布局

主体名称	地点	股权结构	主要介绍
华银高新材料	辽宁海城	濮耐股份 95%、辽宁翔晨 5%	耐材原料加工企业，3 万吨板刚玉（氧化铝含量 99% 以上）生产线已技改，可满足公司板刚玉原料自给自足
琳丽矿业	辽宁海城	濮耐股份 51%、海城铔宇公司 49%	海城拥有金星福利耐火材料厂菱镁矿，主要产品包括重烧镁砂/中档镁砂/高纯镁砂/电熔镁砂/造渣球等，年产各种粒度镁砂 5 万吨，各种产品总产量 30 万吨，年出口量约 10 万吨
青海濮耐	青海民和县	濮耐股份全资持有	12 年注册成立，产品原料主要来自翔晨镁业，高档镁质原料加工基地，产品包括轻烧氧化镁（回转炉，年产能 3 万吨，20 年已稳定生产）、高纯氧化镁（年产能 8 万吨，20H2 稳定生产）、大结晶电熔氧化镁（年产能 5 万吨，20H2 开始爬坡）、电工级氧化镁（预计 21H1 末投产）
翔晨镁业	西藏昌都市	濮耐股份 68%、昌都市投资公司 26%、类乌齐县汇鑫资管 6%	已取得西藏类乌齐县卡玛多菱镁矿采矿许可证，矿山核定产能 100 万吨/年，产品主要包括轻烧氧化镁及电熔镁砂，一期稳定生产（轻烧氧化镁，竖窑），二期 19 年 11 月建成投产（轻烧氧化镁，竖窑），一二期年产能 18 万吨；三期 20 年 10 月投产（电熔氧化镁），年产能 4 万吨
新疆秦翔	新疆巴州和静县	濮耐股份 52.49%、和静县希望投资公司 15.28%	已取得新疆哈勒和特菱镁矿采矿许可证，矿山核定生产规模 140 万吨/年；矿山建设及镁质原料建设现阶段处于停工状态

注：表格中提到的公司除濮耐股份外，其他均未上市。

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

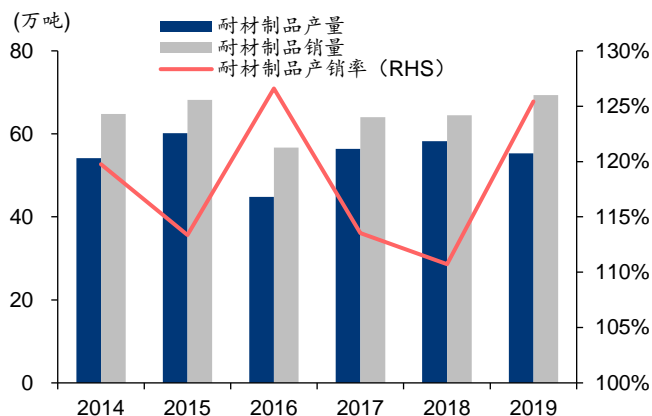
<sup>4</sup> 参考《21 年镁砂价格中枢或高于 20 年》，华泰建筑建材团队，2020.12.16

## 盈利预测及估值

核心假设：

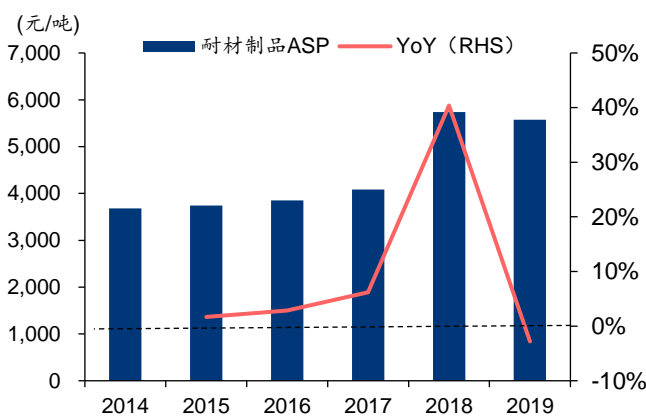
1. **收入：**整体而言，20年疫情对国内钢铁行业冶炼生产影响不大，但对海外需求冲击较大。19年初，公司明确未来五年战略目标，目标23年企业营收达100亿（vs 19年为41.4亿），并进入世界耐材行业前三名。判断公司后续将重点推进生态圈模式拓展增量市场，市场份额提升节奏有望加快，同时或会适时推进并购重组，对产业资源进行整合。a) 耐材制品角度，预计国内仍以整包模式为主，现有客户推进份额提升，同时拓展新增客户力度会加大；海外销售网络布局基本完成，20年受疫情影响，海外需求阶段性承压，21年有望恢复正增长。预计20-22年耐材制品销量增速分别为-4%、15%、12%，预计耐材制品ASP（平均销售单价）总体延续前期向上趋势（14-19年Cagr为8.7%，主因高端耐材占比提升，其中18年大幅上涨源于辽宁菱镁产业整治带动镁质耐材原料及耐材制品价格大幅提升），辽宁开启新一轮菱镁产业整合有望电动镁质耐材制品价格中枢上移，高端耐材占比有望继续提升，我们预计20-22年耐材制品ASP增速均为5%。b) 其他耐材业务主要为耐材原料贡献，西藏/青海部分生产线20年试生产为主，后续随着产能逐步放量，收入有望提速，预计20-22年该业务收入增速分别为30%、50%、20%。

图表42： 澳耐股份耐材制品销量及产量



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表43： 澳耐股份耐材制品 ASP 及同比增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

2. **毛利率：**公司镁质耐材全产业链布局，矿石、原料基本自给自足；辽宁开启新一轮菱镁产业整治活动，后续镁质耐材原料价格中枢有望上移，公司耐材制品盈利能力有望小幅改善，非钢耐材效益改善效果逐步显现，我们预计耐材制品业务20-22年毛利率分别为30.5%、31.0%、32.0%（vs 19年为29.3%）。西藏/青海耐材原料产能爬坡，21年逐步放量，耐材原料业务盈利能力有望明显改善，我们预计其他耐材业务20-22年毛利率预计分别为35%、40%、41%（vs 19年为32.9%）。
3. **费用率：**考虑到公司稳步推进精细化管理模式，生产线智能化水平逐步提升，研发投入保持强度，在建工程支出高峰已过且后续净营业周期改善趋势有望延续，财务费用率有望下降，预计后续费用率稳中趋降。



图表44： 公司盈利预测核心假设

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
耐材制品销量 (万吨)	64.0	64.5	69.3	66.6	76.6	85.7
YOY	13.0%	0.6%	7.6%	-4.0%	15.0%	12.0%
耐材制品 ASP (元/吨)	4,086	5,736	5,576	5,854	6,147	6,454
YOY	6.2%	40.4%	-2.8%	5.0%	5.0%	5.0%
耐材制品收入 (百万元)	2,617	3,697	3,866	3,897	4,706	5,534
YOY	19.9%	41.3%	4.6%	0.8%	20.8%	17.6%
其他耐材业务收入 (百万元)	198	166	274	356	534	641
YOY	26.1%	-16.1%	43.5%	30.0%	50.0%	20.0%
<b>总营业收入 (百万元)</b>	<b>2,815</b>	<b>3,863</b>	<b>4,140</b>	<b>4,253</b>	<b>5,240</b>	<b>6,175</b>
<b>YOY</b>	<b>20.4%</b>	<b>37.3%</b>	<b>7.2%</b>	<b>2.7%</b>	<b>23.2%</b>	<b>17.8%</b>
耐材制品毛利率	30.7%	29.5%	29.3%	30.5%	31.0%	32.0%
其他耐材业务毛利率	16.8%	23.9%	32.9%	35.0%	40.0%	41.0%
<b>整体毛利率</b>	<b>29.7%</b>	<b>29.2%</b>	<b>29.5%</b>	<b>30.9%</b>	<b>31.9%</b>	<b>32.9%</b>
销售费用率	10.6%	8.8%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%
管理费用率	5.6%	4.9%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%
研发费用率	4.8%	4.4%	4.7%	4.7%	4.7%	4.7%
财务费用率	3.3%	0.5%	0.7%	0.6%	0.4%	0.3%
<b>四费费用率</b>	<b>24.3%</b>	<b>18.6%</b>	<b>20.8%</b>	<b>20.7%</b>	<b>20.5%</b>	<b>20.3%</b>
归母净利润 (百万元)	22	225	252	305	432	577
YoY	-112.0%	915.8%	11.9%	21.1%	41.4%	33.5%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

总体来看，公司耐材制品技术有优势，国内龙头地位稳固，生态圈模式有望加快市场份额提升节奏，原材料板块逐步放量贡献收入增量及利润弹性，我们预计公司 20-22 年收入分别为 42.5、52.4、61.8 亿（对应增速分别为 2.7%、23.2%、17.8%，20-22Cagr 为 14.3% vs 据 wind 一致预期北京利尔/鲁阳节能分别为 17.1%/ 15.6%），归母净利润分别为 3.1、4.3、5.8 亿（对应增速分别为 21.1%、41.4%、33.5%，20-22Cagr 为 31.7% vs 据 wind 一致预期北京利尔/鲁阳节能分别为 19.5%/ 19.7%），EPS 分别为 0.30、0.43、0.57 元。同业可比公司 2021 年 PE 平均为 8.9 倍（瑞泰科技无一致预期，取北京利尔和鲁阳节能均值），考虑到公司生态圈模式推进叠加原材料板块产能爬坡，致公司归母净利增速快于竞争对手，应较可比公司给予一定溢价，给予公司 2021 年 13 倍的 PE 估值水平，目标价为 5.59 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表45： 公司可比公司估值表（2020/12/31）

公司名称	股票代码	市值 (亿元)	收盘价 (元)	每股收益 (元/股)				P/E (x)				归母净利 Cagr (20-22 年)	PE/G
				19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E		
北京利尔	002392 CH	53.5	4.49	0.35	0.42	0.51	0.62	12.9	10.6	8.8	7.3	20.8%	0.4
瑞泰科技	002066 CH	20.3	8.80	0.11	n/a	n/a	n/a	79.3	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
鲁阳节能	002088 CH	40.1	11.09	0.94	0.99	1.23	1.61	11.8	11.2	9.0	6.9	19.7%	0.5
<b>平均值</b>								<b>34.6</b>	<b>10.9</b>	<b>8.9</b>	<b>7.1</b>	<b>20.2%</b>	<b>0.4</b>
濮耐股份	002225 CH	46.1	4.56	0.25	0.30	0.43	0.57	18.3	15.1	10.7	8.0	31.7%	0.34

注：除濮耐股份外，盈利预测均来自 Wind 一致预期

资料来源：Wind、Bloomberg、华泰证券研究所

### 风险提示

**钢铁行业景气度超预期下行：**耐材制品主要下游应用领域为钢铁生产企业，钢铁行业景气度对耐材制品企业业绩增速及经营质量有明显影响。如果钢铁行业景气度超预期下行，耐材制品企业盈利能力、回款等将存在恶化风险。

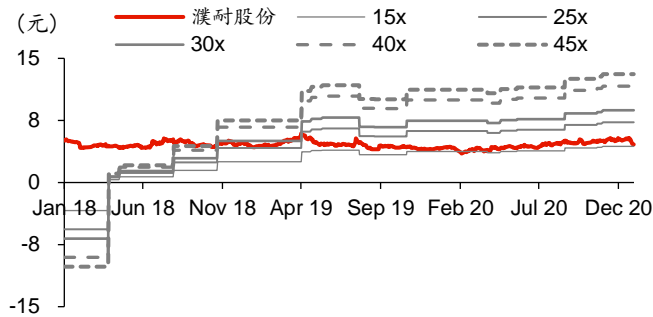
**原材料价格大幅波动风险：**耐材制品成本中约 80% 为原材料，现阶段公司铝质原材料外部采购依赖较高。若上游原材料供给受限（如环保政策超预期收紧、政府主动调控等），或引发原材料价格大幅波动，耐材制品企业存在不能及时将成本上升压力转移至下游企业风险，或对公司经营业绩产生明显影响。

**汇率大幅波动风险：**公司海外收入占比近年稳定在 20% 左右，以美元结算为主，若汇率出现大幅波动，将影响公司产品销售定价及海外业务盈利能力，同时亦将产生明显汇兑损益，进而对业绩产生影响。

**疫情影响超预期风险：**疫情对国内及海外经济产生明显影响，若持续时间超预期、防控效果逊于预期，将对需求产生影响，进而影响高温工业景气度，将对耐材制品需求产生负面影响。

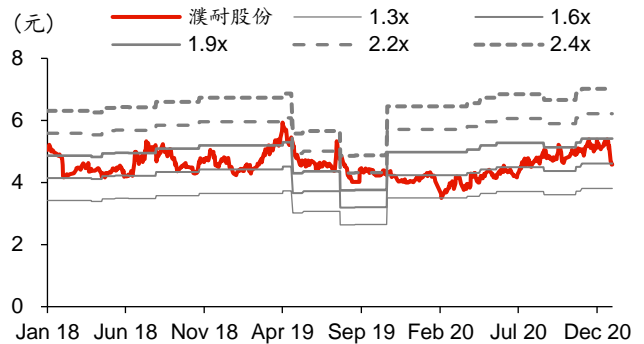
### PE/PB - Bands

图表46： 濮耐股份历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表47： 濮耐股份历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	3,759	3,880	4,154	5,241	5,852
现金	241.49	413.18	611.65	966.34	1,439
应收账款	1,467	1,434	1,263	1,605	1,518
其他应收账款	47.91	39.44	50.30	60.26	70.03
预付账款	73.42	54.36	76.91	84.82	105.76
存货	1,289	1,227	1,307	1,767	1,801
其他流动资产	640.30	712.21	844.76	756.58	917.94
非流动资产	1,373	1,844	1,892	1,920	1,931
长期投资	4.84	8.88	8.91	8.94	8.97
固定投资	572.73	720.42	864.24	921.25	929.59
无形资产	280.65	325.86	363.15	399.47	434.82
其他非流动资产	515.06	788.66	656.10	590.20	557.25
资产总计	5,133	5,724	6,046	7,160	7,783
流动负债	2,370	2,645	2,706	3,433	3,522
短期借款	584.31	592.02	612.02	632.02	652.02
应付账款	933.31	1,050	1,093	1,508	1,512
其他流动负债	852.51	1,003	1,001	1,293	1,358
非流动负债	60.96	91.44	107.80	118.63	123.94
长期借款	1.05	28.65	45.01	55.84	61.15
其他非流动负债	59.91	62.79	62.79	62.79	62.79
负债合计	2,431	2,737	2,814	3,551	3,646
少数股东权益	114.51	155.29	166.83	183.15	204.94
股本	888.18	1,034	1,010	1,010	1,010
资本公积	989.92	907.51	930.83	930.83	930.83
留存公积	738.33	910.87	1,137	1,457	1,883
归属母公司股东权益	2,587	2,832	3,065	3,426	3,932
负债和股东权益	5,133	5,724	6,046	7,160	7,783

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	490.92	574.38	392.89	554.65	669.41
净利润	236.18	261.80	316.97	448.30	598.49
折旧摊销	84.84	93.66	96.67	117.78	134.47
财务费用	18.91	29.48	26.89	23.30	15.44
投资损失	(1.55)	(2.36)	(2.36)	(2.36)	(2.36)
营运资金变动	2.60	127.88	8.42	23.12	(23.05)
其他经营现金	149.95	63.92	(53.70)	(55.49)	(53.59)
投资活动现金	(75.38)	(336.38)	(142.25)	(142.29)	(141.64)
资本支出	77.44	357.12	145.21	145.21	145.21
长期投资	0.00	16.39	(0.03)	(0.03)	(0.03)
其他投资现金	2.05	4.34	3.00	2.96	3.60
筹资活动现金	(402.80)	(86.97)	(52.17)	(57.68)	(55.34)
短期借款	229.16	7.71	20.00	20.00	20.00
长期借款	(297.65)	27.61	16.36	10.83	5.31
普通股增加	(2.14)	145.58	(23.32)	0.00	0.00
资本公积增加	(1.17)	(82.41)	23.32	0.00	0.00
其他筹资现金	(331.00)	(185.46)	(88.53)	(88.51)	(80.65)
现金净增加额	14.20	152.35	198.47	354.69	472.43

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

### 利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,863	4,140	4,253	5,240	6,175
营业成本	2,734	2,919	2,940	3,567	4,141
营业税金及附加	32.37	35.19	36.15	44.54	52.48
营业费用	338.85	403.55	414.57	510.74	601.88
管理费用	190.75	233.78	240.17	295.88	348.68
财务费用	18.91	29.48	26.89	23.30	15.44
资产减值损失	(121.98)	(0.65)	(0.66)	(0.82)	(0.96)
公允价值变动收益	(2.10)	1.73	(0.12)	(0.16)	0.48
投资净收益	1.55	2.36	2.36	2.36	2.36
营业利润	282.43	298.50	378.67	533.18	709.88
营业外收入	5.59	4.55	4.55	4.55	4.55
营业外支出	20.73	10.32	10.32	10.32	10.32
利润总额	267.29	292.73	372.91	527.41	704.11
所得税	31.11	30.94	55.94	79.11	105.62
净利润	236.18	261.80	316.97	448.30	598.49
少数股东损益	10.79	9.53	11.54	16.32	21.79
归属母公司净利润	225.39	252.27	305.43	431.98	576.71
EBITDA	371.46	402.37	482.60	651.41	833.88
EPS (元, 基本)	0.22	0.25	0.30	0.43	0.57

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	37.25	7.17	2.73	23.20	17.84
营业利润	840.88	5.69	26.86	40.80	33.14
归属母公司净利润	915.79	11.93	21.07	41.43	33.50
获利能力 (%)					
毛利率	29.22	29.50	30.88	31.92	32.93
净利率	6.11	6.32	7.45	8.56	9.69
ROE	8.74	8.76	9.81	12.42	14.47
ROIC	8.94	9.42	10.89	14.84	19.05
偿债能力					
资产负债率 (%)	47.37	47.81	46.55	49.59	46.84
净负债比率 (%)	14.95	8.87	3.52	(5.67)	(15.62)
流动比率	1.59	1.47	1.53	1.53	1.66
速动比率	0.99	0.96	1.00	0.97	1.10
营运能力					
总资产周转率	0.78	0.76	0.72	0.79	0.83
应收账款周转率	2.50	2.85	3.15	3.65	3.95
应付账款周转率	3.10	2.94	2.74	2.74	2.74
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.22	0.25	0.30	0.43	0.57
每股经营现金流(最新摊薄)	0.49	0.57	0.39	0.55	0.66
每股净资产(最新摊薄)	2.56	2.80	3.03	3.39	3.89
估值比率					
PE (倍)	20.53	18.34	15.15	10.71	8.02
PB (倍)	1.79	1.63	1.51	1.35	1.18
EV_EBITDA (倍)	13.80	12.54	10.17	7.07	5.02