

## 濮耐股份（002225）新股定价报告

### ● 基本情况

股票简称	濮耐股份	发行数量	6000 万股
发行价格	4.79 元/股	发行市盈率	29.94 倍 (摊薄)
网下配售数量	1200 万股	占本次发行比例	20%
网上发行	4800 万股	占本次发行比例	80%
网上申购时间	2008 年 4 月 15 日	申购代码	002225
发行方式	网下配售和网上发行同时进行		
最近三年	2006 年	2005 年	2004 年
每股收益 (以发行后股本计)	0.15	0.12	0.07

### ● 概况：

公司为国内最大的钢铁行业用耐火材料制品供应商，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。公司主要产品钢铁炉外精炼透气砖拥有国内最大的市场份额。作为国家火炬计划重点高新技术企业，公司拥有多项实用专利技术，底吹氩透气砖、加热炉用系列快干浇注料等产品的技术能力都达到了国际先进水平。

### ● 募集资金的主要用途：

本次募集资金的投资项目为：

项目名称	投资金额（万元）	项目备案情况
年产 1 万吨氮化硅结合碳化硅砖、1 万吨滑板、5000 吨连铸三大件项目	15,816	濮阳市发改委登记备案
年产 10 万吨不定形耐材、20 万支透气砖、2.5 万吨座砖项目	6,365	濮阳市发改委登记备案
年产 5 万吨铝镁碳砖项目	4,937	濮阳市发改委登记备案
濮阳濮耐高温材料（集团）股份有限公司北京科技研发中心项目	6,201	北京市顺义区发展和改革委员会登记备案
合计	33,319	

### ● 投资要点：

## 1. 国内领先的技术和研发能力，使公司在行业结构升级过程中具有较强优势

耐火材料主要应用于钢铁、电力、有色金属等行业的生产过程。在节能减排的大环境下，随着下游行业技术进步和装备工艺水平的提高，市场对耐火材料的品质的要求不断提高。我国耐火材料市场结构中，优质、节能、环保、长寿型耐火材料的比例不断提高。在行业结构升级过程中，技术特点鲜明、自主研发能力强的企业具有明显优势。

濮耐股份是国家火炬计划重点高新技术企业，其产品系列中底吹氩透气砖、加热炉用系列快干浇注料、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等产品均达到了国际先进水平。目前本公司拥有高新技术产品14个，国家级重点新产品5个，实用新型专利技术19项，以及发明专利10项。

公司最大的特色在于产品线几乎覆盖了钢铁生产过程中所有耐火材料。对比国外耐火材料的发展路径，未来耐火材料行业的发展趋势是整体承包钢铁企业的耐火材料业务。在这一进程中，公司具有很强的先发优势。

在人才储备和自主研发能力上，濮耐股份的优势在国内企业中也很有突出。公司董事长刘百宽及其夫人霍素珍等均是国内耐火材料的专家。公司多次展开与高校、科研院所的合作，以提高自身的研发水平。此次筹资建设的项目中，北京科技研发中心项目的建设将进一步提升公司的技术优势。

## 2. 依托技术的销售模式和强大的品牌优势

濮耐股份的销售优势在于：

(1) 在国内国外均建立了完善的销售网络。在国内主要钢铁厂商中，公司均派驻了驻厂代表，随时根据厂方的需求提供产品和服务。在国外，公司合资建设了濮阳格拉米特有限责任公司，同时设立有印度办事处、南非办事处、泰国办事处、韩国办事处、埃及办事处、俄罗斯办事处等，销售网络拓展到世界许多国家。

(2) 公司依托自己的技术优势，在销售过程中通过提供技术支持带动公司产品销售，在拓宽产品市场的同时，加强了客户的忠诚度。

(3) 公司利用产品线齐全和技术设计能力突出的优势，大力推进整体承包业务，为用户提供合理选材、耐火材料综合配套和工程总承包，提升了公司的综合竞争能力。

(4) 公司进入耐火材料行业较早，具有稳定的客户基础和成功的产品使用案例，“濮耐”品牌更是成为业内的著名品牌。从耐火材料的市场特征分析，为保证安全生产与稳定的

产品质量，钢铁企业一般不会轻易更换耐火材料供应商或试用未经市场证实的耐火材料产品，这使公司的品牌优势更加突出。

### 3. 别具特色的期股期权制度

为避免技术泄密风险和公司主要管理、技术人才的流失，公司制定了较为先进的期股期权激励模式。2002年，公司主要出资人在签署《濮阳濮耐高温材料有限公司出资人协议书》时，约定预留1424.00万元作为设置期股期权的资产。同时，公司每年提取部分超额利润，与预留资产一道，以期股期权的模式，按照工作绩效奖励给公司主要管理者和各级骨干，将员工利益与公司发展绑定在一起，很好的激励了员工的工作热情。可以看到，此制度实施后，公司并未出现技术泄密和人才流失的情况。

## ● 风险分析：

### 1. 实际控制人风险

本次资金募集前，刘百宽家族合计持有公司150,766,670股，占股本总额的44.14%，处于相对控股地位。本次股本发行后，刘百宽家族所持股份占据总股本的37.55%，仍处于相对控股地位。刘百宽家族利益与公司或者公司其他股东利益发生冲突时，存在其家族利用控股地位作出不利于其他股东的决策的潜在可能性，公司具有实际控制人控制的风险。

### 2. 产品下游行业衰退的风险

目前，濮耐股份95%的产品集中在钢铁工业用耐火材料，公司营业收入、利润水平的增长均高度依赖于钢铁行业，尤其是国内钢铁行业的发展。而目前受铁矿石上涨的影响，钢铁行业成本不断增加，有可能引起行业产量的下降。同时，随着钢铁企业耐火材料单耗的不断降低，也将削减对耐火材料的需求。钢铁行业的这些负面因素将可能导致公司产品需求的下降，影响公司的赢利能力。

### 3. 人民币升值风险

公司出口业务在近几年增长迅速，随着人民币的不断升值，公司面临的汇率风险不断加大。一方面，人民币升值直接提高了公司的出口销售定价，从而降低了公司产品的竞争力；另一方面，公司出口合同大多以美元订约，若美元兑人民币持续贬值，公司将面临较大

的外汇交易风险。

### ● 估值建议：

濮耐股份是耐火材料龙头企业，具有一定的竞争优势，而募投项目投产后增长前景也较为可观。但考虑到募投项目建设期较长，短期内难以对公司利润有很大贡献。但公司年产 10 万吨不定形耐材、20 万支透气砖、2.5 万吨座砖项目于2008年底投产后，预计公司业绩将有较大幅度提升。我们预测公司2008和2009年每股收益分别为0.27和0.40元。

目前，生产耐火材料的主要上市公司为鲁阳股份和瑞泰科技，根据4月11日的收盘价，两上市公司2008年动态市盈率分别为28和32.6倍，可作为我们的参考基准。但我们需要看到鲁阳股份和瑞泰科技的产品与濮耐股份并不完全相同。濮耐股份所处行业属充分竞争行业，行业竞争非常激烈。而国外大型耐火材料商也已进入中国市场，使国内企业面临更大的竞争压力。因此，综合考虑，我们给予公司08年25~28倍的动态市盈率，预计公司合理价格为6.8~7.8元。

证券代码	证券简称	2008PE	2009PE	2008. 4. 11 日收盘价
002088	鲁阳股份	28.0	22.5	22.81
002066	瑞泰科技	32.6	24.6	18.50

数据来源：wind 国联证券

建议投资者申购。

#### 其它机构预测参考

机构	业绩预测（摊薄后每股收益）元			合理价值区间
	2007	2008	2009	
国都证券	0.20	0.23	0.30	6.0-7.5
国泰君安	0.21	0.29	0.43	7.25-8.99

本新股发行价格以及发行流程日期等均以上市公司和交易所公告为准，报告内容和意见仅供参考，不作为投资依据。

研发部 茅玉峰

2008-04-15

重要声明：

本报告版权归国联证券公司所有。无国联证券公司授权，任何人不得进行任何形式的复制和发布。如引用，需注明引自“国联证券公司”，并且不得进行有悖原意的删节和修改。本报告中的信息均来源于公开资料，报告中的内容和意见仅供参考，国联证券公司及研究员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不承担投资者因使用本报告而产生的任何责任。国联证券公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。