

北京利尔(002392)定价报告

定价区间
32.00—35.00 元

原材料 / 耐火材料

发布时间: 2010 年 4 月 22 日

投资要点:

- 耐火材料在钢铁、有色、建材、石化和电力等领域均具有重要应用。在当前各行业各业都在提倡节能减排的大背景下,发展优质、长寿、绿色环保的耐火材料已经是大势所趋。而耐火材料行业也将走向有序和整合,行业内极有可能产生出实力超群的大公司。
- 公司技术实力雄厚,产品偏向中高档,盈利能力很强,是国内耐火材料行业的最具发展潜力和竞争力的企业之一。
- 本次公司准备发行 3375 万股,占发行后总股本的 25%,发行后公司的总股本为 13500 万股。本次发行的募集资金将投资于 10000 吨/年连铸功能耐火材料项目和 55000 吨/年优质耐火材料项目。
- 募集资金项目投产后,公司生产能力将提升 42%。但值得注意的是:募投项目主要偏向高档耐火材料,按目前的市场价估算均价将达到 9000 元/吨,比公司目前的产品均价 3800 元/吨要高一倍还多。因此项目达产后,公司的盈利能力将大幅增强。
- 目前,A 股份市场上与公司有可比性的公司有濮耐股份、鲁阳股份和瑞泰科技等三家上市公司。上述三家可比公司的 2009 年的静态市盈率平均值为 51.32 倍,2010 年的动态市盈率平均值为 32.45 倍。
- 公司 2009 年摊薄后的 EPS 为 0.72 元,预计公司 2010 年的 EPS 为 0.95 元,我们认为公司的合理定价区间为 32.00-35.00 元。对应 2010 年的动态市盈率水平在 33.7-36.8 倍之间。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2009	54,490	30.27	9,712	48.09	0.72			
2010E	68,455	25.63	12,872	32.54	0.95			
2011E	88,694	29.57	17,758	37.95	1.32			
2012E	110,804	24.93	23,277	31.08	1.72			

发行数据	2009 年
发行前股本(万股)	10,125
发行数量(万股)	3,375
发行价格(元)	42.00
发行前 EPS(元)	0.96
发行后 EPS(元)	0.72
发行前每股净资产(元)	3.80
发行日期	2010-4-13
上市日期	2010-4-23
主承销商	民生证券

分析师: 潘喜峰

执业证书编号: S0550108121436

TEL: (8621)6337 7000 - 269

FAX: (8621)6337 3209

Email: xifengpan@sohu.com

地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编: 200002

一、北京利尔：国内高档耐火材料的龙头

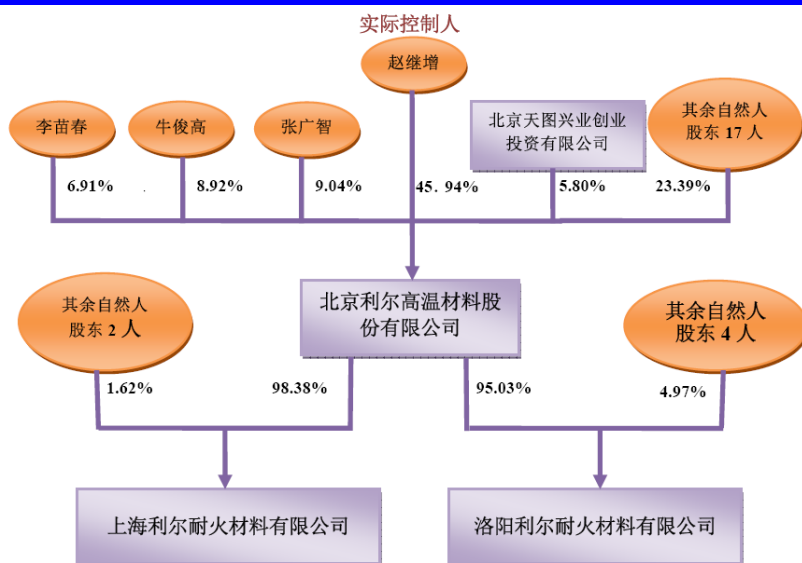
公司技术实力雄厚，产品偏向中高档，盈利能力很强，是国内耐火材料行业的最具发展潜力和竞争力的企业之一。公司还是国内产品品种最全、整体承包范围最广的大型耐火材料制造商之一。公司主要产品包括不定形耐火材料、机压定型耐火制品、耐火预制件、功能耐火材料和陶瓷纤维制品等五大系列耐火材料产品，共计 200 多个品种，其中钢铁工业用耐火材料产品收入占公司总收入的 95% 以上。

根据 2008 年经营资料统计和测算，公司生产的中间包干式料及永久衬和包盖浇注料、环形加热炉用系列耐火材料以及直接还原铁用耐火材料等不定形耐火材料市场占有率位居全国第一，透气砖市场占有率排名第二，钢包镁碳砖、铝镁碳砖、优质尖晶石砖等机压定型耐火制品和预制件等产品也位居全国前列。

二、发行情况

本次公司准备发行 3375 万股，占发行后总股本的 25%，发行后公司的总股本为 13500 万股。本次发行前赵继增先生持有公司股份 4651 万股，占公司总股本的 45.94%，是公司的实际控制人。本次发行后，赵先生持有公司 34.45% 股份，仍是公司的实际控制人。

图 2.1 发行人的股权结构



资料来源：公司公告、东北证券金融与产业研究所整理

三、耐火材料行业的基本情况

3.1 耐火材料简介

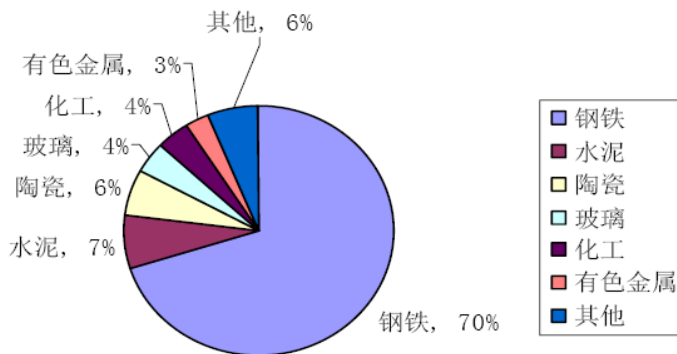
耐火材料一般是指耐火度在 1580℃ 以上的无机非金属材料，包括天然矿石（耐火原料）及根据一定的目的和要求，按照一定的工艺流程加工制成的各种产品（耐火制品），具有一定的高温力学性能和良好的体积稳定性。

3.2 耐火材料需求结构

耐火材料是钢铁、有色、石化、建材、机械、电力、环保乃至国防等涉及高温工业的

重要基础材料，也是各种高温工业热工窑炉和装备不可或缺的重要支撑材料。耐火材料的技术进步对高温工业的发展起着不可替代的关键作用。目前，钢铁行业仍是耐火材料的最下游，占总需求的70%左右。钢铁行业的发展状况对耐火材料行业有举足轻重的影响。

图3.1 耐火材料的需求结构



资料来源：公司公告、东北证券金融与产业研究所整理

3.3 我国耐火材料行业的发展特点

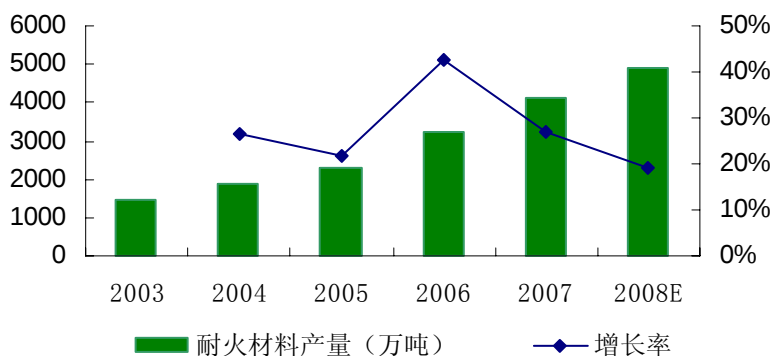
（1）行业发展迅速，经济效益持续增长

根据中国耐火材料行业协会统计数据，从2003年至今，在钢铁、有色、石化、建材等高温工业高速发展的强力拉动下，耐火材料行业连年保持良好的增长态势。耐火材料的生产与销售快速增长，产销量稳居世界耐火材料第一，2007年全国耐火材料产量即已超过世界耐火材料总产量50%，年销售收入突破1000亿元大关，利润总额超过80亿元。

图3.2 耐火材料的产量逐年增长

单位：万

吨

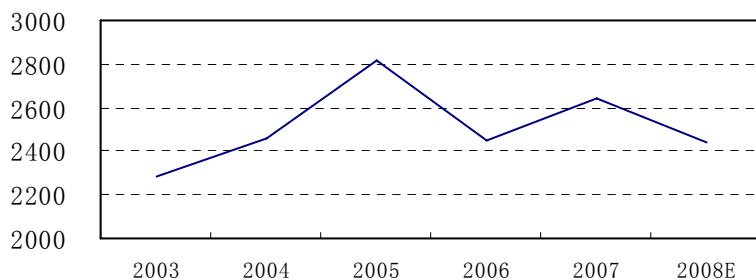


资料来源：公司公告、东北证券金融与产业研究所整理

图3.3 国内耐火材料的均价变化

单位：

元



资料来源：公司公告、东北证券金融与产业研究所整理

（2）行业发展区域化

受原材料、市场、技术和人才等因素影响，我国耐火材料行业发展明显呈区域化高度集中状态，河南、辽宁、山东、山西、河北、江苏、浙江、上海、北京等省市耐火材料产量占全国产量的90%以上。

（3）生产能力分散，市场竞争激烈

我国丰富的耐火原料资源优势也造成了耐火材料生产能力的严重分散。截至2008年底，我国耐火材料行业主营业务收入500万元以上的规模企业约2,000家（包括耐火材料制品企业和原材料企业），平均年产量不足2.5万吨，其中耐火材料制品企业约1,500家，平均年产量约1.6万吨。除此之外，尚存在大量未进入统计口径的国内中小型耐火材料企业，这些企业数量巨大、生产能力高度分散，使得我国耐火材料行业处于完全竞争状态，市场竞争较为激烈。

（4）耐火材料市场国际化

近年来，随着全球经济一体化程度的不断提高，一些国际耐火材料生产企业陆续进驻中国，参与中国耐火材料市场竞争，使得中国国内的耐火材料市场竞争趋于国际化。另一方面，作为世界第一耐火材料生产大国，随着我国钢铁等高温工业的发展和工艺技术的进步，我国耐火材料近几年也得到了快速发展，工艺技术不断进步，产品质量不断提高，产品结构不断优化，优质、节能、长寿、环保型产品比例大幅提高。绝大多数耐火材料品种不但能够满足国内耐火材料市场的需要，同时也能够满足国际钢铁用户的要求，我国耐火材料产品的国际市场竞争能力不断提高。耐火材料市场国际化使我国耐火材料行业机遇与发展并存，同时也促进了我国耐火材料企业快速和良性发展。

3.4 耐火材料行业的发展趋势

（1）耐火材料产品品种结构调整加快，对产品质量的要求更高

根据中国耐火材料行业协会拟订的《耐火材料产业发展政策》，2005年我国钢铁工业耐火材料的消耗量约为25公斤/吨钢，到2010年力争达到20公斤/吨钢以下，到2020年降低到15公斤/吨钢以下。因此耐火材料企业需要不断提高综合实力，特别是要提高研发创新能力，不断开发出高寿命耐火材料产品，以满足用户的需求。

（2）产业整合、兼并重组是大势所趋

提高产业集中度、优化生产布局、提升我国耐火材料工业的整体竞争力是我国耐火材料行业发展的总体要求和方向。因此，在不久的将来，行业内收购兼并、产业整合、

强强联合、战略重组将形成趋势，并可能逐步形成若干家有名优特色产品、完整的自我研发能力、灵活的经营机制、强大的综合竞争实力的科技型大型企业集团，这些企业将成为我国耐火材料产业的支柱力量。

（3）耐火材料全球化理念增强

随着我国耐火材料工业的技术进步和发展，我国的耐火材料产品品质得到了很大提高，具备技术创新能力的企业提供的大部分产品能够满足国际用户要求，国际企业出于自身利益的考虑，逐步加大向具有技术优势和成本优势的中国企业-的采购规模。

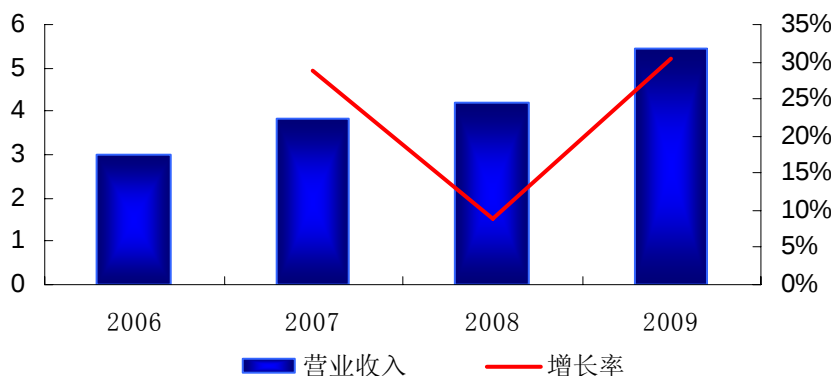
四、公司发展稳健，盈利能力较强

2009 年，公司实现营收 5.45 亿元，同比增长 30.27%，实现归属母公司股东净利润 9712 亿元，同比增长 48.09%。近几年，公司的营收一直稳步增长，发展态势比较稳健。

图4.1 公司的营收稳定增长

单位：亿

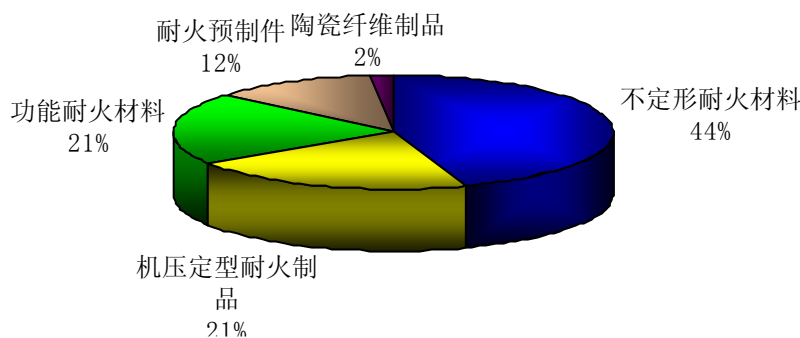
元



资料来源：公司公告、东北证券金融与产业研究所整理

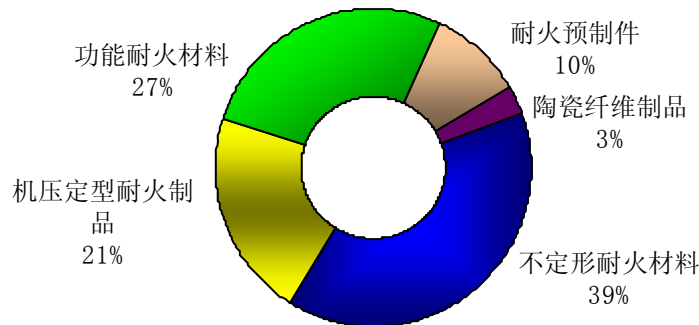
公司的产品主要由不定形耐火材料、耐火预制件、机压定型耐火制品、功能耐火材料、陶瓷纤维制品五大类构成，其中不定形耐火材料在收入所占比重最大，近三年均保持在44%以上；机压定型耐火制品和耐火预制件作为另外两大类产品，近三年在收入结构中所占比重也基本保持稳定；功能耐火材料属高技术含量、高附加值产品，近年来增长较快，在最近一年所占比重已经达到20.66%，将成为公司未来新的利润增长点。

图4.2 公司营收结构



资料来源：公司公告、东北证券金融与产业研究所整理

图4.3 公司毛利结构

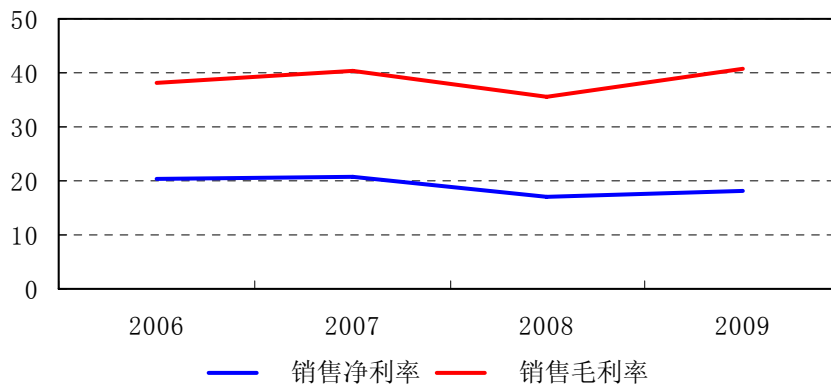


资料来源：公司公告、东北证券金融与产业研究所整理

作为钢铁行业上游，公司的盈利能力远胜于钢铁行业。近几年，公司的综合毛利率一直不低于35%，净利润率一直不低于17%。即使和行业内的公司相比，公司的盈利能力也是首屈一指的。公司的高端产品陶瓷纤维制品的毛利率高达63.7%，功能耐火材料的毛利率也高达52.71%，盈利能力很强。

图4.4 公司盈利能力十分稳定

单位：%

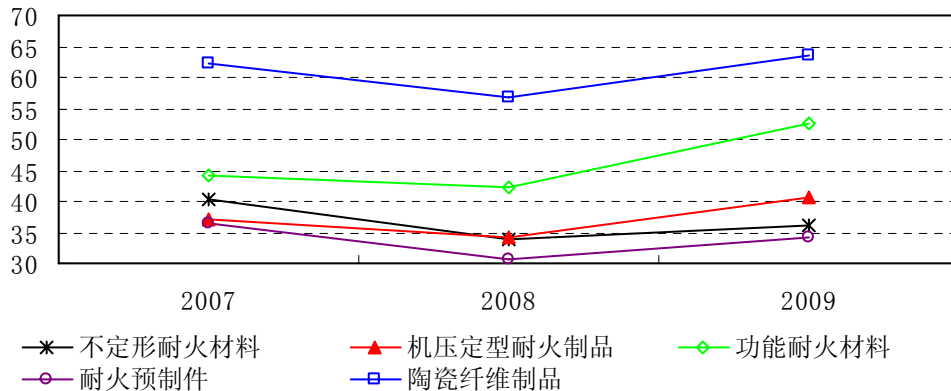


资料来源：公司公告、东北证券金融与产业研究所整理

图4.5 公司产品的毛利率变化

单位：

%



资料来源: 公司公告、东北证券金融与产业研究所整理

五、募投项目将推动公司加速发展

本次发行募集资金将投资于10000 吨/年连铸功能耐火材料项目和55000吨/年优质耐火材料项目, 项目建成后形成连铸功能耐火材料生产能力10,000吨, 炉外精炼用优质耐火材料45000 吨, 高档陶瓷纤维及制品10,000 吨。截至2009 年末公司的年生产能力为14.1 万吨, 预计募集资金项目投产后生产能力将提升42%。但值得注意的是募投项目主要偏向高档耐火材料, 按目前的市场价估算均价将达到9000元/吨左右, 比现在的3800元/吨左右要高出一倍还多。募投项目达产后, 公司的盈利能力将大幅增强。

表5.1 募投项目

序号	项目名称	总投资(万元)	募集资金投资额(万元)	建设期	项目审批备案情况
1	10,000 吨/年连铸功能耐火材料项目	15,623.93	15,623.93	12 个月	北京市昌平区发展和改革委员会昌发改[2008]21 号
2	55,000 吨/年优质耐火材料项目	24,171.34	24,171.34	14 个月	洛阳市发展和改革委员会豫洛市域高[2008]00063 号
合 计		39,795.27	39,795.27	-	-

资料来源: 公司公告、东北证券金融与产业研究所整理

六、估值和定价

公司主营业务为中高档耐火的材料的生产、研发和销售。目前, A 股份市场上与公司有可比性的公司有濮耐股份、鲁阳股份和瑞泰科技等三家上市公司。由于公司产品主要面向钢铁行业, 这一特点与濮耐股份最为相似。因此两家公司也最有可比性。上述三个可比公司的 2009 年的静态市盈率平均值为 51.32 倍, 2010 年的动态市盈率平均值为 32.45 倍。

公司 2009 年摊薄后的 EPS 为 0.72 元, 预计公司 2010 年的 EPS 为 0.95 元, 我们认为公司的合理定价区间为 32.00-35.00 元。对应 2010 年的动态市盈率水平在 33.7-36.8 倍之间。

表 6.1 可比公司估值数据

代码	名称	4/6 收盘价格	2009 年 EPS(元)	2009 PE	2010 年 EPS(元)	2010 PE
002225	濮耐股份	13.37	0.25	53.48	0.43	31.09
002066	瑞泰科技	19.40	0.35	55.42	0.50	38.8
002088	鲁阳股份	23.89	0.53	45.08	0.87	27.46
PE 平均				51.32		32.45

资料来源：Wind、东北证券金融与产业研究所

表 6.2 公司利润预测表（万元）

（单位：万元）	2009	2010E	2011E	2012E
一、主营业务收入	54,490	68,455	88,694	110,804
减：主营业务成本	32,308	39,702	50,942	62,267
减：主营业务税金及附加	284	356	461	576
营业费用	4,688	5,887	7,628	9,529
管理费用	5,216	6,845	8,045	9,972
财务费用	258	137	177	332
资产减值损失	89	0	0	0
加：公允价值变动收益		0	0	0
投资收益	0	0	0	0
二、营业利润	11,648	15,527	21,442	28,127
加：营业外收入	185	160	180	200
减：营业外支出	19	50	50	50
三、利润总额	11,813	15,637	21,572	28,277
减：所得税费用	1,890	2,502	3,451	4,524
四、净利润	9,922	13,135	18,120	23,753
归属于母公司所有者的净利润	9,712	12,872	17,758	23,277
少数股东损益	210	263	362	475
六、每股收益（元）	0.72	0.95	1.32	1.72

资料来源：东北证券金融与产业研究所

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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。本报告版权归我公司所有。