

北京利尔 (002392.SZ)

整体承包占比提升，毛利率下滑是隐忧

评级:

中性

当前价格:

¥ 38.76

2010.08.06

— 北京利尔 2010 年中报点评



马静如



86-22-28451665

SAC执业证书编号 S1150200010069



majingru@vip.sina.com



渤海建材组

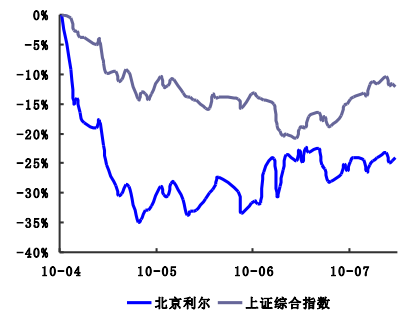


86-10-58362787

uibe101@yahoo.com.cn

投资要点:

- 2010 年上半年，北京利尔实现收入 3.28 亿元，同比增长 34.86%；实现营业利润 7184.25 万元，同比增长 42.73%；实现利润总额 7141.81 万元，同比增长 46.62%；实现归属母公司净利润 6072.55 万元，同比增长 46.62%；基本每股收益为 0.54 元。公司预计 2010 年 1-9 月归属于母公司净利润同比增长幅度为 30%-50%。
- **整体承包收入攀升，成本上涨拖累毛利率水平。**公司是国内钢铁行业耐火材料整体承包经营模式的首创者，产品主要应用于钢铁、有色、石化、建材等行业，其中钢铁耐火材料产品收入占公司总收入的 95%以上。报告期内，公司持续推进大客户战略和整体承包的营销模式，在原有大客户中市场份额和营业收入不断提高。公司整体承包收入同比增长 42.2%，高于直销业务模式 20.8%的收入增幅，整体承包收入占比同比提升了 3.6 个百分点至 68.9%。由于整体承包毛利率高于直销毛利率 4.3 个百分点为 38.6%，业务结构改善促进了盈利能力提升。但受成本上涨拖累，整体承包和直销毛利率同比分别下降了 2.9 和 3.7 个百分点。从产品结构看，不定型、定型、功能耐材等五类产品毛利率下降幅度在 0.97-8.08 个百分点之间，产品综合毛利率同比下降 2.95 个百分点至 37.30%。
- **费用控制良好，关注应收账款。**报告期内，公司严格控制期间费用，收效明显，销售和管理费用率同比下降 0.42 和 2.32 个百分点，期间费用率同比下降 4.44 个百分点至 18.69%。受钢铁行业景气度下行影响，信用期内部分客户货款回笼放缓，应收账款同比增长 33.12%至 3.01 亿元，接近当期收入水平，回款状况值得关注。
- **募投项目拓展产能增长空间。**公司于 2010 年 4 月份完成 IPO，募投项目为 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。预计投产时间为 2011 年 9 月和 12 月，项目达产后，产能将增加 46.1%至 20.6 万吨。而且募投项目产品毛利率在产品系列中处于较高水平，产品结构优化将进一步提升公司盈利能力。
- **给予“中性”评级。**预计公司 2010 年至 2012 年每股收益为 0.97 元、1.30 元和 1.79 元，目前股价对应市盈率为 40 倍、30 倍和 22 倍，处于合理区间，给予公司“中性”评级。



公司简介

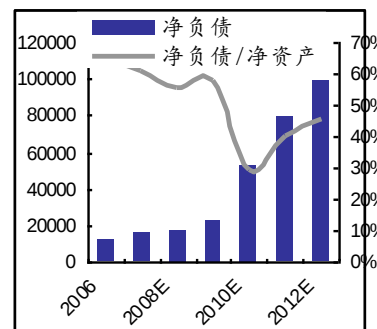
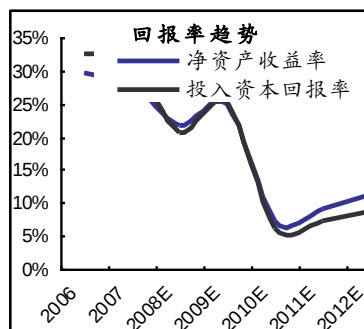
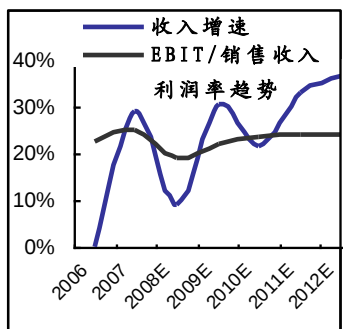
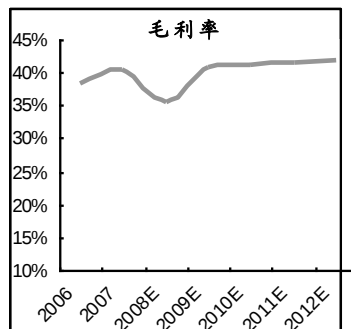
公司是国内钢铁行业耐火材料整体承包经营模式的首创者，是国内最大的“全程在线服务”的钢铁工业用耐火材料整体承包供应商之一。公司产品主要应用于钢铁、有色、石化、建材等行业，其中钢铁耐火材料产品收入占公司总收入的 95%以上。

公司更新报告

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
销售收入(百万元)	418	545	663	882	1204
EBITDA(百万元)	90	131	171	233	316
净利润	66	97	130	176	242
摊薄 EPS(元)	0.65	0.96	0.97	1.30	1.79
PE(X)	59.6	40.3	40.0	29.6	21.6
EV/EBITDA(X)	43.7	29.5	23.1	17.3	12.5
PB(X)	12.83	10.07	2.85	2.63	2.38
ROIC	20.52%	25.37%	6.17%	7.19%	8.77%
总资产周转率	0.94	1.00	0.45	0.34	0.40

请务必阅读正文之后的免责条款部分

资产负债表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	利润表 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	30	61	1579	1695	1872	营业收入	418	545	663	882	1204
应收票据	49	62	77	102	139	营业成本	270	323	391	515	701
应收账款	187	226	275	366	499	营业税金及附加	2	3	3	5	6
预付款项	8	11	11	11	12	销售费用	28	47	50	66	90
其他应收款	16	15	18	24	32	管理费用	38	52	63	84	114
存货	71	108	117	154	210	财务费用	2	3	0	0	0
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	1	1	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资收益	0	0	0	0	0
固定资产	87	102	172	277	327	汇兑收益	0	0	0	0	0
在建工程	0	0	83	124	72	营业利润	77	116	156	213	292
工程物资	0	0	0	0	0	营业外收支净额	5	2	3	2	3
无形资产	26	25	25	25	25	税前利润	82	118	159	215	295
长期待摊费用	0	0	0	0	0	减：所得税	10	19	25	34	47
资产总计	474	612	2358	2778	3189	净利润	71	99	133	180	247
						归属于母公司的净					
短期借款	36	9	0	0	0	利润	66	97	130	176	242
应付票据	25	63	76	100	136	少数股东损益	6	2	3	4	6
应付账款	78	116	116	156	217	基本每股收益	0.65	0.96	0.97	1.30	1.79
预收款项	2	0	-2	-5	-10	稀释每股收益	0.65	0.96	0.97	1.30	1.79
应付职工薪酬	3	9	9	9	9	财务指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
应交税费	12	27	30	35	40	成长性					
其他应付款	12	0	0	0	0	营收增长率	8.8%	30.3%	21.7%	32.9%	36.6%
其他流动负债	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	-16.5%	49.6%	30.3%	36.0%	37.4%
长期借款	0	0	300	500	600	净利润增长率	-8.8%	48.1%	34.2%	35.2%	37.1%
负债合计	169	223	529	796	994	盈利性					
股东权益合计	305	388	1828	1983	2195	销售毛利率	35.5%	40.7%	41.1%	41.6%	41.8%
现金流量表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	销售净利率	15.7%	17.8%	19.6%	20.0%	20.1%
净利润	71	99	133	180	247	ROE	21.5%	25.0%	7.1%	8.9%	11.0%
折旧与摊销销	10	11	14	21	24	ROIC	20.52%	25.37%	6.17%	7.19%	8.77%
经营活动现金流	-37	91	88	109	134	估值倍数					
投资活动现金流	-21	-36	-167	-167	-22	PE	59.6	40.3	40.0	29.6	21.6
融资活动现金流	34	-24	1598	174	65	P/S	9.3	7.2	7.9	5.9	4.3
现金净变动	-24	31	1518	116	177	P/B	12.83	10.07	2.85	2.63	2.38
期初现金余额	54	30	61	1579	1695	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	0.7%
期末现金余额	30	61	1579	1695	1872	EV/EBITDA	43.7	29.5	23.1	17.3	12.5



渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 10%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-10%~10%
- 3、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 10%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、 看好：行业股票指数超越大盘；
- 2、 中性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、 减持：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券研究所机构销售团队

黄锋 022-28451131
 13512060965
loyalbright@yahoo.com.cn
huangfeng@bhq.com

谢晓冬 022-28451849
 13820872805
actionfish@live.cn
xiexd@bhq.com

渤海证券研究所

天津
天津市河西区宾水道三号
邮政编码: 300061
电话: (022) 28451888
传真: (022) 28451615

北京
北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 602
邮政编码: 100032
电话: (010) 58362786
传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn