

上市公司调研研究报告

耐火材料龙头迎来行业整合提速期

耐火材料生产制造服务商。公司主要为钢铁工业提供耐火材料的生产和销售，承担高温窑炉和装备的耐火材料研发设计、配置配套、生产制造、安装施工、使用维护与技术服务为一体的“全程在线服务”的整体承包业务。主要应用于钢铁、有色、石化、建材、电力、机械、环保等行业，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。

钢铁用耐火材料是消耗品，未来五年市场容量保持 10%以上增速。根据我们对未来五年钢铁产业的增速及吨钢耗耐材单价的假定，未来几年耐火材料行业仍然可以保持年均 10%以上的较快增长。尽管单位钢产量耗耐火材料的量会逐年下降，但是在优质耐火材料对普通耐火材料逐渐取代的过程中，单价金额提高会对冲量下降的不利因素。

行业集中度低，兼并整合是大势所趋，优质耐材企业将脱颖而出。下游钢铁企业集中度的提高，大型钢铁企业市场份额的进一步扩张会推动耐火材料整体承包模式的推广，因此耐火材料行业中具备整体配套生产安装服务的优质耐火材料公司会获得发展的良机，行业进入到一轮收购兼并的高潮期，集中度将进一步提高。

公司以整体承包业务模式为主导，主要服务大型钢企。公司整体承包业务占比达到 68%，毛利率相对高于直销模式。服务客户包括首钢、宝钢、包钢等大型钢铁企业（大钢企对耐材企业整体配套能力要求较高）。主要是订单式生产，在订单协定单价相对确定的情况下，整体承包模式下的销售收入就主要与产品使用结果如钢产量或使用炉次直接相关。目前钢铁厂用耐材各自占山头的情况并不明显，耐材企业还处于开疆扩土的状态，一些优质耐火材料企业具备成长空间，整体承包的市场也是在慢慢推广，公司计划未来整体承包模式占到 90%以上。

产能扩张提速，产品附加值提升。截至 09 年末，若不考虑募投项目（前期利用自有资金）已投产的产能的话，公司有 14.1 万吨耐火材料产品的生产能力，募投资金计划投入三个项目，所有项目完成后，公司产能将达到 20.6 万吨，比原有产能增长 46.1%。预计明年下半年投产，2012 年全年贡献产能。此次募投项目包括 10000 吨连铸功能耐火材料，45000 吨炉外精炼优质耐火材料（属机压定型耐火材料）和 10000 吨高档陶瓷纤维制品，这些产品的售价和附加值明显高于公司现有产品，投产后公司产品的盈利能力将会有明显提高。

在手资金充裕，收购兼并是未来看点。公司今年 IPO 共募集资金净额 13.33 亿元，扣除掉募投项目所需资金 3.98 亿元和计划增资洛阳利尔的 2.42 亿元，超募资金接近 7 亿元。从公司半年报来看，目前货币资金有 13 个亿，占流动资产的 70%以上，在手现金充裕，未来收购兼并空间较大。从公司产品成本构成来看，原材料

北京利尔（002392）

首次评级

增持

田东红

tiandonghong@csc.com.cn

010-85130599

执业证书编号：S1440208040204

韩梅

hanmei@csc.com.cn

010-85130212

执业证书编号：S1440108081868

郑军

zhengjun@csc.com.cn

010-85130772

执业证书编号：S1440209110420

调研日期：2010 年 08 月 31 日

发布日期：2010 年 09 月 13 日

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现（%）

1 个月	3 个月	12 个月
-1.6/-1.7	8.6/5.9	0.0/1.7
12 月最高/最低价（元）		56.00/0
总股本（万股）		13,500
流通 A 股（万股）		3,375
总市值（亿元）		51.64
流通市值（亿元）		12.91
近 3 月日均成交量（万）		210
主要股东		
赵继增		34.45%

股价表现



相关研究报告

北京利尔新股定价报告：耐火材料制造

2010-04-09

服务商

HTTP://RESEARCH.CSC.COM.CN



占比达到了 85%，其次为人工，能耗较少。原材料价格（主要是镁砂矿和铝矾土）的波动对产品盈利能力影响较大。公司未来计划在完善北京、上海和洛阳三大生产基地的同时，还将向耐火原料镁砂、铝矾土上游产业发展，逐步建设优质铝矾土和镁砂两大原料生产基地，改善受制于原材料的短板。此外还将向煤化工、有色建材领域拓展，规避单一行业景气波动。

盈利预测。我们预计公司 2010-2012 这三年营业收入分别为 7.4 亿元，10.73 亿元和 15.56 亿元，对应增速分别为 35.9%，45%和 45%。毛利率假定分别为 38.13%，38.30%和 38.3%，则对应净利润分别为 1.35 亿元，2 亿元和 2.92 亿元，同比增速分别为 39.3%，47.8%和 46.2%，对应每股收益分别为 1.00 元，1.48 元和 2.16 元。

估值与投资建议。以 2010-2012 年公司产值计算对应的市场份额仅为 1.69%，2.12%和 2.80%，仍有广阔的市场空间待开拓，而从行业的整合趋势来看，作为行业中的优势龙头配套厂商，市场份额还将会进一步提高。预计到 2015 年能达到 5%的市场占有率，产值能将是 2010 年的 5 倍，成长空间广阔。公司从事耐火材料的生产制造，目前 A 股可比公司主要为濮耐股份和瑞泰科技。从估值水平上看，目前公司股价基本在合理水平。但从成长性来看，我们认为从事钢铁用耐火材料生产的濮耐股份和北京利尔的市场空间相对更优于从事水泥玻璃耐火材料领域的瑞泰科技，而从管理水平和盈利能力来看我们则更看好北京利尔，且公司目前在手现金较多，资金压力小，存在收购兼并其他同类公司超预期的因素（盈利预测中未包含对收购兼并的考虑），因此给予公司“增持”评级。

预测和比率

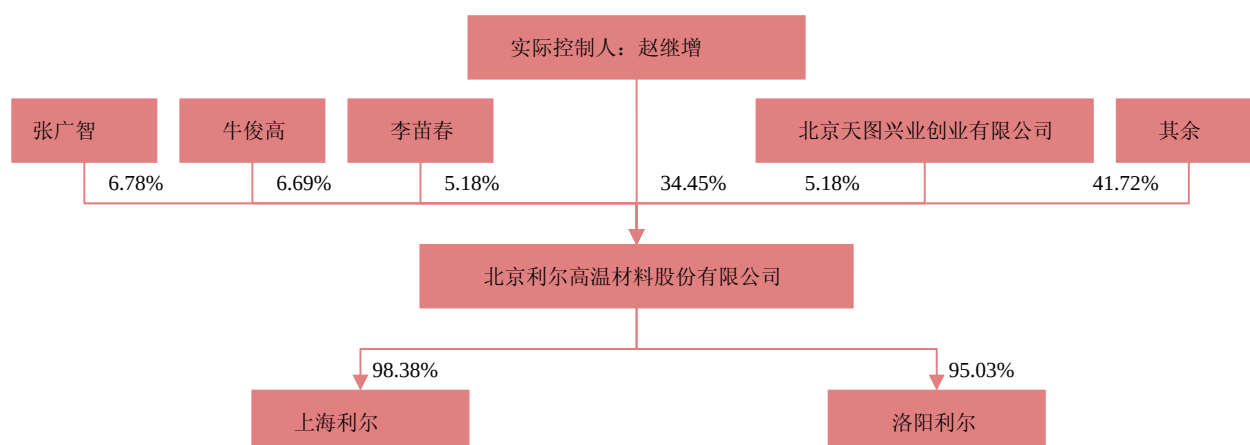
	2009A	2010F	2011F	2012F
主营收入（百万）	544.90	740.26	1,073.38	1,556.40
主营收入增长率	30.27%	35.85%	45.00%	45.00%
EBITDA（百万）	129.88	180.35	266.92	384.59
EBITDA 增长率	46.32%	38.86%	48.00%	44.08%
净利润（百万）	97.12	135.28	199.89	292.15
净利润增长率	48.10%	39.29%	47.76%	46.15%
ROE	25.27%	15.39%	19.62%	25.72%
EPS（元）	0.959	1.002	1.481	2.164
P/E	41.15	39.39	26.66	18.24
P/B	10.40	6.06	5.23	4.69
EV/EBITDA	30.37	10.94	18.63	13.15

耐火材料生产制造服务商

公司主要为钢铁工业提供耐火材料的生产和销售，承担高温窑炉和装备的耐火材料研发设计、配置配套、生产制造、安装施工、使用维护与技术服务为一体的“全程在线服务”的整体承包业务。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，共计 200 多个品种。主要应用于钢铁、有色、石化、建材、电力、机械、环保等行业，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。

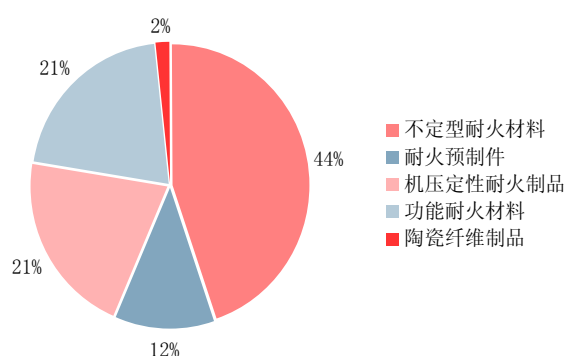
公司目前除北京总部以外，还下属两个子公司，洛阳利尔和上海利尔，员工总数在 1100 人左右。现拥有北京利尔、上海利尔和洛阳利尔三大耐火材料制品生产基地，并计划向耐火原料镁砂、铝矾土上游产业发展，逐步建设优质铝矾土和镁砂两大原料生产基地。

图 1：公司股权结构图



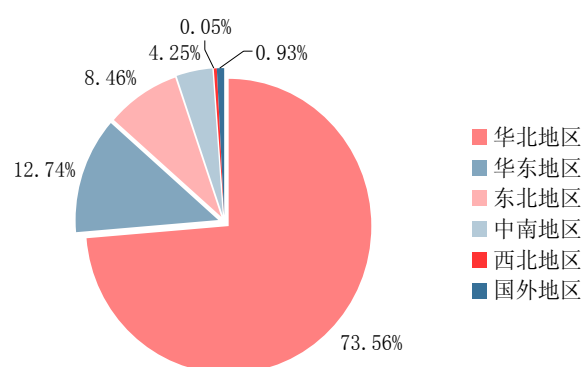
资料来源：中信建投证券研发部

图 2：公司产品收入结构图（2009）



资料来源：中信建投证券研发部

图 3：公司产品收入地区结构图（1h2010）



耐火材料行业：市场总容量稳定增长，整合兼并是未来主题

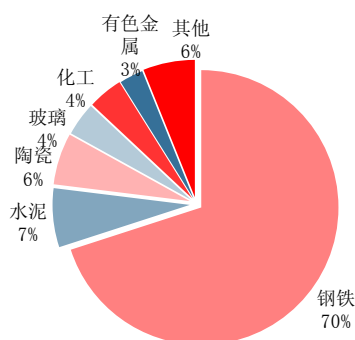
耐火材料概述

主要应用于钢铁领域

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

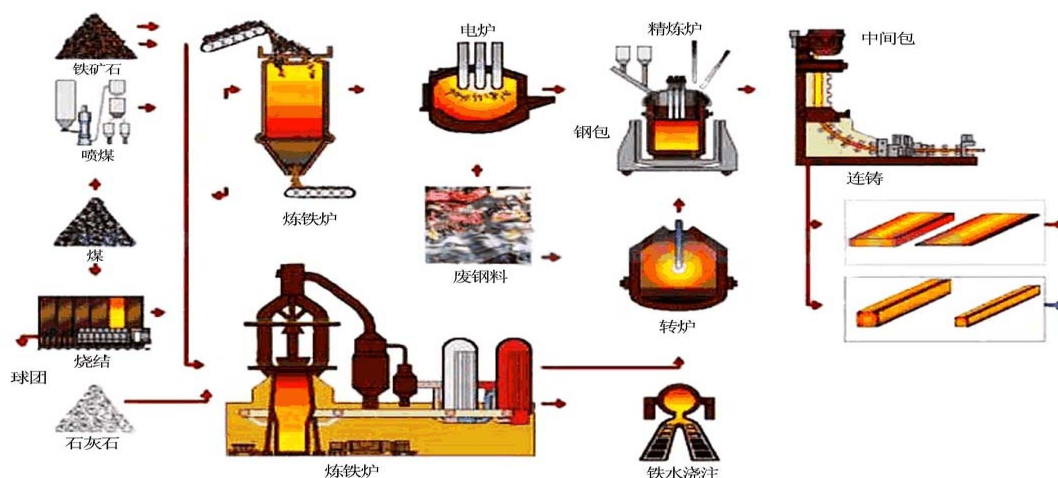
主要应用在钢铁、有色、石化、建材、机械、电力、环保乃至国防等高温工业，是其重要的基础材料，也是各种高温工业热工窑炉和装备不可或缺的重要支撑材料。耐火材料的技术进步对高温工业的发展起着不可替代的关键作用。其中，钢铁行业是耐火材料的最大消耗行业，占到其消耗量的 70%，其次是建材。

图 4：耐火材料应用领域消耗



资料来源：中国耐火材料行业协会、中信建投证券研发部

图 5：钢铁工艺流程



资料来源：中国耐火材料行业协会、中信建投证券研发部

耐火材料分类

耐火材料按照制造工艺和外观分：有定形耐火材料（具有一定形状的制品，简称耐火砖）、不定形耐火材料（简称散状料）和陶瓷纤维材料。

按照用途分：有钢铁行业用、有色金属行业用、石化行业用、水泥行业用、陶瓷行业用、电力行业用、特种行业用耐火材料等。按照化学特性分：有酸性耐火材料、中性耐火材料和碱性耐火材料。

表 1：耐火材料分类

应用领域/行业	应用	使用特点与制造工艺	功能	更换频率
钢铁行业	炼铁用	高炉用	散料类(出铁沟浇注料、出铁口炮泥)	
		热风炉用	散料类(喷涂料、浇注料)	
		铁水罐、鱼雷罐用	镁碳/铝镁碳类(铝碳化硅砖)	
	钢	炼钢用	转炉用	镁碳/铝镁碳类、散料类
	铁	电炉用	电炉顶类、镁碳/铝镁碳类、散料类	
	工	钢包用	镁碳/铝镁碳类、滑板水口类、透气砖类、座砖类、散料类	
	业	中间包用	三大件类、散料类、冲击板/挡渣板类	
		轧钢用	加热炉用	散料类、蓄热类
	有色金属工业		氮化硅结合碳化硅类、散料类	
	电力工业		散料类	
其他行业	铸造工业		散料类、透气砖类、座砖类	
	化学工业		散料类	
	建材工业（水泥、玻璃、陶瓷）		散料类、熔铸类耐火材料	
	定型耐火材料	一般定型	铝镁碳/镁碳类、氮化硅结合碳化硅类	
		功能定型	滑板水口类、三大件类	
	不定型耐火材料	一般不定形	散料类、电炉顶类	
		功能不定形	透气砖类、座砖类、冲击板/挡渣板类、蓄热类	
	陶瓷纤维材料		散料类	

资料来源：中信建投证券研发部

钢铁用耐火材料是消耗品，稳定增长

消耗性材料，主要与钢产量相关

钢铁用耐火材料不同于水泥和玻璃窑用耐材，其消耗快，更换周期短，有些耐材甚至每个小时都需要更换，是一种消耗材料，而非耐久材料。因此钢铁用耐火材料的消耗量与出钢量关系紧密，而与钢铁固定资产投资关系并不明显。

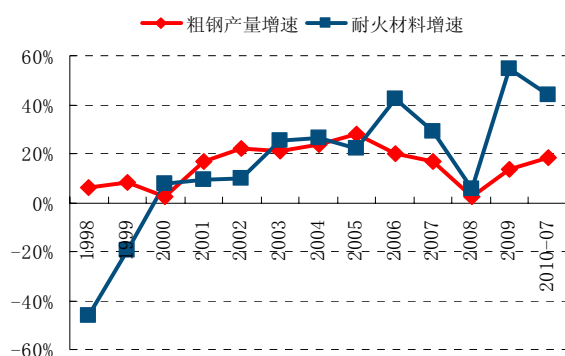
表 2：部分钢铁用耐火材料使用寿命

产品	功能	更换频率
透气砖	在钢包内通过透气砖吹氩气使钢水中非金属夹杂物上浮，对钢水进行脱气净化处理，均化钢水成分	4-12 天
连铸三大件	包括塞棒、浸入式水口、长水口等，在连铸过程中控制钢流和保护浇铸，直接影响钢水质量	10-30 个小时

滑板水口	钢包和中间包的钢水流量控制系统	3-5 次/天
中间包涂料	钢包与结晶器之间的过渡设备，有分流、储运、净化	20~30 小时
氮化硅结合碳化硅砖	钢水的作用	
冲击板/挡渣板	电解铝，电解槽用	6 个月
蓄热类	中间包用	10 个小时
	加热炉用	1 年

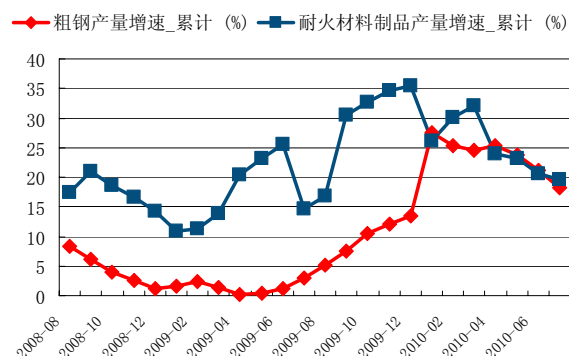
资料来源：中信建投证券研发部

图 6：耐火材料历年产量增速与粗钢产量增速



资料来源：中经网，中信建投证券研发部

图 7：耐火材料月度累计产量增速与粗钢产量增速



市场容量测算，未来行业年均增长 10%

根据我们对未来五年钢铁产业的增速及吨钢耗耐材单价的假定，未来几年耐火材料行业仍然可以保持年均 10% 以上的较快增长。尽管单位钢产量耗耐火材料的量会逐年下降，但是在优质耐火材料对普通耐火材料逐渐取代的过程中，单价金额提高会对冲量下降的不利因素。

表 3：耐火材料市场容量预测

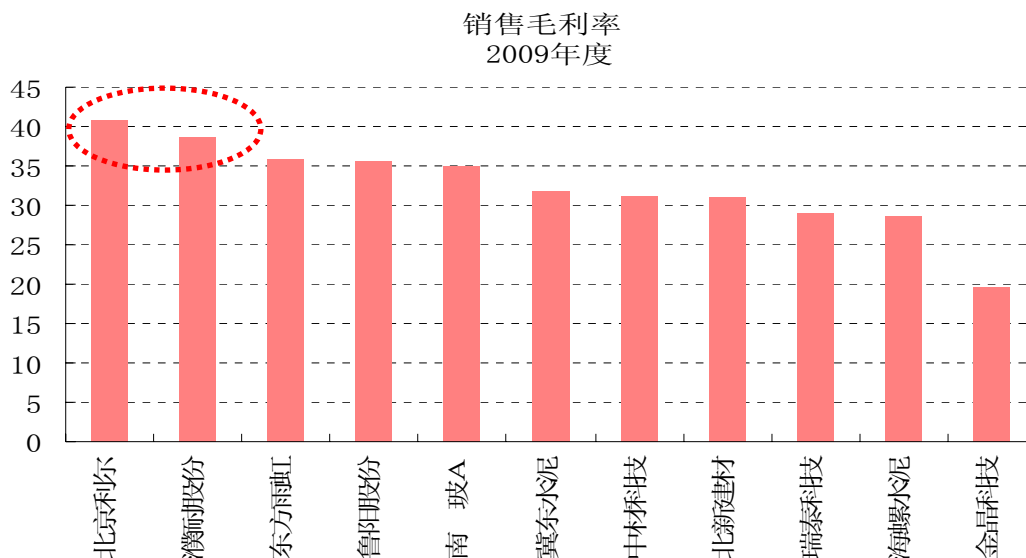
	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
粗钢产量							
（亿吨）	5.68	6.25	6.75	7.22	7.66	8.04	8.36
增速	13.40%	10%	8%	7%	6%	5%	4%
吨钢耗耐材单价	68	70	75	77	80	85	90
耐火材料市场容量							
（亿元）	386	438	506	556	613	683	752
增速	-	13.47%	15.53%	9.88%	10.25%	11.14%	11.01%

资料来源：中信建投证券研发部

钢铁用耐火材料盈利能力较强

通过与建材行业中各细分子行业龙头公司的毛利率水平比较可以发现，钢铁用耐火材料公司的毛利率水平比较高。一方面在于行业龙头公司具备一定的技术优势和整体配套能力，另一方面现钢铁用耐火材料的主要原料铝矾土和菱镁矿的主要蕴藏在中国，具备资源优势。

图 8：耐火材料公司与其它建材类龙头公司的毛利率水平横向比较



资料来源：中信建投证券研发部

行业集中度低，兼并整合是大势所趋，优质耐材企业将脱颖而出

行业集中度低，产能分散

以吨钢耗耐材约价值约70元为标准计算，目前我国有6亿多吨钢产量，对应当前钢铁用耐火材料的市场容量在450亿元左右。而截至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2000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1500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小型耐火材料企业，这些企业数量较大、生产能力高度分散。

与国外知名耐火材料企业相比，我国耐火材料企业多，规模较小，年销售收入达到2亿元以上的企业约20家，有较强技术实力和自主品牌优势的企业更少。国内耐火材料企业基本可以分为三种类型：资源型、技术先导型和大型钢厂附属企业，公司和濮耐股份均属于以技术为先导，以高技术含量和高附加值产品深加工为主的企业，这类企业近年来成长迅速，是耐火材料行业发展的中坚力量，技术实力雄厚，产品品种多样化，市场覆盖面广，成长性良好。

表 4：部分钢铁用耐火材料使用寿命

类型	特征	企业	产品种类
资源型	以原料为基础，逐步扩大为原料	营口青花集团有	镁砖、镁铬砖、镁尖晶石砖、镁碳砖、镁钙碳砖



技术先导型

及耐火材料制品生产企业。由于拥有巨大的矿山资源，规模相对较大，国内销售收入最高的耐火材料企业均为辽宁省开采菱镁矿并生产耐火材料制品的企业。

有限公司
海城后英集团有
限公司
山西西小坪耐火
材料有限公司

中钢耐火

北京利尔

濮耐股份

瑞泰科技

鲁阳股份

硅砖、镁铬砖、镁砖及非氧化物复合陶瓷耐火材料，高档碱性制品，铝碳、铝镁碳制品，陶瓷窑具制品，不定形耐火材料等
炼铁、炼钢及其它高温工业用各种不定形耐火材料；挡渣墙、稳流器、冲击板、电炉顶、喷枪等各种预制品；镁碳砖、低碳镁碳砖、尖晶石砖、铝镁碳砖等制品；透气砖及座砖、连铸三大件等功能耐火材料；陶瓷纤维制品及轻质隔热耐火材料
透气砖类、座砖类、散料类、滑板水口类、三大件类、镁碳/铝镁碳砖类、冲击板 / 挡渣板类、蓄热类、电炉顶类耐火材料等
熔铸锆刚玉系列、熔铸氧化铝系列耐火材料
硅酸铝耐火纤维材料、珍珠岩保温材料、玻璃钢产品、高温粘结剂、浇注料的制造、销售

大型钢厂附属企业

原大型国有钢铁企业大多拥有自己的耐火材料厂，这些企业基本上附属于其母公司。近几年，随着国有企业体制改革的不断深入，目前这些耐火材料厂大部分已经与其母公司分离，成为独立的耐火材料制品生产企业

资料来源：中信建投证券研发部

产品基本国产化

我国钢铁产业多年发展壮大已经促使推动国内耐火材料从各方面性能指标达到国际先进水平，基本上 99% 以上种类的耐火材料都可以国产化。

国际上主要的耐火材料生产商有：奥地利奥镁公司、比利时维苏威公司、日本黑崎播磨公司、日本品川白炼瓦株式会社、德国 LWB 公司、日本东京窑业株式会社、英国摩根坭坭公司、法国圣戈班工业陶瓷公司等，其中奥镁公司（RHI）和维苏威公司（VESUVIUS）为世界超大规模耐火材料企业，年销售收入折合人民币超过 100 亿元，其他企业的销售收入折合人民币约 20 亿~50 亿元。部分企业已在我国开始投资建厂，中国作为世界镁矿储量最丰富的国家，在原料供应方面也对国际耐材巨头具有很强的吸引力。

优势耐火材料企业推动兼并重组，未来几年迎来行业整合浪潮

吨钢耗耐材金额提高抵消耗量下降的不利因素

由于钢铁工业的技术进步、工艺和设备改变（如电炉炼钢增加）以及耐火材料自身的改进，耐火材料消耗量逐年下降；过去 20 年间，平均每年吨钢耐火材料的单耗下降约 5 公斤。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。

虽然吨钢单耗量有所下降，但是值得注意的是钢铁行业工艺技术升级过程中对优质、长寿、高效、功能性耐火材料的需求量将相应增加（以保证实现耐火材料的高寿命，满足钢铁等高温行业降低耐火材料消耗的需要），而对普通耐火材料的需求大幅降低。普通的耐火材料大约每吨钢用 50 元耐火材料，新型的耐火材料平均单价将会提高到 80 元，单价提高会对冲吨钢耗耐材的量的下降。

行业集中度进一步提高

《钢铁行业调整和振兴规划》中提出，力争到 2011 年，全国形成宝钢集团、鞍本集团、武钢集团等几个产能在 5000 万吨以上、具有较强国际竞争力的特大型钢铁企业；形成若干个产能在 1000~3000 万吨级的大型钢铁企业。工信部将加快钢铁行业重组，钢铁产业要“鼓励发展 3 至 5 家大钢企”。

下游钢铁企业集中度的提高，大型钢铁企业市场份额的进一步扩张会推动耐火材料整体承包模式的推广，因此耐火材料行业中具备整体配套生产安装服务的优质耐火材料公司会获得发展的良机，行业进入到一轮收购兼并的高潮期，集中度将进一步提高。

公司投资主要看点

一、整体承包模式为主，符合行业发展趋势

以整体承包业务为主导

公司销售模式有两种，一是直接销售产品，二是整体承包销售模式。经营模式上，公司主要以整体承包为主。结算方式上一般每月结算一次。直销也是每月结算一次。

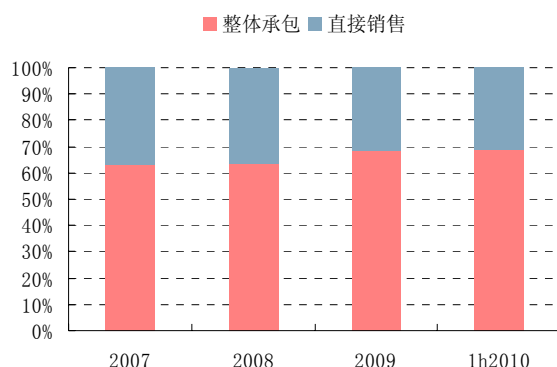
公司 2001 年首先向首钢公司提出中间包耐火材料整体承包供货及服务的建议并得到公司认可，开创了国内耐火材料整体承包的先例，目前占到首钢耐材业务量的 70%。之后，相继与首钢公司、首钢迁安钢铁公司、包头钢铁公司、天津荣程钢铁公司、本溪钢铁公司、唐山钢铁公司、安阳钢铁公司、邯郸钢铁公司等 20 多家钢铁企业建立了钢包、中间包、铁水包或加热炉等耐火材料整体承包供货业务关系，整体承包业务的运营和管理工作得到不断完善和成熟。2009 年整体承包业务占比达到 68%。

从收入计算方式上看，直接销售产品直接以件计价，而整体承包是按照单台设备每套耐火材料的费用进行结算，或者按照在一个生产周期内客户吨钢耐火材料消耗费用进行结算。

即：钢包整体承包结算货款=钢产量×吨钢耐材消耗单价，其中吨钢耐材消耗单价的确定方式是根据吨钢耐火材料的预计消耗数量、各种耐火材料的成本和直销市场价格、吨钢耐材的历史价格等因素综合考虑，由供需双方协商确定。公司主要是订单式生产，一年或者半年签一次合同，但订单并不是指一个销售收入的总量，而是指协定一个吨钢耗材的单价，一般在签订合同的时候约定。

一般订单协定的单价波动并不大，因此在单价相对确定的情况下，整体承包模式下的销售收入就主要与产品使用结果如钢产量或使用炉次直接相关，与耐火材料产品的消耗数量不直接成比例关系。合同价格年初和上年底订（开口合同），原材料价格涨到 10% 就重新议价，提价幅度主要看与钢厂之间的议价能力，不同钢厂差别较大。

图 9：公司整体承包和直销的历年比重

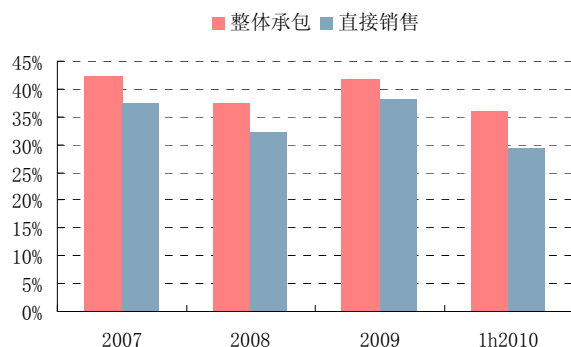


资料来源：中信建投证券研发部

整体承包盈利能力较强

从历年公司两种销售模式毛利率水平比较来看，整体承包模式的毛利率高于直销模式的毛利率，这是由于整体承包模式下一般根据钢铁企业客户相关设备的出钢量或出铁量，按合同约定的单价计算收入，而不是按材料的使用量作为收入结算的依据。因此在确保钢厂安全生产、吨钢费用和使用寿命的前提下，企业可以充分发挥自己技术优势和产品优势，根据客户的实际情况灵活决定耐火材料的用料、用量和砌筑方法，提高了耐火材料在钢包、中间包中的使用寿命，降低材料耗用成本，因此毛利率较高。

图 10：整体承包和直接销售的毛利率水平



资料来源：中信建投证券研发部

从耐火材料行业发展方向上来看，整体承包是趋势，一方面钢厂可以通过将整条线的各种耐火材料包给一家或两家优质耐火材料综合配套商来降低消耗成本，减少施工维护成本，保证钢品质量的稳定连续，另一方面耐火材料产业自身要想发展壮大，急需改变现在小、散、乱的局面，提高行业集中度，培育起具备整体承包配套能力的龙头公司。此外，下游钢铁产业兼并重组的展开，也会使得行业中大型钢铁企业的市场份额快速扩张，间接带动总承包模式的推广。

但需要注意的是推广整体承包模式仍是一个逐渐递进的过程，因为这个过程会威胁到许多小耐火材料企业的生存，甚至不排除有些小企业故意破坏市场。此外，部分耐火材料企业与钢铁厂之间有着千丝万缕的关系，

目前钢铁厂用耐材各自占山头的情况并不明显，各家企业还处于开疆扩土的状态，一些优质耐火材料企业具备成长空间，整体承包的市场也是在慢慢推广，公司计划未来整体承包模式占到 90%以上。

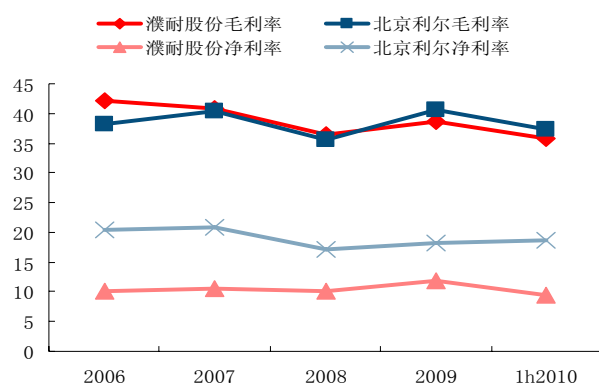
二、大型钢企客户为主，期间费用有效控制

因为公司以整体承包模式为主的销售方式，也就先天决定了公司的客户主要集中在大型钢铁企业上。客户群以首钢、宝钢、鞍钢等国内大中型钢铁企业为主。

北京利尔与濮耐股份相比较两者都是做不定型耐火材料出身的，从产品质量上来说差别不大，各有千秋。而发展历程上，濮耐股份起步早，发展速度比公司快，规模比公司大，客户总量比公司多，但客户还主要以中小钢铁企业为主。而北京利尔则主要以大型钢铁企业客户为主，客户集中度高，且主要客户聚集在华北地区。其中就占据了首钢 70%左右耐火材料的业务。

这种客户数量和区域的集中带来几点优势，一是利润率上大钢厂相对略高，因为大型钢厂对产品、对服务的要求高，要求集成化配套设施，附加值相对高一些。二是区域上的集中降低了运输成本，节约了销售费用。公司与濮耐相比毛利率差别不大，但净利率相差很多，在于两者的期间费用率相差较大，尤以销售费用率相差最多，归结原因的话运费的差别是重要原因之一。此外，管理费用率和财务费用率上公司也均优于濮耐股份。

图 11：濮耐股份和北京利尔的毛利率与净利率水平



资料来源：中信建投证券研发部

图 12：濮耐股份和北京利尔的销售费用率水平

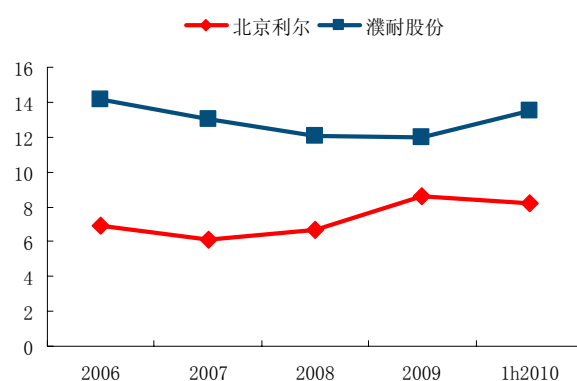
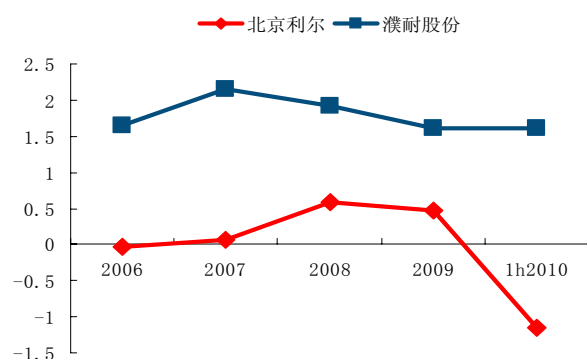
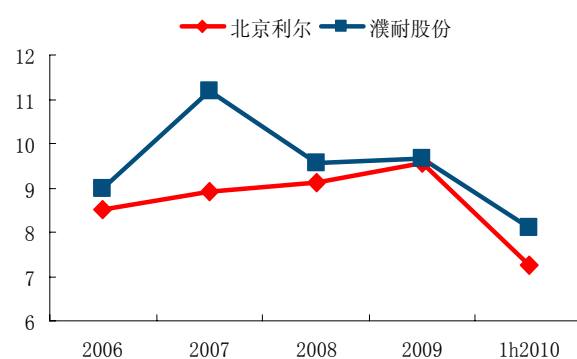


图 13：濮耐股份和北京利尔财务费用率水平



资料来源：中信建投证券研发部

图 14：濮耐股份和北京利尔的管理费用率水平



三、产能扩张提速，产品附加值提升

截至 09 年末，若不考虑募投项目（前期利用自有资金）已投产的产能的话，公司有 14.1 万吨耐火材料产品的生产能力，募投资金计划投入三个项目，新增产能 6.5 万吨。这部分新增产能中已经有 6000 万吨在 09 年投产。所有项目完成后，公司产能将达到 20.6 万吨，比原有产能增长 46.1%。

表 5：募集资金投向

单位：万元

项目	投资金额	建设周期	销售收入	利润总额
10,000 吨/年连铸功能耐火材料项目	15,623.93	12	23,306.85	7,736.71
55,000 吨/ 年优质耐火材料项目	45,000	14	37,853.64	10,798.36
45,000 吨/年炉外精炼用优质耐火材料项目	24,171.34			
10,000 吨/年高档陶瓷纤维及制品项目				
合计	39,795.27	-	61,160.49	18,535.07

资料来源：中信建投证券研发部

表 6：公司产能扩张情况

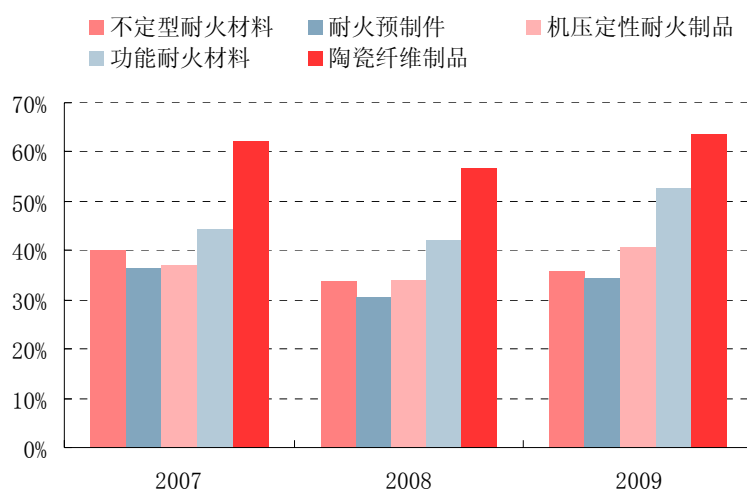
产品名称	目前产能（09 年末）	募投项目待投产产能	总产能	募投项目达产后增幅
连铸功能耐火材料	5500+2000	8000	15500	181.8%
不定型耐火材料	95000	0	95000	0
耐火预制件	16000	0	16000	0
机压定型耐火制品	24000+4000	41000	69000	187.5%
陶瓷纤维制品	500	10000	10500	2000%
合计	147000	59000	206000	46.1%

注明：目前年产能中 2,000 吨连铸功能耐火材料、4,000 吨优质尖晶石砖为公司提前投资于本次募投项目形成的产能。

资料来源：中信建投证券研发部

以建设周期计算，公司募投项目基本在明年下半年投产，2012 年全年贡献产能。

图 15：北京利尔各产品毛利率水平



资料来源：中信建投证券研发部

此次募投项目包括 10000 吨连铸功能耐火材料，45000 吨炉外精炼优质耐火材料（属机压定型耐火材料）和 10000 吨高档陶瓷纤维制品，这些产品的售价和附加值明显高于公司现有产品，09 年公司连铸功能耐火材料和陶瓷纤维制品毛利率高达 52.71% 和 63.70%，远高于普通耐火材料的毛利率。根据招股书的披露，2009 年公司产品平均售价为 3,751.54 元/吨，而募投项目达产后，预计募投项目产品平均售价将达到 9,409.31 元/吨，是 2009 年产品平均售价的 2.51 倍；预计新增年收入 61,160.49 万元，是公司 2009 年收入的 1.12 倍；年新增利润总额 18,535.07 万元，是公司 2009 年利润总额的 1.57 倍；募投项目每吨产品的利润总额 2,851.55 元，是 2009 年的 3.51 倍。

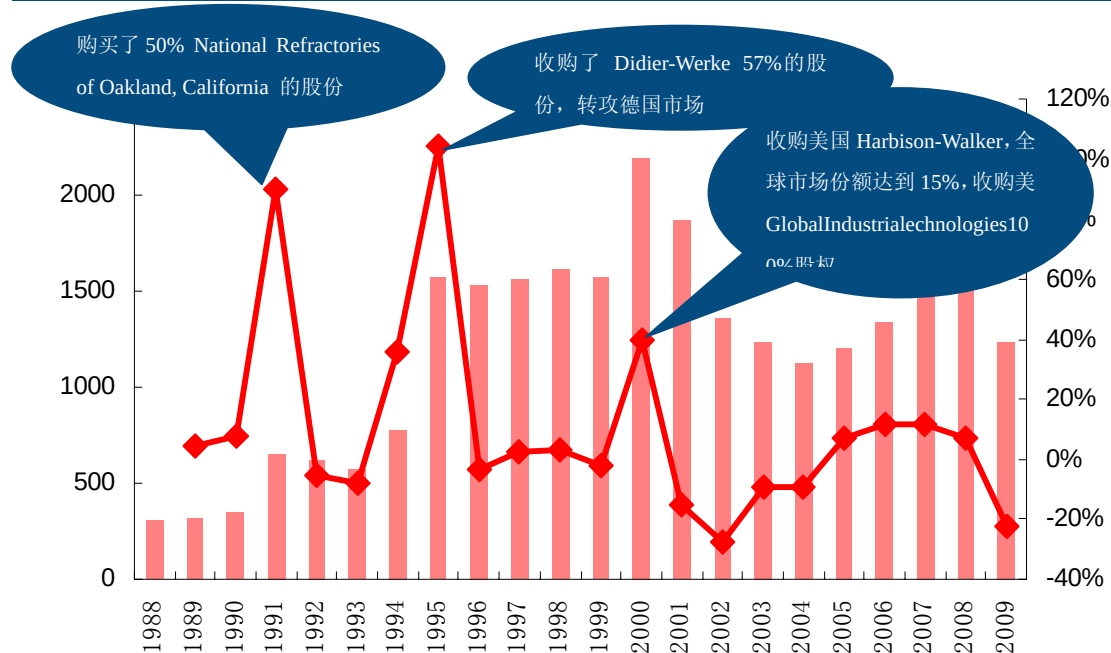
四、在手现金充裕，收购兼并空间大

流动资金充裕，收购同类企业空间大

公司今年 IPO 共募集资金净额 13.33 亿元，扣除掉募投项目所需资金 3.98 亿元和计划增资洛阳利尔的 2.42 亿元，**超募资金接近 7 亿元**。从公司半年报来看，目前货币资金有 13 个亿，占流动资产的 70% 以上，在手现金充裕，未来收购兼并空间较大。反观行业内的同行濮耐股份，上市以后其通过收购昆钢耐材完善了地理布局，辐射东南亚市场，后通过增发收购上海宝明打入宝钢市场，两次收购兼并有效推动了公司的业务发展。从国际经验来看，大型的国际耐火材料 RHI 企业的快速发展也主要是得益于上世纪 90 年代前后期的收购兼并。

图 16：国际耐火材料巨头 RHI 历年营业收入及其增速

单位：百万欧元



资料来源：BLOOMBERG，中信建投证券研发部

表 7: RHI 耐火材料巨头收购兼并事件

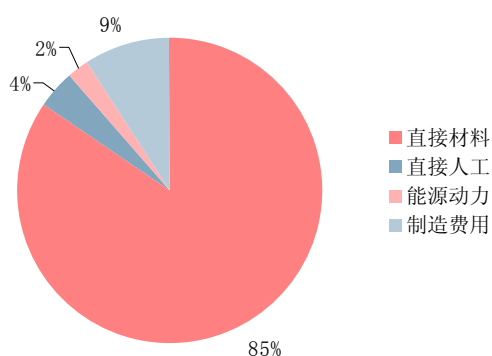
时间	事件
1834	Didier-Werke, RHI 的前身在欧洲成立
1990	RHI 购买了 50% National Refractories of Oakland, California 的股份, 进入美国市场
1991	RHI 收购 Veitscher Magnesitwerke AG, 主营收入由 4 亿美元上升到 7 亿美元。
1993	RHI 增加了子公司 Dolomite Franchi, 该公司原来在意大利负责原材料的进口
1994	RHI 兼并德国的 Vedag Dachsysteme GmbH, 回归欧洲, 继续开拓市场
1995	收购了 Didier-Werke 57% 的股份, 转攻德国市场, 公司主营收入达到 12 亿美元
2000	收购美国 Harbison-Walker, 全球市场份额达到 15%
2000.3.1	采用白色骑士的方法收购美国 Global Industrial Technologies 100% 股权
2004.12.21	收购 EUROVEK DOO 50% 股权
2007.2.1	收购 Monotrax Inc 100% 股权
2008.4.16	收购 Carbon Bonded Ceramics Business 100% 股权
2010.08.19	收购 Didier-Werke AG 25% 股权

资料来源: BLOOMBERG, 中信建投证券研发部

计划收购上游原材料基地, 改善受制原材料短板

从公司产品成本构成来看, 原材料占比达到了 85%, 其次为人工, 能耗较少。原材料价格(主要是镁砂矿和铝矾土)的波动对产品盈利能力影响较大。公司未来计划在完善北京、上海和洛阳三大生产基地的同时, 还将向耐火原料镁砂、铝矾土上游产业发展, 逐步建设优质铝矾土和镁砂两大原料生产基地。

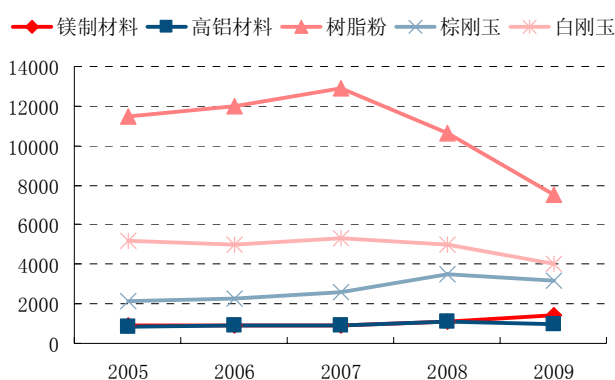
图 17: 北京利尔产品成本构成



资料来源: 招股书, 中信建投证券研发部

图 18: 主要原材料价格走势

单位: 元/吨



向有色、煤化工、建材领域拓展, 扩大出口业务

公司目前主要业务仍然在国内, 未来要加大力度开拓外贸市场, 计划拓展东南亚、独联体、欧洲市场, 主要通过合资建厂的形式, 今年有 100-200 万欧元订单。煤化工方面目前有 1500 万的合同额, 公司最终目标要拿将业务拓展到 1 亿 5 千万以上。此外, 有色用耐火材料的利润额比钢铁要高, 也是公司要进入的领域。水泥耐火材料市场则主要针对 5000t/d 以上生产线的整体承包。

盈利预测与估值

盈利预测

我们预计公司 2010-2012 这三年营业收入分别为 7.4 亿元, 10.73 亿元和 15.56 亿元, 对应增速分别为 35.9%, 45%和 45%。毛利率假定分别为 38.13%, 38.30%和 38.30%, 则对应净利润分别为 1.35 亿元, 2 亿元和 2.92 亿元, 同比增速分别为 39.3%, 47.8%和 46.2%, 对应每股收益分别为 1.00 元, 1.48 元和 2.16 元。

表 8: 利润表预测

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	544.90	740.26	1,073.38	1,556.40
增速	30.3%	35.9%	45.0%	45.0%
减: 业务成本	323.08	457.97	662.28	960.30
营业税费营业	2.84	3.86	5.59	8.11
税金及附加				
毛利率	40.71%	38.13%	38.30%	38.30%
营业费用	46.88	60.70	86.26	122.57
管理费用	52.16	53.30	76.96	110.97
财务费用	2.58	-0.10	0.18	0.59
资产减值损失	0.89	1.00	1.00	1.00
加: 公允价值变动收益				
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	116.48	163.54	241.11	352.86
加: 营业外收入	1.85	2.00	2.45	2.82
减: 营业外支出	0.19	1.00	1.23	1.50
利润总额	118.13	164.54	242.33	354.18
减: 所得税	18.91	26.33	38.77	56.67
净利润	99.22	138.21	203.56	297.51
归属于母公司	97.12	135.28	199.89	292.15
所有者的净利润(元)				
少数股东损益	2.11	2.93	3.67	5.37
基本每股收益	0.959	1.002	1.481	2.164

资料来源: 中信建投证券研发部

估值

以 2010-2012 年公司产值计算对应的市场份额仅为 1.69%, 2.12%和 2.80%, 仍有广阔的市场空间待开拓, 而从行业的整合趋势来看, 作为行业中的优势龙头配套厂商, 市场份额还将会进一步提高。预计到 2015 年能达到 5%的市场占有率, 产值能将是 2010 年的 5 倍, 成长空间广阔。

公司从事耐火材料的生产制造, 目前 A 股可比公司主要为濮耐股份和瑞泰科技。从估值水平上看, 目前公

司股价基本在合理水平。但从成长性来看，我们认为从事钢铁用耐火材料生产的濮耐股份和北京利尔的市场空间相对更优于从事水泥玻璃耐火材料领域的瑞泰科技，而从管理水平和盈利能力来看我们则更看好北京利尔，且公司目前在手现金较多，资金压力小，存在收购兼并其他同类公司超预期的因素（盈利预测中未包含对收购兼并的考虑），因此给予公司“增持”评级。

表 9：公司 PE 估值比较

公司代码	公司名称	2010PE	2011PE	2012PE
002392	北京利尔	39	27	18
002225	濮耐股份	36	24	18
002066	瑞泰科技	36	22	16

资料来源：中信建投证券研发部，收盘价为9月10日。

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15%以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15%以上。



分析师介绍

田东红：中南大学经济学硕士，建筑建材行业首席分析师。5 年建材行业从业经历，对水泥及其他建材具有深入的理解和看法，从事证券行业研究 10 年。09 年《今日投资》评为最佳独立分析师和最佳行业分析师。

韩 梅：对外经济贸易大学金融学硕士，建筑建材行业研究员。2 年证券行业从业经验，CFA level2 candidate。专注于通过系统的数据分析判断行业走势从而挖掘上市公司投资机会。

郑 军：建筑建材行业分析师，湖南大学经济学硕士，工科学士。4 年建筑央企工作经验，3 年证券从业经验，中级会计师；善于从公司与行业发展、财务分析比较中挖掘公司投资价值。

基金研究服务

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 (010) 85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张 博 (010) 85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁 昕 (010) 85130318 dingxin@csc.com.cn

张 明 (010) 85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨 明 (010) 85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱 律 (010) 85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 (021) 68825001 daiyuefang@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 (010) 85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任 威 (010) 85130923 renwei@csc.com.cn

张 娅 (010) 85130230 zhangya@csc.com.cn

周 李 (0755) 23942904 zhouli@csc.com.cn

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉

追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界

强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断

注重研究、沟通、推介能力的全面发展

发扬敬业精神，发扬团队精神

地址

北京 中信建投证券研究发展部 上海 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

中国 上海 200120

朝内大街 188 号 4 楼

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话: (8610) 8513-0588

电话: (8621) 6880-5588

传真: (8610) 6518-0322

传真: (8621) 6880-5010

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本文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，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。