

北京利尔 (002392) 调研报告

超募资金使用成后续看点, 短期估值优势不明显

原材料/其他建材

谨慎推荐

首次评级

发布时间: 2011 年 1 月 28 日

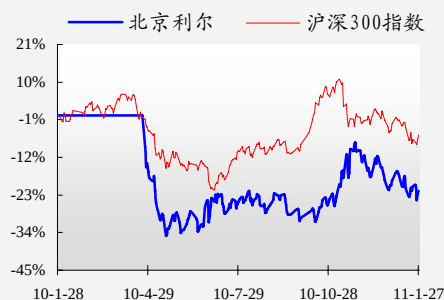
投资要点:

- 公司主营钢铁、化工、建材、有色等耐火材料的生产和销售业务, 并承担高温热工窑炉和装备的耐火材料从设计研发到施工维护的“全程在线服务”的整体承包业务。公司是目前国内产品品种最全、整体承包范围最广的大型耐火材料制造商之一。
- 耐火材料下游主要消耗需求来自于钢铁行业领域, 占到将近 70% 左右的比例。未来在下游行业技术推动下将实现产业升级, 从产品结构上看, 中低档产品需求下降, 中高档需求上升, 吨钢消耗耐火材料价格有望稳中有升。从行业容量发展来看, 我们预测钢铁用耐火材料市场容量 2013 年有望达到约 530 亿元, 同比 2010 年增长 27.85%, 我们认为行业优质公司将获得高于行业平均增速的发展水平。
- 公司盈利能力强, 成本控制能力和经营运营效率好于业内其他企业。公司毛利率高于耐火行业其他三家上市公司, 净利率比同样从事钢铁耐火材料生产的濮耐股份高出一倍。
- 公司募投项目目前进展顺利, 有望在 2011 年开始逐步贡献收益, 完全达产后产能增加 42%, 超募 9 亿资金主要用于上游原材料延伸、横向业务拓展以及同业并购方面。
- 我们预计 2010 年、2011 年、2012 年每股收益分别为 0.89 元、1.28 元、1.67 元, 相对于目前的股价, 对应得 PE 分别为 45.1X、31.3X、24.0X, PB 为 3.05。公司目前现金充裕, 未来或存在并购的亮点, 作为快速成长的钢铁用耐火材料行业龙头值得关注, 但鉴于目前估值情况要高于耐火材料行业其他上市公司和行业平均水平, 因此我们暂时给予公司“谨慎推荐”评级。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率 (%)
2009	54,490	30.3	9,712	48.1	0.72	25	56.9	-
2010E	68,451	25.6	12,005	23.6	0.89	6	46.1	-
2011E	92,510	35.1	17,270	43.8	1.28	8	32.0	-
2012E	118,237	27.8	22,556	30.6	1.67	10	24.6	-

走势图



市场数据

2011-1-28

收盘价:	41.00 元
52 周最高价:	56.00 元
52 周最低价:	32.28 元
平均持仓成本:	42.90 元

基本数据

2010Q3

总股本 (万股):	13,500
流通 A 股 (万股):	13,500
每股收益 (元):	0.64
每股净资产 (元):	13.16
每股经营现金流 (元):	-0.44
市净率:	3.12

分析师: 解文杰

执业证书编号: S0550210100003

TEL: (8621)6336 7000 - 266

FAX: (8621)6337 3209

Email: xiewj@nesc.cn

地址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮编: 200002

一、公司概况

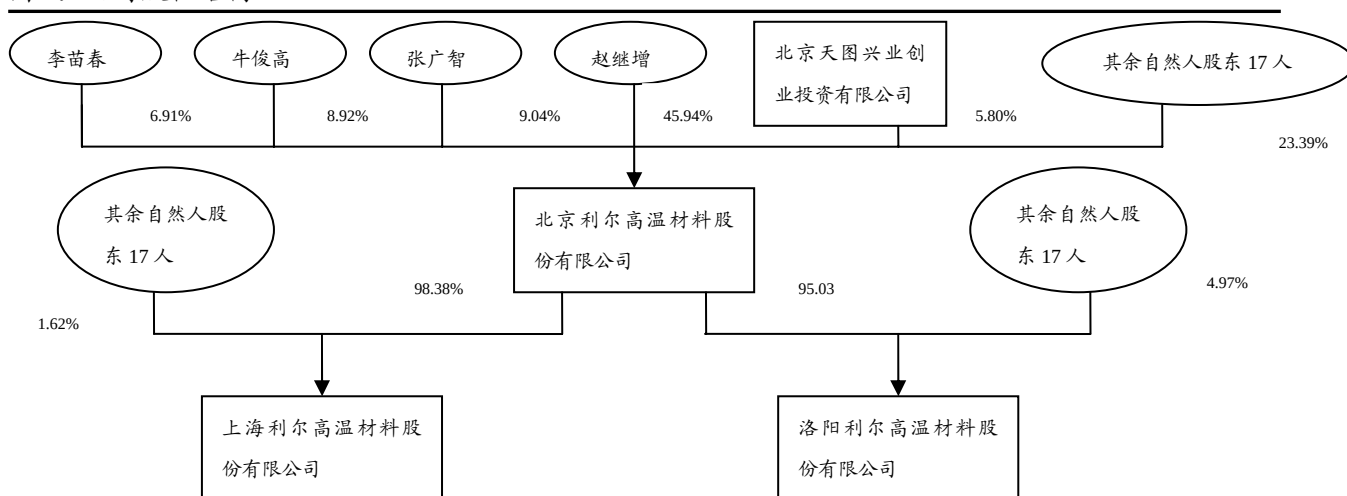
公司主营钢铁、化工、建材、有色等耐火材料的生产和销售业务，并承担高温热工窑炉和装备的耐火材料从设计研发到施工维护的“全程在线服务”的整体承包业务。公司是目前国内产品品种最全、整体承包范围最广的大型耐火材料制造商之一。

表 1: 公司主要产品及市场占有率情况

主要产品	产品类别	主要客户分布	市占率	行业排名	同类产品主要生产企业
中间包干式料及永久衬和包盖浇注料、挡渣墙/坝、稳流器、冲击板	不定型耐火材料、预制件	首钢集团、本钢、鞍钢、营口中板、包钢、唐钢、天津钢管、天津荣钢、安钢、邯钢、邢钢、石钢、青钢、沙钢等	12%左右	第一（国内需求量约 60 万吨）	浙江红鹰集团、濮阳濮耐高温材料股份有限公司、武汉瑞升特种耐火材料有限责任公司等
环形加热炉用系列耐火材料	不定型耐火材料	天津钢管、宝钢、华菱集团、天津荣钢、天津市无缝钢管等	50%左右	第一（国内需求量约 2 万吨）	北京联合荣大工程材料有限责任公司、濮阳濮耐高温材料股份有限公司等
透气砖	功能耐火材料	首钢、鞍钢、本钢、包钢、唐钢、天津钢管、天津荣钢、安钢、邯钢、邢钢、青钢、济钢、沙钢等	20%左右	第二（国内需要量约 16 万吨）	濮阳濮耐高温材料股份有限公司、中钢耐火、成都府天新材料科技有限公司等
直接还原铁用耐火材料	不定型耐火材料	天津钢管、北京威克公司、天津荣钢等	70%左右	第一（国内需求量约 0.8-1 万吨）	本公司供货为主，少量进口
钢包镁碳砖、铝镁碳砖、优质尖晶石砖	机压定型耐火材料	宝钢、鞍钢、首钢、本钢、包钢、唐钢、天津钢管、天钢、天津荣钢、安钢、邯钢、邢钢、石钢、马钢	2%左右	中等偏上（国内需求量约 120 万吨）	大石桥市金龙耐火材料有限公司、郑州振东、偃师市中岳耐火材料有限公司、中钢耐火等
铁水预处理用脱硫/脱硫喷枪	预制件	首钢、安钢、邯钢、天钢、沙钢等	10%左右	前列（国内需求量约 0.8 万支）	武汉红地节能材料有限公司、大石桥市信威耐火材料有限公司等
硬质陶瓷纤维板	陶瓷纤维	宝钢、首钢、鞍钢、本钢、包钢、唐钢、天津钢管、天津荣钢、安钢、邯钢、邢钢、青钢等	3%左右	前列（国内需求量约 1.5 万支）	山东鲁阳股份有限公司、上海摩根热陶瓷有限公司、中钢洛耐院等

资料来源：公司公告，东北证券整理

图 1: 公司股权结构



资料来源：公司公告、东北证券整理

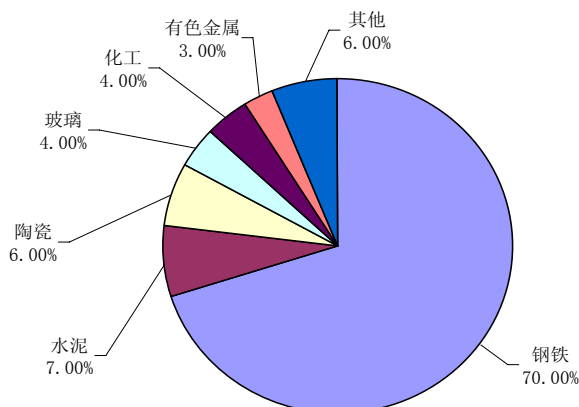
二、钢铁用耐火材料行业市场概况

2.1、耐火材料下游需求分布中钢铁市场占主要份额

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。耐火材料是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。

耐火材料下游主要应用领域及各自消耗比例如下（图 2），我们可以看出，耐火材料的主要消耗需求来自于钢铁行业领域，占到将近 70% 左右的份额。

图 2: 耐火材料主要应用领域及消耗比例

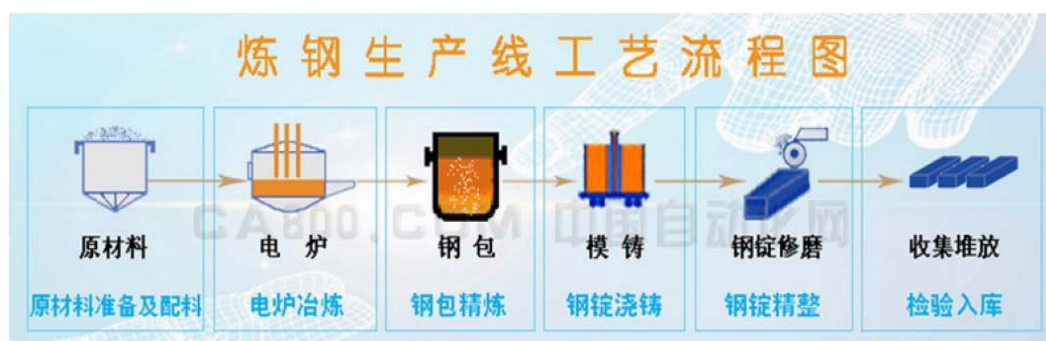


资料来源：东北证券整理

2.2、钢铁用耐火材料涉及炼钢各环节，属于易耗品，更新频率较高

完整的炼钢生产线工艺流程主要包括：造渣——出渣——熔池搅拌——电路底吹——氧化期和脱碳期——还原期——炉外精炼——钢液搅拌——钢包喂丝——钢包精炼——惰性气体处理——成分控制——终点控制。

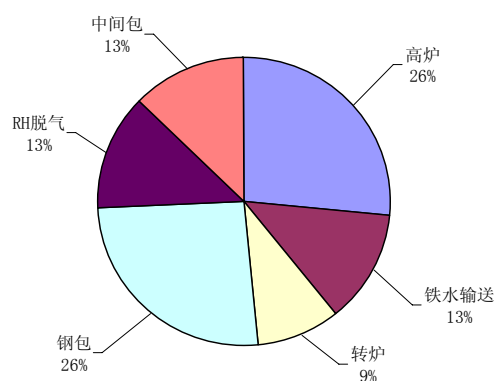
图 3：炼钢生产线工艺流程图



资料来源：互联网

在炼钢的主要过程环节中，几乎都要涉及耐火材料的使用。我们引用《炼钢用耐火材料的技术进展和开发趋势》的论述：“日本 2004 年度各个工序耐火材料的使用比例，炼钢用耐火材料（包括铁水预处理）的使用比例占了总量的 3/4。炼钢工序中钢包耐火材料的使用比例很高，超过了总量的 1/4。”而且很多钢铁用耐火材料都是易耗品和消费品，更换更新频率较高。

图 4：各个工序耐火材料的使用比例



资料来源：《炼钢用耐火材料的技术进展和开发趋势》、东北证券整理

具体来看钢包、高炉、中间包等三种需求占比较高的品种：

以钢包用耐火材料为例。钢包（盛钢桶）担负着载运钢水和进行炉外精炼的双重任务，随着炼钢技术的发展，我国的钢包用耐火材料也得到了很好的发展。20 世纪 50-70 年代，我国的钢包包衬主要使用的是硅酸铝质耐火材料，包括各种粘土砖和高铝砖等。从 80 年代起，我国陆续开发出铝镁（碳）、镁碳质和镁钙（碳）质等多个系列的新型钢包用耐火材料。

表 2: 相关钢包用耐用材料使用频率

铝镁浇注料	河北某钢厂 10t 和 14t 钢包使用水玻璃结合的铝镁浇注料, 平均一次包龄为 109.7 次
铝镁尖晶石浇注料	洛耐院和河南某耐火材料厂共同开发的矾土基铝镁尖晶石浇注料经太钢 70t (DH 真空喷枪吹氩) 钢包、合钢 30t 连铸钢包 (连铸比不小于 94%) 试用, 平均寿命分别达到 71 次和 114 次
铝镁碳砖	洛耐院、宝钢和焦作某耐火材料厂合作开发的铝镁碳钢包砖在宝钢 300t 连铸钢包上使用, 包龄提高到 80 次以上, 最高达到 126 次
铝镁尖晶石碳砖	焦作某耐火材料厂与宝钢合作开发的铝镁尖晶石碳砖在宝钢 300t 连铸钢包上使用, 平均使用寿命 105 次, 最高达到 200 次。
高档铝镁不烧砖	鞍钢 200t 钢包采用铝镁不烧砖一次包龄在 110 次以上, 最高达到 128 次; 117t 连铸钢包使用寿命达到 119 次
高档铝镁浇注料	在首钢三炼厂 90tLF 精炼钢包上使用, 平均寿命 138 次
不烧镁钙碳砖	首钢与某耐火材料公司合作, 开发不烧镁钙碳砖, 用于 22t 钢包非渣线部位 (渣线用镁碳砖), 平均使用寿命 116.8 次

资料来源: 互联网、东北证券整理

高炉用耐火材料: 高炉是利用鼓入的热风使焦炭燃烧及还原熔炼铁矿石的竖式炉, 是在高温和还原气氛下连续进行炼铁的热工设备。一般来说, 高炉炉体由炉喉、炉身、炉腰、炉腹、炉缸 5 部分组成。

中间包用耐火材料: 中间包是一个耐火材料容器, 首先接受从钢包浇下来的钢水, 然后再由中间包水口分配到各个结晶器中去。中间包的作用是减压、稳流、去夹杂、贮存和分流钢水。中间包用耐火材料基本上每 8-10 个小时要进行更换。

2.3、下游行业技术推动产业升级, 结构性转变——中低档产品需求下降, 中高档需求上升, 吨钢耐火材料价格有望稳中有升

目前国内钢铁用耐火材料行业整体发展水平与发达国家相比, 差距还比较明显。我国的吨钢耐火材料消耗大约为 19-22 公斤, 而日本和欧洲的吨钢耐火材料销售为 (8)8.5-10 公斤、北美的约为 12 公斤、南美的约为 14 公斤, 高温流程耐火材料消耗偏高主要与产品品质、质量、应用技术以及应用基础研究缺乏有关。

高温工业本身的技术进步和对节能降耗的要求推动了耐火材料行业的技术进步和产业升级。高温工业的发展要求降低单位产品的耐火材料消耗, 对耐火材料产品品质和性能的要求不断提高, 因此传统耐火材料的需求将逐步减少, 但同时为高技术含量、高附加值的新型耐火材料提供了更为广阔的市场空间和盈利前景。

而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, 到 2020 年降低到 15 公斤/吨钢以下。按照这样的发展要求, 普通耐火材料需求将大幅下降, 而优质新型功能性耐火材料的需求量将相应增加, 对行业内排名前列公司来说是利好。目前吨钢用耐火材料消耗平均在 60-70 元之间, 随着耐火材料消费结构的改善, 优质耐火材料比例的提升将带动平均消耗上升, 我们预计未来 5 年, 吨钢消耗可能会在 70-80 元之间。

2.4、我们测算未来3年行业市场容量将有近30%的增长，百亿元的增量

钢铁用耐火材料市场规模的测算。钢产量由2003年的22110万吨增长到2008年的50049万吨，年均递增超过17%。随着钢铁等高温工业的发展，我国耐火材料行业生产经营情况连年保持良好的增长态势，全部耐火材料产量由2003年的1477万吨增加到2008年的4912万吨（其中耐火材料制品产量为2417万吨），年均递增约27%。我们假设2011年、2012年、2013年国内粗钢产量增速分别为5%，吨钢耐火单价分别为70元、72元、73元，那么钢铁用耐火材料市场容量2013年有望达到约530亿元，同比2010年增长27.85%，增加114亿元。

表3：钢铁用耐火材料市场容量预计

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
粗钢产量（万吨）	48929	50040	56780	60300	63918	67753	71818
增速（%）	15.76	2.27	10.37	6.2	6	6	6
吨钢耐火单价（元/万吨）	65	67	68	68	70	72	73
钢铁用耐火材料市场容量（万元）	3180385	3352680	3861040	4100400	4474260	4878216	5242714

资料来源：东北证券整理

2.5、政策和市场因素将推动行业订单向优秀企业集中

首先，政策推动。《耐火材料行业发展政策》鼓励通过强强联合、兼并重组、互相持股等方式进行战略重组，减少企业数量，实现耐火材料工业组织结构调整、优化和产业升级。到20

其次，市场因素。这个主要是下游钢企的整合，从产业发展来看是大趋势。在钢铁用耐火材料行业实行EPC总承包成为主流的状况下，大钢企+优秀耐火材料企业的强强组合将成为逻辑中事。

我们认为在这两大因素的推动下，未来的发展机会将日益向业内大型企业倾斜，优势企业的市场扩张速度会以远高于行业市场容量的增速推进，并提升其业绩。

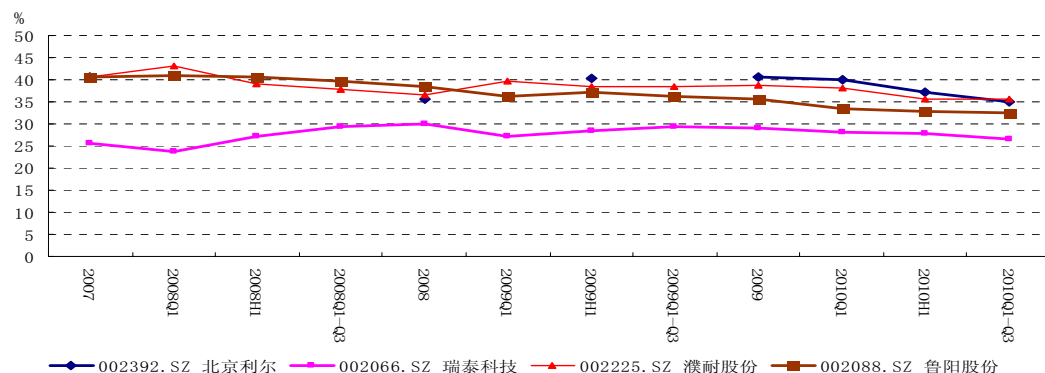
三、公司投资要点

3.1、经营情况——盈利能力强，毛利率和净利率领先业内公司

公司主要产品在国有大中型钢铁企业的市场占有率和产品分布上占有绝对优势，客户包括宝钢、首钢、鞍钢、天津荣程钢铁、包钢、唐钢、邯钢、马钢等在内的数十家企业，2008年所服务企业钢铁产量合计约2.5亿吨。

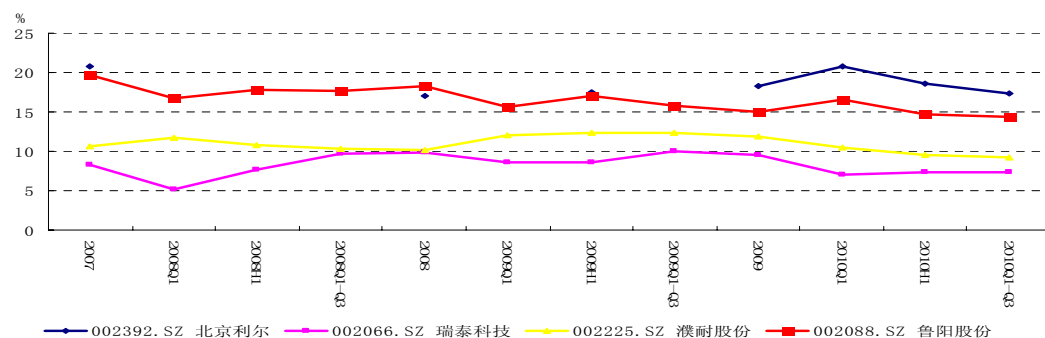
另外我们认为值得称道的是公司的成本控制能力和经营运营效率都要好于业内其他企业。以2010年中报为例，公司毛利率为37.33%，要高于瑞泰27.92%、濮耐35.77%、鲁阳32.85%的水平，而净利率达到18.66%，更是大幅领先瑞泰7.41%、濮耐9.50%，鲁阳14.72%的水平，其中要领先和公司具有相似业务类型的濮耐将近1倍。

图 5: 耐火材料行业主要上市公司毛利率比较



资料来源: wind

图 6: 耐火材料行业主要上市公司净利率比较



资料来源: wind

3.2、首创钢铁用耐火材料总承包——从制造商到服务商的转变

国内耐火材料行业的经营模式有三种: 1、整体承包模式; 2、直销模式; 3、中间商代理模式。中间代理模式主要适合出口为主的企业, 内销企业主要是直销模式和整体承包经营模式为主。

直销模式就是耐火材料企业直接把耐火材料销售给下游客户, 但不负责相关设计、施工维护和残衬拆解工作。整体承包模式则是涵盖设计、研发、配置、制造、配套、安装、施工、维护为一体的“全程在线服务”。

表 4: 总承包模式对供需双方的益处

	优点
对钢铁企业 (客户)	1、减少耐火材料的采购成本和管理成本以及施工维护成本
	2、耐火材料质量和责任由一家企业承担
	3、降低钢铁企业耐火材料消耗成本, 增加钢企经济效益
对耐火企业 (公司)	1、具有更多的产品开发和优化配置权
	2、提高工作效率, 推升技术进步的动力

资料来源: 东北证券整理

EPC 整体模式是公司在首钢工程中率先应用，目前得到广泛推广，客户包括首钢、首钢迁安公司、包钢、天津荣程钢铁、本钢、唐钢、安钢、邯钢等 20 多家大型钢企。

公司是国内钢铁工业用耐火材料整体承包经营模式的首创者，2009 年公司整体承包模式收入占公司总收入的 68.43%，整体承包业务收入占总收入的比重全行业排名第一。

3.3、募投项目增厚产能 42%，超募 9 亿资金使用成后续看点

公司于 2010 年 5 月份上市，当时发行价格 42 元，发行股份 3375 万股，扣除发行后实际募集约 13.33 亿资金，根据募投项目资金安排，实际需要资金近 4 亿，超募 9 个多亿；据我们了解，目前募投项目建设进展顺利，预计 2011 年底能完工，2012、2013 年开始逐步产生效益。项目建成后形成连铸功能耐火材料生产能力 10000 吨，炉外精炼用优质耐火材料 45000 吨（其中优质尖晶石砖 30000 吨，优质低碳镁碳砖 15000 吨），高档陶瓷纤维及制品 10000 吨，合计 6.5 万吨，2009 年公司产能 14.1 万吨，预计募投项目达产后，产能增加 42%；

表 5：公司营业收入构成

营业收入		2007 年		2008 年		2009 年	
		金额	比例	金额	比例	金额	比例
按产品分类	不定型耐火材料	18385.9	47.82%	19481.43	46.58%	24343.91	44.68%
	耐火预制件	5326.78	13.85%	5793.48	13.85%	6396.32	11.74%
	机压定型耐火制品	6980.89	18.16%	8572.8	20.50%	11543.99	21.18%
	功能耐火材料	6598.59	17.16%	6759.56	16.16%	11259.99	20.66%
	陶瓷纤维制品	1155.49	3.01%	1220.16	2.92%	945.43	1.74%
合计		38447.65	100%	41827.43	100%	54489.64	100%
按销售模式分类	整体承包	24317.87	63.25%	26577.88	63.54%	37285.16	68.43%
	直销	14129.78	36.75%	15249.55	36.46%	17204.48	31.57%
合计		38447.65	100%	41827.43	100%	54489.64	100%

资料来源：东北证券

表 6：募投项目安排

序号	项目		投资额（万元）	建设期（月）	项目备案情况
1	10000 吨/年连铸功能耐火材料项目		15623.93	12	经北京市昌平区发展和改革委员会核准，昌发改【2008】21 号
2	55000 吨/年优质耐火材料项目	2.1、45000 吨/年炉外精炼用优质耐火材料项目	24171.34	14	洛阳市发展和改革委员会备案，豫洛市域高【2008】00063
		2.2、10000 吨/年高档陶瓷纤维及制品项目			
合计			39795.27		

资料来源：东北证券整理

关于超募资金这块，我们了解到公司主要有以下三个方面的考虑：第一、向上游原料矿资源进行延伸，整合原材料资源，提高公司对原材料价格波动的掌控能力；第二、向其他领域进行拓展，目前公司主要业务客户集中在钢铁行业，但从技术来看，钢铁用

耐火材料的制造和玻璃、水泥、煤化工、有色等耐火材料技术的制造是相通的，公司向其他领域的扩张并不存在技术上的门槛。这方面已有进展，去年有色领域公司获得 2000 万左右的订单，另外如煤化工耐火材料领域目前国内竞争比较小，公司也在尝试做这方面的工作，并希望未来能做的行业领先地位；第三、寻找合适的并购标的和机会，由于目前国内耐火材料行业较为分散，行业集中度较低，公司目前市场占有率 2% 左右，未来目标将达到 10% 左右。因此在行业整合方面公司或将获得较多的机会，这块也成为未来公司发展的一个重要看点。

4. 估值及投资建议

假设情况：

1. 根据公司募投项目的安排计划，我们预计公司 2010 年、2011 年、2012 年营业收入增速为 25.62%、35.15%、27.81%；
2. 毛利率方面，假设 2010 年、2011 年、2012 年分别为 37.34%、38.15%、38.43%；

表 7：公司盈利预测表

利润表(万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	41827	54490	68451	92510	118237
营业成本	26977	32308	42892	57215	72802
营业税金及附加	220	284	342	463	591
销售费用	2795	4688	6024	7956	9932
管理费用	3820	5216	4928	6568	8277
财务费用	247	258	(262)	(543)	(568)
投资收益	0	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	88	89	(200)	(200)	(200)
其他收入	(175)	(177)	(0)	0	(0)
营业利润	7681	11648	14326	20652	27004
营业外净收支	485	166	100	100	100
利润总额	8166	11813	14426	20752	27104
所得税费用	1037	1891	2164	3113	4066
少数股东损益	572	211	257	370	483
归属于母公司净利润	6558	9712	12005	17270	22556
股本（万股）— 发行后	13500	13500	13500	13500	13500
每股收益（元）— 摊薄后	0.48	0.72	0.89	1.28	1.67

资料来源：东北证券

我们把公司和耐火行业另外 3 家公司濮耐股份、瑞泰科技、鲁阳股份的估值情况做一对比，从目前来看，公司的整体估值还是要高于行业平均水平，估值优势不明显。

表 3: 耐火行业相关公司估值比较

	股价	09EPS	10EPS	11EPS	09PE	10PE	11PE	PB
濮耐股份	9.20	0.25	0.34	0.49	36.80	27.06	18.78	4.48
瑞泰科技	15.40	0.35	0.45	0.68	44.00	34.22	22.65	3.22
鲁阳股份	16.19	0.50	0.55	0.73	32.38	29.44	22.18	2.97
平均					37.72	30.24	21.20	3.56
北京利尔	40.15	0.72	0.89	1.28	55.76	45.11	31.36	3.05

资料来源: wind

我们预计 2010 年、2011 年、2012 年每股收益分别为 0.89 元、1.28 元、1.67 元，相对于目前的股价，对应得 PE 分别为 45.1X、31.3X、24.0X，PB 为 3.05。公司目前现金充裕，未来或存在并购的亮点，作为快速成长的钢铁用耐用材料行业龙头值得关注，但鉴于目前估值情况要高于耐火材料行业其他上市公司和行业平均水平，因此我们暂时给予公司“谨慎推荐”评级。

5. 风险提示

- 5.1、钢铁行业产量增长低于预期;
- 5.2、募投项目进展低于预期;
- 5.3、行业竞争加剧，盈利能力低于预期

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。