



上市公司深度报告

证券研究报告
建材—耐火材料

增持 首次

北京利尔（002392）

2011年3月2日

股票价格

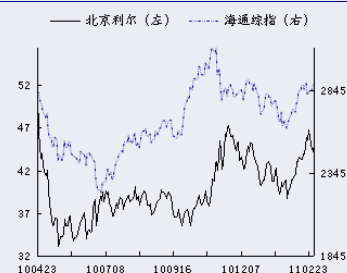
20110301 收盘价	43.57 元
6 个月内目标价	48.20 元

	2010	2011E	2012E
市盈率	55.20	40.70	28.90
市净率	3.26	3.01	2.85
PEG	5.51	1.15	0.71
EV/EBITDA	38.53	30.05	23.12

股本结构

总股本（万股）	13500
流通 A 股（万股）	3375

市场表现



资料来源：海通证券研究所

相关研究

海通证券研究所

建材行业分析师

蒲世林

SAC 执业证书编号：S0850210080005

电话：021-23219054

Email: pusl@htsec.com

整体承包模式的推广助推公司成长

公司是钢铁耐火材料行业技术实力较强的优势企业。钢铁行业面临结构调整，未来钢铁领域耐火材料产量增长空间有限，但整体承包模式将在行业内得到逐步推广，公司作为国内整体承包模式的开创者，竞争优势突出，有望实现市场份额的快速增长。

主要财务数据及预测

	2009	2010	2011E	2012E
营业收入增长率（%）	30.27	29.90	26.89	38.94
毛利率（%）	40.71	34.55	36.44	36.85
净利润增长率（%）	48.10	10.02	35.44	40.58
每股收益（元，摊薄）	0.72	0.79	1.07	1.51

资料来源：海通证券研究所

- **钢铁行业耐火材料龙头企业。**公司是国内规模最大、钢铁用耐火材料品种最为齐全的大型耐火材料生产供应商之一，是国内钢铁行业耐火材料整体承包经营模式的首创者。公司技术实力较强，主要管理人员均来自于洛阳耐火材料研究院，在钢铁耐火材料领域特别是整体承包领域公司具有比较明显的竞争优势。
- **钢铁行业结构调整有利于整体承包模式的推广。**钢铁行业面临结构的调整，行业很难重现 2008 年以前的快速增长势头，未来钢铁产量预计将呈缓慢增长的趋势，耐火材料行业整体市场容量预计不会有很快的增长。由于钢铁企业盈利能力的下降，钢企势必会从内部挖潜增效，而整体承包模式能够减少耐火材料消耗，减少采购管理成本，从而减少钢企总体成本。对于耐材企业来讲，可以通过提高耐材使用寿命等方式节约成本、提升盈利能力。这种双赢的模式有望在钢铁行业结构调整的过程中获得较快的推广。
- **公司在整体承包模式上具有较强的竞争优势。**整体承包模式成功的关键在于耐材企业必须拥有较强的技术实力和完善的产品线，才能提供一条龙的服务，并节省成本提高利润率，所以这种模式相比于传统的直销模式具有更高的竞争壁垒。而公司是国内整体承包模式的开创者，技术实力较强，在整体承包推广中拥有较强优势。
- **盈利能力较强，财务状况优良。**跟上市的其他 3 家耐火材料企业横向比较，公司无论毛利率、净利率还是净资产收益率都处于行业前列。主要是公司整体承包模式占比是这几家公司里面最高的，整体承包毛利率比直销模式明显要高，另外公司三项费用率控制得力，使得盈利能力较强。公司目前账面现金 13 亿，资产负债率仅 13%，财务状况极其优良，为后续扩张提供强劲支持。
- **盈利预测与投资建议。**假设募投项目在今年下半年投产，今年毛利率由于提价有所回升，预测公司 2011-2012 年每股收益分别为 1.07 元和 1.51 元。考虑到公司较好的成长性和竞争优势，以及每股 9.5 元的现金资产和并购预期，首次给予公司“增持”评级，按照 2011 年 45 倍 PE，目标价 48.2 元。
- **风险提示。**（1）下游钢铁行业需求大幅下滑。（2）原材料价格大幅上涨侵蚀毛利率。

目 录

1. 钢铁耐火材料领域优势突出企业	3
2. 耐火材料行业概况	3
2.1 耐火材料定义和分类	3
2.2 耐火材料行业竞争格局	4
3. 钢铁行业结构调整优势耐火材料企业带来机遇	5
3.1 耐火材料行业受益于快速的工业化和城市化	5
3.2 钢铁行业产能扩张受限将影响耐火材料产量	6
3.3 钢铁行业结构调整将促进耐火材料整体承包模式的推广	7
4. 公司在整体承包领域拥有较强的竞争优势	8
4.1 收入和利润持续增长，募投项目进一步扩大产能	8
4.2 技术和先发优势保障公司整体承包模式的推广	9
4.3 盈利能力突出，受制于原材料价格波动，财务状况优良	10
5. 盈利预测和投资建议	11
6. 风险提示	12

图目录

图 1 公司股权和组织结构图	3
图 2 耐火材料下游市场需求结构	4
图 3 2000-2010 年我国粗钢产量	5
图 4 2001-2010 年我国水泥产量	5
图 5 2002-2010 年我国耐火材料（含原料）产量	6
图 6 1999-2010 年耐火材料（含原料）收入和利润（亿元）	6
图 7 耐火材料产量与粗钢产量相关度更高（%）	7
图 8 2000-2010 年黑色金属冶炼及压延加工业销售利润率情况（%）	8
图 9 濮耐股份整体承包收入占比呈上升趋势	8
图 10 北京利尔整体承包收入占比呈上升趋势	8
图 11 2006-1H2010 公司收入和利润增长情况	9
图 12 2007-1H2010 公司分项毛利率情况（%）	10
图 13 2005-2009 年公司主要原材料价格波动情况（元）	10
图 14 2009 年公司成本结构	10
图 15 2009 年公司直接材料成本分解	10

表目录

表 1 耐火材料分类	4
表 2 耐火材料企业分类	5
表 3 钢铁行业结构调整产业政策	6
表 4 公司现有产能和募投项目新增产能	9
表 5 公司主要产品市场占有率情况	9
表 6 公司与其他耐火材料上市公司财务数据比较	11
表 7 北京利尔盈利预测表	12

1. 钢铁耐火材料领域优势突出企业

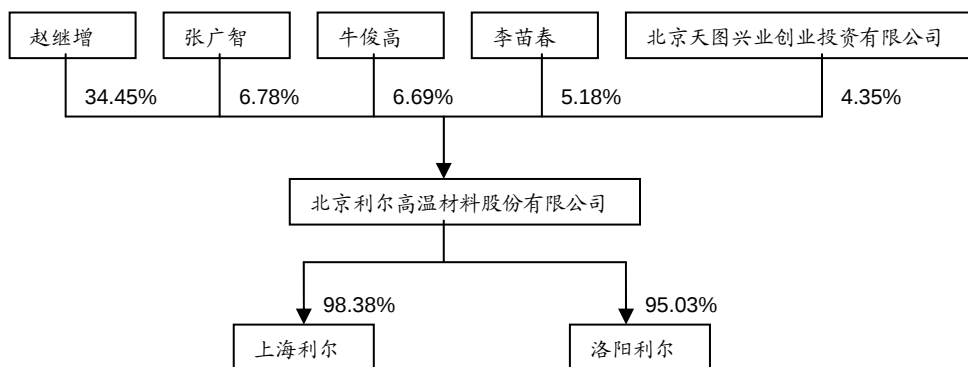
公司是国内钢铁行业耐火材料整体承包经营模式的首创者；是国内最大的集材料设计、研发、配置、制造、配套、安装、施工、维护为一体的“全程在线服务”的钢铁工业用耐火材料整体承包供应商之一；也是国内规模最大、钢铁用耐火材料品种最为齐全的大型耐火材料生产供应商之一。

公司产品主要应用于国内大中型钢铁企业的钢包、中间包、加热炉等热工设备，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。公司客户包括宝钢、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一流钢铁制造企业，2008 年所服务企业的钢铁产量合计约 2.5 亿吨，上述钢铁企业的钢产量约占国内钢铁总产量 50%。公司连续多年被首钢评为“重合同，守信用”单位和“双优供应商”；被天津钢管公司确定为“战略合作伙伴”和“耐火材料供应基地”；被天津荣程钢铁公司确定为“长期战略合作伙伴”；是宝山钢铁集团公司钢包耐材的重要供应商。国际上，公司于 2008 年初与世界第一大钢铁企业 ArcelorMittal 公司建立了长期战略合作关系，部分产品已经在 ArcelorMittal 公司试用。

公司技术力量雄厚。公司属于高新技术企业，现有各类专业技术人员 263 人，其中享有国务院政府特殊津贴的专家 2 人，教授级高级工程师 5 人，高级工程师 17 人，博士 3 人、硕士 25 人、本科生 113 人。科技人员约占公司总人数的 23.44%，是国内耐火材料企业中高端技术人才、高级技术职称人员比例最高的企业之一。

公司创业团队大部分出自于洛阳耐火材料研究院（公司董事长张继增曾任洛耐院的常务副院长），而洛耐院是我国耐火材料研究领域综合实力最强的研究院，所以公司在技术实力上具有很强的优势。公司目前主要高管均持有公司股份，而且高管持有的限制性股票的解锁条件比较苛刻，从解锁日起每年只能解锁 6%。

图 1 公司股权和组织结构图



资料来源：公司公告、海通证券研究所

2. 耐火材料行业概况

2.1 耐火材料定义和分类

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。

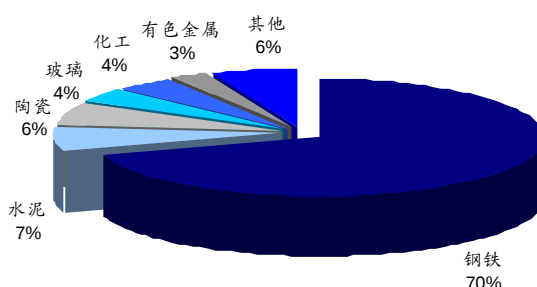
耐火材料按照不同分类方法有不同的种类，一般按照制造工艺和外观可以分为定型耐火材料（耐火砖）、不定型耐火材料以及陶瓷纤维材料。

表 1 耐火材料分类

分类方法	分类结果
化学矿物组成	硅质材料、高铝质材料、镁质材料、白云石质材料、铬质材料、碳质材料、锆质材料和特种耐火材料
化学特性	酸性耐火材料、中性耐火材料和碱性耐火材料
耐火度	普通耐火材料、高级耐火材料、特级耐火材料
形状和尺寸	标型制品、普型制品、异型制品、特异型制品
用途	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
制造工艺和外观	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,其中定形耐火材料制品又分为烧成砖、不烧砖、电熔砖(熔铸砖)和耐火隔热砖四大类
体积密度	轻质耐火材料和重质耐火材料

资料来源:公司招股说明书、海通证券研究所

从耐火材料的应用领域来看,钢铁是消费最大的行业,占到整个耐火材料市场的70%左右。另外建材行业(水泥、玻璃、陶瓷)是第二大需求行业,占17%左右。

图 2 耐火材料下游市场需求结构


资料来源:耐火材料行业协会、海通证券研究所

2.2 耐火材料行业竞争格局

耐火材料行业集中度很低,处于完全竞争状态。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,这些企业产品档次较低,充斥低端市场。

国内耐火材料企业大致可以分为三类,如下表所示。由于耐火材料关系钢铁生产质量,耐火材料企业产品质量和服务水平显得尤为重要,以技术为先导的耐材企业更加具有竞争优势和活力,目前上市的4家耐火材料企业均属于这类型的公司。

国际上主要的耐火材料生产商有:奥地利奥镁(RHI)公司、比利时维苏威(VESUVIUS)公司、日本黑崎播磨公司(KROSAKI)、日本品川白炼瓦株式会社(SHINAGAWA)、德国LWB公司、日本东京窑业株式会社(TYK)、英国摩根坩埚公司(MORGAN CRUCIBLE)、法国圣戈班工业陶瓷公司(SAINT-GOBAIN)等,其中奥镁公司和维苏威公司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20-50亿元。部分国际耐材企业已经开始在国内投资建厂,参与国内市场竞争。

表 2 耐火材料企业分类

分类	代表企业	特点
以原料为基础的生产企业	营口青花集团有限公司、海城后英集团有限公司、山西小坪耐火材料有限公司等	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
以技术为先导的企业	北京利尔、中钢耐火、鲁阳股份、濮耐股份、瑞泰科技	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
大型钢企附属耐火材料企业	武钢耐火材料有限公司	这类企业原属于大型国有钢铁企业。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，与其它耐火材料企业共同参与市场竞争。

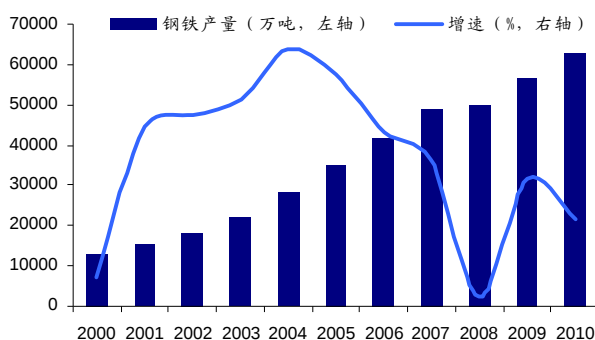
资料来源：公司招股说明书、海通证券研究所

3. 钢铁行业结构调整优势耐火材料企业带来机遇

3.1 耐火材料行业受益于快速的工业化和城市化

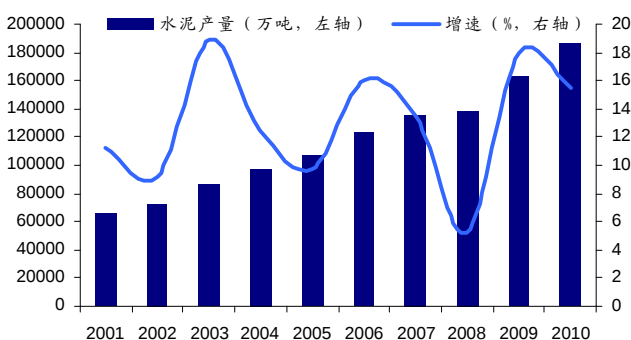
耐火材料产业与其下游产业密切相关，特别是钢铁和建材产业的发展。“十五”和“十一五”期间我国经历了快速的重工业化和城市化进程，钢铁和水泥产量呈现了快速增长，带动了上游耐火材料产业的快速发展。2001-2010 年耐火材料制品产量、收入和总利润复合增长率分别为 22.5%、30.6%和 35.2%，行业市场规模和附加值迅速提升，其发展速度甚至明显超越了下游的钢铁和建材产业。

图 3 2000-2010 年我国粗钢产量



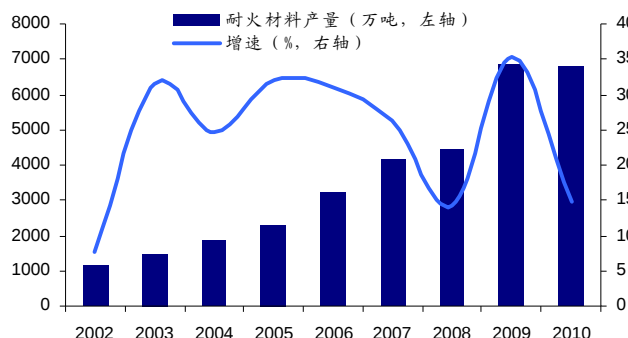
资料来源：WIND、海通证券研究所

图 4 2001-2010 年我国水泥产量



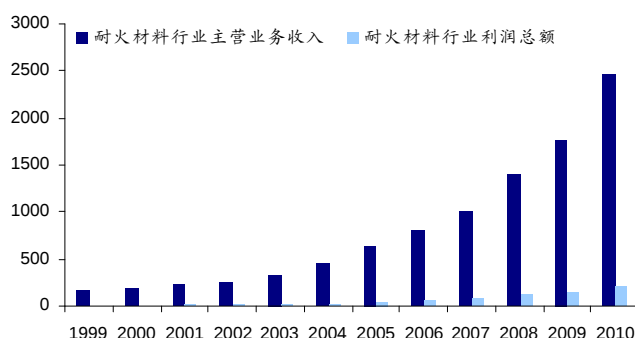
资料来源：WIND、海通证券研究所

图 5 2002-2010 年我国耐火材料（含原料）产量



资料来源：WIND、海通证券研究所

图 6 1999-2010 年耐火材料（含原料）收入和利润（亿元）



资料来源：WIND、海通证券研究所

3.2 钢铁行业产能扩张受限将影响耐火材料产量

我国前 10 年的经济是典型的投资拉动型经济增长模式，随着经济结构转型摆在历史上从未有过的高度，这种以投资拉动为主的经济增长模式将逐渐淡化，钢铁、建材等高耗能重工业将面临结构的调整，这些行业要保持以前的较快的增长率已不太现实，耐火材料的下游行业发展速度可能将保持缓慢增长趋势。

从钢铁行业产业政策来看，国家对钢铁行业的调整方向主要为：一是严格控制钢铁产能的扩张，淘汰落后产能；二是鼓励兼并重组，提高钢铁行业产业集中度；三是调整钢铁产品结构，提升钢铁产品附加值。钢铁行业结构调整带来的最大的结果就是钢铁行业固定资产投资的下滑和钢铁产量的控制，这必将影响耐火材料制品的产量规模。

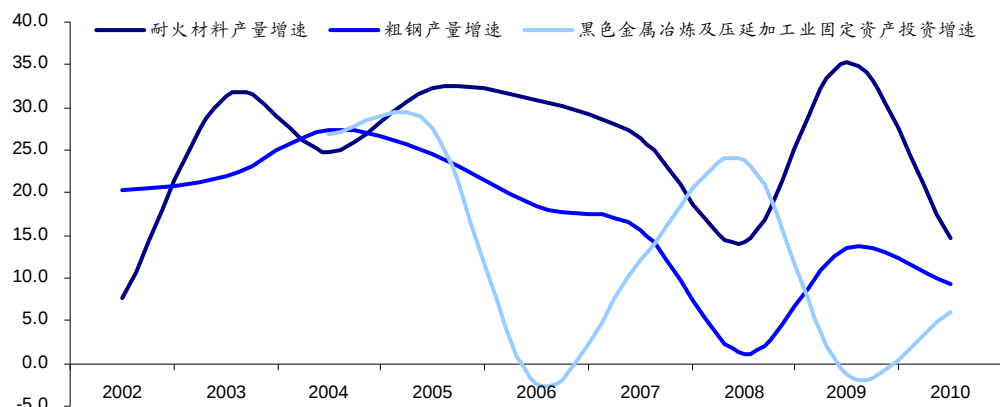
表 3 钢铁行业结构调整产业政策

政策	时间	内容
钢铁产业调整和振兴规划	2009 年 3 月	严格控制新增产能，不再核准和支持单纯新建、扩建产能的钢铁项目，所有项目必须以淘汰落后为前提。促进企业重组，提高产业集中度，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。调整钢材品种结构，提高产品质量。
关于抑制部分行业产能过剩和重复建设引导产业健康发展若干意见的通知（国发 38 号文）	2009 年 9 月	充分利用当前市场倒逼机制，在减少或不增加产能的前提下，通过淘汰落后、联合重组和城市钢厂搬迁，加快结构调整和技术进步，推动钢铁工业实现由大到强的转变。不再核准和支持单纯新建、扩建产能的钢铁项目。
国务院办公厅关于进一步加大节能减排力度加快钢铁工业结构调整的若干意见	2010 年 6 月	坚决抑制钢铁产能过快增长，除国家已批准开展前期工作的项目外，2011 年底前不再核准、备案任何扩大产能的钢铁项目。加快钢铁企业兼并重组。

资料来源：海通证券研究所

钢铁用耐火材料属于消耗品，部分耐火材料品种的更换周期很短，比如连铸三大件的使用寿命仅为几十个小时，透气砖的使用寿命为 10 天左右。所以钢铁行业用耐火材料的产量与钢铁产量密切相关，而与钢铁行业固定资产投资相关度不大。

图 7 耐火材料产量与粗钢产量相关度更高 (%)



资料来源：WIND、海通证券研究所

耐火材料制品需求预计未来将呈缓慢增长的趋势。理由除了下游钢铁产量增长将放缓以外，另外就是吨钢产量消耗耐火材料的量预计将呈下降的趋势。目前我国耐火材料品质档次整体仍然较低，替代空间较大。目前中低档次的粘土砖、高铝砖在定型产品中仍占到半壁江山，高炉用耐火材料中，我国高炉大、中型高炉使用寿命一般 8-12 年，最高 15 年；而日本的高炉最长达达到 20 年零 6 个月。转炉用耐火材料中，我国的寿命仅 3000 余炉次，国外最高可达到 13600 炉次。钢包使用寿命国内一般在 20-30 次，吨钢耐火材料消耗 2.5kg；而国外通过套浇和良好的维护技术，钢包使用寿命达到 100 次以上，吨钢耐火材料消耗可达 1kg 以下。未来随着高档耐火材料对中低端耐火材料的替代，吨钢耐火材料使用量将下降。另外从企业角度来讲，由于耐火材料的使用寿命是其产品质量很重要的体现，所以耐火材料企业想方设法提高其产品的使用寿命。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。吨钢耐火材料使用量的减少将使得耐火材料制品产量规模增长放缓。

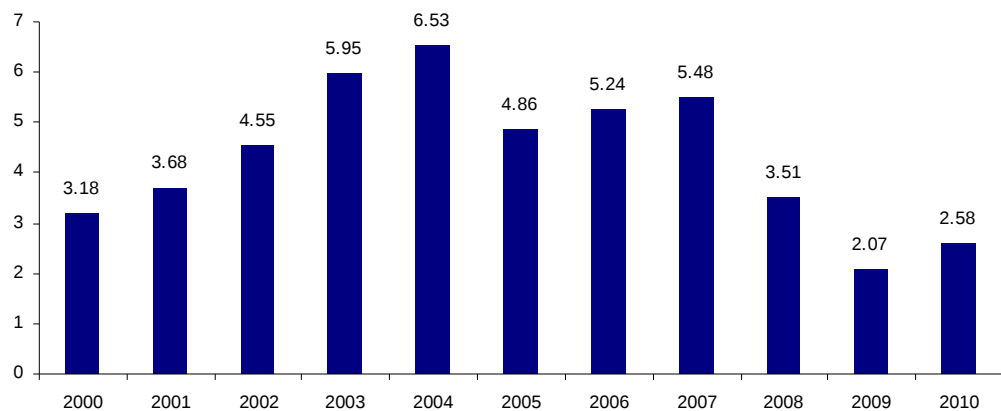
3.2 钢铁行业结构调整将促进耐火材料整体承包模式的推广

耐火材料企业销售模式按照大的分类可分为两种模式，一种是传统的销售产品，另一种是类似于 EPC 总承包的涵盖产品销售、安装和维护等全过程的整体承包模式。2000 年以前，我国钢铁企业所用耐火材料的采购基本上是采用以耐火材料单价和数量进行结算的单一模式。在这种销售模式下，耐火材料企业只是将耐火材料产品直接销售给用户，而不负责相关设计，施工维护和残衬拆解等工作。2001 年北京利尔公司在行业内首先开创了整体承包的模式，这种模式是集设计、研发、配置、制造、配套、安装、施工、维护为一体的“全程在线服务”。与传统模式不同，整体承包模式定价方式是双方协商吨钢耐火材料结算价格、然后根据钢产量确定合同总价值的方式。整体承包模式自 2001 年以来在钢铁行业获得快速推广，目前，我国钢铁行业约 50% 的企业已对部分高温设备或主要高温设备用耐火材料实行局部或区域整体承包采购，预计将来这种模式还会进一步发展和普及。国内目前采用整体承包销售模式的企业除了公司以外主要有濮阳濮耐高温材料（集团）股份有限公司，大石桥金龙耐火材料（集团）有限公司、武汉瑞升耐火材料有限公司和偃师中岳耐火材料有限公司等。

整体承包模式之所以能够得到迅速推广，主要是由于其对于钢铁企业和耐火材料企业双方是一种双赢的模式。对于钢铁企业来讲，由于采购对象由原来的多家变为一家，采购成本和仓储支出将减少；另外由于耐火材料的消耗减少，使得吨钢耐火材料使用成本降低；而且这种模式下耐火材料企业会尽量提高耐火材料质量、提高其使用寿命，从而提升钢铁质量。对于耐火材料企业来讲，可以通过自身的技术力量，努力提高耐火材料的使用寿命以减少成本，从而达到提升自身盈利能力的目的。

钢铁行业结构的调整将加快整体承包模式的推广。钢铁行业在需求放缓、成本受制于人的条件下利润率已经大幅下滑，2009、2010 年行业销售利润率已下滑至 3% 以下，处于 2000 年以来的最低点。钢铁行业盈利能力的下降必将使得钢铁企业内部挖潜增效的动力增强。假设钢企吨钢耐火材料成本为 70 元，以 5000 元的钢价计算，耐火材料成本占钢企收入的 1.4%。在行业盈利能力强的时期钢铁企业不会太重视耐火材料成本，但在现在行业盈利能力明显下降的条件下，钢铁企业将重视耐火材料成本的控制，将更加乐于采用整体承包的模式。

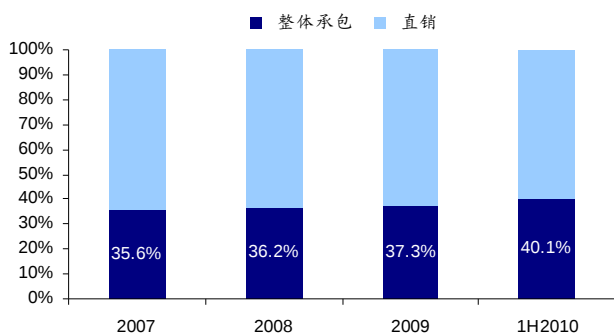
图 8 2000-2010 年黑色金属冶炼及压延加工业销售利润率情况 (%)



资料来源：WIND、海通证券研究所

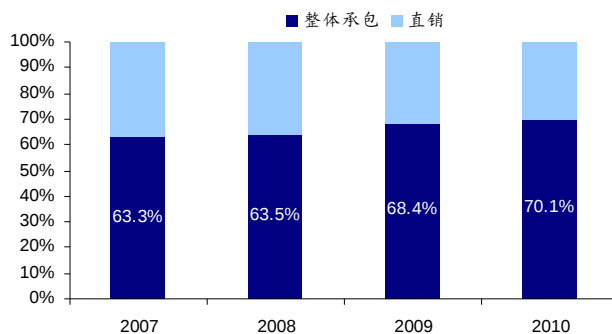
从已上市的两家钢铁耐火公司收入结构来看，整体承包收入的比重呈逐步上升的趋势，从侧面反映了整体承包模式在钢铁行业耐火材料采购模式中的推广趋势。

图 9 濮耐股份整体承包收入占比呈上升趋势



资料来源：公司公告、海通证券研究所

图 10 北京利尔整体承包收入占比呈上升趋势



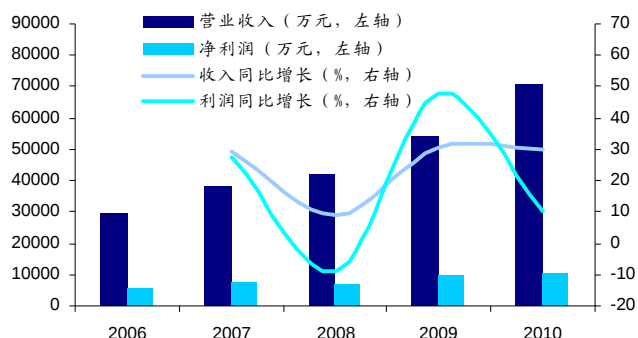
资料来源：公司公告、海通证券研究所

4. 公司在整体承包领域拥有较强的竞争优势

4.1 收入和利润持续增长，募投项目进一步扩大产能

公司 2006-2009 年以来收入和利润的复合增长率分别为 22.32% 和 19.93%，除了 2008 年在金融危机影响下收入和利润出现减速以外，收入和利润总体上保持了持续的增长。公司目前在北京、上海、洛阳拥有三大生产基地，现有产能 14.7 亿吨，募投项目全部投产后产能增长 50%。公司上市之初的 45000 吨/年炉外精炼用优质耐火材料项目已更改，规模改为 60000 吨/年，实施地点由洛阳改为辽宁海城。预计募投项目将在今年下半年投产。另外公司募投项目的功能耐火材料和陶瓷纤维制品产品的单价 2 万左右，远高于普通产品，附加值较高，对业绩的贡献将明显高于产能的增长幅度。

图 11 2006-2010 年公司收入和利润增长情况



资料来源：公司公告、海通证券研究所

表 4 公司现有产能和募投项目新增产能

	现有产能 (吨)	募投项目新增产能 (吨)	产能增长率 (%)
不定形耐火材料	95000		
耐火预制件	16000		
机压定型耐火制品	28000	56000	200
功能耐火材料	7500	8000	107
陶瓷纤维制品	500	10000	2000
合计	147000	74000	50

资料来源：公司公告、海通证券研究所

4.2 技术和先发优势保障公司整体承包模式的推广

整体承包模式成功的关键在于耐材企业必须拥有较强的技术实力和综合配套能力，才能在提供一条龙服务的同时降低成本提升利润率。这种模式相比于传统的直销模式具有更高的竞争壁垒，只有综合实力强的企业才有能力参与竞争。

公司技术实力较强，其主要管理人员来自于洛阳耐火材料研究院，洛耐院是我国耐火材料研究领域综合实力最强的研究院，可以说公司管理层是一支技术型的管理团队，在耐火材料行业浸淫多年，有着丰富的行业经验和技术研发实力。公司现有各类专业技术人员 263 人，其中享有国务院政府特殊津贴的专家 2 人，教授级高级工程师 5 人，高级工程师 17 人，博士 3 人。科技人员约占公司总人数的 23.44%，是国内耐火材料企业中高端技术人才、高级技术职称人员比例最高的企业之一。

公司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，部分产品市场占有率名列前茅。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。

公司是国内钢铁行业耐火材料整体承包的开创者。2001 年率先提出了由“产品制造商”向“整体承包商”、由“产品价值”向“服务价值”转型的战略思想，率先创造了“全程在线服务”的整体承包经营模式。公司这种模式得到了国内大型钢铁企业认同，整体承包收入占比不断提升，整体承包比重居行业领先地位。公司在整体承包推广过程中拥有的先发优势使得公司在服务经验和能力方面具有较强的优势。

表 5 公司主要产品市场占有率情况

主要产品	产品类别	市场占有率	行业排名
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	不定形耐火材料、预制件	12%左右	第一（国内需求量约 60 万吨）
环形加热炉用系列耐火材料	不定形耐火材料	50%左右	第一（国内需求量约 2 万吨）
透气砖	功能耐火材料	20%左右	第二（国内需求量约 16 万套）
直接还原铁用耐火材料	不定形耐火材料	70%左右	第一（国内需求量约 0.8-1 万吨）
钢包镁碳砖、铝镁碳砖、优质尖晶石砖	机压定型耐火材料	2%左右	中等偏上（国内需求量约 120 万吨）
铁水预处理用脱硫/脱磷喷枪	预制件	10%左右	前列（国内需求量约 0.8 万支）
硬质陶瓷纤维板	陶瓷纤维	3%左右	前列（国内需求量约 1.5 万吨）

资料来源：公司招股说明书

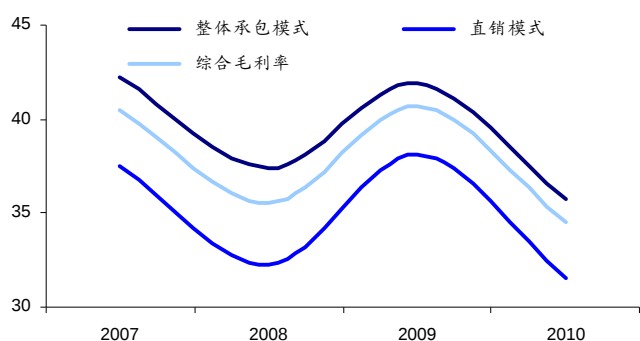
4.3 盈利能力突出，受制于原材料价格波动，财务状况优良

公司盈利能力突出，毛利率处于 35%-40%之间，在制造业中处于较高的水平，体现了一定的附加值。从分项毛利率来看，整体承包毛利率明显高于直接销售的毛利率，未来随着整体承包占比的逐步上升，公司综合毛利率有望保持较高水平甚至略为上升趋势。从四家上市公司盈利能力比较来看，虽然公司毛利率与鲁阳股份和濮耐股份接近，但是净利率和 ROE 指标却明显高于同行，主要是其期间费用控制得力。由于公司布局合理、整体承包销售模式占比较高，所以其销售费用率较低，另外由于公司资产负债率较低，财务费用率也较低，所以总的期间费用率低于同行平均，特别是低于更加可比的濮耐股份。

公司 80%以上的成本为原材料成本，其中镁质材料、高铝材料、树脂粉、棕刚玉、石墨等为主要的原材料。公司的定价模式一般是年初跟客户签订价格，全年按照签订价格执行。如果期间原材料价格上涨，需要公司自己消化。所以我们看到 2008 年原材料价格上涨，公司毛利率下滑，2009 年原材料价格下跌，毛利率上升。2010 年原材料价格继续上涨，预计今年毛利率同比下滑。

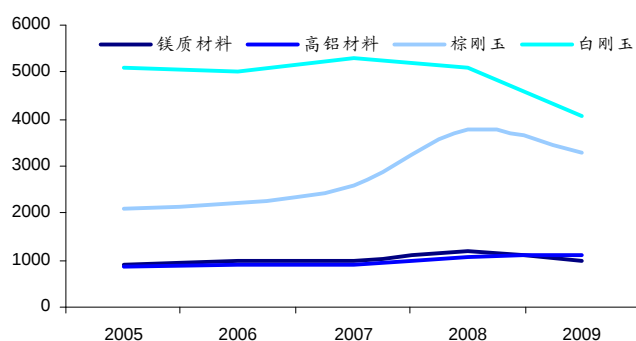
公司目前财务状况优良，资产负债率仅 13%，大大低于同行，手持现金 12.8 亿，现金占到流动资产的 68%。大量的现金和基本没有贷款的财务结构使得公司经营风险较小，并且有足够财力支撑未来几年的资本开支和外延式并购。预计公司将考虑并购拥有上游原材料或者销售渠道的同行公司。

图 12 2007-2010 年公司分项毛利率情况 (%)



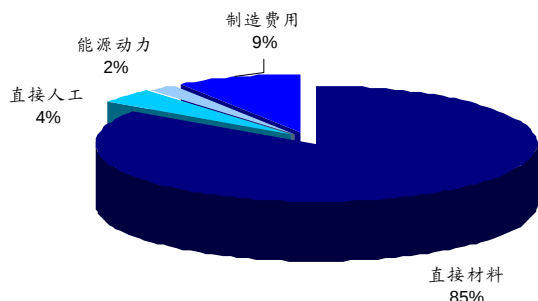
资料来源：公司招股说明书、海通证券研究所

图 13 2005-2009 年公司主要原材料价格波动情况 (元)



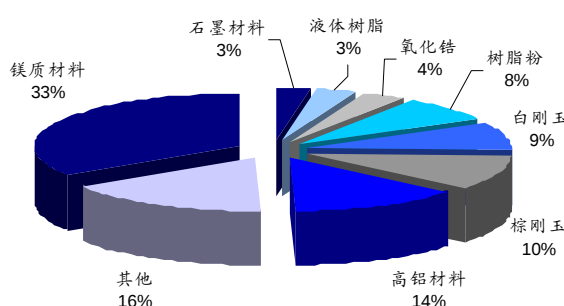
资料来源：公司招股说明书

图 14 2009 年公司成本结构



资料来源：公司招股说明书、海通证券研究所

图 15 2009 年公司直接材料成本分解



资料来源：公司招股说明书、海通证券研究所

表 6 公司与其他耐火材料上市公司财务数据比较

		2007	2008	2009	1-3Q2010
毛利率 (%)	北京利尔	40.49	35.50	40.71	35.03
	瑞泰科技	25.72	29.87	29.00	26.44
	鲁阳股份	40.70	38.53	35.67	32.51
	濮耐股份	40.74	36.45	38.70	35.48
净利率 (%)	北京利尔	20.81	17.05	18.21	17.27
	瑞泰科技	8.30	9.80	9.47	7.38
	鲁阳股份	19.69	18.20	15.07	14.41
	濮耐股份	10.63	10.12	11.95	9.27
期间费用率 (%)	北京利尔	15.15	16.40	18.65	13.83
	瑞泰科技	14.84	18.27	20.01	17.17
	鲁阳股份	16.27	17.42	17.06	15.68
	濮耐股份	26.38	23.58	23.23	23.36
ROE (%)	北京利尔	35.90	24.67	27.82	7.48
	瑞泰科技	11.33	14.51	8.97	5.70
	鲁阳股份	22.42	20.39	12.83	7.37
	濮耐股份	23.04	16.76	16.23	11.16
资产负债率 (%)	北京利尔	37.67	35.73	36.50	13.11
	瑞泰科技	50.53	53.79	42.78	53.54
	鲁阳股份	27.33	31.41	22.84	21.93
	濮耐股份	50.86	38.64	41.51	41.83
现金资产 (万元)	北京利尔				128399.29
	瑞泰科技				19966.62
	鲁阳股份				20247.62
	濮耐股份				20059.06
现金/流动资产	北京利尔				0.68
	瑞泰科技				0.21
	鲁阳股份				0.22
	濮耐股份				0.14

资料来源: WIND、海通证券研究所

5. 盈利预测和投资建议

我们对公司的盈利预测基于以下主要假设条件:

(1) 公司募投项目能够在今年下半年投产, 并逐步发挥产能。

(2) 2011 年公司产品单价能够根据成本上涨情况有所提升, 毛利率有所回升, 2012 年产品单价维持不变。

(3) 销售费用率小幅下降, 管理费用率保持不变。所得税率保持 15% 左右不变

根据我们的假设条件和预测模型, 公司 2011-2012 年摊薄每股收益分别为 1.07 元和 1.51 元。未来两年收入和利润的复合增长率分别为 32.8% 和 38.0%。我们认为公司在钢铁耐火材料领域具有较强的竞争优势, 未来有望通过整体承包模式的推广逐步扩大其市场份额, 另外公司在手现金充裕, 财务状况优良, 为公司后续内涵式和外延式扩张提供强力支持。考虑到公司行业地位和较好的成长性, 以及每股 9.5 元的现金资产和并购预期, 我们认为可以给予公司 2011 年 45 倍目标市盈率, 目标价 48.2 元。考虑目前的股价, 我们首次给予“增持”评级。

表 7 北京利尔盈利预测表

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
营业收入(万元)	38447.65	41827.43	54489.64	70780.37	89810.00	124781.25
yoy (%)		8.79	30.27	29.90	26.89	38.94
其中：不定形耐火材料(万元)	18385.90	19481.43	24343.91	26214.32	29640.00	27170.00
耐火预制件(万元)	5326.78	5793.48	6396.32	10206.61	10320.00	9632.00
机压定型耐火制品(万元)	6980.89	8572.80	11543.99	18391.65	23660.00	37128.00
功能耐火材料(万元)	6598.59	6759.56	11259.99	14522.83	21780.00	28985.00
陶瓷纤维制品(万元)	1155.49	1220.16	945.43	1427.79	4410.00	21866.25
营业成本(万元)	22881.20	26976.72	32307.78	46322.38	57086.80	78804.51
综合毛利率 (%)	40.49	35.50	40.71	34.55	36.44	36.85
其中：不定形耐火材料 (%)	40.21	33.89	36.01	30.13	32.00	32.00
耐火预制件 (%)	36.49	30.65	34.29	29.67	30.00	30.00
机压定型耐火制品 (%)	37.21	34.09	40.59	30.38	32.00	31.00
功能耐火材料 (%)	44.13	42.27	52.71	49.83	48.00	45.00
陶瓷纤维制品 (%)	62.30	56.74	63.70	48.30	48.00	45.00
营业税金及附加(万元)	175.62	220.22	283.93	278.22	449.05	623.91
销售费用(万元)	2363.66	2795.31	4687.68	6881.98	8531.95	11230.31
销售费用率 (%)	6.15	6.68	8.60	9.72	9.50	9.00
管理费用(万元)	3432.66	3819.63	5215.80	6333.37	7633.85	10606.41
管理费用率 (%)	8.93	9.13	9.57	8.95	8.50	8.50
财务费用(万元)	26.74	246.68	258.23	-1723.99	-1521.00	-1140.00
资产减值损失(万元)	108.48	87.72	88.61	212.51	300.00	300.00
投资净收益(万元)	11.25		0.15			
营业利润(万元)	9470.54	7681.16	11647.75	12475.89	17329.35	24356.12
营业外收入(万元)	52.36	564.86	184.53	210.59	150.00	150.00
营业外支出(万元)	33.42	79.54	18.98	179.86	100.00	100.00
利润总额(万元)	9489.49	8166.48	11813.30	12506.63	17379.35	24406.12
所得税(万元)	1489.65	1036.50	1890.87	1718.80	2606.90	3660.92
所得税率 (%)	15.70	12.69	16.01	13.74	15.00	15.00
净利润(万元)	7999.84	7129.97	9922.43	10787.84	14772.45	20745.20
少数股东损益(万元)	812.05	572.10	210.52	102.70	300.00	400.00
归属母公司所有者净利润(万元)	7187.79	6557.87	9711.91	10685.14	14472.45	20345.20
yoy (%)		-8.76	48.10	10.02	35.44	40.58
摊薄每股收益 (元)	0.53	0.49	0.72	0.79	1.07	1.51

资料来源：海通证券研究所

6. 风险提示

(1) 下游钢铁行业需求大幅下滑。如果钢铁产量下降、固定资产投资下降将导致耐火材料需求下降，这将加剧行业竞争，影响公司收入和毛利率。

(2) 原材料价格大幅上涨。由于公司的定价模式无法转嫁成本上涨，所以如果原材料价格大幅上涨将导致公司毛利率低于预期。

信息披露

分析师声明

蒲世林：建筑建材行业分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：冀东水泥、海螺水泥、华新水泥、天山股份、赛马实业、亚泰集团、金晶科技、东方雨虹

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

汪昇明 所长
(021) 63411619
wangym@htsec.com

高道德 副所长
(021) 63411586
gaodd@htsec.com

路颖 副所长
(021) 23219403
luying@htsec.com

陈露 所长助理
(021) 23219435
chenl@htsec.com

江孔亮 所长助理
(021) 23219422
kljiang@htsec.com

宏观经济研究团队

李明亮 (021) 23219434
汪辉 (021) 23219432
刘铁军 (021) 23219394

lml@htsec.com
wanghui@htsec.com
liutj@htsec.com

联系人

高远 (021) 23219669
李宁 (021) 23219431

gaoy@htsec.com
lin@htsec.com

策略研究团队

陈瑞明 (021) 23219197
吴一萍 (021) 23219387
单磊 (021) 23219428

chenrm@htsec.com
wuyiping@htsec.com
shanl@htsec.com

联系人

汤慧 (021) 23219733

tangh@htsec.com

基金研究团队

娄静 (021) 23219450
单开佳 (021) 23219448
吴先兴 (021) 23219449
倪韵婷 (021) 23219419
杨俭秋 (021) 23219605
罗震 (021) 23219326

loujing@htsec.com
shankj@htsec.com
wuxx@htsec.com
niyt@htsec.com
yangjq@htsec.com
luozh@htsec.com

联系人

唐洋运 (021) 23219004
徐益望 (021) 23219443
陈瑶 (021) 23219645

tangyy@htsec.com
xuyj@htsec.com
chenyao@htsec.com

金融工程研究团队

周健 (021) 23219444
丁鲁明 (021) 23219068
联系人

zhouj@htsec.com
dinglm@htsec.com

郑雅斌 (021) 23219395

zhengyb@htsec.com

固定收益研究团队

姜金香 (021) 23219445
邱庆东 (021) 23219424

jiangjx@htsec.com
qiuqd@htsec.com

政策研究团队

陈久红 (021) 23219393
陈峥嵘 (021) 23219433

chenjiuhong@htsec.com
zrchen@htsec.com

计算机及通信行业

陈美凤 (021) 23219409
联系人

chenmf@htsec.com
jiangk@htsec.com

煤炭行业

刘惠莹 (021) 23219441

liuhy@htsec.com

批发和零售贸易行业

路颖 (021) 23219403
潘鹤 (021) 23219423
汪立亭 (021) 23219399

luying@htsec.com
panh@htsec.com
wanglt@htsec.com

建筑工程行业

江孔亮 (021) 23219422
联系人

kljiang@htsec.com
zhaoj@htsec.com

石油化工行业

邓勇 (021) 23219404

dengyong@htsec.com

机械行业

龙华 (021) 23219411
方维 (021) 23219438
舒灏 (021) 23219171
联系人

longh@htsec.com
fangw@htsec.com
shuh@htsec.com

何继红

hejh@htsec.com

农林牧渔行业

丁频 (021) 23219405
联系人

dingpin@htsec.com
xiam@htsec.com

纺织服装行业

联系人
唐爽爽 (021) 23219716

tangss@htsec.com

非银行金融行业

潘洪文 (021) 23219389
董乐 (021) 23219374

panhw@htsec.com
dl5573@htsec.com

电子元器件行业

邱春城 (021) 23219413
联系人

qiucc@htsec.com
zhangxd@htsec.com

互联网及传媒行业

王茹远 (010) 58067935
联系人

wangry@htsec.com
baiyang@htsec.com

交通运输行业

钮宇鸣 (021) 23219420
钱列飞 (021) 23219104
联系人

ymniu@htsec.com
qianlf@htsec.com

虞楠

yun@htsec.com

汽车行业

赵晨曦 (021) 23219473

zhaocx@htsec.com

食品饮料行业

赵勇 (0755) 82775282
联系人

zhaoyong@htsec.com
qiy@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇 (021) 23219391

liuyq@htsec.com

医药行业

联系人
刘宇 (021) 23219608
刘杰 (021) 23219269

liuy4986@htsec.com
liuj5068@htsec.com

有色金属行业

杨红杰 (021) 23219406
联系人

yanghj@htsec.com
liub5226@htsec.com

基础化工行业

曹小飞 (021) 23219267
联系人

caoxf@htsec.com
yith@htsec.com

家电行业

陈子仪 (021) 23219244
联系人

chenzy@htsec.com
kongwn@htsec.com

建筑建材行业

蒲世林 (021) 23219054

pusl@htsec.com

电力设备及新能源行业

张浩 (021) 23219383
联系人

zhangh@htsec.com
fangq@htsec.com

公用事业

陆凤鸣 (021) 23219415
白瑜 (021) 23219430

lufm@htsec.com
baiy@htsec.com

银行业

联系人
冯梓钦 (021) 23219402

fengzq@htsec.com

社会服务业

罗少平 (021) 23219390

luosp@htsec.com

房地产业

涂力磊 (021) 23219747
谢盐 (021) 23219436
联系人
贾亚童 (021) 23219421

tl5535@htsec.com
xiey@htsec.com
jiayt@htsec.com

海通证券股份有限公司机构业务部

陈苏勤 总经理
(021) 63609993
chensq@htsec.com

贺振华 总经理助理
(021) 23219381
hzh@htsec.com

深广地区销售团队

贺振华 (021) 23219381 hzh@htsec.com
胡雪梅 (021) 23219385 huxm@htsec.com
毛艺龙 (021) 23219373 maoyl@htsec.com
辜丽娟 (021) 23219397 gulj@htsec.com
刘晶晶 (021) 23219671 liujj4900@htsec.com

上海地区销售团队

高 溱 (021) 23219386 gaoq@htsec.com
季唯佳 (021) 23219384 jiwj@htsec.com
黄 毓 (021) 23219410 huangyu@htsec.com
朱 健 (021) 23219592 zhuj@htsec.com
肖文宇 (021) 23219442 xiaowu@htsec.com

北京地区销售团队

孙 俊 (021) 23219454 sunj@htsec.com
殷怡琦 (010) 58067944 yinyq@htsec.com
张广宇 (010) 58067931 zgy5863@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所

地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼
电话: (021) 23219000
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com