

证券研究报告—动态报告/公司快评

基础化工

化工新材料

北京利尔（002392）

重大事件点评

谨慎推荐

（维持评级）

2011 年 7 月 13 日

投资光伏及业内收购寻求新增长点

证券分析师：	郑东	010-66025270	zhengdong@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120023
证券分析师：	秦波	010-66026317	qinbo@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120039
联系人：	郭莹	010-88005303	guoying@guosen.com.cn	

事项：

北京利尔发布公告：1）、公司拟投资 13.9 亿元实施 5000 吨/年多晶硅项目（其中 6 亿元由超募资金出资，其余 7.9 亿元由建合硅业自筹资金解决）；2）、拟以超募资金 2000 万元收购主营滑动水口马鞍山开元新材料科技有限公司 73% 股权。

评论：

■ 投资 5000 吨多晶硅跻身新能源领域，未来产能规模有望进一步扩大

公司主营为耐火材料的生产与销售，是国内最大的钢铁工业用耐火材料整体承包商之一，钢铁耐材占公司总收入的 95% 以上。此次公司投资多晶硅积极拓展新兴领域，在顺应国家新兴产业发展需求的同时，也为公司的长期发展寻找新的增长方向。

此次投资于多晶硅项目的近 14 亿元的资金来源大概如下：1）拟使用不超过 600 万元收购伊川建合硅业科技有限公司（以下简称“建合硅业”）100% 股权；2）收购完成后使用超募资金 6.0 亿元对建合硅业进行增资，由建合硅业作为 5000 吨/年多晶硅项目的实施主体；3）其余 7.9 亿元由建合硅业自筹资金解决。

建合硅业是伊川县人民政府全资子公司伊川县建设投资有限公司为“实施年产 15000 吨多晶硅生产项目”设立的全资子公司，成立于 2011 年 5 月 6 日，目前尚未开展经营活动。此次拟投资实施的 5000 吨的多晶硅生产项目，只是 15000 吨多晶硅项目的一期工程。根据公司公告，后续 10000 吨的生产能力将视市场因素而考虑将来是否建设。

■ 多晶硅项目建设完成后将对公司利润形成积极影响，但同时也面临一定的风险

根据公司公告，该项目将采用目前主流的生产方法——改良西门子法+冷氢化的生产工艺技术，从技术上具备成熟稳定的特性。项目建设期为 2011 年 7 月-2012 年 7 月，建设完成后，第一年投产率 80%，第二年投产率 100%。按照 30 万元/吨（44 美元/公斤左右）的销售价格计算，每年营业收入在 15 亿元左右，总成本在 7.7 亿元左右，净利润约 4.2 亿元。照此计算，若项目能够按照预期顺利投产，在现有股本下将增厚公司每股收益约 1.56 元，对公司利润形成积极影响。当然，该项目也存在一些风险。由于国内主要多晶硅生产企业过去几年生产线的建设投产时间多在 2 年左右，且第一年的投产率普遍较低，而公司作为多晶硅领域的新进入者，该业务与其传统主业有一定的差距，存在一定的建设、投产、达产及管理风险；此外，国内多晶硅生产企业成本多在 20 万元/吨（约 30 美元/公斤）左右，而根据公司可行性研究报告里面的业绩测算指标计算，在公司多晶硅完全投产后，其成本为 15.4 万元/吨（约 22.6 美元/公斤）左右，我们谨慎的估计成本有高出预期的可能；第三，从多晶硅的价格来看，近年来多晶硅价格一直波

动较大，随着国内外企业新建、扩建多晶硅产能的逐渐投产，多晶硅市场供需关系波动可能加大，将给生产企业带来竞争加剧、产品价格下降等风险。

表 1: 5000 吨/年多晶硅生产项目达产第三年时总成本构成情况

项目	外购原辅材料	外购燃料和动力	安全生产费用	工 资	制造费用	营业费用	管理费用	财务费用	合计
费用（元）	22979.000	32160.00	750.00	2500.00	12683.98	4500.00	1565.00	315.02	77453.00
百分比	29.67%	41.52%	0.97%	3.23%	16.38%	5.81%	2.02%	0.41%	100%

资料来源：公司可行性研究报告，国信证券经济研究所

■ 收购马鞍山开元新材料科技有限公司，进一步完善公司产品结构

除投资多晶硅项目以外，公司此次将用超募资金出资 2000 万元收购张庆平等 5 名自然人持有的马鞍山开元新材料科技有限公司（简称“马鞍山开元”）70.48%的股权及马鞍山开元部分增资的股权。收购完成后，公司累计持有马鞍山开元 73%的股权，其它自然人股东持有余下 27%的股权。

公司产品主要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，而马鞍山开元是以滑动水口为主导产品的高新技术企业，主导产品为塞隆（Sialon）结合优质滑动水口、塞隆上下水口、塞隆复合锆质三孔定径水口、镁碳砖、铝镁碳砖、氮化硅结合碳化硅、钢包及中包机构、流态化钙质粉剂、精炼基渣等。本次收购完成后，可进一步完善公司产品结构，实现优势互补，进一步增强公司的市场竞争力和持续盈利能力。目前公司经营不佳，该项收购能否带来即期利润尚不确定。

■ 传统业务支撑业绩增长，多晶硅项目有望 2013 年以后贡献利润

前期我们已调研走访过公司，根据我们之前的测算，2010~2012 年，公司耐材制品产能将分别达到 18 万吨、22 万吨和 40 万吨，计划 2015 年达到 90 万吨左右。耐材产品 2011-2013 年 EPS 分别为 0.47 元、0.95 元、1.21 元，业绩三年复合增长率为 41%。

就多晶硅业务来看，我们认为 2011、2012 年都难以贡献业绩，2013 年多晶硅项目投产后，虽然可能会面临一些行业供需及晶硅价格波动的风险，但长期来看多晶硅行业仍然处于上升周期，这将给公司业绩带来比较正面的影响。但基于谨慎的原则，我们保守估计该部分 2013 年能够给公司带来 0.2 元左右的业绩贡献。

■ 维持“谨慎推荐”投资评级

基于以上的判断，我们维持公司 2011、2012 年每股收益 0.47、0.95 元的业绩预测，上调 2013 年的每股收益到 1.41 元。目前公司股价对应 2011-2013 年市盈率分别为 61、30、20 倍，我们维持公司“谨慎推荐”投资评级。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示:

本报告信息均来源于公开资料，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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明:

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。