

北京利尔 (002392.sz)

进军光伏产业，规模增长大幕已经拉启

王飞 分析师

电话：020-87555888-8638

eMail: wf2@gf.com.cn

SAC执业证书编号：S0260511020004

多晶硅项目年净利贡献 4.18 亿，成本优势显著，A 股上市公司吨市值弹性最大

多晶硅项目顺利实施后可贡献年销售收入 14.78 亿，净利润 4.18 亿，该项目的年盈利水平是公司 2010 年净利润的 3.87 倍，业绩弹性提升空间较大。按照 2012 年多晶硅产能计算的产能市值比为 65，超过乐山电力的 49，在 A 股上市公司中吨市值弹性最大。

由可行性研究报告计算的每吨多晶硅总成本为 18 万，合 28 美金/kg，相比目前国内约 40 美金/kg 的主流水平成本优势非常显著。市场可能怀疑公司的成本控制能力，但我们认为，此前多晶硅价格已经经历了一波深幅调整，公司此时推出的重大投资计划在对成本控制没有足够信心的情况下想必不会轻易实施，此时的投资决策相比多晶硅价格高位时的投资更加理性。

进军新兴产业与做大传统主业并不矛盾

我们认为进军新兴产业与做大耐火材料主业并不矛盾，资源配置方面，在拥有 6.5 亿超募资金和零借款的情况下通过进入光伏行业培养新的增长点，公司耐火材料主业发展方面的重大收购可以借助股权融资实现，因而不会存在明显的资金瓶颈和流动性压力。

盈利预测与投资建议

预计 2011-2013 年每股收益分别为 0.48 元、1.04 元和 2.19 元，我们认为，即使在依赖钢铁行业成长的耐火材料这一传统行业里，产业链和新盈利模式的构建同样可以实现高成长，给予公司“买入”评级，如果公司的资源化预期能够兑现，估值有进一步提升空间。

风险提示：多晶硅价格向下调整幅度超过预期，耐火产品的原料价格大幅上涨。

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	544.90	707.80	920	2043	3462
增长率 (%)	30.27%	29.90%	30.0%	122.0%	69.5%
EBITDA(百万元)	131.53	120.93	194	512	1027
净利润(百万元)	97.12	106.85	130	281	593
增长率 (%)	48.10%	10.02%	21.7%	116.2%	110.7%
每股收益 (元)	0.959	0.792	0.482	1.042	2.194
市盈率	0.00	52.68	60.3	27.9	13.2
市净率	0.00	3.12	4.2	3.6	2.9
EV/EBITDA	0.00	35.70	37.6	16.0	7.9

数据来源：北京利尔高温材料股份有限公司财务报表，广发证券发展研究中心

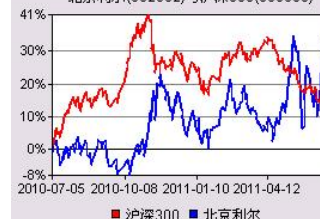
公司评级

买入

当前价格(元)	29.03
目标价格(元)	38.00
前次评级	无评级

股价走势

北京利尔(002392)与沪深300(000300)



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	7.93%	24.78%	33.72%
沪深 300	2.12%	-6.81%	20.35%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

270.00/77.41

主要股东：

赵继增

主要股东持股比例

17.23%

财务比率

ROE	5.92%
ROA	7.98%
资产负债率	13.61%
每股净资产(元)	13.38

2010 年报数据

事件

北京利尔今日发布了“关于投资实施5000吨/年多晶硅项目”的公告，公告称公司将投资13.9亿实施该项目，该项目将采用改良西门子法+冷氢化的生产工艺技术，建设期限为1年（2011年7月至2012年7月）。同时，公司公告收购马鞍山开元新材料科技有限公司。

多晶硅项目年净利贡献4.18亿，业绩提升空间大，A股上市公司吨市值弹性最大

根据可行性研究报告的测算数据，多晶硅项目顺利实施后可贡献年销售收入14.78亿，净利润4.18亿，净利率28%，该项目的年盈利水平是公司2010年净利润的3.87倍，业绩弹性提升空间较大。按照2012年多晶硅产能计算的产能市值比为65，超过乐山电力的49，在A股上市公司中吨市值弹性最大。

根据可行性研究报告，本项目的生产工艺技术先进性体现在：

- 1、采用高效节能的36对棒还原炉，单炉产能高达6.5吨，还原电耗小于50KWh/kgSi；
- 2、采用完全闭合循环的生产工艺，真正实现了四氯化硅的回收利用；
- 3、采用冷氢化工艺使整个生产能耗得到进一步降低；
- 4、超低温尾气回收系统，充分回收氯硅烷，提高氢气纯度；
- 5、采用合理的材料，使整个装置的投资大大的降低；
- 6、反应热的综合高效利用，进一步降低能源消耗；
- 7、采用干法回收工艺，还原尾气中四氯化硅、氯化氢、氢气回收利用率高于98.5%、99%、99%，减少了原料消耗，降低了生产成本；
- 8、有完善的废气、残液处理和废水处理循环系统，确保各项排放指标满足环保要求；
- 9、采用先进的DCS控制系统，达到对工艺装置精确、快速控制，实现了全厂自动化生产，确保系统长周期安全、稳定运行。

表1：北京利尔多晶硅项目基本情况及主要经济指标

总投资（万元）	138976万元，其中超募资金出资60000万元，其余项目贷款					
投资规模及建设期限	年产5000吨，建设期限2011、7—2012、7					
生产工艺技术	改良西门子法+冷氢化					
主要经济指标（万元）						
年均销售收入	年均总成本	净利润	增值税	所得税	税后内部收益率	投资回收期
147857	76892	41776	13876	13925	35.8%	3.86

数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

表2：多晶硅新贵北京利尔2012年产能市值比最高

公司	市值	权益产能			产能市值比		
		2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E
北京利尔	78.38	0	0	5000	0	0	64
乐山电力	52.11	1530	1530	2550	29	29	49

盾安环境	104.34	0	0	3000	0	0	29
航天机电	114.23	905	2715	2715	8	24	24
天威保变	254.83	3457	3457	5947	14	14	23
川投能源	136.49	500	1550	2600	4	11	19
岷江水电	50.00	420	420	840	8	8	17
中国中冶	735.73	3975	3975	7725	5	5	10

数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

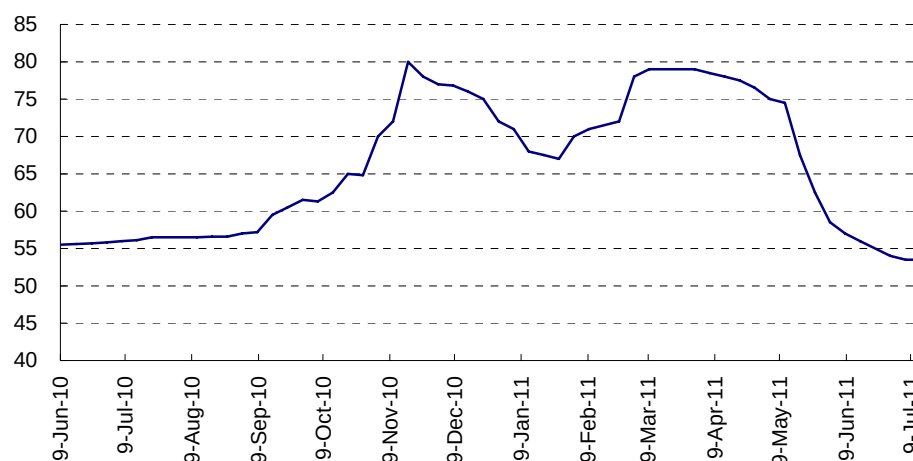
成本优势显著，不惧多晶硅价格调整

今年4月份以来，受下游需求和去库存影响，多晶硅价格自4月初开始连续大幅调整，累计跌幅超过30%，虽然目前多晶硅价格处于阶段性底部且将持续反弹，但不排除随着明年大量新增产能的释放，多晶硅价格或许进一步下探至40美元/kg附近。因此，虽然光伏产业的长期发展前景仍然值得期待，但短期行业必将经历淘汰和整合，对于多晶硅生产企业而言，只有具备较强成本优势才能在行业黎明前的短暂黑暗中生存下来。

由公司可行性研究报告提供数据计算的每吨多晶硅总成本为18万，合28美金/kg，相比目前国内约40美金/kg的主流水平成本优势非常显著。

市场可能因此怀疑公司的成本控制能力，但我们认为技术进步所带来的投资成本的大幅下降（吨投资28万，相比之下盾安环境2009年11月公布的3000吨多晶硅投资18亿，吨投资63万，由此计算的投资成本下降56%）、冷氢化先进生产工艺的应用、行业专家组成的管理团队、以及地方政府给予的优惠政策（土地、0.45元/度的优惠电价），作为新兴行业的后来者未必不具有后发优势。此前多晶硅价格已经经历了一波深幅调整，公司此时推出的重大投资计划在对成本控制没有足够信心的情况下想必不会轻易实施，此时投资的推出相比多晶硅价格高位时的投资决策更加理性。关于成本方面的更多细节，我们期待后续的调研中再深入了解。

图1：2010年6月以来的多晶硅价格走势，目前已处于阶段性底部



数据来源：PVinsights、广发证券发展研究中心

进军新兴产业与做大传统主业并不矛盾

我们首先需要澄清市场理解方面可能存在的误区，认为公司进入光伏这一新兴产业意味着对传统耐火材料业务前景的谨慎或者“不务正业”，我们认为一方面公司对未来

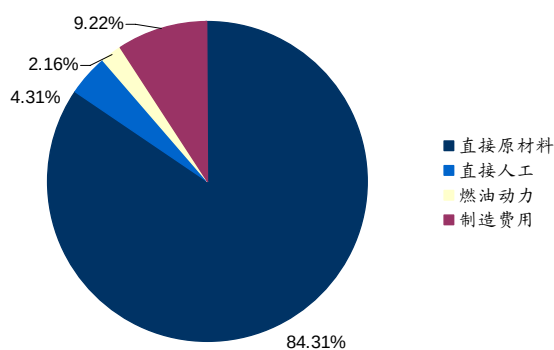
光伏产业的发展是由衷的看好，在拥有6.5亿超募资金和零借款的情况下加大资金使用效率、寻求新的业绩增长点；另一方面来看公司之所以相信有如此明显的成本优势，我们预计相当一部分来自地方政府提供的大量优惠政策，这样的政策支持下使得公司不愿错失培养新产业增长点的机遇。此外，我们认为进军新兴产业与做大耐火材料主业并不矛盾，在资源配置方面，公司耐火材料主业发展方面的重大收购可以借助股权融资实现，因而不会存在明显的资金瓶颈和流动性压力。

多晶硅项目兑现，传统主业资源化预期值得期待

公司6月29日发布了澄清多晶硅项目开建的公告，时隔半月后整个投资计划出台，这可能让市场就公司7月12日发布的关于“获取菱镁矿等资源”的澄清公告产生联想。

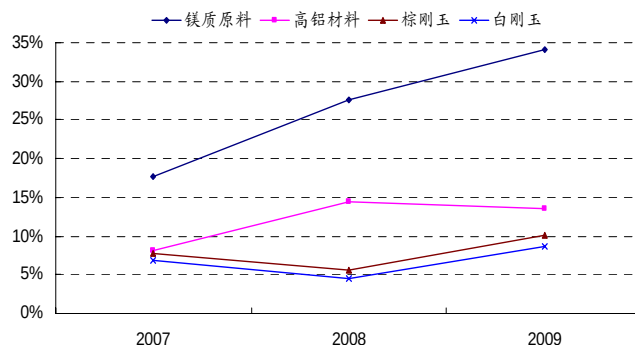
我们认为，从较长视角来看，公司获取上游菱镁矿和铝矾土资源是大概率事件，实施的必要性和可行性逻辑已经具备。公司产品单位生产成本中直接材料所占比重近年来保持在84%左右，所以公司各产品单位成本主要取决于直接材料成本，其价格变化对公司生产成本的影响较大，以镁砂为例，其占公司耐火材料产品的生产成本比重已经达到35%，随着公司产能的不断扩张镁砂等原料的稳定供应和价格对于公司盈利的影响至关重要

图2：北京利尔2009年单位生产成本构成



数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

图3：北京利尔近年来主要原材料在生产成本中占比



数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

加大收购兼并，实现优势互补，资源化成功将有力推动

整合步伐

公司今日同时发布了使用超募资金收购马鞍山开元新材料科技有限公司73%股权的公告，马鞍山开元是以滑动水口为主导产品的高新技术企业，与公司产品具有互补作用，本次交易可以进一步完善公司产品结构，实现优势互补，提高公司的整体承包能力和市场拓展能力，从而进一步增强公司的市场竞争力和持续盈利能力。

如果需要对耐火材料产业未来发展进行展望，我们可以选用如下关键词描述：资源整合、收购兼并、集中度提升、产品结构调整（高端绿色耐材）。我们预期：行业的收购兼并将会风起云涌，耐火材料企业向上游资源化的拓展不可避免，而基于资源化构建的一体化产业链模式又反推行业整合的加快，由此带来行业集中度不断提升的结果；同时，经济结构转型使得耐火材料企业不断寻求产品结构改进，高端绿色耐火材料逐步普及。

业绩预测与投资建议：规模增长大幕已经拉启，买入

根据公司的产能扩张计划，至2015年公司自有产能将达到90万吨左右，是目前产能的5倍，考虑到高技术高附加值产品占比提升所带来的售价提高，我们预计产能扩张所带来的收入增长将是目前的7倍以上。同时，从较长的视角来看，我们认为公司获取上游菱镁矿和铝矾土资源是大概率事件，而由此构建的成本优势一方面提升盈利，另一方面将给予公司目前正在进行的下游客户资源整合更有利支持，从而通过上下游双向资源的整合带来收入和盈利的更大提升空间。

我们认为，即使在依赖钢铁行业成长的耐火材料这一传统行业里，产业链和新盈利模式的构建同样可以实现高成长，公司目前依赖上下双向资源整合的产能扩张成正是在构建这种盈利模式。

在业绩预测方面，我们主要遵循如下假设：

1) 根据公司的产能投放计划，假设2011-2013年耐火材料产品销量分别为20万吨、31万吨和46万吨；

2) 关于耐火材料产品价格和毛利率，考虑到2012年开始募投项目建成达产后，新增产品销售价格和利润率相比目前产品均有较大提高，我们在平均价格和毛利率水平平均作出上调的假设，此外，整体承包模式占比的进一步提高也将拉动单位耐火材料价格和盈利的提升；（2009年公司产品平均售价为3751.54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9409.31元/吨，是2009年产品平均售价的2.51倍；预计新增年收入6.96亿元，是公司2009年收入的1.28倍；年新增利润总额2.22亿元，是公司2009年利润总额的1.88倍；募投项目每吨产品的利润总额2851.55元，是2009年的3.26倍）

3) 关于多晶硅我们采取相对可行性研究报告更加保守预测，2012年7月建成后假设当年产能释放30%即1500万吨，2013年全面投产后产能利用率75%即3750万吨。同时假设2012、2013年多晶硅价格分别下调至43美金/kg、40美金/kg，即相对于可研报告效益测算采用的30万/吨下调13%。

我们测算的耐火材料主业2011-2013年归属母公司净利润分别为1.35亿、2.54亿和3.42亿，全面达产的2013年多晶硅业务实现净利润2.5亿。综合分析，我们预计2011-2013年实现营业收入9.2亿元、20.43亿元、34.62亿元，同比分别增长30%、122%和69.5%，实现归属于母公司净利润1.3亿元、2.81亿元和5.93亿元，同比分别增长21.7%、116.2%和110.7%，实现每股收益分别为0.48元、1.04元和2.19元。

考虑到由多晶硅产能计算的产能市值比为64，超过乐山电力的49，在A股上市公司中吨市值弹性最大，给予多晶硅13年20倍PE；耐火材料主业产能扩张迅速，市场占有率有望显著提升，给予耐火材料业务12年20倍PE，由此计算的公司合理市值约为110亿，对应的暂时合理价格是38元。如果公司的资源化预期能够兑现，估值仍有进一步提升空间，给予公司“买入”投资建议。

表3：2011-2013年公司分项业务收入与预测

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
耐火材料业务					
产量（万吨）	14.52	16	20	31	46
平均价格（元/吨）	3751	4424	4602	5235	5406
收入（百万）	544.9	707.8	920.4	1623.0	2487.0
毛利率	40.71%	34.55%	34.81%	36.54%	37.68%

多晶硅业务					
产量（吨）	-	-	-	1500	3750
价格（美金/kg）	-	-	-	43	40
收入（百万）	-	-	-	420	975
毛利率	-	-	-	40%	38%
收入合计（百万）	544.9	707.8	920.4	2043.0	3462.0
综合毛利率	40.71%	34.55%	34.81%	37.25%	37.77%

数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

风险提示

多晶硅价格向下调整幅度超过预期，耐火产品的原料价格大幅上涨，以及公司在资源整合、复制西方耐火材料巨头扩张时未能如预期顺利。

资产负债表

单位：百万元

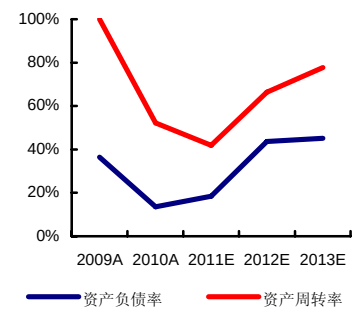
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	483	1,912	1,231	2,005	3,234
货币资金	61	1,314	565	538	738
应收及预付	314	421	498	1,105	1,886
存货	108	160	168	362	609
其他流动资产	0	17	0	0	0
非流动资产	129	179	1,063	1,827	1,806
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	102	119	531	1,694	1,673
在建工程	0	2	502	102	100
无形资产	25	57	31	32	33
其他长期资产	1	1	0	0	0
资产总计	612	2,091	2,295	3,833	5,039
流动负债	223	282	424	777	1,299
短期借款	9	0	0	0	0
应付及预收	215	282	424	777	1,299
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	0	3	0	900	985
长期借款	0	0	0	900	985
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	3	0	0	0
负债合计	223	285	424	1,677	2,284
股本	101	135	270	270	270
资本公积	116	1,424	1,424	1,424	1,424
留存收益	167	247	175	456	1,049
归属母公司股东权益	384	1,806	1,868	2,150	2,742
少数股东权益	4	1	3	6	14
负债和股东权益	612	2,091	2,295	3,833	5,039

利润表

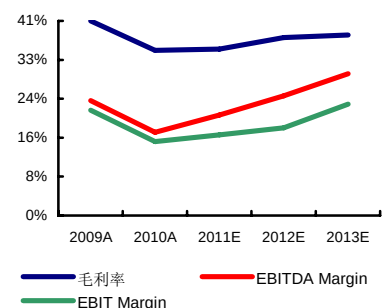
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	545	708	920	2043	3462
营业成本	323	463	600	1282	2155
营业税金及附加	3	3	4	10	16
销售费用	47	69	81	188	242
管理费用	52	63	80	188	242
财务费用	3	-17	0	28	57
资产减值损失	1	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	116	125	155	347	750
营业外收入	2	2	0	0	0
营业外支出	0	2	0	0	0
利润总额	118	125	155	347	750
所得税	19	17	23	62	150
净利润	99	108	132	285	600
少数股东损益	2	1	2	3	8
归属母公司净利润	97	107	130	281	593
EBITDA	131	123	194	512	1027
EPS (元)	0.959	0.791	0.482	1.042	2.194

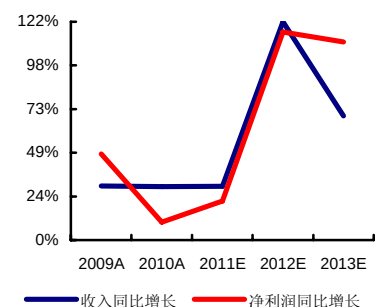
资产负债率趋势



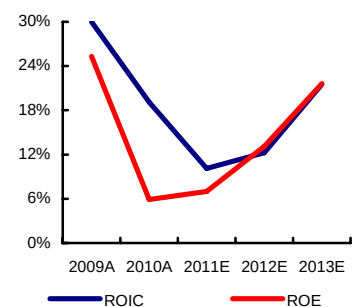
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

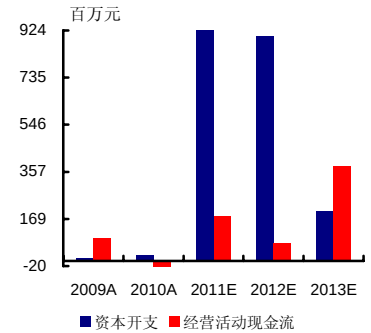
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	91	-20	175	69	371
净利润	99	108	132	285	600
折旧摊销	11	14	38	137	221
营运资金变动	-22	-147	7	-381	-506
其它	3	5	-1	28	57
投资活动现金流	-36	-24	-924	-901	-199
资本支出	-9	-21	-924	-901	-199
投资变动	-27	-3	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	-24	1,297	0	805	28
银行借款	9	95	0	900	85
债券融资	-36	-104	0	0	0
股权融资	19	1,349	0	0	0
其他	-14	-43	0	-95	-57
现金净增加额	31	1,253	-748	-27	200
期初现金余额	30	61	1,314	565	538
期末现金余额	61	1,314	565	538	738

主要财务比率

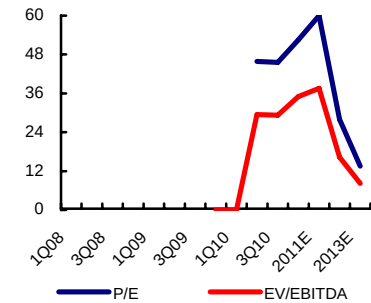
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	30.3%	29.9%	30.0%	122.0%	69.5%
营业利润	51.6%	7.1%	24.3%	123.8%	116.0%
归属于母公司净利润	48.1%	10.0%	21.7%	116.2%	110.7%
获利能力					
毛利率	40.7%	34.6%	34.8%	37.2%	37.8%
净利率	18.2%	15.2%	14.3%	13.9%	17.3%
ROE	25.3%	5.9%	7.0%	13.1%	21.6%
ROIC	30.0%	19.1%	10.1%	12.2%	21.5%
偿债能力					
资产负债率	36.5%	13.6%	18.5%	43.8%	45.3%
净负债比率	-13.4%	-72.7%	-30.2%	16.8%	9.0%
流动比率	2.16	6.78	2.91	2.58	2.49
速动比率	1.63	6.17	2.47	2.07	1.98
营运能力					
总资产周转率	1.00	0.52	0.42	0.67	0.78
应收账款周转率	2.64	2.89	2.80	2.83	2.82
存货周转率	3.60	3.45	3.58	3.54	3.54
每股指标 (元)					
每股收益	0.96	0.79	0.48	1.04	2.19
每股经营现金流	0.90	-0.15	0.65	0.25	1.37
每股净资产	3.80	13.38	6.92	7.96	10.16
估值比率					
P/E	0.0	52.7	60.3	27.9	13.2
P/B	0.0	3.1	4.2	3.6	2.9
EV/EBITDA	-0.4	35.0	37.6	16.0	7.9

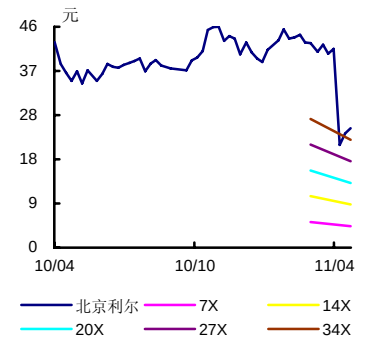
资本支出与经营活动现金流



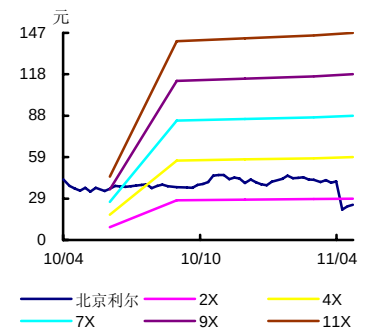
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发建筑行业研究小组

王飞，分析师，华南师范大学经济硕士，中南大学土木工程学士，2007 年进入广发证券发展研究中心。

程振江，研究助理，清华大学材料科学与工程专业博士，2010 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：czj8@gf.com.cn，020-87555888-8650。

2010 年，研究小组入围《新财富》最佳分析师，《中国证券报》金牛分析师建筑建材行业第四名。

相关研究报告

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。