

建材行业

报告原因：新股上市

2011 年 10 月 24 日

金磊股份 (002624)

因专注而专业的镁钙系耐火材料供应商

公司研究/点评报告

投资要点：

- 公司是国内第三大钙镁系耐材龙头企业。公司的主营业务为炉外精炼用耐火材料的研发、生产和销售，并承担耐火材料设计、安装、施工、维护等为一体的“全程在线”整体承包服务。公司的镁钙系耐火砖产能为 12 万吨，碳复合耐火砖 1.7 万吨，市场占有率 13%，是国内第三大镁钙系耐材生产企业。
- 受益钢铁产业结构调整、水泥用镁铬砖的替代趋势，炉外精炼用耐材市场增速可期。
- 炉外精炼用耐火材料主要有镁钙系耐火材料和碳复合耐火材料等两大类，是洁净钢（不锈钢及其他特殊钢）炉外精炼设备必需的内衬消耗性基础材料。炉外精炼可以提高不锈钢及其他特殊钢等洁净钢的产品质量，缩短冶炼时间，简化工艺过程并降低生产成本。未来我国钢铁产品将逐步向特、精、高的深加工、高附加值方向发展，满足制造业用材、军工配套用材、高新技术产业用材需求。2010 年我国人均不锈钢消费量约 9 公斤，特钢比仅 14%，与发达国家存较大差距。从中长期来看，未来随着下游高精尖需求领域的增加，对不锈钢及特钢的需求还有很大增长空间，预计 2011-2013 年的复合增长率超过 15%。
- 镁钙系耐火材料在水泥生产的应用可以提高水泥窑用耐火材料使用寿命，确保新型干法水泥生产线运转率。目前国外许多国家已在水泥回转窑烧成带和过渡带等区段广泛使用烧成镁钙砖，来取代镁铬砖，避免了因使用镁铬砖对环境造成的污染。我国水泥行业用耐火材料以高污染的镁铬砖为主，仅有少数耐火材料生产企业开始将镁钙砖应用于 10,000T/D 级新型干法水泥。但由于生产管理水平较为薄弱，加之在停窑期没有对耐火材料有很好的养护措施，导致镁钙系产品很容易出现水化等不良反应，从而大大降低产品使用效果和寿命。未来随着管理、使用经验进一步成熟水泥用镁钙系耐火材料市场存在较大的发展空间。
- 细分市场呈寡头垄断、市场集中度高。镁钙系耐火材料由于易水化等特点，对原材料、生产工艺等要求较高，因此能够生产镁钙系耐火材料的企业数量较少，中小企业很难进入高端市场。目前，国内主要的镁钙系耐火材料生产企业基本被青花集团、LWB、金磊股份、后英集团等垄断，控制 60% 以上的市场份额，市场集中度较高。
- 过去 2 年公司净利润 CAGR 超过耐火材料已上市公司。与瑞泰科技、北京利尔和濮耐股份三家耐火材料上市公司相比，公司销售毛利率、净利率均高于三家公司平均值，今年中期净利率 16.09%。公司近几年的镁钙耐火材料产能增长很快，由 2008 年的 6 万吨提高至 12 万吨，CAGR 为 55%，近 2 年净利润 CAGR 达到 42%，在目前耐火材料上市公司中增长最快的。
- 估值分析。我们预计 2011 年-2013 年每股收益 0.68 元、0.79 元、1.08 元、三年的 CAGR 29%，公司发行价 11.2 元，对应 011 年-2013 年的 PE 分别为 17 倍、14 倍和 11 倍，大大低于目前耐火材料上市公司的估值水平，存在一定的折价。结合公司与可比公司增长率，我们以瑞泰科技的 PE 作为公司估值水平，认为合理估值水平 18-22 倍，股价合理区间：12.24-14.9 元。
- 风险提示：细分市场潜在进入者增多；原材料价格上涨过快；宏观经济过快下滑。

分析师：赵红

执业证书编号：S0760511010022

电话：010-82190392

邮箱：zhaohong@sxzq.com

联系人：张小玲

电话：0351-8686990

邮箱：sxzqyjfb@i618.com.cn

孟军

邮箱：mengjun@sxzq.com

电话：010-82190365

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

目录

公司是国内第三大钙镁系耐材龙头企业	3
股权结构分布	6
行业概况:	6
受益钢铁产业结构调整、水泥用镁铬砖的替代趋势，炉外精炼用耐材市场增速可期	8
上游原材料资源丰富，无资源瓶颈	9
细分市场呈寡头垄断、市场集中度高	9
募投项目	10
盈利预测	10
估值分析	11

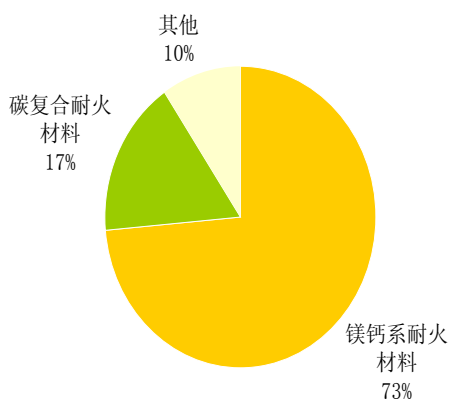
图表目录

图：公司收入结构图（2011 中报）	3
图：公司利润结构图（2011 中报）	3
图：公司销量统计	3
图：公司产品毛利率变化	3
表：公司从事的行业领域	4
图：公司的整体承包和直销毛利率比较	5
图：公司的整体承包贡献毛利占比逐年提高	5
图：公司毛利率高于同行业平均值	5
图：公司净利率高于同行业平均值	5
图：公司近 2 年净利润CAGR超过 42%	6
表：股权结构图	6
图：耐火材料主要应用领域占比	7
图：公司主要产品的应用领域	7
表：炉外精炼用耐火材料细分种类	8
图：不锈钢和特钢需求增速超过粗钢	9
图：国内炉外精炼用耐火材料市场规模变化	9
图：镁钙系耐火材料市场格局（2010）	10
表：募投项目列表	10
表：主要产品预测指标	10
表：盈利预测表（单位：万元）	11
表：可比公司估值分析表	11
表：9 月上市新股首日涨跌幅	12

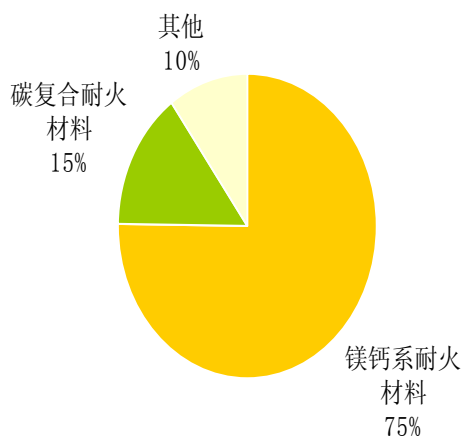
一、公司是国内第三大钙镁系耐材龙头企业

公司的主营业务为炉外精炼用耐火材料的研发、生产和销售，并承担耐火材料设计、安装、施工、维护等为一体的“全程在线”整体承包服务。公司产品主要有镁钙系和碳复合等两大类炉外精炼用耐火材料，是不锈钢及其他特殊钢炉外精炼设备必需的内衬消耗性基础材料，收入和利润70%以上来源于镁钙系耐火材料。公司的镁钙系耐火砖产能为12万吨，碳复合耐火砖1.7万吨，市场占有率13%，是国内第三大镁钙系耐材生产企业。2010年公司实现营业收入3.65亿，净利润规模5063.44万，资产规模4.33亿。

图：公司收入结构图（2011 中报）



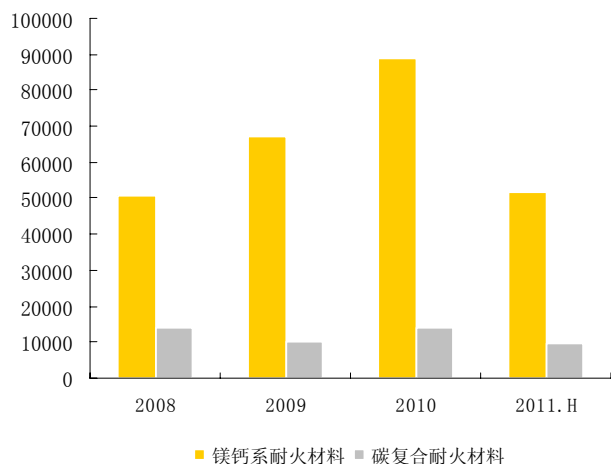
图：公司利润结构图（2011 中报）



资料来源：招股说明书，山西证券研究所

资料来源：招股说明书，山西证券研究所

图：公司销量统计



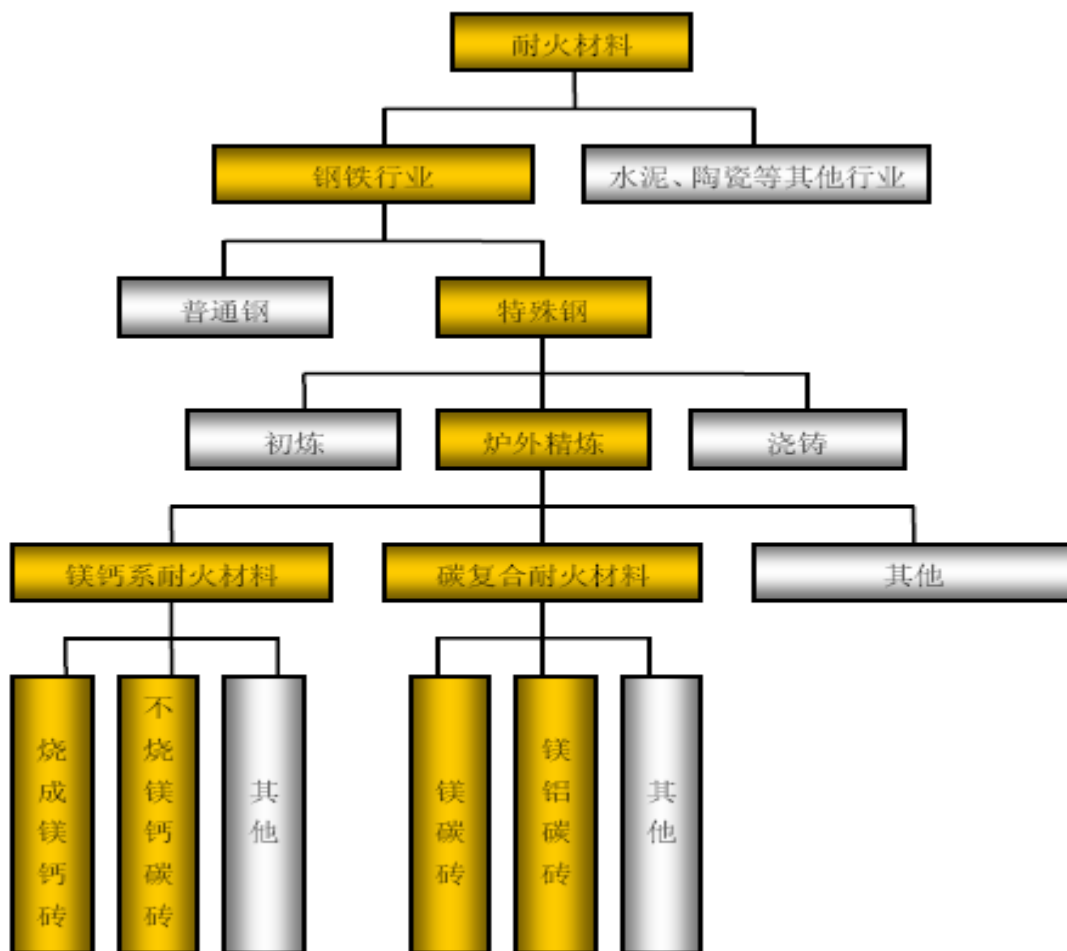
图：公司产品毛利率变化



资料来源：招股说明书，山西证券研究所

资料来源：招股说明书，山西证券研究所

表：公司从事的行业领域

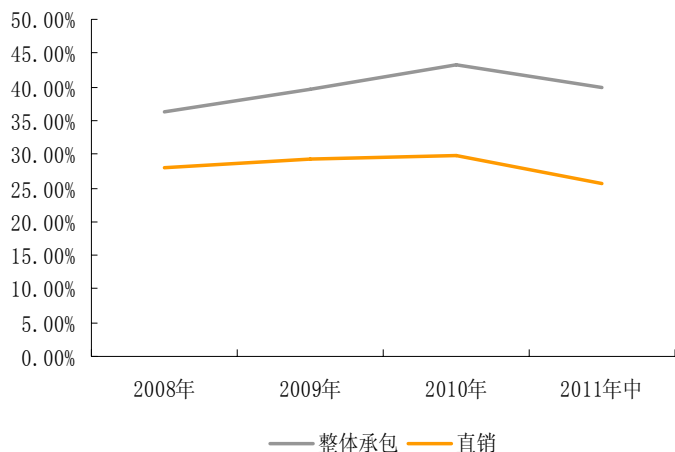


资料来源：招股说明书，山西证券研究所

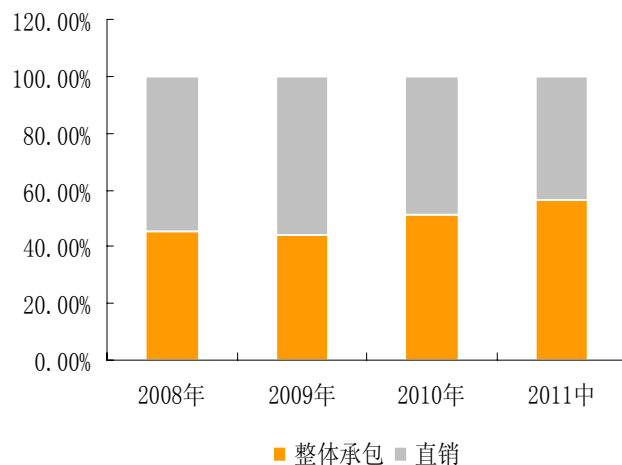
近几年大中型钢铁企业为降低耐火材料的消耗、维护成本，正逐渐将耐火材料的设计、施工、维护等业务整体承包给耐火材料企业，整体承包模式在整个耐火材料行业中还处于推广阶段，采用这种模式的主要是具备产品优势、管理能力较强的企业。公司的整体承包比例逐年提高，从2008年的39%提高到45.87%，整体承包毛利率高于直销至少10个百分点，贡献的毛利占比达到56.68%。



图：公司的整体承包和直销毛利率比较



图：公司的整体承包贡献毛利占比逐年提高

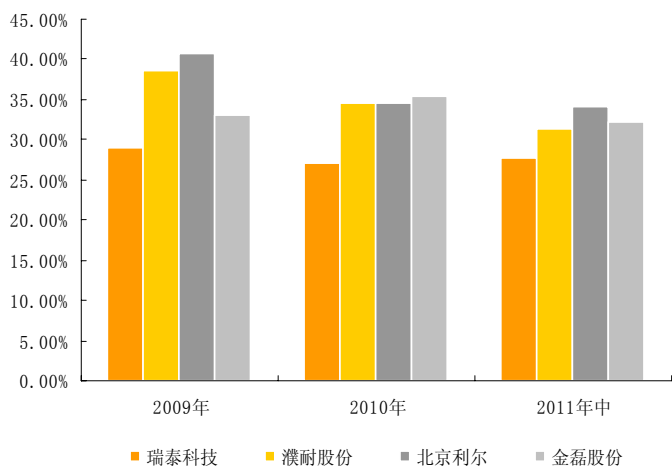


资料来源：招股说明书，山西证券研究所

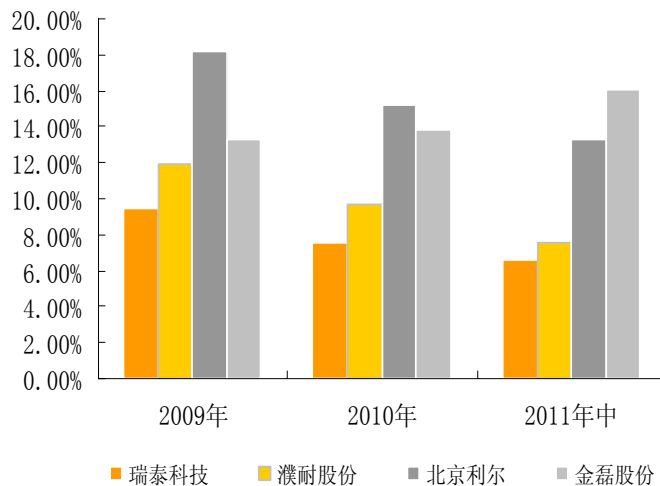
资料来源：招股说明书，山西证券研究所

与瑞泰科技、北京利尔和濮耐股份三家耐火材料上市公司相比，公司销售毛利率、净利率均高于三家公司平均值，今年中期净利率16.09%，是最高的。公司近几年的镁钙耐火材料产能增长很快，由2008年的6万吨提高至12万吨，CAGR为55%，近2年净利润CAGR达到42%，在目前耐火材料上市公司中增长最快。

图：公司毛利率高于同行业平均值



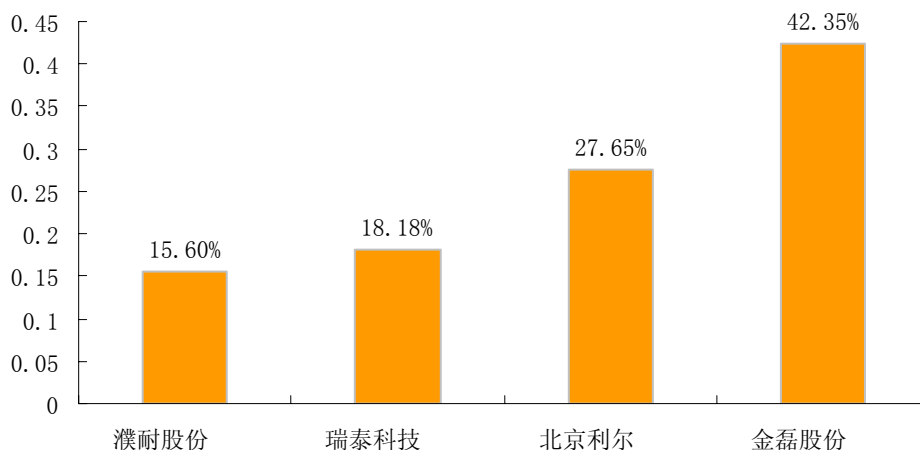
图：公司净利率高于同行业平均值



资料来源：招股说明书，山西证券研究所

资料来源：招股说明书，山西证券研究所

图：公司近 2 年净利润 CAGR 超过 42%



资料来源：招股说明书，山西证券研究所

二、股权结构分布

公司实际控制人为陈连庆、陈根财和姚锦海，近三年来未发生变化，合计持有5,625 万股，本次拟公开发行2,500 万股，占到发行后总股本为10,000 万股的56.25%。

表：股权结构图

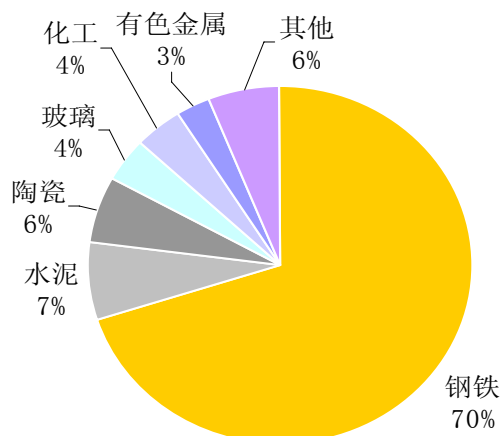
陈连庆	陈根财	钱小妹	卫松根	姚锦海	严金章	社会公众股
33.75%	16.87%	9%	6%	5.63%	3.75%	25%
金磊股份						

资料来源：招股说明书，山西证券研究所

三、行业概况：

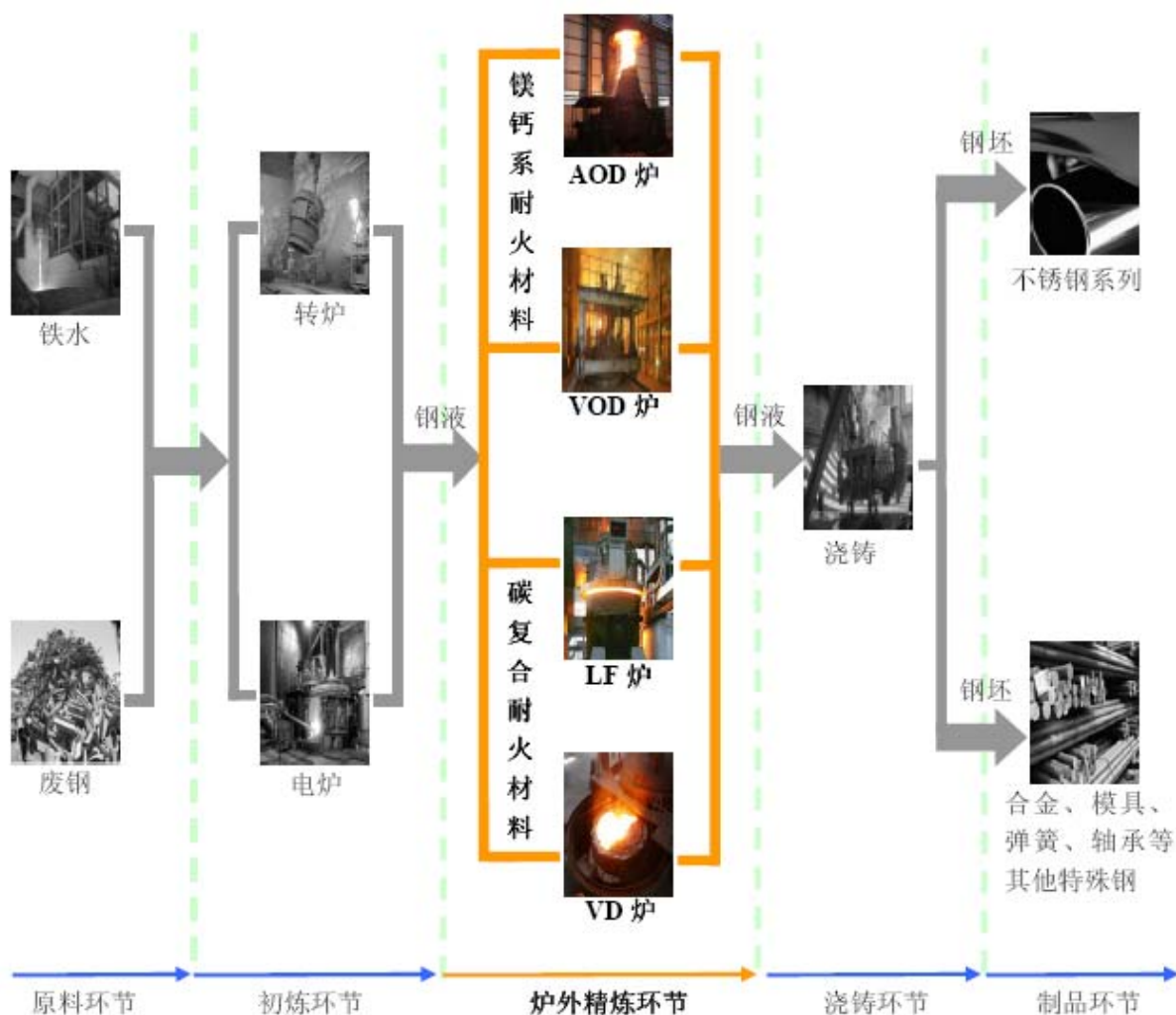
耐火材料一般是指耐火度在1,580℃以上的无机非金属材料，包括天然矿石（耐火原料）及按照一定的目的要求、经过一定的工艺流程加工制成的各种产品（耐火制品），具有一定的高温力学性能和良好的体积稳定性，应用于钢铁、水泥、陶瓷、玻璃、化工、有色等行业，其中钢铁工业用耐火材料约占各行业消耗耐火材料的70%。

图：耐火材料主要应用领域占比



资料来源：招股说明书，山西证券研究所

图：公司主要产品的应用领域



资料来源：招股说明书，山西证券研究所

根据冶炼环节的不同，钢铁行业用耐火材料又可以进一步分为炼铁用耐火材料、初炼用耐火材料、炉外精炼用耐火材料和浇铸用耐火材料等。目前，炉外精炼用耐火材料主要有镁钙系耐火材料和碳复合耐火材料等两大类，是洁净钢（不锈钢及其他特殊钢）炉外精炼设备必需的内衬消耗性基础材料。相对于粗钢，洁净钢冶炼过程要分为初炼和精炼两个步骤。初炼是将炉料在氧化性气氛的炉内进行熔化、脱磷、脱碳和主合金化；精炼是将初炼后的钢液在真空、惰性气体或还原性气氛的容器中进行脱气、脱氧、脱硫，去除夹杂物和进行成分微调等。炉外精炼可以提高不锈钢及其他特殊钢等洁净钢的产品质量，缩短冶炼时间，简化工艺过程并降低生产成本。

表：炉外精炼用耐火材料细分种类

	主要品种	应用领域	主要性能
镁钙系耐火材料	烧成镁钙砖	应用于 AOD 炉、VOD 炉等炉外精炼设备	耐高温性能；抗渣；抗剥落；净化钢液（镁钙系耐火材料是碱性耐火材料，可脱硫脱磷）
	不烧镁钙（碳）砖	应用于 VOD 炉、LF 炉、VD 炉等炉外精炼设备	
碳复合耐火材料	镁碳砖	应用于初炼设备及 LF 炉、VD 炉等炉外精炼设备	耐高温；抗渣；抗热震
	镁铝碳砖	应用于 LF 炉、VD 炉等炉外精炼设备	

资料来源：招股说明书，山西证券研究所

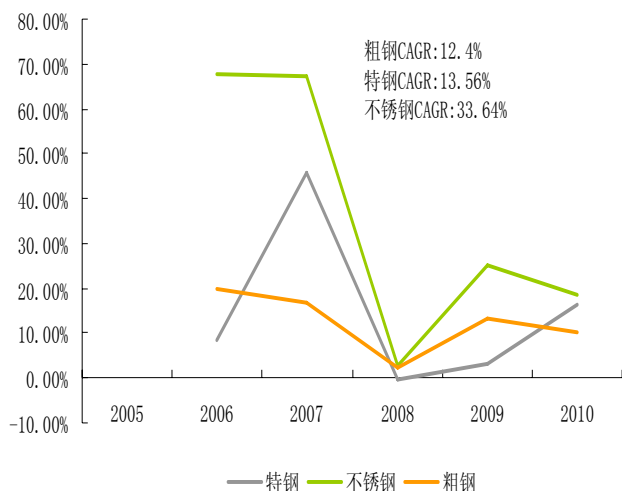
受益钢铁产业结构调整、水泥用镁铬砖的替代趋势，炉外精炼用耐材市场增速可期

炉外精炼用耐火材料主要应用于不锈钢及其他特殊钢行业，因此不锈钢及其他特殊钢行业的发展趋势直接决定了炉外精炼用耐火材料的发展趋势。

我国是钢铁大国却不是钢铁强国，具备高技术含量的特钢产量不大，钢铁行业呈现出明显的结构性不合理特征。2009年我国出台了《钢铁产业调整和振兴规划》，产品将逐步向特、精、高的深加工、高附加值方向发展，满足制造业用材、军工配套用材、高新技术产业用材需求。近5年国内不锈钢、特钢产量的复合增长率分别达到33.6%和13.56%，均超过粗钢增速。2010年我国的不锈钢表观消费量为1,308.41万吨，占到全球总消费量的1/4，人均不锈钢消费量约9公斤，与发达国家人均不锈钢消费量相比仍存在较大差距。2010年我国的特钢比（特殊钢产量占整个钢铁行业产量的比重）仅14%，在世界范围内，这一数值平均为15%-20%，韩国、日本、德国达到20%。从中长期来看，未来随着下游高精尖需求领域的增加，对不锈钢及特钢的需求还有很大增长空间，预计2011-2013年的复合增长率超过15%。

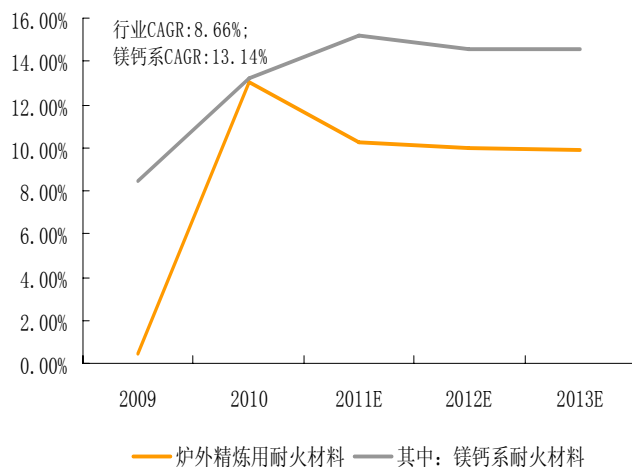
随着对环境保护和资源利用水平的意识增强，吨特钢消耗耐材量有逐年下降的趋势，2006年我国吨特钢消耗耐材量约25公斤，2010年降至22公斤，我们假设2013年降至20公斤，预计炉外精炼用耐火材料需求将达到268.95万吨，镁钙系耐材占比由目前的30%提高到33%，镁钙系耐材的市场需求量将有90.55万吨。

图：不锈钢和特钢需求增速超过粗钢



资料来源：招股说明书，山西证券研究所

图：国内炉外精炼用耐火材料市场规模变化



资料来源：招股说明书，山西证券研究所

除了钢铁行业，镁钙系耐火材料在水泥生产的应用可以提高水泥窑用耐火材料使用寿命，确保新型干法水泥生产线运转率。

目前国外许多国家已在水泥回转窑烧成带和过渡带等区段广泛使用烧成镁钙砖，来取代镁铬砖，避免了因使用镁铬砖对环境造成的污染。欧盟国家以法律形式规定每吨水泥的铬含量不能超过2ppm，因此欧美国家已基本禁止使用镁铬砖。我国水泥行业用耐火材料还是以高污染的镁铬砖为主，已有部分耐火材料生产企业开始将镁钙砖应用于10,000T/D 级新型干法水泥。

在我国，尽管镁钙系耐火材料用于水泥行业的技术已经成熟，但生产管理水平较为薄弱，水泥窑运转率较低，时常停窑造成水泥的生产工艺处于非连续性状态，加之国内水泥生产企业在停窑期没有对耐火材料有很好的养护措施，导致镁钙系产品很容易出现水化等不良反应，从而大大降低产品使用效果和寿命，到目前为止水泥行业用耐火材料还是以高污染的镁铬砖为主。在借鉴国外经验的基础上，我国企业研制出CaO 含量为30.21%的烧成镁钙砖，在Φ3.7m×53m 水泥回转窑烧成带试用。但目前国内水泥回转窑用烧成镁钙砖仍未形成量产，只有少数几家使用，未来存在较大的市场发展空间。

上游原材料资源丰富，无资源瓶颈

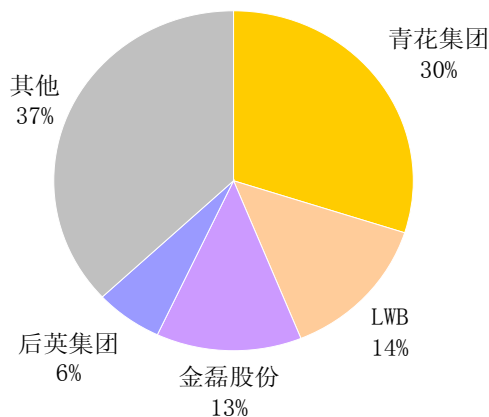
生产炉外精炼用耐火材料所需的矿产资源包括白云石矿、菱镁矿、石墨矿等。我国是矿产资源大国，白云石储量丰富，广泛分布于我国各省区，现已探明储量数百亿吨。菱镁矿石储量也很丰富，我国已探明储量30 多亿吨，约占世界探明储量的1/4，居世界首位。我国石墨储量和产量均位居世界第一，占世界1/2 以上。上游丰富的原材料保障了耐火材料的使用量，对原材料需求无后顾之忧。

细分市场呈寡头垄断、市场集中度高

在碳复合耐火材料方面，生产企业数量较多、生产能力高度分散，竞争较为激烈。在镁钙系耐火材料方面，由于易水化等特点，对原材料、生产工艺等要求较高，因此能够生产镁钙系耐火材料的企业数量较少，中小企业很难进入高端市场。目前，

国内主要的镁钙系耐火材料生产企业基本被青花集团、LWB、金磊股份、后英集团等垄断，控制60%以上的市场份额，市场集中度较高。

图：镁钙系耐火材料市场格局（2010）



资料来源：招股说明书，山西证券研究所

募投项目

表：募投项目列表

项目	投资金额	建设期	投产期
年产 8 万吨镁钙砖项目	16176	2 年	2012 年
年产 5 万吨炉外精炼用镁碳砖/镁铝碳砖	8147	2 年	2012 年
年产 12 万吨新型竖窑高纯镁钙合成砂项目	6930	2 年	2012 年

表：募投项目投产的产能变化（单位：吨）

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
镁钙系耐火材料	60000	90000	120000	120000	120000	160000	184000	200000
碳复合耐火材料	15000	15000	15000	20000	20000	30000	50000	65000
镁钙合成砂			40000	40000	40000	100000	136000	160000

盈利预测

表：主要产品预测指标

	2009	2010	2011	2012	2013
烧成镁钙砖-产能（吨）	90000	120000	120000	130000	210000
销量	66913.52	88823.49	114460	124160	150026.667
价格(元/吨)	3253.60	3222.20	3200	3200	3200
毛利率	35.16%	36.77%	35%	36%	36%
不烧镁钙砖-产量			3000	10000	30000
价格			3500	3500	3500

毛利率			35%	35%	35%
碳复合耐火材料-产能（吨）	15000	15000	15000	30000	50000
产量	10212.93	15711.82	15000	21000	35000
价格	3450.49	3579.62	3500	3500	3500
毛利率	20.90%	27.57%	27%	27%	27%

表：盈利预测表（单位：万元）

	2009	2010	2011	2012	2013
一、营业总收入	26,612.66	36,496.52	42,927.20	49,478.70	69,656.03
二、营业总成本	22,398.76	30,644.56	34,984.98	40,180.24	56,972.41
营业成本	17,829.73	23,548.62	28,322.68	32263.64	45688.14
营业税金及附加	159.85	178.1	171.71	197.91	278.62
销售费用	2,787.27	4,005.34	4,292.72	4,947.87	6,965.60
管理费用	1,157.94	2,529.00	2,146.36	2,473.94	3,482.80
财务费用	193.95	259.32	51.51	296.87	557.25
资产减值损失	270.03	124.17	0	0	0
三、其他经营收益	5.55	30.9	0	0	0
投资净收益	5.55	30.9	0	0	0
四、营业利润	4,219.45	5,882.87	7,942.22	9,298.47	12,683.62
加：营业外收入	71.5	153.04	0	0	0
减：营业外支出	75.54	62.3	0	0	0
五、利润总额	4,215.40	5,973.61	7,942.22	9,298.47	12,683.62
减：所得税	669.89	910.17	1191.33	1394.77	1902.54
六、净利润	3,545.52	5,063.44	6,750.89	7,903.70	10,781.08
归属于母公司所有者的净利润	3,545.52	5,063.44	6,750.89	7,903.70	10,781.08
EPS	0.35	0.51	0.68	0.79	1.08

估值分析

我们预计2011年-2013年每股收益0.68元、0.79元、1.08元、三年的CAGR29%，公司发行价11.2元，对应011年-2013年的PE分别为17倍、14倍和11倍，大大低于目前耐火材料上市公司的估值水平，存在一定的折价。结合公司的增长率，我们以瑞泰科技的PE作为公司估值水平，认为公司的估值水平在18-22倍，股价合理区间：12.24-14.9元。

表：可比公司估值分析表

证券简称	收盘价	每股收益			PE			CAGR	2011g
		2011	2012	2013	2011	2012	2013		
濮耐股份	14.81	0.22	0.28	0.31	67	53	47	12.23%	25.29%
北京利尔	11.37	0.24	0.49	0.82	47	23	14	50.33%	102.65%
瑞泰科技	14.64	0.61	0.83	1.09	24	18	13	21.60%	36.58%



表：9 月上市新股首日涨跌幅

代码	名称	上市日期	发行价格	涨跌幅
002622.SZ	永大集团	2011-10-18	20	30.60%
002623.SZ	亚玛顿	2011-10-13	38	0.55%
002619.SZ	巨龙管业	2011-9-29	16.15	6.25%
002621.SZ	大连三垒	2011-9-29	24	0.33%
002620.SZ	瑞和股份	2011-9-29	30	-8.93%
002617.SZ	露笑科技	2011-9-20	18	-2.50%
002618.SZ	丹邦科技	2011-9-20	13	35.38%
002616.SZ	长青集团	2011-9-20	17.8	-4.72%
002614.SZ	蒙发利	2011-9-9	52	-11.92%
002615.SZ	哈尔斯	2011-9-9	18	31.11%
平均值				7.62%

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。市场有风险，投资需谨慎。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所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。