



进军高端环保耐材，进入崭新的发展期

——北京利尔（002392）事件点评

2013年12月11日

强烈推荐/维持

北京利尔

财报点评

分析师：弓永峰

执业证书编号：S1480111020051

联系人：弓永峰 侯建峰 刘斐

gongyf@dxzq.net.cn

010-66554025

事件：

公司公告称，1) 拟使用“10,000吨/年高档陶瓷纤维及制品项目”计划投资的募集资金4,520.01万元及所利息1331.8711万元（总计5852万元）将其变更为“2.5万吨/年RH精炼用无铬环保型耐火制品项目”。变更后项目实施主体不变，向洛阳利尔增资，由洛阳利尔实施“2.5万吨/年RH精炼用无铬环保型耐火制品项目”。建设期为7个月。投产后第一年达到设计产能30%，第二年达到70%，第三年达到100%。**预计达产后年销售收入1.75亿元，实现利润2,277.78万元，投资回收期5.1年。**2) 终止“60,000吨/年炉外精炼优质耐火材料项目”并将节余募集资金及利息收入1.877亿元永久补充流动资金，主要用于补充建设完善辽宁镁质耐火材料基地和扩大生产经营规模所需资金。

点评：

公司亮点：1) 新型2.5万吨RH精炼环保耐材的实施，将打开新的增长空间，提升公司盈利能力；2) 作为国内唯一具有新型煤化工耐材总包资质上市公司，煤化工用高级耐材助力公司未来业绩增长；3) 国内钢铁需求量将会维持在6-7亿吨，增量不大，但是产品结构在逐步发生变化，工业用钢比例增加拉动其对耐火材料的需求；4) 针对各个地区的全国性布局也会逐步完成，同时针对煤化工产业的耐火材料产品未来会有较大的增长；5) 通过向上游原材料资源的整合，打造全产业链，降低成本且提升效益涉足；6) 各个子公司推行以成本，质量为核心的管理模式，提升盈利能力。预计公司13-14年EPS分别为0.34元和0.50元，对应PE为21和14.5倍，进入业绩释放期，目标价位10元，给予“强烈推荐”评级。

点评：

积极因素：

1. 2.5万吨RH精炼环保耐材打开新的增长空间。

公司“2.5万吨/年RH精炼用无铬环保型耐火制品项目”建设期为7个月，预计达产后年销售收入1.75亿元，实现利润2,277.78万元，投资回收期5.1年。RH无铬环保型耐火制品为公司的自主创新项目，随着我国钢铁产品结构将不断调整优化，特别是石化、核电、铁路、航天、船舶等行业的快速发展，对优质钢需求进一步增进，对应的精炼炉用耐火材料也将进一步增大。公司技术特点：无铬化，免烧成，生产周期短，具备优异的高温性、抗热剥落和抗渗透性。

根据近年来我国纯净钢的增长速度，我国RH精炼炉用耐材初步统计镁铬砖用量估计为75000吨/年。公司新型RH无铬环保耐材具有广阔的空间，结合公司的工艺段总包模式，易于推广，拉升公司业绩。预计达产后拉升公司EPS约0.04元。

2. 新型煤化工用耐材连续三年翻番增长，拉升公司业绩。

公司作为国内唯一具有新型煤化工耐材总包资质上市公司，是国内为数不多的能生产高品级煤化工用耐材的企业。公司煤化工用耐材11年收入3000万元，12年收入约6000万元，预计13年收入可达1-1.2亿元左右。保持较高的增长态势。煤化工耐材属于典型的新兴节能环保型耐材，目前行业规模大约10多亿元人民币，且近年保持较好的增长速度（15%）。

我们预计煤化工用新型耐材处于持续高增长阶段，明年为公司贡献利润2500多万元，占约10%，贡献EPS约0.04元，拉升公司业绩与估值。

3. 菱镁矿资源整合降低成本，提升公司盈利能力。

公司今年上半年通过定向增发收购的方式完成了向上游的原材料矿产资源的纵向收购整合，由于公司产品耐火材料其成本80-90%为原材料成本，因此此次整合降低了公司原材料采购，运输成本，提升了公司的盈利能力。另一方面，公司一部分原材料也对外销售，形成一定的收益。

耐火材料行业未来上下游资源的纵向整合，是产业发展的一个方向，公司在这个战略上已经迈出了坚实的一步。

4. 煤化工领域用高端耐火材料业务逐渐放量。

近几年，随着大气污染成度的加剧，特别是全国各地PM2.5事件的不断涌现，煤的清洁利用和深度利用成为大家竞相投资的热点，而煤化工领域用高端耐火材料的需求，则会随着其投资的增长将持续拉升。公司在几年前就积极布局煤化工用耐火材料，预计今后将逐步放量贡献业绩，成为公司未来新的增长点。

5. 传统钢铁行业对耐火材料的需求呈现增加的态势。

国内钢铁需求量将会维持在6-7亿吨，增量不大，但是产品结构在逐步发生变化，工业用钢比例增加拉动其对耐火材料的需求。

盈利预测

公司盈利预测：预计公司 13-14 年 EPS 分别为 0.33 元和 0.47 元，对应 PE 为 20.5 和 15 倍，公司进入业绩释放期，给予“强烈推荐”评级。

投资建议：

投资亮点：1) 新型 2.5 万吨 RH 精炼环保耐材的实施，将打开新的增长空间，提升公司盈利能力；2) 作为国内唯一具有新型煤化工耐材总包资质上市公司，煤化工用高级耐材助力公司未来业绩增长；3) 国内钢铁需求量将会维持在 6-7 亿吨，增量不大，但是产品结构在逐步发生变化，工业用钢比例增加拉动其对耐火材料的需求；4) 针对各个地区的全国性布局也会逐步完成，同时针对煤化工产业的耐火材料产品未来会有较大的增长；5) 通过向上游原材料资源的整合，打造全产业链，降低成本且提升效益涉足；6) 各个子公司推行以成本，质量为核心的管理模式，提升盈利能力。预计公司 13-14 年 EPS 分别为 0.34 元和 0.50 元，对应 PE 为 21 和 14.5 倍，进入业绩释放期，目标价位 10 元，给予“强烈推荐”评级。

投资风险：

1. 下游钢铁等行业景气度严重下降。

表 1：盈利预测和估值

项目	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
主营收入（百万元）	919.59	1,100.79	1,643.48	2,729.83	4,339.56
主营收入增长率	29.92%	19.71%	49.30%	66.10%	58.97%
EBITDA（百万元）	120.38	124.22	291.99	433.14	600.92
EBITDA 增长率	-0.20%	3.19%	135.05%	48.34%	38.74%
净利润（百万元）	120.24	111.91	202.72	299.85	435.72
净利润增长率	12.53%	-6.93%	81.15%	47.91%	45.31%
ROE	6.35%	5.66%	16.89%	20.39%	23.40%
EPS（元）	0.223	0.207	0.338	0.500	0.727
P/E	32.56	35.07	21.46	14.51	9.99
P/B	2.07	1.98	3.62	2.96	2.34
EV/EBITDA	24.70	24.63	14.18	9.78	6.87

资料来源：东兴证券

分析师简介

弓永峰

清华清华大学材料科学与工程系硕士，韩国 POSTECH 大学工学博士，电力设备与新能源行业首席研究员，新兴产业组组长。在国内及海外从事新材料研究开发 7 年，在 Microscopy Oxford、Metallurgical and Materials Transactions、Materials Science&Technology、Material Science Forum、Steel Research International、ISIJ International、Corrosion Science and Technology 等国际著名期刊发表论文近 20 余篇，并受邀多次参加 EUROMATE、APGALVA、ICEC 以及 ISIJ 等国际学术会议。2010 年回国加盟东兴证券从事新能源与新材料行业研究，获得东兴证券 2011 年度“优秀工作者”以及 2011 年度“青年岗位能手”称号。2012 年带领团队获得第六届（2012）“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名；获得第二届（2012）“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。主要覆盖新能源产业中的太阳能、风能和生物质发电、新材料以及循环经济与节能环保等领域，专业功底深厚，擅于从产业链精细梳理和新技术的深度剖析中挖掘具有潜在高成长性的优质股票标的。

电力设备与新能源团队简介

弓永峰 首席分析师，组长

清华清华大学材料科学与工程系硕士，韩国 POSTECH 大学工学博士，电力设备与新能源行业首席研究员，新兴产业组组长。2010 年回国加盟东兴证券从事新能源与新材料行业研究，获得东兴证券 2011 年度“优秀工作者”以及 2011 年度“青年岗位能手”称号。2012 年带领团队获得第六届（2012）“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名；获得第二届（2012）“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。主要覆盖新能源产业中的太阳能、风能和生物质发电、新材料以及循环经济与节能环保等领域，专业功底深厚，擅于从产业链精细梳理和新技术的深度剖析中挖掘具有潜在高成长性的优质股票标的。

侯建峰 研究员

清华大学工商管理硕士，天津大学工学学士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备行业（核电与一次设备）研究。获得第六届（2012）“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名；获得第二届（2012）“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。

刘斐 研究员

产业经济学硕士、应用化学学士，2008 年加入天相投顾，2009 年加入国都证券、2011 年加入长城证券，2012 年加盟东兴证券研究所，5 年能源行业研究经验。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分

析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。