



中以博胜 小求精当

# 煤制气/油受益者，合同能源管理拉业绩

2014年1月10日

强烈推荐/维持

北京利尔

调研报告

## ——北京利尔（002392）调研报告

分析师：弓永峰

执业证书编号：S1480111020051 010-66554025 gongyf@dxzq.net.cn

联系人：侯建峰 高坤 宋凯 孙玉姣

中小市值团队：弓永峰 侯建峰 高坤 宋凯 孙玉姣

### 事件：

近期，我到公司北京基地进行了实地调研，并深入交流了煤制油/气耐火材料业务发展情况。作为新型煤化工特别是煤制油/气耐火材料的龙头，公司将享收益其对耐材消耗的高增速，且业绩进入释放期。

### 点评：

公司亮点：1) 新煤制油/气项目打开高端煤化工耐火材料数十亿市场空间，增速拉升至 40%；2) 能够进入高端煤化工耐火材料的国内企业仅 3 家，属于一片蓝海市场，公司作为龙头，坐享业绩高增长；3) 作为国内唯一具有新型煤化工耐火材料总包资质上市公司，打通煤化工耐材总包与维保产业链，未来三年年增速超 70%，助力公司未来业绩增长；4) 在传统耐火材料领域拓展类“合同能源管理”模式，为客户降低成本同时大幅提升毛利率与客户粘度，确保业绩稳健增长；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；6) 随着国内钢铁产品结构逐步向工业用钢转变，拉动耐火材料 20% 市场。预计公司 13-14 年 EPS 分别为 0.32 元和 0.50 元，对应 PE 为 21 和 13 倍，进入业绩释放期，目标价位 10 元，给予“强烈推荐”评级。

### 点评：

#### 1. 新型煤制油/气需求打开新型煤化工耐火材料数十亿空间。

近年来，随着我国能源结构的调整加快，我国社会发展对油和气的需求越来越大，其增长速度也逐步加快。和发达国家相比，我们人均天然气和油的消耗量，还有巨大的发展空间。由于我国传统能源结构中，煤炭丰富而油气长期不足，因此如何经济合理的利用煤制油/气技术引起了业绩的广泛关注。

相关技术在我国的发展，可以追溯到上个世纪80年代。90年代开始，传统煤化工开始逐步在国内发展起来，进入21世纪后，传统煤化工发展逐渐放缓；而新兴的煤制油、煤制气技术经过十多年的孕育发展，进入爆发式的增长期。某国内著名公司的煤制油项目从10年开始，逐步盈利，且13年盈利近20亿人民币，极大地刺激了煤制油等产业的发展；同时，下游客户对煤制油（柴油）的喜好程度，远远高于传统石油产柴油，主要原因是煤制油中氢类物质含量高带来的更高的燃烧热值和洁净度，在同样售价下，客户更“省油”了。截至到目前，我们从行业内调研获悉，现在陆续已经有三家公司积极大规模建设煤制油项目，这将拉动近近两年内30台不同类型的炉窑大规模需求，直接创造新增煤化工耐火材料市场近10亿元，拉动煤化工耐火材料进入高增速时期。



新型煤制气产业随着近期雾霾气候的出现，也越来越多被产业界所重视，传统粗放型的煤炭燃烧热利用，逐渐被证明是资源的浪费和环境的摧残；转变能源类型加大了对天然气的需求，而我国天然气等清洁能源的先天不足，反过来推动了低成本煤制气产业的发展。目前煤制天然气的成本，基本上可以低于2元/方，优于进口天然气的口岸门站价格。根据测算，我国天然气中，煤制天然气比重可以占到天然气比重的20%，未来2年新增天然气量保守预计达到1000亿方以上，如果按照20%的比重计算，则每年需要煤制天然气的增量，超过200亿方，市场空间巨大。实际上，我们的天然气管道里面，已经可以找到煤制天然气的身影，未来随着我国天然气资源需求进一步提升，其资源价格的进一步上涨，天然气运营企业对煤制天然气的利润空间会急剧放大，拉升煤制天然气进入高增长阶段。

我们研判：新型煤化工的发展，特别是煤制油/气产业的发展，极大拉动其对高端煤化工耐火材料的需求，打开超数十亿元的市场空间，**煤化工耐火材料属于典型的新兴节能环保型耐火材料，整个行业的增速由前几年的15-25%左右，迅速拉升至40%以上，这对于北京利尔这样的新型煤化工耐火材料龙头而言，无疑其是最大的受益者。**

图 1：公司洛阳基地生产的各类高端煤化工耐火材料。国内目前且仅 3 家企业能生产，处于一片蓝海市场。



图 2：每块高端耐火材料都有“身份证”，可追溯到原材料、加工人员等信息。使产品品质得到保障。（正面凹文）



资料来源：实地调研资料，东兴证券整理

## 2. 采用煤化工耐火材料交钥匙工程和维保贯通模式，分享数十亿市场盛宴。

公司经过多年的研究开发和工程实践，凭借高品质的产品和独特的商业模式，艰辛的进入煤化工耐火材料领域，现已成为国内唯一一家具有新型煤化工耐火材料施工总包资质的上市公司，是国内为数不多的既能够自己生产各类型高品级煤化工耐火材料，又可以为客户提供整体耐火材料总体设计与施工解决方案的企业。同时，公司打通煤化工建设施工与维保产业链，与客户签订后续年中维保服务方案，成功延伸煤化工

耐材的耗材特性，为公司持续增长打下基础。公司煤化工用耐火材料11-12年销售收入分别为3000万元，6000万元，我们预计13年收入持续增长，可达1-1.2亿元；而随着新型煤制油/气需求的大幅增加，14-15年煤化工耐火材料业务收入有望达到3亿元和5亿元（含功能材料），整体业务保持5年持续80%的持续高速增长态势。

我们研判公司煤化工用新型耐火材料业务处于年复合增速达80%的持续高增长阶段，14-15年为公司贡献利润2500多万元和7000万元，贡献EPS为0.04元和0.12元，占公司利润总量的10%和16%，直接拉升业绩与估值。

### 3. “合同能源管理”的工艺段总包模式迅速扩大单个客户规模，提市场占有率。

近几年，随着传统钢铁行业盈利能力的下降，其对耐火材料成本的控制也愈来愈强。传统的销售模式，出售耐火材料产品给客户，由客户使用和维护生产线，已经越来越多被追求盈利能力改善的客户所抛弃，转变为合同能源管理模式：公司直接承揽生产工艺中的整体耐火材料维保环节，按照吨钢成本进行核算，在降低客户负担的同时，扩大单个客户的销售规模，提升公司的市场占有率。我们研判，采用此种工艺段总包的合同能源管理模式，对于年产100万吨钢的一条生产线，一年即可为客户节省1000万元，节约耐材采购成本约9-18%，提升客户产品毛利率约0.125-0.25个百分点，这对于处于盈亏边缘的钢铁企业来说，无疑具有很强的吸引力。

随着合同能源管理模式的推广，即为客户节约了成本，也提升了公司原材料的综合利用水平，拉升公司的毛利率至30%以上，这远远超过传统耐火材料14-18%个点的毛利率水平，极大的提升了公司的竞争力。

图 3：公司传统钢铁耐火材料产品（北京基地）。



图 4：整装待发的各种耐火材料（北京基地）。



资料来源：实地调研资料，东兴证券整理

#### 4. 2.5万吨RH精炼环保耐火材料打开新的增长点。

公司新近更改募投项目，投向“2.5万吨/年RH精炼用无铬环保型耐火制品项目”，成为公司未来又一新的增长点。该项目建设期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。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高，我国RH精炼炉用耐火材料初步统计镁铬砖用量估计为7.5万吨/年。公司新型RH无铬环保耐火材料具有广阔的空间，结合公司独特的“合同能源管理”模式，（工艺段总包模式），易于推广，拉升公司业绩。预计达产后为公司EPS贡献约0.04元。

#### 5. 整合菱镁矿资源，打通产业链，提升盈利能力。

由于耐火材料产品的成本80-90%来自于上游原材料，因此公司上市之后一直积极寻求向上游耐火材料原材料环节扩展。经过两年多的艰辛努力，今年上半年通过定向增发收购资产的方式完成了向上游原材料矿产资源的纵向整合，打通了从“原材料菱镁矿-破碎-镁砂-耐火材料-合同能源管理销售”等完整的产业链。由于耐火材料其成本80-90%为原材料成本，因此通过产业链整合，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，公司具有国内为数不多的镁原材料出口配额和资质，一部分原材料也对外销售以及对日本等海外市场销售，毛利率远高于国内市场，随着整合之后的持续放量，会形成较强的收益。

我们研判，随着下游行业发展和综合需求的日益增加，未来耐火材料行业上下游资源的纵向整合，是产业发展的方向，公司在这个战略上已经迈出了坚实的一步。

#### 6. 传统钢铁行业随着产品转型，拉升20%的耐火材料的需求空间。

国内钢铁需求量随着城镇化的发展以及东西部区域发展的不同步节，将会维持在7-9亿吨的需求量，总体需求的增量不大。但随着钢铁产品结构在逐步发生变化，工业用钢比例逐步增加，拉动其对耐火材料的需求。我们研判，一吨工业用钢对高品级耐火材料需求的量为传统建筑用钢的1.3倍，随着未来我国钢铁产品结构的变化，将拉升对耐火材料20%增量需求，达到约100亿元的新增空间。这对于高品级耐火材料生产企业带来新的空间。我们研判公司在此过程中，将获得可观的新增市场增量。

#### 盈利预测

公司盈利预测：预计公司 13-14 年 EPS 分别为 0.32 元和 0.50 元，对应 PE 为 21 和 13 倍，进入业绩释放期，目标价位 10 元，给予“强烈推荐”评级。

### 投资建议：

投资亮点：1) 新煤制油/气项目打开高端煤化工耐火材料数十亿市场空间，增速拉升至 40%；2) 能够进入高端煤化工耐火材料的国内企业仅 3 家，属于一片蓝海市场，公司作为龙头，坐享业绩高增长；3) 作为国内唯一具有新型煤化工耐火材料总包资质上市公司，打通煤化工耐材总包与维保产业链，未来三年年增速超 70%，助力公司未来业绩增长；4) 在传统耐火材料领域拓展类“合同能源管理”模式，为客户降低成本同时大幅提升毛利率与客户粘度，确保业绩稳健增长；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；6) 随着国内钢铁产品结构逐步向工业用钢转变，拉动耐火材料 20% 市场。预计公司 13-14 年 EPS 分别为 0.32 元和 0.50 元，对应 PE 为 21 和 13 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	280.86	433.14	600.92
EBITDA 增长率	-0.20%	3.19%	126.09%	54.22%	38.74%
净利润（百万元）	120.24	111.91	193.43	299.48	435.28
净利润增长率	12.53%	-6.93%	72.85%	54.83%	45.35%
ROE	6.35%	5.66%	16.23%	20.49%	23.49%
EPS（元）	0.223	0.207	0.323	0.500	0.726
P/E	30.13	32.46	20.82	13.45	9.25
P/B	1.92	1.84	3.38	2.76	2.17
EV/EBITDA	22.28	22.28	13.61	9.05	6.35

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。

## 东兴证券中小市值团队简介

### 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。

### 高坤 研究员

产业经济学硕士，2009 年加盟东兴证券研究所，从事零售行业研究。现专注于中小市值零售及电子商务销售领域研究。

### 宋凯 研究员

中小市值研究员，制药工程专业硕士，研究方向为药物的有机合成。先后任职于天相投顾和中邮证券。2011 年加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究。现专注于中小市值医药领域研究。

### 孙玉姣 研究员

南开大学理学学士、经济学硕士，资本市场从业 6 年。2008—2011 年在某保险资产管理公司从事消费品行业研究，2011 年底加盟东兴证券研究所。研究领域涵盖军工、食品饮料、汽车、环保等行业。“理学+经济学”的复合学历背景、“买方+卖方”的双重从业背景，擅长从资产配置角度进行跨行业研究及个股挖掘，精于相对收益与绝对收益的把控，注重投资标的长期、中期与短期机会与风险的平衡。现专注于中小市值军工领域的研究。

## 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。