



中以博胜 小求精当

收购满足产能需求,打开数十亿合同耗材能源管理市场

2014年3月12日

强烈推荐/维持

北京利尔

点评报告

——北京利尔（002392）事件点评报告

分析师：弓永峰

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

联系人：何昕 侯建峰 高坤 宋凯 孙玉姣 汤杰 罗柏言

中小市值团队：弓永峰 侯建峰 高坤 宋凯 孙玉姣 何昕 汤杰 罗柏言

事件：

公司公告称，拟以 6139 万元收购上海新泰山高温工程材料有限公司（以下简称“上海新泰山”，共计 8600 万元出资额）100%股权。本次交易完成后，上海新泰山将成为公司的全资子公司。上海新泰山拥有完善的厂房及生产设备、先进的不烧耐火制品生产线和不定型耐火材料生产线等，能够生产钢铁工业、石化工业、有色金属工业、建材工业等行业所需的耐火材料产品。本次收购对公司带来的益处：1) 随着公司“合同耗材能源管理”的商业模式的不断推广，其在华东华南地区不断开辟新的市场，对产能需求不断增加，此次收购有利于满足公司在华东华南的地区，特别是区域内宝钢集团等的合同耗材能源管理业务的需求，提升公司的业绩。2) 完善华东华南区域内整体“合同能源耗材”产品结构和配套能力，为进一步拓展区域内 30 多亿市场打下坚实基础。**我们研判，随着“合同耗材能源管理”商业模式的持续推进，以及相关区域耐材基地产品和服务的不断完善，公司此商业模式将迅速在华东，华南区域推广辐射开来，成功地由传统耐材销售转变为“合同耗材能源管理”及工业固废资源循环利用公司，盈利能力持续增强且进入高速增长期。**

公司投资亮点：1) “合同耗材能源管理”商业模式迅速得到优质客户认可并向全国辐射推广，收购新泰山使得重点区域产能及服务得打加强，为业绩高增长打下基础；2) 通过新泰山的收购和资源整合，打开华东华南地区核心优质客户近 30 亿元合同耗材能源市场；3) “合同耗材能源管理”的独特之处是无前期固定资产投入，不占用自有资金，仅仅是当期耗材与服务成本的付出，极大规避传统合同能源管理模式的风险；4) 通过对整条工艺线能源与耗材的深入理解与优化，为客户节约 10-20%左右的耗材消耗，与客户分享节能带来的综合收益，成为真正耗材+能源的综合管理商；5) 源于收入 80%来源于合同耗材+能源管理模式，毛利率达到>30%，而传统耗材企业仅 13-16%点毛利率，净利率高于传统耐材企业 6 倍；6) 源于合同耗材+能源管理带来的能耗利润分成，造就公司在耐材行业整体毛利率仅 13-16%个点、两成企业亏损的情况下，未来 3 年进入毛利率超 30%，净利润超 50%以上高增长平台期。预计 13-15 年年均利润增速超 60%，对应 EPS 0.31 元，0.5 元和 0.73 元，对应 PE 为 26 倍，16 倍和 11 倍，相比于 A 股合同能源管理公司 14 年 30 倍 PE，给予公司 14 年 25 倍 PE，则目标价 12.5 元，持续给予“强烈推荐”评级。近期市场调整，建议投资者积极参与此类业绩成长确定且切入新商业模式的“逆袭”类公司，随市场企稳必将获得绝对收益。

评论：

1. 收购新泰山满足“合同耗材能源管理”模式带来的产能需求。

公司公告称，拟以6139万元收购上海新泰山100%股权。上海新泰山拥有完善的厂房及生产设备、先进的

不烧耐火制品生产线和不定型耐火材料生产线等，能够生产钢铁工业、石化工业、有色金属工业、建材工业等行业所需的耐火材料产品。通过本次收购，逐步满足了随着公司“合同耗材能源管理”的商业模式的不断推广，其在华东华南地区不断开辟新的市场，所带来的不断增加的产能需求，此次收购有利于满足公司在华东华南的地区，特别是区域内宝钢集团等的合同耗材能源管理业务的需求，提升公司的业绩。2) 完善华东华南区域内整体“合同能源耗材”产品结构和配套能力，为进一步拓展区域内市场打下坚实基础。**我们研判，随着“合同耗材能源管理”商业模式的持续推进，以及相关区域耐材基地产品和服务的不断完善，公司此商业模式将迅速在华东，华南区域推广辐射开来，成功地由传统耐材销售转变为“合同耗材能源管理”及工业固废资源循环利用公司，盈利能力持续增强且进入高速增长期。**

2. 打开华东华南地区核心优质客户30多亿元合同能源耗材市场。

华东华南地区是我国核心钢铁企业如宝钢集团等相关企业集聚地，其产品主要是以中高档钢材产品为主且贴近华东，华南地区的消费市场。仅仅以区内宝钢集团为例，其2013年上半年钢产量达到了1100多万吨，由于区域内高品级钢材所占比重较大，其对耗材的消耗量高于建材钢为主的企业。

保守预计，华东华南区域内核心钢铁企业耐材消耗市场容量30多亿元，公司整合新泰山为迅速扩大区域内“合同耗材能源管理”商业模式的推广速度打下坚实的产能基础，对提升区域内市场占有率，拉升公司业绩，打开新的增长区域打下基础。

3. 合同耗材能源管理模式成就公司从产品销售到服务销售转型，拉升公司业绩。

作为行业内的龙头企业之一，公司在产品销售过程中，早已不仅仅依靠直销模式，而是通过自身对下游行业生产工艺的充分理解深入整合客户资源，加深与客户之间的合同协作，为客户提供成本更低、环节更简单的耐火材料“一体化的服务”。公司也是行业中率先提出由“产品供应商”向“产品服务商”，由“产品价值”向“服务价值”转型的企业，真正实现了为客户提供关于耐火材料制品个性化的“量身定做”服务。

对于钢铁行业的客户来说，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。取而代之的是以合同能源管理模式为主的合作方式 - 由耐火材料企业直接承揽生产工艺中的整体耐火材料供应和维保环节，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。根据测算，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，一年即可为业主节省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，为客户节约耗材和能源的成本，对于上市公司来说，也带来了巨大收益：1) 单个客户规模迅速做大，从先前的1,2000万迅速提升到了7,8000万甚至上亿元；2) 客户的回款周期也大幅改善，结款项目缩短至按照月产量结算，改善了公司的回款周期；3) 扩大公司的市场份额，由于合同耐材能源管理模式要求耗材企业具有相当齐全的耐材品类，且同时能够根据不同客户的生产工艺流程

对自己生产的各种耐材进行量身定制优化，更要求对客户不同产品的工艺能耗优化管理具有十分深入的掌控，这是一般的耐材企业很难做到的。通过合同耗材能源管理模式，拉升公司的毛利率至30%以上，远远超过传统耐火材料14-18%的毛利率水平，极大的提升了公司的竞争力。2009年以该类模式所取得的收入占比就已在50%以上。

4. 钢铁工业耐材固废循环利用的倡导者。

近年来，公司利用合同能源耐材总包管理模式，加强用后耐火材料资源的再生利用，通过技术创新和工艺改进，将钢厂用后的耐火材料，如废滑板、废镁碳砖等经技术处理后重复利用、使用，使得工业固废得到了循环利用，也使得耐火材料资源得到充分再循环利用。这不但减少了用后耐火材料废弃处理带来的环境压力，也提高了资源的综合利用率。

公司是国内率先开展工业耐材固废循环利用且享受国家节能环保补贴的公司，这为公司未来拓展工业固废处理打下了伏笔。我们相信，随着固废循环经济的持续升温以及耐材原材料资源价值的逐步提升，钢铁等行业耐材固废循环产业将会逐步兴起，成为公司增长的另外一极。

图 1：公司合同耐材能源管理现场。



图 2：高端煤化工耐材。



资料来源：实地调研资料，东兴证券整理

5. 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。

6. 采用煤化工耐材交钥匙工程和维保贯通模式，分享数十亿市场盛宴。

在煤化工领域，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%，直接拉升公司业绩与估值。

7. 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的机会。经过两年多的艰辛努力，2013年上半年公司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，未来在生产过程中降低了公司原材料采购、运输等成本，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。

盈利预测

公司盈利预测：预计 14-15 年 EPS 为 0.5 元和 0.73 元，PE 为 16 和 11 倍，相比于 A 股合同能源管理公司 14 年 30 倍 PE，给予公司 14 年 25 倍 PE，则目标价 12.5 元，持续给予“强烈推荐”评级。

投资建议：

投资亮点：1) “合同耗材能源管理”商业模式迅速得到优质客户认可并向全国辐射推广，收购新泰山使得重点区域产能及服务得打加强，为业绩高增长打下基础；2) 通过新泰山的收购和资源整合，打开华东华南地区核心优质客户近 30 亿元合同能源耗材市场；3) “合同耗材能源管理”的独特之处是无前期固定资产投资，不占用自有资金，仅仅是当期耗材与服务成本的付出，极大规避传统合同能源管理模式的风险；4) 通过对整条工艺线能源与耗材的深入理解与优化，为客户节约 10-20%左右的耗材消耗，与客户分享节能带来的综合收益，成为真正耗材+能源的综合管理商；5) 源于收入 80%来源于合同耗材+能源管理模式，毛利率达到>30%，而传统耗材企业仅 13-16%点毛利率，净利率高于传统耐材企业 6 倍；6) 源于合同耗材+能源管理带来的能耗利润分成，造就公司在耐材行业整体毛利率仅 13-16%个点、两成企业亏损的情况下，未来 3 年进入毛利率超 30%，净利润超 50%以上高增长平台期。预计 13-15 年年均利润增速超 60%，对应 EPS 0.31 元，0.5 元和 0.73 元，对应 PE 为 26 倍，16 倍和 11 倍，相比于 A 股合同能源管理公司 14 年 30 倍 PE，给予公司 14 年 25 倍 PE，则目标价 12.5 元，持续给予“强烈推荐”评级。近期市场调整，建议投资者积极参与此类业绩成长确定且切入新商业模式的“逆袭”类公司，随市场企稳必将获得绝对收益。

投资风险

- 1、钢铁产量大幅下滑；

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	266.96	433.27	601.14
EBITDA 增长率	-0.20%	3.19%	114.90%	62.30%	38.75%
净利润（百万元）	120.24	111.91	181.84	299.12	434.92
净利润增长率	12.53%	-6.93%	62.49%	64.50%	45.40%
ROE	6.35%	5.66%	15.39%	20.62%	23.61%
EPS（元）	0.223	0.207	0.303	0.499	0.726
P/E	35.65	38.41	26.20	15.93	10.95
P/B	2.27	2.17	4.03	3.28	2.59
EV/EBITDA	27.80	27.63	17.11	10.77	7.59

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。

何昕 研究员

经济学、国际商务管理双硕士，曾任职于东海证券。2014 年初加盟东兴证券研究所中小市值团队，现专注于高端装备制造业、节能环保、新能源汽车等领域的研究

汤杰 研究员

经济学(金融方向)学士，美国金融硕士，曾就职于美国研究机构 JG-Capital，从事中概 TMT 行业研究。2014 年初加盟东兴证券研究所，现专注于 TMT 互联网行业研究。

罗柏言 研究员

经济学硕士，4 年工作经验，对宏观经济和主要行业都有比较深入的了解，擅长自上而下发掘投资机会。2014 年 2 月加盟东兴证券中小市值组，现专注于中小市值策略研究。

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。