



中以博胜 小求精当

# 以总包商身份进军海外，耐材行业 新风向引领者

2014年10月16日

强烈推荐/维持

北京利尔 事件点评

## ——北京利尔（002392）事件点评

分析师：弓永峰 何昕

执业证书编号：S1480111020051 010-66554025 [gongyf@dxzq.net.cn](mailto:gongyf@dxzq.net.cn)

联系人：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：

公司与马来西亚东钢集团签订耐火材料整体承包合同，计划为东钢集团建成和在建的共计 300 万吨/年的炼铁、炼钢产能提供耐火材料的总包服务，双方约定合同期限为“2年+2年”。目前，东钢集团一期 70 万吨/年的粗钢产能已经投产，预计可为公司带来约 7,000 万元/年的收入，约占公司 2013 年营业收入的 4.73%。该合同是我国耐火材料企业首次以整体承包商的业务模式走向国际市场，为公司未来进一步加快拓展海外市场奠定基础。

### 公司亮点：

公司投资亮点：1) 上半年业绩增长 52.25%，2 季度毛利率 36.01%，环比增加 0.77 百分点，盈利能持续向上；2) “合同耗材管理”商业模式“帮客户赚钱，得客户认可”，为全年增长打下基础；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 14-15 年年均利润增速超 60%，对应 EPS 0.5 元和 0.73 元，对应 PE 为 23 倍和 15 倍，给予公司 2015 年 20 倍 PE，则目标价 14.6 元，持续给予“强烈推荐”评级。

### 点评：

#### 1. “合同耗材管理”模式先行者，以耗材总包商身份跨出国门

与传统耐火材料生产企业不同，数年前公司就已经开始了从“产品供应商”向“产品服务商”转型的步伐。经过多年的努力公司不但成为国内耐火材料行业内的龙头企业之一，更成为国内耐火材料合同管理总包服务收入规模最大的公司。此次，与东钢集团新签总包服务合同，不但是公司首次以创新模式进入海外市场，也是我国耐火材料企业首次以整体承包商的业务模式走向国际市场，为公司未来进一步加快拓展海外市场奠定基础。

目前，东钢集团规划的建设产能为 300 万吨/年，截止 2014 年 11 月，一期 70 万吨/年粗钢产能已经建成投产。一期项目对应耐火材料总包服务年收入约 7,000 万元，同时，随着新建产能的陆续投产，东钢集团产能全部建成投产后有望新增北京利尔耐火材料总包服务收入 3 亿元/年。双方约定签订合同期限为“2+2”模式，即先签订两年合同，根据合同期内综合评估情况，双方可自动再续签两年。

## 2. 钢铁企业盈利能力下滑, 造就“合同耗材管理”模式的推广

近年来, 随着我国经济增速的回落, 钢铁企业产能过剩的现象越加明显, 行业内企业盈利能力逐年下滑, 这也导致了各大钢厂对于成本敏感度的快速提升, 从前期的粗放式发展转而向精细化管理过度。

其中, 耐火材料作为钢铁企业生产过程中必不可少的耗材, 也成为钢铁企业降本增效的焦点之一。将耐火材料外包给耐火材料厂进行生产、安装、维护, 一方面减少了钢铁企业库存压力和人工成本; 另一方面, 由单个耐火材料厂统一供应产品, 有利于减少由于不同厂商产品品质差异所带来的浪费。根据测算, 在新模式下, 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。

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; 2) 货款按月结算, 缩短了收款周期; 3) 参与到钢铁企业生产过程中, 更加了解客户需求, 可为客户提供量身定做的耐火材料产品, 以提升产品品质以及降低成本。

## 3. 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。

## 4. 新型煤化工耐火材料总包商, 先发优势明显

公司是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, 同时, 也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, 有可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。目前, 公司所承包的新型煤化工耐材项目均得到了客户的一致好评, 随着国内新型煤化工发展进入实质阶段, 未来公司相关业务收入规模有望快速提升。

预计 4-15 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。

### 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 23 和 15 倍, 作为固定投入最小, 增速最快的合同能源管理公司, 给予 15 年 20 倍 PE, 则目标价 14.6 元, 持续给予“强烈推荐”评级。

### 投资风险:

- 1) 公司主要原材料价格大幅提升, 导致公司生产升本增加
- 2) 宏观经济增长不大预期, 钢铁企业开工率大幅下滑
- 3) 新型煤化工项目推进速度低于预期

**表 1: 盈利预测和估值**

项目	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
主营收入 (百万元)	1,100.79	1,480.72	1,879.20	3,297.77	5,555.05
主营收入增长率	19.71%	34.51%	26.91%	75.49%	68.45%
EBITDA (百万元)	124.22	223.31	525.70	741.06	1,033.70
EBITDA 增长率	3.19%	79.76%	135.41%	40.97%	39.49%
净利润 (百万元)	111.91	172.88	299.70	437.22	680.50
净利润增长率	-6.93%	54.48%	73.36%	45.88%	55.64%
ROE	5.66%	6.27%	21.35%	24.94%	29.62%
EPS (元)	0.207	0.310	0.500	0.730	1.136
P/E	55.55	37.07	23.00	15.75	10.12
P/B	2.82	2.31	4.45	3.45	2.61
EV/EBITDA	36.06	26.30	13.10	9.28	6.43

资料来源: 东兴证券 \*按照新股本摊薄

## 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

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。