



东兴证券
DONGXING SECURITIES

中以博胜 小求精当

前三季度利润增50%，海外业务维持高增长

2014年10月28日

强烈推荐/维持

北京利尔 财报点评

——北京利尔（002392）财报点评

分析师：弓永峰 何昕

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 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：

公司发布 2014 年三季报，1-9 月公司累计实现营业收入 14.22 亿元，同比增长 39.30%，归属母公司所有者净利润为 1.97 亿元，同比增长 50.71%，每股盈利为 0.33 元。报告期内公司主营业务综合毛利率较去年同期小幅提升 0.5 个百分点至 36.91%；三项期间费用率同比增长 0.86 个百分点至 21.41%。从单季度数据来看，7-9 月公司分别实现营业收入和归属母公司所有者净利润约为 5.29 亿元、0.76 亿元，单季度同比增幅为 29.35% 和 48.36%；同时公司三季度收入和利润环比增幅分别为 10.35% 和 27.95%，仍然保持较高增速。从公司目前发展阶段来看，在新市场和新商业模式的带动下公司业务规模和盈利能力仍处于快速增长阶段，全年公司有望实现净利润接近 3 亿元，同比增幅维持在 50% 以上。

公司亮点：

公司投资亮点：1) 前三季度公司净利润增速超过 50%，仍处于高速增长期，在新市场和新商业模式的带动下公司业绩仍有提升空间；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 14-16 年 EPS 为 0.5 元、0.73 元和 1.14 元，PE 为 23、15 和 10 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 25 倍 PE，则目标价 18 元，持续给予“强烈推荐”评级。

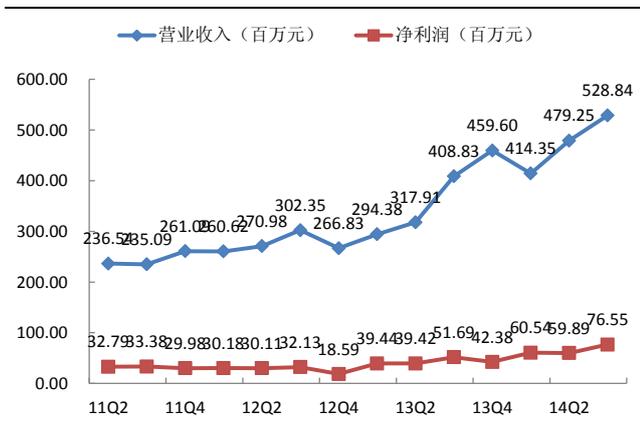
	13Q1	13Q2	13Q3	13.1-9	13Q4	13A	14Q1	14Q2	14Q3	14.1-9
营业收入（百万元）	294.38	317.91	408.83	1021.12	459.60	1480.72	414.35	479.25	528.84	1422.44
增长率（%）	12.95%	17.32%	35.22%	22.44%	72.24%	34.51%	40.76%	50.75%	29.35%	39.30%
毛利率（%）	34.40%	38.49%	36.24%	36.41%	33.89%	35.63%	35.24%	36.01%	39.02%	36.91%
期间费用率（%）	17.17%	23.78%	20.46%	20.55%	25.55%	22.10%	19.14%	22.67%	22.05%	21.41%
营业利润率（%）	16.06%	14.20%	14.43%	14.83%	9.16%	13.15%	16.72%	14.12%	16.41%	15.73%
净利润（百万元）	39.74	39.20	51.56	130.50	42.38	172.88	60.39	59.79	76.50	196.68
增长率（%）	31.75%	29.26%	58.02%	40.14%	125.56%	54.48%	51.98%	52.53%	48.36%	50.71%
每股盈利（元）	0.074	0.073	0.086	0.242	0.07	0.31	0.10	0.10	0.13	0.33
资产负债率（%）	22.22%	23.16%	24.09%	24.09%	23.47%	23.47%	24.93%	25.73%	27.16%	27.16%

点评：

1. 净利润增速高达50.71%，全年高增长可期

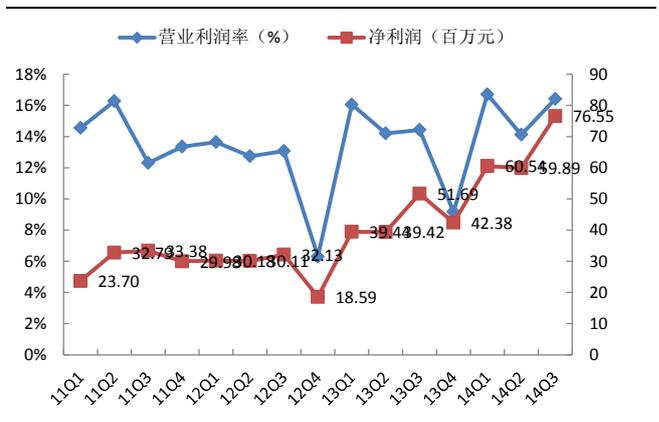
2014年前三季度，公司累计实现营业收入14.22亿元，同比增长39.30%，归属母公司所有者净利润为1.97亿元，同比增长50.71%，每股盈利为0.33元。从单季度数据来看，7-9月公司分别实现营业收入和归属母公司所有者净利润约为5.29亿元、0.76亿元，单季度同比增幅为29.35%和48.36%；同时公司三季度收入和利润环比增幅分别为10.35%和27.95%，仍然保持较高增速。从公司目前发展阶段来看，在新市场和新商业模式的带动下公司业务规模和盈利能力仍处于快速增长阶段，全年公司有望实现净利润接近3亿元，同比增幅维持在50%以上。

图 1：公司单季度营业收入和利润情况



资料来源：WIND、东兴证券研究所

图 2：公司单季度营业利润及净利润情况

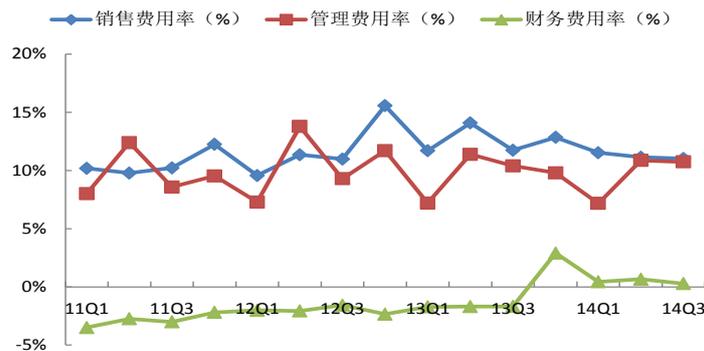


资料来源：WIND、东兴证券研究所

2. 毛利率持续提升，期间费用率小幅增长

受益于公司合同总包业务收入占比的提升，报告期内公司主营业务综合毛利率进一步增长，较去年同期小幅提升0.5个百分点至36.91%；同时，公司三项期间费用率同比增长0.86个百分点至21.41%，期间费用率的增长，主要是由于公司对于理财收益进行了调整，将其计入投资收益科目，导致报告企业公司财务费率同比增长2.15个百分点至0.45%。

图 3：公司期间费用率变动情况



资料来源：东兴证券研究所

3. 公司在海外市场实现突破, 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。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。

除在国内市场实现快速发展外, 近期公司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。

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。

5. 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 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。

盈利预测:

公司盈利预测: 预计 14-16 年 EPS 为 0.5 元、0.73 元和 1.14 元, PE 为 23、15 和 10 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 18 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。