



中以博胜 小求精当

合同耗材管理模式得海内外认可，业绩高增长

——北京利尔（002392）动态跟踪

2014年12月10日

强烈推荐/维持

北京利尔

动态跟踪

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：

近期，我们对持续推介的北京利尔进行了持续跟踪。此类业绩高增长，估值相对较低的标的无疑是中长期价值投资者的首选标的。预计14-16年EPS为0.5元、0.73元和1.14元，PE为24、16和11倍，作为固定投入最小，增速最快的合同耗材能源管理公司，给予15年25倍PE，则目标价18元，持续给予“强烈推荐”评级

主要观点：

我们的主要观点：1) 公司率先在市场上独创的合同耗材管理模式不断得到海内外市场认可，成为公司开拓市场的法宝；2) 耐材行业集中度低，而下游行集中度提升为耗材行业集中整合提升优势企业市占率打下基础；目前虽然为行业龙头，但市占率近3-5%，这为公司未来市占率提升留下700亿元广阔空间；3) 预计合同能源管理项目14年将新增近7亿元钢铁节能项目，累计总收入达18亿元，占公司总收入的80%以上；4) “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；5) 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；6) 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+能源的综合管理者；7) 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24、16和11倍，作为固定投入最小，增速最快的合同耗材能源管理公司，给予15年25倍PE，则目标价18元，持续给予“强烈推荐”评级。

点评：

1. 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。

2. 合同能源耗材管理商业模式迅速兴起，提升优势企业发展空间

现阶段，我国耐火材料行业内中小型公司仍在采用简单的产品直销的经营模式，仅有少数大型耐火材料生产商具备实力，采用整体承包模式为客户提供从前期设计施工到后期维修保养的耐火材料制品“一体化服务”。

采用合同能源耗材管理（整体承包）模式为客户提供耐火材料制品及服务，一方面，可通过对整个生产工艺流程及耐材产品的优化提升，帮助客户降低耐火材料消耗；另一方面，在整体耐材承包与服务过程中，通过对工艺细节的优化，为客户节约能耗，降低成本。

由于该模式有利于降低业主耐材成本，节约能耗，提升业主盈利能力，目前合同能源耗材管理（整体承包）模式逐步在更多的钢铁企业得到推广和应用，已经由传统的局部短流程的总包服务，如单台设备、到多台设备，向整个工艺长流程的整体承包方向发展。目前，我国钢铁行业企业部分已开始涉足短流程的合同能源耗材管理商业模式（耐材局部总包业务）。采用合同能源耗材管理（整体承包）模式由于其独特的优势和强大的适应能力，未来将是钢铁行业乃至所有高温工业一致认可并普遍应用的一种先进的合同能源耗材管理模式。仅仅钢铁行业来看，合同能源耗材管理（整体承包）模式未来将达到约600亿元，现在龙头企业近十亿收入，具有较大增长空间。

3. “合同能源管理”模式迅速扩大客户规模，提升市场占有率

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，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%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。

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质煤化工耐火材料，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 24、16 和 11 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。

投资建议：

我们主要观点：1) 公司率先在市场上独创的合同耗材管理模式不断得到海内外市场认可，成为公司开拓市场的法宝；2) 耐材行业集中度低，而下游行集中度提升为耗材行业集中整合提升优势企业市占率打下基础；目前虽然为行业龙头，但市占率近 3-5%，这为公司未来市占率提升留下 700 亿元广阔空间；3) 预计合同能源管理项目 14 年将新增近 7 亿元钢铁节能项目，累计总收入达 18 亿元，占公司总收入的 80% 以上；4) “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；5) 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；6) 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；7) 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 24、16 和 11 倍，作为固定投入最小，增速最快的合同耗材能源管理公司，给予 15 年 25 倍 PE，则目标价 18 元，持续给予“强烈推荐”评级

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	58.26	38.90	24.12	16.53	10.62
P/B	3.29	2.62	5.15	4.12	3.15
EV/EBITDA	45.49	32.13	15.57	11.03	7.69

资料来源: 东兴证券 *按照新股本摊薄

分析师简介

弓永峰

清华大学材料科学与工程系硕士，韩国 POSTECH 大学工学博士，东兴证券中小市值团队首席分析师，组长。电力设备与新能源行业首席分析师、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 年获东兴证券年度“先进工作者”称号。2010 年获得中国金牌分析师排行榜第二名(机械类)；2011 年团队获得“新财富”中小市值研究机构第五名；2012 年带领团队获得第六届“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。2013 年带领团队获得“水晶球”电力设备行业公募第七、私募第五名，带团队获金融界“慧眼识券商”(2013)分析师擂台赛公用事业第三名，获 21 世纪网“金牌分析师”(2013)电力及新能源第八名(综合)，获 21 世纪网“金牌分析师”电力及新能源第十名(准确度)；2014 年带团队获得第十二届新财富“中小市值研究机构”第五名；带团队获得第八届水晶球“最具特色研究机构”第三名、第八届水晶球“中小盘”第五名、第八届水晶球“新能源”非公募类第三名、综合第五名、“电力设备”非公募类第七名，带团队获得 Wind 第二届“看蚂蚁”(2014)电力设备与新能源最佳研究团队第五名；主要覆盖新能源产业中的太阳能、风能和生物质发电、循环经济与节能环保以及高端装备制造、军工及新材料等领域，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一、二级市场标的。

东兴证券中小市值团队简介

弓永峰 首席分析师，组长

清华大学材料科学与工程系硕士，韩国 POSTECH 大学工学博士，东兴证券中小市值团队首席分析师，组长；电力设备与新能源行业首席分析师、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 年获东兴证券年度“先进工作者”称号。2010 年获得中国金牌分析师排行榜第二名(机械类)；2011 年团队获得“新财富”中小市值研究机构第五名；2012 年带领团队获得第六届“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。2013 年带领团队获得“水晶球”电力设备行业公募第七、私募第五名，带团队获金融界“慧眼识券商”(2013)分析师擂台赛公用事业第三名，获 21 世纪网“金牌分析师”(2013)电力及新能源第八名(综合)，获 21 世纪网“金牌分析师”电力及新能源第十名(准确度)；2014 年带团队获得第十二届新财富“中小市值研究机构”第五名；带团队获得第八届水晶球“最具特色研究机构”第三名、第八届水晶球“中小盘”第五名、第八届水晶球“新能源”非公募类第三名、综合第五名、“电力设备”非公募类第七名，带团队获得 Wind 第二届“看蚂蚁”(2014)电力设备与新能源最佳研究团队第五名；主要覆盖新能源产业中的太阳能、风能和生物质发电、循环经济与节能环保以及高端装备制造、军工及新材料等领域，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一、二级市场标的。

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，2014年参与团队获得第十二届新财富“中小市值研究机构”第五名；参与团队获得第八届水晶球“最具特色研究机构”第三名、第八届水晶球“中小盘”第五名、第八届水晶球“新能源”非公募类第三名、综合第五名，参与团队获得Wind第二届“看蚂蚁”（2014）电力设备与新能源最佳研究团队第五名。现专注于高端装备制造、节能环保、新能源汽车等领域的研究。

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。2014年参与团队获得第十二届新财富“中小市值研究机构”第五名；参与团队获得第八届水晶球“最具特色研究机构”第三名、第八届水晶球“中小盘”第五名、第八届水晶球“新能源”非公募类第三名、综合第五名，参与团队获得Wind第二届“看蚂蚁”（2014）电力设备与新能源最佳研究团队第五名。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。

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。

孙玉姝

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。