

公司研究

新股研究

建议询价区间: 31.68-33.6元

具备技术领先优势的耐火材料制造商

——北京利尔(002392)新股研究

核心观点

询价结论:

我们预计公司 2010,2011,2012 年的最新摊薄每股收益分别为: 0.96 元, 1.17 元, 1.61 元。根据可比上市公司 2010 年的平均动态 PE 为 33 倍, 并参照濮耐股份的估值水平, 我们给予公司 2010 年 33-35 倍的动态 PE, 对应的价格区间为 31.68-33.6 元, 中枢价值为 32.64 元。

主要依据:

1、公司业务模式符合行业发展趋势。公司是国内钢铁行业耐火材料整体承包经营模式的首创者; 是国内最大的集材料设计、研发、配置、制造、配套、安装、施工、维护为一体的“全程在线服务”的钢铁工业用耐火材料整体承包供应商之一; 也是国内规模最大、钢铁用耐火材料品种最为齐全的大型耐火材料生产供应商之一。

2、公司在行业中具备技术优势。公司的技术优势主要体现在: ①拥有一支高素质的技术人才队伍。②拥有强大的研发和创新能力。③具备优秀的耐火材料综合配置设计能力。④具备强大的实验和测试能力。

3、公司产品附加值高, 销售净利润率远高于行业平均水平。公司以高技术含量、高附加值产品为主, 产品品质优良, 经济效益显著。公司产品紧跟钢铁工业工艺技术进步和发展趋势, 满足钢铁工业新技术新工艺对耐火材料产品在性能、质量、寿命、节能、环保等多方面要求, 技术含量高, 品质优良, 因此产品附加值高, 经济效益显著。公司近三年的平均销售净利润率 18.69%, 远高于行业平均水平, 主要得益于公司产品的高品质、高技术含量和高附加值。

4、公司客户质量优良。公司拥有如宝钢、鞍钢、首钢、京唐钢铁、唐钢、天津钢管、天津荣程钢铁、包钢、天津钢铁、ArcelorMittal 等国内外大型钢铁企业客户和合作伙伴。2008 年公司所服务国内钢铁企业的产量合计约 2.5 亿吨, 上述钢铁企业的钢产量约占国内钢铁总产量的 50%。因此公司在产品需求增长、客户信誉、市场开拓成本等方面有着巨大的竞争优势。

风险提示:

(1) 公司经营依赖下游行业的风险 (2) 原材料价格波动风险 (3) 应收账款坏账风险 (4) 募投项目实施后面临的市场风险

基础数据

总股本(万股)	10125.00
流通A股(万股)	0.00
总市值(亿元)	0.00
总资产(亿元)	6.12
每股净资产(元)	3.80
建议询价区间(元)	31.68-33.6

财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	545	681	885	1107
同比增速(%)	30%	25%	30%	25%
净利润(百万)	97	129	158	217
同比增速(%)	48%	33%	22%	37%
最新摊薄 EPS(元)	0.72	0.96	1.17	1.61

研究员: 邹文军

电话: 010-84183240

Email: zouwenjun@guodu.com

执业证书编号: S0940209040125

联系人: 傅浩

电话: 010-84183227

Email: fuhao@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

一、本次发行一般情况

表 1: 公司 IPO 发行基本参数

公司名称	北京利尔高温材料有限公司
公司简称	北京利尔
发行地	深圳证券交易所
网上发行日期	2010 年 4 月 13 (周二)
申购代码	002392
发行股数	3,375 万股
发行方式	采用网下向询价对象配售发行与网上资金申购定价发行相结合的方式或中国证监会批准的其他方式
发行后总股本	13,500 万股
发行前基本每股收益 (2009)	0.959 元/股
发行前每股净资产 (2009 年)	3.80 元/股

资料来源: 招股意向书、国都证券研究所

二、公司基本情况

1、公司概况

公司前身为北京利尔耐火材料有限公司,成立于 2000 年 11 月 8 日。2007 年 12 月 15 日,经公司股东会审议通过,北京利尔耐火材料有限公司整体变更为北京利尔高温材料股份有限公司,注册资本为 10,125 万元,并于 2007 年 12 月 28 日取得了注册号为 110114001748483 的企业法人营业执照。

公司主营业务为钢铁、建材、有色等工业用耐火材料的生产及销售,并承担高温热工窑炉和装备的耐火材料设计、研发、配置、制造、配套、安装、施工、使用、维护与技术服务为一体的“全程在线服务”的整体承包业务。

公司是目前国内最大的钢铁工业用耐火材料整体承包商之一,同时也是产品品种最全、整体承包范围最广的大型耐火材料制造商之一。根据 2008 年经营资料统计和测算,公司生产的中间包干式料及永久衬和包盖浇注料、环形加热炉用系列耐火材料以及直接还原铁用耐火材料等不定形耐火材料市场占有率位居全国第一,透气砖市场占有率排名第二,钢包镁碳砖、铝镁碳砖、优质尖晶石砖等机压定型耐火制品和预制件等产品也位居全国前列。

公司是国内钢铁工业用耐火材料整体承包经营模式的首创者,整体承包业务收入占总收入的比重全行业排名第一。公司在国内首先提出由“产品制造商”向“整体承包商”、由“产品价值”向“服务价值”转型的战略思想,率先创造了“全程在线服务”的整体承包经营模式,真正实现了为客户提供个性化的量身定做服务,帮助客户创造更大价值。整体承包将逐渐成为钢铁工业用耐火材料生产企业的主要经营模式,整体承包模式的推广大幅度提高了公司盈利能力,提升了公司竞争力。

在国内,公司在钢铁行业的客户涵盖了包括首钢、宝钢、鞍钢、天津荣程钢铁、包钢、唐钢、邯钢、马钢等数十家大中型钢铁制造企业,2008 年所服务企业的钢铁产量超过 2.5 亿吨,上述钢铁企业的钢产量约占国内总产量的 50%。公司连续多年被首钢评为“重合同,守信用”单位和“双优供应商”;被天津钢管公司确定为“战略合作伙伴”和“耐火材料供应基地”;被天津荣程钢铁公司确定为“长期战略合作伙伴”;是宝山钢铁集团公司钢包耐材的重要供应商。国际上,公司于 2008 年初与世界第一大钢铁企业 ArcelorMittal 公司建立了长期战略合作关系,部分产品已经在 ArcelorMittal 公司试用。

公司技术实力雄厚。公司是北京市科学技术委员会等四部门联合认定的“高新技术企业”,控股子公司洛阳利尔是河南省科学技术厅等四部门联合认定的“高新技术企业”,控股子公司上海利尔是上海市科学技术委员会等四部门联合认定的“高新技术企业”。

2、股权结构

赵继增先生为公司实际控制人。赵继增，1955 年出生，教授级高级工程师，享受国务院政府特殊津贴专家；中国国籍，无永久境外居留权。赵先生历任冶金工业部洛阳耐火材料研究院常务副院长、中国金属学会耐火材料分会秘书长、北京利尔耐火材料有限公司董事长兼总裁，现任公司董事长兼总裁，中国金属学会炼钢辅助材料专业委员会副主任委员、中国耐火材料行业协会常务理事等职务。

表 2: 发行前公司股本结构

序号	股东名称	持股数 (万股)	持股比例 (%)	股权性质
1	赵继增	4,651.0484	45.94%	自然人股
2	张广智	915.3975	9.04%	自然人股
3	牛俊高	903.5476	8.92%	自然人股
4	李苗春	699.1385	6.91%	自然人股
5	王永华	425.2500	4.20%	自然人股
6	郝不景	311.0574	3.07%	自然人股
7	赵世杰	302.1700	2.98%	自然人股
8	汪正峰	236.9961	2.34%	自然人股
9	张建超	174.7847	1.73%	自然人股
10	谭兴无	157.0099	1.55%	自然人股

资料来源：招股意向书、国都证券研究所

3、公司主要财务指标

表 3: 公司最近三年主要财务数据

项 目	2009 年	2008 年	2007 年
应收账款周转率 (次/年 (期))	2.58	2.6	3.26
存货周转率 (次/年 (期))	3.60	3.94	4.45
利息保障倍数 (倍)	58.70	38.93	-
每股经营活动产生的现金流量 (元/股)	0.90	-0.37	0.33
每股净现金流量 (元/股)	0.31	-0.24	0.14
净资产收益率 (加权平均,%)	27.82	24.67	35.9
净资产收益率 (全面摊薄,%)	25.27	21.82	30.84
基本每股收益 (元/股)	0.959	0.648	0.71
基本每股收益 (元/股) (扣除非经常性损益)	0.945	0.595	0.671
项 目	2009-12-31	2008-12-31	2007-12-31
流动比率 (倍)	2.16	2.13	1.99
速动比率 (倍)	1.68	1.71	1.56
资产负债率 (母公司)	31.83%	31.86%	33.14%
归属于上市公司股东的每股净资产 (元/股)	3.80	2.97	2.3

资料来源：招股意向书、国都证券研究所

三、经营分析

1、公司主营业务情况分析

公司主营业务为钢铁、有色、石化、建材等工业用耐火材料的生产和销售，并承担高温热工窑炉和装备的耐火材料设计、研发、配置、制造、配套、安装、施工、使用、维护与技术服务为一体的“全程在线服务”的整体承包业务。

公司主要产品包括不定形耐火材料、机压定型耐火制品、耐火预制件、功能耐火材料和陶瓷纤维制品等五大系列耐火材料产品，共计 200 多个品种。公司产品主要应用于钢铁、有色、石化、建材、电力、机械、环保等行业，其中钢铁工业用耐火材料产品收入占公司总收入的 95% 以上。

表 4: 公司五大系列产品品种

产品名称	产品简介
不定形耐火材料	包括高炉出铁沟用系列浇注料和捣打料，高炉炉底碳质捣打料，高炉 压入料，高炉出铁口炮泥，直接还原铁用浇注料；电炉炉底干式捣打 料、电炉出钢口填充料，电炉喷补料；转炉干式、湿式喷补料；钢包工作层、永久层浇注料，钢包引流砂；中间包系列喷涂料和干式料，中间包永久层浇注料；加热炉用系列浇注料；垃圾焚烧炉用系列浇注 料；循环流化床锅炉用系列耐磨浇注料；电解铝用系列浇注料；系列湿式喷射料和各种火泥等 100 余种散料类产品
机压定型耐火制品	包括铁水包与鱼雷罐用铝碳砖、铝碳化硅碳砖；转炉与电炉用镁碳砖；炉外精炼钢包用镁碳砖、低碳镁碳砖、铝/镁尖晶石碳砖、低碳尖晶石砖、无碳尖晶石砖等各类机压定型产品
耐火预制件	包括钢包及炉外精炼钢包用无碳尖晶石预制块、钢包包底大型预制件；中间包冲击板、稳流器、挡渣墙/坝；脱硫喷枪、吹氩枪、CAS 罩、OB 枪；电炉炉顶、LF 炉盖、中间包盖等预制件；加热炉烧嘴砖及边框砖；铝液过滤包等预制件产品
功能耐火材料	包括连铸功能耐火材料（长水口、整体塞棒、浸入式水口、中间包上水口）；中间包用透气幕墙和透气水口，中间包滑板及上下水口和座砖；钢包透气砖及座砖；整体出钢口砖等功能耐火材料产品
陶瓷纤维制品	包括陶瓷纤维毯、陶瓷纤维组合模块、硬质陶瓷纤维板、陶瓷纤维毡及各种异型陶瓷纤维制品、陶瓷纤维喷涂料及陶瓷纤维浇注料等陶瓷纤维产品

资料来源：招股意向书、国都证券研究所

2、公司所处行业供求及竞争格局分析

(1) 耐火材料行业简介

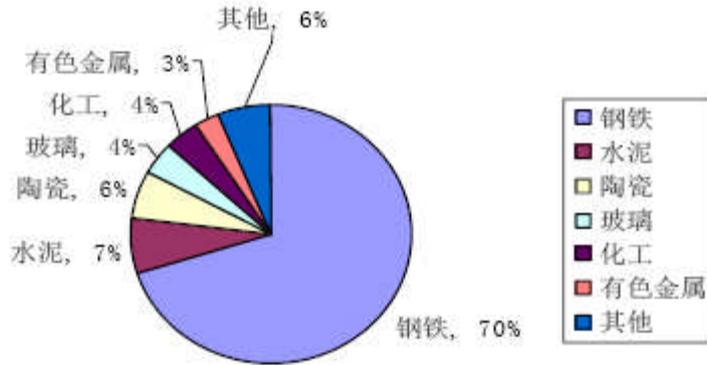
耐火材料一般是指耐火度在 1580℃ 以上的无机非金属材料，包括天然矿石（耐火原料）及根据一定的目的和要求，按照一定的工艺流程加工制成的各种产品（耐火制品），具有一定的高温力学性能和良好的体积稳定性。耐火材料是钢铁、有色、石化、建材、机械、电力、环保乃至国防等涉及高温工业的重要基础材料，也是各种高温工业热工窑炉和装备不可或缺的重要支撑材料。耐火材料的技术进步对高温工业的发展起着不可替代的关键作用。

耐火材料产品品种繁多，分类方法不一。按照化学矿物组成分：有硅质材料、高铝质材料、镁质材料、白云石质材料、铬质材料、碳质材料、锆质材料和特种耐火材料；按照化学特性分：有酸性耐火材料、中性耐火材料和碱性耐火材料；按照耐火度分：有普通耐火材料、高级耐火材料、特级耐火材料；按照形状和尺寸分：有标型制品、普型制品、异型制品、特异型制品等；按照用途分：有钢铁行业用、有色金属行业用、石化行业用、水泥行业用、陶瓷行业用、电力行业用、特种行业用耐火材料等；按照制造工

艺和外观分：有定形耐火材料（具有一定形状的制品，简称耐火砖）、不定形耐火材料（简称散状料）和陶瓷纤维材料，其中定形耐火材料制品又分为烧成砖、不烧砖、电熔砖（熔铸砖）和耐火隔热砖四大类。按体积密度分：有轻质耐火材料和重质耐火材料等。

耐火材料在钢铁、有色、石化、建材、机械、电力、轻工等基础工业领域以及航空航天领域和舰艇、导弹等军事领域都有着广泛的应用。其中，钢铁行业是耐火材料行业的主要下游，钢铁工业是耐火材料的最大消耗行业，钢铁工业用耐火材料约占耐火材料产成品消耗总量的70%，钢铁工业的规模直接决定了耐火材料的市场容量。耐火材料主要应用领域及各自消耗比例如下图所示。

图 1：耐火材料行业主要下游及分布



资料来源：招股意向书、国都证券研究所

（2）耐火材料行业竞争情况

国际主要耐火材料生产商

国际上主要的耐火材料生产商有：奥地利奥镁（RHI）公司、比利时维苏威（VESUVIUS）公司、日本黑崎播磨公司（KROSACKI）、日本品川白炼瓦株式会社（SHINAGAWA）、德国LWB公司、日本东京窑业株式会社（TYK）、英国摩根坩埚公司（MORGAN CRUCIBLE）、法国圣戈班工业陶瓷公司（SAINT-GOBAIN）等，其中奥镁公司和维苏威公司为世界超大规模耐火材料企业，年销售收入折合人民币超过100亿元，其他企业的销售收入折合人民币约20亿~50亿元。上述企业中的部分企业已在我国开始投资建厂，与国内企业展开市场、人才、资源等各方面的竞争。

表 5：跨国耐火材料公司在国内投资情况

公司名称	国外投资方	主要产品（耐火制品）
维苏威公司苏州公司/维苏威公司武钢公司	比利时维苏威公司	三大件、滑板水口等
奥镁公司大连公司/营口公司	奥地利奥镁公司	镁砖、镁铬砖、镁尖晶石砖、镁碳砖、镁钙碳砖
无锡黑崎播磨耐火材料有限公司	日本黑崎播磨公司	滑板、三大件
山西禄纬堡太钢耐火材料有限公司	德国LWB公司	镁白云石耐火材料

资料来源：招股意向书、国都证券研究所

国内主要耐火材料生产商

由于耐火材料产品品种繁多，用途广泛，因此耐火材料生产企业也呈现多样性特点，但与国外知名耐火材料企业相比，我国耐火材料企业规模较小，年销售收入达到2亿元以上的企业约20家，有较强技术实力和自主品牌优势的企业更少。国内耐火材料企业主要分为三种类型：

第一，以原料为基础，逐步扩大为原料及耐火材料制品生产企业。该类企业以营口青花集团有限公司、海城后英集团有限公司、山西西小坪耐火材料有限公司等为代表。由于拥有巨大的矿山资源，规模相对较大，国内销售收入最高的耐火材料企业均为辽宁省开采菱镁矿并生产耐火材料制品的企业。

第二，以技术为先导，以高技术含量和高附加值产品深加工为主的企业。该类企业以发行人、中钢耐火、鲁阳股份、濮耐股份、瑞泰科技等为代表。这类企业近年来成长迅速，是耐火材料行业发展的中坚力量，技术实力雄厚，产品品种多样化，市场覆盖面广，成长性良好。

第三，大型钢铁企业附属耐火材料企业。原大型国有钢铁企业大多拥有自己的耐火材料厂，这些企业基本上附属于其母公司。近几年，随着国有企业体制改革的不断深入，目前这些耐火材料厂大部分已经与其母公司分离，成为独立的耐火材料制品生产企业，与其它耐火材料企业共同参与市场竞争。

表 6: 国内主要耐火材料公司及产品

序号	公司名称	主要耐火材料产品
1	北京科尔	炼铁、炼钢及其它高温工业用各种不定形耐火材料；挡渣墙、稳流器、冲击板、电炉顶、喷枪等各种预制件；镁碳砖、低碳镁碳砖、尖晶石砖、铝镁碳砖等制品；透气砖及座砖、连铸三大件等功能耐火材料；陶瓷纤维制品及轻质隔热耐火材料
2	中钢耐火	硅砖、镁铬砖、镁砖及非氧化物复合陶瓷耐火材料，高档碱性制品，铝碳、铝镁碳制品，陶瓷窑具制品，不定形耐火材料等
3	营口青花集团有限公司	镁砖、镁铬砖、镁尖晶石砖、镁碳砖、镁钙碳砖
4	江苏苏嘉集团新材料有限公司	炼钢用耐火材料，主导产品有镁碳系列耐火砖以及不定形耐火材料等
5	濮阳濮耐高温材料股份有限公司	透气砖类、座砖类、散料类、滑板水口类、三大件类、镁碳/铝镁碳砖类、冲击板/挡渣板类、蓄热类、电炉顶类耐火材料等
6	大石桥金龙集团	炉用镁碳砖、电弧炉用镁碳砖、精炼钢包用镁钙碳砖、鱼雷罐车用铝碳化硅碳砖等
7	无锡市南方耐火材料有限公司	连铸等静压制品，滑动水口砖，钢包透气砖，转炉供气元件，镁碳整体出钢口；出铁场沟料系列，铁口泥套料，摆动流嘴浇注料；刚玉、莫来石、硅线石、莫来石—堇青石等制品
8	山东中齐耐火材料有限公司	合成原料、连铸三大件、镁碳、铝碳座砖、定径水口、石英质水口、透气砖、热风炉、焦炉用硅砖和粘土砖，不定形耐火材料等
9	山东鲁阳股份有限公司	硅酸铝耐火纤维材料、珍珠岩保温材料、玻璃钢产品、高温粘结剂、浇注料的制造、销售
10	北京瑞泰高温材料科技股份有限公司	熔铸锆刚玉系列、熔铸氧化铝系列耐火材料
11	武钢耐火材料有限公司	转炉镁碳砖、钢包镁碳砖、铝镁碳砖及连铸系列滑动水口材料；冶金炉料等

资料来源：招股意向书、国都证券研究所

3、公司在行业中的地位及竞争优势和劣势

(1) 公司在行业中的地位

公司是国内钢铁行业耐火材料整体承包经营模式的首创者；是国内最大的集材料设计、研发、配置、制造、配套、安装、施工、维护为一体的“全程在线服务”的钢铁工业用耐火材料整体承包供应商之一；也是国内规模最大、钢铁用耐火材料品种最为齐全的大型耐火材料生产供应商之一。

(2) 公司主要产品的市场占有率

公司产品主要应用于国内大中型钢铁企业的钢包、中间包、加热炉等热工设备，在国内大中型钢铁企业的市场占有率和产品分布上占有绝对优势。公司客户包括宝钢、首钢、鞍钢、天津荣程钢铁、包钢、唐钢、邯钢、马钢等在内的数十家一流钢铁制造企业，2008 年所服务企业的钢铁产量合计约 2.5 亿吨，上述钢铁企业的钢产量约占国内钢铁总产量 50%。

表 7: 公司主要产品市场占有率情况

主要产品	产品类别	主要客户分布	市场占有率	行业排名	同类产品 主要生产企业
中间包干式料及永久衬和包盖浇注料、挡渣墙/坝、稳流器、冲击板	不定形耐火材料、预制件	首钢集团、本钢、鞍钢、营口中板、包钢、唐钢、天津钢管、天津荣钢、安钢、邯钢、邢钢、石钢、青钢、沙钢等	12% 左右	第一（国内需求量约 60 万吨）	浙江红鹰集团、濮阳濮耐高温材料股份有限公司、武汉瑞升特种耐火材料有限责任公司等
环形加热炉用系列耐火材料	不定形耐火材料	天津钢管、宝钢、华菱集团、天津荣钢、天津市无缝钢管等	50% 左右	第一（国内需求量约 2 万吨）	北京联合荣大工程材料有限公司、濮阳濮耐高温材料股份有限公司等
透气砖	功能耐火材料	首钢、鞍钢、本钢、包钢、唐钢、天津钢管、天津荣钢、安钢、邯钢、邢钢、青钢、济钢、酒钢、华菱集团等	20% 左右	第二（国内需求量约 16 万套）	濮阳濮耐高温材料股份有限公司、中钢耐火、成都府天新材料科技有限公司等
直接还原铁用耐火材料	不定形耐火材料	天津钢管、北京威克公司、天津荣钢	70% 左右	第一（国内需求量约 0.8~1 万吨）	公司供货为主，少量进口
钢包镁碳砖、铝镁碳砖、优质尖晶石砖	机压定型耐火材料	宝钢、鞍钢、首钢、本钢、包钢、唐钢、天津钢管、天钢、天津荣钢、安钢、邯钢、邢钢、石钢、马钢等	2% 左右	中等偏上（国内需求量约 120 万吨）	大石桥市金龙耐火材料有限公司、郑州振东、偃师市中岳耐火材料有限公司、中钢耐火等
铁水预处理用脱硫/脱磷喷枪	预制件	首钢、安钢、邯钢、天钢、沙钢等	10% 左右	前列（国内需求量约 0.8 万支）	武汉红地节能材料有限公司、大石桥市信威耐火材料有限公司等
硬质陶瓷纤维板	陶瓷纤维	宝钢、首钢、鞍钢、本钢、包钢、唐钢、天津钢管、天津荣钢、安钢、邯钢、邢钢、青钢等	3% 左右	前列（国内需求量约 1.5 万吨）	山东鲁阳股份有限公司、上海摩根热陶瓷有限公司、中钢洛耐院等

资料来源：招股意向书、国都证券研究所

(3) 公司在行业中的竞争优势

1) 技术优势

公司是北京市科学技术委员会等四部门联合认定的“高新技术企业”，控股子公司洛阳利尔是河南省科学技术厅等四部门联合认定的“高新技术企业”，控股子公司上海利尔是上海市科学技术委员会等四部门联合认定的“高新技术企业”。公司技术优势主要体现在：

①拥有一支高素质的技术人才队伍。公司现有各类专业技术人员 263 人，其中享有国务院政府特殊津贴的专家 2 人，教授级高级工程师 5 人，高级工程师 17 人，博士 3 人、硕士 25 人、本科生 113 人。科技人员约占公司总人数的 23.44%，是国内耐火材料企业中高端技术人才、高级技术职称人员比例最高的企业之一。

②拥有强大的研发和创新能力。公司多年来致力于钢铁行业的高炉、转炉、电炉、钢包、中间包用系列耐火材料、大型预制件、直接还原铁用耐火浇注料、加热炉用耐火材料、垃圾焚烧炉用系列耐火材料、陶瓷纤维系列隔热耐火材料等的研究，已取得发明专利 1 项、实用新型专利 9 项，已被受理的发明专利申请 6 项、实用新型专利申请 5 项，鉴定成果 10 项，拥有自主知识产权的专有技术 16 项，高新技术产品 6 个，新产品 100 余种，其中无碳刚玉尖晶石砖被国家科学技术部、环境保护部、商务部、国家质量监督检验检疫总局评为国家重点新产品，新型环保优质中间包干式工作衬耐火材料被北京市科委、北京市发改委等五部委评为北京市自主创新产品。

③具备优秀的耐火材料综合配置设计能力。耐火材料的配置设计、模具和施工机具设计是高温热工装备用耐火材料整体承包业务中的关键环节。公司专门配备了模具设计、机械制造和热工专业人才，与耐火材料专业技术人员一起成立了项目设计组，根据现场施工需要和工作经验，研制了独特的施工和现场维护机具，不但满足了耐火材料整体承包服务要求，而且保证了公司提供的耐火材料产品发挥最好的使用效果。在这些模具和施工机具中，专门为中间包干式工作衬施工而设计、制造的加热震动模胎曾获得了实用新型专利。

④具备强大的实验和测试能力。公司建有国内先进的钢包、中包水模拟实验室；拥有扫描电子显微镜、x-射线衍射仪、x-射线荧光分析仪、高温感应抗渣试验炉等各种先进的进口和国产实验、检测仪器设备 100 多台套。具备耐火材料常温、高温物理性能和力学性能实验、材料结构分析、化学分析检验能力，并可进行钢液流场和温度场数学模拟研究。北京利尔检测中心已通过中国合格评定国家认可委员会认可。

2) 产品优势

公司产品结构合理、技术含量高、性能优异，长期贯彻节能、环保的新型绿色产品理念，符合国家大力倡导的“品种质量优良化、资源能源节约化、生产过程清洁化、使用过程无害化”要求，适应钢铁产业技术进步和工艺装备水平提高的发展趋势，是在完全市场化的耐火材料竞争中脱颖而出的根本保障。

①公司以钢铁工业用消耗性耐火材料为主，产品结构合理，品种齐全，具有强大的钢铁用耐火材料配套能力。

②公司以节能、功能、环保型绿色耐火材料为主，符合国家节能环保政策和《耐火材料产业发展政策》方向。

③公司以高技术含量、高附加值产品为主，产品品质优良，经济效益显著。公司产品紧跟钢铁工业工艺技术进步和发展趋势，满足钢铁工业新技术新工艺对耐火材料产品在性能、质量、寿命、节能、环保等多方面要求，技术含量高，品质优良，因此产品附加值高，经济效益显著。公司近三年的平均销售净利率 18.69%，远高于行业平均水平，主要得益于公司产品的高品质、高技术含量和高附加值。

3) 品牌优势

公司在国内率先提出由“产品供应商”向“整体承包商”，由“产品价值”向“服务价值”转型的战略思想，创造性提出并实施了集设计、研发、配置、制造、配套、安装、施工、维护为一体的“全程在线服务”的整体承包经营模式，真正实现了为客户提供个性化的“量身定做”服务，帮助客户创造更大价值的服务理念。公司以“共利共赢、卓尔不群”的核心价值观，通过向用户企业提供一流的产品、稳定的质量、综合承包的能力、快速反应的服务、互利共赢的诚信合作理念，在用户企业特别是大、中型钢铁企业中成功塑造了“利尔”耐火材料品牌形象。

公司已成为国内规模最大、产品品种最全、整体承包范围最广的耐火材料制造商之一。公司连续多年被首钢评为“重合同，守信用”单位和“双优供应商”；被天津钢管公司确定为“战略合作伙伴”和“耐火材料供应基地”；被天津荣程钢铁公司确定为“长期战略合作伙伴”；公司是宝山钢铁集团公司钢包耐火材料的重要供应商；与国际钢铁巨头 ArcelorMittal 建立了长期战略合作关系；被中国工业经济联合会企业工作委员会、中国工业报社评为“中国耐火土石开采行业排头兵企业”、“中国耐火陶瓷制品及其他耐火材料制造行业排头兵企业”。

4) 营销优势

公司采取以大型和优质客户为中心，以整体承包为主、直接销售为辅的营销模式。在国内各大钢铁企业设立了 40 多个办事机构，建立了完善的销售网络。拥有一支 300 多人的销售和现场服务队伍。

公司率先提出并实施了钢铁工业用耐火材料“全程在线服务”（all on-line service）的整体承包经营模式，以适应国内钢铁企业生产管理方式的改变。公司依靠自身的技术优势、产品结构优势、生产装备优势和现场施工服务优势，为钢铁企业稳定生产、降低成本、提高生产效率提供了有力的保障。公司通过耐火材料整体承包服务，与各大钢铁企业的关系由简单的供需关系跃升为战略合作伙伴关系，产品从原来简单的商品价值向服务价值延伸，在帮助客户创造更大价值的同时，公司的效益和信誉得到显著提高。2009

年公司的整体承包业务占全部销售收入的 68.43%，为国内最大的钢铁工业用耐火材料整体承包供应商之一。

5) 客户优势

公司拥有如宝钢、鞍钢、首钢、京唐钢铁、唐钢、天津钢管、天津荣程钢铁、包钢、天津钢铁、ArcelorMittal 等国内外大型钢铁企业客户和合作伙伴。2008 年公司所服务国内钢铁企业的产量合计约 2.5 亿吨，上述钢铁企业的钢产量约占国内钢铁总产量的 50%。因此公司在产品需求增长、客户信誉、市场开拓成本等方面有着巨大的竞争优势。

(4) 公司在行业中的竞争劣势

1) 公司产品主要应用于钢铁行业。钢铁行业用耐火材料消耗占耐火材料总量的约 70%，这既有利于公司的市场开拓和专业化服务，降低生产经营成本，提升企业在钢铁工业用耐火材料产品上的竞争能力，但又不利于公司市场多元化的规模扩展要求。因此，公司亟需加快有色、电力、石化、建材等行业用耐火材料的市场开拓，以扩大公司经营规模和加快经济效益的增长。

2) 公司产能相对不足。公司技术力量雄厚，产品品质优良，客户资源广泛，但是由于产能瓶颈，公司在最近几年耐火材料市场快速发展的情况下，发展速度受到一定程度的制约。

3) 2007 年之前公司的资金来源基本依靠公司自身的利润积累，相对于已上市的耐火材料企业，公司融资能力略显不足，难以支撑公司快速扩张需要。

四、募集资金投向

本次募集资金拟投资于 10,000 吨/年连铸功能耐火材料项目和 55,000 吨/年优质耐火材料项目，其中 55,000 吨/年优质耐火材料项目包括 45,000 吨/年炉外精炼用优质耐火材料和 10,000 吨/年高档陶瓷纤维及制品两个子项目。各项目按轻重缓急顺序列示如下：

表 8：本次募集资金投资项目

序号	项目	投资金额（万元）	建设期（月）	项目备案情况
1	10,000 吨/年连铸功能耐火材料项目	15,623.93	12	经北京市昌平区发展和改革委员会核准，发改[2008]21 号
2	55,000 吨/年优质耐火材料项目	24,171.34	14	洛阳市发展和改革委员会备案，豫洛市域高[2008]00063
	2.1 45,000 吨/年炉外精炼用优质耐火材料项目			
	2.2 10,000 吨/年高档陶瓷纤维及制品项目			
合计		39,795.27	-	-

数据来源：招股说明书

上述项目的投资总额为 39,795.27 万元，全部以本次公开发行股票募集资金投入。

五、公司盈利预测

我们预计的公司 2010,2011,2012 年的最新摊薄每股收益分别为：0.96 元，1.17 元，1.61 元。利润表预测如下：

表 9: 利润预测表 单位:百万元

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	545	681	885	1107
营业成本	323	402	531	642
营业税金及附加	3	3	5	6
营业费用	47	58	75	94
管理费用	52	65	84	105
财务费用	3	-2	-2	-4
资产减值损失	1	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	116	155	191	263
营业外收入	2	3	3	3
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	118	157	194	265
所得税	19	23	28	40
净利润	99	134	166	225
少数股东损益	2	5	8	8
归属母公司净利润	97	129	158	217
EBITDA	130	163	202	274
最新摊薄 EPS (元)	0.72	0.96	1.17	1.61

资料来源: 公司招股意向书, 国都证券研究所

六、公司估值

在 A 股上市公司中, 耐火材料行业的上市公司主要有: 濮耐股份, 鲁阳股份和瑞泰科技三家。其中, 濮耐股份和公司的业务最为接近, 也是直接的竞争对手, 和公司可比性最强。鲁阳股份主要从事耐火陶瓷纤维行业, 瑞泰科技主要从事玻璃耐火砖行业, 和公司具备一定可比性。这三家公司 2010 年的平均预测 PE 为 33 倍, 并参照濮耐股份的估值水平, 我们给予公司 2010 年 33-35 倍的动态 PE, 对应的价格区间为 31.68-33.6 元, 中枢价值为 32.64 元。

表 10: 可比公司目前估值情况

可比公司	2009 年 PE	2010 年预测 PE
濮耐股份	54	35
鲁阳股份	48	29
瑞泰科技	61	34
均值	54	33

资料来源: WIND, 国都证券研究所

七、风险提示

1、公司经营依赖下游行业的风险

公司的产品主要应用于钢铁行业, 对钢铁行业的销售收入占公司总收入的 95% 以上, 因此钢铁行业的景气度对公司的经营业绩存在重大影响。

2、原材料价格波动风险

原材料是公司产品成本的主要组成部分，2007年、2008年和2009年直接材料占公司总成本的比重分别为84.10%、83.58%和84.31%。由此原材料价格的波动将会引起公司业绩的较大波动。

3、应收账款坏账风险

2007年、2008年和2009年末，公司的应收账款净额分别为12,723.00万元、18,729.54万元和22,598.92万元，占同期期末公司总资产的比例分别为30.86%、39.5%和36.95%；各期末公司对应收账款计提坏账准备余额分别342.62万元、431.38万元和527.32万元。虽然应收账款的账龄主要集中在一年以内（截至2009年12月31日，应收账款中一年以内款项比例达到97.93%），且对应客户主要为国内大中型钢铁企业，不能回收的风险较小，但由于应收账款金额较大，占用公司较多营运资金，如果发生大额呆坏账，将会对公司的经营业绩产生较大影响。

4、募投项目实施后面临的市场风险

本次发行募集资金将投资于10,000吨/年连铸功能耐火材料项目和55,000吨/年优质耐火材料项目，项目建成后形成连铸功能耐火材料生产能力10,000吨、炉外精炼用优质耐火材料45,000吨、高档陶瓷纤维及制品10,000吨。相对于公司现有生产能力而言，本次募集资金投资金额较大，产能扩张较快，如果在项目建设期内市场发生重大变化，将会导致公司无法实现预期收益的风险。

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 投资者据此操作, 风险自负。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理 宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械-电气设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	夏茂胜	商业、纺织服装	xiaomaosheng@guodu.com
徐文峰	基础化工	xuwenfeng@guodu.com	马琳娜	建材	malinna@guodu.com
邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com	邓婷	金融	dengting@guodu.com
徐才华	机械-汽车及零部件	xucaihua@guodu.com	徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com
姜瑛	IT	jiangying@guodu.com	伍颖	石化	wuying@guodu.com
曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com	潘蕾	医药行业	panlei@guodu.com
蔡建军	医药行业	caijianjun@guodu.com	王招华	钢铁行业	wangzhaohua@guodu.com
王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com	刘斐	煤炭电力	liufei@guodu.com
汪立	造纸	wangli@guodu.com	鲁儒敏	电力	lurumin@guodu.com
肖世俊	有色、新能源	xiaoshijun@guodu.com	傅浩	建材	fuhao@guodu.com
刘芬	机械	liufen@guodu.com	陈薇	衍生产品、金融工程和 券商发展战略研究	chenwei@guodu.com
苏昌景	基金研究、债券研究	suchangjing@guodu.com	冯翔	宏观研究、债券研究	fengxiang@guodu.com
李春燕	基金联络	lichunyan@guodu.com			