

# 具备高附加值的耐火材料整体承包商龙头

——北京利尔（002392）

2009年4月8日

建议申购

北京利尔

新股定价

## 摘要：

- 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。公司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行业，钢铁工业用耐火材料产品收入占公司总收入的 95% 以上。公司生产的中间包干式料及永久衬和包盖浇注料（12%左右）、环形加热炉用系列耐火材料（50%左右）以及直接还原铁用耐火材料（70%左右）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（12%左右，属功能性耐火材料）排名第二。
- 节能环保，具备高技术含量的耐火材料市场空间巨大。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。随着钢铁产量的快速增长及钢铁工业的结构调整和技术进步，低端钢材产量会受到限制，优质钢材品种产量大幅增加，相对应的高品质耐火材料的需求将大幅增加。
- 募集资金项目在大幅增加产能的同时改善公司产品结构，提升盈利水平。本次募投项目包括年产 10,000 吨连铸功能耐火材料，年产 45,000 吨炉外精炼用优质耐火材料（优质尖晶石砖 30,000 吨，优质低碳镁碳砖 15,000 吨）和年产 10,000 吨高档陶瓷纤维及制品。募投项目产品技术含量高，市场需求大，毛利率高，代表着耐火材料行业高新技术产品发展方向，属于耐火材料的升级换代产品，具有良好的市场前景和优秀的盈利能力。
- 盈利预测及投资建议。未来 1 年时间左右，公司将通过上市及募投项目的实施，在现有 14.1 万吨产能的基础上增加至 20.6 万吨，且新增的产能属于目前收入占比较小，但毛利率高于公司综合毛利率水平的产品，未来公司市场占有率和盈利能力将进一步提升。我们预测公司 10-12 年发行摊薄后的每股收益分别为 0.95 元，1.29 元和 1.79 元，按照已公开的发行价 42 元计算，对应 10 年市盈率为 44 倍，明显高于同类上市公司（瑞泰科技，濮耐股份）10 年 35 倍左右的市盈率。但鉴于近半个月以来中小板上市公司上市首日 50%~160% 的涨幅，仍建议积极申购。

## 财务指标预测

指标	09A	10E	11E	12E
营业收入（百万元）	544.9	659.33	942.84	1329.7
增长率（%）	30.27%	21.00%	43.00%	41.03%
净利润（百万元）	97.12	128.76	174.34	241.86
增长率（%）	48.10%	32.58%	35.40%	38.73%
每股收益(元)	0.959	0.954	1.291	1.792

## 俞鹏程

非金属建材行业分析师

执业证书编号：S1480109050668

010-66507325

yupc@dxzq.net.cn

## 发行价格

42 元

## 上市首日定价区间

55-73.2 元

## 发行上市资料

总股本（万股）	13500
发行量（万股）	3375
发行日期	2010.4.13
发行方式	网下配售+网上申购
保荐机构	民生证券
预计上市日期	

## 发行前财务数据

每股净资产（元）	3.8
净资产收益率（%）	25.27
资产负债率（%）	31.83

## 主要股东和持股比例

赵继增	45.94%
张广智	9.04%
牛俊高	8.92%
李苗春	6.91%
北京天图兴业创业投资有限公司	5.80%
王永华	4.20%
郝不景	3.07%
赵世杰	2.98%
汪正峰	2.34%
张建超	1.73%
谭兴无	1.55%
丰文祥	1.20%
李洪波	1.20%
寇志奇	1.02%

---

净资产收益率 (%)	25.27%	25.74%	26.53%	27.65%
------------	--------	--------	--------	--------

---



## 目 录

1、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 .....	3
2、高技术含量耐火材料市场空间广阔 .....	3
2.1 耐火材料简介 .....	3
2.2 钢铁行业的高速成长与结构调整对耐火材料行业影响巨大 .....	4
2.3 相关产业政策促进耐火材料行业成长 .....	4
2.4 耐火材料行业发展趋势 .....	5
2.5 行业竞争状况 .....	6
3、公司竞争力优势分析 .....	6
3.1 技术优势：科技人员占比高，专利成果多 .....	6
3.2 产品优势：高技术含量，高附加值，符合节能环保政策 .....	6
3.3 营销模式：“整体承包”，“全程在线服务” .....	7
3.4 客户优势：中高端客户云集，覆盖面广 .....	7
4、募集项目分析 .....	8
4.1 1000吨/年连铸功能耐火材料项目 .....	9
4.2 45,000吨/年炉外精炼用优质尖晶石砖和优质低碳镁碳砖生产线 .....	10
4.3 10,000吨/年高档陶瓷纤维及制品生产线 .....	11
5、盈利预测及投资建议 .....	12

## 表格目录

表 1：公司部分产品在行业中的排名和市场占有率 .....	3
表 2：耐火材料相关产业政策内容及影响 .....	5
表 3：耐火材料企业类型及特点分析 .....	6
表 4：北京利尔各类别产品毛利率分析 .....	7
表 5：公司主要客户和服务内容 .....	8
表 6：拟投资生产线详细信息 .....	8
表 7：10000吨/年连铸功能耐火材料项目产品 .....	9
表 8：10000吨/年高档陶瓷纤维及制品生产线项目产品 .....	11
表 9：公司盈利预测 .....	13

## 插图目录

图 1：耐火材料在各行业的应用比例 .....	4
-------------------------	---

### 1、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

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（09 年为 **68.43%**）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。

**表 1：公司部分产品在行业中的排名和市场占有率**

序号	产品名称	行业排名	市场占有率估值
1	中间包系列耐火材料	第一	12%
2	环形加热炉用系列耐火材料	第一	50%
3	直接还原铁用系列耐火材料	第一	70%
4	精炼钢包透气功能元件	第二	20%
5	钢包用系列耐火材料	前列	2%
6	铁水预处理用脱硫/脱磷喷枪	前列	10%

资料来源：招股意向书 东兴证券

## 2、高技术含量耐火材料市场空间广阔

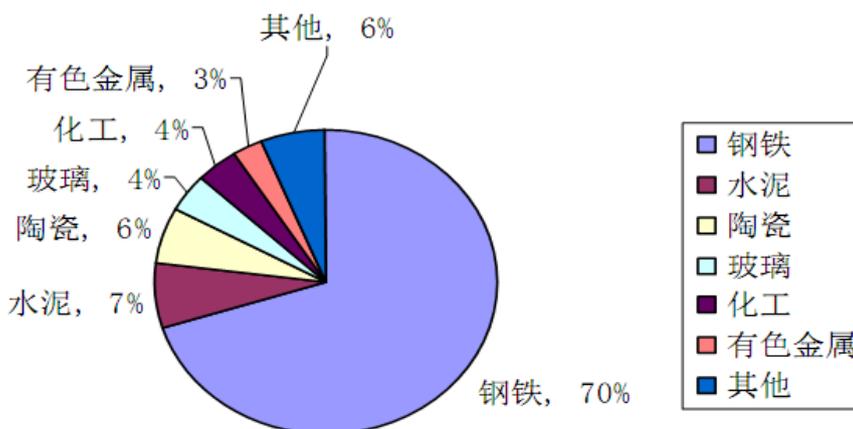
### 2.1 耐火材料简介

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。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。

图 1：耐火材料在各行业的应用比例



资料来源：招股意向书 东兴证券

## 2.2 钢铁行业的高速成长与结构调整对耐火材料行业影响巨大

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%（钢铁工业用耐火材料产品收入占公司总收入的 95%以上），钢铁工业的规模直接决定了耐火材料的市场容量。近年来我国钢铁等高温工业高速发展，钢产量由 2003 年的 22,110 万吨增长到 2008 年的 50,049 万吨，年均递增超过 17%。同时，我国耐火材料产量（含原料）由 2003 年的 1,477 万吨增加到 2008 年的 4,912 万吨（其中耐火材料制品产量为 2,417 万吨），年均递增约 27%。09 年钢铁产业调整和振兴规划以及配套的钢铁产业政策落实和实施后，钢铁产能的释放在短期内可能会受到一定程度的抑制，耐火材料的需求增长在短期内也可能随之受到影响；但是国内钢铁的产量仍将保持在高位，随着钢铁行业的产品结构优化和调整，钢铁行业用耐火材料的产品结构优化和调整也将随之进行，对优质、长寿、高效和功能性耐火材料的需求将会稳步上升，这将对我国的耐火材料行业提出更新、更高、更严的要求。耐火材料行业发展虽然面临着严峻的考验，但是对于具有拥有雄厚研发和技术实力的耐火材料企业也是一个良好的发展机会。

## 2.3 相关产业政策促进耐火材料行业成长

05 年以来，国家相继出台了一系列耐火材料行业相关的产业政策，对于耐火材料的整体发展尤其是对高品质，高技术含量的耐火材料的发展起到了巨大的推动作用。

**表 2：耐火材料相关产业政策内容及影响**

出台时间	产业政策	主要内容及影响
2003	《关于培育发展工程总承包和工程项目管理企业的指导意见》	指明了推行工程项目总承包和项目代建制是今后的工程建设项目管理的发展方向
2005	《钢铁产业发展政策》	确立了我国钢铁产业今后的发展重点是“技术升级和结构调整”，“发展循环经济，降低物耗能耗，重视环境保护”，要求钢铁企业跟踪、研究、开发和采用钢铁生产流程前沿技术及先进工艺技术和装备。钢铁工业的上述发展方向对耐火材料的技术、品种、质量以及节能、环保和资源综合利用提出了更高的要求。
2005	《耐火材料“十一五”科技发展规划》	《规划》制定的耐火材料行业发展的指导方针和基本原则是：本着“优质长寿、功能化、节能环保、循环利用”的基本方针，以市场为导向，重点围绕钢铁工业大型高炉长寿、直接还原炼铁新技术、洁净钢和不锈钢冶炼、高效连铸和近终型连铸用关键或高性能耐火材料、建材工业大型干法水泥窑、万吨级无碱玻纤池窑，有色金属精炼等关键耐火材料进行持续研究，以满足高温工业发展需要。
2006	《耐火材料产业发展政策》	大力开发、推广使用各种优质节能高效不定形耐火材料，开发各种优质高效隔热保温耐火材料；支持企业开发用于钢水炉外精炼、大型水泥回转窑、有色金属冶炼等方面的尖晶石、白云石等无铬碱性砖，洁净钢用低碳、无碳耐火材料，新型高技术滑动水口，近终型连铸、薄板坯连铸等技术用制品；通过产品结构调整， <b>实现普通产品大幅度下降</b> ，“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”的 <b>新型绿色耐火材料产品大幅度提高</b> 。
2009	《钢铁产业调整振兴规划》	加快钢铁产业调整振兴，必须以控制总量、淘汰落后、联合重组、技术改造、优化布局为重点，推动钢铁产业由大变强。
2009	《促进中部地区原材料工业结构调整和优化升级方案》	要进一步推动水泥、玻璃、耐火材料、新型建材等行业的兼并联合重组，提高产业集中度；大力发展绿色环保型耐火材料。

资料来源：招股意向书 东兴证券

## 2.4 耐火材料行业发展趋势

首先，根据中国耐火材料行业协会拟订的《耐火材料产业发展政策》，2005年我国钢铁工业耐火材料的消耗量约为 25 公斤/吨钢，到 2010 年力争达到 20 公斤/吨钢以下，到 2020 年降低到 15 公斤/吨钢以下。**按照这样的发展要求，普通耐火材料需求将大幅降低，而优质、长寿、高效、功能性耐火材料的需求量将相应快速增加。**因此耐火材料企业需要不断提高综合实力，特别是要提高研发创新能力，不断开发出高寿命耐火材料产品，以满足用户的需求。为了实现耐火材料的高寿命，除了提高耐火材料本身性能外，耐火材料的应用技术也非常重要。耐火材料企业必须加大对耐火材料综合应用技术的研究，以保证实现耐火材料的高寿命，满足钢铁等高温行业降低耐火材料消耗的需要。

其次，提高产业集中度、优化生产力布局、提升我国耐火材料工业的整体竞争力是我国耐火材料行业发展的总体要求和方向。在不久的将来，行业内收购兼并、产业整合、强强联合、战略重组将形成趋势，并可能逐步形成若干家有名优特色产品、完整的自我研发能力、灵活的经营机制、强大的综合竞争实力的科技型大型企业集团，这些企业将成为我国耐火材料产业的支柱力量。

## 2.5 行业竞争状况

耐火材料产品品种繁多，用途广泛，耐火材料生产企业也呈现多样性特点，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。

表 3：耐火材料企业类型及特点分析

类型	代表企业	优势
以原料为基础，逐步扩大为原料及耐火材料制品生产企业	营口青花集团、海城后英集团、山西西小坪	拥有巨大的 <b>矿山资源</b> ，规模相对较大，销售收入最高
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	北京利尔、中钢耐火、鲁阳股份、濮耐股份、瑞泰科技	近年来成长迅速，是耐火材料行业发展的中坚力量， <b>技术实力雄厚</b> ，产品品种多样化，市场覆盖面广，成长性良好
大型钢铁企业附属耐火材料企业	钢企附属公司	大部分已经与其母公司 <b>分离</b> ，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

资料来源：招股意向书 东兴证券

## 3、公司竞争力优势分析

### 3.1 技术优势：科技人员占比高，专利成果多

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。

公司已取得发明专利 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。

### 3.2 产品优势：高技术含量，高附加值，符合节能环保政策

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。

**表 4：北京利尔各类别产品毛利率分析**

产品类别	2009	2008	2007
不定形耐火材料	36.01%	33.89%	40.21%
耐火预制件	34.29%	30.65%	36.49%
机压定型耐火制品	40.59%	34.09%	37.21%
功能耐火材料	52.71%	42.27%	44.13%
陶瓷纤维制品	63.70%	56.74%	62.30%
<b>综合毛利率</b>	<b>40.71%</b>	<b>35.50%</b>	<b>40.49%</b>

资料来源：招股意向书 东兴证券

公司坚持走科学发展道路，倡导生产优质、节能、长寿、环保型绿色耐火材料，注重创建绿色耐火材料企业品牌。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。据公司统计，北京利尔 2008 年万元销售产值能耗 0.093 吨标准煤，同期北京市的万元 GDP 能耗为 0.66 吨标准煤，全国万元 GDP 能耗 1.11 吨标准煤，公司产品的能耗优势明显。此外，公司在使用节能，环保和资源再利用方面也有较为明显的优势。

### 3.3 营销模式：“整体承包”，“全程在线服务”

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%**，整体承包模式业务的毛利率达到 **41.89%**，高出直销模式 3.74 个百分点。

公司以大型和优质客户为中心，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。

### 3.4 客户优势：中高端客户云集，覆盖面广

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%。因此本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。

表 5: 公司主要客户和服务内容

序号	企业名称	服务内容
1	北京首钢股份有限公司	钢包、中间包用耐火材料整体承包
2	宝山钢铁股份有限公司	钢包用耐火材料整体承包
3	天津荣程钢铁集团有限公司	铁水包、钢包、中间包用耐火材料整体承包
4	天津钢管集团股份有限公司	钢包、中间包、环形炉、高炉、直接还原铁回转窑用耐火材料整体承包
5	天津钢铁有限公司	钢包、中间包用耐火材料整体承包
6	内蒙古包钢钢联股份有限公司	钢包、中间包用耐火材料整体承包
7	本钢板材股份有限公司	钢包、中间包用耐火材料整体承包
8	鞍钢股份有限公司	钢包、中间包用耐火材料整体承包
9	五矿营口中板有限公司	中间包用耐火材料整体承包
10	河北钢铁集团有限公司	钢包、中间包用耐火材料整体承包
11	邯郸钢铁股份有限公司	钢包、中间包用耐火材料整体承包
12	石家庄钢铁有限责任公司	中间包用耐火材料整体承包
13	邢台钢铁有限责任公司	钢包、中间包用耐火材料整体承包
14	安阳钢铁股份有限公司	钢包、中间包用耐火材料整体承包
15	青岛钰也发展股份有限公司	中间包用耐火材料整体承包
16	江苏沙钢集团有限公司	钢包、中间包用耐火材料整体承包
17	南京钢铁有限公司	高炉出铁沟用耐火材料整体承包
18	马鞍山钢铁股份有限公司	钢包用耐火材料整体承包
19	邯宝钢铁有限公司	钢包、中间包用耐火材料整体承包
20	京唐钢铁有限公司	钢包、中间包用耐火材料整体承包
21	ArcelorMittal	战略合作伙伴

资料来源: 招股意向书 东兴证券

由于耐火材料质量对钢铁的品质和产量均产生一定的影响,因此钢铁企业对于更换耐火材料供应商均比较谨慎。且公司对主要客户采取“整体承包”模式,使得客户对于公司的产品和服务产生一定的依赖性。通过多年的积累,公司与主要客户保持着长期、良好的合作关系,近年来没有出现过大客户流失的现象。

## 4、募集项目分析

公司拟将募集资金投入以下项目

表 6: 拟投资生产线详细信息

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，昌发改[2008]21号
2	55,000 吨/年优质耐火材料项目	2.1 45,000 吨/年炉外精炼用优质耐火材料项目	24,171.34	14	洛阳市发展和改革委员会备案，豫洛市域高[2008]00063
		2.2 10,000 吨/年高档陶瓷纤维及制品项目			
合 计			39,795.27	-	-

资料来源：招股意向书 东兴证券

#### 4.1 1000 吨/年连铸功能耐火材料项目

项目拟建设的 10,000 吨/年连铸功能耐火材料生产线主要生产钢铁工业连铸用长水口、整体塞棒、中间包上水口和浸入式水口等功能耐火材料。其中，长水口和浸入式水口分别是中间包承上启下（钢包钢水向中间包输送和中间包钢水向结晶器输送）的关键耐火材料，主要起隔绝钢水与空气接触，防止钢水氧化的作用；整体塞棒和中间包上水口主要起控制钢水流速、流量和开关浇铸的作用，在钢铁工业和耐火材料行业中统称这些材料为“连铸功能耐火材料”。连铸功能耐火材料对保证钢材质量和安全生产起着非常重要的作用，是钢铁生产工艺过程中不可或缺的关键耐火材料。项目产品方案如下：

**表 7、10000 吨/年连铸功能耐火材料项目产品**

产品	单位	产量
连铸用长水口	吨/年	1500
连铸用整体塞棒及中间包上水口	吨/年	5100
连铸用普通浸入式水口	吨/年	3000
连铸薄板坯用浸入式水口	吨/年	400
合计	吨/年	10000

资料来源：招股意向书 东兴证券

根据对首钢、鞍钢、宝钢、邯钢、邢钢、包钢和天津钢铁等国内具有代表性的大型钢铁企业连铸用功能耐火材料的实际消耗统计，我国连铸功能耐火材料的吨钢消耗约为 0.21kg，据此推算，目前国内钢铁企业对连铸功能耐火材料的需求约为 10 万吨。预计 2010 年我国粗钢产量可达 5.5 - 6.0 亿吨，连铸比 98.5% 计算，国内钢铁企业对连铸功能耐火材料的年需求量将达到 11 - 12 万吨。随着我国钢铁工业的平稳发展和产品结构优化调整，国内钢铁工业连铸用功能耐火材料市场发展前景良好。目前，国内具有规模化连铸功能耐火材料生产条件的企业主要有：维苏威（苏州）陶瓷公司、山东中齐耐火材料有限公司、无锡南方耐火材料有

限公司和青岛正旺耐火材料有限公司等，预计到 2010 年，全国连铸功能耐火材料的产能约为 8.0~9.0 万吨，与 2010 年钢铁企业对功能耐火材料的预计需求 11-12 万吨相比，存在 3-4 万吨左右的产能缺口。

根据发行人近年来业务量统计，本项目投产后，年平均向每个实行整体承包的钢铁客户可供 300-400 吨连铸功能耐火材料，按 20 个客户计算，现有客户每年将消耗连铸功能耐火材料 6,000-8,000 吨，占项目产能的 60%-80%。

另外，ArcelorMittal 公司已将本公司的连铸功能耐火材料纳入其长期采购计划。该公司是世界第一大钢铁生产企业，在世界金融危机的影响下，2008 年钢产量仍超过 1 亿吨，按照该公司连铸功能耐火材料吨钢消耗 0.3kg 计算，每年连铸功能耐火材料需求在 3 万吨以上，这为项目产品提供了很大的国际市场空间，产品出口前景良好，加上公司积极开拓其他出口市场，预计每年出口销售连铸材料 1,500-2,000 吨，出口量将达到项目产能的 15%-20%。

本项目建设期 12 个月。为了赢得市场先机，公司已在 2008 年和 2009 年自筹资金提前投资建设该募投项目，截止 2009 年末公司已累计投入 3,418.77 万元，目前已经形成产能 2,000 吨/年。公司计划待募集资金到位后，再将产能扩大到 10,000 吨/年，实现本项目的计划产能目标，并用募集资金置换已投入的自筹资金。

根据行业经验，结合项目具体情况，生产负荷确定为投产后第一年 20%，投产后第二年 70%，第三年达到设计生产能力的 100%。根据公司总经理的估算，本项目实际建设期在 7 至 8 个月左右。

#### 4.2 45,000 吨/年炉外精炼用优质尖晶石砖和优质低碳镁碳砖生产线

该项目包括优质尖晶石砖 30,000 吨/年，优质低碳镁碳砖 15,000 吨/年。项目产品优质尖晶石砖和低碳镁碳砖均是用于冶炼低碳、超低碳钢的优质钢包衬砖，其中优质尖晶石砖将逐步替代铝镁碳砖和铝镁尖晶石碳砖应用于炉外精炼钢包包壁和包底，而优质低碳镁碳砖将逐步替代普通镁碳砖应用于精炼钢包的渣线部位，以满足高品质钢、洁净钢等炼钢工艺技术进步的要求，这两种包衬砖均是新型、长寿、环保、节能型“绿色耐火材料”产品。

根据推算，目前国内钢铁企业对无碳钢包砖和低碳镁碳砖的需求量约为 17 万吨。随着钢铁工业品种结构的调整，低碳钢、超低碳钢及不锈钢等品种钢将会得到迅速发展，预计在 2012 年之前，低碳和超低碳钢产量平均年增长率不低于 25%，2012 年将达到 1.7 亿吨左右，约占钢材总产量的 28%，按上述比率推算，则国内钢铁企业对无碳钢包砖和低碳镁碳砖的需求将超过 40 万吨，这将预示炉外精炼钢包用优质尖晶石砖和低碳镁碳砖有着很好的市场发展前景和市场容量。优质尖晶石砖、低碳镁碳砖可以满足钢铁工业优质品种钢的冶炼技术需求，是当前钢包耐火材料发展的主流方向，符合国家“绿色耐火材料”产业政策，必将在市场竞争中占据有利地位，市场占有率将不断扩大，成为精炼钢包用主导耐火材料。

### 4.3 10,000 吨/年高档陶瓷纤维及制品生产线

该项目产品主要包括陶瓷纤维毯，陶瓷纤维组合块，硬质陶瓷纤维板、陶瓷纤维毡及异型制品等产品。项目产品方案见下表：

**表 8、10000 吨/年高档陶瓷纤维及制品生产线项目产品**

序号	产品名称	产品分类	产量(吨/年)
1	3000 吨/年高档陶瓷纤维毯	1.1 高纯硅酸铝纤维毯	500
		1.2 高铝纤维毯	1,500
		1.3 含锆硅酸铝纤维毯	1,000
2	4000 吨/年高档陶瓷纤维组合块	2.1 普通硅酸铝纤维组合块	500
		2.2 高纯硅酸铝纤维组合块	1,500
		2.3 高铝纤维组合块	1,000
		2.4 含锆硅酸铝纤维组合块	1,000
3	1000 吨/年高档陶瓷纤维毡	3.1 高纯硅酸铝纤维毡	300
		3.2 高铝纤维毡	500
		3.3 含锆硅酸铝纤维毡	200
4	1500 吨/年硬质陶瓷纤维板	4.1 硬质普通硅酸铝纤维板	500
		4.2 硬质高铝纤维板	1,000
5	500 吨/年陶瓷纤维异型制品	5.1 高纯硅酸铝纤维异型制品	200
		5.2 高铝纤维异型制品	200
		5.3 含锆硅酸铝纤维异型制品	100
<b>合计</b>			<b>10,000</b>

资料来源：招股意向书 东兴证券

陶瓷纤维制品作为一种新型节能材料，应用领域广泛、节能效果明显，是国家倡导和鼓励发展的节能型产品。根据国家有关部门统计数据测算，使用 1 吨陶瓷纤维平均每年节约相当于 200 吨标准煤产生的热能。因此陶瓷纤维制品在目前和未来发展中都将得到国家产业政策的大力扶持。

近年来中国陶瓷纤维行业步入快速发展期，据有关部门预测国内陶瓷纤维替代其它耐火、绝热材料的市场空间约为 85 万吨。按照陶瓷纤维制品在钢铁行业的应用比例 27.7% 计算，目前国内钢铁行业对陶瓷纤维制品的需求量约 23 万吨。除了钢铁行业以外，陶瓷纤维制品在石化、电力、建材、垃圾处理等行业也有着广泛地应用，据统计，目前陶瓷纤维产品在其他行业所占的比例为：石化约 26.6%，电力约 15.0%，陶瓷约 6.6%，建材约 2.9%，其他约 21.2%。

目前我国生产陶瓷纤维制品的企业规模普遍较小，工艺水平不高，行业集中度低。全国共有陶瓷纤维生产企业 210 家左右，年产陶瓷纤维制品 500 吨以上的有 45 家，占 21.4%。国内主要陶瓷纤维生产企业是鲁阳股份，2006 年陶瓷纤维产品产能达到 7 万吨，占国内总产能的近 30%。另外还有淄博红阳耐火保温材料公司、

南京铜井陶纤和湖北凯龙化工等陶瓷纤维生产企业，合计产能为 4 万吨左右。另外，国外的英国摩根热陶瓷公司、日本伊索莱特绝热制品公司、美国 UNIFRAX 公司也已经或正在中国建厂。截至 2008 年底，国内陶瓷纤维产品的产能约 50 万吨左右，与 85 万吨的国内需求量相比，尚有约 35 万吨的市场缺口。本公司 10,000 吨/年高档陶瓷纤维及制品项目所生产的产品主要应用于钢铁行业，同时兼顾其他行业。利用公司已经建立起来的品牌效应和市场销售网络，预计项目产品的未来销售前景良好。

公司现有 2 条陶瓷纤维制品生产线，主要生产陶瓷纤维组合块、陶瓷纤维异型制品和硬质陶瓷纤维板。近年来主要用于钢铁行业的“四炉三包二包盖”的隔热材料以及垃圾焚烧发电余热锅炉的全纤维内衬材料。目前，公司现有的陶瓷纤维制品生产线产能仅为 500 吨，远远无法满足日益扩大的市场发展需要，公司生产线建成后将有效缓解产能不足的制约。

根据项目进度和本项目的实际情况，确定 45,000 吨/年炉外精炼用优质尖晶石砖和优质低碳镁碳砖生产线和 10,000 吨/年高档陶瓷纤维及制品生产线两条生产线建设期为 14 个月，根据行业经验，结合项目具体情况，生产负荷确定为投产后第一年 30%，投产后第二年 70%，第三年达到设计生产能力的 100%。公司已经于 2009 年利用自筹资金提前投资建设本项目中的优质尖晶石砖生产线，截止 2009 年末累计投资为 2,865.85 万元，目前已经形成 4,000 吨/年的生产规模；公司计划待募集资金到位后投资建设剩余项目，并用募集资金置换已投入的自筹资金。

## 5、盈利预测及投资建议

公司目前产能为 14.1 万吨，预计今明两年，募投项目将相继建成达成后，公司产能将达到 20.6 万吨。根据行业经验，连铸功能耐火材料生产线建成后前三年生产负荷分别为 20%，70%，100%，优质耐火材料生产线建成后前三年生产负荷为 30%，70%，100%，结合公司自身生产线建设情况（连铸功能耐火材料生产线已形成 2000 吨/年产能，优质耐火材料生产线已形成 4000 吨/年产能），我们预计 2010 年，2011 年和 2012 年公司每股收益为 0.95 元，1.29 和 1.79 元，按照目前已经公布的发行价格 42 元，对应的 10 年至 12 年的市盈率为 44 倍，32.6 倍和 23 倍。上市公司中主营耐火材料的瑞泰科技和濮耐股份 10 年市盈率在 35 倍左右，相比而言，公司的发行价偏高。但考虑到近半个月以来新发行的中小板上市公司上市首日涨幅在 50%~160%之间，仍建议积极申购。

表 9：公司盈利预测

万元	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	544.90	659.33	942.84	1,329.70
(+/-)%	30.27%	21.00%	43.00%	41.03%
经营利润 (EBIT)	129.88	199.16	320.66	424.88
(+/-)%	46.32%	53.34%	61.01%	32.50%
净利润 (百万元)	97.12	128.76	174.34	241.86
(+/-)%	48.10%	32.58%	35.40%	38.73%
每股净收益 (元)	0.959	0.954	1.291	1.792

资料来源：东兴证券

### 分析师简介

#### 俞鹏程

厦门大学数量经济学硕士，2009 年加盟东兴证券研究所，从事非金属建材行业研究。

### 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，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。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，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，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。如引用发布，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。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

## 行业评级体系

公司投资评级：

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。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。