

建筑建材

2014年07月16日

北京利尔 (002392)

——收入高增长验证“大订单”逻辑，产业布局优化资源配置

报告原因：有业绩公布需要点评

买入

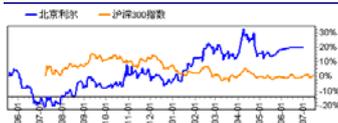
维持

| 市场数据: | 2014年07月15日 |
|-------------|-------------|
| 收盘价(元) | 9.89 |
| 一年内最高/最低(元) | 10.34/5.6 |
| 上证指数/深证成指 | 2070/7304 |
| 市净率 | 2.1 |
| 息率(分红/股价) | 0.51 |
| 流通A股市值(百万元) | 2361 |

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

| 基础数据: | 2014年06月30日 |
|--------------|-------------|
| 每股净资产(元) | 4.75 |
| 资产负债率% | 25.73 |
| 总股本/流通A股(百万) | 599/239 |
| 流通B股/H股(百万) | -/- |

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

《北京利尔(002392):“合同耗材管理”逐步验证,高增长有望延续》
2014/06/12

《北京利尔(002392):业绩符合预期、“合同耗材管理”模式逐步验证》
2014/04/29

证券分析师

王丝语 A0230511040048
(8621)23297473
wangsy@swsresearch.com

联系人

项雯倩
(8621)23297818x7216
xiangwq@swsresearch.com

地址:上海市南京东路99号
电话:(8621)23297818
上海申银万国证券研究所有限公司
<http://www.swsresearch.com>

盈利预测:

单位:百万元、元、%、倍

| | 营业收入 | 增长率 | 净利润 | 增长率 | 每股收益 | 毛利率 | 净资产收益率 | 市盈率 | EV/EBITDA |
|--------|-------|------|-----|------|------|------|--------|------|-----------|
| 2013 | 1,481 | 35 | 173 | 55 | 0.29 | 35.6 | 6.3 | 34 | 20 |
| 2014H1 | 894 | 46 | 120 | 52 | 0.20 | 35.7 | 4.2 | | |
| 2014E | 2,125 | 43.5 | 259 | 49.6 | 0.43 | 36.0 | 8.6 | 23.4 | 21.4 |
| 2015E | 2,573 | 21.1 | 412 | 59.2 | 0.69 | 39.1 | 12.0 | 14.7 | 13.7 |
| 2016E | 3,477 | 35.1 | 554 | 34.5 | 0.92 | 39.5 | 13.9 | 10.9 | 9.7 |

注:“市盈率”是指目前股价除以各年业绩;“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE;

投资要点:

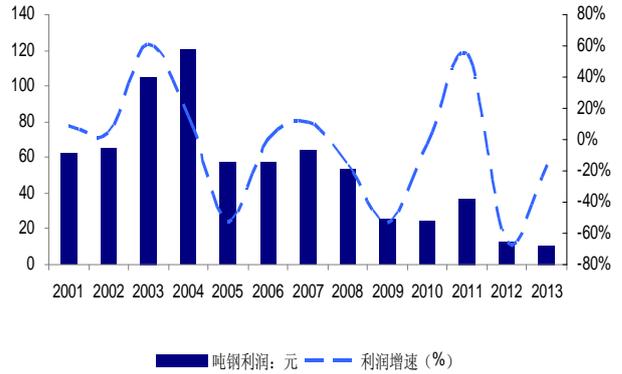
- **2014年上半年净利润同比增长52.25%，业绩符合预期。**14年上半年实现营业收入8.94亿元，同比增长45.9%；归属于上市公司股东的净利润1.2亿元，同比增长52.3%，符合预期，折合每股收益0.2元。二季度单季实现收入、归母净利润为4.79亿元和0.6亿元；同比增速分别为50.8%和52.5%，扣非后净利润同比增长34.5%，较一季度略有提升。公司二季度收入和业绩增速较一季度明显提升，主要来源于公司市场份额的持续提升自2013年以来持续突破，以及公司全线承包订单业务快速增长，带来公司收入增长加快，同时也验证我们之前“大公司小订单”到“大公司大订单”的逻辑判断。
- **“大单模式”持续推进，盈利能力基本稳定。**2014年上半年毛利率为35.66%，同比下滑1.1%，二季度毛利率为34.62%，同比环比分别下降3.75%和增长0.05%。公司二季度单季整体毛利率水平较一季度略有提升，主要在于公司菱镁矿毛利率推高整体毛利，公司耐材毛利率水平稳中略有下降，三项费用率水平基本稳定。公司Q2单季管理费用率为10.87%，同比、环比分别下降0.52%和提升3.7%，管理费用水平环比上升主要受公司二季度研发（全线承包应用程序开发等）支出有所加快所致，使得公司二季度单季净利率水平有所下降。
- **耐材行业盈利模式变革，公司市场份额稳步提升。**利尔与行业竞争对手相比，1)成本管控能力明显好于竞争对手，主要表现为公司在毛利率水平与竞争对手接近的前提下，净利率水平明显好于竞争对手；2)公司整包模式增长持续推进，我们从下游调研的数据显示，耐材行业竞争格局趋于向好，下游钢厂耐材供应商逐步趋于集中，对应公司全线承包订单增多，市场份额有所提升。
- **维持14-16年EPS预测为0.43/0.69/0.92元，维持“买入”评级：**此前我们在深度及跟踪报告中对公司成长逻辑、商业模式进行了细致分析，由于辽宁金宏以及中兴已并表，同时考虑到公司耐材主业维持50%高增速，15年镁质产业链及煤化工项目放量，我们维持公司14-16年EPS为0.43/0.69/0.92元，维持“买入”评级。

图 1: 螺纹钢价格持续下滑



资料来源: 公司年报, 申万研究

图 2: 钢铁行业吨钢盈利持续下滑



资料来源: 公司年报, 申万研究

| 利润表 | | | | | |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
| 一、营业收入 | 1,101 | 1,481 | 2,125 | 2,573 | 3,477 |
| 二、营业总成本 | 959 | 1,306 | 1,840 | 2,122 | 2,854 |
| 其中: 营业成本 | 723 | 953 | 1,359 | 1,566 | 2,105 |
| 营业税金及附加 | 6 | 15 | 22 | 26 | 35 |
| 销售费用 | 130 | 186 | 235 | 283 | 365 |
| 管理费用 | 116 | 145 | 212 | 257 | 348 |
| 财务费用 | -22 | -4 | -4 | -22 | -22 |
| 资产减值损失 | 6 | 11 | 16 | 11 | 23 |
| 加: 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | -15 | 19 | 0 | 0 | 0 |
| 三、营业利润 | 126 | 194 | 284 | 451 | 624 |
| 加: 营业外收入 | 4 | 16 | 20 | 20 | 10 |
| 减: 营业外支出 | 1 | 3 | 1 | 1 | 1 |
| 四、利润总额 | 129 | 207 | 303 | 470 | 633 |
| 减: 所得税 | 18 | 34 | 45 | 59 | 79 |
| 五、净利润 | 111 | 173 | 259 | 412 | 554 |
| 少数股东损益 | -1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 112 | 173 | 259 | 412 | 554 |
| 六、基本每股收益 | 0.21 | 0.31 | 0.43 | 0.69 | 0.92 |
| 全面摊薄每股收益 | 0.19 | 0.29 | 0.43 | 0.69 | 0.92 |

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20% 以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。