

信用等级公告

联合[2015]098 号

北京利尔高温材料股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对北京利尔高温材料股份有限公司拟发行的 2015 年公司债券进行综合分析和评估，确定：

北京利尔高温材料股份有限公司主体长期信用等级为 AA

北京利尔高温材料股份有限公司拟发行的 2015 年公司债券信用等级为 AA

特此公告



分析师：钟晓 刘畅

二〇一五年五月五日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

北京利尔高温材料股份有限公司

2015 年公司债券信用评级分析报告

本次公司债券信用等级：AA

发行人主体信用等级：AA

评级展望：稳定

本次发行规模：11 亿元

债券期限：5 年

还本付息方式：按年付息，到期一次还本

评级时间：2015 年 5 月 5 日

财务数据

发行人

项 目	2012 年	2013 年	2014 年
资产总额(亿元)	25.17	36.05	40.39
所有者权益(亿元)	19.86	27.59	29.34
长期债务(亿元)	0.00	0.00	0.00
全部债务(亿元)	0.85	1.96	2.92
营业收入(亿元)	11.01	14.81	18.82
净利润(亿元)	1.11	1.73	2.03
EBITDA(亿元)	1.54	2.48	3.16
经营性净现金流(亿元)	0.46	1.64	-0.15
营业利润率(%)	33.79	34.61	35.34
净资产收益率(%)	5.71	7.29	7.15
资产负债率(%)	21.09	23.47	27.37
全部债务资本化比率(%)	4.09	6.64	9.06
流动比率	3.98	2.87	2.40
EBITDA 全部债务比	1.82	1.26	1.08
EBITDA 利息倍数(倍)	31.58	43.74	31.55

注：①本报告财务数据及指标计算均是合并口径。

②本报告中部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对北京利尔高温材料股份有限公司（以下简称“公司”或“北京利尔”）的评级反映了公司作为国内规模较大的民营耐火材料生产企业之一，具有研发能力强、产品品种齐全、产业布局合理、管理精细高效等优势。公司业务模式成熟，财务风格稳健，负债水平较低，盈利能力在行业内处于较好水平。联合评级同时也关注到耐火材料行业竞争激烈、下游主要行业需求增速持续下降、公司应收账款规模较大等因素可能给公司经营状况带来的不利影响。

未来，随着公司产业链条的不断纵向延伸，公司对原材料控制能力有望增强；随着公司海外市场的持续开拓，公司产销规模有望持续增长。联合评级对公司评级展望为“稳定”。

基于对公司主体及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司是国内规模较大的民营耐火材料生产企业之一，产品较为齐全，产业布局合理，行业内具有较强竞争优势。

2. 2013 年，公司收购高品质菱镁矿，并投资兴建冶炼系统，公司镁质原材料取得有较强的保障。

3. 公司财务风格稳健，负债水平较低，偿债压力较小。

4. 公司经营模式成熟，“整体承包”为主的业务模式使公司毛利率保持在较高水平，公司盈利能力较强。

关注

1. 耐火材料行业进入门槛较低，单个公司的市场占有率较低，市场竞争激烈。
2. 公司下游客户高度集中于钢铁行业，客户集中度过高，公司经营业绩受钢铁行业影响较大。
3. “整体承包”模式的推广导致公司应收账款和存货规模持续增长，应收账款规模较大使公司面临较大的资金占用压力。
4. 公司拟开展的多晶硅项目投资金额较大，且与公司主业相关性较小，其投资建设及经营情况具有较大不确定性。

分析师

钟月光

电话：010-85172818

邮箱：zhongyg@unitedratings.com.cn

刘畅

电话：010-85172818

邮箱：liuc@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦12层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与北京利尔高温材料股份有限公司构成委托关系外，联合评级、评级人员与北京利尔高温材料股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因北京利尔高温材料股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的公司相关资料主要由北京利尔高温材料股份有限公司提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代发行人及其它中介机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

北京利尔高温材料股份有限公司公司债券信用等级自本次债券发行之日起至到期兑付日有效；本次债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内该债券的信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

北京利尔高温材料股份有限公司（以下简称“公司”或“北京利尔”）原名北京利尔耐火材料有限公司，系 2000 年 11 月由冶金工业部洛阳耐火材料研究院（后更名为中钢集团洛阳耐火材料研究院）与赵继增等 20 名自然人共同出资组建的有限公司，公司初始注册资本为人民币 200 万元，后经历次增资和股权转让，截至 2007 年 11 月底，公司注册资本变更为 1,538 万元，其中赵继增出资 706.5 万元，占注册资本的 45.94%。

2007 年 12 月，经公司股东会决议，公司以 2007 年 11 月 30 日为基准日，通过整体变更的方式设立北京利尔高温材料股份有限公司，公司经审计后净资产 21,392.63 万元折合股本 10,125.00 万元，计入资本公积 11,267.63 万元。

2010 年 4 月，经中国证券监督管理委员会证监许可【2010】260 号文《关于核准北京利尔高温材料股份有限公司首次公开发行股票批复》批准，公司公开发行 3,375 万股股票，并在深圳证券交易所上市（股票简称：北京利尔；股票代码：002392）；2011 年 5 月和 9 月，公司分别向全体股东以资本公积转增股本，公司注册资本变更为 54,000.00 万元。

2013 年 8 月，经中国证券监督管理委员会证监许可【2013】782 号《关于核准北京利尔高温材料股份有限公司向李胜男等发行股份购买资产的批复》核准，公司以发行股份购买资产方式购买李胜男持有的辽宁金宏矿业有限公司 100% 股权，购买王生持有的辽宁中兴矿业集团有限公司 48.94% 股权，购买李雅君持有的辽宁中兴矿业集团有限公司 51.06% 股权，公司注册资本变更为 59,927.97 万元。

截至 2014 年底，公司注册资本为 59,927.97 万元，赵继增持有公司 26.13% 的股份，为公司实际控制人。

公司目前主要从事的业务为：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。

截至目前，公司设立了财务中心、营销中心、研发中心、采购中心、综合管理部、生产运营部、人力资源部、投资发展部、证券事务部和审计监察部等 11 个职能部门，拥有 12 家子公司；截至 2014 年底，公司拥有在职员工 2,503 名。

截至 2014 年底，公司合并资产总额 403,940.90 万元，负债总额 110,538.43 万元，所有者权益（含少数股东权益）293,402.47 万元。2014 年公司实现合并营业收入 188,198.18 万元，净利润（含少数股东损益）20,339.29 万元；经营活动产生的现金流量净额 -1,505.78 万元，现金及现金等价物净增加额 1,222.43 万元。

公司注册地址：北京市昌平区小汤山镇小汤山工业园四号楼；公司法定代表人：赵继增。

二、本次债券概况

1. 本次债券概况

本次债券名称为“北京利尔高温材料股份有限公司 2015 年公司债券”，发行规模为不超过 11 亿元（含 11 亿元），债券存续期限不超过 5 年，可以为单一年限品种，也可以为多种期限的混合品种，本次发行的公司债券的具体期限构成和各期限品种的发行规模股东大会已授权董事会在发行前根据相关规定及市场情况确定。本次债券按面值发行，采用单利按年计息，不计

复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本次债券采用无担保形式发行。

2. 募集资金用途

本次债券的募集资金在扣除发行费用后，拟用于偿还银行贷款和补充流动资金。

三、行业分析

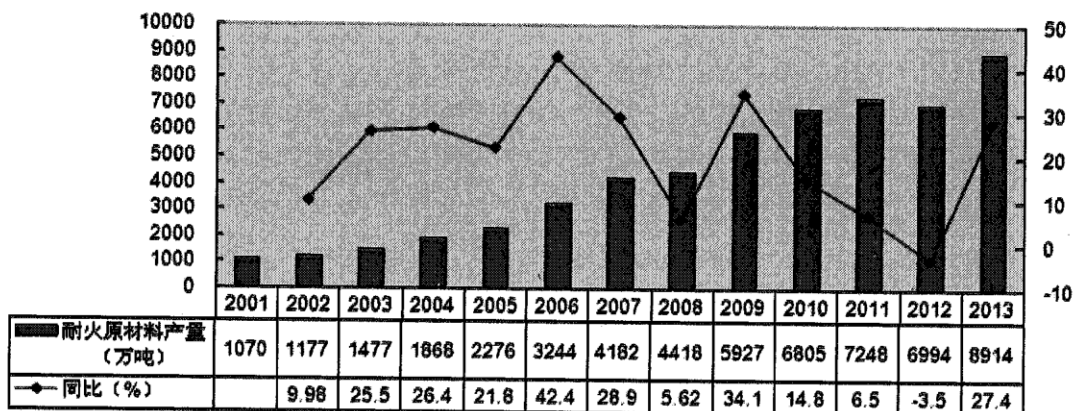
公司的主要产品包括不定形耐火材料、机压定型耐火制品、耐火预制件、功能耐火材料、陶瓷纤维制品等，主要应用于冶金等高温工业，公司属于耐火材料制品业。

1. 行业概况

耐火材料行业产品直接应用于钢铁、有色、水泥、玻璃、陶瓷和化工、机械、电力等国民经济各个领域的高温工业生产工程中，是保证上述产业生产运行和技术发展必不可少的基本材料。

2001~2013 年耐火原料及制品产量稳步增长，其中“十五”末比 2001 年增长 112.67%；“十一五”末比“十五”末增长 217.29%。2011 年，我国耐火原料及制品产量 7,248 万吨，较上年增长 6.5%；2012 年，耐火材料行业面临市场需求萎缩、货款回笼困难、资金压力加大等不利因素影响，行业整体产量有所降低，全年实现耐火原料及制品产量 6,994 万吨，较上年同期降低 3.5%；2013 年，耐火材料行业产销仍保持了增长态势，全年共实现耐火原料及制品产量 8,914 万吨，较上年增长 27.4%。

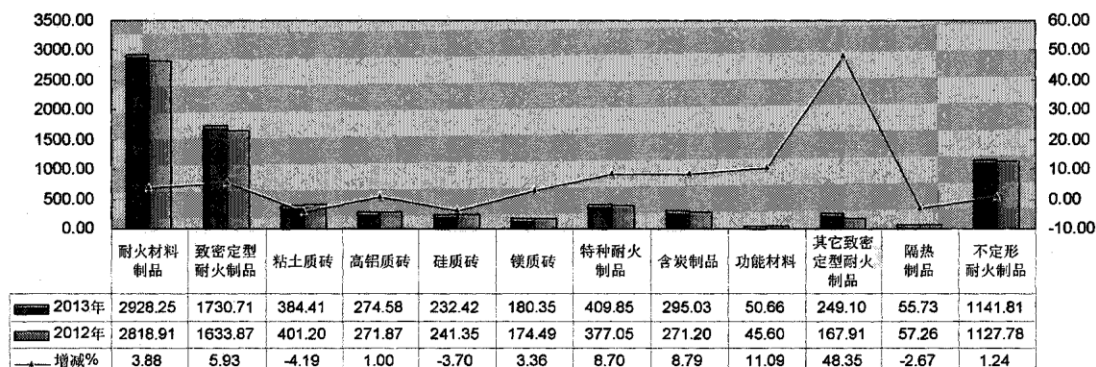
图 1 2001~2013 年中国耐火原料及制品生产量的走势



资料来源：中国耐火材料行业协会《耐火材料工业发展现状及展望》，徐殿利

耐火材料制品方面，2013 年，全国耐火材料制品产量 2,928.25 万吨，同比增长 3.88%。其中，致密定型耐火制品 1,730.71 万吨，同比增长 5.93%；保温隔热耐火制品 55.73 万吨，同比降低 2.67%；不定形耐火制品 1,141.81 万吨，同比增长 1.24%。耐火材料制品保持平稳增长态势。

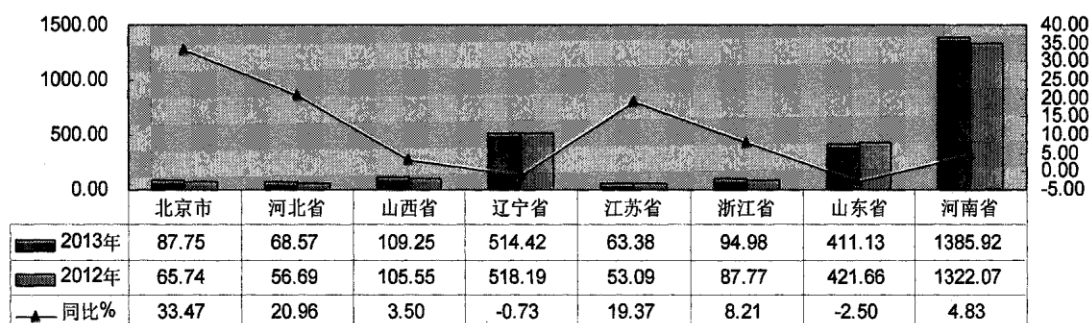
图2 我国耐火材料主要品种产量（单位：万吨，%）



资料来源：中国耐火材料行业协会《耐火材料工业发展现状及展望》，徐殿利

从产业区域分布情况看，耐火材料生产主要集中在河南、辽宁和山东三省，2013年三省耐火材料产量占全国耐火材料总产量的78.94%。经过十年多的努力，河南、山东发展成铝硅系耐火材料的主产区，辽宁为镁质耐火材料的生产基地。

图3 我国耐火材料主要生产省(市)的产量（单位：万吨，%）



资料来源：中国耐火材料行业协会《耐火材料工业发展现状及展望》，徐殿利

从发展增速来看，目前，我国耐火材料行业已告别高速发展时期，发展模式正在向产业转型升级期过渡，过去单纯追求产能的粗放式增长已不再适应市场的发展趋势。目前耐火材料产业面临着较为严重的供需失衡局面，呈现出供大于求的现状。企业兼并重组，竞争加剧，产业集中度较低，这些都构成了行业发展的瓶颈，短期内行业将迎来一段增速放缓、利润萎缩的发展阵痛期。在今后的发展中耐火材料行业将逐步淘汰落后产能，整合行业资源，提升整体的集中度，重塑企业格局，使我国耐火材料行业向着大型化和集中化发展。

总体看，受国内宏观调控、主要下游产业运行困难加重等因素影响，耐火材料行业将迎来一段增速放缓、利润萎缩的整合期，随着行业资源进一步整合，行业集中度持续提升，耐火材料行业仍有望实现稳定发展态势。

2. 原材料情况

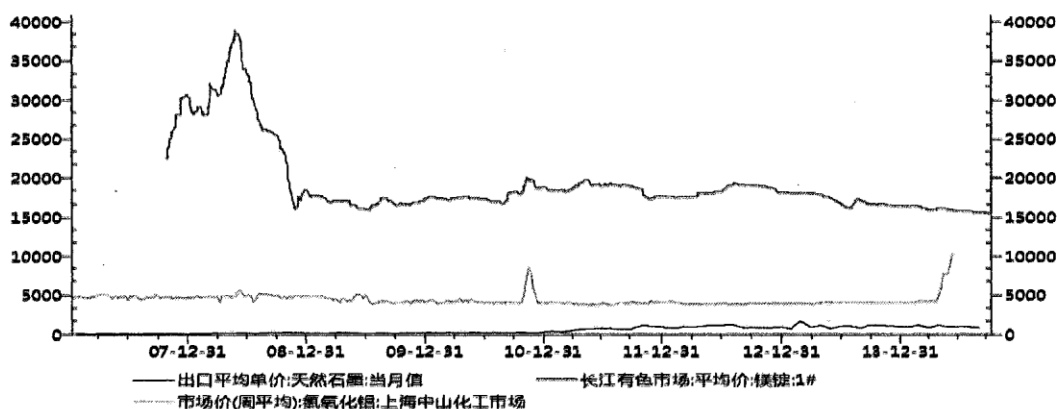
铝矾土、菱镁矿和石墨是三大基础耐火原料，在耐火产品成本中占比80%以上，原材料价格对耐火材料企业的利润水平影响较大。

我国铝矾土已探明基础储量20多亿吨，是世界三大铝土矿出口国之一；菱镁矿已探明基

基础储量 34 亿吨，储量居世界第一；已探明石墨基础储量 18 亿吨，是石墨出口大国，丰富的资源支撑着中国耐火材料度过了高速发展的十年，并能对后续耐材行业发展提供坚实的基础。

铝矾土、菱镁矿和石墨三大基础耐火原材在耐火产品成本中占比较大，其价格波动将对耐火材料厂商带来较大成本控制压力，对其稳定生产经营造成较大影响。近年来，三大基础原料中菱镁矿价格呈持续下降趋势，长江有色市场镁锭 1 号平均价自 2007 年 11 月底的 28,100 元/吨大幅降至 2014 年 10 月底的 15,400 元/吨；石墨价格基本平稳，铝矾土价格在近期有一定幅度上升，据上海中山化工市场公布的氢氧化铝周平均价看，氢氧化铝价格已由 2013 年底的 4,075 元/吨上升至 2014 年 6 月中旬的 10,200 元/吨。此外，耐火材料行业针对上游原材料行业议价能力较弱，当原材料价格出现波动时，行业内企业的成本控制能力将受到较大影响。

图 4 2007 年以来耐火材主要原材料价格变化情况表 (单位: 元/吨、美元/吨)



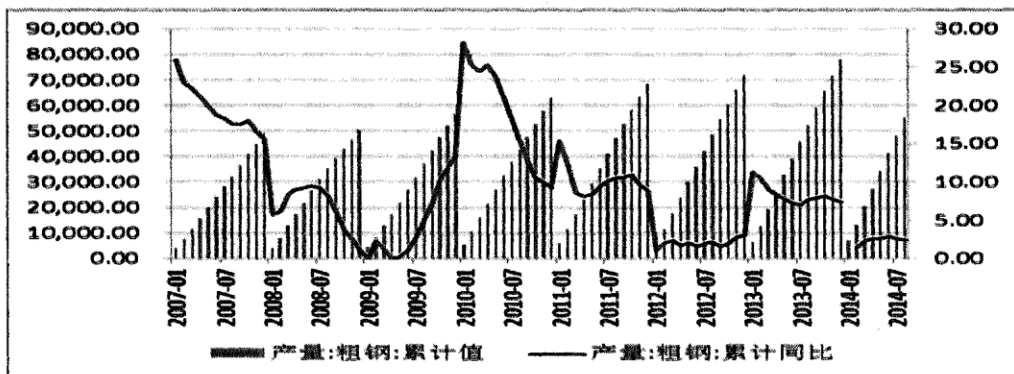
资料来源: wind资讯

总体看，耐火材料行业原材料供应储备丰富，但耐火材料行业原材料采购议价能力较弱，若主要原材料价格出现波动，将对耐火材料行业厂商带来一定的成本控制压力。

3. 下游行业

耐火材料是高温工业热工装备的重要支撑材料，在钢铁、有色金属、建材、化工、电力等行业中应用广泛，其中钢铁工业消耗约占 70%，建材行业约占 17%，钢铁行业和建材行业的规模直接决定了耐火材料的市场需求。

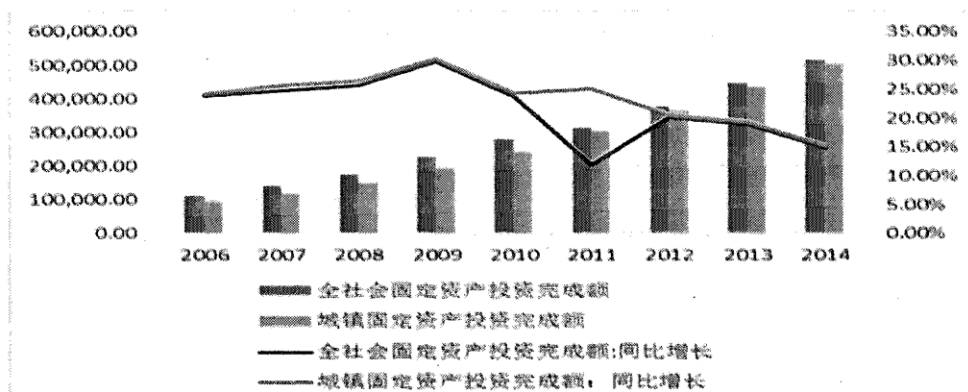
图 5 近年来我国粗钢产量变化 (单位: 万吨、%)



资料来源: wind资讯

“十五”和“十一五”期间，我国钢铁产能、产量持续增长，至2010年已占全球钢产量的44%。经过前期高速的增长期后，我国钢铁产能行业开始出现产能过剩，自2010年以来，受宏观经济形势下滑影响，钢铁行业增速放缓。2014年8月，我国粗钢产量合计6,891.01万吨，同比增长1.04%。钢铁行业景气度下滑，使得耐火材料行业下游需求增速放缓，耐火材料生产企业回款周期延长，利润空间受到压缩。

图6 2006年~2014年我国固定资产投资完成额累计同比情况（单位：%）



资料来源：wind资讯

建材行业的下游需求主要来自于基础设施建设和房地产建设。房地产建设方面，近年来随着房地产调控政策日趋频繁，土地市场有所降温，房地产开工速度放缓，房地产开发投资增速有所放缓；基础设施建设方面，随着近年来国民经济实力的增强，国内基础设施建设相关领域固定投资额也维持在较高水平，受2012年以来国家保障房、水利建设等基础设施建设的投资的支持，城市基础设施建设行业整体保持了较高的增速，但增速日益趋缓。从整体来看，全社会固定资产投资完成额增速有所放缓。

总体看，近年来钢铁、建材等主要下游行业的增速有所下滑，耐火材料的市场需求容量增速有所趋缓。

4. 行业竞争

耐火材料行业属于劳动密集型产业，进入门槛低，技术含量相对较低。20世纪90年代以来，随着大批乡镇、民营耐火材料企业的建立，产能迅速扩大。该阶段迅速增加的大批新企业基本上都是技术落后、设备简单的中小企业，生产中低档通用产品，致使产品同质化程度高，行业集中度低，竞争激烈。截至2012年底，耐火材料行业单个企业平均年产量不足1.1万吨，年销售收入达到2亿元的企业仅有约20家。截至2013年底，耐火材料行业国内约有2,311家企业。同时，随着世界领先的耐火材料集团如奥地利奥镁集团（RHI）、德国LWB公司和日本黑崎播磨株式会社（KROSAKI）等陆续在我国投资建厂，这些跨国公司在技术、设备和管理等方面具有很强的竞争力，进一步加剧了我国耐火材料行业的市场竞争。

近年来，耐火材料行业主管部门不断出台政策，要求提高行业准入条件，严格控制新增产能，原则上要依托现有耐火材料生产企业，通过联合重组，实施等量或减量置换，开展技术改造，提升行业集中度。从短期来看，行业竞争将持续加剧。

总体看，耐火材料行业整体集中度较低，行业竞争较为激烈。

5. 行业关注

原材料采购议价能力较弱带来一定成本控制压力

原材料成本的波动在较大程度上提高了耐火材料企业的经营风险。耐火材料企业原材料成本在生产成本中占比较大,且相对于下游钢铁、建材等行业而言,耐火材料企业议价能力较低,难以有效的实行成本转嫁,原材料价格波动要求企业具有较强的成本控制能力以保证获利空间;同时,近年来钢铁行业等主要下游行业盈利空间变窄,对耐火材料行业盈利空间带来一定挤压,耐火材料企业成本控制压力较大。

下游行业节能减排及环保压力加剧倒逼耐火材料行业产品升级

耐火材料行业主要下游行业钢铁工业是国民经济的基础产业,也是我国能源资源消耗和污染排放的重点行业。近年来,国家日益注重资源节约、环境保护等工作,要求钢铁产业结构调整 and 产业升级,促进钢铁行业节约、清洁和可持续发展。耐火材料作为炉衬的基础材料,对钢铁工业的节能减排以及可持续发展具有不可推卸的责任,这就要求耐火材料行业不断延长耐火材料使用寿命,降低耐火材料消耗,同时要求耐火材料行业不断推进产品升级,开发节能性产品以满足下游行业需求。

兼并重组加剧,行业集中度有望不断提升

随着耐火材料行业进入成熟期以及下游行业尤其是钢铁行业整合带来的变化,以及行业政策的不断推动,耐火材料行业正在经历一场变革,行业整合的推动力主要来自于行业结构的全面升级,包括行业发展模式升级、行业产品功能升级和企业盈利模式升级等。工业和信息化部在关于促进耐火材料产业健康可持续发展的若干意见中提出:到2015年,形成2~3家具有国际竞争力的企业,创建若干个新型工业化产业示范基地,前10家企业产业集中度达到25%,到2020年,前10家企业产业集中度提高到45%,耐火材料行业集中度有望不断提升。

6. 行业政策

《耐火材料产业发展政策》(修改稿)

中国耐火材料行业协会发布的《耐火材料产业发展政策》(修改稿)中指出:进行产品结构调整,以绿色耐火材料新产品为导向;通过产业组织结构调整,实施兼并、重组,支持具有比较优势的大企业发展,扩大规模,提高产业集中度;按照可持续发展和循环经济理念,提高环境保护和资源综合利用水平,节能降耗,最大限度的提高废水、废气、废物的综合利用水平,提高用后制品回收在利用率等措施,促进可持续、绿色环保、健康发展。

《工业和信息化部关于促进耐火材料产业健康可持续发展的若干意见》

2013年3月,工信部在《工业和信息化部关于促进耐火材料产业健康可持续发展的若干意见》中提出,要提高资源综合利用水平和保障能力,到2015年,高端耐火材料基本自给,菱镁矿石资源综合利用率不低于90%,耐火粘土矿石资源综合利用率不低于80%,到2020年,两种矿石资源综合利用率分别高于95%和90%;加大节能减排力度,到2015年,主要耗能设备能效水平达到一级,到2020年,用后耐火材料回收再利用率高于75%;提高产业集中度,到2015年,形成2~3家具有国际竞争力的企业,创建若干个新型工业化产业示范基地,前10家企业产业集中度达到25%,到2020年,前10家企业产业集中度提高到45%。

工信部发布《耐火材料行业准入条件》征求意见稿

2014年9月,工信部公开征求对《耐火材料行业准入条件》的意见,征求意见稿从生产

布局、工艺与装备、质量管理、清洁生产、节能降耗和综合利用、安全生产和社会责任、监督管理等方面，对耐火材料产业的行业准入进行了规范。征求意见稿同时指出，要严格控制新增产能，原则上要依托现有耐火材料生产企业，通过联合重组，实施等量或减量置换，开展技术改造，推进节能减排，生产和推广使用不定型耐火材料，优化产业结构，提高产业集中度。《耐火材料行业准入条件》的发布，有望减少重复投资，加快耐火材料产业优胜劣汰，行业龙头有望从中受益。

7. 未来发展

近期来看，当前宏观经济环境和发展态势对耐火材料行业市场环境影响较为不利，行业已进入兼并整合、科技创新驱动产业结构调整阶段；从中长期看，较为丰富的原料储备和巨大的内需市场使耐火材料行业发展仍然具有较稳定的支撑。

耐火材料行业政策导向主要为积极发展绿色环保耐火材料，推进节能降耗、减少污染的新型耐火材料发展。为了实现行业发展目标，耐火材料行业将有望切实提高产业集中度，合理规划天然耐火原料资源的开采和配置，合理布局产业分布；优化产业结构，实现耐火材料产品制造的绿色和节能，节能耐火材料、功能智能化耐火材料及不定形耐火材料的使用比较将大幅提高；行业集中度的提高将加剧行业间企业竞争，并推动行业科技创新能力显著增强，应用技术和应用基础研究水平显著提升。

总体来看，短期内，耐火材料行业将受当前宏观经济环境和发展态势影响进入调整阶段，但从中长期来看，行业仍具有较稳定的发展支撑。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司作为国内产品品种最全、整体承包范围最广的大型耐火材料制造商之一，是国内钢铁工业用耐火材料整体承包经营模式¹的先行者，也是国内大型钢铁工业用耐火材料整体承包商之一。在下游主要行业钢铁等高温工业增速放缓的背景下，公司实现了逆势的高速增长，销售规模增长速度和盈利能力高于同行业平均水平，公司的核心竞争力主要体现在以下三个方面：

公司率先创造了“全程在线服务”的整体承包经营模式，下游客户较多

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，是国内最大的钢铁工业用耐火材料整体承包服务商。公司在国内首先提出由“产品制造商”向“整体承包商”转变，由“产品价值”向“服务价值”延伸的战略思想，率先创造了“全程在线服务”的整体承包经营模式。公司依托完善的产品线、强大的创新能力，不断完善和优化的商业模式，目前正在由“整体承包商”向“合同耗材管理服务商”转变，通过商业模式的创新，公司的市场拓展能力得到进一步提高，核心竞争能力和盈利能力得到进一步提升。

在整体承包模式下，由于合同约定的付款期较长，会对公司资金产生较多占用，只有规模较大、资金实力较强的耐火材料生产商能够采用该生产模式。公司作为国内钢铁工业用耐火材料整体承包经营模式的先行者，资金实力较强，且在东北、华北、华中地区建有多条耐火材料

¹整体承包模式是指，就钢厂某条生产线生产过程中耐火部件的生产、安装和维护，公司与钢厂签订整体承包合同，在保证钢厂生产线正常生产的前提下，公司可以自行设计钢铁生产线耐火部分，而钢厂按照该条生产线的钢铁产量与公司结算耐火材料收入。

生产线，拥有包括宝钢、鞍钢、本钢、京唐钢铁、首钢迁钢、太钢、马钢、河北钢铁集团、山东钢铁集团、包钢、天津钢管、酒钢、攀钢西昌、天津荣钢、建龙钢铁集团等约 80 家大中型钢铁企业优质客户，整体实力较强。

公司具备完善的创新机制，综合技术实力较强

公司具有较强的耐火材料技术研发、自主创新和检测能力，综合技术实力业内领先，公司及子公司洛阳利尔、上海利尔、马鞍山利尔和辽宁中兴均为“高新技术企业”。2012 年，公司被国家科技部火炬高技术产业开发中心评选为 2012 年“国家火炬计划重点高新技术企业”。公司拥有一支高素质的技术人才队伍，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，技术人员专业齐全，覆盖了多个专业领域，各学科相互交叉补充，使公司具备了新产品开发、工程设计、热工与模具设计、理化检验与测试、现场技术支持等综合研发设计能力。

公司具备完善的创新机制，实行“市场—科研—中试—产业化—市场”的一体化模式，建立了以项目组为中心，以市场为导向、以满足市场需求为目标、与生产、使用现场紧密联系的产学研相结合研发机制，紧密结合钢铁冶金等客户市场对新产品、新技术发展的需要，以及公司产品质量稳定和发展的需要，开展了卓有成效的研发和技术创新工作。较强的研发和创新能力为公司迅速发展并在行业中占据领先地位提供了坚实的技术支撑。

持续提升的成本控制能力和科学有效的管理体系

公司持续推进技术创新工作，扎实推进以质量、成本为导向的全流程精细化管理工作，使得公司的成本控制能力得到提高。同时，公司于 2013 年完成了对辽宁金宏和辽宁中兴的收购兼并工作，拟在东北镁质基地形成“矿山开采—原料加工—制品生产—市场应用”一体化的业务架构。产业链的延伸进一步提升了公司的成本控制能力，完善了区域布局，提升了公司的竞争力，为公司盈利能力的提高提供了保障。

同时，公司深入开展公司内部和客户现场的精细化管理活动。2013 年，公司全面推动“精细化管理年”工作，运用信息化技术形成稳定的精细化管理体系和富有活力的创新体系，为公司持续发展提供了有力的支撑。

总体来看，公司作为国内钢铁工业用耐火材料整体承包经营模式的先行者，经营模式在同业中具备较强的竞争力；同时，公司十分重视研发技改，强大的研发和创新能力为公司迅速发展并在行业中占据领先地位提供了坚实的技术支撑；公司不断提升成本控制能力并建立科学有效的管理体系，为公司未来发展提供有力的支持。

2. 技术素质

公司整体研发实力较强，公司成立有专门从事产品开发、工艺技术研究、热工窑炉设计的研发中心，研发中心拥有一支 80 余人的研究开发队伍，设置有 18 个研发项目组 and 2 个设计项目组。公司研发中心已被认定为北京市企业技术中心。

研发中心实验室设备先进，拥有包括进口扫描电子显微镜、能谱分析仪、荧光分析，常温和高温物理检测仪器等 100 多台套物理化学检验测试分析仪器。实验室通过了中国国家实验室认证。

截至目前，公司申报发明和实用新型专利 94 项，获得授权专利 62 项，鉴定成果 30 余项，高新技术产品 32 个，新产品 100 余种，国家级、省部级各种奖项 12 项。

总体看，公司对耐火材料研发十分重视，整体研发能力较强，设备先进，具备较强的研发实力。

3. 人员素质

公司现有高层管理人员包括董事长、总裁、副总裁、财务总监及董事会秘书等共 7 人，均具备多年的耐火材料行业的生产和管理经验，熟悉公司的业务及发展方向，具有丰富的管理经验。

赵继增先生，1955年出生，1981年本科毕业于武汉钢铁学院耐火材料专业，历任北京利尔耐火材料有限公司董事长兼总裁、公司董事长兼总裁；现任公司董事长，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副会长、武汉科技大学董事会董事、武汉科技大学兼职教授、北京市昌平区政协委员、昌平区工商业联合会常委、中关村国家自主创新示范区“金种子工程”首批创业导师等职。

牛俊高先生，1963年出生，本科学历，高级工程师；曾就职于洛阳耐火材料研究院、北京利尔耐火材料有限公司，现任北京利尔高温材料股份有限公司常务副董事长兼总裁。

截至2014年底，公司在册员工2,503人，其中研发人员占12.27%，营销及客户服务人员占18.38%，生产人员占55.33%，行政人员占14.02%；从文化程度看，大学本科及以上学历人员占12.39%，大、中专学历占21.65%，其他占65.96%。

总体看，公司高层管理团队主要来自于洛阳耐火材料研究院，均具备多年的耐火材料行业的生产和管理经验，熟悉公司的业务及发展方向，有利于公司的长远发展；公司员工学历构成较合理，能够满足目前生产经营需要。

4. 税收优惠

2014年，公司本部及子公司洛阳利尔耐火材料有限公司、上海利尔耐火材料有限公司、马鞍山利尔开元新材料有限公司、海城市中兴高档镁质砖有限公司和海城市中兴镁质合成材料有限公司均符合“高新技术企业”认证，享受企业所得税税率为15%的税收优惠。

总体看，税收优惠为公司提供了良好的发展基础。

五、公司管理

1. 治理结构

公司依据《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》及其他相关法律、法规及《公司章程》的规定，设立了股东大会、董事会、监事会，董事会下设战略委员会、提名委员会、审计委员会及薪酬与考核委员会。

根据中国证监会及深圳证券交易所的相关规定，公司制定了《股东大会议事规则》、《总裁工作细则》、《关联交易管理制度》、《对外担保管理制度》、《对外投资管理制度》、《内部控制管理制度》、《董事会审计委员会年度财务报告审议工作制度》、《子公司管理制度》等工作制度。

目前，公司董事会成员 11 人，其中多人具有较丰富的耐火材料行业技术与管理经验，董事会中独立董事 4 人，符合相关上市公司监管规定；公司设监事会，监事会成员 3 人，其中职工监事 1 人。

总体看，公司履行了上市公司的相关监管规定，股东大会、董事会、监事会独立运作，法

人治理结构完善，整体运行情况良好。

2. 管理体制

公司目前设立了财务中心、营销中心、研发中心、采购中心、综合管理部、生产运营部、人力资源部、投资发展部、证券事务部和审计监察部等 11 个职能部门，拥有 12 家全资子公司（9 家直接持股全资子公司，3 家间接持股全资子公司），1 家控股子公司，公司的组织结构体系较为健全、完整。公司明确了各部门、层级的职责与权限，建立了监督与考核制度，确保了各部门、各层级责、权、利的匹配。

对子公司管理方面，公司通过向子公司选派高级管理人员，通过对子公司进行绩效考核以保证子公司执行总公司整体战略，各子公司在业务经营方面具有较强的自主性。

对外投、融资以及对外担保方面，公司严格按照《公司法》和《公司章程》的相关规定执行，所有对外投、融资行为必须经过总部批准，原则上由公司总部根据整体资金情况进行统一规划。未经总部允许，严禁子公司私自进行对外担保。

财务管理方面，公司对资金支出采取“大一统”的管理模式，子公司的大额资金支出需报总部总经理签字后方可予以支出。公司总部财务中心每日汇总公司资金日报，并对公司大额资金流入及流出情况进行实时监控。

安全管理方面，随着近年来公司产能规模的大幅增长，安全事故发生率有所提高，安全生产问题日益突出。公司于 2013 年底成立安环部，负责公司本部安全生产及环境保护相关事宜，并对下属子公司安全生产和环境保护相关事宜具有直接统辖权。

总体看，公司部门设置齐全，内部管理制度较健全，管理运作情况良好。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务为钢铁、有色、石化、建材等高温工业用耐火材料的开发、生产、销售等，并承担高温热工装备用耐火材料的整体设计、配置配套、安装施工、使用维护与技术服务为一体的整体承包业务，拥有现代化生产线 20 条，年生产能力 30 万吨。公司主导产品有不定形耐火材料、机压定型耐火制品、耐火预制件、功能耐火材料、陶瓷纤维制品和特种耐火材料等六大系列共 200 多个品种。公司是国内钢铁工业用耐火材料整体承包经营模式的先行者，是国内大型钢铁工业用耐火材料整体承包商，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。

随着公司主营业务的快速发展以及公司收购兼并工作的推进，公司营业收入呈逐年增长的态势，近三年年均增长率达到 26.67%。2014 年公司实现主营业务收入 184,172.19 万元，其中主营业务收入占 97.86%，公司主营业务十分突出。

近几年公司营业成本也呈逐年增长的走势，2014 年公司主营业务成本 116,040.87 万元，近三年年均增长 27.19%，与营业收入的增长速度基本保持同步。公司 2012 年投资损失较大（2012 年公司实现投资收益 -1,489.32 万元），近三年公司利润总额呈逐年增长的走势，年均复合增长率为 38.11%。2014 年公司实现利润总额 24,617.54 万元，其中投资收益 3,428.14 万元。

从公司主营业务的收入结构看，2013 年以前，公司主营业务收入全部来自耐火材料业务

收入, 2013 年 8 月公司为完善产业链, 收购了辽宁金宏矿业有限公司(以下简称“辽宁金宏”), 2014 年公司菱镁矿开采销售收入 15,305.59 万元, 较上年增长 264.03%, 占主营业务收入比例由 2.86% 上升至 8.31%, 公司其他业务收入主要来自菱镁矿矿石销售。耐火材料收入为公司主要收入来源, 近三年年公司耐火材料业务分别实现收入 109,530.94 万元、142,978.71 万元和 168,866.60 万元, 年均增长 29.67%, 公司耐火材料业务总体上保持较快的增长速度。

毛利率方面, 由于公司采用整体承包的经营模式, 毛利率水平较高且保持相对稳定, 近三年公司耐火材料业务毛利率分别为 34.51%、34.59% 和 36.57%; 公司其他产品主要包括菱镁矿矿石及钼铁, 2013 年和 2014 年毛利率分别为 77.03% 和 41.61%, 菱镁矿石销售毛利率较高, 2014 年由于公司将钼铁销售并入该项, 导致该项毛利率有一定幅度下降。受公司耐火材料业务快速发展以及公司菱镁矿矿石毛利率水平较高影响, 公司整体毛利率水平呈逐年增长的趋势, 近三年公司主营业务毛利率分别为 34.51%、35.80% 和 36.99%。

表 1 近三年公司主营业务盈利情况 (单位: 万元, %)

产品	2012 年			2013 年			2014 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
耐火材料	109,530.94	100	34.51	142,978.71	97.14	34.59	168,866.60	91.69	36.57
其他	--	--	--	4,204.48	2.86	77.03	15,305.59	8.31	41.61
合计	109,530.94	100	34.51	147,183.19	100	35.80	184,172.19	100	36.99

资料来源: 公司年报

总体看, 近年来公司经营情况整体保持良好态势, 营业收入保持较快的增长速度, 整体毛利率水平较高。

2. 业务运营

近几年, 公司营业收入主要来自公司耐火材料业务收入, 公司耐火材料生产基地主要分布在北京、洛阳、上海、马鞍山和辽宁等地。

公司可以根据客户需要, 提供从耐火材料配置设计、研究开发、生产制造、安装施工、使用维护与技术服务为一体的耐火材料“全面解决方案”和“全程在线服务”。公司作为国内钢铁工业整体承包模式的首创者, 整体承包业务收入占总收入约 75%, 为国内最大的钢铁工业耐火材料整体承包商, 公司主要客户为国内大型钢铁企业。随着公司销售规模的扩大, 公司营业收入保持快速增长态势。近三年公司耐火材料业务收入分别为 109,530.94 万元、142,978.71 万元和 168,866.60 万元, 毛利率分别为 34.51%、34.59% 和 36.57%。

(1) 原材料采购

公司生产耐火材料所需原材料种类较多, 主要包括生橄榄砂、镁砂、结合剂、刚玉、高铝料、石墨、树脂和水泥等, 原材料成本占公司总成本的 70% 左右。

目前公司生产所需原材料主要通过对外采购取得。公司通过耐火材料网、同业中的联系人或领导介绍等方式与原材料供应商取得联系, 随后对该供应商的生产能力、规模、实力, 以及其主要客户情况进行考察后决定是否从该供应商进行采购。

公司对大宗商品采取集中采购的方式, 对于采购量较大或较重要的原材料, 在决定采购前首先需要公司研发部门、质量部门、采购部门和生产部门进行相应的实地考察。供应商确定以后, 由供应商提供样品, 制作样品并由研发部门对该样品的理化指标进行检测, 检测合格后供

应商进行少量供货（一般为 2 吨），经公司驻钢厂客户经理与钢厂协调后进行实地试验。实验达标后，公司才会正式从该供应商进行相关原材料的采购。

公司采购产品的质量由公司技术质量部把控，公司技术质量部的检测中心在原材料货车到库时、卸车中和入库后分别采样，进行化验，出现异常后通知供应商，对于有问题的原料，公司将按照低标准原材料购入或退回重新发货。供应商对检测结果不满意可协调由第三方检测机构（如洛阳耐火材料研究院）再次检测。为保证公司原材料的供应，公司对原材料供应商实行黑名单管理，对于送货不及时、屡次出现质量不合格情况且不认可第三方检测结果的供应商，公司将其列入黑名单，并不再与其合作。

公司按照原材料实际使用量，制定周计划及月计划安排采购，并对不同原材料保留一定的库存量（一般为 2 个月左右的耗用量）。采购计划方面，公司分别制定月采购计划和周采购计划，公司首先通过制定月计划敦促原料供应商备货，之后通过周计划安排具体的采购活动。每月月底首先由驻客户现场的客户经理制定下个月的产品计划，公司生产部门汇集、拆分后制定原料采购计划，经相关领导审批同意后交由采购部门制定下月的月采购计划。客户现场的客户经理每周根据现场工程进度与安排制定具体产品计划交予生产部，公司库管员根据生产计划制作采购审批单后由采购部门进行采购。

由于耐火材料生产所需原材料种类较多，公司从前五大原材料供应商采购总额仅占公司总采购量的 14.40%。公司不存在对主要原材料供应商的过度依赖。同时，对于重要的原材料，公司均保持至少与三家优质供应商合作，以保证公司原材料的供应。总体上，公司原材料采购集中度低，不存在采购集中的风险。

表 2 2014 年公司前五大原材料采购供应商

供应商名称	金额（万元）	占比（%）
供应商 A	8,178.60	6.40%
供应商 B	2,913.62	2.28%
供应商 C	2,900.85	2.27%
供应商 D	2,448.92	1.92%
供应商 E	1,943.54	1.52%
合计	18,385.55	14.40%

资料来源：公司提供

公司作为规模较大的耐火材料厂商，信誉较好且日常采购量较大，上游的原材料供应商均将公司视为重要的优质客户，使得公司在与其谈判过程中可以获得相对较低的采购价格，公司在原材料成本控制方面具备一定的优势。

耐火材料的生产所需的原材料种类较多，主要原材料包括镁砂、刚玉和树脂等。随着公司经营规模的扩大，主要原材料采购量均保持增长态势。随着公司工艺改进及产品结构的变化，皮砂块、石墨、液体树脂和 88D 高铝料 5-3 等原材料采购量有一定下降。原材料采购价格方面，公司原材料的采购价格总体呈现平稳下降的走势，但采购量有所上升，公司原材料采购方面成本控制较好。

表3 2012~2014年公司原材料采购情况

原料	项目	2012 年	2013 年	2014 年
生橄榄砂 1-0	采购量 (吨)	8,689	13,834	21,451
	单价 (元/吨)	423	383	396
85 镁砂大块	采购量 (吨)	591	6,288	6,031
	单价 (元/吨)	743	550	550
96.5 电熔镁砂	采购量 (吨)	4,706	6,055	5,844
	单价 (元/吨)	2,653	2,586	2,553
91 皮砂块	采购量 (吨)	4,794	2,973	1,411
	单价 (元/吨)	963	963	1,023
结合剂 K	采购量 (吨)	2,106	2,185	4,860
	单价 (元/吨)	3,829	3,457	3,697
白刚玉 325 目	采购量 (吨)	1,858	2,066	2,622
	单价 (元/吨)	5,363	5,219	5,025
88D 高铝料 5-3	采购量 (吨)	2,698	2,049	3,893
	单价 (元/吨)	2,405	2,417	2,432
80AS 高铝料 200 目	采购量 (吨)	565	1,518	1,526
	单价 (元/吨)	1,130	1,139	1,137
棕刚玉 3-1	采购量 (吨)	1,707	1,450	2,426
	单价 (元/吨)	4,509	4,351	4,250
-194 石墨	采购量 (吨)	1,645	1,312	1,836
	单价 (元/吨)	4,472	3,450	3,441
树脂粉 4112A	采购量 (吨)	1,009	1,095	1,191
	单价 (元/吨)	12,165	11,718	11,769
92-94 硅微粉	采购量 (吨)	1,107	1,003	2,067
	单价 (元/吨)	1,442	1,401	1,435
α -氧化铝微粉(1 μ)	采购量 (吨)	588	642	1,058
	单价 (元/吨)	4,806	4,616	4,588
液体树脂	采购量 (吨)	867	599	1,324
	单价 (元/吨)	11,091	10,826	11,080
70G 水泥	采购量 (吨)	754	474	1,115
	单价 (元/吨)	5,018	4,952	5,075

资料来源：公司提供

公司将构建“矿山开采—原料加工—制品生产—市场应用”一体化的业务架构，通过产业纵向延伸与横向扩展，纵向控制前端矿山等原料资源，完善公司产业链，扩大公司规模；横向积极实施完善区域布局战略，逐步完善公司的产品结构、优化区域布局、提高公司的市场占有率。2013 年 8 月，公司通过发行股份购买资产的方式收购了辽宁金宏矿业有限公司和辽宁中兴矿业集团有限公司。辽宁中兴经营范围为生产、出口耐火材料、镁制品；辽宁金宏经营范围为菱镁矿露天开采，道路货物运输。目前公司对两家被收购企业的重组工作进展顺利，东北镁质耐火原料项目的建设进展顺利，产业链的延伸进一步提升了公司的成本控制能力，完善了公司的区域布局。

结算方面，对原材料供应商公司采用以票据结算为主的方式进行，公司与下游客户结算以票据结算为主，使得公司在手票据较多，公司会采用票据背书转让的方式与上游原材料供应商结算，公司按照合同约定的条款在验收合格后或使用合格后客户付款。

总体看，公司耐火材料业务在原材料与成本控制方面具备一定的优势，未来随着东北镁质耐火原料项目的推进，对公司产品市场竞争力将得到进一步提升。

(2) 产品生产

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，采用“全程在线服务”的整体承包经营模式。公司产品种类较多，整体承包过程中所需的大部分产品公司均可自行生产。公司产品主要由北京利尔、洛阳利尔、上海利尔、马鞍山利尔和辽宁中兴等生产基地生产，主要产品包括不定形耐火材料、定型耐火制品和功能耐火材料三大类。公司生产包括公司各生产车间耐火材料的生产制造和客户现场耐火设备的日常维护两方面，目前公司各生产车间的生产人员约八百人，各客户现场的工作人员合计约一千五百人。

产能方面，目前公司主要生产线位于北京利尔、上海利尔、洛阳利尔、马鞍山利尔以及辽宁中兴等，公司主要由生产线及产品产能情况见下表。

表 4 公司主要生产线及简介

生产线	生产基地	主要产品	产能
不定型耐火材料生产线	北京、上海、洛阳	中间包涂抹料、干式料，浇注料，出钢口填料和引流砂，喷补料等	26 万吨/年
连铸三大件生产线	北京	中包上水口、长水口、塞棒、浸入式水口和快换水口等	10,000 吨/年
透气砖生产线	洛阳	提鞣提式透气砖，热装式透气砖、透气砖座砖、钢包水口座砖、中包透气幕墙等	150,000 套/年
预制件生产线	北京、上海、洛阳	挡渣墙、挡坝、稳流器、冲击板、钢包包壁无碳预制砖、包底预制件、电炉、精炼炉炉盖预制件、脱硫喷枪，吹氩枪，KR 搅拌头、加热炉用预制块和烧嘴砖等	5 万吨/年
机压不烧制品生产线	北京、上海、洛阳、马鞍山	镁碳砖，低碳镁碳砖，镁铝、铝镁尖晶石碳砖，无碳刚玉尖晶石砖，铝碳化硅碳砖，抗剥落尖晶石砖	10 万吨/年
机压烧成制品生产线	洛阳、辽宁中兴	高铬砖、镁铬砖，镁铝尖晶石砖，铁尖晶石砖，高纯刚玉砖，铬刚玉砖，镁钙（白云石）砖等产品	5 万吨/年
钢包控流产品与控流机构生产线	马鞍山	不烧铝碳滑板，烧成铝碳滑板，金属结合滑板，非氧化物结合滑板，钢包上下水口，钢包水口座砖，钢包滑板机构和中包快换机构等产品	1,000 吨/年 (控流产品) 300 套/年 (控流机构)
陶瓷纤维制品生产线	上海	陶瓷纤维毯、毡，陶瓷纤维组合模块，硬质陶瓷纤维板，各种异型陶瓷纤维制品，陶瓷纤维喷涂料和陶瓷纤维浇注料。	1,000 吨/年

资料来源：公司提供

生产计划方面，公司生产部门根据营销部门从客户现场反馈信息制定的月计划与周计划为各种产品安排生产线进行生产，按照以销定产方式生产。

从产能产量来看，随着公司整体承包业务规模的扩大，以及近两年公司为完善产业链、完善产品结构和拓展市场等原因先后收购辽宁金宏矿业有限公司、辽宁中兴矿业集团有限公司、西峡县东山矿业有限公司和上海新泰山高温工程材料有限公司等企业，公司不定型耐火材料产能逐年升高，产能利用率和产销率也维持在较高水平。

2014 年，公司不定型耐火材料产量 25.39 万吨，产能利用率达 97.64%。与不定型耐火材料相比，定型耐火制品和功能耐火材料产品生产工艺复杂，随着生产线的磨合，以及公司技改的不断进行，相应产品产能利用率也不断提高。定型耐火制品产能利用率由 2012 年的 93.79% 提升到 2014 年的 99.57%；功能性耐火材料产能利用率也由 2012 年的 78.31% 上升到 2014 年

的 91.47%。近几年两类产品的产销率一直维持在较高的水平，2014 年，公司定性耐火产品产量达 3.61 万吨，产销率 97.98%，功能性耐火材料产量为 1.09 万吨，产销率 99.24%。

表 5 近三年公司耐火材料产品产量和销量情况（单位：吨）

品种	项目	2012 年	2013 年	2014 年
不定形耐火材料	产能	210,000.00	240,000.00	260,000.00
	产量	201,159.65	232,711.53	253,864.19
	销量	201,200.00	232,600.45	254,790.23
定型耐火制品	产能	35,000.00	35,000.00	37,000.00
	产量	32,828.03	34,906.85	36,842.61
	销量	32,900.00	35,000.00	36,098.13
功能耐火材料	产能	12,000.00	12,000.00	12,000.00
	产量	9,397.59	10,710.16	10,976.31
	销量	9,354.00	10,756.00	10,893.76
合计	产能	257,000.00	287,000.00	309,000.00
	产量	243,385.27	278,328.54	301,683.11
	销量	243,454.00	278,356.45	301,782.12

资料来源：公司提供

耐火材料生产结束后，对于采用整体承包模式的业务，公司根据客户现场之前上报的计划，公司将相应的产品发往各个客户现场，由公司驻客户现场的工作人员负责该客户耐火设备的日常维护工作。

安全环保方面，公司 2013 年成立安全环保部，建立了一整套安全生产管理体系和制度，公司各子公司及机构都设有专人负责安全生产工作，并实行了分级管理、全员参与的安全风险防范责任制，有效地防控了各类较大安全事故的发生。不断改善作业环境、降低职工劳动强度。加强监督检查劳动防护用品的发放和使用，定期组织从事特殊工种的职工健康体检。

总体看，公司耐火材料采用“全程在线服务”的整体承包经营模式，产能利用率和产销率较高，但目前公司各主要生产线均已接近满负荷运行，公司产能在一定程度上对公司业务的进一步拓展产生一定的限制。

（3）市场销售

2014 年公司耐火材料行业实现销售收入 168,866.60 万元，毛利率 36.57%。产品方面，不定形耐火材料销售收入 66,386.16 万元，毛利率 32.40%；定型耐火制品销售收入 63,240.52 万元，毛利率 32.06%；功能型耐火材料实现销售收入 38,885.54 万元，毛利率 47.48%。

公司是高温工业用耐火材料整体方案提供商和解决商，目前采用以整体承包为主，直销方式为辅的销售模式。

在直接销售模式下，产品发至客户后，按照合同约定的条款在客户验收合格后或使用合格后客户付款，公司确认销售收入。在自然人代理销售的情况下，公司在货物交付代理人验收并提货时确认收入的实现，其中货款由公司与代理人结算，再根据该代理人申请，给最终客户开具发票。

在整体承包销售模式下，公司将产品发至客户并按合同要求进行项目（即整体承包项目，包括中间包、钢包、铁水包等项目承包）施工，项目施工完成后交付客户使用，使用结束后根据合同约定结算的条款（如炉数、出钢量、出铁量等）按月确认销售收入。承包销售定价模式

主要分两种情况，第一是按吨钢、吨铁结算（主要是钢包、铁包），第二是按单个包结算（主要是中间包）。由于钢包、铁包寿命比较长，一般一个钢包能用 80~100 炉，周期为 20~40 天左右，所以按照合同约定，钢包、铁包客户一般采用吨钢结算模式；中间包因为寿命比较短，一般能用 1~2 天，用完以后就要拆除，所以针对寿命较短的中间包，一般采用单个包结算。结算方面，公司下游客户主要采用现金及票据结算的方式。

对外出口时，公司直接对外出口货物的，在出口报关后确认销售收入；通过客户国内分支机构直接出口货物的，在货物铁运提单提交该机构确认后确认销售收入。

由于整体承包模式钢厂能降低成本，管理方便，整体承包模式将是未来发展趋势，全线耐火材料整体承包销售价格在 30~50 元/吨钢之间，公司目前整体承包模式收入所占比重约为 75%。

在整体承包的模式下，公司可以根据客户需要，提供从耐火材料配置设计、研究开发、生产制造、安装施工、使用维护与技术服务为一体的耐火材料“全面解决方案”和“全程在线服务”。

公司在主要客户现场办事机构设置客户经理一名和若干施工工人，客户经理负责将客户需求反馈到公司总部，并开拓新客户。公司设销售部负责汇集各个客户经理反馈的客户需求，并与生产、采购等部门协调相关耐火材料的生产与配送等工作。

销售区域方面，公司国内销售主要分为华北、华东、东北、中南和西北五大片区，其中华北和华东地区销售收入合计超过公司总收入的 70%；公司目前拥有包括宝钢、鞍钢、本钢、京唐钢铁、首钢迁钢、太钢、马钢、河北钢铁集团、山东钢铁集团、包钢、天津钢管、酒钢、攀钢西昌、天津荣钢、建龙钢铁集团等约 80 家大中型钢铁企业优质客户，在国内设立了 50 多个办事机构，形成了完善的国内销售网络。出口方面，公司对外出口以向东南亚地区和俄语区为主。目前，公司产品已经销往乌克兰、俄罗斯、意大利、英国、印尼、巴基斯坦、波兰等十多个国家，并在乌克兰、德国、印度、印尼等设立了海外营销机构，形成了国际市场销售网络。

表 6 近三年公司主要产品平均销售价格

主要产品	平均售价(元/吨)		
	2012 年	2013 年	2014 年
不定形	2,242.13	2,325.00	2,376.13
预制	4,742.52	4,917.81	5,034.48
机压	3,684.85	3,821.05	3,948.95
功能材料	17,217.84	17,854.23	18,694.31
纤维制品	19,308.27	20,021.94	20,946.25

资料来源：公司提供

公司耐火材料的销量由 2012 年的 32.99 万吨增长至 2014 年的 51.62 万吨，近三年的产销率分别为 114.92%、109.05%和 110.33%。公司作为国内最大的耐火材料整体承包商，近几年随着整体承包业务的快速发展，销售量逐年增长，产销率一直维持在较高水平。在现场承包模式下，随着公司不断推进研发技改，公司能够在满足客户需求的同时降低耐火材料产品的耗用量或采用更经济的新材料代替，并将价格较低的产品按相对较高的合同约定承包价格出售。受此影响，公司主要产品的平均销售价格也呈逐年升高的态势。

从客户集中度看，2014年公司前5大销售客户在公司收入中占比23.59%，公司没有对主要

客户产生依赖，公司耐火材料业务下游客户的销售集中度不高。

表 7 2014 年公司产品前 5 大销售客户情况

销售客户	主要销售产品	销售金额 (万元)	销售占比 (%)
客户 A	整体承包	16,117.16	8.56%
客户 B	整体承包	10,047.73	5.34%
客户 C	整体承包	6,439.17	3.42%
客户 D	整体承包	5,949.36	3.16%
客户 E	整体承包	5,837.78	3.10%
合计	--	44,391.20	23.59%

资料来源：公司提供

2014 年，公司耐火材料业务共实现主营业务收入 184,172.19 万元，其中国内收入占比 92.62%，毛利率 37.43%；出口销售收入占比 7.38%，毛利率 31.52%，毛利率水平较好。

2014 年 10 月，公司与马来西亚东钢集团有限公司（以下简称“东钢集团”）就公司对东钢集团（一期粗钢产能为 70 万吨/年，全部建成达产后产能为 300 万吨/年）炼铁和炼钢用耐火材料的总承包事项签署了《东钢耐火材料整体承包合同》，双方约定签订合同期限为“2+2”模式。东钢集团一期 70 万吨钢项目计划于 2014 年 11 月投产，预计一期项目投产后本合同可实现销售收入约 7,000 万元/年，东钢集团全部建成达产后，预计本合同可实现 3 亿元人民币/年的销售收入。公司整体承包的销售模式已经逐步走向国际市场。海外市场的逐步开拓有望使公司产销规模进一步扩大，但同时也增加了公司的经营风险和汇兑风险。

总体看，公司作为国内钢铁工业用耐火材料整体承包经营模式的首创者，创造了“全程在线服务”的整体承包经营模式。公司客户资源丰富，毛利水平较高且较为稳定，公司销售状况较好。

3. 重要投资

年产 5,000 吨多晶硅项目

2011 年 7 月 12 日公司董事会审议通过使用不超过 600.00 万元收购伊川建合硅业科技有限公司（以下简称“建合硅业”）100%股权，并使用超募资金 60,000.00 万元对建合硅业进行增资的议案。

该项目总投资 138,976.04 万元，其中 60,000.00 万元由超募资金出资，其余 78,976.04 万元由建合硅业自筹资金解决。该项目由建合硅业具体负责项目建设，建设期限为 2011 年 7 月~2012 年 7 月。截至 2013 年底，公司该项目已投入金额 9,931.85 万元，2014 年度投资 859.21 万元。

由于多晶硅项目在实施过程中，多晶硅行业的市场环境等因素发生了较大的变化，为了保护股东权益，公司对该项目采取了更加审慎的态度，致使该项目的投资进度较项目实施计划有所延迟。

向上下游延伸产业链

公司为把握大型钢企市场份额，与下游钢企合资建厂，2011 年公司与内蒙古包钢钢联股份有限公司共同出资筹建内蒙古包钢利尔高温材料有限公司（以下简称“包钢利尔”），包钢利尔坐落于内蒙古包头市稀土高新技术产业开发区希望园区内，占地面积 270 亩，注册资本

1.5 亿元（公司持股比例 50%）。包钢利尔立足于为包钢提供优质的耐火材料产品及整体承包服务，将公司打造成为西北地区一流耐火材料生产企业。

公司为提高成本控制能力，完善了区域布局，按照“矿山开采—原料加工—制品生产—市场应用”一体化的业务架构，向上游延伸产业链。公司于 2013 年 8 月通过发行股份购买资产的方式收购了辽宁金宏矿业有限公司和辽宁中兴矿业集团有限公司。

世界菱镁矿储量的三分之二集中在中国，中国菱镁矿储量的 85.6%在辽宁，而鞍山菱镁矿储量居世界之首。辽宁中兴经营范围为生产、出口耐火材料、镁制品；辽宁金宏经营范围为菱镁矿露天开采，道路货物运输。目前公司对两家被收购企业的重组工作进展顺利，东北镁质耐火原料项目的建设进展顺利，产业链的延伸进一步提升了公司的成本控制能力，完善了公司的区域布局。

据北京经纬资产评估有限责任公司 2012 年 11 月 30 日出具的《辽宁金宏矿业有限公司菱镁矿采矿权评估报告书》，辽宁金宏截至 2012 年 4 月 30 日经评审备案的保有资源储量为(122b)+(333) 矿石量 5,526.94 万吨，平均品位 $MgO46.07\%$ 、 $CaO0.67\%$ 、 $SiO21.17\%$ ，截至评估基准日的评估利用资源储量为矿石量 4,883.97 万吨；可采储量为矿石量 4,737.45 万吨，生产规模为 100.00 万吨/年，经评估确定“辽宁金宏矿业有限公司菱镁矿采矿权”评估价值为 41,025.22 万元。

近两年，公司实现菱镁矿矿石收入 4,204.48 万元 15,305.59 万元，系公司于 2013 年 8 月收购上述两家公司后取得的菱镁矿销售收入。截至 2014 年底，辽宁金宏菱镁矿库存量 28,603 吨。未来产业链整合完成后，东北镁质耐火原料基地生产项目除满足公司自用外，尚可取得较大规模的矿石收入。

总体看，公司发展战略明确，不断完善产业链：一方面向下游钢企合资建厂延伸，投资 7,500 万元与包钢股份成立合资公司，牢牢把握大型钢企市场份额；另一方面，向上游资源延伸，收购原料资源镁砂等，控制资源和成本。随着公司不断推进“矿山开采—原料加工—制品生产—市场应用”一体化的业务架构，公司未来发展前景较为广阔。

4. 经营效率

2012~2014 年，公司资产总额、所有者权益、营业收入和净利润的复合增长率分别为 26.69%、21.55%、30.75%和 35.35%，公司近三年经营状况良好、发展速度较快。

随着公司兼并重组的推进以及经营规模的扩大，公司应收账款逐年增长，增速稍快于营业收入的增长速度，2012~2014 年的应收账款周转次数分别为 2.16 次和 2.14 次和 1.94 次，呈逐年下降趋势。

近三年公司营业成本和存货也保持较高的增长速度，近三年存货周转次数呈现波动下降的态势，2012~2014 年的存货周转次数分别为 2.65 次、2.85 次和 2.76 次。

由于近三年公司营业收入增速快于资产总额的增速，近三年公司总资产周转次数逐年增长，2012~2014 年的总资产周转次数分别为 0.45 次、0.48 次和 0.49 次，处于正常水平。

从同行业比较来看，2014 年公司主要周转指标在同行业主要上市企业内均属一般水平。

表 8 2014 年同行业主要上市公司主要经营数据对比

证券简称	应收账款周转率(次)	存货周转率(次)	总资产周转率(次)
北京利尔	2.02	2.78	0.49
瑞泰科技	2.56	2.39	0.66
金磊股份	2.17	1.65	0.77
濮耐股份	1.84	1.91	0.60

资料来源：Wind 资讯，联合评级整理

注：Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 资讯数据

总体看，公司经营效率处于正常水平。

5. 未来发展

在耐火材料的刚性需求保持稳定，行业经营模式转型升级，行业集中度有待提高的发展趋势下，公司将充分发挥业已确立的技术创新优势和“合同耗材管理”的商业模式，加快先进技术工程化，科技成果产业化步伐，发展优质高效耐火材料，不断完善和优化经营模式，在提升为钢铁工业服务能力的基础上，逐步向煤化工、建材、有色等领域耐火材料的市场拓展，扩大公司的市场份额，提升盈利能力。

为优化生产力布局，提升公司综合竞争力，公司将在建设好“矿山开采—原料加工—制品生产—市场应用”一体化的业务架构东北镁质基地的基础上，继续通过产业纵向延伸与横向扩大，向上控制前端矿山等原料资源，完善公司产业链，扩大公司规模，积极实施完善区域布局战略，逐步完善公司的产品结构、优化区域布局、提高公司的市场占有率，做强耐火材料主业，并与上下游企业逐步形成利益共同体，使得整个产业链趋于稳固并获得良性发展。

公司未来将继续深化“精细化管理”工作，完善提升“合同耗材管理”经营模式，推动公司经营规模和经营效益显著提升，将重点做好以下工作：

继续强化管控能力建设，优化集团管控体系，强化执行力。加强推进公司实体经营市场和资本经营市场建设。加快商业模式创新步伐，提升资本市场经营能力，建立适应公司发展的市值管理机制，使资本市场更加有利于促进公司整体战略目标的实现，为公司的持续快速发展创造条件。

加大研发资金投入，加快博士后科研工作站建设。激发研发人员的创新激情，多出成果，为公司的市场维护和市场拓展提供强有力的技术支撑。

同时，扎实做好镁质耐火原料项目的建设，尽快发挥重组后辽宁中兴、辽宁金宏的协同效应和综合优势，加快东北镁质耐火原料基地的建设步伐，快速扩大公司经营规模，提升公司的盈利能力。加大新项目和技改项目的投资力度，做好洛阳利尔 RH 精炼用无铬环保型耐火制品项目、马鞍山利尔扩建项目、青岛冶金辅料项目、上海新泰山技改项目等十余项的建设工作。提升产能，满足公司销售规模扩大的需求。

总体看，公司发展战略明确，耐火材料行业未来发展前景仍属较广阔，未来随着公司产业链的完善和技改的继续进行，公司产品的附加值也将逐步提高。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2012~2013 年度合并财务报表已经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，

2014 年合并财务报表已经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留意见的审计报告。

公司于 2013 年以发行股份购买资产的方式收购辽宁中兴矿业集团有限公司（2013 年底净资产 23,699.87 万元，2013 年贡献净利润 568.00 万元）、海城市中兴高档镁质砖有限公司（纳入辽宁中兴合并）、海城市中兴镁质合成材料有限公司（纳入辽宁中兴合并）、辽宁金宏矿业有限公司（2013 年底净资产 42,887.26 万元，2013 年贡献净利润 1,296.00 万元）并纳入合并范围，以现金的方式收购海城中兴重型机械有限公司（纳入辽宁中兴合并）、西峡县东山矿业有限公司（2013 年底净资产 262.88 万元，2013 年贡献净利润 4.5 万元）并纳入合并范围，2014 年公司合并报表范围企业增加一家，上海新泰山高温工程材料有限公司从购买日将其纳入合并范围。综合来看，公司三年主营业务未发生变化，财务数据可比性较强。

截至 2014 年底，公司合并资产总额 403,940.90 万元，负债总额 110,538.43 万元，所有者权益（含少数股东权益）293,402.47 万元。2014 年公司实现合并营业收入 188,198.18 万元，净利润（含少数股东损益）20,339.29 万元；经营活动产生的现金流量净额-1,505.78 万元，现金及现金等价物净增加额 1,222.43 万元。

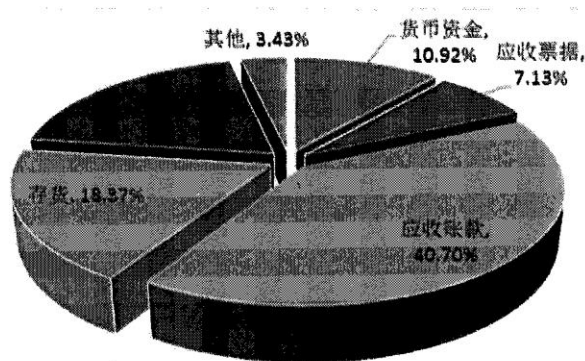
2. 资产质量

2012~2014 年，公司资产总额以年均 26.69% 的幅度递增，主要是 2013 年新纳入合并范围的子公司增加所致。截至 2014 年底，公司资产总额 403,940.90 万元，其中流动资产合计占 65.05%，非流动资产占 34.95%，资产构成以流动资产为主。

流动资产

截至 2014 年底，公司流动资产合计 262,761.09 万元，占比较大的项目包括货币资金（占 10.92%）、应收票据（占 7.13%）、应收账款（占 40.70%）、存货（占 18.37%）和其他流动资产（主要为银行理财产品，占 19.45%）。

图 7 截至 2014 年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

截至 2014 年底，公司货币资金合计 28,694.24 万元，三年年均复合下降 43.53%，主要由于公司 2010 年上市募集资金总额 134,114.80 万元的使用，截至 2014 年底已累计使用 93,652.66 万元。2013 年，公司利用超募资金购买银行理财产品 77,500.00 万元，于 2013 年底在其他流动资产列示，使得货币资金大幅减少。为控制风险，公司使用超募资金购买的为低风险、短期、

产品发行主体能够提供保本承诺的保本型银行理财产品,公司不会将该等资金用于向银行等金融机构购买以股票、利率、汇率及其衍生品种为主要投资标的的理财产品,公司理财产品存在的兑付风险较小。公司拟将超募资金投资于 5,000 吨/年的多晶硅项目,但由于实施过程中多晶硅行业的市场环境等因素发生了较大的变化,为了保护股东权益,公司对该项目采取了更加审慎的态度,加大了市场调研和工艺技术论证的力度,该项目的投资进度较项目实施计划有所延迟。截至 2014 年底,公司货币资金银行存款(占比 54.68%)和其他货币资金(45.18%)为主,公司其他货币资金为银行承兑汇票保证金,系使用受限的货币资金。

近三年,公司应收票据年均复合增长率-4.69%,截至 2014 年底,公司应收票据合计 18,733.94 万元,较上年减少 8.90%。公司主要下游客户回款以银行承兑汇票方式为主,随着公司销售规模持续扩大,公司年末持有银行承兑金额较大,应收票据中银行承兑汇票占 62.47%。

截至 2014 年底,公司应收账款净额合计 106,934.11 万元,三年年均复合增长率 40.11%,主要是产销规模扩大和新纳入合并范围的子公司增加所致。应收账款中一年期以内的应收账款占比 99.81%,公司总计计提 4,536.76 万元坏账准备,计提比例 4.07%,计提比例合理。应收账款中金额前五名单位合计占应收账款总额的比例为 17.07%,应收账款集中度较低,且大客户多为长期合作的大型钢铁厂,全承包模式下应收账款的回收与大客户的生产经营情况紧密相关,相对于传统的集中供货来讲,公司应收账款到期无法回收的风险较小,但应收账款对公司的资金占用压力较大。

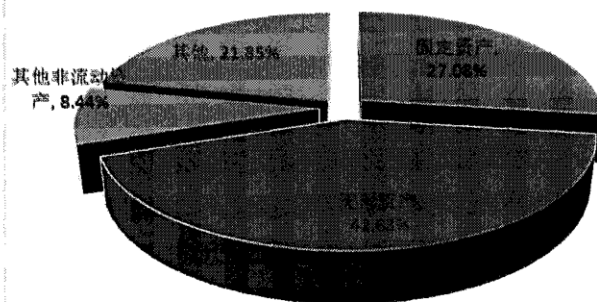
截至 2014 年底,公司存货净额合计 48,278.03 万元,三年年均增长 28.46%,主要是公司业务规模扩大所致。截至 2014 年底,公司存货账目价值 48,990.81 万元,存货主要由原材料(占 27.98%)、在产品(占 9.65%)、库存商品(占 59.34%)、周转材料(占 2.74%)和委托加工物资(占 0.29%)构成,公司计提存货跌价准备 712.78 万元。近年来,公司采用“全程在线服务”的整体承包业务规模有所增长,导致公司发往钢铁企业的“库存商品”规模持续增长。

截至 2014 年底,公司其他流动资产合计 51,115.86 万元,主要由 2013 年公司使用 2010 年上市超募资金购买的理财产品构成。

非流动资产

截至 2014 年底,公司非流动资产合计 141,179.81 万元,占比较大的项目包括固定资产(占 27.08%)、无形资产(占 42.63%)、其他非流动资产(占 8.44%)。

图 8 截至 2014 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司年报

截至 2014 年底，公司固定资产净值合计 38,236.08 万元，三年年均复合增长 69.47%，主要是 2013 年和 2014 年新纳入合并范围的子公司增加所致。截至 2014 年底，公司固定资产账面原值 64,733.50 万元，以房屋建筑（41.23%）、机器设备（占 52.72%）为主，累计折旧合计 25,479.68 万元；累计计提减值准备 1,017.74 万元，机器设备成新率 59.07%，成新率一般。

截至 2014 年底，公司无形资产合计 60,181.98 万元，三年年均复合增长 104.57%，主要是新纳入合并范围的子公司增加所致。无形资产中主要为采矿权（占 64.70%）和土地使用权（占 35.30%），公司对无形资产累计计提摊销金额为 5,612.02 万元。

截至 2014 年底，公司其他非流动资产合计 8,278.43 万元，主要是 2013 年末预付购地款、购设备款及工程预付款在其他非流动资产列示所致。

总体看，公司资产规模增长较快，资产构成以流动资产为主；流动资产中应收账款占比较大；非流动资产以无形资产为主。由于应收账款及存货规模较大，公司整体资产质量一般。

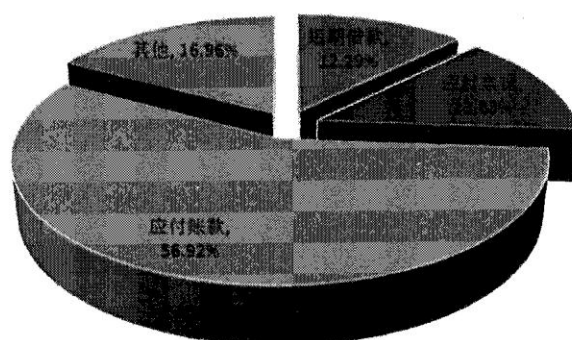
3. 负债和所有者权益

负债

2012~2014 年，公司为完善产业链、完善产品结构和拓展市场等原因先后收购辽宁金宏矿业有限公司、辽宁中兴矿业集团有限公司、西峡县东山矿业有限公司和上海新泰山高温工程材料有限公司等企业，使得公司负债规模增长较快，三年复合增长率 44.32%，主要是流动负债增长所致。截至 2014 年底，公司负债总额 110,538.43 万元，其中流动负债占比 99.18%，负债结构不合理。

截至 2014 年底，公司流动负债合计为 109,629.54 万元，占比较大的项目包括短期借款（占 12.29%）、应付票据（占 13.83%）和应付账款（占 56.92%）。

图 9 截至 2014 年底公司流动负债构成



资料来源：公司年报

截至 2014 年底，公司短期借款合计 13,471.00 万元，三年复合增长率 85.85%，主要是 2013 年及 2014 年新纳入合并范围的子公司增加所致。

截至 2014 年底，公司应付票据合计 15,160.97 万元，三年复合增长率 82.32%，主要是 2013 年及 2014 年新纳入合并范围的子公司增加所致。

截至 2014 年底,公司应付账款合计 62,400.88 万元,三年复合增长率 41.11%,主要是 2013 年及 2014 年新纳入合并范围的子公司增加所致。公司应付账款中,账龄 1 年以内的占比 90.84%,1~2 年的占比 6.44%,2~3 年的占比 1.43%,3 年以上的占比 1.29%。

截至 2014 年底,公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 27.37%、9.06%和 0.00%。公司债务全部为短期债务,资产负债率和全部债务资本化比率均处于较低水平。

总体看,公司负债以流动负债为主,整体债务规模逐年增长,整体负债水平较低。

所有者权益

2012~2014 年,公司归属于母公司所有者权益年均复合增长率达到 21.77%,主要是未分配利润增长所致。

截至 2014 年底,公司所有者权益合计 293,402.47 万元,其中归属母公司的所有者权益 293,161.47 万元,占公司所有者权益的 99.92%。归属于母公司的所有者权益中,实收资本占 20.44%,资本公积占 54.32%,盈余公积占 1.98%,未分配利润占 23.18%。公司资本公积主要为发行新股溢价,未分配利润占比不高,公司所有者权益规模的稳定性尚可。

总体看,公司所有者权益规模逐年增长,所有者权益中资本公积占比较高,权益稳定性尚可。

4. 盈利能力

2012~2014 年,公司营业收入三年复合增长率达到 30.75%,主要是 2013 年及 2014 年新纳入合并范围的子公司增加所致;同期,公司净利润三年复合增长率达到 35.35%,主要是公司业务模式领先以及成本、费用控制较好所致。2014 年公司实现营业收入 188,198.18 万元,较上年增长 27.10%;实现净利润 20,339.29 万元,较上年增长 17.62%。近三年,公司投资收益分别为-1,489.32 万元、1,931.48 万元和 3,428.14 万元,2012 年公司投资收益未负,主要系公司权益法核算的长期股权投资被投资企业(内蒙古包钢利尔高温材料有限公司)经营亏损所致,2013 年及 2014 年公司投资收益主要来自银行理财产品的利息收入。

2012~2014 年,公司费用总额(销售费用、管理费用和财务费用)三年复合增长率 40.42%,其中销售费用三年复合增长率 34.86%,销售费用占营业收入的比重逐年增长,三年分别为 11.85%、12.58%和 12.61%,主要系公司加大了部分地区的市场开拓力度所致;管理费用三年复合增长率 29.54%,管理费用占营业收入的比重分别为 10.51%、9.79%和 10.32%,公司采用全线精细化统一管理使得费用支出较稳定;近三年,公司财务费用分别为-2,184.24 万元、-398.15 万元和 1,090.90 万元,2014 年公司财务费用由负转正,主要系公司当年公司利息支出较上年增幅较大,且利息收入减少所致,2012~2014 年,公司费用收入比为 20.38%、22.10%和 23.51%,呈上升趋势。总体看,公司费用控制较好。

从盈利指标看,近三年,公司主营业务毛利率保持稳定,2014 年,公司主营业务毛利率 35.34%。总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率均呈现先上涨后微跌的走势,2014 年三项指标分别为 6.90%、6.70%和 7.15%,公司盈利水平较高。选取财务核算、经营规模、业务类型和结构与公司有所类似的耐火材料上市公司比较,公司盈利能力在业内处于较好水平。

表 9 耐火材料相关上市公司 2014 年盈利能力情况 (单位: %)

公司简称及代码	销售毛利率	净资产收益率	总资产报酬率
北京利尔 (002392)	36.58	7.13	6.62
瑞泰科技 (002066)	24.12	1.50	5.20
金磊股份 (002624)	49.45	30.11	24.97
濮耐股份 (002225)	30.62	7.65	5.55

资料来源: wind 资讯

注: Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异, 为便于与同行业上市公司进行比较, 本表相关指标统一采用 Wind 资讯数据

总体看, 公司收入和利润实现较好, 与同行业相比, 公司盈利能力较强。

5. 现金流

公司销售商品、提供劳务收到的现金三年复合增长率为 33.81%, 稍高于营业收入的增长率。2012~2014 年, 公司经营活动现金流量净额分别为 4,649.02 万元、16,405.99 万元和-1,505.78 万元, 2014 年, 由于购买商品支付现金较上年大幅增长 54.69%, 公司经营活动净现金流由正转负。2014 年, 公司收到其他与经营活动有关的现金 3,253.66 万元, 主要系收到单位和个人往来款以及保证金及押金流入规模较大所致, 公司支付其他与经营活动有关的现金 14,940.21 万元, 主要系支付单位与个人往来款、运输费、招待费等规模较大所致。2012~2014 年, 公司现金收入比分别为 43.27%和 48.79%和 45.32%, 收入实现质量较低, 主要系下游客户与公司采用承兑汇票的方式结算以及整体承包模式下应收账款规模持续增长所致。

2012~2014 年, 公司投资活动产生的现金流量净额分别为-10,052.02 万元、-83,852.78 万元和 15,983.71 万元, 主要为购建固定资产、投资子公司以及理财产品的购买及到期赎回所致。

2012~2014 年, 公司筹资活动产生的现金流量净额分别为-3,490.78 万元、-6,314.69 万元和 -13,247.18 万元, 主要是公司向银行借款所致。

总体看, 公司持续优化和完善以“合同耗材管理”为核心的全链承包商业模式, 经营活动现金流量状况持续向好; 公司投资相关子公司、购建与生产活动相关的固定资产以及购买理财产品, 投资活动产生的现金流量净额持续流出; 公司不断新增的短期债务使筹资活动产生的现金流量净额持续流出; 未来随着公司业务区域的扩大、相关产业链的延伸, 仍有一定的融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力看, 2012~2014 年公司流动比率和速动比率呈下降趋势, 流动比率分别为 3.98、2.87 和 2.40, 速动比率分别为 3.42、2.42 和 1.96, 整体仍处较好水平; 2012~2014 年公司经营现金流动负债比分别为-8.87%和 19.58%和-1.37%, 经营现金对公司流动负债的覆盖程度有待提升; 现金短期债务比分别为 13.07 倍、1.96 倍和 3.37, 公司现金类资产较为充裕, 考虑到公司期末尚有 5.05 亿元银行理财产品未到期, 整体看, 公司短期偿债能力较强。

从长期偿债指标看, 2012~2014 年公司 EBITDA 分别为 15,411.15 万元、24,768.60 万元和 31,585.59 万元; EBITDA 利息倍数呈波动走势, 分别为 31.58 倍、43.74 倍和 31.55 倍; EBITDA 全部债务比呈波动下降走势, 分别为 1.82 倍、1.26 倍和 1.08 倍。整体看, EBITDA 对全部债务及利息的保护能力较强。

截至 2014 年底, 本公司拥有银行授信总额共计 2.77 亿元, 其中已使用授信额度 0.93 亿元, 未使用授信余额 1.84 亿元。

截至 2014 年底，公司无对外担保和重大诉讼仲裁事项。

根据公司提供企业信用报告，截至 2015 年 3 月 13 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

总体看，公司整体偿债能力较强。

八、本次公司债券偿债能力分析

1. 本次公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2014 年底，公司全部债务为 29,231.97 万元。公司本次拟发行公司债额度为 11 亿元，相对于目前公司债务规模，本次债券发债额度较大，对公司负债结构将有一定的影响。本次债券募集资金扣除发行费用后，拟用于偿还银行贷款和补充流动资金。本次债券发行将使公司整体债务规模有所上升，但债务结构将得到优化。

以 2014 年底财务数据为基础，本次债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 42.91%、32.18%和 27.27%，负债水平有所上升，但整体债务规模适中，且公司债务结构单一局面将得到有效改善。

2. 本次公司债偿债能力分析

以 2014 年的相关财务数据为基础，公司 EBITDA 为 31,585.59 万元，为本次公司债券发行额度（11 亿元）的 0.29 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度一般；2014 年经营活动产生的现金流入 88,582.86 万元，为本次公司债券发行额度（11 亿元）的 0.81 倍，公司经营活动现金流入量规模较大，对本次债券覆盖程度尚可；现金类资产 98,544.04 万元，为本次债券发行额度（11 亿元）的 0.90 倍，现金类资产对本次债券的覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司业务模式成熟、研发实力强、产品品种齐全、较强的盈利能力、较轻的债务负担等因素，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力很强。

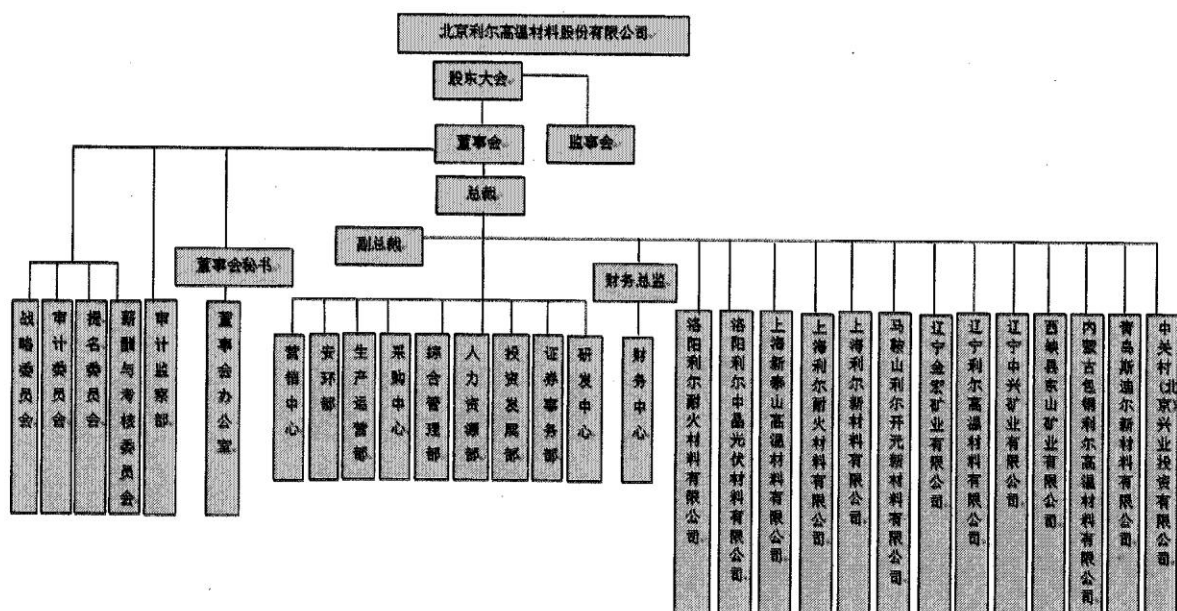
九、综合评价

北京利尔高温材料股份有限公司作为国内规模较大的民营耐火材料生产企业之一，具有研发能力强、产品品种齐全、产业布局合理、管理精细高效等优势。公司业务模式成熟，财务风格稳健，资产负债率较低，盈利能力在行业内处于较好水平。同时，联合评级也关注到耐火材料行业竞争激烈、下游主要行业需求增速持续下降、公司应收账款规模较大等因素可能给公司经营情况带来的不利影响。

未来，随着公司产业链条的不断延伸，公司对原材料控制能力有望增强；随着公司在海外市场的持续开拓，公司产销规模有望持续增长。联合评级对公司评级展望为“稳定”。

基于对公司主体及本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 北京利尔高温材料股份有限公司 组织结构图



附件 2-1 北京利尔高温材料股份有限公司

2012 年~2014 年合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资产	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)
流动资产：				
货币资金	89,982.71	17,819.47	28,694.24	-43.53
交易性金融资产				
应收票据	20,624.20	20,564.58	18,733.94	-4.69
应收账款	54,472.24	79,539.65	106,934.11	40.11
预付款项	8,323.56	2,573.97	3,456.83	-35.56
应收利息	289.03	1,116.99	1,411.08	120.95
应收股利				
其他应收款	5,391.97	3,479.52	4,136.99	-12.41
存货	29,254.90	37,525.07	48,278.03	28.46
一年内到期的非流动资产	0.00	7.90	0.00	--
其他流动资产	0.00	77,800.00	51,115.86	--
流动资产合计	208,338.62	240,427.14	262,761.09	12.30
非流动资产：				
可供出售金融资产	0.00	4,960.00	4,960.00	--
持有至到期投资				
长期应收款				
长期股权投资	10,955.30	6,082.59	6,773.86	-21.37
投资性房地产				
固定资产	13,313.29	33,142.73	38,236.08	69.47
生产性生物资产				
油气资产				
在建工程	1,014.95	2,774.81	11,366.65	234.65
工程物资	15.00	0.00	51.76	85.75
固定资产清理				
无形资产	14,381.18	57,289.61	60,181.98	104.57
开发支出				
商誉	0.00	1,197.32	1,002.69	--
长期待摊费用	3,114.38	5,343.65	5,135.53	28.41
递延所得税资产	525.36	985.50	1,555.36	72.06
其他非流动资产	0.00	8,278.43	11,915.92	--
非流动资产合计	43,319.46	120,054.64	141,179.81	80.53
资产总计	251,658.08	360,481.78	403,940.90	26.69

附件 2-2 北京利尔高温材料股份有限公司
2012 年~2014 年合并资产负债表（负债及股东权益）
(单位：人民币万元)

负债和所有者权益	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)
流动负债：				
短期借款	3,900.00	12,536.00	13,471.00	85.85
交易性金融负债				
应付票据	4,560.95	7,079.23	15,160.97	82.32
应付账款	31,340.15	47,588.14	62,400.88	41.11
预收款项	2,569.95	2,034.00	1,986.97	-12.07
应付职工薪酬	742.06	1,630.81	1,239.60	29.25
应交税费	3,303.17	5,492.09	7,828.77	53.95
应付利息	0.00	487.24	574.95	--
应付股利	4.40	4.40	4.40	0.00
其他应付款	5,974.54	6,955.60	6,362.01	3.19
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	600.00	--
其他流动负债				
流动负债合计	52,395.23	83,807.50	109,629.54	44.65
非流动负债：				
长期借款				
应付债券				
长期应付款				
专项应付款				
预计负债				
递延所得税负债	274.64	387.00	508.89	36.12
其他非流动负债	400.00	400.00	400.00	0.00
非流动负债合计	674.64	787.00	908.89	16.07
负债合计	53,069.87	84,594.50	110,538.43	44.32
所有者权益：				
股本	54,000.00	59,927.97	59,927.97	5.35
资本公积	101,856.71	159,236.50	159,236.50	25.03
减：库存股				
专项储备	0.00	82.45	254.74	--
盈余公积	3,755.95	4,568.34	5,790.21	24.16
未分配利润	38,107.49	51,882.89	67,952.05	33.54
外币报表折算差额				
归属于母公司所有者权益合计	197,720.15	275,698.15	293,161.47	21.77
少数股东权益	868.06	189.13	240.99	-47.31
所有者权益合计	198,588.21	275,887.28	293,402.47	21.55
负债和所有者权益总计	251,658.08	360,481.78	403,940.90	26.69

附件 3 北京利尔高温材料股份有限公司

2012 年~2014 年合并利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)
一、营业收入	110,079.30	148,071.92	188,198.18	30.75
减: 营业成本	72,260.77	95,316.64	119,354.25	28.52
营业税金及附加	617.86	1,510.70	2,341.43	94.67
销售费用	13,046.86	18,624.03	23,729.17	34.86
管理费用	11,571.08	14,495.64	19,416.76	29.54
财务费用	-2,184.24	-398.15	1,090.90	--
资产减值损失	632.06	1,100.36	3,024.40	118.75
加: 公允价值变动收益				
投资收益	-1,489.32	1,931.48	3,428.14	--
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	0.00	87.29	-34.62	--
汇兑收益				
二、营业利润	12,645.58	19,354.18	22,669.42	33.89
加: 营业外收入	367.11	1,625.55	2,455.05	158.60
减: 营业外支出	105.71	294.62	506.93	118.98
其中: 非流动资产处置损失	51.87	119.18	466.54	199.90
三、利润总额	12,906.98	20,685.11	24,617.54	38.11
减: 所得税费用	1,805.32	3,392.29	4,278.25	53.94
四、净利润	11,101.66	17,292.82	20,339.29	35.35
其中: 归属于母公司所有者的净利润	11,190.72	17,287.79	20,287.43	34.64
少数股东损益	-89.06	5.04	51.86	--

附件 4 北京利尔高温材料股份有限公司

2012 年~2014 年合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)
一、经营活动产生的现金流量:				
销售商品、提供劳务收到的现金	47,636.05	72,250.64	85,288.68	33.81
收到的税费返还	0.00	16.85	40.52	--
收到其他与经营活动有关的现金	13,242.60	11,431.44	3,253.66	-50.43
经营活动现金流入小计	60,878.65	83,698.93	88,582.86	20.63
购买商品、接受劳务支付的现金	26,261.62	26,407.22	40,849.34	24.72
支付给职工以及为职工支付的现金	10,372.15	12,882.16	17,731.43	30.75
支付的各项税费	8,255.37	12,880.22	16,567.66	41.66
支付其他与经营活动有关的现金	11,340.49	15,123.34	14,940.21	14.78
经营活动现金流出小计	56,229.63	67,292.94	90,088.64	26.58
经营活动产生的现金流量净额	4,649.02	16,405.99	-1,505.78	
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金	0.00	51,100.00	148,520.00	--
取得投资收益收到的现金	0.00	736.50	3,234.27	--
处置固定资产等长期资产收回的现金净额	17.14	305.14	8.45	-29.77
收到其他与投资活动有关的现金				
投资活动现金流入小计	17.14	52,141.64	151,762.72	9,309.73
购建固定资产等长期资产支付的现金	10,069.16	3,369.31	8,537.97	-7.92
投资支付的现金	0.00	128,438.83	121,925.89	--
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0.00	4,186.28	5,315.16	--
支付其他与投资活动有关的现金				
投资活动现金流出小计	10,069.16	135,994.42	135,779.01	267.21
投资活动产生的现金流量净额	-10,052.02	-83,852.78	15,983.71	--
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金				
发行债券所收到的现金				
取得借款收到的现金	12,500.00	10,450.00	16,097.30	13.48
收到其他与筹资活动有关的现金	4,341.88	2,167.70	3,312.22	-12.66
筹资活动现金流入小计	16,841.88	12,617.70	19,409.52	7.35
偿还债务支付的现金	15,500.00	12,450.00	15,816.00	1.01
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	3,164.96	3,250.17	3,876.74	10.67
支付其他与筹资活动有关的现金	1,667.70	3,232.22	12,963.96	178.81
筹资活动现金流出小计	20,332.66	18,932.38	32,656.70	26.73
筹资活动产生的现金流量净额	-3,490.78	-6,314.69	-13,247.18	94.81
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-5.00	-46.29	-8.31	28.83
五、现金及现金等价物净增加额	-8,898.79	-73,807.77	1,222.43	--
加: 期初现金及现金等价物余额	97,213.80	88,315.01	14,507.25	-61.37
六、期末现金及现金等价物余额	88,315.01	14,507.25	15,729.68	-57.80

附件 5 北京利尔高温材料股份有限公司
 2012 年~2014 年合并现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

补充资料	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)
将净利润调节为经营活动现金流量:				
净利润	11,101.66	17,292.82	20,339.29	35.35
加: 资产减值准备	632.06	1,100.36	3,024.40	118.75
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	1,715.26	2,642.36	4,366.80	59.56
无形资产摊销	245.88	732.81	1,392.16	137.95
长期待摊费用摊销	55.00	142.04	208.12	94.53
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	28.89	-114.22	-43.67	--
固定资产报废损失	0.00	0.00	351.25	--
公允价值变动损失				
财务费用	449.17	576.08	921.38	43.22
投资损失	1,489.32	-1,931.48	-3,428.14	--
递延所得税资产减少	-92.44	140.85	-317.76	85.40
递延所得税负债增加	-13.37	111.49	121.89	--
存货的减少	-3,871.38	-712.66	-11,199.24	70.08
经营性应收项目的减少	-20,065.63	-77,788.97	-5,015.88	-50.00
经营性应付项目的增加	12,974.60	74,214.50	-12,226.39	--
其他				
经营活动产生的现金流量净额	4,649.02	16,405.99	-1,505.78	--

附件 6 北京利尔高温材料股份有限公司

主要财务指标

项 目	2012 年	2013 年	2014 年
经营效率			
应收账款周转次数(次)	2.16	2.14	1.94
存货周转次数(次)	2.65	2.85	2.76
总资产周转次数(次)	0.45	0.48	0.49
现金收入比率(%)	43.27	48.79	45.32
盈利能力			
总资本收益率(%)	5.65	7.11	6.90
总资产报酬率(%)	5.50	6.94	6.70
净资产收益率(%)	5.71	7.29	7.15
主营业务毛利率(%)	34.03	35.80	36.99
营业利润率(%)	33.79	34.61	35.34
费用收入比(%)	20.38	22.10	23.51
财务构成			
资产负债率(%)	21.09	23.47	27.37
全部债务资本化比率(%)	4.09	6.64	9.06
长期债务资本化比率(%)	0.00	0.00	0.00
偿债能力			
EBITDA 利息倍数(倍)	31.58	43.74	31.55
EBITDA 全部债务比(倍)	1.82	1.26	1.08
经营现金债务保护倍数(倍)	0.55	0.84	-0.05
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.64	-3.44	0.50
流动比率(倍)	3.98	2.87	2.40
速动比率(倍)	3.42	2.42	1.96
现金短期债务比(倍)	13.07	1.96	3.37
经营现金流动负债比率(%)	8.87	19.58	-1.37
经营现金利息偿还能力(倍)	9.53	28.97	-1.50
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-11.07	-119.10	14.46

附件 7 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本次-上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率 = [(本次/前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入 × 100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入 × 100%
费用收入比	(管理费用+销售费用+财务费用) / 营业收入 × 100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额/所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计 × 100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次公司债券发行额度
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次公司债券发行额度
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券发行额度

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 8 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 北京利尔高温材料股份有限公司 2015 年公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次债券存续期内，每年北京利尔高温材料股份有限公司公告年报后 2 个月内对北京利尔高温材料股份有限公司 2015 年公司债券进行一次定期跟踪评级，并在本次债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

北京利尔高温材料股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。北京利尔高温材料股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注北京利尔高温材料股份有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现北京利尔高温材料股份有限公司或本次债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次债券的信用等级。

如北京利尔高温材料股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至北京利尔高温材料股份有限公司提供相关资料。

跟踪评级结果将在联合信用评级网站予以公布并同时报送北京利尔高温材料股份有限公司、监管部门、交易机构等。

