

行业研究/深度研究

2020年12月31日

行业评级:

建材 中性 (维持)
其他建材 增持 (维持)

武慧东 SAC No. S0570520100004
研究员 010-56793963
wuhuidong@htsc.com

方晏荷 SAC No. S0570517080007
研究员 SFC No. BPW811
0755-22660892
fangyanhe@htsc.com

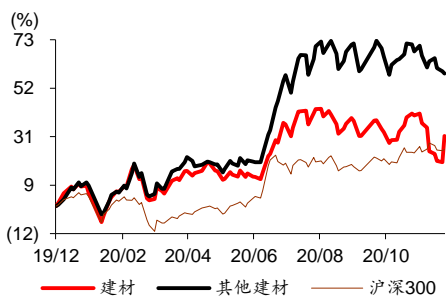
张艺露 SAC No. S0570520070002
研究员 18515893331
zhangyilu@htsc.com

林晓龙 SAC No. S0570120090022
联系人 13661352985
linxiaolong@htsc.com

相关研究

- 1 《建材：工业玻璃新建产能有望重回宽松》2020.12
- 2 《建材：21年镁砂价格中枢或高于20年》2020.12
- 3 《建材：首推工业新材料，消费建材或迎转机》2020.12

一年内行业走势图



资料来源: Wind

耐材行业变革期，龙头份额提升在即

建材细分行业解读之八：耐火材料

耐材行业及下游变革，行业集中度提升节奏有望加快

行业龙头市占率稳步提升(CR4 19年市占率较12年提升3.8pct至7.7%)，且经营质量好于第二梯队(净营业周期作为观测指标)。行业角度，整包模式渗透率提升、供给侧改革力度有望加大、原材料价格大幅波动加速淘汰中小企业等，行业龙头市占率提升节奏或加快。钢材产品结构升级，短期钢铁产量或仍增长，钢铁耐材制品市场规模仍有提升空间。首次覆盖北京利尔(买入，目标价6.76元)、濮耐股份(买入，目标价5.59元)、瑞泰科技(增持，目标价10.52元)，我们行业首选是北京利尔(国内最大钢铁耐材整包商)、濮耐股份(受益耐材原料量价提升)。

耐材龙头经营质量向好，较第二梯队领先优势扩大

耐材行业制品主要下游为钢铁冶炼行业(耐材消耗量占比约70%)，国内耐材行业竞争格局较为分散，但行业龙头近年市占率趋势性提升(CR4 19年市占率较12年提升3.8pct至7.7%)。耐材制品主要下游钢铁行业19年以来景气度下行，耐材行业整体承压。另一方面，我们观察到钢铁耐材制品龙头濮耐股份、北京利尔、瑞泰科技经营质量好转趋势未变，净营业周期持续缩短，新三板上市企业19年/20H1净营业周期中位数分别为180/216天，明显长于行业龙头(北京利尔、濮耐股份、瑞泰科技同期分别为101/102天、159/134天、110/110天)。

耐材行业正经历深刻变革，龙头市占率提升节奏有望加快

耐材行业近年变化主要集中于：1) 整包模式渗透率不断提升，仍有较大提升空间，行业龙头成长空间广阔；2) 行业集中度提升节奏低于前期政策预期(我们推测19年CR10市占率不超17% vs《工信部关于促进耐火材料产业健康可持续发展的若干意见》希望20年CR10市占率达45%)，后续供给侧改革力度有望加大；3) 17年辽宁菱镁矿专项整治等致耐材原料价格出现大幅波动，中小耐材制品企业履约能力受损致其客户口碑加速下滑，行业龙头拥有更强履约能力，客户加速向行业龙头靠拢。上述几点行业变化有望加速耐材制品龙头市占率提升节奏。

钢材产品结构升级，钢铁用耐材制品市场规模仍有提升空间

钢铁产品结构化升级在路上，吨钢耐材制品价值有望稳步提升，耐材制品龙头拥有更强的研发能力及高端耐材制品生产能力，竞争优势有望持续强化。此外，新版产能置换办法或仍难抑制钢铁企业增加Capex来提升生产效率，短期钢铁产量或仍将增长，叠加平均吨钢耐材价值量有望提升，钢铁用耐材制品规模仍有提升空间。

风险提示：钢铁行业景气度超预期下行，原材料价格大幅波动，政策推进力度低于预期。

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价(元)	投资评级	目标价(元)	EPS(元)				P/E(倍)			
					2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
002392 CH	北京利尔	4.49	买入	6.76	0.35	0.41	0.52	0.66	12.9	11.0	8.7	6.8
002225 CH	濮耐股份	4.56	买入	5.59	0.25	0.30	0.43	0.57	18.3	15.1	10.7	8.0
002066 CH	瑞泰科技	8.80	增持	10.52	0.11	0.12	0.22	0.36	79.3	73.3	39.7	24.6

资料来源: 华泰证券研究所

正文目录

龙头市占率稳步提升，经营质量较第二梯队领先优势扩大	3
国内耐材行业格局分散，龙头市占率稳步提升	3
行业分化，耐材行业龙头经营质量明显优于第二梯队	6
耐材行业变革，龙头市占率提升节奏或加快	9
整包模式为行业趋势，龙头成长空间广阔	9
行业集中度提升幅度低于政策预期，供给侧改革力度有望加大	10
原材料价格大幅波动减弱中小企业履约能力，龙头更受下游客户青睐	12
钢铁产品结构升级提升耐材龙头优势，短期或难见产量下降	15
钢铁产品结构升级在路上，耐材龙头领先优势扩大	15
钢铁有效产能或有进一步扩大可能，短期或较难看到产量下降	16
重点推荐标的	17
风险提示	18
重点公司	19
濮耐股份（002225，买入，目标价 5.59 元）	19
北京利尔（002392，买入，目标价 6.76 元）	30
瑞泰科技（002066，增持，目标价 10.52 元）	42

龙头市占率稳步提升，经营质量较第二梯队领先优势扩大 国内耐材行业格局分散，龙头市占率稳步提升

耐火材料在国民经济中不可或缺，主要应用于高温工业。据立鼎产业研究院，18 年冶金行业（炼钢、炼铁、有色金属冶炼）耐火材料消耗量占全部需求超 70%（其中钢铁冶炼消耗绝大部分），中国耐火材料产量占全球超 6 成。耐火材料制品上游为耐火原料，主要包括镁质和铝质矿物材料。

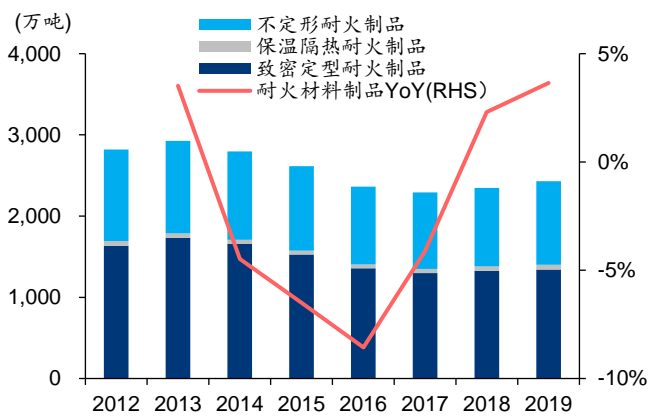
图表1：耐火材料产业链图示



资料来源：中国耐材工业协会，中国粉体网，华泰证券研究所

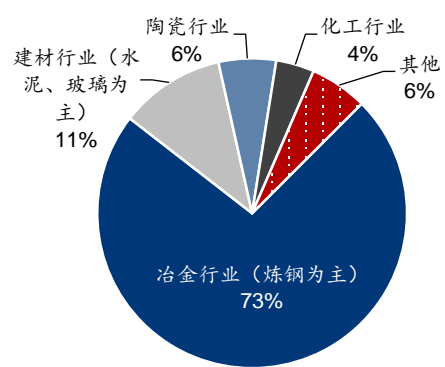
耐材制品下游需求近年总体平稳。随着我国经济逐步由高增长进入高质量发展阶段，叠加上游主要应用领域如钢铁、水泥、玻璃等行业近年供给侧改革如火如荼，耐材下游需求总体平稳。据中国耐材协会，19 年我国耐火材料制品产量 2,431 万吨，同增 3.7%，产量连续两年小幅增长。耐火制品出口量近年总体平稳，占总产量比例稳定于 6-8%。

图表2：中国耐火制品产量及增速



资料来源：中国耐材工业协会，华泰证券研究所

图表3：耐材制品下游应用领域分布 (2018 年)

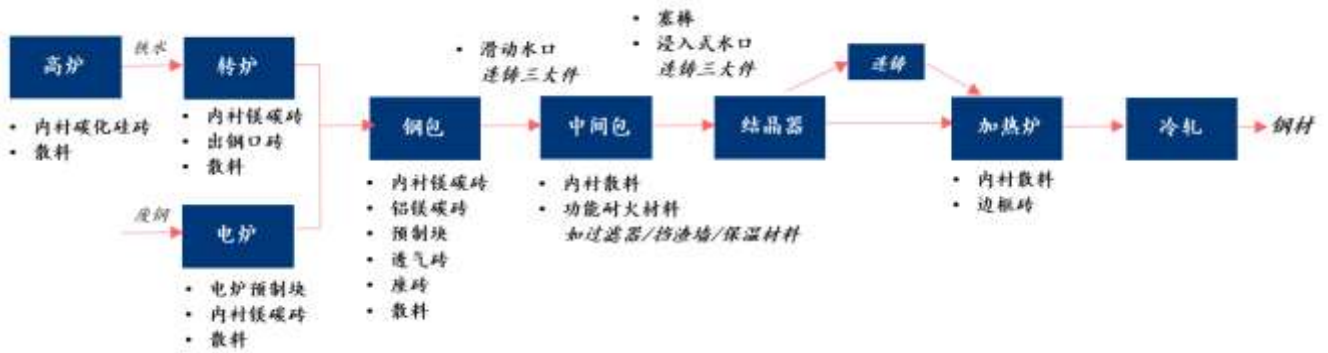


注：耐材制品消耗量口径

资料来源：立鼎产业研究院，华泰证券研究所

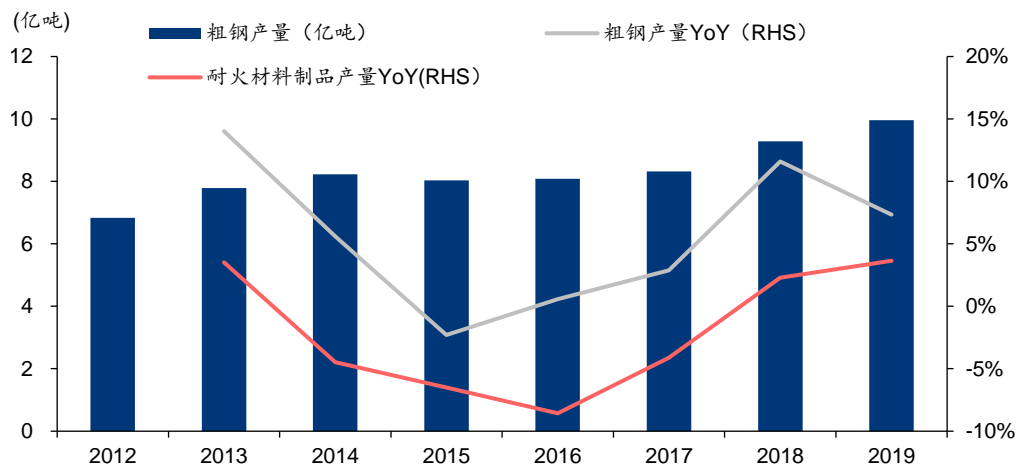
钢铁冶炼对耐材制品消耗刚性，是耐材制品主要下游，中国钢铁行业耐材市场规模约 600 亿元。钢铁工业是耐火材料最重要的用户，钢铁冶炼消耗耐材制品量占需求比例约七成（18 年冶金行业耐材消耗量占比约 73%，其中炼钢占大多数），主要源于：1) 炼钢高温环节较多，各环节均需要使用耐材制品；2) 钢水杂质较多，对耐材制品腐蚀消耗严重；同时炼钢涉及钢水流动，对耐材制品损耗较大；3) 部分环节存在明显的热振（温差变化），对耐材制品损耗较大。因而钢铁冶炼对于耐材制品消耗明显高于其他应用领域，如水泥/玻璃生产、有色冶炼等。根据产业链调研，平均吨钢消耗耐材制品价格 60 元左右，19 年中国/全球粗钢产量分别为 9.96/18.43 亿吨，中国/全球钢铁耐材制品市场规模分别约 600/1,100 亿元。

图表4： 炼钢各环节消耗耐材制品图示



资料来源：中国耐材工业协会，华泰证券研究所

图表5： 中国粗钢产量及增速 (vs 耐材制品产量增速)

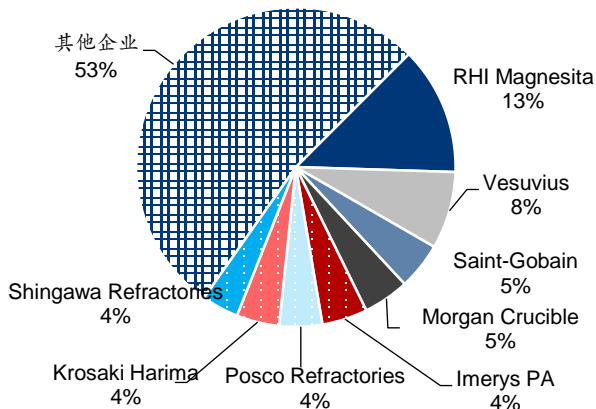


资料来源：国家统计局，中国耐材工业协会，华泰证券研究所

全球耐材制品行业集中度较高。钢铁行业为代表的高温工业发展历史悠久，全球视角，行业格局总体稳固。奥镁 (RHI Magnesita, RHIM LN)、维苏威 (Vesuvius, VSVS LN) 为代表的全球耐材制品龙头，通过持续的并购重组，行业第一、第二地位稳固。收入口径，我们测算 19 年全球 CR8 市场份额约 47%，其中奥镁、维苏威占有份额分别约 13%、8%。剔除中国市场 (18 年中国耐材制品产量占全球产量比例超 60%)，海外耐材制品龙头在其他海外市场市占率更高。

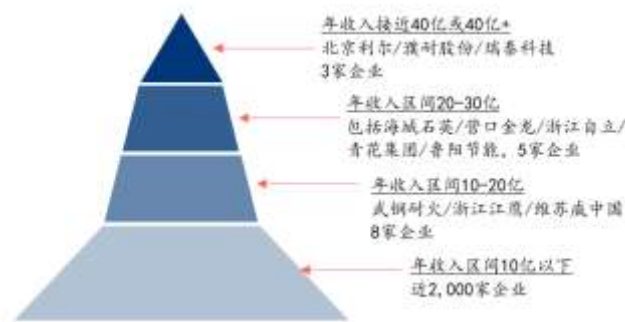
我国耐材行业集中度较低，行业龙头市占率趋势性提升。我国高温工业发展历史相对较短，耐材制品行业仍相对分散。据中国耐材工业协会，19 年国内耐火制品相关企业接近 2,000 家，国内全行业产值 2,069 亿，其中 73 家重点耐材企业收入 568 亿，仅占 27.4%，行业龙头濮耐股份 (002225 CH)、北京利尔 (002392 CH)、瑞泰科技 (002066 CH)、鲁阳节能 (002088 CH，鲁阳节能为非钢领域龙头，其他公司钢铁耐材制品均贡献核心收入及利润) 19 年耐材制品产量占全行业产量比例分别仅 2.0%、1.8%、1.9%、1.0%，合计占比 7.7%，较 12 年提升 3.8pct，近年总体延续市占率提升趋势。

图表6：全球耐材行业竞争格局（2019年）



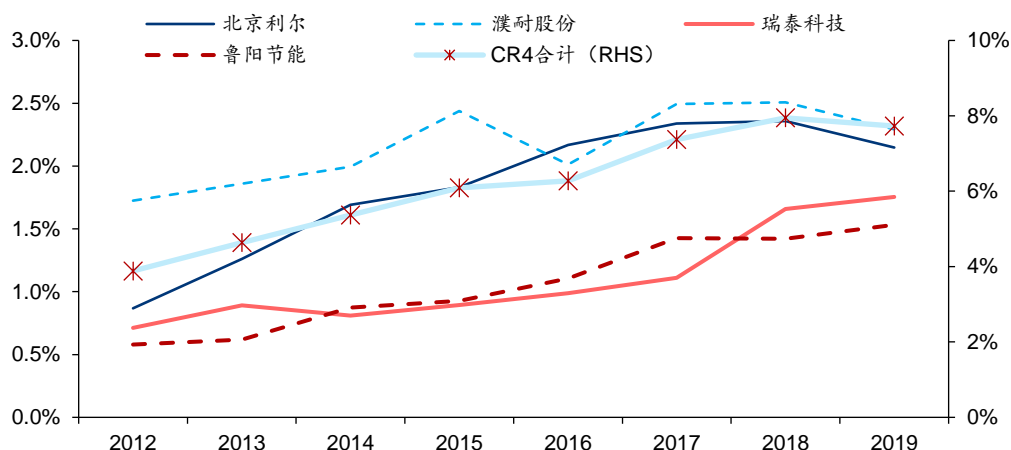
注：RHI Magnesita、Vesuvius、Saint-Gobain、Imerys PA、Krosaki Harima 均为上市企业，对应彭博代码分别为 RHIM LN、VSVS LN、SGO PA、NK PA、5352 JP，Morgan Crucible、Posco Refractories、Shingawa Refractories 均为未上市企业。
资料来源：中国耐材工业协会，华泰证券研究所

图表7：中国耐材行业竞争格局简图（2019年）



注：海城石英、营口金龙、浙江自立、青花集团、武钢耐火、浙江江鹰均未上市。
资料来源：中国耐材工业协会，华泰证券研究所

图表8：耐火材料龙头企业市场占有率变化（耐材制品产量口径）



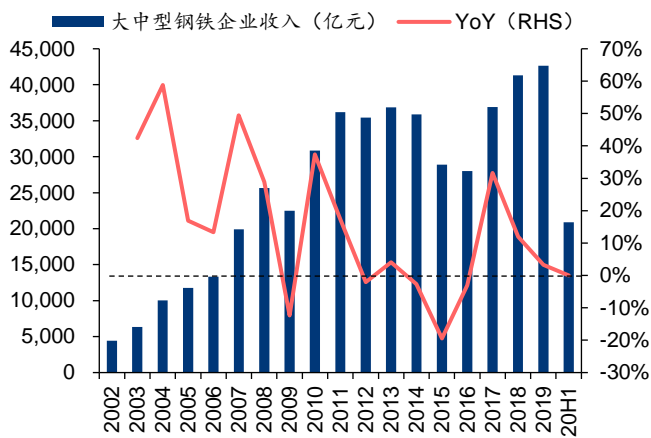
资料来源：各公司公告，中国耐材工业协会，华泰证券研究所

我们认为耐材制品龙头后续份额提升节奏有望加快。规模较大的耐材制品企业近年份额提升主要为被动提升，源于：1) 整包模式渗透率在提升，规模较大企业耐材制品品类更全且服务能力更强，因而更优优势；2) 环保要求及新建产能门槛抬升致规模较小企业被动退出市场；3) 原材料价格阶段性大幅波动削弱中小企业履约能力，加速淘汰中小企业。利尔、濮耐为代表的行业龙头前期主动通过加剧竞争等手段提升市占率的意愿相对较弱，经营延续稳健思路，重视利润率、回款及客户质量。15年以来国家推进的多行业供给侧改革带动钢铁、水泥、玻璃等耐材制品主要下游领域景气回升。下游高景气带动市场规模扩大，但CR4市场拓展相对保守，其市占率提升速度并不快，19年CR4市占率甚至小幅下降0.2pct至7.7%。我们认为后续耐材制品龙头份额提升节奏有望加快，源于：1) 近期行业龙头经营思路出现积极变化，如北京利尔19年提出“三个一百”战略目标并大力推进、濮耐股份20年提出“生态圈模式”重点拓展前期未重视的增量市场等；2) 整包模式渗透率继续提升，客户加速向龙头靠拢；3) 前期行业集中度提升节奏低于政策预期，“十四五”及之后政策导向变化值得期待。第二章我们将重点阐述行业近年变化。

行业分化，耐材行业龙头经营质量明显优于第二梯队

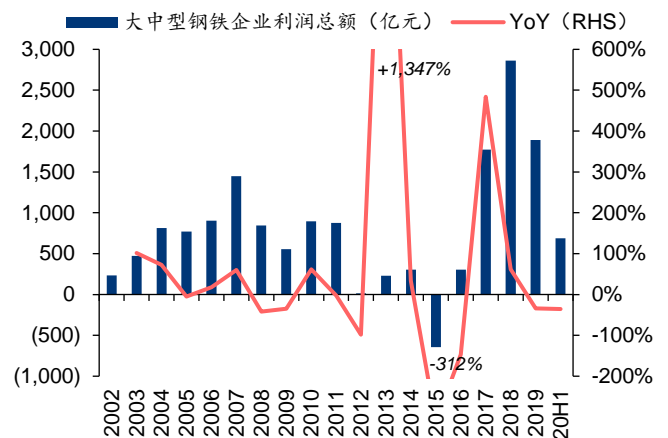
钢铁行业供给侧改革红利逐步消弥，耐材行业分化加大。钢铁行业是耐材制品最重要的应用领域，钢材价格变化领先耐材制品价格变化一年左右。15 年供给侧改革之后，钢铁行业景气度快速提升，钢材价格一路上行，16 年大中型钢铁企业利润总额实现扭亏，17 年、18 年利润总额同比增速分别为 484%、62%，钢铁企业对耐材企业付款条件逐步改善。据中国耐材工业协会，17 年、18 年重点耐材企业收入同比 23%、39%，均好于应收账款金额增速（17 年、18 年同比分别为-10%、0%）。19 年钢铁行业在经历三年“化解过剩产能”后，供给侧结构性改革带来的政策红利逐步衰减，叠加下游基建等需求总体平稳（基建投资低个位数增长），钢铁行业高供给压力有所显现，钢材价格高位承压。19 年、20H1 大中型钢铁企业利润总额分别同比-34%、-36%，带动耐材行业景气下行，耐材制品制造 PPI 同比跌破 100，耐材企业应收账款账期略被拉长（19 年重点耐材企业收入、应收账款金额增速分别为 0.9%、1.4%），行业分化有所加大。

图表9：大中型钢铁企业收入及同比增速



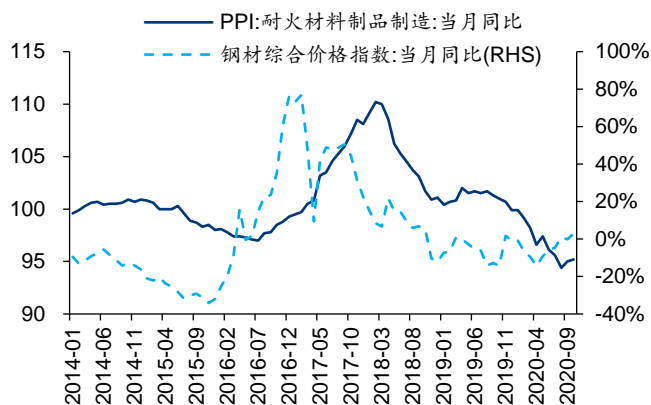
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表10：大中型钢铁企业利润总额及同比增速



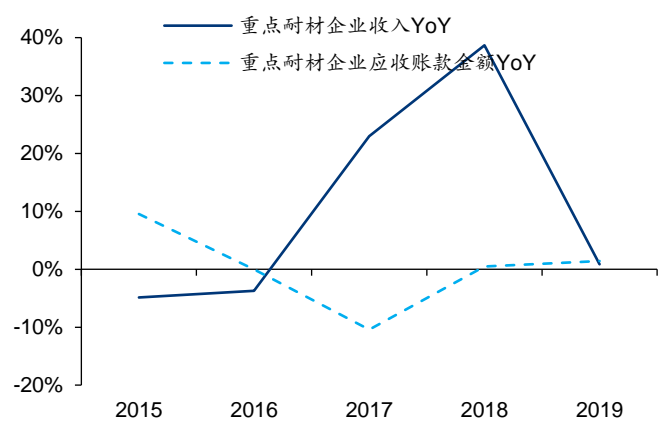
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表11：钢材价格变化领先耐材价格变化一年左右



资料来源：国家统计局，Wind，华泰证券研究所

图表12：重点耐材企业收入、应收账款金额增速

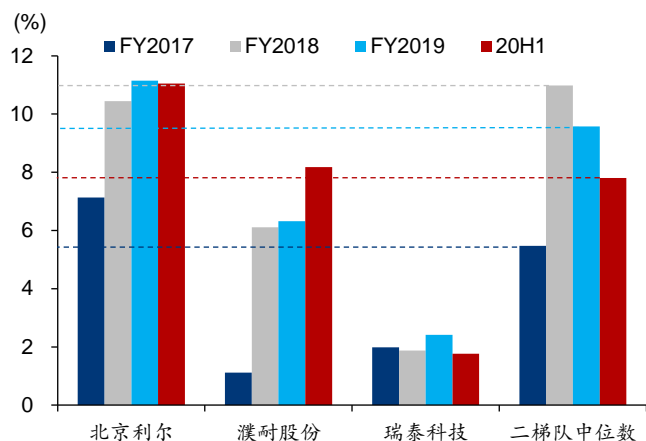


资料来源：中国耐材工业协会，华泰证券研究所

净营业周期观测，行业龙头经营质量较第二梯队领先优势在扩大。钢铁耐材制品领域，行业龙头为北京利尔、濮耐股份及瑞泰股份，均为主板上市企业（行业另一家主板上市企业鲁阳节能主要业务为隔热保温材料，与前述三家业务有明显区别）。同时我们选取新三板上市的主营业务为耐材制品企业（20 家）作为行业第二梯队，以观测近年行业分化。净利率角度，北京利尔近年维持在 10% 以上较高水平，濮耐股份因原材料业务改善盈利能力有所提升（FY19、20H1 分别为 6.3%、8.2%），瑞泰股份于低位徘徊（FY19、20H1 分别为 2.4%、1.8%，明显低于同业可比公司主要源于公司耐材制品外协占比高、部分新收购资产前期效益较差、带息负债规模较大致财务费用率较高），新三板上市耐材制品企业

19 年及 20H1 净利率中位数/均值分别为 9.6%/8.3%、7.8%/9.1%，企业间分化明显，中位数及均值与龙头并无明显区别。选取净营业周期作为衡量企业经营质量指标，17 年以来，北京利尔/濮耐股份/瑞泰科技总体呈下降趋势，20H1 疫情影响，但净营业周期未明显拉长；另一方面，新三板上市企业净营业周期 17-19 年亦稳步缩短，但降幅明显逊于行业龙头，且 20H1 净营业周期明显上升。从绝对值来看，新三板上市企业 FY2019/20H1 净营业周期中位数分别为 180/216 天，明显长于行业龙头（北京利尔、濮耐股份、瑞泰科技同期分别为 101/102 天、159/134 天、110/110 天）。

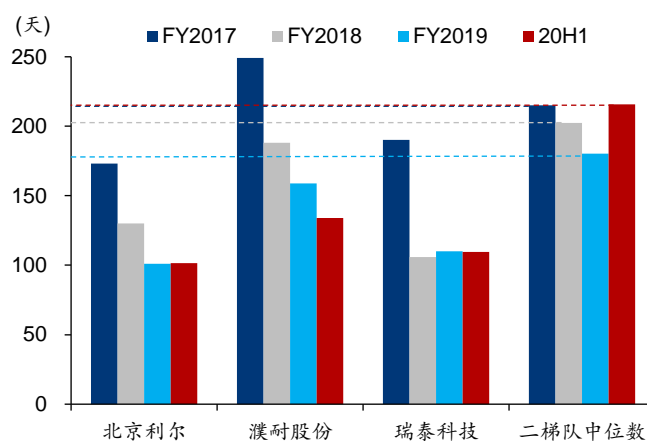
图表13：北京利尔/濮耐股份/瑞泰科技与三板耐材企业净利率比较



注：二梯队指新三板上市耐材制品企业。为便于比较，图中增加四条虚线对应二梯队不同报告期净利率中位数。

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表14：北京利尔/濮耐股份/瑞泰科技与三板耐材企业净营业周期比较



注：净营业周期=应收账款周转天数+存货周转天数-应付账款周转天数；二梯队指新三板上市耐材制品企业。为便于比较，图中增加四条虚线对应二梯队不同报告期净营业周期中位数。

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表 15: 耐火材料上市公司一览

股票代码	公司简称	市值	收入	净利润	净利率	总部	主要业务	前五大客户
002392 CH	北京利尔	53.5	37.4	4.17	11.2	北京	耐火制品(整包为主, 钢铁为主), 耐火原料, 合金	n/a
002225 CH	濮耐股份	46.1	41.4	2.62	6.3	河南	钢铁(主要, 整包为主)/玻璃/水泥耐火制品, 耐火原料	中国宝武钢铁集团、江苏沙钢集团、安阳钢铁股份、山东钢铁集团、河钢集团
002066 CH	瑞泰科技	20.3	39.0	0.94	2.4	北京	玻璃/水泥/钢铁(整包为主)耐火制品	马鞍山钢铁股份、湖南华菱湘潭钢铁、中国联合水泥集团、南方水泥、阳春新钢铁
002088 CH	鲁阳节能	40.1	21.5	3.40	15.8	山东	陶瓷纤维、轻质莫来石转等耐火保温材料, 直销为主	n/a
831621 CH	中镁控股	7.2	7.7	0.74	9.6	辽宁	镁质耐材制品为主(提供整包, 亦为整包企业提供耐材制品)、耐材原料、蓄热材料能	宝武钢铁及其关联方、山西太钢不锈钢股份、山东泰山钢铁集团、湖南湘钢瑞泰科技、联峰钢铁(张家港)
837184 CH	新时股份	1.6	1.7	0.15	9.1	江苏	钢铁(直销, 为整包商提供产品)耐材制品、陶瓷制品、水务设备等	济南新峨嵋实业、郑州华祥耐材、河南中天耐火材料、唐山市国亮特殊耐火材料、洛阳科创新材料股份
830813 CH	熔金股份	3.5	3.5	0.36	10.1	河南	钢铁(可提供整包服务, 滑动水口系列收入占比约 40%以上)耐材制品	中国石化物资装备华东有限公司、柳州钢铁股份、衢州元立金属制品、萍乡萍钢安源钢铁、安钢集团信阳钢铁
833580 CH	科创新材	3.2	1.1	0.25	22.9	河南	钢铁(主要, 直销)/有色金属/水泥/玻璃等耐材制品	抚顺市添沅耐火材料、江苏苏嘉集团新材料、大石桥市金龙耐火材料、偃师中岳耐火材料、联峰钢铁(张家港)
839391 CH	金恒新材	2.7	3.1	0.17	5.4	河南	钢铁用耐材制品为主, 其他耐材制品亦有涉及	广东韶钢松山股份、北京京诚凤凰工业炉工程技术、重庆赛迪热工环保工程技术、中冶南方(武汉)热工、上海嘉德环境能源科技
834169 CH	山西高科	1.3	0.5	0.08	15.0	山西	耐材制品(钢铁为主, 收入占比 70%, 窑炉用耐材收入占比超 20%), 及光伏发电、工程施工/技术服务	山西太钢不锈钢股份、国家可再生能源基金、国网山西省电力公司阳曲供电公司、中国建材国际工程集团有限公司、凤阳金星实业
834328 CH	鸽德新材	1.1	0.5	0.16	29.7	河南	耐材制品(铸造、冶金、有色、化工、碳素), 直销为主	辽宁千寻实业、无锡市蠡湖铸业、嘉峪关索通预焙阳极、山东创新炭材料、赤壁长城炭素制品
831091 CH	精冶源	0.5	1.6	0.12	7.6	北京	高温工业用不定形耐材制品(浇注料、炮泥、高炉喷涂料等)	迁安市九江线材、日照钢铁、山西中阳钢铁、首钢京唐钢铁联合、四平现代钢铁
838656 CH	斯曼股份	0.3	0.4	0.07	18.8	湖北	耐材原料、耐火材料用外加剂等	n/a
873286 CH	鲁铭高温	0.5	0.6	0.11	17.4	山东	主要从事钢铁、有色、建材(石灰)等不定形耐火材料及定型预制品	江西雅保铝业、中晋太行矿业、邹平县晟昶钙业、中铝万成山东建设、新兴能源装备邯郸分公司
833126 CH	通化耐博	0.5	0.6	-0.06	-11.3	吉林	炮泥、浇注料等耐火制品(铁钩浇注料、无水炮泥、中间包包衬、鱼雷罐用耐材等)	通化钢铁股份、元隆商贸、辽宁壹诺环境、吉林省润弘堂商贸、张云峰
430241 CH	威林科技	0.3	0.9	0.06	5.9	湖北	钢铁耐材制品、新型高温隔热耐火材料、节能耐热构件、热工设备在线维护; 整包收入占比约 20%	武汉钢铁有限公司、武汉钢铁集团耐火材料、武汉钢铁集团鄂城钢铁、柳州钢铁股份有限公司、浙江自立高温科技股份
834348 CH	凯瑞股份	0.0	1.2	0.13	10.9	浙江	中间包用预制件及不定形耐火材料制品, 直销为主, 少部分整包	安徽长江钢铁股份、河南济源钢铁(集团)、湖南华菱涟源钢铁、瑞泰马钢新材料科技、新余钢铁股份
872636 CH	东邦环保	0.0	1.1	0.04	4.2	辽宁	转炉用耐材制品等整体承包(收入占比约 70%)	大石桥市五顺合耐材、山西富亨迪金属材料、鞍山赛诺新材料、营口金鼎集团销售、安阳市高平冶金耐材
871436 CH	徐耐科技	0.0	1.1	-0.28	-26.8	江苏	窑用高档耐火材料, 直销	山东泰山生力源玻璃、沈阳鸿业玻璃容器、安徽鑫民玻璃股份、安徽康泰玻业科技、青岛荣泰玻璃制品
871153 CH	联合荣大	0.0	3.9	0.29	7.4	北京	不定形耐材制品(整包为主, 收入占比超 75%)	凌源钢铁股份、河北冶金建设集团有限公司第四工程分公司、唐山中厚板材、济南市九羊福利钢铁、壶关县常浩炼铁
870674 CH	自立新材	0.0	6.3	0.62	9.9	浙江	铝质耐材原料	浙江自立控股有限公司(关联方, 19 年收入占比 43%), 第 2-4 名未披露
870202 CH	锦诚新材	0.0	0.8	0.11	12.8	浙江	不定形耐材制品, 直销	溧阳市宏峰水泥、辽宁银盛水泥、紫金矿业物流、山东鲁珠集团、江苏汉天(溧水天山水泥有限公司)
834879 CH	理工宇龙	0.0	0.2	0.00	-0.6	江苏	保温隔热材料(纤维板等)	南京恒高机械科技、山东恒通晶体材料、江苏晶瑞半导体、石河子市鑫磊光电科技、江苏东方四通科技

注: 收入/净利润均为 19 年数据, 市值/收入/净利润单位均为亿元, 净利率单位为%; 市值对应交易日期为 2020/12/31;

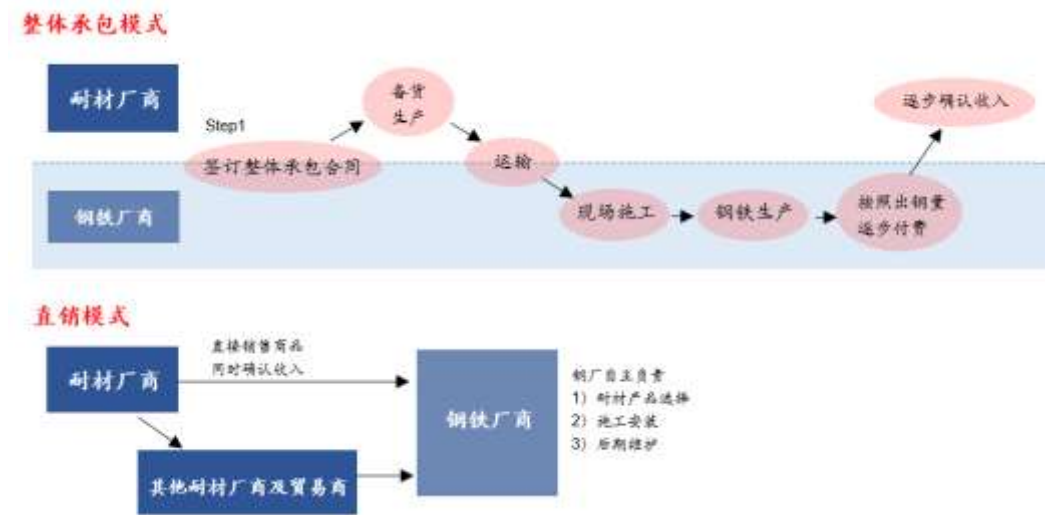
资料来源: Wind, 各公司公告, 华泰证券研究所

耐材行业变革，龙头市占率提升节奏或加快 整包模式为行业趋势，龙头成长空间广阔

耐火材料行业的销售模式可简单分为产品直接销售模式和整体承包模式。下游客户以钢铁企业为例，整包模式是指耐材企业承包整条或部分钢铁生产线，每年按钢材的产量进行结算。耐材企业不仅负责供应耐火材料产品，同时还负责拆包、砌包、维修以及全过程管理，即产品销售与配套服务相结合。

整体承包模式具备“双赢”属性，服务属性增加客户粘性，是行业发展趋势。相较产品直销模式，整体承包对耐材厂商及下游客户的好处不言而喻，在耐材消耗最大的国内钢铁行业已成主流，是行业的发展方向。整包模式下，耐材厂商、下游客户目标一致，耐材厂商一方面承担保障客户生产安全的责任，同时将更大的精力用于寻找最优性价比的耐材产品解决方案。对客户而言，好处体现在：**a)**可以明显减少耐材品种及供应商数量，减轻采购工作量；**b)**付款节点有延后，可减少资金成本及库存成本；**c)**可有效控制生产过程中的耐材消耗成本。对耐材企业而言，**a)**提升耐材质量及新产品开发的积极性提升；**b)**聚焦于结合客户生产实际提供最优化的耐材产品解决方案，提升盈利能力；**c)**和客户合作关系相对更长期、更稳定，收入保障性强。

图表16：下游客户以钢铁企业为例，整包模式与直销模式比较



资料来源：华泰证券研究所

图表17：整包模式与产品直销模式比较

	耐材企业	钢铁企业
产品直销模式	耐材以产品计价，循环利用效率低 公司价值只能通过产品传递，附加值低	自行施工维护，运营成本高 结算在产品生产前
整体承包模式	充分发挥耐材公司价值，附加值高 提升创新能力及耐材利用率，节约成本 提高利润率和盈利能力 营收有保障	将施工运营转嫁，维护成本低 结算在产品生产后，减少资金占用 降低耐材采购、管理和消耗成本 保障生产安全，降低供应风险

资料来源：《钢铁企业推行耐材整体承包模式的分析与实践》（发表于《山西冶金》2015年第3期），华泰证券研究所

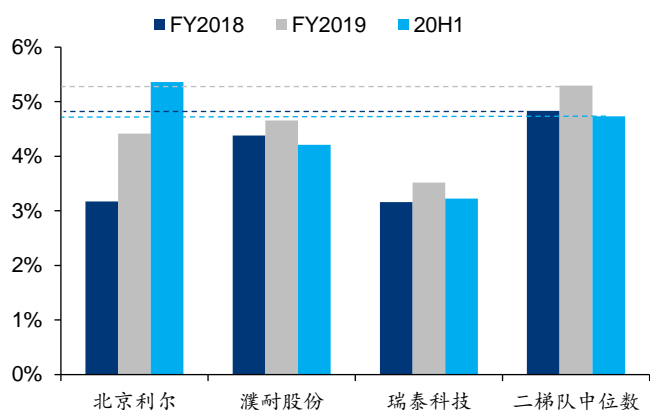
整包模式渗透率仍有较大提升空间，龙头成长空间广阔。现阶段，中大型钢厂基本均已接受整包模式。结合产业链调研，我们认为整包服务渗透率仍有较大提升空间¹，源于：1) 大型钢厂以国企为主，耐材供应商数量繁多，现阶段已有明显压减，后续压减空间仍大；2) 后续钢铁行业集中度提升值得期待，大企业有实力的耐材供应商提供整包服务需求

¹ 我们预计现阶段钢铁行业耐材供应采用整包模式占比不超过 50%，随着钢厂逐步压减耐材供应商数量及钢铁行业集中度提升，整包模式将逐步成为行业唯一选项。

迫切度提升。耐材制品龙头企业因产品质量相对更稳定，且优质整包服务有效粘结客户，龙头企业在现有客户提升占有率、逐步进入新客户供应体系（尤其是近年扩张快速的民营钢厂），成长空间广阔。

研发投入绝对额对提升耐材企业竞争力及整包服务能力有重要意义，龙头企业优势明显。耐材企业研发费用主要用于两方面：a) 用于已有耐材品类优化配方及工艺、新耐材制品开发（尤其是高端耐材制品），b) 用于整包服务中现场施工工艺优化、延长耐材制品寿命工艺等。其中第一方面新配方、新工艺、新产品对于客户具有普适性，有规模经济效应，研发投入绝对额较大通常可强化企业竞争优势；第二方面研发投入额通常与客户数量成正比相关，研发费用率可作为观测指标。整包模式对于耐材企业的耐材产品完整度有更高要求，需持续研发投入以匹配钢厂动态需求变化及吨钢耐材消耗水平降低；另一方面，不同下游客户需求有差异，对耐材企业的技术能力及研发能力要求较直销模式提升明显。数据角度，行业龙头与第二梯队（三板上市 20 家企业）研发费用率差别不大，但研发投入绝对额具有明显领先优势，行业龙头各自研发费用体量与第二梯队研发费用总和大致相当。高研发投入额致龙头企业在耐材产品完整度、高端耐材生产能力、产品配方及生产工艺优化能力等方面较第二梯队优势明显，控制及降低吨钢消耗耐材成本能力更强，整包服务优势明显，形成正反馈，竞争优势持续强化。

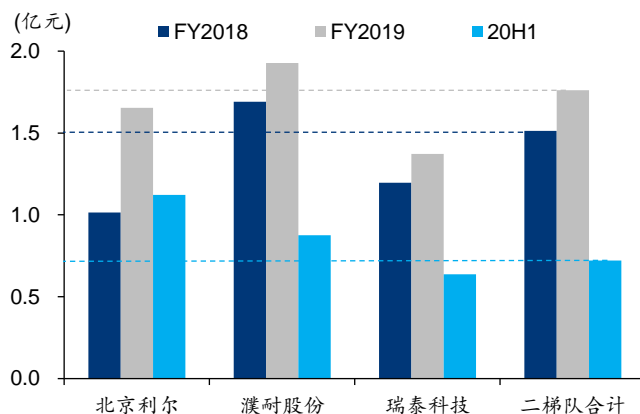
图表 18：北京利尔/濮耐股份/瑞泰科技与三板耐材企业研发费用率



注：二梯队指新三板上市耐材制品企业；为便于比较，图中增加三条虚线对应二梯队不同报告期研发费用率中位数。

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表 19：北京利尔/濮耐股份/瑞泰科技与三板耐材企业研发费用比较



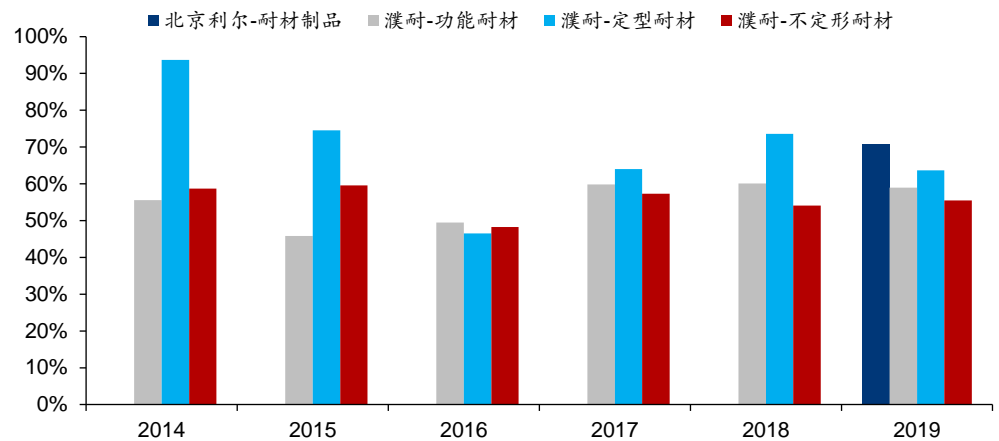
注：二梯队指新三板上市耐材制品企业。为便于比较，图中增加三条虚线对应二梯队不同报告期合计研发费用中位数。

资料来源：Wind，华泰证券研究所

行业集中度提升幅度低于政策预期，供给侧改革力度有望加大

耐材制品生产线投资强度不高，行业产能总体过剩。以濮耐股份拟 21 年投产的新建生产线项目为例，年产 4 万吨预制件/6 万吨散状料/1 万吨炮泥耐火材料智能化制造项目合计投资 2.4 亿，合计耐材制品产能 11 万吨，平均 1 万吨耐材制品产能投资强度约 2,182 万元。据其可行性研究报告，项目测算年均收入 3.8 亿，年均净利润 6,097 万元，平均投资回收期约 3.9 年。产能投资强度不高是行业格局较分散的主要原因之一。耐材制品行业总体产能过剩，据中国耐材工业协会，20 年 3 月初行业表观复工率达到 80%且工人复工不受制约的背景下，行业整体产能利用率低于 50%。北京利尔、濮耐股份 19 年产能利用率分别为 71%、59%（濮耐股份近年产能利用率总体稳定在 60%附近）。

图表20: 北京利尔、濮耐股份产能利用率



注: 濮耐股份产能利用率数据涵盖14-19年, 北京利尔仅有19年有产能利用率数据。

资料来源: 各公司公告, 华泰证券研究所

政策推动耐材行业供给侧结构改革, 行业进入门槛逐步抬高。13年工信部发布《促进耐火材料产业健康可持续发展的若干意见》, 力争到15年, 形成2~3家具有国际竞争力的企业, 前10家企业产业集中度提高到25%; 力争到20年CR10产业集中度提高到45%。同时明确要大力推进联合重组(横向、纵向), 并强化节能降耗、严格环保管理等方式逐步抬高行业进入门槛, 淘汰落后产能。此后, 工信部、发改委、生态环境部及部分地方政府陆续出台相关配套文件推进耐材行业供给侧结构改革。具体而言, 行业门槛逐步抬升聚焦于几点: 1) 节能降耗和资源综合利用要求提升(如14年工信部明确规定耐火原料单位产品综合能耗、耐火制品单位产品综合能耗下限); 2) 生产线环保要求稳步提升(如13年工信部明确主要污染物排放水平压减目标; 19年生态环境部明确耐火材料使用工业窑炉环保设备要求等); 3) 落后生产线逐步淘汰, 引导发展高新耐材品种(如19年发改委明确耐材领域鼓励类、限制类、淘汰类品种, 13年工信部明确要淘汰的落后生产线指标)。

行业集中度提升速度弱于政策指引, 后续政策推动行业整合力度有望加大。政策层面逐步抬升行业门槛, 同时倡导推进行业联合重组, 意在引导行业有序、健康发展, 逐步提高行业集中度。据中国耐材行业协会, 15年CR10行业集中度约15%(vs 工信部目标25%), 较10年提升6pcts, 低于政策预期。19年CR4耐材制品产量占行业比例约7.7%(推测19年CR10占比不超过17%), 总体而言, 行业集中度稳步提升是长期趋势, 但逊于政策预期, 后续政策推动行业整合力度有望加大。

图表21： 耐材行业近年主要政策梳理

时间	政策文件	主要内容
2013/3/11	《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》，工信部	目标： 1) 提高资源综合利用水平和保障能力（15 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%；20 年，两种矿石资源综合利用率分别高于 95% 和 90%）；2) 加大节能减排力度（15 年，主要耗能设备能效水平达到一级，主要产品的综合能耗比 2010 年降低 20% 以上，二氧化硫、氮氧化物排放总量比 2010 年分别下降 8% 和 10% 以上，用后耐火材料回收再利用率不低于 50%。到 2020 年，用后耐火材料回收再利用率高于 75%）；3) 提高产业集中度（15 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，CR10 产业集中度达到 25%；20 年，CR10 产业集中度提高到 45%）。 主要举措： 1) 推进联合重组（横向、纵向）；2) 优化产业布局；3) 强化节能降耗；4) 严格环境管理；5) 发展高端产品；6) 鼓励技术创新；7) 淘汰落后产能（逐步提高行业准入门槛，加快淘汰能效低、污染重、隐患多的落后产能）
2014/12/31	《耐火材料行业规范条件（2014 年本）》，工信部	为加快耐材行业结构调整、促进行业健康发展，制定该文件。对耐材企业 1) 生产布局（明确要控制新增产能，鼓励实施等量或减量置换）；2) 工艺与装备；3) 质量管理；4) 清洁生产；5) 节能降耗和综合利用（包括耐火原料单位产品综合能耗、耐火制品单位产品综合能耗、固体废物回收等方面）；6) 社会责任等方面、环节做了要求、规定
2018/8/9	《镁质耐火材料工业大气污染物排放标准》，辽宁省地方标准	规定了镁质耐火材料工业生产企业或生产设施的颗粒物、SO ₂ 、NO _x 的排放限值、监测和监控要求，以及标准的实施与监督
2019/6/3	《区域性大气污染物综合排放标准》，山东省地方标准	规定了山东省固定源大气二氧化硫、氮氧化物及颗粒物三种污染物的排放限值和监测要求，以及标准的实施与监督等相关规定
2019/7/1	《工业炉窑大气污染综合治理方案》，生态环境部	明确了工业炉窑（含耐火材料焙烧窑炉）大气污染治理要求。明确要加大产业结构调整力度、加快燃料清洁低碳化替代、实施污染深度治理、并开展工业园区和产业集群综合整治。 耐火材料生产使用的超高温竖窑、回转窑应配备覆膜袋式等高效除尘设施，其他耐火材料窑应配备袋式等除尘设施；以煤（含煤气）、重油等为燃料以及使用含硫粘结剂的，应配备石灰石膏法等高效脱硫设施；超高温竖窑、回转窑、高温隧道窑应配备 SCR、SNCR 等脱硝设施。
2019/9/18	《关于调整工业产品生产许可证管理目录加强事中事后监管的决定》，国办	加强事中事后监管，调整部分工业产品生产许可证管理目录。 其中取消耐火材料产品生产许管理，并明确要加大监督抽查力度，扩大重点产品、重点领域监督抽查覆盖面和增加频次，依法及时公开抽查信息，加大对不合格产品的查处力度，对存在行业性、苗头性质量安全隐患的产品开展专项整治
2019/10/30	《产业结构调整指导目录（2019 本）》，发改委	对多行业发展划分鼓励类、限制类、淘汰类，并做了详细说明。耐火材料方面， 鼓励类包括： 1) 焦炉、高炉、热风炉用长寿节能环保耐火材料生产工艺；精炼钢用低碳、无碳耐火材料、保温材料和高效率铸用功能环保性耐火材料生产工艺；2) 玻璃熔窑用低导热熔铸铝刚玉、长寿命（12 年及以上）无铬碱性高档耐火材料；3) 建筑耐火构件； 限制类包括： 含铬质耐火材料； 淘汰类包括： 燃煤倒焰窑耐火材料及原料制品生产线（20 年底前淘汰）

资料来源：中国政府网，工信部，国家发改委，华泰证券研究所

原材料价格大幅波动减弱中小企业履约能力，龙头更受下游客户青睐

16 年以来政策变化致耐材原料价格出现大幅波动，中小耐材制品企业履约能力大幅受损。总体而言，耐材制品生产成本中约 80% 为耐材原料等直接材料，耐材原料价格波动若未能及时传导至制品，企业盈利能力及现金流将承受较大压力。铝质耐材原料主要为铝矾土，主产区位于山西及河北。价格角度，据亚洲金属网，烧结铝矾土（以 85%min, 1-3mm 规格为例）中国出厂价中间值由最低点 1,355 元/吨（2015 年底）快速上涨至最高 2,300 元/吨（2018 年初），区间最高涨幅约 70%，主因环保政策收紧致很多环保不达标窑炉被拆除，且达标窑炉亦增加投入进行升级改造。18 年后，政策边际变化不大，铝矾土价格高位基本稳定。

镁质耐材原料主要为镁砂，主要使用菱镁矿煅烧而成，辽宁菱镁矿约占全国 85%，业内素有“世界镁砂看中国，中国镁砂看辽宁”。17 年辽宁开启菱镁矿专项整治，鞍山及营口进行严格环保督察，同时对开矿炸药进行管控，带动镁砂价格大幅上涨。以 90%min, 3-15mm 的重烧镁砂为例，16Q3 末价格约 600 元/吨，17Q3 末大幅上涨至接近 2,000 元/吨，最区间最高涨幅超 200%。此后随着管控逐步松动，供应逐步恢复，镁砂价格逐步回落，20H1 末低至约 900 元/吨。20 年 7 月底，辽宁省工信厅发布《全省凌美产业可持续发展实施意见（征求意见稿）》，明确要用 2 年时间使得菱镁矿供给侧改革取得明显成效，3 年左右时间菱镁矿绿色矿山建设取得明显成效，同时配套炸药管控、严格开采审批、牵头向形成大型采矿集团方向进行整合等举措，近期镁砂价格已开始新一轮上涨（如截止 20 年 12 月 30 日，97 号电熔镁砂中国出厂价中间价为 3,800 元/吨，较 9 月 8 日年内低点上涨 1,250 元/吨，涨幅接近 50%）。

耐材制品价格调价通常较耐材原料价格滞后（滞后约3个月）。16年以来的耐材原料价格大幅波动致部分中小型耐材企业经营受影响明显，部分耐材供应商对下游客户出现供货合同违约。

图表22： 烧结铝矾土价格变化（中国出厂价，2011.01至今）



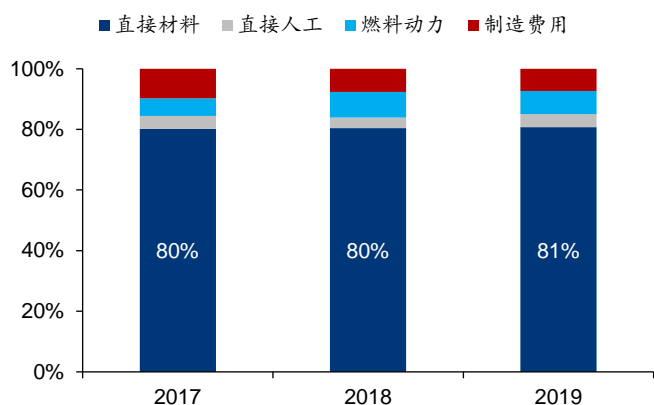
注：烧结铝矾土规格为 85%min, 1-3mm
资料来源：亚洲金属网，华泰证券研究所

图表23： 电熔镁砂价格变化（中国出厂价，2011.01至今）



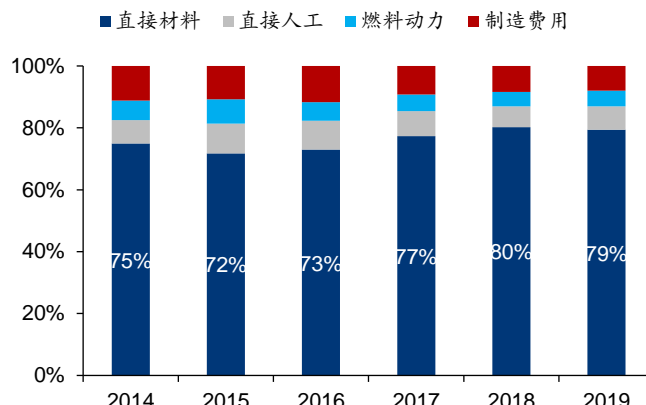
注：电熔镁砂规格为 97%min
资料来源：亚洲金属网，华泰证券研究所

图表24： 北京利尔营业成本构成（2017-2019）



注：营业成本口径对应归总营业成本
资料来源：北京利尔公告，华泰证券研究所

图表25： 濮耐股份营业成本构成（2015-2019）



注：营业成本口径对应耐火材料营业成本
资料来源：濮耐股份公告，华泰证券研究所

耐材制品龙头企业拥有更强的履约能力，源于：

- 1) 耐材制品龙头布局上游原料及矿石环节，逐步形成全产业链布局，抵御耐材原料价格波动能力提升（如北京利尔于13年、14年分别全资收购辽宁金宏矿业/中兴矿业、东山矿业，镁质耐火原料实现全部自供；铝质耐火原料自供率稳步提升，上游铝土矿资源布局仍在推进；濮耐股份11年起完成琳丽矿业（濮耐持股51%）、华银高新材料（濮耐持股95%）、新疆秦翔科技（濮耐持股约52%）、翔晨镁业（濮耐持股68%）等上游原材料企业股权收购，在辽宁/新疆/西藏分别建立或在建镁质原料供应基地，基本可实现完全自供）。
- 2) 行业龙头企业拥有更强研发能力，在原材料价格大幅波动期间可通过替代方案（如镁砂大幅涨价期间用铝矾土作为替代原料）部分消化成本波动压力。同时耐材废料回收利用方面能力更强，亦可部分降低优质矿石原材料使用比例。
- 3) 行业龙头由于主板上市地位及过往优质银行资信等因素，企业融资渠道更广、能力更强，拥有更强的承受行业波动能力。

图表26：濮耐股份/北京利尔/瑞泰科技上游耐材原料及矿资源梳理

公司	耐材原料及矿石资源布局
濮耐股份	辽宁华银高新材料：铝质耐材原料，主要为板刚玉，产能3万吨/年 辽宁琳丽矿业：菱镁矿及镁质原料（包括重烧镁砂/中档镁砂/高纯镁砂/电熔镁砂/造渣球等），各种粒度镁砂产能5万吨/年，各种产品总量30万吨/年，年出口量约10万吨 青海濮耐：镁质耐材原料，矿石及初步加工品主要来自翔晨镁业，20年主要生产设施建设完毕，产品主要包括轻烧氧化镁（产能3万吨/年）/高纯氧化镁（产能8万吨/年）/大结晶电熔氧化镁（产能5万吨/年） 西藏翔晨镁业：菱镁矿核定产能100万吨/年，主要用于加工为镁质耐材原料，包括轻烧氧化镁（产能18万吨/年）/电熔氧化镁（产能4万吨/年） 新疆秦翔：菱镁矿核定产能140万吨，矿山建设及镁质耐材原料加工线建设现处于停滞状态
北京利尔	辽宁金宏矿业：菱镁矿储量接近5,000万吨，生产规模100万吨/年 辽宁海城合成材料：镁质耐材原料产品，包括大结晶电熔镁砂/电熔镁砂/高纯镁砂/中档镁砂/重烧镁砂，产能50万吨/年 河南洛阳利尔功能：铝质耐材原料产品，包括白刚玉及氧化铝微粉，产能10万吨/年
瑞泰科技	无

资料来源：各公司公告，华泰证券研究所

钢铁产品结构升级提升耐材龙头优势，短期或难见产量下降

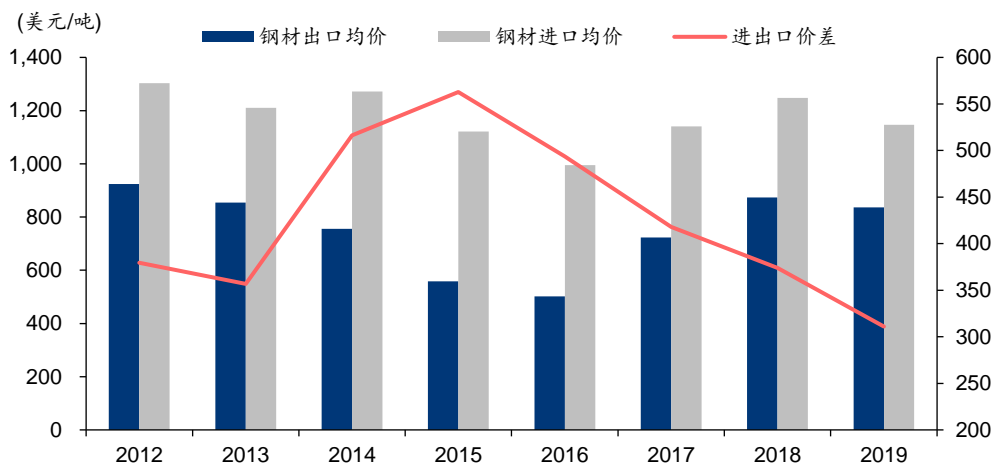
钢铁产品结构升级扩大耐材制品龙头优势，钢铁用耐材制品市场规模预计仍有提升空间。钢铁产品结构化升级在路上，吨钢耐材制品价值有望稳步提升，耐材制品龙头拥有更强的研发能力及高端耐材制品生产能力，竞争优势有望持续强化。此外，新版产能置换办法或仍难抑制钢铁企业增加 Capex 来提升生产效率，短期钢铁产量或仍将增长，叠加平均吨钢耐材价值量提升，钢铁用耐材制品规模仍有提升空间。

钢铁产品结构升级在路上，耐材龙头领先优势扩大

钢铁行业已具备高质量发展条件，政策推进产品结构升级。钢铁行业已具备高质量发展的条件，因：1) 国内钢铁需求已出现拐点，供给侧改革势在必行，也是我国近年钢铁行业变革的重心；2) 中国钢铁在装备制造、工艺技术及部分产品在世界上已经处于领先地位。《钢铁工业调整升级规划（2016-2020年）》（工信部规〔2016〕358号）在顶层设计的角度看明确钢铁行业要提高自主创新能力、提升钢铁有效供给水平。具体而言，鼓励优势钢铁企业与科研院校、设计单位和下游用户的协同创新，加大创新投入；鼓励钢铁企业与下游用钢企业主动对接，创造和引领高端需求；支持企业推进高技术船舶、海洋工程装备、先进轨道交通、电力、航空、机械等领域重大技术装备所需高端钢材品种的研发和产业化，力争每年突破 3-4 个关键品种，持续增加有效供给。

进出口均价收窄，反映钢材产品结构升级在路上。总体而言，我国钢铁产品附加值较低，产品以低端钢材为主，进口钢材品种聚焦于高质量、高附加值及高技术难度的品种（包括不锈钢板、冷轧/热轧薄板）。钢材进出口均价价差可反映我国钢材产品结构升级成效，19 年我国钢材进口、出口均价分别为 1,147、836 美元/吨，价差为 311 美元/吨，较 18 年降低 63 美元/吨，15 年以来稳步缩小，一定程度反映我国钢铁行业去产能及产能置换的成效。我们认为，在钢铁需求高位稳定、供给过剩的背景下，产品结构升级是企业突围的重中之重，为行业未来的长期较为确定的趋势。

图表27：中国钢材进出口均价及价差



资料来源：海关总署，前瞻产业研究院，华泰证券研究所

钢铁产品结构升级，耐材龙头优势有望进一步扩大。高端钢材通常对应更复杂的钢铁成分（如添加合金元素数量等）及更复杂的热处理工艺，产品生产过程中对耐材制品抗腐蚀性、耐候性等提出更高要求。结合产业链调研，高端钢材吨钢消耗耐材价值高于普通钢材吨钢消耗耐材价值。钢材产品结构升级对应吨钢耐材价值量提升，一方面拓展钢铁耐材制品市场空间，另一方面耐材制品龙头因研发实力更强、高端产品占比更高，其领先优势有望进一步扩大。

钢铁有效产能或有进一步扩大可能，短期或较难看到产量下降

根据华泰钢铁煤炭团队测算²，预计 20-22 年全球粗钢产能将净新增 4,370/ 1,300/ 2,030 万吨，且考虑到疫情影响，部分产能存在永久停产可能及部分新建项目进度或有滞后/取消，认为全球产能或将更多伴随需求侧变动。中国方面，预计 20-22 年分别净新增 70/ 490/ 20 万吨，增幅有限，主要为置换项目前后时间差扰动，对国内实际供给影响可忽略，国内名义产能增长基本得到有效控制。

20 年 7 月，新版《钢铁产能置换实施办法》（征求意见稿）发布，相较 17 年旧版文件，敏感区域扩大、同时调整置换比例（大气污染重点防治重点区域置换比例 1.5:1，vs 前期为 1.25:1）。华泰钢铁煤炭研究团队认为，新版置换办法堵住了旧版文件的漏洞，但或仍难抑制钢企通过技改 Capex 支出来提高生产效率，有效产能或有进一步扩大可能，产量变化更多看需求侧景气度，短期或较难看到下降。

图表28： 20-22 年中国及全球粗钢产能变动情况

区域	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
非洲	36.3	35.6	38.1	38.9	41.4	43.9	45.5	45.5	46.5
亚洲	1,638.3	1,635.8	1,622.2	1,602.7	1,574.4	1,604.8	1,620.5	1,627.6	1,634.2
中国	1,227.7	1,215.0	1,192.9	1,164.5	1,128.0	1,152.2	1,152.9	1,157.8	1,158.0
YoY		-12.7	-22.1	-28.4	-36.6	24.2	0.7	4.9	0.2
印度	108.0	114.5	121.8	124.8	128.8	129.1	137.1	137.1	142.1
独联体	138.7	138.7	139.7	139.8	139.3	140.8	142.7	142.7	145.9
欧洲	287.0	279.0	275.6	274.0	274.0	274.7	278.2	278.4	278.4
拉丁美洲	69.5	70.6	73.6	74.3	74.2	74.2	75.5	75.5	75.7
中东	54.7	56.7	57.1	59.8	62.3	65.1	81.6	83.2	90.6
北美自由贸易区	155.4	154.1	155.5	155.9	156.5	152.6	155.9	159.9	161.8
大洋洲	6.4	6.4	6.4	6.4	6.4	6.4	6.4	6.4	6.4
全球	2,386.4	2,376.9	2,368.3	2,351.6	2,328.4	2,362.5	2,406.2	2,419.2	2,439.5
YoY		-9.4	-8.7	-16.7	-23.2	34.1	43.7	13.0	20.3

资料来源：OECD，华泰证券研究所

² 参考外发报告《经济复苏，看好原料及高端钢材——钢铁、煤炭行业 2020 年度策略》，邱瀚轩等，外发时间 2020 年 11 月 16 日

重点推荐标的

龙头经营质量向好，较第二梯队领先优势在扩大。随着供给侧改革红利逐步消退，耐材制品主要下游钢铁行业19年以来景气度下行，耐材行业整体承压。另一方面，我们亦观察到耐材制品行业龙头濮耐股份、北京利尔、瑞泰科技经营质量好转趋势未变，净营业周期持续缩短，龙头行业与第二梯队(选取新三板上市的耐材制品企业作为代表)分化在加剧，新三板上市企业FY2019/20H1净营业周期中位数分别为180/216天，明显长于行业龙头(北京利尔、濮耐股份、瑞泰科技同期分别为101/102天、159/134天、110/110天)。龙头领先优势扩大。

耐材行业正经历深刻变革，龙头市占率提升节奏有望加快。19年耐材制品行业龙头濮耐股份、北京利尔、瑞泰科技、鲁阳节能19年收入占全行业产值比例分别仅2.0%、1.8%、1.9%、1.0%，合计占比7.7%，较12年提升3.8pct，近年总体延续市占率提升趋势。行业深刻变革主要聚焦于：

- 1) 整包模式为行业较确定的趋势。整包模式具备“双赢”属性，其服务特征提高客户粘性。整包渗透率仍有较大提升空间，耐材龙头成长空间广阔。
- 2) 行业集中度提升幅度低于政策预期，供给侧改革力度有望加大。政策推动耐材行业供给侧改革意愿强烈，行业进入门槛逐步抬升，但近年行业集中度提升明显逊于政策预期，后续行业整合力度有望加大。
- 3) 龙头企业有更强抵御原材料价格波动能力及客户履约能力。17年辽宁菱镁矿专项整治等，致耐材原料价格出现大幅波动，中小耐材制品企业履约能力受损致其客户口碑加速下滑，行业龙头因产业链环节布局更全，更强研发能力及融资能力，客户履约能力更强。

钢铁产品升级扩大耐材制品龙头优势，钢铁用耐材制品市场规模仍有提升空间。钢铁产品结构化升级在路上，吨钢耐材制品价值有望稳步提升，耐材制品龙头拥有更强的研发能力及高端耐材制品生产能力，竞争优势有望持续强化。此外，新版产能置换办法或仍难抑制钢铁企业增加Capex来提升生产效率，短期钢铁产量或仍将增长，叠加平均吨钢耐材价值量提升，钢铁用耐材制品规模仍有提升空间。

我们首次覆盖北京利尔(买入，目标价6.76元)、濮耐股份(买入，目标价5.59元)、瑞泰科技(增持，目标价10.52元)，其中我们行业首选是北京利尔(国内最大钢铁耐材整包商)、濮耐股份(受益耐材原料量价提升)。

图表29：重点推荐公司估值表

公司代码	公司简称	市值 (亿元)	股价 (元)	目标价 (元)	评级	EPS (元)				PE (X)			
						2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
002392 CH	北京利尔	53	4.49	6.76	买入	0.35	0.41	0.52	0.66	12.9	11.0	8.7	6.8
002225 CH	濮耐股份	46	4.56	5.59	买入	0.25	0.30	0.43	0.57	18.3	15.1	10.7	8.0
002066 CH	瑞泰科技	20	8.80	10.52	增持	0.11	0.12	0.22	0.36	79.3	73.3	39.7	24.6

注：19年均为公告值，表中股价及市值为截至2020年12月31日收盘，20/21/22年EPS为华泰证券研究所预测；

资料来源：Wind，华泰证券研究所

风险提示

钢铁行业景气度超预期下行：耐材制品主要下游应用领域为钢铁生产企业，钢铁行业景气度对耐材制品企业业绩增速及经营质量有明显影响。如果钢铁行业景气度超预期下行，耐材制品企业盈利能力、回款等将存在恶化风险。

原材料价格大幅波动风险：耐材制品上游主要是铝土矿及菱镁矿，耐材原料主要是根据矿石生产的铝矾土、氧化铝粉、镁砂等，耐材制品成本中约80%为原材料。若上游原材料供给受限（如环保政策超预期收紧、政府主动调控等），或引发原材料价格大幅波动，耐材制品企业存在不能及时将成本上升压力转移至下游企业风险，或对公司经营业绩产生明显影响。

政策推进力度低于预期：耐材行业当前总体仍竞争散乱，相对无需，仍需政策引导；政策出台、执行力度低于预期，行业集中度提升周期存在拉长可能，行业竞争环境改善或低于预期。

对外贸易环境恶化及汇率大幅波动风险：部分耐材制品企业产品有一部分用于出口，若对外贸易环境发生恶化及汇率发生大幅波动，将对该类企业业绩产生明显影响。

国内外疫情加剧风险：当前我国新冠疫情防控已取得阶段性成效，海外疫情仍有不确定性。若后续国内或国外疫情超预期加剧，将对经济复苏节奏产生明显影响，进而对钢铁、水泥、玻璃等高温工业产品需求产生负面影响，耐材制品需求亦相应受负面影响。

公司研究/首次覆盖

2020年12月31日

建材/专用材料

投资评级: 买入 (首次评级)

当前价格(元): 4.56
目标价格(元): 5.59

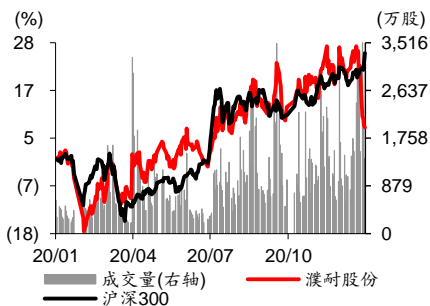
武慧东 SAC No. S0570520100004
研究员 010-56793963
wuhuidong@htsc.com

方晏荷 SAC No. S0570517080007
研究员 SFC No. BPW811
0755-22660892
fangyanhe@htsc.com

张艺露 SAC No. S0570520070002
研究员 18515893331
zhangyilu@htsc.com

林晓龙 SAC No. S0570120090022
联系人 13661352985
linxiaolong@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

生态圈拓增量市场, 原料有望放量

濮耐股份(002225)

市占率提升节奏有望加快, 原材料板块贡献弹性, 给予“买入”评级

公司 19 年钢铁耐材收入 33.2 亿, 国内前二。整包渗透率持续提升、政策推进行业改革力度有望加大, 行业龙头受益。公司 20 年提出公司/合作企业/客户可实现“三赢”的生态圈模式拓增量市场, 市占率提升节奏或提速。20 年西藏/青海基地生产迈入正轨, 镁质耐材原料产量或有明显提升, 辽宁再次开启菱镁产业整合, 镁质耐材原料价格上涨短期或持续, 原材料板块业绩有望明显改善。我们预计公司 20-22 年 EPS 分别为 0.30、0.43、0.57 元, 归母净利 Cagr 31.7%, 优于可比公司 (Cagr 均值 20.2%), 认可给予 21 年 13x PE (可比公司均值 9x), 目标价 5.59 元, 给予“买入”评级。

耐材行业变革, 行业龙头受益

耐材行业变革体现在: 1) 整体承包模式接受度较高, 为行业趋势, 渗透率仍有较大提升空间, 行业龙头整包服务能力更强; 2) 前期行业集中度提升节奏低于政策预期 (19 年 CR10 预计不超 17%, vs《工信部关于促进耐火材料产业健康可持续发展的若干意见》希望 20 年 CR10 市占率达 45%), 后续供给侧改革力度有望加大; 3) 17 年前后耐材原料价格大幅波动致部分中小企业履约能力受损, 客户加速向行业龙头靠拢, 中小企业生存空间持续受挤压。耐材行业变革, 我们认为龙头将明显受益。

生态圈模式拓增量市场, 市占率提升或加速

公司耐材制品品类齐全、整包剪服务能力强, 20 年提出通过生态圈模式, 拓展前期未重视的中小型增量客户 (对价格相对更敏感), 联合行业内具备独特竞争优势但提供全套整包剪服务能力存在不足的企业, 组成联合体共同开拓增量客户。该模式对公司、合作企业及新服务客户为“三赢”模式, 或对行业产生较大影响, 公司后续市占率提升节奏加快 (按耐材制品产量计, 公司 19 年市占率约 2.3%, 较 12 年提升 0.6pct)。

西藏/青海基地逐步放量, 原材料板块业绩或明显改善

公司前期原材料板块业务主要由华银高新材料和琳丽矿业贡献, 18 年以来镁质耐材价格一路下行致公司该板块收入及利润率均承压。19 年公司收购西藏翔晨镁业 68% 股权, 20 年起随着新增耐材原料加工生产线的建成投产及配套青海镁质耐材原料加工生产线陆续投产, 20 年试生产为主, 21 年西藏/青海基地耐材原料产量较有望明显提升 (预计镁质耐材原料产量增幅超 100%)。近期辽宁开启新一轮菱镁产业整合, 近期镁砂价格已有明显涨幅上涨 (截止 12 月 30 日, 97 号电熔镁砂最新价格较 9 月 8 日内低点上涨近 50%), 我们判断有一定持续性, 原材料板块利润率有望修复。

风险提示: 钢铁行业景气度下行, 原材料价格、汇率大幅波动、疫情风险。

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,010
流通 A 股 (百万股)	811.94
52 周内股价区间 (元)	3.56-5.39
总市值 (百万元)	4,607
总资产 (百万元)	6,140
每股净资产 (元)	2.88

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	3,863	4,140	4,253	5,240	6,175
+/-%	37.25	7.17	2.73	23.20	17.84
归属母公司净利润 (百万元)	225.39	252.27	305.43	431.98	576.71
+/-%	915.79	11.93	21.07	41.43	33.50
EPS (元, 最新摊薄)	0.22	0.25	0.30	0.43	0.57
PE (倍)	20.53	18.34	15.15	10.71	8.02

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

报告核心要点

核心推荐逻辑

耐材行业变革，行业龙头明显受益。耐材行业变革主要聚焦于：1) 整体承包模式接受度较高，为行业趋势，其渗透率仍有较大提升空间；2) 前期行业集中度提升节奏低于政策预期（19年CR10预计不超17%，vs《工信部关于促进耐火材料产业健康可持续发展的若干意见》希望20年CR10市占率达45%），后续供给侧改革力度有望加大，中小企业淘汰节奏有望加快；3) 17年前后耐材原料价格大幅波动致部分中小企业履约能力受损，客户加速向行业龙头靠拢。耐材行业变革，我们认为行业龙头或明显受益。

生态圈模式拓增量市场为公司/合作企业/客户“三赢”，市占率提升节奏有望加快。公司20年提出生态圈模式，我们认为其或成为破局行业集中度提升的有效方案。生态圈模式聚焦公司前期未覆盖的增量市场（中小型客户为主，对价格相对更敏感），联合行业内具备独特竞争优势但提供全套整包服务能力存在不足的企业，组成联合体共同开拓增量客户。该模式对公司、合作企业及新服务客户为“三赢”模式，有望助公司市占率提升节奏加快（按耐材制品产量计，公司19年市占率约2.3%，较12年提升0.6pct）。

西藏/青海基地产能进入释放期，镁质耐材迎来涨价，原材料板块业绩或明显改善。18年以来镁质耐材原料价格一路下行致公司原材料板块收入及利润率承压。19年公司收购西藏翔晨镁业68%股权（拥有西藏卡玛多菱镁矿采矿权），20年起其耐材原料加工生产线建成投产，同时配套青海镁质耐材原料加工生产线陆续建成投产，21年西藏/青海基地耐材原料产量较有望明显提升（预计镁质耐材原料产量增幅超100%）。近期辽宁开启新一轮菱镁产业整合，有17年经验，本轮整合效果值得期待，近期镁砂价格已有明显涨幅上涨（截止12月30日，97号电熔镁砂最新价格较9月8日内低点上涨近50%），我们判断有一定持续性，原材料板块利润率有望修复。

区别于市场的观点

市场对耐材行业变革影响认识不足。我们认为整包模式已较广泛被接受（尤其是钢铁领域），同时整包模式渗透率仍有较大提升空间，市场对此认识较弱。同时我们认为后续耐材行业供给侧改革力度有望加大、中小企业履约能力受损带来下游客户加速向行业龙头靠拢，龙头市占率提升节奏有望加快。市场对此认识不足。

市场对生态圈模式概念及其效果认知较弱。公司20年首次提出生态圈模式，市场对此关注度较低。我们认为生态圈模式或为破局前期行业集中度提升节奏较慢的有效解决方案，该模式对公司、合作企业及新服务客户为“三赢”模式，或可有效扩大公司客户覆盖度，加快公司市占率提升节奏。

市场对公司原材料板块业绩弹性认知不足。西藏/青海基地产能逐步释放，有望驱动原材料板块收入较快增长。辽宁新一轮菱镁产业整合，已带动镁砂价格上涨，我们判断或有一定持续性，原材料板块利润率有望明显修复。市场对此认知较弱。

生态圈拓增量市场，市占率提升节奏有望加快，期待原料放量 耐材行业龙头之一，制品出口舵手

钢铁耐材制品龙头之一，出口规模行业第一。 濮耐股份前身为成立于1988年的濮阳县耐火材料厂，公司实控人为刘百宽家族，持有公司股权占比约27%。公司主营产品为耐材制品及原料，约85%用于钢铁冶炼领域（钢铁冶炼全流程环节），是国内耐材制品领域龙头之一。国内耐材制品销售模式以整包为主（合同通常一年一签），海外主要为直销模式，19年整体收入中整包模式收入约20.3亿，占总收入比例为49.1%（同比提升5.0pcts）。公司于2008年在深交所上市，近年通过并购布局耐材制品上游环节，镁质耐材矿石及原料基本实现自给自足。公司是海外龙头，19年公司海外收入为8.2亿（占总收入比例19.7%），近年海外收入占比总体稳定在20%左右（20年出口阶段性受疫情影响，20H1海外收入占比同减1.4pct至18.5%），是国内耐材制品出口规模最大的企业。

图表30：濮耐股份股权结构（截止2020.10.31）



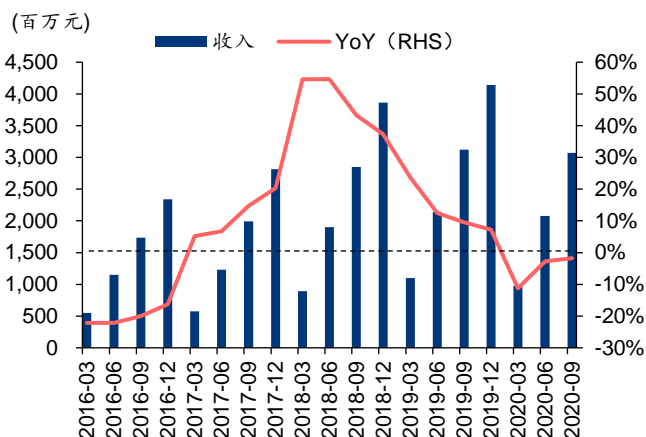
注1：刘百宽家族直接持有公司26.8%股权，其中董事长刘百宽直接持有公司14.2%。

注2：郭志彦先为公司监事会主席/工会主席/党委书记，郑化轲为公司董事/环保耐材事业部总经理及部分子公司负责人。

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

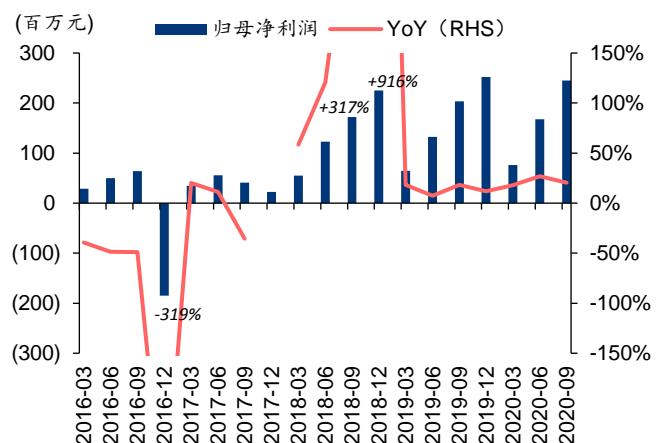
耐材制品收入承压，毛利率基本稳定。 钢铁行业受益供给侧改革，17-18景气度快速提升，公司收入/净利大幅好转；19年钢铁行业景气下行致耐材行业整体承压，叠加20年新冠疫情对海外需求影响较大，收入承压，但随着原材料板块新生产线逐步投产及环保材料板块效益提升，公司整体盈利能力提升。19年及20Q1-Q3公司收入分别为41.4、30.7亿，分别同增7.2%、-1.7%；19年及20Q1-Q3公司归母净利润分别为2.5、2.5亿，分别同增11.9%、20.5%，归母净利率分别为6.1%、8.0%。公司收入主要来自耐材制品，包括定型耐材制品、不定形耐材制品及功能耐材制品，19年三者收入占总收入比例分别为45%、25%、26%，功能耐材制品因技术壁垒更高，利润率相对更高。19年定型、不定形及功能耐材制品毛利率分别为23.9%、29.0%、38.1%，近年总体平稳。

图表31：公司收入及同比增速（季度累计）



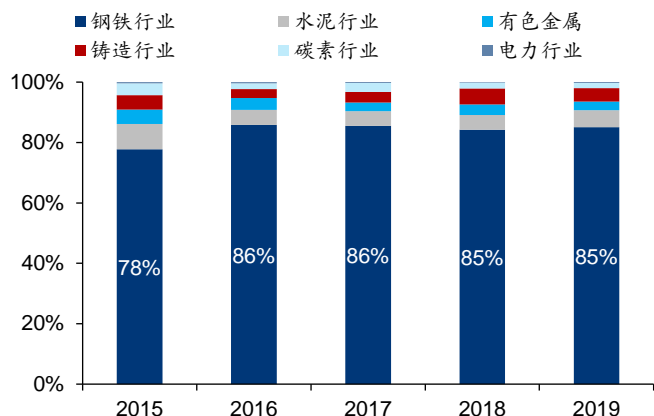
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表32：公司归母净利润及同比增速（季度累计）



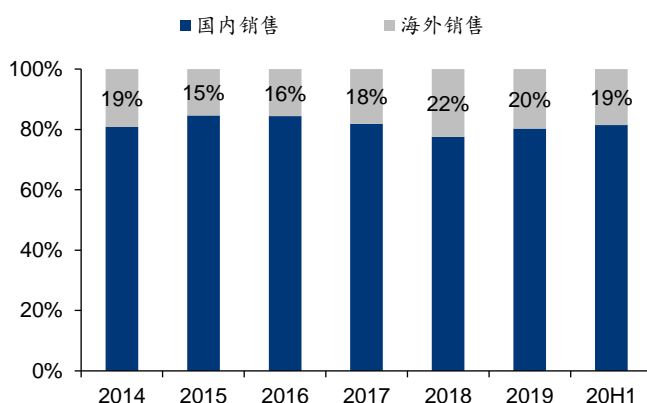
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表33: 公司收入结构(按下游分布)



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

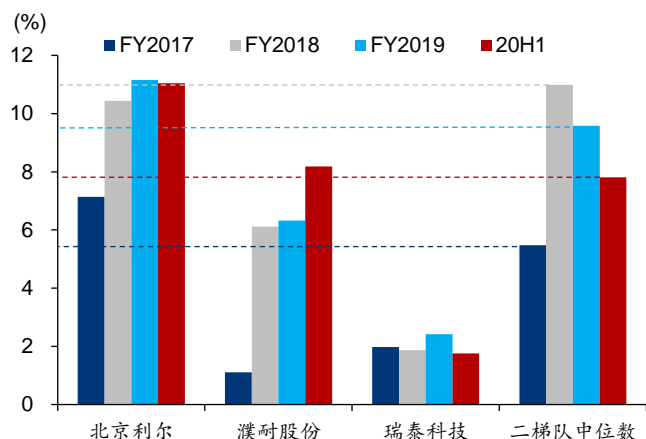
图表34: 公司收入国内、国外构成



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

公司近年净营业周期稳步缩短, 净利率稳步改善。公司 19 年及 20H1 净营业周期分别为 159、134 天, 近年稳步缩短, 显示公司经营质量稳步提升。公司净营业周期仍长于北京利尔 (101、102 天)、瑞泰科技 (110、110 天) 仍有一定差距, 但明显优于行业第二梯队中位数 (选取新三板上市企业作为代表, 同期分别为 180、216 天)。经营质量提升带动减值损失对利润侵蚀减少及管理提效, 公司近年净利率稳步改善, 19 年及 20H1 公司净利率分别为 6.3%、8.2%, 较北京利尔仍有一定差距 (同期分别为 11.2%、11.0%)。

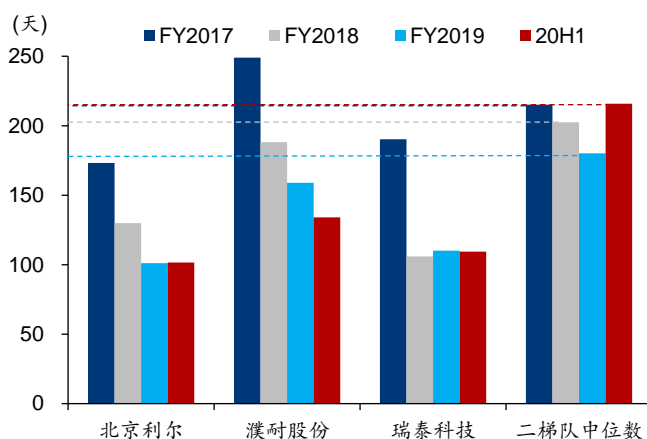
图表35: 北京利尔/濮耐股份/瑞泰科技与三板耐材企业净利率比较



注: 二梯队指新三板上市耐材制品企业 (详见行业部分)。

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表36: 北京利尔/濮耐股份/瑞泰科技与三板耐材企业净营业周期比较



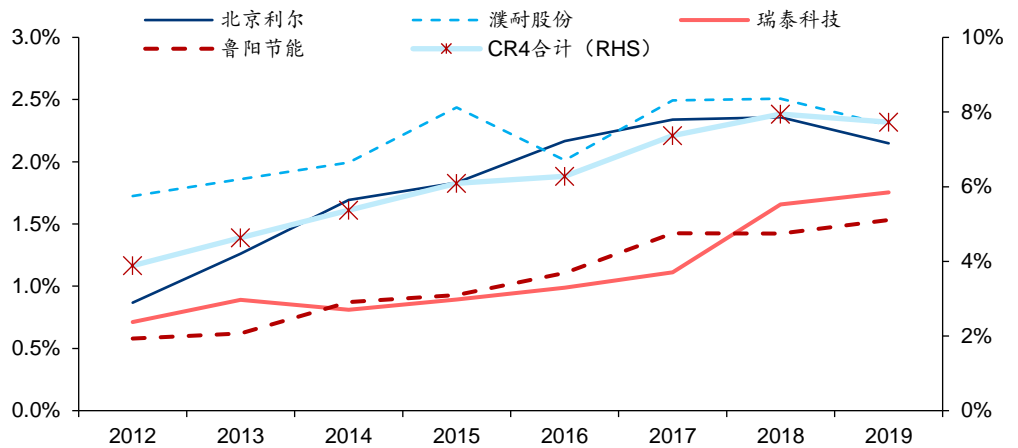
注: 净营业周期=应收账款周转天数+存货周转天数-应付账款周转天数; 二梯队指新三板上市耐材制品企业 (详见行业部分)。

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

耐材行业变革龙头受益, 公司推广生态圈模式, 市占率有望加速提升

我国耐材行业集中度较低, 行业龙头市占率趋势性提升。我国高温工业发展历史相对较短, 耐材制品行业仍相对分散。19 年国内耐火制品相关企业接近 2,000 家, 国内全行业产值 2,069 亿, 其中 73 家重点耐材企业收入 568 亿, 仅占 27.4%, 行业龙头濮耐股份、北京利尔、瑞泰科技、鲁阳节能 (为非钢领域龙头, 其他公司钢铁耐材制品均贡献核心收入及利润) 19 年耐材制品产量占全行业产量比例分别仅 2.0%、1.8%、1.9%、1.0%, 合计占比 7.7%, 较 12 年提升 3.8pct, 近年总体延续市占率提升趋势。

图表37：耐火材料龙头企业市场占有率变化（耐材制品产量口径）



资料来源：各公司公告，中国耐材工业协会，华泰证券研究所

规模较大的耐材制品企业近年份额提升主要为被动提升，主要源于：1) 整包模式渗透率在提升，规模较大企业耐材制品品类更全且服务能力更强，因而更优优势；2) 环保要求及新建产能门槛抬升致规模较小企业被动退出市场；3) 原材料价格阶段性大幅波动削弱中小企业履约能力，加速淘汰中小企业。利尔、濮耐为代表的行业龙头前期主动通过加剧竞争等手段提升市占率的意愿相对较弱，经营延续稳健思路，重视利润率、回款及客户质量。15 年以来国家推进的多行业供给侧改革带动钢铁、水泥、玻璃等耐材制品主要下游领域景气回升。CR4 相对保守的经营思路及下游维持较高景气度带动市场规模扩大，因而 CR4 市占率提升速度并不快，19 年 CR4 市占率甚至小幅下降 0.2pct 至 7.7%。

我们认为后续耐材制品龙头后续份额提升节奏有望加快，主要基于：

1) 近期行业龙头经营思路出现积极变化。如北京利尔 19 年提出“三个一百”战略目标并大力推进、濮耐股份 20 年提出“生态圈模式”重点拓展前期末重视的增量市场等。

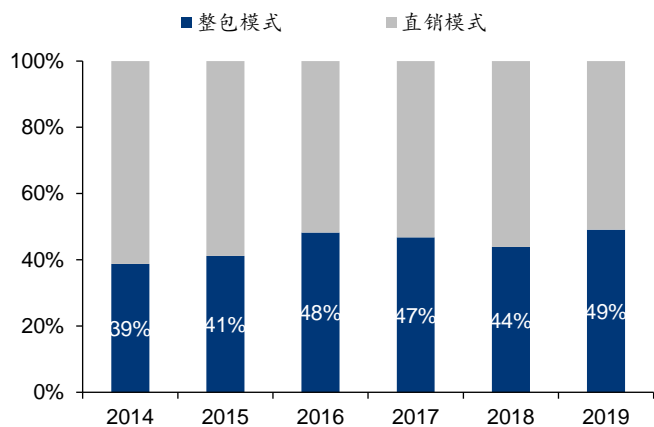
2) 整包模式为行业大趋势，整包服务渗透率仍有较大提升空间。考虑到：a) 大型钢厂以国企为主，耐材供应商数量繁多，现阶段已有明显压减，后续压减空间仍大；b) 后续钢铁行业集中度提升值得期待，大企业对有实力的耐材供应商提供整包服务需求迫切度提升。整包模式仍有较大提升空间，行业龙头因品类齐全、技术优势、整包服务能力等更优优势，中小耐材企业生存空间受挤压。龙头企业提升现有客户占有率³、逐步进入新客户供应体系（尤其是近年扩张快速的民营钢厂），成长空间广阔。

3) 前期行业集中度提升节奏低于政策预期，“十四五”及之后政策导向变化值得期待。13 年工信部发布《促进耐火材料产业健康可持续发展的若干意见》，力争到 15 年，形成 2~3 家具有国际竞争力的企业，前 10 家企业产业集中度提高到 25%；力争到 20 年 CR10 产业集中度提高到 45%。同时明确要大力推进联合重组（横向、纵向），并强化节能降耗、严格环保管理等方式逐步抬高行业进入门槛，淘汰落后产能。此后，工信部、发改委、生态环境部及部分地方政府陆续出台相关配套文件推进耐材行业供给侧结构改革。我们测算 19 年 CR10 行业市占率低于 17%，明显低于政策预期。考虑到行业产能仍总体过剩，后续供给侧改革力度有望加码，行业门槛进一步抬升，龙头受益。

³ 濮耐股份 19 年收入前五大客户分别为宝武集团、沙钢股份、安阳钢铁、山东钢铁、河钢集团，假设吨钢耐材支出 60 元，测算收入对应粗钢产量分别为 1,539、361、319、283、259 万吨，占各客户当年粗钢产量比例分别为 23%、10%、30%、10%、6%（可认为在其内部市占率）。

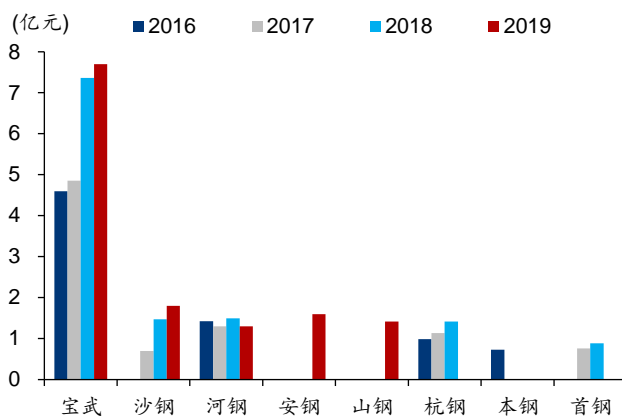
公司整包实力强，19 年收入占比 49.1%。濮耐股份为国内耐材行业率先尝试整包模式的企业之一，整包服务能力处于国内第一梯队。19 年公司收入中整包模式占比为 49.1%，较 18 年提升 5.0pct。其中其服务的国内钢铁企业客户中（公司钢铁领域收入占比近年稳定在 85%左右），整包模式占比约 90%，覆盖主流大中型钢企。钢铁领域公司可提供钢铁冶炼全流程整包服务。此外，水泥生产领域亦可提供水泥窑整体承包服务。

图表38：濮耐股份整包模式收入占比



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表39：濮耐股份主要钢铁企业客户近年收入情况



注：宝武指宝武集团（未上市），其中 16 年数据为宝钢和武钢之和；沙钢指沙钢股份（002075 CH）；河钢指河钢股份（000709 CH）；安钢指安阳钢铁（600509 CH）；山钢指山东钢铁（600022 CH）；杭钢指杭钢股份（600126 CH）；本钢指本钢板材（000761 CH），首钢指首钢股份（000959 CH）

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

推广生态圈模式拓增量市场，市占率提升节奏有望加快。行业发展趋势角度，龙头企业市场份额提升为长期趋势，源于：1) 整包模式逐步替代为确定性趋势；2) 环保要求提升，行业进入门槛抬升；3) 中小型耐材企业受抵御原材料价格波动能力较弱，且对下游客户议价能力更弱，成本转嫁能力更弱。濮耐股份 20 年提出通过推进生态圈模式，拓展前期未重点覆盖的增量市场（前期未重点覆盖的中小型客户，对价格相对更敏感）。通过联合行业内具备独特优势的企业资源（如特定产品成本有明显优势），重点开拓前期未重视的中小型客户，保持盈利能力的基础上服务客户面明显拓宽。生态圈模式对合作企业有排他性约束，同时公司在资金层面给予支持。生态圈模式对濮耐股份及合作企业为“双赢”模式，后续濮耐股份提升行业市占率节奏有望加快（按耐材制品产量计，公司 19 年市占率约 2.3%，较 12 年提升 0.6pct）。我们预计 20 年底/21 年初将看到采用生态圈模式拓增量市场的初步效果。

图表40：生态圈模式与传统外协采购区别

	生态圈模式	外协采购
聚焦市场	增量客户，主要为公司前期战略性放弃的市场，如中小型钢铁企业，对耐材制品价格相对更敏感	存量市场，主要为公司现有客户，部分产品公司不生产或外部采购更划算
合作企业	a) 在部分耐材制品/耐材原料等环节具有明显成本优势，但使用整包模式独立服务客户有难度； b) 拥有其他独特禀赋的企业，如在部分产品研发环节有明显优势	主要聚焦技术附加值较低，且公司没有成本优势的产品，质量符合公司要求。企业不限制
投标	联合体一起投标，公司与客户签署合同	公司独立投标，独立签署合同
排他性	合作企业有排他性要求，公司基本承包生态圈内企业全部或大部分产能	没有排他性要求
采购价格	较合作企业自主对外销售价格有一定下浮	与合作企业向其他客户销售价格基本一致
价款结算	合同开始执行后，公司会给予合作企业一定比例预付款，后续结算与外协采购模式一致	基本按照客户与公司结算节奏，进行结算（或略有滞后）

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

西藏/青海基地逐步放量，原材料板块业绩或明显改善

镁质耐材原料自给自足，西藏/青海基地步入正轨。耐材原料及上游矿石领域，由公司专门成立的原材料事业部统筹。公司于 2011 年并购海城琳丽矿业，涉足菱镁矿石开采及氧化镁质原料加工；同年控股华银高新材料，布局铝质耐材原料加工环节。17 年公司控股新疆秦翔（拥有新疆哈勒和特采矿权），布局优质矿山资源，但因生态保护区划定等事项，现阶段矿山建设及配套加工生产线建设处于停滞状态。19 年公司重新收购已取得卡玛多菱镁矿采矿权的西藏翔晨镁业 68% 股权，20 年起随着新增耐材原料加工生产线的建成投产，同时配套青海镁质耐材原料等加工生产线陆续建成投产，西藏/青海基地轻烧镁砂、电熔镁砂等产品逐步放量。现阶段公司镁质耐材原料基本实现自给自足，后续对外销售比例或有提升。

19 年/20H1 公司原材料事业部收入 4.9 亿、1.9 亿（含内部供应），分别同减 21.5%、32.3%；近年主要贡献均来自华银高新材料及琳丽矿业。18 年以来镁砂为代表的耐材原料价格持续下降，对其盈利能力产生明显影响。

21 年原材料板块业绩有望明显改善，源于：

- 1) 西藏及青海生产基地产能继续爬坡致镁质原料等产量大幅提升。公司青海基地（使用西藏基地菱镁矿矿石及粗加工原料产品）主要产品轻烧氧化镁、高纯氧化镁、大结晶电熔氧化镁等镁质耐材原料，20 年以试生产为主，结合公司规划，我们预计西藏/青海基地镁质耐材原料产量较 20 年增幅或超 100%，同时有望开拓其他产品。现阶段公司已基本实现镁质原料自给自足，后续随着镁质耐材原料产量快速增加，外销占比或提升。
- 2) 辽宁省已经开始进行新一轮政策整合，通过供给侧改革的方式推进省内菱镁矿及相关产业健康发展。前期因无序生产致镁质耐材原料价格 18 年以来一路走低，行业生态明显恶化。有前期经验，后续政策效果值得期待，近期镁砂价格已开始上涨（如截止 20 年 12 月 30 日，97 号电熔镁砂中国出厂价中间价为 3,800 元/吨，较 20 年 9 月 8 日年内低点价格 2,550 上涨 1,250 元/吨，涨幅接近 50%），我们判断有一定持续性⁴。镁质耐材原料价格回暖有望明显改善原材料板块盈利能力。

图表 41： 濮耐股份耐材制品上游采矿及耐材原料布局

主体名称	地点	股权结构	主要介绍
华银高新材料	辽宁海城	濮耐股份 95%、辽宁翔晨 5%	耐材原料加工企业，3 万吨板刚玉（氧化铝含量 99% 以上）生产线已技改，可满足公司板刚玉原料自给自足
琳丽矿业	辽宁海城	濮耐股份 51%、海城铔宇公司 49%	海城拥有金星福利耐火材料厂菱镁矿，主要产品包括重烧镁砂/中档镁砂/高纯镁砂/电熔镁砂/造渣球等，年产各种粒度镁砂 5 万吨，各种产品总产量 30 万吨，年出口量约 10 万吨
青海濮耐	青海民和县	濮耐股份全资持有	12 年注册成立，产品原料主要来自翔晨镁业，高档镁质原料加工基地，产品包括轻烧氧化镁（回转炉，年产能 3 万吨，20 年已稳定生产）、高纯氧化镁（年产能 8 万吨，20H2 稳定生产）、大结晶电熔氧化镁（年产能 5 万吨，20H2 开始爬坡）、电工级氧化镁（预计 21H1 末投产）
翔晨镁业	西藏昌都市	濮耐股份 68%、昌都市投资公司 26%、类乌齐县汇鑫资管 6%	已取得西藏类乌齐县卡玛多菱镁矿采矿许可证，矿山核定产能 100 万吨/年，产品主要包括轻烧氧化镁及电熔镁砂，一期稳定生产（轻烧氧化镁，竖窑），二期 19 年 11 月建成投产（轻烧氧化镁，竖窑），一二期年产能 18 万吨；三期 20 年 10 月投产（电熔氧化镁），年产能 4 万吨
新疆秦翔	新疆巴州和静县	濮耐股份 52.49%、和静县希望投资公司 15.28%	已取得新疆哈勒和特菱镁矿采矿许可证，矿山核定生产规模 140 万吨/年；矿山建设及镁质原料建设现阶段处于停工状态

注：表格中提到的公司除濮耐股份外，其他均未上市。

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

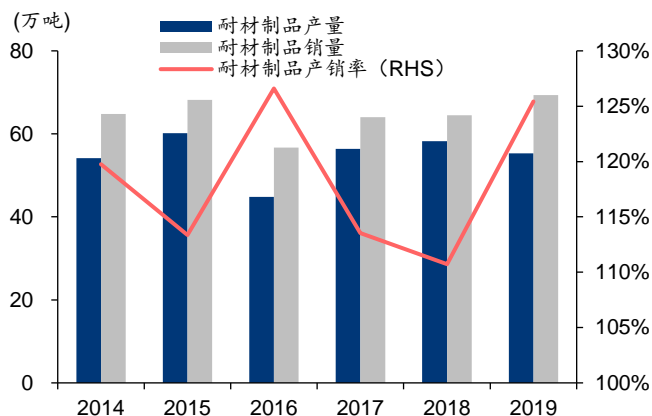
⁴ 参考《21 年镁砂价格中枢或高于 20 年》，华泰建筑建材团队，2020.12.16

盈利预测及估值

核心假设：

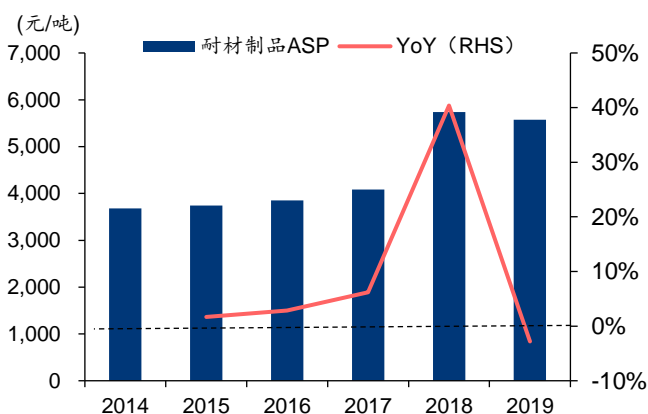
1. **收入：**整体而言，20 年疫情对国内钢铁行业冶炼生产影响不大，但对海外需求冲击较大。19 年初，公司明确未来五年战略目标，目标 23 年企业营收达 100 亿（vs 19 年为 41.4 亿），并进入世界耐材行业前三名。判断公司后续将重点推进生态圈模式拓展增量市场，市场份额提升节奏有望加快，同时或会适时推进并购重组，对产业资源进行整合。a) 耐材制品角度，预计国内仍以整包模式为主，现有客户推进份额提升，同时拓展新增客户力度会加大；海外销售网络布局基本完成，20 年受疫情影响，海外需求阶段性承压，21 年有望恢复正增长。预计 20-22 年耐材制品销量增速分别为 -4%、15%、12%，预计耐材制品 ASP（平均销售单价）总体延续前期向上趋势（14-19 年 Cagr 为 8.7%，主因高端耐材占比提升，其中 18 年大幅上涨源于辽宁菱镁产业整治带动镁质耐材原料及耐材制品价格大幅提升），辽宁开启新一轮菱镁产业整合有望电动镁质耐材制品价格中枢上移，高端耐材占比有望继续提升，我们预计 20-22 年耐材制品 ASP 增速均为 5%。b) 其他耐材业务主要为耐材原料贡献，西藏/青海部分生产线 20 年试生产为主，后续随着产能逐步放量，收入有望提速，预计 20-22 年该业务收入增速分别为 30%、50%、20%。

图表42： 澳耐股份耐材制品销量及产量



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表43： 澳耐股份耐材制品 ASP 及同比增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

2. **毛利率：**公司镁质耐材全产业链布局，矿石、原料基本自给自足；辽宁开启新一轮菱镁产业整治活动，后续镁质耐材原料价格中枢有望上移，公司耐材制品盈利能力有望小幅改善，非钢耐材效益改善效果逐步显现，我们预计耐材制品业务 20-22 年毛利率分别为 30.5%、31.0%、32.0%（vs 19 年为 29.3%）。西藏/青海耐材原料产能爬坡，21 年逐步放量，耐材原料业务盈利能力有望明显改善，我们预计其他耐材业务 20-22 年毛利率预计分别为 35%、40%、41%（vs 19 年为 32.9%）。
3. **费用率：**考虑到公司稳步推进精细化管理模式，生产线智能化水平逐步提升，研发投入保持强度，在建工程支出高峰已过且后续净营业周期改善趋势有望延续，财务费用率有望下降，预计后续费用率稳中趋降。

图表44：公司盈利预测核心假设

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
耐材制品销量 (万吨)	64.0	64.5	69.3	66.6	76.6	85.7
YOY	13.0%	0.6%	7.6%	-4.0%	15.0%	12.0%
耐材制品 ASP (元/吨)	4,086	5,736	5,576	5,854	6,147	6,454
YOY	6.2%	40.4%	-2.8%	5.0%	5.0%	5.0%
耐材制品收入 (百万元)	2,617	3,697	3,866	3,897	4,706	5,534
YOY	19.9%	41.3%	4.6%	0.8%	20.8%	17.6%
其他耐材业务收入 (百万元)	198	166	274	356	534	641
YOY	26.1%	-16.1%	43.5%	30.0%	50.0%	20.0%
总营业收入 (百万元)	2,815	3,863	4,140	4,253	5,240	6,175
YOY	20.4%	37.3%	7.2%	2.7%	23.2%	17.8%
耐材制品毛利率	30.7%	29.5%	29.3%	30.5%	31.0%	32.0%
其他耐材业务毛利率	16.8%	23.9%	32.9%	35.0%	40.0%	41.0%
整体毛利率	29.7%	29.2%	29.5%	30.9%	31.9%	32.9%
销售费用率	10.6%	8.8%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%
管理费用率	5.6%	4.9%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%
研发费用率	4.8%	4.4%	4.7%	4.7%	4.7%	4.7%
财务费用率	3.3%	0.5%	0.7%	0.6%	0.4%	0.3%
四费率	24.3%	18.6%	20.8%	20.7%	20.5%	20.3%
归母净利润 (百万元)	22	225	252	305	432	577
YoY	-112.0%	915.8%	11.9%	21.1%	41.4%	33.5%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

总体来看，公司耐材制品技术有优势，国内龙头地位稳固，生态圈模式有望加快市场份额提升节奏，原材料板块逐步放量贡献收入增量及利润弹性，我们预计公司 20-22 年收入分别为 42.5、52.4、61.8 亿（对应增速分别为 2.7%、23.2%、17.8%，20-22Cagr 为 14.3% vs 据 wind 一致预期北京利尔/鲁阳节能分别为 17.1%/ 15.6%），归母净利润分别为 3.1、4.3、5.8 亿（对应增速分别为 21.1%、41.4%、33.5%，20-22Cagr 为 31.7% vs 据 wind 一致预期北京利尔/鲁阳节能分别为 19.5%/ 19.7%），EPS 分别为 0.30、0.43、0.57 元。同业可比公司 2021 年 PE 平均为 8.9 倍（瑞泰科技无一致预期，取北京利尔和鲁阳节能均值），考虑到公司生态圈模式推进叠加原材料板块产能爬坡，致公司归母净利增速快于竞争对手，应较可比公司给予一定溢价，给予公司 2021 年 13 倍的 PE 估值水平，目标价为 5.59 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表45：公司可比公司估值表（2020/12/31）

公司名称	股票代码	市值 (亿元)	收盘价 (元)	每股收益 (元/股)				P/E (x)				归母净利 Cagr (20-22 年)	PE/G
				19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E		
北京利尔	002392 CH	53.5	4.49	0.35	0.42	0.51	0.62	12.9	10.6	8.8	7.3	20.8%	0.4
瑞泰科技	002066 CH	20.3	8.80	0.11	n/a	n/a	n/a	79.3	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
鲁阳节能	002088 CH	40.1	11.09	0.94	0.99	1.23	1.61	11.8	11.2	9.0	6.9	19.7%	0.5
平均值								34.6	10.9	8.9	7.1	20.2%	0.4
濮耐股份	002225 CH	46.1	4.56	0.25	0.30	0.43	0.57	18.3	15.1	10.7	8.0	31.7%	0.34

注：除濮耐股份外，盈利预测均来自 Wind 一致预期

资料来源：Wind、Bloomberg、华泰证券研究所

风险提示

钢铁行业景气度超预期下行：耐材制品主要下游应用领域为钢铁生产企业，钢铁行业景气度对耐材制品企业业绩增速及经营质量有明显影响。如果钢铁行业景气度超预期下行，耐材制品企业盈利能力、回款等将存在恶化风险。

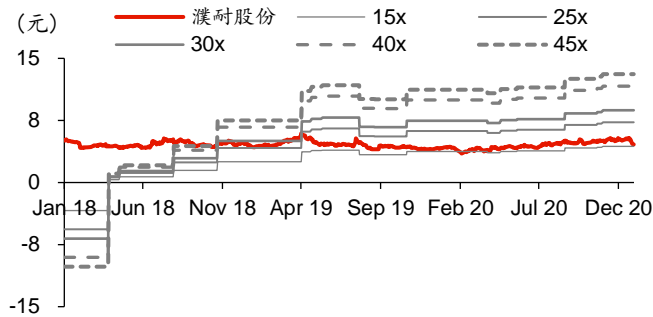
原材料价格大幅波动风险：耐材制品成本中约 80% 为原材料，现阶段公司铝质原材料外部采购依赖较高。若上游原材料供给受限（如环保政策超预期收紧、政府主动调控等），或引发原材料价格大幅波动，耐材制品企业存在不能及时将成本上升压力转移至下游企业风险，或对公司经营业绩产生明显影响。

汇率大幅波动风险：公司海外收入占比近年稳定在 20% 左右，以美元结算为主，若汇率出现大幅波动，将影响公司产品销售定价及海外业务盈利能力，同时亦将产生明显汇兑损益，进而对业绩产生影响。

疫情影响超预期风险：疫情对国内及海外经济产生明显影响，若持续时间超预期、防控效果逊于预期，将对需求产生影响，进而影响高温工业景气度，将对耐材制品需求产生负面影响。

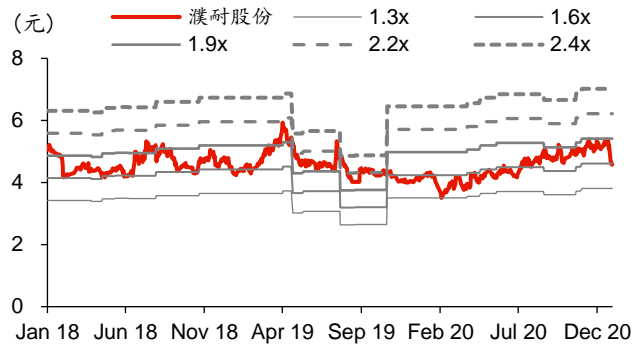
PE/PB - Bands

图表46： 濮耐股份历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表47： 濮耐股份历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	3,759	3,880	4,154	5,241	5,852
现金	241.49	413.18	611.65	966.34	1,439
应收账款	1,467	1,434	1,263	1,605	1,518
其他应收账款	47.91	39.44	50.30	60.26	70.03
预付账款	73.42	54.36	76.91	84.82	105.76
存货	1,289	1,227	1,307	1,767	1,801
其他流动资产	640.30	712.21	844.76	756.58	917.94
非流动资产	1,373	1,844	1,892	1,920	1,931
长期投资	4.84	8.88	8.91	8.94	8.97
固定投资	572.73	720.42	864.24	921.25	929.59
无形资产	280.65	325.86	363.15	399.47	434.82
其他非流动资产	515.06	788.66	656.10	590.20	557.25
资产总计	5,133	5,724	6,046	7,160	7,783
流动负债	2,370	2,645	2,706	3,433	3,522
短期借款	584.31	592.02	612.02	632.02	652.02
应付账款	933.31	1,050	1,093	1,508	1,512
其他流动负债	852.51	1,003	1,001	1,293	1,358
非流动负债	60.96	91.44	107.80	118.63	123.94
长期借款	1.05	28.65	45.01	55.84	61.15
其他非流动负债	59.91	62.79	62.79	62.79	62.79
负债合计	2,431	2,737	2,814	3,551	3,646
少数股东权益	114.51	155.29	166.83	183.15	204.94
股本	888.18	1,034	1,010	1,010	1,010
资本公积	989.92	907.51	930.83	930.83	930.83
留存公积	738.33	910.87	1,137	1,457	1,883
归属母公司股东权益	2,587	2,832	3,065	3,426	3,932
负债和股东权益	5,133	5,724	6,046	7,160	7,783

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	490.92	574.38	392.89	554.65	669.41
净利润	236.18	261.80	316.97	448.30	598.49
折旧摊销	84.84	93.66	96.67	117.78	134.47
财务费用	18.91	29.48	26.89	23.30	15.44
投资损失	(1.55)	(2.36)	(2.36)	(2.36)	(2.36)
营运资金变动	2.60	127.88	8.42	23.12	(23.05)
其他经营现金	149.95	63.92	(53.70)	(55.49)	(53.59)
投资活动现金	(75.38)	(336.38)	(142.25)	(142.29)	(141.64)
资本支出	77.44	357.12	145.21	145.21	145.21
长期投资	0.00	16.39	(0.03)	(0.03)	(0.03)
其他投资现金	2.05	4.34	3.00	2.96	3.60
筹资活动现金	(402.80)	(86.97)	(52.17)	(57.68)	(55.34)
短期借款	229.16	7.71	20.00	20.00	20.00
长期借款	(297.65)	27.61	16.36	10.83	5.31
普通股增加	(2.14)	145.58	(23.32)	0.00	0.00
资本公积增加	(1.17)	(82.41)	23.32	0.00	0.00
其他筹资现金	(331.00)	(185.46)	(88.53)	(88.51)	(80.65)
现金净增加额	14.20	152.35	198.47	354.69	472.43

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,863	4,140	4,253	5,240	6,175
营业成本	2,734	2,919	2,940	3,567	4,141
营业税金及附加	32.37	35.19	36.15	44.54	52.48
营业费用	338.85	403.55	414.57	510.74	601.88
管理费用	190.75	233.78	240.17	295.88	348.68
财务费用	18.91	29.48	26.89	23.30	15.44
资产减值损失	(121.98)	(0.65)	(0.66)	(0.82)	(0.96)
公允价值变动收益	(2.10)	1.73	(0.12)	(0.16)	0.48
投资净收益	1.55	2.36	2.36	2.36	2.36
营业利润	282.43	298.50	378.67	533.18	709.88
营业外收入	5.59	4.55	4.55	4.55	4.55
营业外支出	20.73	10.32	10.32	10.32	10.32
利润总额	267.29	292.73	372.91	527.41	704.11
所得税	31.11	30.94	55.94	79.11	105.62
净利润	236.18	261.80	316.97	448.30	598.49
少数股东损益	10.79	9.53	11.54	16.32	21.79
归属母公司净利润	225.39	252.27	305.43	431.98	576.71
EBITDA	371.46	402.37	482.60	651.41	833.88
EPS (元, 基本)	0.22	0.25	0.30	0.43	0.57

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	37.25	7.17	2.73	23.20	17.84
营业利润	840.88	5.69	26.86	40.80	33.14
归属母公司净利润	915.79	11.93	21.07	41.43	33.50
获利能力 (%)					
毛利率	29.22	29.50	30.88	31.92	32.93
净利率	6.11	6.32	7.45	8.56	9.69
ROE	8.74	8.76	9.81	12.42	14.47
ROIC	8.94	9.42	10.89	14.84	19.05
偿债能力					
资产负债率 (%)	47.37	47.81	46.55	49.59	46.84
净负债比率 (%)	14.95	8.87	3.52	(5.67)	(15.62)
流动比率	1.59	1.47	1.53	1.53	1.66
速动比率	0.99	0.96	1.00	0.97	1.10
营运能力					
总资产周转率	0.78	0.76	0.72	0.79	0.83
应收账款周转率	2.50	2.85	3.15	3.65	3.95
应付账款周转率	3.10	2.94	2.74	2.74	2.74
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.22	0.25	0.30	0.43	0.57
每股经营现金流(最新摊薄)	0.49	0.57	0.39	0.55	0.66
每股净资产(最新摊薄)	2.56	2.80	3.03	3.39	3.89
估值比率					
PE (倍)	20.53	18.34	15.15	10.71	8.02
PB (倍)	1.79	1.63	1.51	1.35	1.18
EV_EBITDA (倍)	13.80	12.54	10.17	7.07	5.02

公司研究/首次覆盖

2020年12月31日

建材/专用材料

投资评级: 买入 (首次评级)

当前价格(元): 4.49
目标价格(元): 6.76

武慧东 SAC No. S0570520100004
研究员 010-56793963
wuhuidong@htsc.com

方晏荷 SAC No. S0570517080007
研究员 SFC No. BPW811
0755-22660892
fangyanhe@htsc.com

张艺露 SAC No. S0570520070002
研究员 18515893331
zhangyilu@htsc.com

林晓龙 SAC No. S0570120090022
联系人 13661352985
linxiaolong@htsc.com

耐材整包龙头, 市占率或加速提升

北京利尔(002392)

钢铁耐材整包龙头市占率或加快提升, 产业链布局趋于完整强化竞争优势
公司是国内最大的钢铁耐材整包商, 19年钢铁耐材制品收入国内前二, 覆盖主流大中型钢铁客户。耐材行业整包渗透率有望继续提升、政策推进行业改革力度或加大, 龙头受益, 公司市占率提升节奏有望加快。公司镁质耐材产业链实现全生命周期布局, 铝质耐材仅缺矿石环节, 产业链布局趋于完整提升盈利能力及上游原料价格波动风险抵御能力。我们预计公司20-22年收入及归母净利润 Cagr 分别为 18.4%、23.8%, EPS 分别为 0.41、0.52、0.66 元, 公司经营质量优于竞争对手, 认可给予 21 年 13x PE (可比公司均值 10x), 目标价 6.76 元, 给予“买入”评级。

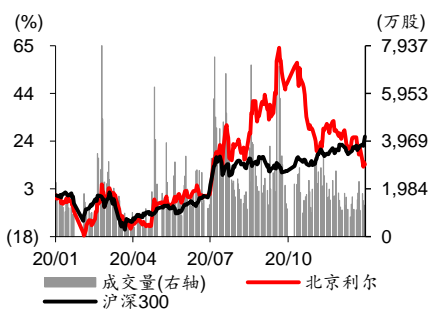
国内最大钢铁耐材整包商, 受益耐材行业变革, 市占率提升节奏或加快
耐材行业变革体现在: 1) 整体承包模式接受度较高, 为行业趋势, 渗透率仍有较大提升空间; 2) 行业集中度提升节奏低于政策预期 (19 年 CR10 预计不超 17%, vs 《工信部关于促进耐火材料产业健康可持续发展的若干意见》希望 20 年 CR10 市占率达 45%), 后续供给侧改革力度或加大; 3) 17 年前后耐材原料价格大幅波动损害部分中小企业履约能力, 客户加速向行业龙头靠拢。公司现为国内最大钢铁耐材整包商, 19 年钢铁耐材收入超 80% 由整包模式贡献 (vs 濮耐为 49%), 可提供高炉/电炉/钢包/中间包等全流程钢铁冶炼整包服务, 受益行业变革, 公司市占率提升节奏有望加快。

耐材产业链布局趋于完整, 研发投入高强度, 竞争优势持续强化
公司积极推进耐材产业链上游布局, 现阶段镁质耐材原料已形成“矿石开采及深加工-耐材原料-耐材制品-用后回收及利用”全生命周期管理模式, 铝质耐材上游仅缺矿石环节布局, 产业链布局趋于完整有助于公司提升盈利能力 (19 年及 20Q1-3 公司净利率分别为 11.2%/11.6% vs 同期濮耐、瑞泰分别为 6.3%/8.1%、2.4%/2.1%), 同时提升原材料价格波动风险抵御能力。公司研发投入保持高强度, 绝对金额较第二梯队优势明显, 研发人员占比业内领先 (19 年公司 22%, vs 濮耐、瑞泰分别为 11%、6%), 在产品新配方/新工艺及整包服务能力等方面优势地位持续强化。

明确“三个一百”战略目标, 拟实施员工持股计划提振经营活力
公司 19 年明确提出“三个一百”战略目标, 明确到 2025 年, 1) 实现销售收入 100 亿 (19 年为 37.4 亿, 25 年收入 100 亿对应 20-25 年收入 Cagr 为 17.8%), 耐材制品产销 100 万吨 (截止 20H1 末公司耐材制品产能 70 万吨, 19 年公司耐材制品产量销量分别为 52.2、59.4 万吨), 耐火原料产销 100 万吨 (现阶段公司外销耐材原料量很少)。明确“三个一百”战略目标, 反映公司思路较前期有积极变化, 后续扩张步伐或加快。公司于 20 年 10 月底公告《第一期员工持股计划(草案)》, 拟实施员工持股计划, 覆盖核心高管及部分骨干员工, 或提振公司经营活力。

风险提示: 钢铁行业景气度超预期下行, 原材料价格大幅波动, 合金业务表现低于预期。

一年内股价走势图



资料来源: Wind

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,190
流通 A 股 (百万股)	831.79
52 周内股价区间 (元)	3.29-6.50
总市值 (百万元)	5,345
总资产 (百万元)	6,236
每股净资产 (元)	3.41

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	3,197	3,742	4,609	5,415	6,216
+/-%	40.39	17.06	23.16	17.47	14.81
归属母公司净利润 (百万元)	333.08	415.90	485.78	616.94	789.06
+/-%	105.33	24.87	16.80	27.00	27.90
EPS (元, 最新摊薄)	0.28	0.35	0.41	0.52	0.66
PE (倍)	16.19	12.97	11.10	8.74	6.83

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

报告核心要点

核心推荐逻辑

耐材行业变革龙头受益，公司作为国内最大钢铁耐材整包商，市占率或加速提升。耐材行业变革主要聚焦于：1) 整体承包模式接受度较高，为行业趋势，其渗透率仍有较大提升空间；2) 前期行业集中度提升节奏低于政策预期（19年CR10预计不超17%，vs《工信部关于促进耐火材料产业健康可持续发展的若干意见》希望20年CR10市占率达45%），后续供给侧改革力度有望加大，中小企业淘汰节奏有望加快；3) 17年前后耐材原料价格大幅波动致部分中小企业履约能力受损，客户加速向行业龙头靠拢。耐材行业变革，我们认为行业龙头或明显受益。公司现为国内最大钢铁耐材整包商，高强度研发投入强化竞争优势，覆盖主流优质客户（公司经营质量优于竞争对手，19年及20H1公司净营业周期分别为101/102天，濮耐、瑞泰同期分别为159/134、110/110天），19年钢铁耐材收入超80%由整包模式贡献（vs濮耐为49%），可提供高炉/电炉/钢包/中间包等全流程钢铁冶炼整包服务，受益行业变革，公司市占率提升节奏有望加快。

耐材产业链布局趋于完整，盈利能力优于竞争对手。现阶段镁质耐材原料已形成“矿石开采及深加工-耐材原料-耐材制品-用后回收及利用”全生命周期管理模式，铝质耐材上游仅缺矿石环节布局，产业链布局趋于完整有助于公司提升盈利能力（19年及20Q1-3公司净利率分别为11.2%/11.6% vs 同期濮耐、瑞泰分别为6.3%/8.1%、2.4%/2.1%），同时提升原材料价格波动风险抵御能力。

明确“三个一百”战略目标，扩张步伐或加快，拟实施员工持股计划提振经营活力。公司19年明确提出“三个一百”战略目标，分别对应销售收入、耐材制品产销量及耐材原料产销量。具体而言，到2025年，1) 公司目标实现销售收入100亿（19年为37.4亿，若25年收入100亿，对应20-25年收入Cagr为17.8%），耐材制品产销100万吨（截止20H1末公司耐材制品产能70万吨，19年公司耐材制品产量销量分别为52.2、59.4万吨），耐火原料产销100万吨（现阶段公司外销耐材原料量很少）。明确“三个一百”战略目标，反映公司思路较前期有积极变化，后续扩张步伐或加快。公司于20年10月底公告《第一期员工持股计划（草案）》，拟实施员工持股计划，覆盖核心高管及部分骨干员工，或提振公司经营活力。

区别于市场的观点

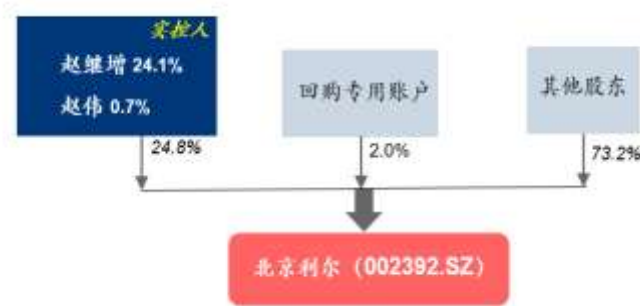
市场对耐材行业变革影响认识不足。我们认为整包模式已较广泛被接受（尤其是钢铁领域），同时整包模式渗透率仍有较大提升空间，市场对此认识较弱。同时我们认为后续耐材行业供给侧改革力度有望加大、中小企业履约能力受损带来下游客户加速向行业龙头靠拢，龙头市占率提升节奏有望加快。市场对此认识不足。

市场对公司扩张意愿认知较弱。公司前期经营思路稍偏保守，更重视回款及客户质量（盈利能力及经营质量优于竞争对手）。我们认为公司19年明确“三个一百”战略目标显示公司经营思路出现积极变化，扩张步伐或加快。同时公司配套推进管理层年轻化及拟通过员工持股计划提振经营活力，显示在耐材行业变革的背景下公司管理层已经有积极转变。市场对此认识不足。

整包模式先行者，产业链布局趋于完整，市占率有望加快提升
钢铁耐材制品龙头之一，盈利能力及经营质量优于竞争对手

公司是钢铁耐材制品龙头之一。北京利尔成立于 2000 年，公司主要产品包括耐火材料（制品&原料）及冶金炉料，耐材制品品种齐全，超 85%用于钢铁冶炼领域（高炉、转炉、钢包、连铸中间包、铁水包、加热炉等钢铁冶炼全流程环节），是国内最大的钢铁耐材整包商。19 年整包模式收入占比达 80%以上。公司于 2010 年在深交所上市，近年通过并购布局耐材制品上游环节，镁质耐材实现矿石、原料、制品及后续回收利用环节全生命周期布局，铝质耐材实现原料、制品及回收利用环节布局（仅缺矿石环节）。公司实际控制人为赵继增、赵伟父子，截止 20Q3 末，合计持有公司股权占比为 24.8%。

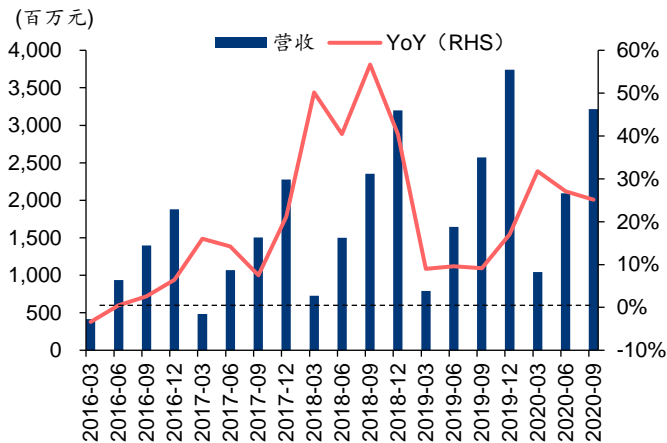
图表48：北京利尔股权结构（截止 2020.12.04）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

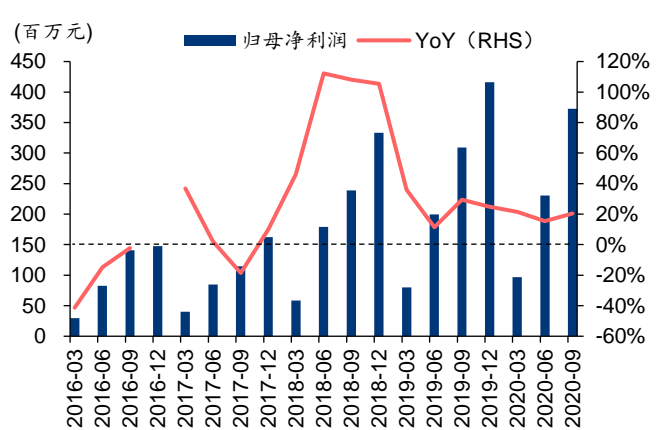
近年收入、净利延续较快增长。17-18 年，受益下游钢铁行业景气度提升，公司收入、净利延续较快增长。随着钢铁行业供给侧改革红利逐步消弭，19 年耐材行业整体承压，但公司收入、净利仍延续较快增长。19 年及 20Q1-Q3 公司收入分别为 37.4、32.2 亿，分别同增 17.1%、25.2%。

图表49：公司收入及同比增速（季度累计）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表50：公司归母净利润及同比增速（季度累计）



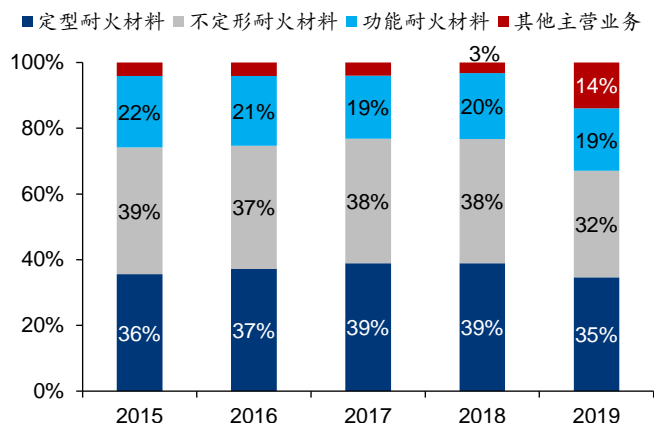
注：FY16 增速无数据源于 FY15 归母净利润为负值。

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

耐材制品为核心主业，新拓展冶金炉料业务。公司收入主要来自定型耐材制品、不定形耐材制品及功能耐材制品，19 年三者收入占总收入比例分别为 35%、32%、19%。19 年及 20H1 耐材制品整体收入增速分别 4.1%、14.2%。19 年公司耐材制品业务整体毛利率为 37.8%，同增 1.9pct，主因高端耐材占比增加，近年总体较为稳定（20H1 未披露）。19 年公司开拓钼合金业务（计入其他主营业务口径），主要服务公司钢铁企业客户。早期洛阳利尔即尝试该业务，18 年受让日照瑞华新材料全部股权，并开始建设钼合金加工生产基地，一期年产能 2 万吨，已于 20H1 末投产，20 年以产能爬坡及捋顺供应链为主，19

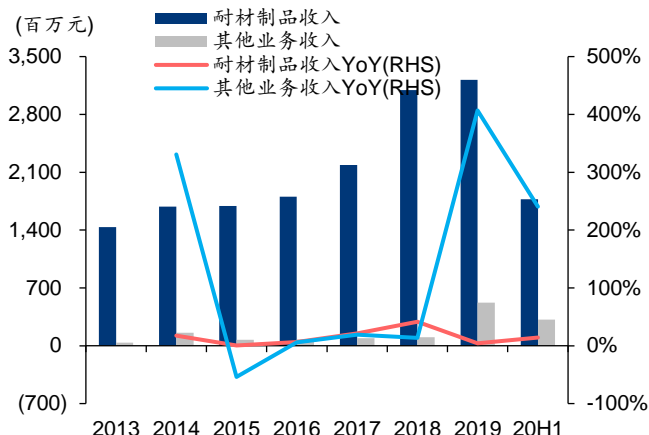
年及 20H1 含钼合金业务的其他业务收入分别为 5.2、3.2 亿，分别同增 407%、241%。因钼合金业务新拓展，19 年该业务毛利率仅 4.5%（20H1 未披露）。随着产能爬坡及供应链理顺，钼合金业务有望成为公司新的收入及利润增长点。

图表51： 公司收入结构



注：定型耐火材料、不定形耐火材料及功能耐火材料均为耐材制品，其他主营业务包括矿石、耐材原料及钼合金，下同。
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

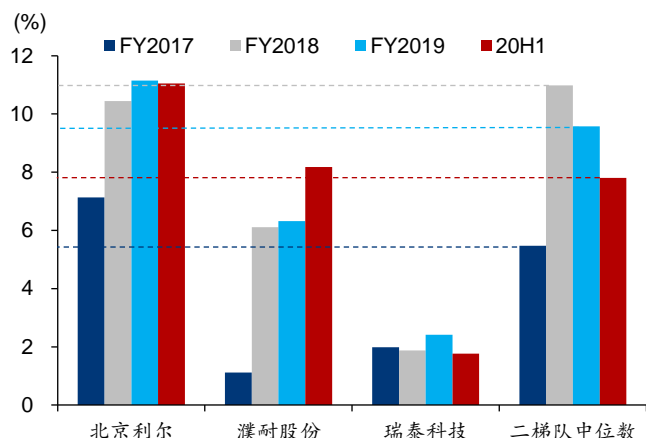
图表52： 公司耐材制品及其他业务收入变化



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

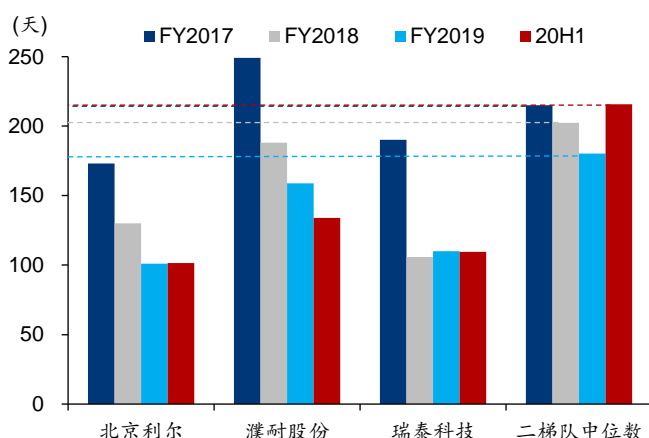
公司盈利能力及经营质量优于竞争对手。19 年及 20H1 公司净利率分别为 11.2%、11.0%，明显优于濮耐股份（同期分别为 6.3%、8.2%）、瑞泰科技（同期分别为 2.4%、1.8%）及第二梯队企业（选取新三板上市企业作为代表）中位数（同期分别为 9.6%、7.8%），盈利能力较高源于公司耐材产业链一体布局（耐材原料自供率较高，且自有菱镁矿石生产能力）及相对更优质的客户质量。选取净营业周期作为企业经营质量的观测指标，19 年及 20H1 公司净营业周期分别为 101、102 天，优于濮耐股份（同期分别为 159、134 天）、瑞泰科技（同期分别为 110、110 天），明显短于第二梯队企业（同期分别为 180、216 天）。

图表53： 北京利尔/濮耐股份/瑞泰科技与三板耐材企业净利率比较



注：二梯队指新三板上市耐材制品企业（详见行业部分）。
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表54： 北京利尔/濮耐股份/瑞泰科技与三板耐材企业净营业周期比较

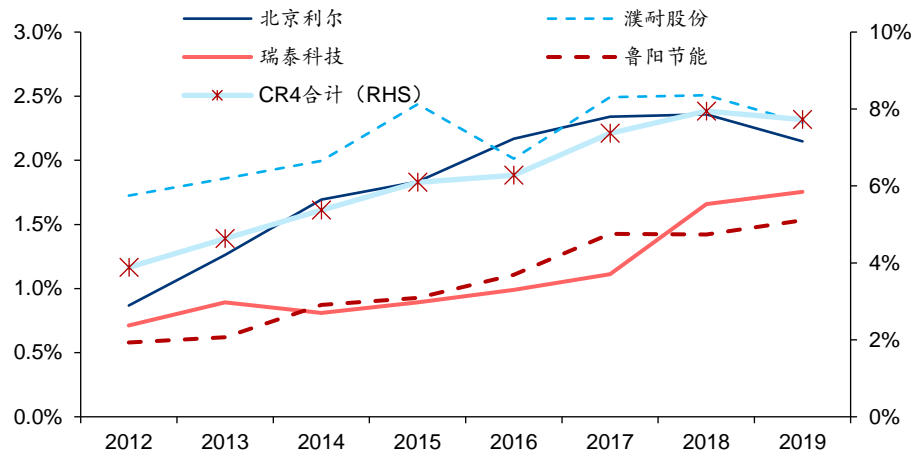


注：净营业周期=应收账款周转天数+存货周转天数-应付账款周转天数；二梯队指新三板上市耐材制品企业（详见行业部分）。
资料来源：Wind，华泰证券研究所

耐材行业变革，北京利尔为代表的行业龙头市占率提升节奏有望加快

我国耐材行业集中度较低，行业龙头市占率趋势性提升。我国高温工业发展历史相对较短，耐材制品行业仍相对分散。19年国内耐火制品相关企业接近2,000家，国内全行业产值2,069亿，其中73家重点耐材企业收入568亿，仅占27.4%，行业龙头濮耐股份、北京利尔、瑞泰科技、鲁阳节能（为非钢领域龙头，其他公司钢铁耐材制品均贡献核心收入及利润）19年耐材制品产量占全行业产量比例分别仅2.0%、1.8%、1.9%、1.0%，合计占比7.7%，较12年提升3.8pct，近年总体延续市占率提升趋势。

图表55：耐火材料龙头企业市场占有率变化（耐材制品产量口径）



资料来源：各公司公告，中国耐材工业协会，华泰证券研究所

规模较大的耐材制品企业近年份额提升主要为被动提升，主要源于：1) 整包模式渗透率在提升，规模较大企业耐材制品品类更全且服务能力更强，因而更优优势；2) 环保要求及新建产能门槛抬升致规模较小企业被动退出市场；3) 原材料价格阶段性大幅波动削弱中小企业履约能力，加速淘汰中小企业。利尔、濮耐为代表的行业龙头前期主动通过加剧竞争等手段提升市占率的意愿相对较弱，经营延续稳健思路，重视利润率、回款及客户质量。15年以来国家推进的多行业供给侧改革带动钢铁、水泥、玻璃等耐材制品主要下游领域景气回升。CR4相对保守的经营思路及下游维持较高景气度带动市场规模扩大，因而CR4市占率提升速度并不快，19年CR4市占率甚至小幅下降0.2pct至7.7%。

我们认为后续耐材制品龙头后续份额提升节奏有望加快，主要基于：

1) 近期行业龙头经营思路出现积极变化。如北京利尔19年提出“三个一百”战略目标并大力推进、濮耐股份20年提出“生态圈模式”重点拓展前期未重视的增量市场等。

2) 整包模式为行业大趋势，整包服务渗透率仍有较大提升空间。考虑到：a) 大型钢厂以国企为主，耐材供应商数量繁多，现阶段已有明显压减，后续压减空间仍大；b) 后续钢铁行业集中度提升值得期待，大企业对有实力的耐材供应商提供整包服务需求迫切度提升。整包模式仍有较大提升空间，行业龙头因品类齐全、技术优势、整包服务能力等更优优势，中小耐材企业生存空间受挤压。龙头企业提升现有客户占有率⁵、逐步进入新客户供应体系（尤其是近年扩张快速的民营钢厂），成长空间广阔。

⁵ 北京利尔等行业龙头在大部分大客户内部市占率低于20%，一个观测数据为北京利尔19年前5大客户（粗钢产量前十钢企为主）收入均值对应其粗钢产量为500万吨 vs 19年我国粗钢产量前十企业产量均值为3,649万吨。结合产业链调研，我们预计现阶段钢铁行业耐材供应采用整包模式占比不超过50%，随着钢厂逐步压减耐材供应商数量及钢铁行业集中度提升，整包模式或逐步成为行业主流选项。

3) 前期行业集中度提升节奏低于政策预期,“十四五”及之后政策导向变化值得期待。13 年工信部发布《促进耐火材料产业健康可持续发展的若干意见》,力争到 15 年,形成 2~3 家具有国际竞争力的企业,前 10 家企业产业集中度提高到 25%;力争到 20 年 CR10 产业集中度提高到 45%。同时明确要大力推进联合重组(横向、纵向),并强化节能降耗、严格环保管理等方式逐步抬高行业进入门槛,淘汰落后产能。此后,工信部、发改委、生态环境部及部分地方政府陆续出台相关配套文件推进耐火材料行业供给侧结构改革。我们测算 19 年 CR10 行业市占率低于 17%,明显低于政策预期。考虑到行业产能仍总体过剩,后续供给侧改革力度有望加码,行业门槛进一步抬升,龙头受益。

图表56: 公司近三年前五大客户收入及占比

年度	客户名称	销售金额(亿)	占总收入比例(%)	对应粗钢产量(万吨)
2019 年	客户 A	3.51	9.4	585
	客户 B	2.64	7.1	440
	客户 C	2.38	6.4	397
	客户 D	2.15	5.7	358
	客户 E	1.81	4.8	302
2018 年	客户 A	3.87	12.1	646
	客户 B	1.96	6.1	326
	客户 C	1.83	5.7	305
	客户 D	1.52	4.8	253
	客户 E	1.22	3.8	203
2017 年	河钢股份有限公司邯鄲分公司(原料部)	1.65	7.2	275
	日照钢铁控股集团有限公司	1.42	6.2	237
	天津荣程联合钢铁集团有限公司	1.34	5.9	224
	唐山不锈钢有限责任公司	1.27	5.6	211
	首钢总公司	1.22	5.4	203

注: 对应粗钢产量为测算值, 假设吨钢对应耐火材料价格 60 元, 实际不同客户可能有区别

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

公司国内整包模式先行者, 整包服务能力强, 覆盖主要钢铁企业客户。公司是国内耐火材料行业率先尝试以整包模式服务下游客户的企业之一, 现阶段为国内最大的钢铁耐火材料整包商。根据客户需求, 提供定制化的耐火材料配置设计、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“全面解决方案”及“全程在线服务”。19 年公司耐火材料产品收入中超过 80% 由整包模式贡献。20H1 整包模式收入占比为 71%, 同比下降 4.7pct, 系冶金炉料等其他业务收入增长较快。公司钢铁企业客户聚焦大中型企业, 主流企业基本做到全覆盖, 包括大中型国有企业及部分规模较大民营钢铁企业。

图表57: 北京利尔耐火材料制品整包服务能力行业领先(截止 20H1 末)

北京利尔耐火材料制品行业地位:	北京利尔整体承包能力:
<p>钢铁领域</p> <ul style="list-style-type: none"> 中间包用系列耐火材料 → 行业排名第一, 市占率超12% 环形加热炉用系列耐火材料 → 行业排名第一, 市占率超50% 直接还原铁用系列耐火材料 → 行业排名第一, 市占率超70% 精炼钢包透气功能元件 → 行业排名第二, 市占率超30% 精炼钢包用系列耐火材料 → 行业排名前列 铁水预处理用脱磷/脱磷喷枪 → 行业排名前列 	<ul style="list-style-type: none"> 高炉整体承包模式 直接还原铁/煤整体承包模式 电炉整体承包模式 精炼炉(钢包)整体承包模式 中间包整体承包模式 加热炉整体承包模式
<ul style="list-style-type: none"> 水煤气气化炉用耐火材料 → 行业排名第一, 市占率超50% 	<ul style="list-style-type: none"> 水煤气气化炉整体承包模式 回转窑整体承包模式 有色金属冶炼炉整体承包模式
<p>化工、建材、有色等领域</p>	

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

镁铝系耐材产业链布局趋于完整，研发投入高强度，行业领先地位稳固

耐材产业链布局趋于完整，竞争力稳步提升。公司上市以来，通过自建及并购，耐材制品品类持续完善，且稳步向上游布局。镁质耐火材料方面，已形成“矿山开采-矿石深加工-耐火原料-耐材制品-用后耐材回收及利用”的全生命周期管理模式，上游原材料实现自给自足；铝质耐火材料已完成原料布局，矿石资源布局正在推进。截止20H1末，公司拥有耐火原料产能约50万吨，耐材制品约70万吨。位于洛阳伊川的洛阳利尔功能新产线（包括22万吨铝质耐材原料及超30万吨耐材制品）现阶段部分产线已处于设备调试/试生产阶段，我们预计21年底全部投产，投产后公司产能将进一步提升且提升生产线自动化水平。公司耐材产业链布局趋于完整，积极意义在于：1）把控产业多环节，增加利润点，实现经济效益最大化（一个观测指标是公司盈利能力明显优于竞争对手）；2）利于匹配耐材原料针对性研发以进一步降低耐材制品生产成本；3）抵御原材料价格波动能明显提升。

图表58：公司耐材制品及原料产能及具体产品种类（截止20H1末）

产品	产能	产能分布	主要具体产品
不定形耐火材料	40万吨/年	洛阳利尔功能、上海利尔、海城合成材料	中间包碱性涂抹料、干式料、加热炉用系列浇注料、海绵铁用不定形耐火材料、低/超低/无水泥浇注料、出钢口填料、引流砂、高炉炉前系统用不定形耐火材料、炮泥、电炉/转炉/钢包系列喷补料等
连铸功能性耐火材料	1万吨/年	北京利尔	中包上水口、长水口、窑棒、浸入式水口、快换水口
透气砖及座砖	15万套/年	洛阳利尔	整体式/热装式透气砖、透气砖座砖、钢包水口座砖等
预制型耐火材料	10万吨/年	洛阳利尔功能、海城合成材料、上海利尔	脱硫喷枪、吹氩枪、KR搅拌头、电炉/精炼炉炉盖预制、挡渣墙、稳流器、冲击板、钢包包壁无碳预制砖、包底预制件加热炉用预制块、烧嘴砖
机压定型不烧类耐火材料	15万吨/年	海城利尔、马鞍山利尔	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
机压定型烧成类耐火材料	8万吨/年	洛阳利尔、海城利尔	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、镁钙砖等
钢包用控流产品	5000吨/年	马鞍山利尔	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
钢包用控流机构	500套/年	马鞍山利尔	钢包滑板机构、中包快换机构
陶瓷纤维类耐火材料	1000吨/年	上海利尔	陶瓷纤维毯/毡、陶瓷纤维组合模块、硬质陶瓷纤维板、各类异形陶瓷纤维制品、陶瓷纤维喷涂料/浇注料
镁质耐火原料	50万吨/年	海城合成材料	大结晶电熔镁砂、电熔镁砂、高纯镁砂、中档镁砂、重烧镁砂
铝质耐火原料	10万吨/年	洛阳利尔功能	白刚玉、氧化铝微粉

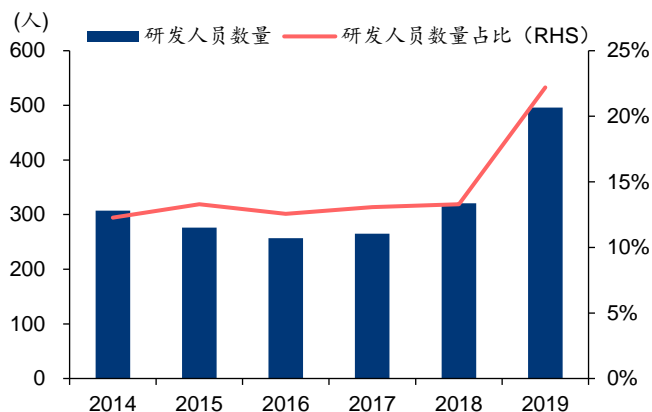
注：洛阳利尔功能主要产线为在建或试生产阶段。

资料来源：公司公告，公司官网，华泰证券研究所

研发投入绝对金额处行业第一梯队，竞争优势有望持续扩大。企业成本优势（来源于吨钢耐材消耗量减少及优化现场整包服务）及高端耐材产品生产制造能力为耐材企业竞争力重要观测角度。北京利尔研发投入金额近年稳步提升，研发人员占比业内领先（据各自公司公告，19年北京利尔为22.2%，vs同期濮耐股份/瑞泰科技分别为10.7%/5.6%），研发费用绝对金额较第二梯队优势明显⁶，研发费用率维持于行业平均水平。北京利尔及7家子公司均为“高新技术企业”，公司拥有专门研发中心，拥有扫描电子显微镜等先进大型检测仪器。较高的研发投入额是公司保持竞争力的重要原因，公司在行业的领先地位稳固且后续优势有望持续扩大。

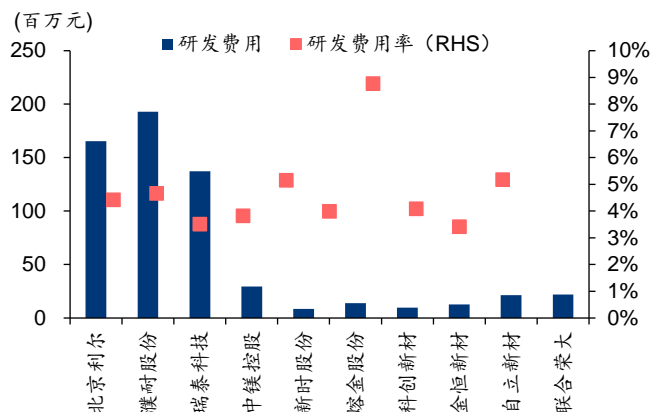
⁶ 耐材企业研发费用主要用于两方面：a) 用于已有耐材品类优化配方及工艺、新耐材制品开发（尤其是高端耐材制品），b) 用于整包服务中现场施工工艺优化、延长耐材制品寿命工艺等。其中一方面新配方、新工艺、新产品对于客户具有普适性，有规模经济效应，研发投入绝对额较大通常可强化企业竞争优势。

图表59: 公司人员及占比变化



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表60: 公司研发费用及费用率与同业比较 (19年)



资料来源: 各公司公告, 华泰证券研究所

明确“三个一百”战略目标, 拟实施员工持股计划提振公司经营活力

明确“三个一百”战略目标, 扩张步伐或加快。公司19年明确提出“三个一百”战略目标, 分别对应销售收入、耐材制品产销量及耐材原料产销量。具体而言, 到2025年, 1) 公司目标实现销售收入100亿(19年为37.4亿, 若25年收入100亿, 对应20-25年收入Cagr为17.8%), 耐材制品产销100万吨(截止20H1末公司耐材制品产能70万吨, 19年公司耐材制品产量销量分别为52.2、59.4万吨), 耐火原料产销100万吨(现阶段公司外销耐材原料量很少)。“三个一百”战略目标对应公司未来收入及产品销量需保持较快增速, 反映公司经营思路相较前期有积极变化, 后续抢市场份额意愿或更强烈, 扩张步伐有望提速。

管理团队年轻化调整, 拟实施首次员工持股计划, 经营活力或提升。18年4月公司进行董事会换届, 李胜男/赵世杰/郝不景等公司董事会成员及杨留记/张建超/何会敏/章道运等公司高管离任, 赵伟/颜浩/何枫/郭鑫等年轻一代骨干员工上任, 公司核心管理团队正逐步年轻化。公司于20年10月底公告《第一期员工持股计划(草案)》, 拟实施员工持股计划。员工持股计划覆盖公司核心高管(包括总裁、副总裁及公司总经理、财务总监、副总裁及董秘、洛阳利尔功能材料总经理等)及其他骨干员工, 合计29人。

图表61: 公司拟实施员工持股计划情况

项目	细节
参与员工	董监高7人, 合计持有份额占比45.9%; 其他员工22人, 持有份额占比54.1%。
持股计划说明	员工筹资总额不超过7,000万, 份作为认购单位, 每份份额1元。 员工持股计划涉及标的股票规模不超过2,500万股, 占公司股本总额2.1%; 员工持股计划认购集合资金信托计划(尚未确定)的劣后级份额, 优先级份额资金来源为银行贷款等, 优先级份额与劣后级份额比例不超过1:1。信托计划拟通过大宗交易等方式受让公司回购专用账户回购的公司股票, 受让价格为受让前一日股票收盘价的90%。
锁定期及存续期	锁定期为12个月, 存续期为24个月, 均自公告最后一笔标的股票过户至员工持股计划之日起算
回购进展	截止20年11月30日, 累计回购2,360万股, 占公司总股本1.98%, 最高成交价5.15元/股, 最低成交价3.93元/股, 均价4.10元/股。

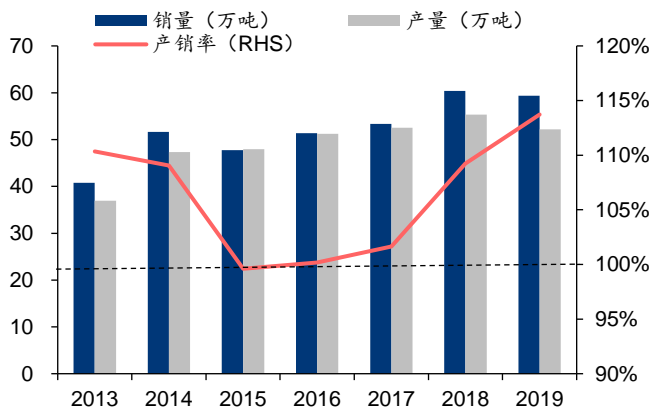
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

盈利预测及估值

核心假设：

1. **收入：**2020年疫情对下游钢铁行业冶炼生产影响不大，因而公司业务几乎不受影响。
 - a) 耐材主业角度，耐材制品产线通常为按需排产，现有产能有一定冗余（19年综合产能利用率约71%）。耐材制品销量角度，为实现公司2025年“三个一百”战略目标，预计后续公司在推进现有客户份额提升及新客户拓展角度会加大力度，预计20-22年耐材制品销量稳步增长，销量增速均假设为8%（13-19年Cagr为6.5%）；因技术进步带来吨钢耐材消耗量下降及钢材产品结构升级（吨钢耐材制品需求增加），预计耐材制品ASP（平均销售单价）总体仍延续前期向上趋势（13-19年Cagr为7.9%），我们预计20-22年耐材制品ASP增速分别为7%、6%、5%。
 - b) 其他业务主要为钼合金业务，随着日照新材料基地产能逐步释放（一期2万吨20H1末投产，前期该部分收入来自洛阳利尔，现该业务全部转至日照基地），短期收入较快增长，预计20-22年其他业务收入增速分别为70%、30%、20%。

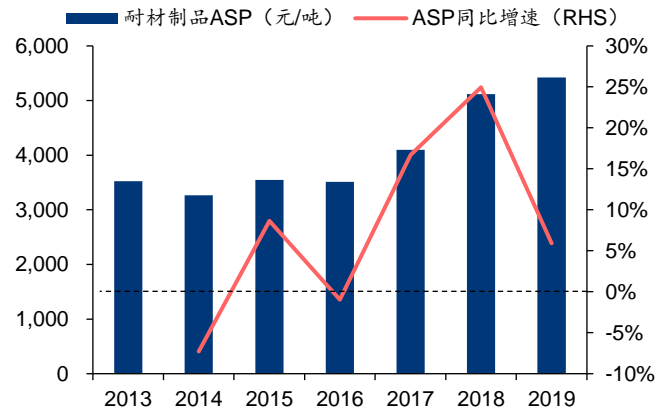
图表62：公司耐材制品销量及产量



注：图中虚线对应产销率（右轴）100%位置。

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表63：测算公司耐材制品ASP及同比增速

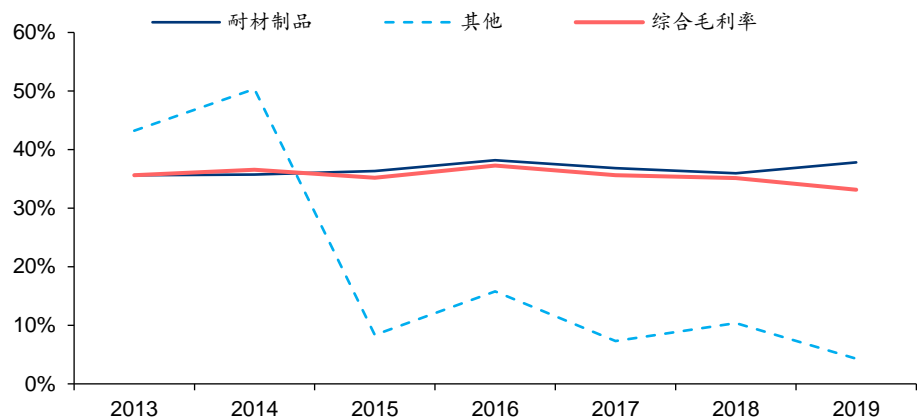


注：图中虚线对应ASP同比增速（右轴）0%位置。

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

2. **毛利率：**镁质原材料近期价格出现一定涨幅（如据亚洲金属网，截止20年12月30日，97号电熔镁砂中国出厂价中间价为3,800元/吨，较20年9月8日年内低点价格2,550元/吨上涨1,250元/吨，涨幅接近50%），我们判断短期或有持续性⁷，公司全产业链布局镁质耐材，或小幅受益；铝质原料上游矿石布局仍在推进，随着布局趋于完善，后续铝质耐材制品业务毛利率有提升空间。随着洛阳伊川为代表的智能化/信息化程度更高的生产线投产，生产效率有望进一步改善。此外，强大的研发实力支撑公司持续降低吨钢耐材消耗量。预计耐材制品业务20-22年毛利率分别为35%、36%、37%（20年同比有所下滑源于镁质耐材制品价格下行压力）。合金业务产能逐步释放，规模效应逐步显现，我们判断利润率改善有持续性，预计20-22年毛利率分别为20%、23%、25%。

⁷ 参考《21年镁砂价格中枢或高于20年》，华泰建筑建材团队，2020.12.16

图表64： 公司耐材制品及其他业务毛利率变化


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

3. **费用率：**公司龙头地位稳固，预计新增客户拓展压力不大，预计销售费用率延续前期稳中趋降趋势，预计 20-22 年公司销售费用率分别为 11.1%、11.0%、10.9%。管理精细化稳步推进，且拟实施员工持股有望提振公司经营效率，我们预计管理费用率仍有下降空间，预计 20-22 年公司管理费用率分别为 3.5%、3.4%、3.3%。我们预计公司研发投入保持强度以强化竞争优势，预计 20-22 年公司研发费用率与 19 年持平。

图表65： 公司盈利预测核心假设

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
耐材制品销量 (万吨)	53.4	60.4	59.4	64.1	69.3	74.8
YOY	3.9%	13.2%	-1.7%	8.0%	8.0%	8.0%
耐材制品 ASP (元/吨)	4,098	5,121	5,422	5,802	6,150	6,458
YOY	16.7%	25.0%	5.9%	7.0%	6.0%	5.0%
耐材制品收入 (百万元)	2,187	3,094	3,220	3,721	4,260	4,830
YOY	21.3%	41.5%	4.1%	15.6%	14.5%	13.4%
其他业务收入 (百万元)	91	103	523	888	1,155	1,386
YOY	18.9%	13.7%	406.9%	70.0%	30.0%	20.0%
总营业收入 (百万元)	2,277	3,197	3,742	4,609	5,415	6,216
YOY	21.2%	40.4%	17.1%	23.2%	17.5%	14.8%
耐材制品毛利率	36.8%	35.9%	37.8%	35.0%	36.0%	37.0%
其他业务毛利率	7.3%	10.3%	4.3%	20.0%	23.0%	25.0%
整体毛利率	35.6%	35.1%	33.1%	32.1%	33.2%	34.3%
销售费用率	14.4%	11.7%	11.2%	11.1%	11.0%	10.9%
管理费用率	5.0%	3.9%	3.7%	3.5%	3.4%	3.3%
研发费用率	3.9%	3.2%	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%
财务费用率	2.2%	1.4%	-0.1%	0.0%	-0.2%	-0.4%
四费费用率	25.5%	20.2%	19.2%	19.0%	18.6%	18.2%
归母净利润 (百万元)	162	333	416	486	617	789
YoY	10.0%	105.3%	24.9%	16.8%	27.0%	27.9%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

总体来看，公司行业龙头地位稳固，技术有优势，市场份额有望稳步提升，员工持股计划提振经营活力，我们预计公司 20-22 年收入分别为 46.1、54.2、62.2 亿(增速分别为 23.2%、17.5%、14.8%)，归母净利分别为 4.9、6.2、7.9 亿(增速分别为 16.8%、27.0%、27.9%)，EPS 分别为 0.41、0.52、0.66 元。同业可比公司 2021 年 PE 平均为 9.7 倍(瑞泰科技无一致预期，取濮耐股份和鲁阳节能均值)，考虑到公司在钢铁耐材领域龙头地位，且经营质量优于可比公司(19 年及 20H1 公司净营业周期分别为 101/102 天 vs 濮耐、瑞泰、鲁阳同期分别为 159/134、110/110、111/157 天)，较可比公司给予一定溢价，给予公司 2021 年 13 倍的 PE 估值水平，目标价为 6.76 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表66: 公司可比公司估值表 (2020/12/31)

公司名称	股票代码	市值 (亿元)	收盘价 (元)	每股收益 (元/股)				P/E (x)				归母净利 Cagr (20-22 年)	PE/G
				19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E		
濮耐股份	002225 CH	46.1	4.56	0.25	0.32	0.44	0.54	18.3	14.0	10.4	8.4	29.5%	0.4
瑞泰科技	002066 CH	20.3	8.80	0.11	n/a	n/a	n/a	79.3	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
鲁阳节能	002088 CH	40.1	11.09	0.94	0.99	1.23	1.61	11.8	11.2	9.0	6.9	19.7%	0.5
平均值								36.4	12.6	9.7	7.6	24.6%	0.4
北京利尔	002392 CH	53.5	4.49	0.35	0.41	0.52	0.67	13.0	11.1	8.7	6.8	23.9%	0.4

注: 除北京利尔外, 盈利预测均来自 Wind 一致预期

资料来源: Wind、Bloomberg、华泰证券研究所

风险提示

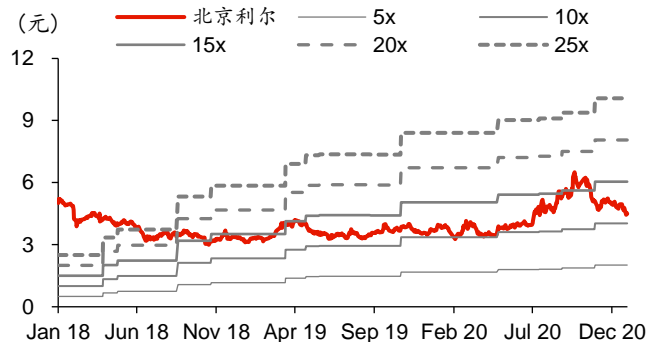
钢铁行业景气度超预期下行: 耐材制品主要下游应用领域为钢铁生产企业, 钢铁行业景气度对耐材制品企业业绩增速及经营质量有明显影响。如果钢铁行业景气度超预期下行, 耐材制品企业盈利能力、回款等将存在恶化风险。

原材料价格大幅波动风险: 耐材制品上游主要是铝土矿及菱镁矿, 耐材原料主要是根据矿石生产的铝矾土、氧化铝粉、镁砂等, 耐材制品成本中约 80% 为原材料。若上游原材料供给受限 (如环保政策超预期收紧、政府主动调控等), 或引发原材料价格大幅波动, 耐材制品企业存在不能及时将成本上升压力转移至下游企业风险, 或对公司经营业绩产生明显影响。

合金业务产能释放节奏及销售低于预期: 若合金生产线投产及销售低于预期, 将对其利润率修复节奏有明显影响, 将对公司整体业绩产生负面影响。

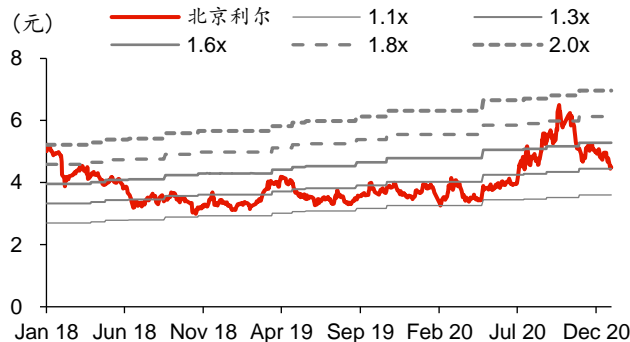
PE/PB - Bands

图表67: 北京利尔历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表68: 北京利尔历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	3,809	4,067	4,882	5,584	6,698
现金	872.75	723.43	891.00	1,593	2,066
应收账款	1,063	1,020	987.06	1,226	1,168
其他应收账款	42.45	43.65	0.00	0.00	0.00
预付账款	76.42	106.10	118.70	145.38	157.81
存货	711.75	741.62	1,076	1,024	1,348
其他流动资产	1,043	1,433	1,809	1,595	1,959
非流动资产	1,368	1,523	1,532	1,529	1,515
长期投资	77.81	80.54	83.27	86.00	88.73
固定投资	504.28	673.22	740.03	776.89	794.10
无形资产	439.86	428.97	406.89	384.82	362.75
其他非流动资产	346.12	340.01	301.50	281.05	269.64
资产总计	5,177	5,590	6,414	7,113	8,213
流动负债	1,703	1,749	2,127	2,248	2,599
短期借款	102.95	0.00	56.99	0.00	0.00
应付账款	724.19	716.65	942.17	974.37	1,190
其他流动负债	875.61	1,032	1,128	1,274	1,409
非流动负债	27.27	27.64	27.64	27.64	27.64
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	27.27	27.64	27.64	27.64	27.64
负债合计	1,730	1,777	2,155	2,276	2,627
少数股东权益	7.69	9.08	10.72	12.79	15.45
股本	1,190	1,190	1,190	1,190	1,190
资本公积	987.62	987.62	987.62	987.62	987.62
留存公积	1,260	1,624	2,062	2,619	3,332
归属母公司股东权益	3,440	3,804	4,249	4,824	5,571
负债和股东权益	5,177	5,590	6,414	7,113	8,213

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	(40.29)	415.97	288.18	876.82	575.14
净利润	333.73	417.30	487.42	619.02	791.71
折旧摊销	70.65	84.42	82.89	94.77	105.39
财务费用	44.55	(5.39)	(0.97)	(10.22)	(25.20)
投资损失	(37.01)	(6.63)	(6.63)	(6.63)	(6.63)
营运资金变动	(533.24)	(112.02)	(316.69)	131.07	(345.42)
其他经营现金	81.02	38.27	42.15	48.81	55.29
投资活动现金	967.88	(426.73)	(86.68)	(86.23)	(85.64)
资本支出	109.06	146.86	89.11	89.11	89.11
长期投资	1,028	(267.19)	(2.73)	(2.73)	(2.73)
其他投资现金	48.51	(12.68)	5.16	5.61	6.21
筹资活动现金	(787.80)	(32.52)	(90.91)	(31.45)	(16.46)
短期借款	(145.05)	(102.95)	56.99	(56.99)	0.00
长期借款	(547.56)	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(13.54)	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(81.65)	70.43	(147.90)	25.54	(16.46)
现金净增加额	141.10	(34.81)	110.58	759.14	473.04

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,197	3,742	4,609	5,415	6,216
营业成本	2,074	2,502	3,129	3,615	4,083
营业税金及附加	30.22	28.65	35.29	41.45	47.59
营业费用	373.49	417.55	509.65	593.28	674.92
管理费用	126.21	139.51	162.61	185.61	206.87
财务费用	44.55	(5.39)	(0.97)	(10.22)	(25.20)
资产减值损失	(68.01)	(45.05)	(32.44)	(65.18)	(74.83)
公允价值变动收益	0.00	4.04	1.35	1.80	2.39
投资净收益	37.01	6.63	6.63	6.63	6.63
营业利润	427.89	510.58	603.09	757.92	961.09
营业外收入	2.49	1.99	1.99	1.99	1.99
营业外支出	17.83	31.65	31.65	31.65	31.65
利润总额	412.55	480.92	573.43	728.25	931.43
所得税	78.82	63.61	86.01	109.24	139.71
净利润	333.73	417.30	487.42	619.02	791.71
少数股东损益	0.66	1.40	1.64	2.08	2.66
归属母公司净利润	333.08	415.90	485.78	616.94	789.06
EBITDA	462.53	544.36	636.15	790.24	985.71
EPS (元, 基本)	0.28	0.35	0.41	0.52	0.66

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	40.39	17.06	23.16	17.47	14.81
营业利润	134.83	19.32	18.12	25.67	26.81
归属母公司净利润	105.33	24.87	16.80	27.00	27.90
获利能力 (%)					
毛利率	35.12	33.15	32.11	33.23	34.32
净利率	10.44	11.15	10.57	11.43	12.74
ROE	9.68	10.94	11.44	12.80	14.17
ROIC	12.72	16.02	16.97	22.87	26.19
偿债能力					
资产负债率 (%)	33.41	31.78	33.59	32.00	31.98
净负债比率 (%)	(21.82)	(17.10)	(19.08)	(32.50)	(36.61)
流动比率	2.24	2.33	2.30	2.48	2.58
速动比率	1.67	1.83	1.72	1.95	1.99
营运能力					
总资产周转率	0.61	0.70	0.77	0.80	0.81
应收账款周转率	2.93	3.59	4.59	4.89	5.19
应付账款周转率	3.12	3.47	3.77	3.77	3.77
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.28	0.35	0.41	0.52	0.66
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.03)	0.35	0.24	0.74	0.48
每股净资产(最新摊薄)	2.89	3.20	3.57	4.05	4.68
估值比率					
PE (倍)	16.19	12.97	11.10	8.74	6.83
PB (倍)	1.57	1.42	1.27	1.12	0.97
EV_EBITDA (倍)	10.05	7.95	6.55	4.32	2.98

公司研究/首次覆盖

2020年12月31日

建材/专用材料

投资评级：增持（首次评级）

宝武集团拟控股，成长有望提速

瑞泰科技(002066)

当前价格(元): 8.80
目标价格(元): 10.52

股东有优势，钢铁、水泥耐材业务成长值得期待，给予“增持”评级

公司是国内玻璃/水泥耐材制品龙头，钢铁耐材 19 年收入行业前五。公司现实控人为中建材，近期公司公告拟资产重组，宝武集团拟成为公司控股股东，中建材预计为二股东。公司在宝武集团及中建材内部钢铁及水泥耐材供应份额有较大提升空间。此外，耐材行业整包渗透率继续提升、政策推进行业改革力度有望加大，龙头市占率提升节奏或加快。暂不考虑资产重组，我们预计公司 20-22 年 EPS 分别为 0.12、0.22、0.36 元，归母净利润 Cagr 47.8%，成长性优于可比公司（Cagr 均值 23.3%），给予 21 年 1.0x PEG（可比公司均值 0.4），目标价 10.52 元，给予“增持”评级。

武慧东 SAC No. S0570520100004
研究员 010-56793963
wuhuidong@htsc.com

方晏荷 SAC No. S0570517080007
研究员 SFC No. BPW811
0755-22660892
fangyanhe@htsc.com

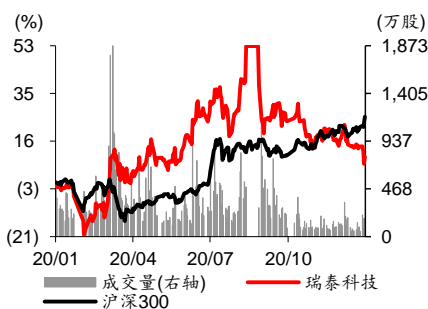
张艺露 SAC No. S0570520070002
研究员 18515893331
zhangyilu@htsc.com

林晓龙 SAC No. S0570120090022
联系人 13661352985
linxiaolong@htsc.com

控股股东拟变更为宝武集团，钢铁耐材业务发展有望提速

20 年 8 月，公司发布资产重组及配套募资预案，方案若成功实施，公司控股股东将由中建材科学研究总院变更为宝武集团。宝武集团内部钢铁耐材制品需求规模庞大，且预计宝武集团将继续推进兼并重组有望带动粗钢产量继续增加，预计 20 年耐材需求规模超 60 亿（考虑武汉耐材，公司 19 年供应宝武集团的钢铁耐材制品收入 24.2 亿）。后续宝武内部钢铁业务整合，公司在其内部耐材制品份额有较大提升空间，同时依托央企背景进行外部整合亦值得期待，公司钢铁耐材业务发展有望提速。前期经验证的湘钢瑞泰收购模式及瑞泰马钢新建模式具有较强可复制性，后续或可借鉴。

一年内股价走势图



资料来源：Wind

重组后中建材预计为公司二股东，水泥耐材仍有成长空间

公司是国内水泥窑用耐材制品龙头，测算 19 年国内市占率约 14.5%。现阶段公司实控人为中建材，控股权转让后预计仍为公司二股东。中建材是国内水泥行业供给侧改革排头兵，19 年水泥熟料销量 3.9 亿吨，较 06 年增幅超 30 倍，测算在全国市占率超 15%。19 年中建材耐材制品支出约 11.7 亿，其中公司供应不超过 30%（公司 19 年水泥窑用耐材制品收入 10.1 亿）。未来具备提升空间。随着中建材内部水泥资产深度整合及外部继续整合带动水泥产量有望继续提升，公司水泥窑用耐材制品业务仍有较大成长空间。

耐材行业变革，行业龙头市占率提升节奏有望加快

耐材行业变革体现在：1) 整体承包模式接受度较高，为行业趋势，渗透率仍有较大提升空间；2) 前期行业集中度提升节奏低于政策预期（19 年 CR10 预计不超 17%，vs《工信部关于促进耐火材料产业健康可持续发展的若干意见》希望 20 年 CR10 市占率达 45%），后续供给侧改革力度有望加大；3) 17 年前后耐材原料价格大幅波动致部分中小企业履约能力受损，客户加速向行业龙头靠拢。公司作为国内玻璃、水泥耐材龙头，钢铁耐材国内前五，受益行业变革，公司市场份额提升节奏或加快。

风险提示：钢铁行业景气度下行，原材料价格大幅波动、资产重组及控股股东变更事项失败风险。

公司基本资料

总股本 (百万股)	231.00
流通 A 股 (百万股)	231.00
52 周内股价区间 (元)	6.39-12.23
总市值 (百万元)	2,033
总资产 (百万元)	4,046
每股净资产 (元)	2.00

资料来源：公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	3,786	3,900	4,215	4,958	5,824
+/-%	73.96	3.01	8.08	17.62	17.47
归属母公司净利润 (百万元)	17.29	25.64	27.72	51.26	82.72
+/-%	13.91	48.32	8.13	84.90	61.38
EPS (元, 最新摊薄)	0.07	0.11	0.12	0.22	0.36
PE (倍)	114.66	77.31	71.49	38.67	23.96

资料来源：公司公告, 华泰证券研究所预测

报告核心要点

核心推荐逻辑

宝武集团拟控股公司，“湘钢模式”、“马钢模式”有望驱动公司钢铁耐材业务高成长。公司近期正在推进的资产重组事项，完成后宝武集团将成为公司控股股东。宝武集团是国家推进钢铁行业供给侧改革的先锋官，我们预计后续重组并购有望继续推进，带动其粗钢产量进一步增加。公司供应宝武集团钢铁耐材制品量占其总需求比例仍不足 50%（考虑武汉耐材并表）。同时注意到，公司前期布局钢铁耐材业务的湘钢瑞泰并购模式及瑞泰马钢新建模式均取得不俗成效，可供后续整合宝武集团内部耐材资产及外延拓展借鉴，公司钢铁耐材业务后续发展有望提速。

依托中建材股东优势，水泥耐材业务仍有成长空间。中建材是公司现实控人，资产重组完成后预计持股比例仍超 20%，仍为公司二股东，我们预计其对公司水泥耐材业务支持力度不会减弱。公司 19 年水泥窑用耐材收入 10.1 亿，国内市占率约 14.5%，其中供应中建材内部不超过 3.5 亿（vs 中建材 19 年水泥窑用耐材支出约 11.7 亿）。中建材作为国内水泥行业供给侧改革排头兵，重组整合仍有望推进，水泥销量仍有望继续增长，同时中建材水泥窑耐材制品需求中公司供应比例有望提升，公司水泥窑用耐材制品业务仍有成长空间。

耐材行业变革，行业龙头市占率提升节奏有望加快。耐材行业变革主要聚焦于：1）整体承包模式接受度较高，为行业趋势，其渗透率仍有较大提升空间；2）前期行业集中度提升节奏低于政策预期（19 年 CR10 预计不超 17%，vs 《工信部关于促进耐火材料产业健康可持续发展的若干意见》希望 20 年 CR10 市占率达 45%），后续供给侧改革力度有望加大，中小企业淘汰节奏有望加快；3）17 年前后耐材原料价格大幅波动致部分中小企业履约能力受损，客户加速向行业龙头靠拢。耐材行业变革，我们认为龙头将明显受益，市占率提升节奏有望加快。

区别于市场的观点

市场对公司成长性认识不足。依托中建材（现控股股东，资产重组后预计为二股东）及宝武集团（资产重组完成后公司控股股东），我们认为公司钢铁耐材业务发展有望提速，且水泥窑用耐材业务仍有较大成长空间，公司未来或具有较高成长性。市场对此预期不足。

市场对公司股东优势认识不足。中建材及宝武集团均为央企，依托央企背景，公司对其内部资产整合及外部并购（国资资产）较行业内其他企业（民营为主）具有明显优势。主要下游钢铁、水泥等供给侧改革进入深水区，预计后续仍将推进；耐材行业供给侧改革力度有望加大，公司股东背景有望更好介入该类整合并带动其规模扩张。市场对此预期不足。

市场对耐材行业变革影响认识不足。我们认为整包模式已较广泛被接受（尤其是钢铁领域），同时整包模式渗透率仍有较大提升空间，市场对此认识较弱。同时我们认为后续耐材行业供给侧改革力度有望加大、中小企业履约能力受损带来下游客户加速向行业龙头靠拢，市场对此认识不足。

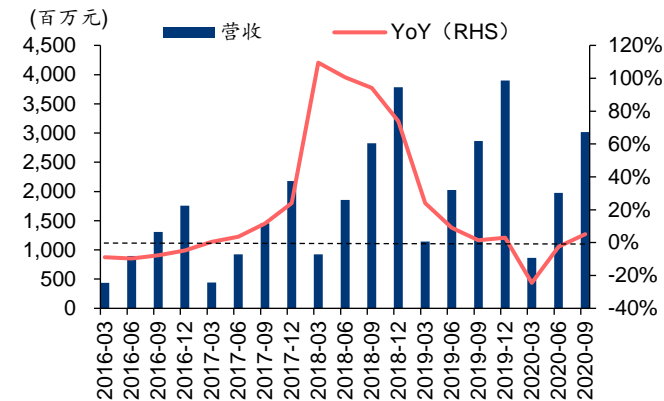
宝武拟控股，成长有望提速

玻璃/水泥耐材龙头，钢铁耐材业务实力稳步增强

国内玻璃窑/水泥窑耐材制品龙头，近年钢铁耐材业务发展较快。瑞泰科技由中建材研究院联合四家股东成立于2001年，06年公司在深交所上市，公司前期聚焦玻璃窑领域耐火材料，后逐步将业务领域拓宽至水泥窑、钢铁冶炼用耐火材料及耐磨耐热材料等。公司是国内玻璃窑耐材制品龙头（国内唯一拥有熔铸氧化铝产品专利及自主知识产权，且可规模化生产，已建成中国最大的熔铸耐火材料生产基地）及水泥窑用耐材制品龙头（依托中建材水泥领域优势快速扩张，19年测算市占率约14.5%）。12年公司控股湘钢瑞泰，切入钢铁冶炼耐材制品领域，17年与马钢集团（未上市）合资成立瑞泰马钢并新建钢铁耐材制品智能化制造基地，钢铁耐材实力稳步增强。19年玻璃窑用、水泥窑用、钢铁冶炼用耐材制品收入占总收入比例分别为8.7%、26.0%、59.1%，分别较18年变动-1.5、+0.3、+2.1pct。

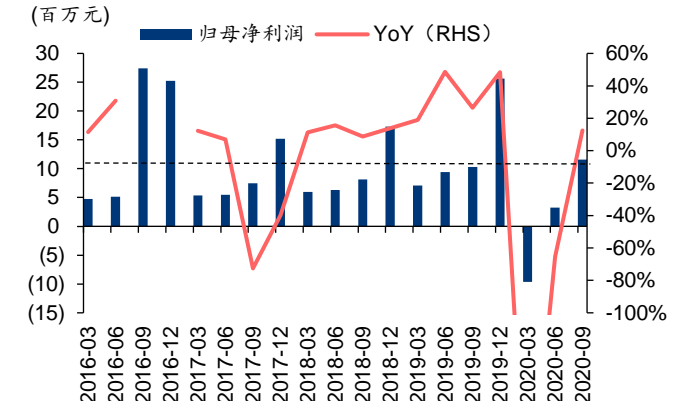
耐材制品整体收入承压，钢铁耐材制品业务效益向好。受钢铁行业景气度下行、水泥/玻璃等新增需求减少，叠加20年新冠疫情对海外需求影响较大，19/20年公司收入承压，但钢铁耐材业务精耕细作带动整体盈利能力继续改善。19年及20Q1-Q3公司收入分别为39.9、30.1亿，分别同增3.0%、5.2%；19年及20Q1-Q3公司归母净利分别为2,564、1,159万，分别同增48.3%、12.4%，归母净利率分别为0.7%、0.4%。分业务来看，钢铁耐材制品业务收入占比持续提升趋势，19年同比提升2.1pcts至59.1%，随着瑞泰马钢迈入正轨，钢铁耐材制品业务效益向好，19年、20H1毛利率分别为13.9%、14.1%，分别同比提升0.4、1.8pct。

图表69：瑞泰科技收入及同比增速（季度累计）



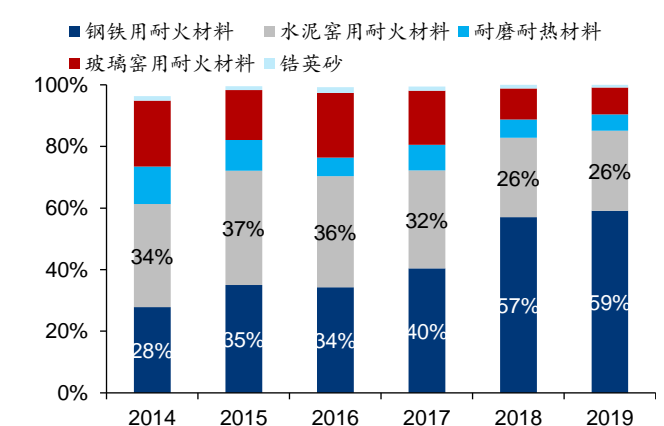
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表70：瑞泰科技归母净利及同比增速（季度累计）



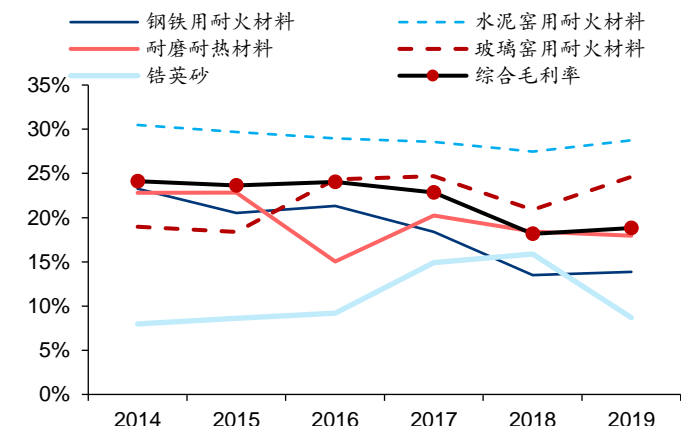
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表71：瑞泰科技收入产品结构



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表72：瑞泰科技分产品及整体毛利率情况

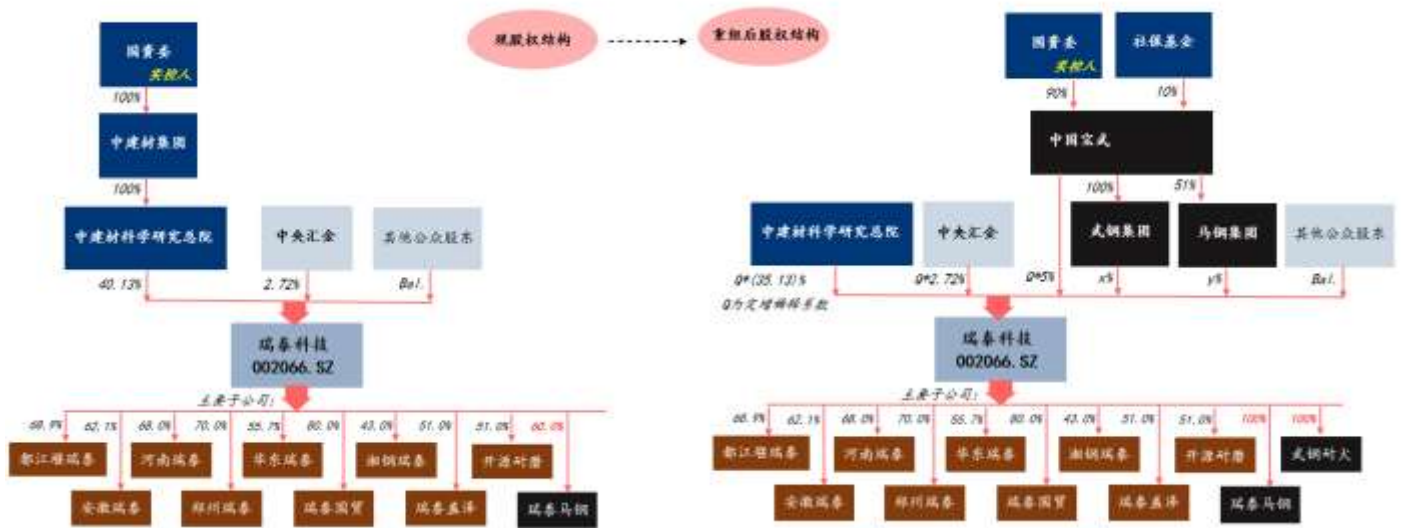


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

控股股东拟变更为宝武集团，钢铁耐材业务有望高成长

发布重组交易方案，公司控股股东拟由中建材科学研究总院变更为宝武集团。20 年 8 月公司公告《瑞泰科技有限公司发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易（预案）》，同时提示公司实际控制人拟将由中建材科学研究总院变更为宝武集团。交易方案包括中建材科学研究总院转让 5%（现有股本总额占比）瑞泰科技股权至宝武集团，发行股份购买宝武集团子公司持有的武汉耐材 100% 股权及瑞泰马钢 40% 股权（均将成为瑞泰科技全资子公司），同时非公开发行股份募集配套资金（主要用于武汉耐材、瑞泰马钢在建项目建设）。交易方案现阶段仍在推进（需国资委批准及标的资产价值评估完成），完成后公司控股股东将变更为宝武集团，同时公司钢铁耐材业务实力进一步提升。

图表73： 瑞泰科技现阶段及资产重组后股权结构变化



注：现股权结构截止时间为 20Q3 末，重组事项仍在推进中
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

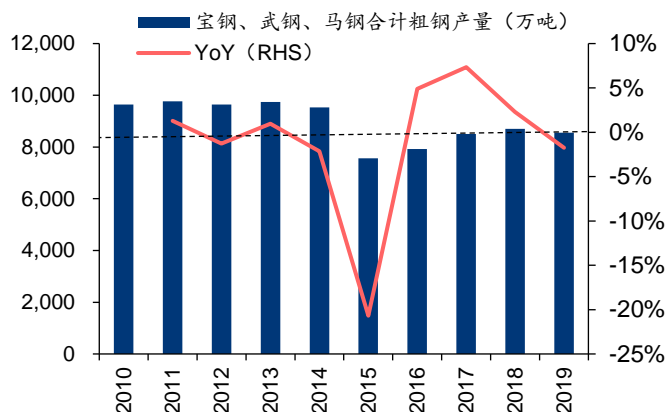
图表74： 资产重组事项及股权转让事项要点

事项	备注
中建材科学研究总院(公司现控股股东)与宝武集团签署《股份转让协议》，实施前提条件为公司非公开发行股份募资及资产重组事项或证监会核准；核约定中建材科学研究总院想中国宝武转让公司 11,550,000 股，占公司现股本总额 5%	核准后，优先实施该股权转让事项
瑞泰科技拟发行股份购买武钢集团持有的武汉耐材 100% 股权及马钢集团持有的瑞泰马钢 40% 股权	非公开发行价格尚未确定；购买资产事项完成后武汉耐材及瑞泰马钢均将成为瑞泰科技全资子公司；标的资产价格仍在评估中。发行股份价格暂确定为 9.59 元/股，发行数量未确定。
瑞泰科技拟非以非公开发行股份的方式募集配套资金，非公开发行对象为武钢集团和马钢集团	募集配套资金总额不超过本次拟购买资产交易价格 100%，募集配套资金拟用于支付中介机构等相关交易费用、投入标的公司在建项目建设及补流。发行股份价格暂确定为 9.59 元/股，发行数量未确定。

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

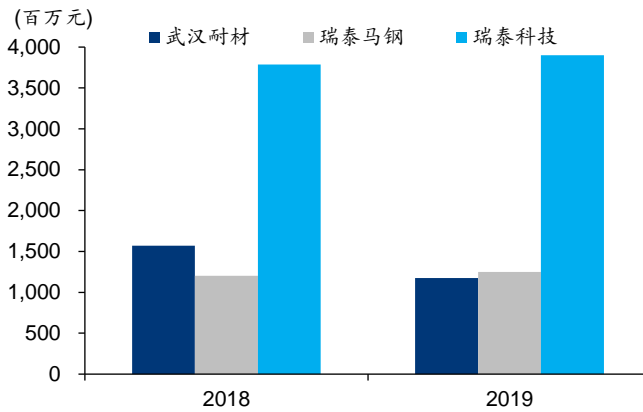
宝武集团内部钢铁耐材制品需求大，瑞泰科技钢铁耐材制品业务发展有望提速。宝武集团近年动作频频，是钢铁行业兼并重组的排头兵，近年重大案例包括 16 年宝武重组、19 年控股马钢集团、20 年控股太钢集团（未上市）等，据冶金规划研究院预计，20 年宝武集团粗钢产量有望达到 1.05 亿吨以上，较 08 年产量增长 200%+。宝武集团内部钢铁耐材制品规模需求庞大。简单测算，假设吨耐材制品价值 60 元，1.05 亿吨粗钢产量对应耐材制品销售收入约 63 亿。钢铁行业供给侧结构性改革进入深水区，宝武集团钢铁冶炼环节后续有望继续扩张，其内部耐材制品需求或仍有增长空间。瑞泰科技在宝武集团内部收入主要来源于瑞泰马钢（供应马钢集团内部大部分耐材制品需求），资产重组事项后，武汉耐材（供应宝武旗下武钢集团内部大部分耐材制品需求）并入公司，19 年瑞泰马钢和武汉耐材收入合计 24.2 亿。宝武集团成为公司控股股东后，瑞泰科技钢铁耐材业务有望逐步向宝武集团其他钢铁冶炼厂渗透，其钢铁耐材业务发展有望提速。

图表75: 宝钢、武钢、马钢合计粗钢产量变化



资料来源: 各公司公告, 中钢协, 华泰证券研究所

图表76: 武汉耐材、瑞泰马钢及瑞泰科技 18/19 年收入



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表77: 瑞泰科技近三年前五大客户收入情况

年度	客户名称	销售金额 (亿元)	对应粗钢/水泥产量 (万吨)	占客户份额 (%)	占公司总收入比例 (%)	备注
2019	马钢股份(600808 CH)	11.84	1,974	99.5	30.4	瑞泰马钢内部客户
	华菱湘钢	4.52	754	n/a	11.6	湘钢瑞泰内部客户, 为华菱钢铁/000932 CH 全资子公司
	中国联合水泥	1.80	6,015	94.6	4.6	中建材股份(3323 HK) 全资子公司
	南方水泥	0.80	2,669	23.4	2.1	中建材股份控股子公司
	阳春新钢铁	0.78	129	n/a	2.0	华菱钢铁控股孙公司
2018	马钢股份	11.17	1,862	94.8	29.5	瑞泰马钢内部客户
	华菱湘钢	4.26	710	n/a	11.3	湘钢瑞泰内部客户, 为华菱钢铁全资子公司
	中国联合水泥	1.06	3,524	60.9	2.8	中建材股份全资子公司
	南方水泥	0.78	2,612	25.3	2.1	中建材股份控股子公司
	阳春新钢铁	0.71	119	n/a	1.9	华菱钢铁控股孙公司
2017	南方水泥	0.61	2,034	20.9	2.8	中建材股份控股子公司
	中国联合水泥	0.54	1,811	31.3	2.5	中建材股份控股子公司
	海螺集团(未上市)	0.52	1,725	5.9	2.4	-
	中建材国际工程	0.42	n/a	n/a	1.9	中建材股份控股子公司
	中建材进出口	0.37	n/a	n/a	1.7	中建材集团(未上市) 全资子公司

注1: 测算假设吨钢耐材制品支出为60元, 吨水泥耐材制品支出为3元。

注2: 华菱湘钢及阳春新钢铁无单独粗钢产量披露数据, 故未计算瑞泰科技占其内部钢铁耐材份额。

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

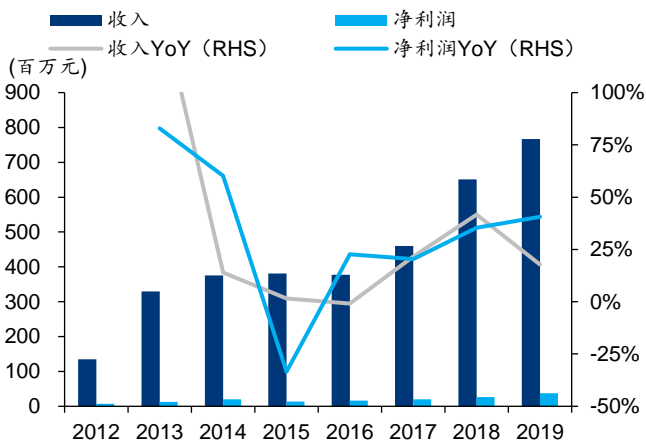
公司前期通过“湘钢模式”、“马钢模式”拓展钢铁耐材业务效果较好。公司12年通过收购股权+增资的方式控股湘钢瑞泰, 切入钢铁冶炼耐材制品领域, 树立“湘钢模式”范例(收购模式); 湘钢瑞泰通过生产线改造、扩建等方式规模逐步做大, 19年湘钢瑞泰收入及净利润分别为7.7亿、3,778万, 分别同比17.8%、40.6%, 12-19年湘钢瑞泰收入及净利润Cagr分别为28.2%、27.5%。17年与马钢集团共同以现金出资方式合资成立瑞泰马钢, 新公司用自有资金及匹配贷款投建节能环保型高温材料智能化制造基地及高温材料创新中心, 逐步承接马钢集团钢铁耐材, 树立“马钢模式”范例(新建模式); 19年瑞泰马钢收入及净利润分别为12.5亿、5,282万, 分别同比4.0%、87.8%, 净利率为4.2%, 较18年提升1.9pcts, 效益稳步改善。“湘钢模式”和“马钢模式”作为公司拓展钢铁耐材业务的两种模式, 湘钢瑞泰及瑞泰马钢效果较好。

图表78：“湘钢模式”及“马钢模式”

模式	由来	特点
湘钢模式	12年4月，公司公告收购湖南湘钢宜兴耐火材料有限公司部分股权并增资，交易事项完成后公司持股占比42.99%（其他股东为湘钢集团40.96%、湘钢集团工会16.05%）	收购模式 ，公司以收购股权+增资的方式进行投资，在原有基础上开展生产经营活动，通过技术创新，进而提高产品附加值和盈利能力
马钢模式	17年5月，公司和马钢集团共同出资设立瑞泰马钢（均为现金出资，公司股权占比60%）。瑞泰马钢设立后，在安徽马鞍山雨山区投资建设节能环保型高温材料智能化制造基地及高温材料创新中心	新建模式 ，公司和客户共同出资新设公司，新建生产基地及设施。注重数字化/智能化/绿色化/高端化

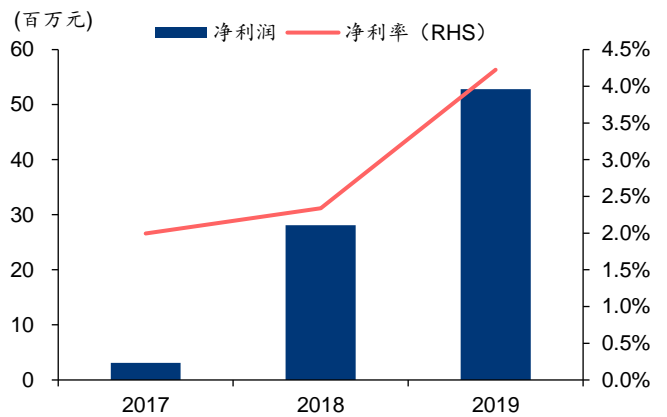
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表79：湘钢瑞泰收入及净利润变化



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表80：瑞泰马钢净利润及净利率变化



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

内部整合+外延并购，收购模式+新建模式，公司钢铁耐材业务成长性值得期待。2017年11月宝武集团发布《中国宝武战略规划（2016年-2021年）》，确定了“一基五元”的六大板块业务组合（钢铁为基，新材料产业/现代贸易物流/工业服务/城市服务/产业金融为五元）作为未来发展框架。其中新材料产业重点聚焦高性能金属材料、轻金属材料、新型碳材料及新型陶瓷基复合材料，瑞泰科技作为新材料产业主体之一将在宝武集团后续发展中承担更重要角色。我们认为，宝武集团内部耐材制品需求规模庞大，并表武汉耐材后，公司占集团内部份额低于50%，后续内部钢铁业务整合，瑞泰科技在集团内部耐材制品份额有较大提升空间。此外，依托宝武央企背景，后续进行外部整合（尤其是国资背景耐材企业）亦值得期待。路径角度，前期经验证的湘钢瑞泰收购模式及瑞泰马钢新建模式具有较强可复制性，有望得到推广，公司钢铁耐材业务有望高成长。

重组后中建材为公司二股东，公司水泥窑用耐材业务仍有较大成长空间

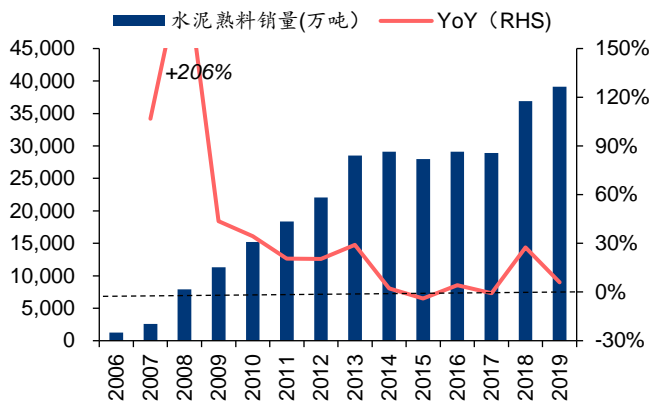
瑞泰科技是国内水泥窑用耐材制品行业龙头。08年公司耐材制品服务领域由玻璃拓展至水泥，此后水泥窑用耐材逐步成为公司收入/利润支柱之一，19年、20H1公司水泥窑用耐材制品收入分别为10.1、5.7亿，占总收入比例26.0%、28.9%，毛利率28.7%、26.4%。我们测算公司19年水泥窑用耐材制品业务市占率约14.5%。水泥窑通常一年一大修，期间视情况亦可能有多次小修及中修，大修通常会更换水泥窑用耐材制品，小修及中修则视情况更换。行业内，水泥窑用耐材制品销售模式以直销为主，部分采用整包模式。水泥窑用耐材制品公司可为客户提供耐材制品设计/选型/配置/供货/安装施工/技术改造及后期维护等一站式总包服务，在耐材技术水平/服务能力/股东资源禀赋等方面均有明显优势。

中建材带头推动水泥产业整合，19年内部水泥耐材制品市场规模11.7亿。水泥产业近年供给侧结构性改革，效果显著，是水泥行业近年高景气的主要原因。中建材是推动水泥行业供给侧改革的排头兵，19年水泥熟料销量3.9亿吨，较06年增幅超30倍，测算占全国市场份额超15%。20年8月，中建材启动天山股份(000877 CH)重大资产重组事项，我们判断水泥行业整合难言结束，中建材在水泥领域市场份额或有进一步提升空间。行业

内单吨水泥销量中耐材制品成本约3元，19年中建材水泥销量对应耐材制品支出约11.7亿，其中来自瑞泰科技耐材制品不超过30%(瑞泰科技19年窑用耐材制品收入10.1亿)，未来具备提升空间。

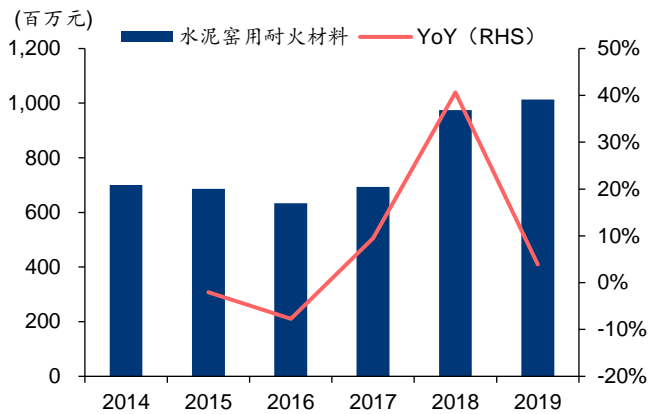
重组完成后中建材为瑞泰科技二股东，水泥耐材业务仍有较大成长空间。20年8月中建材集团与宝武集团签署战略合作协议，明确双方将在耐火材料/钢铁制造/无机非金属材料/废弃资源化利用及钢铁建筑材料创新领域将开展广泛深入合作。本次瑞泰科技资产重组事项是合作成果之一，重组事项完成后，预计中建材持有公司股权仍超20%，将退居公司二股东，预计对瑞泰科技支持力度不会减弱。随着中建材内部水泥资产深度整合及外部继续整合带动水泥行业份额继续提升，瑞泰科技水泥窑用耐材制品业务仍有较大成长空间。

图表81: 中建材股份水泥熟料销量变化



资料来源: 中国建材公告, 华泰证券研究所

图表82: 瑞泰科技水泥窑用耐火材料收入及增速

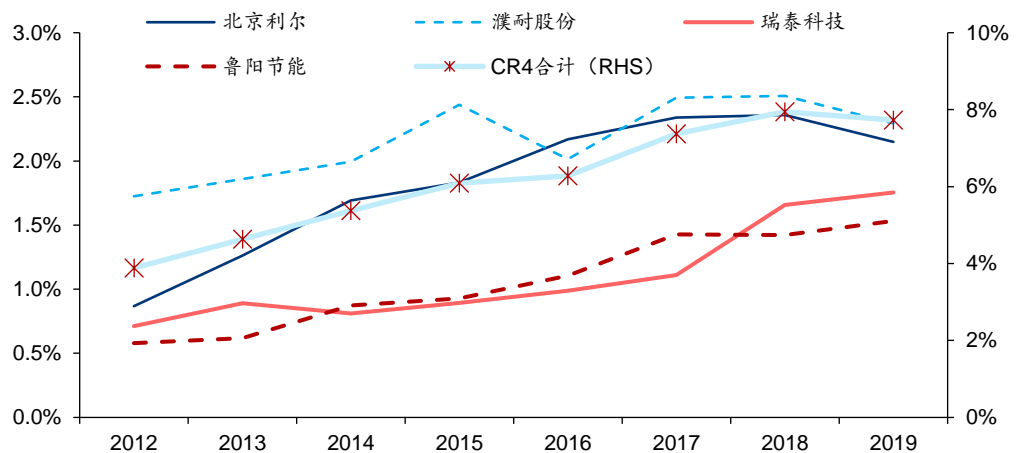


资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

耐材行业变革，行业龙头市占率提升节奏有望加快

我国耐材行业集中度较低，行业龙头市占率趋势性提升。我国高温工业发展历史相对较短，耐材制品行业仍相对分散。19年国内耐火制品相关企业接近2,000家，国内全行业产值2,069亿，其中73家重点耐材企业收入568亿，仅占27.4%，行业龙头濮耐股份、北京利尔、瑞泰科技、鲁阳节能（为非钢领域龙头，其他公司钢铁耐材制品均贡献核心收入及利润）19年耐材制品产量占全行业产量比例分别仅2.0%、1.8%、1.9%、1.0%，合计占比7.7%，较12年提升3.8pct，近年总体延续市占率提升趋势。

图表83: 耐火材料龙头企业市场占有率变化(耐材制品产量口径)



资料来源: 各公司公告, 中国耐材工业协会, 华泰证券研究所

耐材行业变革，行业龙头市占率提升节奏有望加快。

耐材行业近年变化主要集中于以下几方面：

1) 整体承包渗透率稳步提升，龙头企业优势扩大。现阶段大中型钢铁企业均接受整包模式，相较直销模式，整包模式对钢厂及耐材供应商为“双赢”模式，整包渗透率有望持续提升。结合产业链调研，我们认为整包服务渗透率仍有较大提升空间，源于：1) 大型钢厂以国企为主，耐材供应商数量繁多，现阶段已有明显压减，后续压减空间仍大；2) 后续钢铁行业集中度提升值得期待，大企业对有实力的耐材供应商提供整包服务需求迫切度提升。耐材制品龙头企业研发投入高强度，耐材制品品类更全且高端耐材制品供应能力更强，可提供更优质整包服务能力，中小耐材企业生存空间受挤压。龙头企业在现有客户提升占有率、逐步进入新客户供应体系（尤其是近年扩张快速的民营钢厂），成长空间广阔。

2) 前期行业集中度提升节奏低于政策预期，后续供给侧改革力度有望加大。13 年工信部发布《促进耐火材料产业健康可持续发展的若干意见》，力争到 15 年，形成 2~3 家具有国际竞争力的企业，前 10 家企业产业集中度提高到 25%；力争到 20 年 CR10 产业集中度提高到 45%。同时明确要大力推进联合重组（横向、纵向），并强化节能降耗、严格环保管理等方式逐步抬高行业进入门槛，淘汰落后产能。此后，工信部、发改委、生态环境部及部分地方政府陆续出台相关配套文件推进耐材行业供给侧结构改革。我们测算 19 年 CR10 行业市占率低于 17%，明显低于政策预期。考虑到行业产能仍总体过剩，后续供给侧改革力度有望加码，行业门槛进一步抬升，龙头受益。

3) 原材料价格大幅波动减弱中小企业履约能力，龙头更受下游客户青睐。环保政策收紧及辽宁菱镁产业整合致 15 年以来铝质、镁质耐材原料价格大幅波动（如 85%min/1-3mm 烧结铝矾土 15 年底至 18 年初区间价格涨幅约 70%，90%min/3-15mm 在 16Q3 末至 17Q3 末区间价格涨幅超 200%），部分中小企业出现耐材制品供货违约。耐材行业龙头产业链布局更完整、通过研发消化成本上涨能力更强及拥有更雄厚的资金实力，履约能力更强，下游客户加速向耐材龙头靠拢。

盈利预测及估值

核心假设：

1. 因公司控股权转让及资产重组事项尚未完成，业绩预测中暂不考虑该事项影响。但应注意，如前文论述，公司实控人变更或对公司业务开拓及业绩产生明显影响，如宝武集团预计 20 年钢铁耐材制品规模 63 亿，其中公司 19 年供应其中 24.2 亿（假设并表武汉耐材），同时管理提效及自有产能增加有望带动利润率修复至行业水平（公司 20Q1-3 净利率为 2.1%，同期北京利尔、濮耐股份分别为 11.6%、8.1%，有较大差距）。
2. **销量：**20H1 受疫情影响，马钢集团/华菱湘潭钢铁等公司主要钢铁耐材用户粗钢产量同比有所减少，下游工程施工阶段性受影响，拖累同期水泥/玻璃需求，同时玻璃窑用耐材海外出口影响亦较大（其他耐材制品以国内为主），20H1 公司收入 19.8 亿，同减 2.4%，20H2 受益工程赶工及投资景气向上，收入增速有所恢复。公司近期明确公司短期战略目标为三年收入百亿（vs 19 年为 39 亿，若考虑武汉耐材并表则为 49 亿），五年达到世界一流耐火材料龙头企业，后续扩张节奏有望进一步提速。钢铁耐材制品主要客户 20 年阶段性受疫情影响，后续内生+外延有望保持成长性，我们预计 20-22 年钢铁耐材制品销量增速分别为 5%、15%、15%。基建投资景气度提升及地产周转加快，水泥需求有支撑，我们判断后续水泥需求维持低增速正增长，中建材内部水泥资产整合，公司水泥耐材制品业务仍有一定成长性，我们预计 20-22 年公司水泥窑用耐材制品销量增速分别为 2%、5%、5%。其他耐材制品以玻璃窑用耐材制品为主，20 年出口受影响较大，料 21 年疫情影响边际减弱，我们预计 20-22 年其他耐材制品销量分别为 -10%、5%、2%。
3. **ASP 及毛利率：**钢铁耐材制品 ASP 参考钢铁耐材业务为主的北京利尔（13-19 年 ASP Cagr 为 7.9%）及濮耐股份（14-19 年 ASP Cagr 为 8.7%），预计公司 20-22 年钢铁耐材制品 ASP 增速均为 5%，瑞泰马钢效益仍有改善空间，随着耐材制品外购比例进一步降低，预计 20-22 年钢铁耐材制品业务毛利率分别为 14.5%、16.0%、17.0%。水泥行业继续推进产能置换，设备升级，带动水泥窑用耐材制品 ASP 及成本提升，预

计 20-22 年水泥窑用耐材制品 ASP 增速分别为 10%、7%、5%，毛利率基本稳定，预计 20-22 年均均为 28.0%。我们预计其他耐材制品 ASP 延续小幅增长，20-22 年 ASP 增速均假设为 2%，毛利率基本稳定，均假设为 22.0%。

4. **费用率：**近年公司费用率较高，明显拖累公司净利率，其中财务费用率明显高于同业（19 年瑞泰科技为 2.0%，北京利尔、濮耐股份同期分别为 0.5%、1.5%），已有下降趋势，现金流改善有延续性叠加股权融资推进，财务费用率后续有望下降。公司央企背景及中建材、宝武对公司资源倾斜力度有望加大，公司拓展新增客户压力不大，我们预计销售费用率有望小幅下降。其他费用率我们假设基本稳定。
5. **少数股东损益：**公司大部分并表子公司均有相当比例少数股东权益（图表 5），我们预计 20-22 年少数股东损益与净利润比例维持稳定。

图表84： 公司盈利预测核心假设

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
耐材制品销量 (万吨)	24.6	41.2	42.9	44.1	49.1	54.6
YoY	9.9%	67.3%	4.1%	2.9%	11.3%	11.3%
钢铁耐材制品	n/a	22.7	26.5	27.8	32.0	36.7
YoY	n/a	n/a	16.4%	5.0%	15.0%	15.0%
水泥耐材制品	n/a	14.5	12.9	13.1	13.8	14.5
YoY	n/a	n/a	-10.9%	2.0%	5.0%	5.0%
其他耐材制品	n/a	4.0	3.5	3.2	3.3	3.4
YoY	n/a	n/a	-11.9%	-10.0%	5.0%	2.0%
耐材制品 ASP (元/吨)	8,665	9,083	9,017	9,480	10,024	10,584
YoY	13.7%	4.8%	-0.7%	5.1%	5.7%	5.6%
钢铁耐材制品	n/a	9,495	8,717	9,153	9,611	10,092
YoY	n/a	n/a	-8.2%	5.0%	5.0%	5.0%
水泥耐材制品	n/a	6,741	7,856	8,642	9,506	10,457
YoY	n/a	n/a	16.5%	10.0%	10.0%	10.0%
其他耐材制品	n/a	15,190	15,496	15,806	16,122	16,444
YoY	n/a	n/a	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
耐材制品收入 (百万元)	2,135	3,743	3,867	4,182	4,922	5,784
YoY	25.0%	75.3%	3.3%	8.1%	17.7%	17.5%
钢铁耐材制品	879	2,160	2,307	2,543	3,071	3,708
水泥耐材制品	693	975	1,013	1,136	1,312	1,516
其他耐材制品	563	609	547	503	538	560
锆英砂 (百万元)	29	43	33	33	37	40
YoY	-16.4%	50.3%	-22.8%	0.0%	10.0%	10.0%
总营业收入 (百万元)	2,177	3,786	3,900	4,215	4,958	5,824
YOY	24.0%	74.0%	3.0%	8.1%	17.6%	17.5%
耐材制品毛利率	23.0%	18.2%	18.9%	19.1%	19.9%	20.4%
钢铁耐材制品	18.4%	13.5%	13.9%	14.5%	16.0%	17.0%
水泥耐材制品	28.6%	27.5%	28.7%	28.0%	28.0%	28.0%
其他耐材制品	23.3%	20.0%	22.1%	22.0%	22.0%	22.0%
锆英砂毛利率	14.9%	15.9%	8.7%	8.7%	8.7%	8.7%
整体毛利率	22.8%	18.2%	18.8%	19.0%	19.8%	20.3%
销售费用率	6.3%	5.1%	5.0%	4.9%	4.7%	4.5%
管理费用率	7.2%	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%
研发费用率	2.8%	3.2%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
财务费用率	4.7%	2.5%	2.5%	2.4%	2.2%	1.9%
四费费用率	21.0%	15.7%	15.9%	15.7%	15.3%	14.9%
净利润 (百万元)	43	71	94	102	188	304
少数股东损益 (百万元)	28	54	69	74	137	221
少数股东损益/净利润	64.8%	75.6%	72.8%	72.8%	72.8%	72.8%
归母净利润 (百万元)	15	17	26	28	51	83
YOY	-39.9%	13.9%	48.3%	8.1%	84.9%	61.4%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

总体来看，公司在玻璃窑/水泥窑用耐材制品领域技术有优势，控股股东变更为宝武集团有望驱动公司钢铁耐材制品业务扩张提速，“湘钢模式”+“马钢模式”可复制性强；此外，依托中建材股东背景，公司水泥窑用耐材制品仍有较大成长空间。钢铁耐材制品业务利润率有望逐步回归，费用率有下降空间，盈利能力有望逐步修复。暂不考虑本次资产重组事件影响，我们预计公司 20-22 年收入分别为 42.1、49.6、58.2 亿（对应增速分别为 8.1%、17.6%、17.5%），归母净利润分别为 0.28、0.51、0.83 亿（对应增速分别为 8.1%、84.9%、61.4%），EPS 分别为 0.12、0.22、0.36 元。现阶段公司盈利能力明显低于可比公司，主要源于自有产能不足致外部采购占比较高，同时前期部分资产整合效果仍待逐步体现，盈利能力后续有望修复。耐材行业变革，叠加公司内部股东支持及外延并购有望驱动收入较快增长，公司成长性优于可比公司，我们认为公司现阶段更适合用 PEG 方法来对公司进行估值。采用 20-22 年归母净利 Cagr 作为业绩增速，算得可比公司 21 年 PEG 均值为 0.4，公司 PEG 为 0.8，考虑到公司成长性更优，我们认可较可比公司给予一定溢价，给予公司 21 年 PEG 1.0x，目标价为 10.52 元（对应公司 21/22 年 PE 分别为 47x/ 29x），首次覆盖，给予“增持”评级。

图表85： 公司可比公司估值表（2020/12/31）

公司名称	股票代码	市值 (亿元)	收盘价 (元)	每股收益 (元/股)				P/E (x)				归母净利 Cagr (20-22 年)	PE/G
				19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E		
北京利尔	002392 CH	53.5	4.49	0.35	0.42	0.51	0.62	12.9	10.6	8.8	7.3	20.8%	0.4
濮耐股份	002225 CH	46.1	4.56	0.25	0.32	0.44	0.54	18.3	14.0	10.4	8.4	29.5%	0.4
鲁阳节能	002088 CH	40.1	11.09	0.94	0.99	1.23	1.61	11.8	11.2	9.0	6.9	19.7%	0.5
平均值								14.3	12.0	9.4	7.5	23.3%	0.4
瑞泰科技	002066 CH	20.3	8.80	0.11	0.12	0.22	0.36	79.3	73.3	39.7	24.6	47.8%	0.8

注：除瑞泰科技外，盈利预测均来自 Wind 一致预期

资料来源：Wind、Bloomberg、华泰证券研究所

风险提示

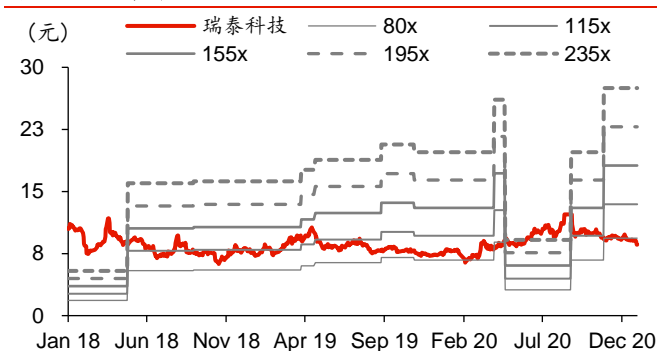
钢铁行业景气度超预期下行：耐材制品主要下游应用领域为钢铁生产企业，钢铁行业景气度对耐材制品企业业绩增速及经营质量有明显影响。如果钢铁行业景气度超预期下行，耐材制品企业盈利能力、回款等将存在恶化风险。

原材料价格大幅波动风险：耐材制品成本中约 80%为原材料，现阶段公司铝质原材料外部采购依赖较高。若上游原材料供给受限（如环保政策超预期收紧、政府主动调控等），或引发原材料价格大幅波动，耐材制品企业存在不能及时将成本上升压力转移至下游企业风险，或对公司经营业绩产生明显影响。

资产重组及控股股东变更事项失败风险：公司本次资产重组方案及相关联的控股股东变更事项对于公司未来发展预期有明显影响，若本次方案最终未成功实施，则公司后续钢铁耐材业务拓展及成长性将低于我们预期。

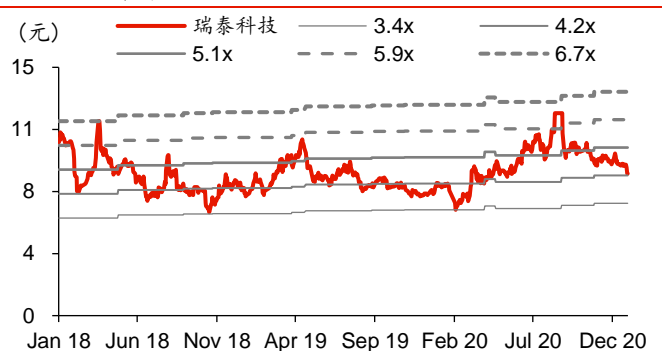
PE/PB - Bands

图表86： 瑞泰科技历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表87： 瑞泰科技历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	2,426	2,521	2,797	3,358	3,772
现金	404.86	431.36	466.21	548.37	644.15
应收账款	704.00	704.45	691.75	950.50	978.60
其他应收账款	29.56	27.96	34.21	38.92	46.99
预付账款	113.18	112.31	131.40	155.26	181.47
存货	924.96	972.63	1,075	1,310	1,473
其他流动资产	249.23	272.02	399.08	354.82	447.71
非流动资产	1,261	1,298	1,365	1,420	1,463
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	810.91	928.71	1,045	1,130	1,194
无形资产	272.32	269.55	258.95	248.36	237.77
其他非流动资产	177.76	99.52	61.52	42.05	31.84
资产总计	3,687	3,819	4,162	4,778	5,236
流动负债	2,617	2,671	2,913	3,340	3,494
短期借款	1,204	1,221	1,394	1,449	1,407
应付账款	565.87	538.77	652.96	735.18	885.01
其他流动负债	847.66	911.13	865.60	1,156	1,202
非流动负债	98.16	121.44	121.44	121.44	121.44
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	98.16	121.44	121.44	121.44	121.44
负债合计	2,715	2,792	3,034	3,461	3,615
少数股东权益	545.51	574.56	648.74	785.90	1,007
股本	231.00	231.00	231.00	231.00	231.00
资本公积	162.97	162.97	162.97	162.97	162.97
留存公积	31.94	57.57	159.48	347.89	651.95
归属母公司股东权益	425.91	451.55	479.27	530.53	613.25
负债和股东权益	3,687	3,819	4,162	4,778	5,236

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	339.29	163.68	149.91	284.07	397.02
净利润	70.88	94.24	101.90	188.42	304.06
折旧摊销	71.84	78.21	79.94	92.32	103.73
财务费用	95.31	96.48	100.21	108.26	110.43
投资损失	(4.32)	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	96.99	(120.33)	(105.94)	(93.74)	(142.82)
其他经营现金	8.60	15.09	(26.20)	(11.18)	21.61
投资活动现金	(184.31)	(102.82)	(148.35)	(148.35)	(148.35)
资本支出	258.03	104.72	147.23	147.23	147.23
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	73.72	1.91	(1.12)	(1.12)	(1.12)
筹资活动现金	(173.92)	(160.38)	(119.93)	(88.26)	(90.43)
短期借款	(97.17)	17.38	173.22	54.69	(42.45)
长期借款	(44.00)	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(32.75)	(177.76)	(293.15)	(142.95)	(47.98)
现金净增加额	(19.64)	(99.61)	(118.37)	47.47	158.24

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,786	3,900	4,215	4,958	5,824
营业成本	3,099	3,165	3,415	3,978	4,643
营业税金及附加	26.62	26.74	28.90	33.99	39.93
营业费用	191.70	196.04	207.66	234.34	263.63
管理费用	187.39	191.68	207.16	243.67	286.23
财务费用	95.31	96.48	100.21	108.26	110.43
资产减值损失	(8.95)	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	4.32	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	83.29	91.47	103.11	195.72	319.22
营业外收入	12.47	11.49	11.49	15.00	20.00
营业外支出	2.95	1.37	1.37	1.37	1.37
利润总额	92.81	101.58	113.22	209.35	337.84
所得税	21.93	7.34	11.32	20.94	33.78
净利润	70.88	94.24	101.90	188.42	304.06
少数股东损益	53.59	68.60	74.18	137.16	221.34
归属母公司净利润	17.29	25.64	27.72	51.26	82.72
EBITDA	207.08	222.23	239.18	351.14	488.78
EPS (元, 基本)	0.07	0.11	0.12	0.22	0.36

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	73.96	3.01	8.08	17.62	17.47
营业利润	107.25	9.82	12.73	89.82	63.09
归属母公司净利润	13.91	48.32	8.13	84.90	61.38
获利能力 (%)					
毛利率	18.17	18.84	18.99	19.77	20.29
净利率	1.87	2.42	2.42	3.80	5.22
ROE	7.30	9.18	9.03	14.31	18.76
ROIC	7.34	9.58	9.42	15.08	23.27
偿债能力					
资产负债率 (%)	73.65	73.13	72.90	72.45	69.05
净负债比率 (%)	101.07	92.12	92.55	77.21	54.20
流动比率	0.93	0.94	0.96	1.01	1.08
速动比率	0.53	0.53	0.54	0.56	0.60
营运能力					
总资产周转率	1.03	1.04	1.06	1.11	1.16
应收账款周转率	5.21	5.54	6.04	6.04	6.04
应付账款周转率	5.43	5.73	5.73	5.73	5.73
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.07	0.11	0.12	0.22	0.36
每股经营现金流(最新摊薄)	1.47	0.71	0.65	1.23	1.72
每股净资产(最新摊薄)	1.84	1.95	2.07	2.30	2.65
估值比率					
PE (倍)	114.66	77.31	71.49	38.67	23.96
PB (倍)	4.65	4.39	4.14	3.74	3.23
EV_EBITDA (倍)	16.95	15.76	15.36	10.78	7.91

免责声明

分析师声明

本人，武慧东、方晏荷、张艺露，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第571章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

• 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师武慧东、方晏荷、张艺露本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15%以上
- 增持：**预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准 15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852 3658 6000/传真: +852 2169 0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com