

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

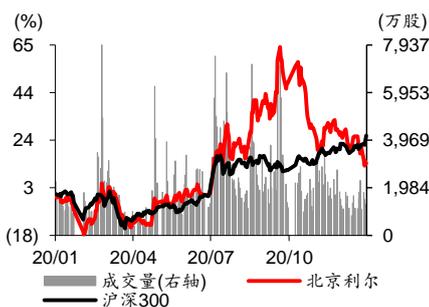
武慧东 SAC No. S0570520100004
研究员 010-56793963
wuhuidong@htsc.com

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

一年内股价走势图



资料来源: Wind

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 年公司为 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。

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%。

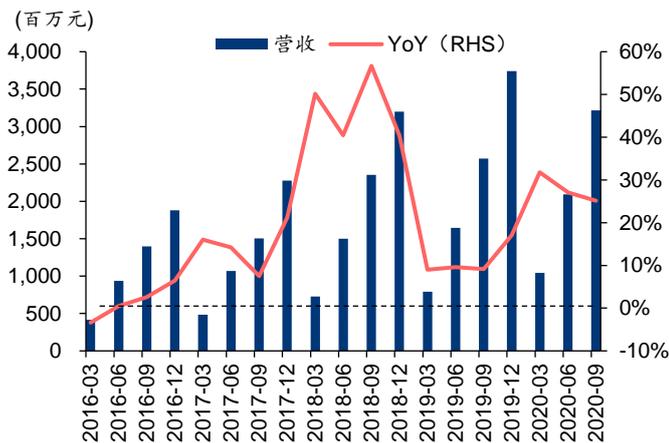
图表48：北京利尔股权结构（截止2020.12.04）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

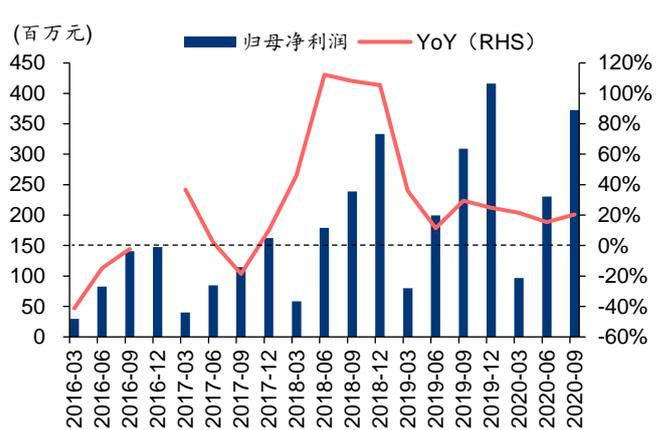
近年收入、净利延续较快增长。17-18年，受益下游钢铁行业景气度提升，公司收入、净利延续较快增长。随着钢铁行业供给侧改革红利逐步消弭，19年耐材行业整体承压，但公司收入、净利仍延续较快增长。19年及20Q1-Q3公司收入分别为37.4、32.2亿，分别同增17.1%、25.2%。

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）



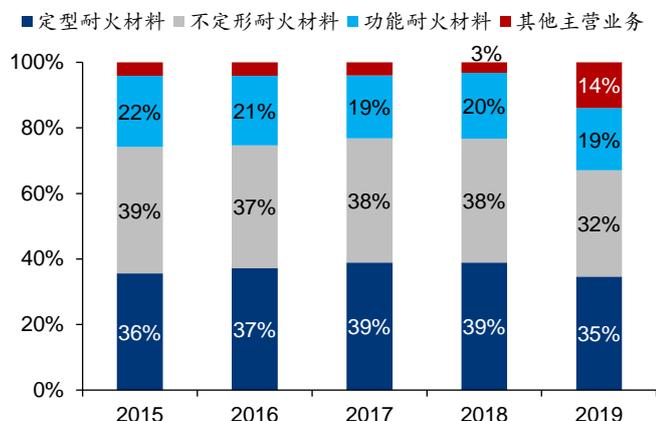
注：FY16增速无数据源于FY15归母净利润为负值。

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

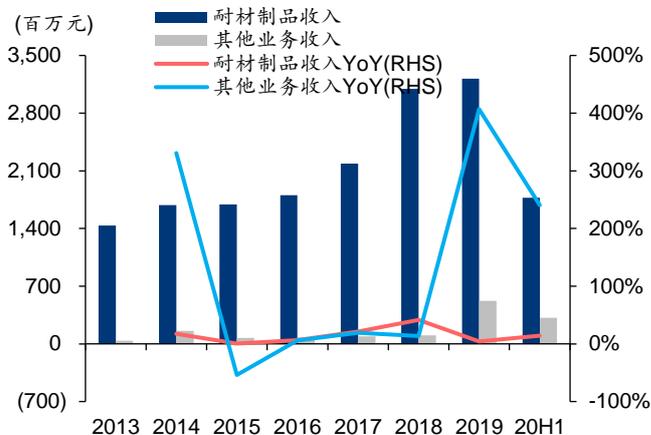
年及 20H1 含钼合金业务的其他业务收入分别为 5.2、3.2 亿，分别同增 407%、241%。因钼合金业务新拓展，19 年该业务毛利率仅 4.5%（20H1 未披露）。随着产能爬坡及供应链理顺，钼合金业务有望成为公司新的收入及利润增长点。

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

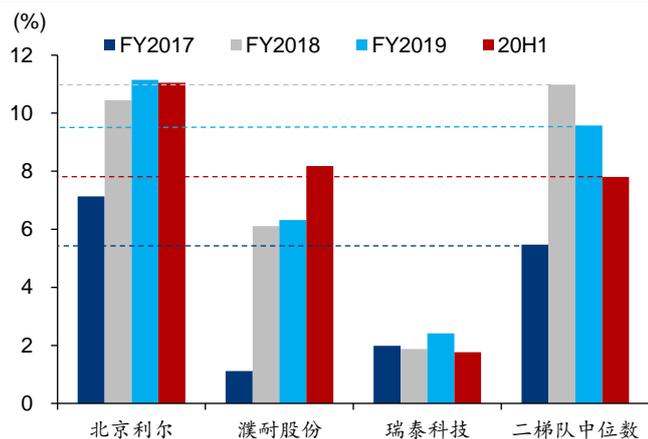
图表52： 公司耐材制品及其他业务收入变化



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

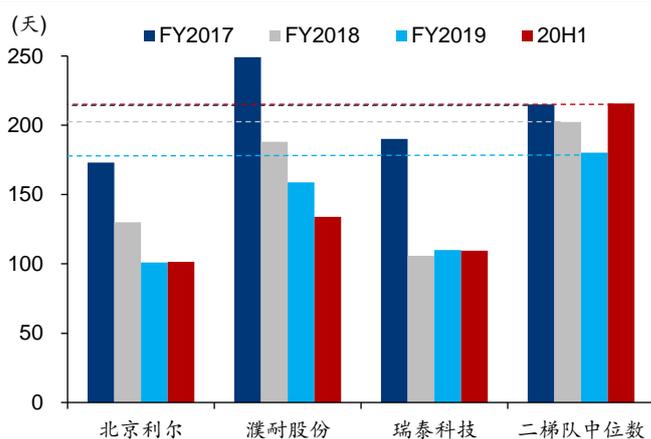
公司盈利能力及经营质量优于竞争对手。19 年及 20H1 公司净利率分别为 11.2%、11.0%，明显优于濮耐股份（同期分别为 6.3%、8.2%）、瑞泰科技（同期分别为 2.4%、1.8%）及第二梯队企业（选取新三板上市企业作为代表）中位数（同期分别为 9.6%、7.8%），盈利能力较高源于公司耐材产业链一体布局（耐材原料自供率较高，且自有菱镁矿石生产能力）及相对更优质的客户质量。选取净营业周期作为企业经营质量的观测指标，19 年及 20H1 公司净营业周期分别为 101、102 天，优于濮耐股份（同期分别为 159、134 天）、瑞泰科技（同期分别为 110、110 天），明显短于第二梯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

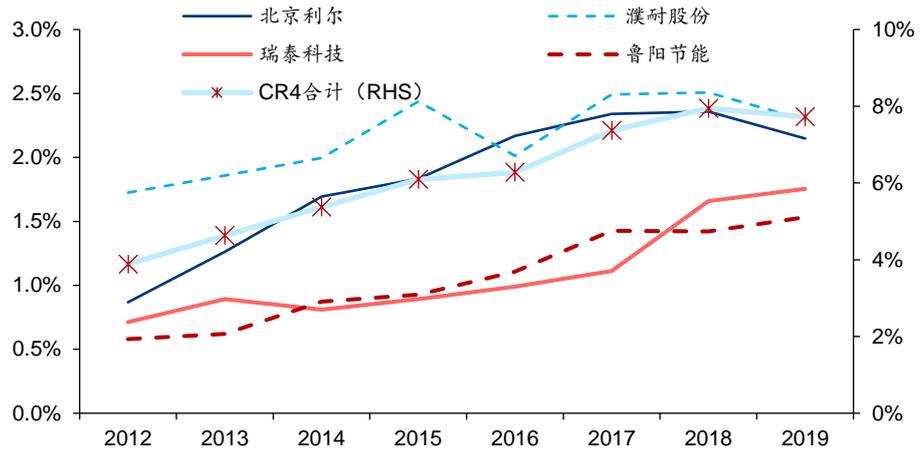


注：净营业周期=应收账款周转天数+存货周转天数-应付账款周转天数；二梯队指新三板上市耐材制品企业（详见行业部分）。
资料来源：Wind，华泰证券研究所

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。

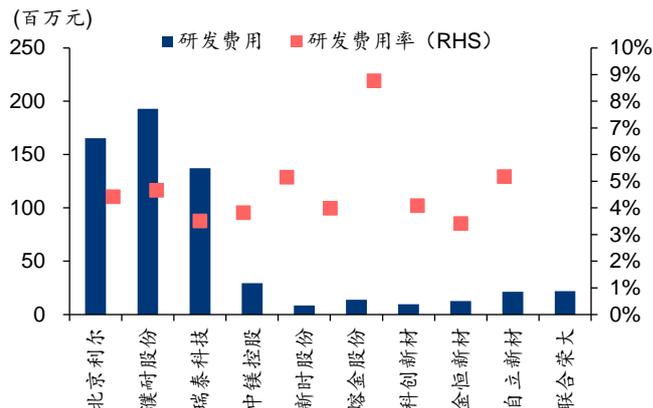
⁶ 耐材企业研发费用主要用于两方面：a) 用于已有耐材品类优化配方及工艺、新耐材制品开发（尤其是高端耐材制品），b) 用于整包服务中现场施工工艺优化、延长耐材制品寿命工艺等。其中一方面新配方、新工艺、新产品对于客户具有普适性，有规模经济效应，研发投入绝对额较大通常可强化企业竞争优势。

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。

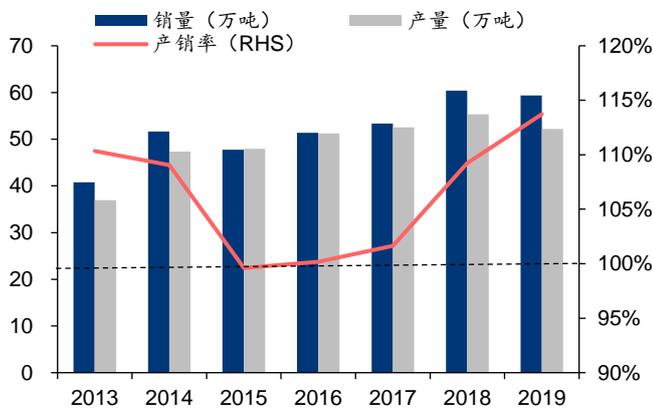
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

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%。

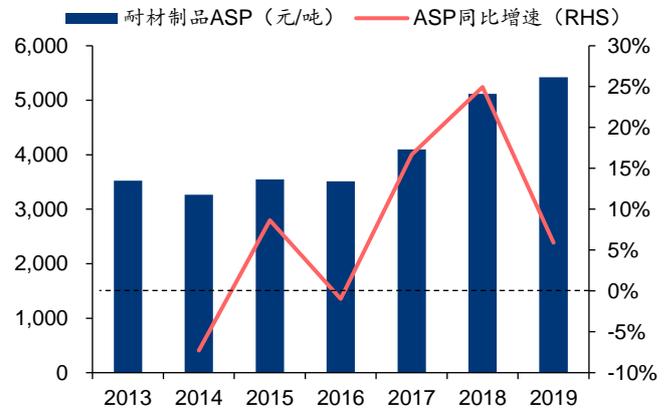
图表62： 公司耐材制品销量及产量



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

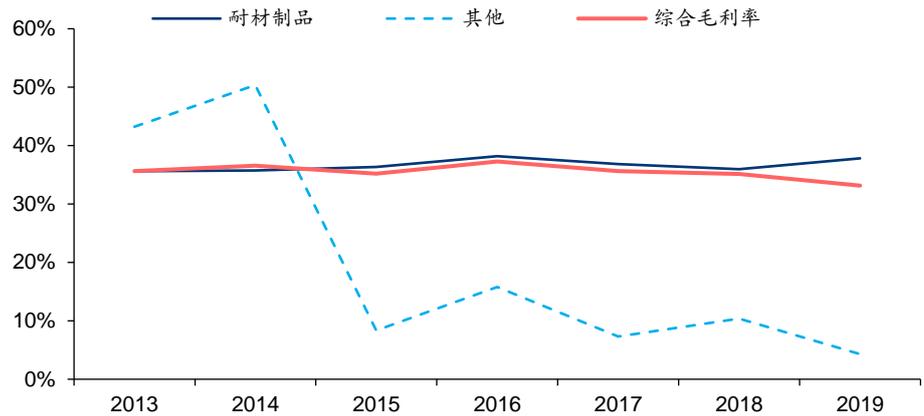


注：图中虚线对应 ASP 同比增速（右轴）0%位置。

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 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

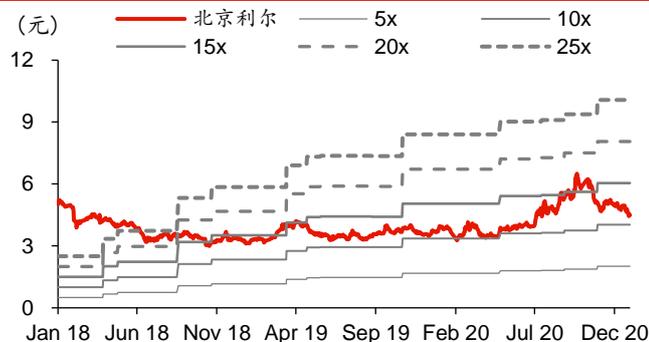
钢铁行业景气度超预期下行: 耐材制品主要下游应用领域为钢铁生产企业, 钢铁行业景气度对耐材制品企业业绩增速及经营质量有明显影响。如果钢铁行业景气度超预期下行, 耐材制品企业盈利能力、回款等将存在恶化风险。

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。

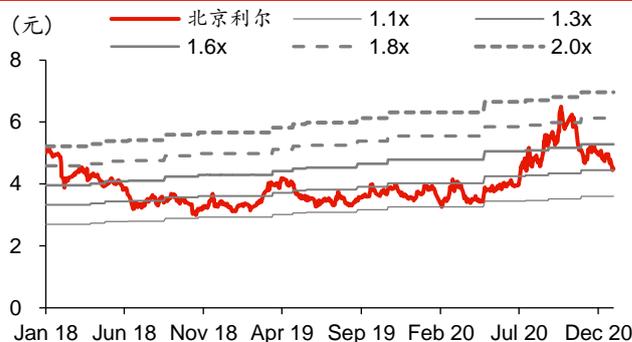
PE/PB - Bands

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