

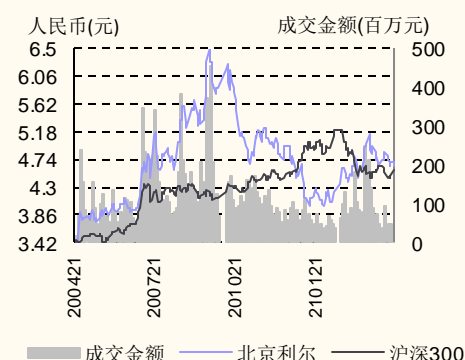
北京利尔 (002392.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 4.64 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	11.90
已上市流通 A 股(亿股)	8.32
总市值(亿元)	55.24
年内股价最高最低(元)	6.50/3.43
沪深 300 指数	5083
深证成指	14102



相关报告

1. 《业绩稳步提升, 扩张蓄势待发-北京利尔三季报点评》, 2020.11.1
2. 《“利”剑出鞘, 卓“尔”不凡-北京利尔首次覆盖报告》, 2020.9.29

主要项目顺利推进, 高质量耐材迎来发展机遇

公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
摊薄每股收益(元)	0.349	0.381	0.449	0.502	0.555
每股净资产(元)	3.20	3.46	3.87	4.33	4.84
每股经营性现金流(元)	0.30	-0.01	0.38	0.39	0.44
市盈率(倍)	11.02	11.79	10.34	9.24	8.36
净利润增长率(%)	24.87%	8.98%	17.86%	11.87%	10.51%
净资产收益率(%)	10.93%	11.00%	11.60%	11.59%	11.47%
总股本(百万股)	1,190.49	1,190.49	1,190.49	1,190.49	1,190.49

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 21 年 4 月 21 日北京利尔发布 20 年年报, 营收 43.11 亿元, 同比增长 15.19%; 归母净利润 4.53 亿元, 同比增长 8.98%; 基本 EPS 0.38 元。

经营分析

- **钼铁项目投产, 毛利率有所下滑:** 20 年公司完成洛阳利尔搬迁及洛阳功能定型制品智能化产线投产, 顺利完成日照钼铁合金项目的投产。20 年公司耐火材料产量 56.4 万吨, 同比增长 8.1%; 耐火材料销量 64.2 万吨, 同比增长 8.2%。由于日照钼铁项目的投产, 公司其他直销产品营收增长 47.2%, 由于钼铁业务毛利率低, 该板块毛利率下滑 2.71 个百分点至 1.58%。我们剔除会计科目调整影响后, 公司耐火材料业务毛利率下滑 0.38 个百分点至 37.45%, 综合毛利率下滑 2.09 个百分点至 31.06%。
- **行业大而散, 集中度提升可期:** 20 年全国耐火材料企业数量 1873 家、较 19 年减少 85 家, 行业主营业务收入 1936 亿元, 营收超过 30 亿元的公司仅三家, 行业大而散的情况突出。从公司的情况看, 公司耐火材料收入增速超过行业增速 16.4 个百分点, 产量增速超过行业增速 6.2 个百分点。我们预计, 随着下游钢铁行业集中度提升及中小企业由于环保和资金等因素影响而退出, 集中度提升有望延续, 龙头企业借助资本市场以实现更快的提升。
- **股权激励和定增方案出台, 公司治理有望改善:** 21 年 3 月 17 日, 公司推出不超过 1.1 亿元上限的员工持股计划, 公司也推出了向实际控制人定增融资不超过 3.1 亿元的定增方案。随着员工持股计划和定增的完成, 公司的治理格局有望改善。
- **碳中和背景下, 关注耐材对钢铁减排的重要性:** 耐材的下游是钢铁行业, 随着“碳中和”“碳达峰”的推进, 下游钢厂为了降低吨钢能耗, 会更加关注耐材的质量和寿命, 高质量耐材有望迎来发展机遇。公司已经加大对高质量耐材和电炉炉用耐材等优势产品的开发力度, 配合下游客户实现降低能耗的目标。同时随着钢铁价格的上涨, 耐材企业在钢厂招标时的调价压力减轻。

盈利调整与投资建议

- 我们预计公司未来三年归母净利润 5.34 (下调 11.4%) /5.98 (下调 15.4%) /6.60 亿元, EPS0.45/0.50/0.56 元, 对应 PE10/9/8X, 维持“买入”评级。

风险提示

- 经济下行; 原料价格波动; 应收账款风险; 环保、安全等不确定因素。

丁士涛 分析师 SAC 执业编号: S1130520030002
 dingshitao@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	3,197	3,742	4,311	4,923	5,564	6,216
增长率		17.1%	15.2%	14.2%	13.0%	11.7%
主营业务成本	-2,074	-2,502	-3,378	-3,834	-4,350	-4,868
%销售收入	64.9%	66.9%	78.4%	77.9%	78.2%	78.3%
毛利	1,123	1,240	933	1,089	1,214	1,348
%销售收入	35.1%	33.1%	21.6%	22.1%	21.8%	21.7%
营业税金及附加	-30	-29	-37	-42	-47	-53
%销售收入	0.9%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-373	-418	-61	-69	-78	-88
%销售收入	11.7%	11.2%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
管理费用	-126	-140	-147	-168	-190	-212
%销售收入	3.9%	3.7%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%
研发费用	-101	-165	-192	-219	-248	-277
%销售收入	3.2%	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%
息税前利润 (EBIT)	491	489	496	590	651	718
%销售收入	15.4%	13.1%	11.5%	12.0%	11.7%	11.6%
财务费用	-45	5	1	1	4	9
%销售收入	1.4%	-0.1%	0.0%	0.0%	-0.1%	-0.1%
资产减值损失	-68	45	38	-9	-1	-1
公允价值变动收益	0	4	21	0	0	0
投资收益	37	7	23	20	20	20
%税前利润	9.0%	1.4%	4.4%	3.3%	2.9%	2.6%
营业利润	428	511	522	615	688	760
营业利润率	13.4%	13.6%	12.1%	12.5%	12.4%	12.2%
营业外收支	-15	-30	-4	-5	-5	-5
税前利润	413	481	518	610	683	755
利润率	12.9%	12.9%	12.0%	12.4%	12.3%	12.1%
所得税	-79	-64	-63	-74	-83	-92
所得税率	19.1%	13.2%	12.1%	12.1%	12.1%	12.1%
净利润	334	417	455	536	600	663
少数股东损益	1	1	2	2	3	3
归属于母公司的净利润	333	416	453	534	598	660
净利率	10.4%	11.1%	10.5%	10.9%	10.7%	10.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	334	417	455	536	600	663
少数股东损益	1	1	2	2	3	3
非现金支出	139	39	53	103	107	118
非经营收益	21	14	-35	-6	-6	-7
营运资金变动	-533	-112	-483	-181	-233	-254
经营活动现金净流	-40	359	-10	453	468	520
资本开支	-109	-145	-65	-266	-266	-266
投资	1,034	-267	-185	1	0	0
其他	42	-15	17	20	20	20
投资活动现金净流	968	-427	-233	-245	-246	-246
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-705	-51	50	88	-37	0
其他	-82	27	51	-56	-56	-66
筹资活动现金净流	-786	-24	101	32	-93	-66
现金净流量	141	-92	-142	239	128	208

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	873	723	408	647	775	983
应收账款	1,957	2,039	2,404	2,577	2,895	3,234
存货	712	742	901	923	1,047	1,171
其他流动资产	267	563	879	803	835	867
流动资产	3,809	4,067	4,591	4,950	5,552	6,256
%总资产	73.6%	72.8%	74.1%	73.6%	74.2%	75.1%
长期投资	82	85	89	89	89	89
固定资产	626	745	819	933	1,037	1,130
%总资产	12.1%	13.3%	13.2%	13.9%	13.9%	13.6%
无形资产	487	474	496	547	598	648
非流动资产	1,368	1,523	1,609	1,774	1,929	2,072
%总资产	26.4%	27.2%	25.9%	26.4%	25.8%	24.9%
资产总计	5,177	5,590	6,200	6,724	7,481	8,328
短期借款	103	50	0	88	50	50
应付款项	1,455	1,563	1,629	1,622	1,840	2,059
其他流动负债	144	136	307	262	286	309
流动负债	1,703	1,749	1,936	1,972	2,176	2,419
长期贷款	0	0	100	100	100	100
其他长期负债	27	28	35	35	35	35
负债	1,730	1,777	2,071	2,107	2,311	2,554
普通股股东权益	3,440	3,804	4,119	4,606	5,156	5,757
其中：股本	1,190	1,190	1,190	1,190	1,190	1,190
未分配利润	1,163	1,505	1,833	2,319	2,869	3,470
少数股东权益	8	9	10	12	14	17
负债股东权益合计	5,177	5,590	6,200	6,724	7,481	8,328

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	0.280	0.349	0.381	0.449	0.502	0.555
每股净资产	2.889	3.196	3.460	3.869	4.331	4.836
每股经营现金净流	-0.034	0.301	-0.008	0.380	0.393	0.437
每股股利	0.028	0.035	0.000	0.040	0.040	0.050
回报率						
净资产收益率	9.68%	10.93%	11.00%	11.60%	11.59%	11.47%
总资产收益率	6.43%	7.44%	7.31%	7.94%	7.99%	7.93%
投入资本收益率	11.16%	10.97%	10.28%	10.77%	10.73%	10.63%
增长率						
主营业务收入增长率	39.74%	17.06%	15.19%	14.19%	13.03%	11.71%
EBIT增长率	85.45%	-0.37%	1.33%	18.97%	10.32%	10.35%
净利润增长率	102.66%	24.87%	8.98%	17.86%	11.87%	10.51%
总资产增长率	-2.52%	7.97%	10.91%	8.45%	11.25%	11.32%
资产管理能力						
应收账款周转天数	124.5	101.6	93.2	93.2	92.0	92.0
存货周转天数	124.5	106.0	88.7	88.7	88.7	88.7
应付账款周转天数	63.7	105.1	77.3	75.0	75.0	75.0
固定资产周转天数	57.6	65.7	64.5	57.5	51.2	45.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-22.33%	-28.71%	-19.26%	-20.50%	-21.52%	-22.87%
EBIT利息保障倍数	11.0	-90.9	-607.5	-881.6	-145.4	-78.2
资产负债率	33.41%	31.78%	33.41%	31.33%	30.89%	30.67%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	2	12
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	1.00	1.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-09-29	买入	5.78	N/A
2	2020-11-01	买入	5.09	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
 3.01~4.0 = 减持


投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402