

北京利尔 (002392)

证券研究报告

2021年04月22日

20Q4 业绩低于预期，看好钢铁耐材份额提升持续性

20Q4 业绩低于预期，看好钢铁耐材份额提升持续性，维持“买入”评级
 公司发布 20FY 年报，20FY 实现营收 43.1 亿，yoy+15.2%，归母净利润 4.5 亿，yoy+9.0%，扣非归母净利润 3.8 亿，yoy -0.1%；其中单 20Q4 收入 10.9 亿，yoy-6.7%，归母净利 0.8 亿，yoy -24.3%，扣非归母净利润 0.4 亿，yoy -51.4%。20Q4 收入及净利增速均略低于我们预期，或源于耐材原料价格上涨及主动控制合金业务拓展节奏。公司是国内钢铁耐材供应龙头，产业链一体化布局持续完善，较二梯队企业优势明显，整包模式渗透提升背景下，公司份额提升或有持续性。预计公司 21-23 年归母净利润分别为 5.5/6.6/7.8 亿，维持“买入”评级。

20Q4 业绩承压，或源于耐材原料价格快速上涨及主动控制合金业务节奏
 20Q4 收入及净利承压，我们认为主因同期原材料价格涨幅较多，下游传导需要时间，且公司主动控制合金业务拓展节奏。20FY 公司耐材制品产销分别 56、64 万吨，yoy 分别 8%、8%，全年耐材制品均价 5,513 元/吨，yoy +1.7%，推测产品结构继续优化。耐材行业收入中整包模式收入占比 83.1%，同减 2.4pct，推测因耐材原料价格回升耐材原料销售量、价均有较多增长。20FY 公司综合毛利率 21.6%，同减 11.5pct，主要源于采用新收入准则，施工/运输等费用由销售费用调至营业成本。剔除会计政策变动影响，20FY 耐材业务毛利率为 37.5% (vs 19FY 为 37.8%)，原材料价格上涨对盈利能力产生小幅负面影响。应收坏账准备转回同比减少致减值损失占收入比例同增 0.5pct 至 0.8%，拖累 20FY 归母净利润率同减 0.6pct 至 10.5%。后续随着原材料价格中枢上移向下游传导，减值影响趋弱，判断净利率有回升空间。

整包模式渗透提升及产业链一体化布局，龙头壁垒持续加强

20FY 公司经营性现金流净流入 0.6 亿，同比少流入 3.5 亿，因原材料较快上涨前公司加大材料储备力度 (20FY 预付同增 2.0 亿至 3.1 亿)。公司是国内最大的钢铁耐材整包商之一，覆盖主流大中型钢铁客户，整包模式对客户、供应商为双赢模式，渗透率稳步提升背景下，行业龙头因更全面服务能力、更强降本能力及全品类产品供应能力，优势持续加强。公司积极推进耐材产业链上游布局，镁及铝质耐材“矿石开采及深加工-耐材原料-耐材制品-用后回收利用”全生命周期管理模式持续完善，或提振公司盈利能力及抵御原材料价格波动能力，构筑龙头扎实壁垒。

预计 21-23 年归母净利 YoY 分别为 20%/21%/19%，维持“买入”评级

20Q4 镁质耐材价格迎来较快上涨，阶段性影响公司盈利能力，我们预计 21FY 影响趋弱。整包模式在下游接受度提升背景下，公司钢铁耐材份额有较大提升空间。我们下调公司 21/22 年归母净利润预测至 5.5/6.6 亿 (前值 6.5/8.2 亿)，新增 23 年归母净利润预测为 7.8 亿，21-23 年 YoY 分别为 20%/21%/19%，当前可比公司 21 年 PE 均值及中位数分别为 23x/16xx，认可给予公司 21 年 16x 目标 PE，对应目标价 7.36 元，维持“买入”评级。

风险提示：钢铁行业景气下行超预期，原材料价格大幅波动，合金业务拓展节奏低于预期。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,742.41	4,310.83	5,014.54	5,790.66	6,625.07
增长率(%)	17.06	15.19	16.32	15.48	14.41
EBITDA(百万元)	791.10	857.50	680.31	828.13	990.38
净利润(百万元)	415.90	453.27	545.19	661.82	784.97
增长率(%)	24.87	8.98	20.28	21.39	18.61
EPS(元/股)	0.35	0.38	0.46	0.56	0.66
市盈率(P/E)	12.57	11.53	9.59	7.90	6.66
市净率(P/B)	1.37	1.27	1.11	0.99	0.87
市销率(P/S)	1.40	1.21	1.04	0.90	0.79
EV/EBITDA	4.08	5.02	4.83	3.77	2.71

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	建筑材料/其他建材
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	4.41 元
目标价格	7.36 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,190.49
流通 A 股股本(百万股)	831.79
A 股总市值(百万元)	5,250.06
流通 A 股市值(百万元)	3,668.19
每股净资产(元)	3.46
资产负债率(%)	33.41
一年内最高/最低(元)	6.71/3.41

作者

鲍荣富	分析师
SAC 执业证书编号: S1110520120003	
baorongfu@tfzq.com	
王涛	分析师
SAC 执业证书编号: S1110521010001	
wangtaoa@tfzq.com	

股价走势



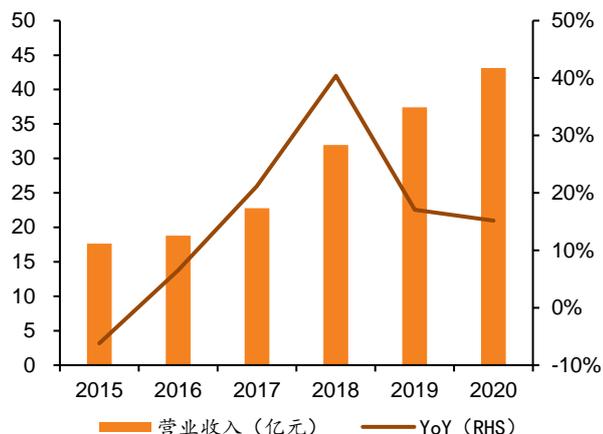
资料来源: 贝格数据

相关报告

- 1 《北京利尔-首次覆盖报告:整包模式+全产业链+辅材业务放量,老树开新花》 2020-09-19

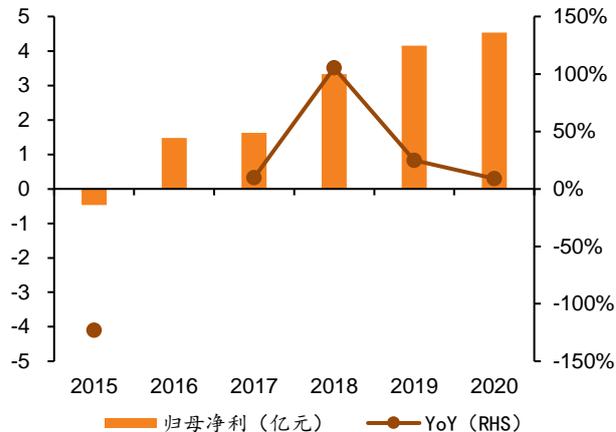
核心图表

图 1：公司 2015-2020 年营收及同比增速



资料来源：公司公告、天风证券研究所

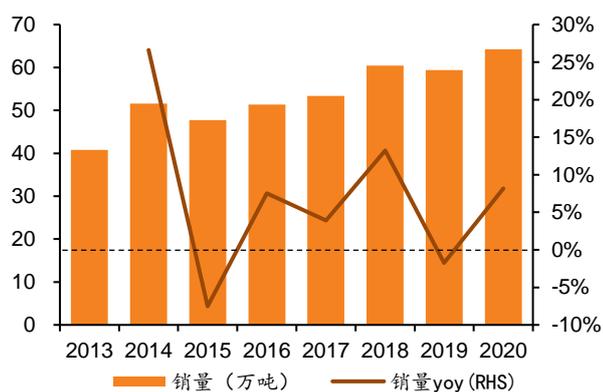
图 2：公司 2015-2020 年归母净利润及同比增速



注：16 年均为扭亏为盈；

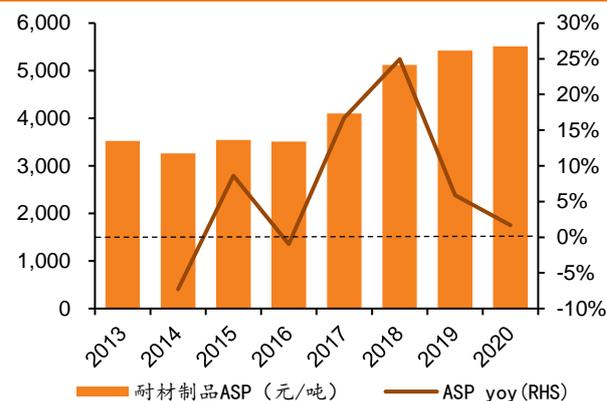
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 3：公司耐材制品销量变化



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 4：公司耐材制品 ASP 变化



资料来源：公司公告、天风证券研究所

表 1：可比公司估值情况

股票代码	公司名称	市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元)			P/E		
				2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E
002225.SZ	濮耐股份	002225 CH	45.0	0.30	0.42	0.54	15.0	10.6	8.2
002088.SZ	鲁阳节能	002066 CH	75.4	1.02	1.32	1.66	20.4	15.7	12.6
002066.SZ	瑞泰科技		21.9	0.12	0.22	0.36	78.9	42.7	26.4
平均值							38.1	23.0	15.8
中位数							20.4	15.7	12.6
002392.SZ	北京利尔	002392 CH	52.3	0.38	0.46	0.56	11.5	9.6	7.9

注：股价时间 2021/04/21；除北京利尔外，其他业绩预测源自 Wind 一致预期；

资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	723.43	407.65	1,308.11	1,467.54	1,886.92	营业收入	3,742.41	4,310.83	5,014.54	5,790.66	6,625.07
应收票据及应收账款	1,465.82	1,600.13	1,827.02	1,969.71	2,190.09	营业成本	2,501.95	3,378.29	3,865.29	4,421.08	5,014.69
预付账款	106.10	314.47	36.16	388.49	131.79	营业税金及附加	28.65	36.79	42.80	49.42	56.55
存货	741.62	900.76	978.38	1,170.97	1,266.97	营业费用	417.55	60.69	70.60	81.53	93.28
其他	1,030.47	1,368.43	1,257.53	1,293.40	1,305.35	管理费用	139.51	147.36	171.41	197.94	226.47
流动资产合计	4,067.45	4,591.44	5,407.21	6,290.12	6,781.11	研发费用	165.35	191.78	223.09	257.62	294.74
长期股权投资	80.54	85.16	85.16	85.16	85.16	财务费用	(5.39)	(0.82)	0.07	5.33	17.27
固定资产	673.22	761.67	863.79	999.45	1,131.23	资产减值损失	(45.05)	(38.39)	39.55	45.67	52.25
在建工程	72.25	57.31	214.39	278.63	287.18	公允价值变动收益	4.04	21.10	0.00	0.00	0.00
无形资产	428.97	449.15	437.03	424.91	412.79	投资净收益	6.63	22.78	25.59	28.52	31.49
其他	267.76	255.22	271.17	287.12	303.07	其他	18.59	(31.04)	(51.18)	(57.05)	(62.99)
非流动资产合计	1,522.74	1,608.51	1,871.53	2,075.27	2,219.43	营业利润	510.58	522.27	627.31	760.59	901.32
资产总计	5,590.19	6,199.95	7,278.74	8,365.39	9,000.54	营业外收入	1.99	0.45	0.45	0.45	0.45
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	31.65	4.74	4.74	4.74	4.74
应付票据及应付账款	1,463.71	1,610.02	1,906.80	2,455.00	2,235.90	利润总额	480.92	517.98	623.02	756.30	897.03
其他	285.27	326.13	500.33	420.50	545.13	所得税	63.61	62.89	75.65	91.83	108.92
流动负债合计	1,748.98	1,936.15	2,407.13	2,875.49	2,781.03	净利润	417.30	455.08	547.37	664.47	788.11
长期借款	0.00	100.10	100.10	100.10	100.10	少数股东损益	1.40	1.82	2.18	2.65	3.14
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	415.90	453.27	545.19	661.82	784.97
其他	27.64	34.85	54.85	74.85	94.85	每股收益(元)	0.35	0.38	0.46	0.56	0.66
非流动负债合计	27.64	134.95	154.95	174.95	194.95						
负债合计	1,776.62	2,071.10	2,562.08	3,050.44	2,975.98	主要财务比率					
少数股东权益	9.08	9.69	11.88	14.53	17.67		2019	2020	2021E	2022E	2023E
股本	1,190.49	1,190.49	1,190.49	1,190.49	1,190.49	成长能力					
资本公积	987.62	987.62	987.62	987.62	987.62	营业收入	17.06%	15.19%	16.32%	15.48%	14.41%
留存收益	2,611.30	3,023.63	3,514.30	4,109.93	4,816.40	营业利润	19.32%	2.29%	20.11%	21.25%	18.50%
其他	(984.92)	(1,082.58)	(987.62)	(987.62)	(987.62)	归属于母公司净利润	24.87%	8.98%	20.28%	21.39%	18.61%
股东权益合计	3,813.57	4,128.85	4,716.66	5,314.95	6,024.56	获利能力					
负债和股东权益总计	5,590.19	6,199.95	7,278.74	8,365.39	9,000.54	毛利率	33.15%	21.63%	22.92%	23.65%	24.31%
						净利率	11.11%	10.51%	10.87%	11.43%	11.85%
						ROE	10.93%	11.00%	11.59%	12.49%	13.07%
						ROIC	17.87%	18.69%	17.90%	24.32%	25.26%
						偿债能力					
						资产负债率	31.78%	33.41%	35.20%	36.46%	33.06%
						净负债率	-17.65%	-7.45%	-25.26%	-25.31%	-29.44%
						流动比率	2.33	2.37	2.25	2.19	2.44
						速动比率	1.90	1.91	1.84	1.78	1.98
						营运能力					
						应收账款周转率	2.21	2.81	2.93	3.05	3.19
						存货周转率	5.15	5.25	5.34	5.39	5.43
						总资产周转率	0.70	0.73	0.74	0.74	0.76
						每股指标(元)					
						每股收益	0.35	0.38	0.46	0.56	0.66
						每股经营现金流	0.35	0.05	0.94	0.38	0.58
						每股净资产	3.20	3.46	3.95	4.45	5.05
						估值比率					
						市盈率	12.57	11.53	9.59	7.90	6.66
						市净率	1.37	1.27	1.11	0.99	0.87
						EV/EBITDA	4.08	5.02	4.83	3.77	2.71
						EV/EBIT	4.55	5.59	5.24	4.07	2.92

现金流量表(百万元)					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	417.30	455.08	545.19	661.82	784.97
折旧摊销	84.42	91.53	52.93	62.22	71.79
财务费用	6.52	5.63	0.07	5.33	17.27
投资损失	(19.46)	(29.86)	(25.59)	(28.52)	(31.49)
营运资金变动	(543.73)	(401.86)	542.99	(256.65)	(152.73)
其它	470.90	(57.78)	2.18	2.65	3.14
经营活动现金流	415.97	62.73	1,117.77	446.83	692.95
资本支出	191.42	178.64	280.00	230.00	180.00
长期投资	2.73	4.62	0.00	0.00	0.00
其他	(620.87)	(416.72)	(554.41)	(451.48)	(348.51)
投资活动现金流	(426.73)	(233.46)	(274.41)	(221.48)	(168.51)
债权融资	50.21	100.10	116.83	122.41	113.11
股权融资	6.08	(96.69)	95.03	(5.18)	(17.13)
其他	(88.81)	99.27	(154.76)	(183.16)	(201.05)
筹资活动现金流	(32.52)	102.67	57.10	(65.93)	(105.07)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(43.28)	(68.06)	900.46	159.43	419.38

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com