

北京利尔 (002392)

证券研究报告

2022年10月29日

业绩承压，关注行业供给格局优化节奏

公司发布 22 年三季报，22q1-3 收入 37.3 亿，yoy-2%；归母净利 2.9 亿，yoy-24%；扣非归母净利 2.6 亿，yoy-29%。单 22q3 收入 12.2 亿，yoy-6%；归母净利 0.7 亿，yoy-54%；扣非归母净利 0.6 亿，yoy-56%。业绩小幅低于我们预期。

收入增长较疲弱，单季利润率回落

22q1-3 收入增速均偏疲弱，推测主要源于下游钢企开工率偏低（*粗钢产能供给侧改革、基建/地产综合需求偏弱*），此外我们预计铝合金业务规模或亦有所控制（22h1 包括铝合金业务的其他业务收入 yoy-1%至 6.3 亿）。22q1-3 公司综合毛利率 19.9%，yoy-1.3pct；单 22q3 毛利率 19.6%，yoy-1.4pct，qoq-3.7pct，单季度毛利率有一定压力，或源于能源成本及耐材原料价格有一定上涨。22q3 整体费用率上升较多（单 22q3 期间费用率 13.7%，yoy+3.6pct、qoq+2.7pct，销售、管理、研发费用率均提升，汇兑收益贡献等，财务费用率有较多降低），进一步拖累盈利水平。22q1-3 公司归母净利率 7.7%，yoy-2.3pct；单 22q3 归母净利率 5.4%，yoy-5.5pct，qoq-5.9pct。

负债表依旧扎实，存货及两金周转均放缓，关注行业供给格局优化节奏

22q3 末公司资产负债率 33.8%，yoy+1.3pct，负债率基本稳定于较低水平，几无带息负债。22q1-3 公司存货周转天数为 107 天，yoy+17 天；应收账款周转天数 136 天，yoy+32 天。存货及应收周转均放缓推测主因下游需求较为疲弱。行业现阶段处于景气较为疲弱、分化逐步加剧阶段，北京利尔为代表的行业龙头优势（*具备更全面服务能力、更强降本能力、产品组合供应优势*）持续强化，关注耐材行业供给格局优化节奏。

重视公司份额提升前景，下调盈利预测，维持“买入”评级

下游需求疲弱叠加成本端边际压力，我们下调 22-24 年公司归母净利预测至 4.1/5.0/5.8 亿（*前值 4.8/6.0/7.2 亿*），yoy+4%/21%/18%。公司作为国内最大的钢铁耐材整包商之一，份额提升节奏或边际加速，公司 25 年“三个一百”战略目标坚定推进，成长空间广、节奏或加快，结合可比公司估值情况，认可给予公司 13x 23 年目标 PE，小幅下调公司目标价至 5.42 元，维持“买入”评级。

风险提示：钢铁行业景气度低于预期，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	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4,310.83	4,910.75	5,202.52	5,807.95	6,484.32
增长率(%)	15.19	13.92	5.94	11.64	11.65
EBITDA(百万元)	857.50	809.22	674.26	800.80	948.23
净利润(百万元)	453.27	397.76	411.75	496.60	584.13
增长率(%)	8.98	(12.25)	3.52	20.61	17.63
EPS(元/股)	0.38	0.33	0.35	0.42	0.49
市盈率(P/E)	9.06	10.33	9.98	8.27	7.03
市净率(P/B)	1.00	0.89	0.82	0.74	0.67
市销率(P/S)	0.95	0.84	0.79	0.71	0.63
EV/EBITDA	5.02	6.24	4.01	3.69	2.49

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑材料/装修建材
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	3.45 元
目标价格	5.42 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)	883.75
A 股总市值(百万元)	4,107.19
流通 A 股市值(百万元)	3,048.93
每股净资产(元)	4.13
资产负债率(%)	33.78
一年内最高/最低(元)	5.18/3.17

作者

武慧东 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521050002
wuhuidong@tfzq.com

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

林晓龙 联系人
linxiaolong@tfzq.com

吴红艳 联系人
wuhongyan@tfzq.com

股价走势



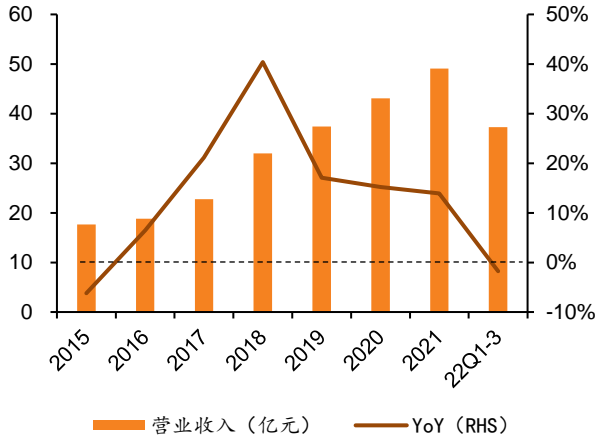
资料来源：贝格数据

相关报告

- 《北京利尔-季报点评:收入增长阶段略疲弱，22q1 效益边际好转》 2022-04-28
- 《北京利尔-季报点评:业绩承压，行业格局或加速优化，存在预期差》 2021-10-24
- 《北京利尔-年报点评报告:20Q4 业绩低于预期，看好钢铁耐材份额提升持续性》 2021-04-22

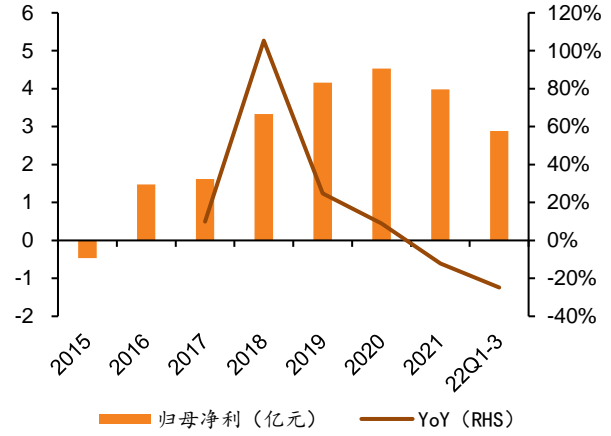
公司历年经营情况及可比公司估值表

图 1：公司近年营收及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：公司近年归母净利润及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 3：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/股				P/E			
				20A	21A	22E	23E	20A	21A	22E	23E
002225.SZ	濮耐股份	40.3	3.99	0.30	0.08	0.33	0.39	13.4	48.1	12.1	10.1
002088.SZ	鲁阳节能	102.1	20.16	0.73	1.05	1.27	1.58	27.6	19.1	15.8	12.8
002066.SZ	瑞泰科技	25.5	11.05	0.12	0.21	0.26	0.33	92.0	53.4	42.1	33.3
平均值								44.3	40.2	23.3	18.7
中位数								27.6	48.1	15.8	12.8
002392.SZ	北京利尔	41.1	3.45	0.38	0.33	0.35	0.42	9.1	10.3	10.0	8.3

注：股价时间 2022/10/28；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)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	407.65	477.85	1,040.50	1,161.59	1,759.49
应收票据及应收账款	1,600.13	1,880.12	1,806.91	2,309.19	2,286.25
预付账款	314.47	247.62	341.20	309.49	409.49
存货	900.76	1,186.79	1,000.05	1,416.58	1,253.67
其他	1,368.43	1,230.51	1,299.47	1,381.63	1,456.58
流动资产合计	4,591.44	5,022.90	5,488.13	6,578.48	7,165.47
长期股权投资	85.16	85.16	85.16	85.16	85.16
固定资产	761.67	898.68	967.07	1,039.96	1,114.07
在建工程	57.31	59.43	127.54	182.03	225.63
无形资产	449.15	491.41	478.27	465.13	451.99
其他	255.22	270.99	269.41	267.83	266.25
非流动资产合计	1,608.51	1,805.65	1,927.44	2,040.11	2,143.10
资产总计	6,199.95	6,828.55	7,415.57	8,618.59	9,308.57
短期借款	0.00	0.00	89.75	385.19	385.19
应付票据及应付账款	1,610.02	1,783.14	1,771.40	2,156.64	2,183.64
其他	205.69	300.72	430.70	383.47	460.09
流动负债合计	1,815.72	2,083.85	2,291.85	2,925.30	3,028.92
长期借款	100.10	0.00	22.09	93.18	93.18
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	34.85	61.16	61.16	61.16	61.16
非流动负债合计	134.95	61.16	83.26	154.34	154.34
负债合计	2,071.10	2,201.40	2,375.10	3,079.64	3,183.26
少数股东权益	9.69	9.57	11.14	13.03	15.25
股本	1,190.49	1,190.49	1,190.49	1,190.49	1,190.49
资本公积	987.62	991.34	991.34	991.34	991.34
留存收益	2,036.01	2,433.77	2,845.52	3,342.12	3,926.25
其他	(94.96)	1.98	1.98	1.98	1.98
股东权益合计	4,128.85	4,627.15	5,040.47	5,538.95	6,125.31
负债和股东权益总计	6,199.95	6,828.55	7,415.57	8,618.59	9,308.57

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	455.08	399.27	411.75	496.60	584.13
折旧摊销	91.53	100.72	113.64	122.77	132.44
财务费用	5.63	8.82	1.38	11.11	35.63
投资损失	(29.86)	(10.86)	(9.09)	(9.16)	(9.22)
营运资金变动	(522.29)	(627.70)	160.86	(629.68)	116.11
其它	62.65	112.66	1.57	1.89	2.22
经营活动现金流	62.73	(17.09)	680.09	(6.47)	861.32
资本支出	178.64	252.68	237.01	237.01	237.01
长期投资	4.62	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(416.72)	(217.48)	(464.92)	(464.86)	(464.80)
投资活动现金流	(233.46)	35.20	(227.91)	(227.85)	(227.79)
债权融资	50.70	(6.12)	110.47	355.41	(35.63)
股权融资	(97.65)	100.65	0.00	0.00	0.00
其他	149.62	(59.95)	(0.00)	(0.00)	0.00
筹资活动现金流	102.67	34.58	110.47	355.41	(35.63)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(68.06)	52.70	562.65	121.09	597.90

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	4,310.83	4,910.75	5,202.52	5,807.95	6,484.32
营业成本	3,378.29	4,003.07	4,193.45	4,634.09	5,120.43
营业税金及附加	36.79	34.30	36.34	40.57	45.30
营业费用	60.69	48.07	50.92	56.85	63.47
管理费用	147.36	152.48	203.15	220.99	240.24
研发费用	191.78	187.76	198.91	222.06	247.92
财务费用	(0.82)	7.14	1.38	11.11	35.63
资产减值损失	(34.23)	(62.50)	(66.21)	(76.87)	(89.71)
公允价值变动收益	21.10	0.19	0.00	0.00	0.00
投资净收益	22.78	8.58	9.09	9.16	9.22
其他	(35.20)	85.81	(0.00)	(0.00)	(0.00)
营业利润	522.27	445.86	461.25	554.57	650.84
营业外收入	0.45	0.47	0.47	0.47	0.47
营业外支出	4.74	8.86	8.86	8.86	8.86
利润总额	517.98	437.47	452.86	546.18	642.45
所得税	62.89	38.20	39.54	47.69	56.10
净利润	455.08	399.27	413.31	498.49	586.35
少数股东损益	1.82	1.51	1.57	1.89	2.22
归属于母公司净利润	453.27	397.76	411.75	496.60	584.13
每股收益(元)	0.38	0.33	0.35	0.42	0.49

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	15.19%	13.92%	5.94%	11.64%	11.65%
营业利润	2.29%	-14.63%	3.45%	20.23%	17.36%
归属于母公司净利润	8.98%	-12.25%	3.52%	20.61%	17.63%
获利能力					
毛利率	21.63%	18.48%	19.40%	20.21%	21.03%
净利率	10.51%	8.10%	7.91%	8.55%	9.01%
ROE	11.00%	8.61%	8.19%	8.99%	9.56%
ROIC	18.69%	13.43%	11.52%	14.23%	14.32%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	33.41%	32.24%	32.03%	35.73%	34.20%
净负债率	-7.45%	-8.14%	-16.42%	-10.51%	-19.26%
流动比率	2.37	2.35	2.39	2.25	2.37
速动比率	1.91	1.79	1.96	1.76	1.95
营运能力					
应收账款周转率	2.81	2.82	2.82	2.82	2.82
存货周转率	5.25	4.70	4.76	4.81	4.86
总资产周转率	0.73	0.75	0.73	0.72	0.72
每股指标(元)					
每股收益	0.38	0.33	0.35	0.42	0.49
每股经营现金流	0.05	-0.01	0.57	-0.01	0.72
每股净资产	3.46	3.88	4.22	4.64	5.13
估值比率					
市盈率	9.06	10.33	9.98	8.27	7.03
市净率	1.00	0.89	0.82	0.74	0.67
EV/EBITDA	5.02	6.24	4.01	3.69	2.49
EV/EBIT	5.59	7.09	4.83	4.36	2.89

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	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 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