

## 行业底部，静待修复，集中度提升下迎反转

### 北京利尔（002392.SZ）首次覆盖报告

证券研究报告

2022年05月31日

#### ● 核心结论

耐材行业的龙头企业北京利尔是一家从事钢铁、有色、石化、建材等高温工业用耐火材料的开发、生产、销售等，并承担高温热工装备用耐火材料的整体设计、配置配套、安装施工、使用维护与技术服务为一体的整体承包业务的公司。

下游是高温工业，需求具有周期性，龙头借助份额提升和成本下降盈利更加稳定。耐火材料下游主要集中在高温工业，其中钢铁占比最大，达到70%。15年行业CR10为9%，21年提高至15.9%，但整体还是较为分散，尚未形成真正的龙头企业。高温工业的需求和经济有相关性，因此耐火材料的需求也有波动性，但龙头公司受益于市场份额的提升以及成本的下降，盈利的周期性会被减弱。

模式创新、全产业链布局、辅材放量，驱动公司业绩持续增长。公司首创整体承包模式，与国内一线钢铁企业建立了业务合作关系，21年公司整体承包收入已超过总收入的80%。得益于整体承包模式的推广应用，公司构建服务壁垒，份额和盈利双重提高。13年以来公司通过收购和自建的方式完善全产业链布局，形成“矿山开采-矿石深加工-耐火原料-耐火材料制品-用后耐火材料回收及综合利用”的镁质耐材全生命周期管理模式。

资产质量全面改善，轻装上阵谋扩张。2015年是耐火材料行业的低谷期，随后公司休养生息，稳健发展，取得重要成果，2021年公司收入较2015年增长1倍有余，应收账款+票据余额则略有增加，应收账款周转天数从237天下降至100天，资产负债率从39%降低至32%，我们认为目前公司轻装上阵，为未来扩张提供强大动能。

投资建议：我们预计公司2022-2024年预计实现归母净利4.61/5.36/6.17亿元，对应EPS 0.39/0.45/0.52。给予公司2022年目标PE 11.5倍，对应目标价4.49元/股。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：业务集中风险、应收账款坏账风险、疫情反复

#### ● 核心数据

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	4,311	4,911	5,654	6,476	7,281
增长率	15.2%	13.9%	15.1%	14.5%	12.4%
归母净利润（百万元）	453	398	461	536	617
增长率	9.0%	-12.2%	15.9%	16.3%	15.2%
每股收益（EPS）	0.38	0.33	0.39	0.45	0.52
市盈率（P/E）	9.3	10.6	9.1	7.9	6.8
市净率（P/B）	1.0	0.9	0.8	0.8	0.7

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

公司评级

买入

股票代码

002392

前次评级

评级变动

首次

当前价格

3.54

近一年股价走势



分析师



李华丰 S0800521070003



18516181967



lihuafeng@research.xbmail.com.cn

相关研究

## 索引

## 内容目录

投资要点 .....	5
关键假设 .....	5
区别于市场的观点 .....	5
股价上涨催化剂 .....	5
估值与目标价 .....	5
北京利尔核心指标概览 .....	6
一、耐材龙头企业，创新服务支撑价值 .....	7
1.1 公司概况 .....	7
1.2 公司股权结构 .....	9
1.3 公司经营 .....	9
1.4 复盘 .....	11
二、下游是高温工业，需求有周期性，龙头借助集中度提升和成本下降盈利更加稳定 .....	12
2.1 耐火材料行业概况：千亿市场，稳步发展 .....	12
2.2 下游是高温工业，需求具有波动性 .....	13
2.2.1 耐材产业链分析 .....	13
2.2.2 稳增长下钢铁需求维持稳定，推动耐材行业稳步发展 .....	16
2.3 竞争格局改善，集中度持续提升 .....	18
三、模式创新，全产业链布局，辅材放量，未来发展可期 .....	20
3.1 开创整体承包模式，构建服务壁垒，推动市占率提高 .....	20
3.2 产业链布局，整合资源提升盈利能力 .....	22
3.3 深耕研发创新，降本增效扩大盈利优势 .....	23
3.4 发展新业务，扩张产能，支撑公司长期发展 .....	26
四、资产质量全面改善，轻装上阵谋扩张 .....	28
五、盈利预测及投资建议 .....	30
5.1 关键假设及盈利预测 .....	30
5.2 绝对估值 .....	31
5.3 相对估值 .....	32
5.4 投资建议 .....	32
六、风险提示 .....	33

## 图表目录

图 1：北京利尔核心指标概览图 .....	6
图 2：北京利尔股权结构 .....	9

图 3: 公司收入规模及增速 (百万元)	10
图 4: 公司归母净利润规模及增速 (百万元)	10
图 5: 公司历年毛利率	10
图 6: 公司历年净利率	10
图 7: 2021 年公司分业务收入结构	10
图 8: 2021 年公司分业务毛利率	10
图 9: 业绩复盘 (元/股)	11
图 10: 估值复盘(PE-TTM)	11
图 11: 2021 年各类耐火材料产量占比	13
图 12: 耐火行业产业链	14
图 13: 耐火行业收入占比	14
图 14: 耐火行业下游需求	15
图 15: 粗钢产量及增速	15
图 16: 水泥产量及增速	15
图 17: 平板玻璃产量及增速	16
图 18: 有色金属产量及增速	16
图 19: 2021 年上市公司钢铁领域收入占比	16
图 20: 耐材产量增速与粗钢增速	17
图 21: 耐材产量与粗钢产量	17
图 22: 粗钢、水泥、玻璃增速与 GDP 增速	17
图 23: 钢铁行业下游运用	17
图 24: 我国营业收入超过 10 亿元的耐材企业	18
图 25: 耐火行业集中度 CR10	19
图 26: 公司市占比	21
图 27: 公司收入及增速 (百万元)	22
图 28: 对比公司收入增速	22
图 29: 对比公司毛利率	23
图 30: 对比公司归母净利润增速	23
图 31: 公司的研发体系	23
图 32: 公司研发费用及费用率	24
图 33: 各公司期间费用率对比	24
图 34: 各公司销售费用率对比	25
图 35: 各公司管理费用率对比 (含研发)	25
图 36: 各公司财务费用率对比	25
图 37: 各公司研发费用率对比	25
图 38: 公司的资本开支	26
图 39: 可比公司的净利率	26
图 40: 公司产能分布	27
图 41: 收入规模及增速 (百万元)	28

图 42: 15 年各公司收入增速 .....	28
图 43: 应收账款周转率 .....	29
图 44: 收入规模与应收账款及票据规模 .....	29
图 45: 经营性现金流 .....	29
图 46: 经营性现金流净额/营业收入 .....	29
图 47: 公司历年 ROE 水平 .....	30
图 48: 销售净利率 .....	30
图 49: 资产负债率 .....	30
图 50: 资产周转率 .....	30
表 1: 公司产品 .....	7
表 2: 耐火材料分类情况 .....	12
表 3: 我国主要耐火材料公司及其介绍 .....	18
表 4: 耐火材料行业产业政策 .....	20
表 5: 整体承包经营模式的优点 .....	20
表 6: 公司全产业链布局 .....	22
表 7: 公司产能 .....	27
表 8: 公司 2021-2023 年盈利预测 (单位: 万元) .....	31
表 9: FCFE 估值法核心指标 .....	31
表 10: 敏感性分析 (元) .....	32
表 11: 可比公司估值对比 .....	32

## 投资要点

### 关键假设

**1) 耐火材料整体承包：**北京利尔首创的“整体承包”模式已在国内钢铁行业具有极高的渗透率，公司在耐材业务中“整体承包”模式收入的占比已达 80%以上。北京利尔坚持并不断优化的“整体承包”模式对企业提供综合配套服务能力有着很高的要求，提高了耐火材料行业的竞争门槛，同时该模式具有较强的排他性，有利于提高客户粘性，而随着下游钢铁行业在稳增长预期下，稳步增长，支撑公司业务保持稳定。预计 2022-2024 耐火材料业务营收分别为 37.24/39.67/41.45 亿元，同比增长 4.0%/6.5%/4.5%。

**2) 其他直销：**北京利尔布局形成镁质耐火材料“矿山开采-矿石深加工（尾矿浮选利用）-耐火原料-耐火材料制品-用后耐火材料回收及综合利用”的耐材全生命周期管理模式。公司已在辽宁省完成布局镁质耐火材料的全产业链，拥有菱镁矿矿山、镁质耐火原料及制品的生产基地，在河南省布局铝硅质耐火原料与制品的生产基地，上游铝土矿资源布局也正在进行中。预计 2022-2024 其他直销业务营收分别为 19.30/25.08/31.36 亿元，同比增长 45%/30%/25%。

**3) 成本和三费率：**公司毛利率长期处行业靠前水平，在市场下行期更具盈利保障，公司通过产业链资源提升和整合，加快资金和商品的周转率，资源配置效率较高，降低了运行成本，提升了公司的盈利能力。此外，公司深耕研发创新，不断提升管理效率，使公司费用进入下降通道，公司期间费用率处于行业较低水平。预计 2022-2024 毛利率为 18.2%、18.2%、18.2%。

### 区别于市场的观点

市场认为今年原材料价格变动幅度维持较大波动幅度，行业毛利率将承压下滑。我们认为随着 21 年以来原材料成本的大幅上涨，公司产品价格已出现不同程度调价，考虑到今年原材料涨幅或小于 21 年，而产品价格将高于 21 年，整体产品毛利率将保持稳定。

市场认为随着需求下降，成本上涨，企业间的竞争将更为激励，公司利润率或将承压。我们认为 21 年以来的能耗双控和原材料成本上涨，小企业加速退出市场，行业格局逐步改善。龙头企业有望凭借整包服务和多元产品进一步占领市场，提高市占率，从而稳定公司利润率。

### 股价上涨催化剂

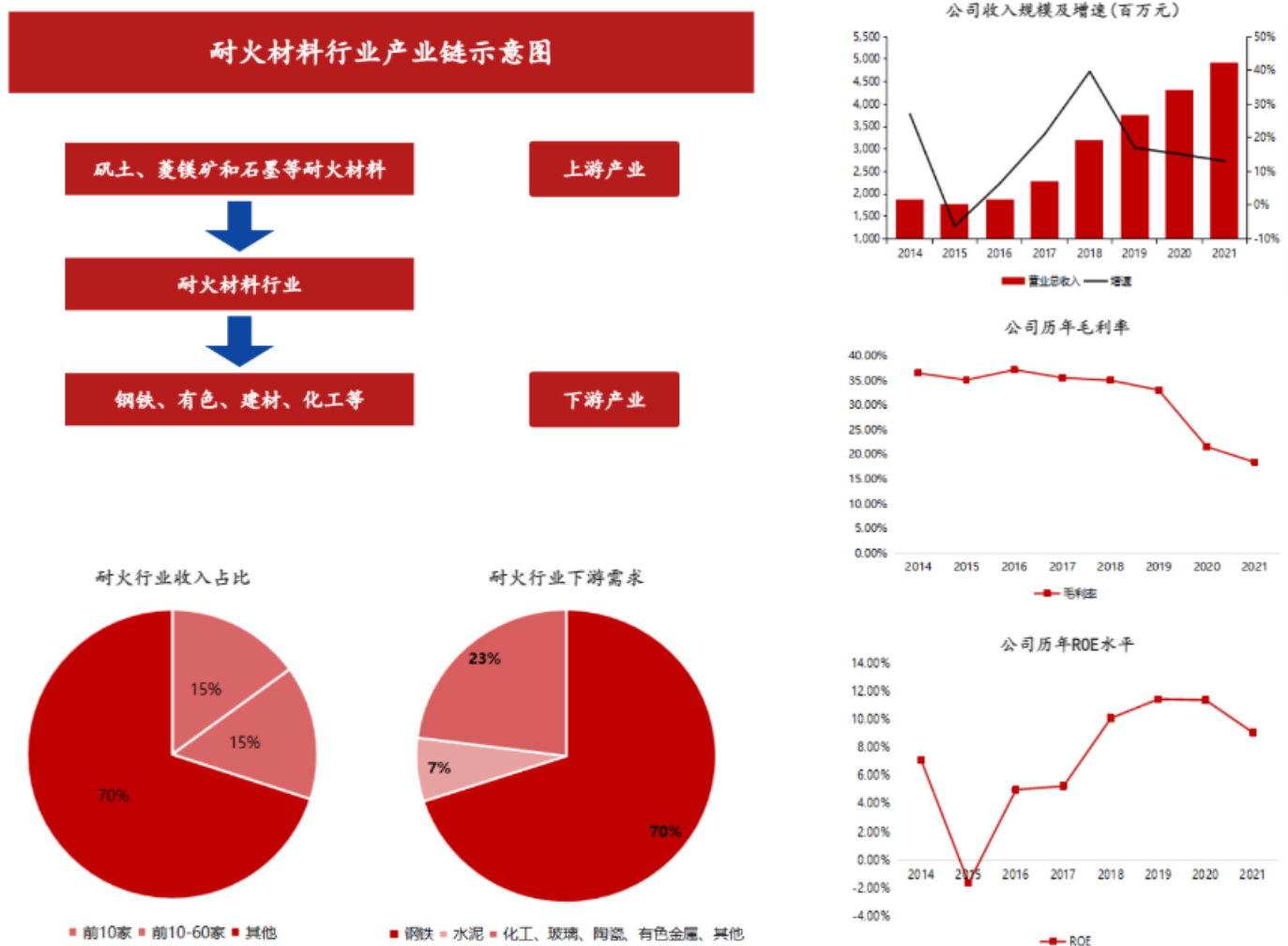
- 1) 原材料价格下降超预期；
- 2) 业绩超预期；
- 3) 下游钢铁行业需求超预期；

### 估值与目标价

我们预计公司 2022-2024 年预计实现归母净利润 4.61/5.36/6.17 亿元，对应 EPS 0.39/0.45/0.52。给予公司 2022 年目标 PE 11.5 倍，对应目标价 4.49 元/股。首次覆盖，给予“买入”评级。

## 北京利尔核心指标概览

图 1：北京利尔核心指标概览图



资料来源：公司官网，wind，西部证券研发中心

## 一、耐材龙头企业，创新服务支撑价值

### 1.1 公司概况

北京利尔是一家从事钢铁、有色、石化、建材等高温工业用耐火材料的开发、生产、销售等，并承担高温热工装备用耐火材料的整体设计、配置配套、安装施工、使用维护与技术服务为一体的整体承包业务的公司。公司也是国内钢铁工业用耐火材料整体承包经营模式的先行者，是国内大型钢铁工业用耐火材料整体承包商，同时也是产品品种最全、整体承包范围最广的大型耐火材料制造商之一。

公司的主导产品包括不定形耐火材料、机压定型耐火制品、耐火预制件、连铸功能耐火材料、钢包透气功能元件、优质尖晶石耐火制品、钢包滑动水口、陶瓷纤维制品、水煤浆气化炉用高铬耐火材料等多种系列品种。

表 1：公司产品

产品类型	产品类别	主要用途	产品特点
定型耐火材料	不烧镁碳类	主要用于转炉、交流电弧炉、直流电弧炉的内衬，钢包的渣线等部位	具有良好的耐高温性能，抗渣能力强，抗热震性好，高温蠕变低
	不烧镁铝（铝镁）碳类	主要用于使钢包熔池部位和包底部位	具有良好的耐钢水侵蚀性和不易剥落的优点，在使用时受热生成尖晶石而显示出高的残余线膨胀率，使用的整体性好、挂渣性能优异
	不烧镁钙碳（白云石）类	主要用于冶炼不锈钢、帘线钢、精炼钢包等的内衬	对低碱度渣和低铁炉渣的侵蚀性优于镁碳砖和铝镁碳砖，具有净化钢水的作用。
	不低碳（无碳）低碳刚玉尖晶石类	主要用于冶炼优质、超洁净钢种的钢包包壁、包底部	具有抗侵蚀、抗渗透、抗冲刷、抗剥落、和整体性好等特点
	RH 精炼用耐材类	主要用于 RH 精炼炉用浸渍管内衬砖，环流管、下部槽与中上部槽，无需经过高温烧成	具有耐冲刷、抗侵蚀性强、热震稳定性好等性能
	煤化工用耐材类	主要用于水煤浆气化炉、垃圾焚烧炉等工业炉	具有抗侵蚀性强，耐磨性能强等性能
	烧成镁钙（白云石）类	主要用于碱性转炉、VOD 钢包等炉外精炼炉的内衬	具有高温性能优异、热震稳定性优良，抗渣侵蚀好等特点
不定形耐火材料	挡渣墙/堰、透气幕墙类	主要用于阻挡钢渣，改变钢水运动轨迹，延长钢水停留时间，促进钢水中央杂物碰撞上浮以净化钢水；改变中间包内的钢水流态分布，使钢水流场达到最佳状态，减少滞留区，扩大稳流区；	具有强度高、耐侵蚀、抗冲刷和挡渣能力强等特点
	包盖类	主要用于密封盛钢容器，防止钢水热量损失以及二次氧化	具有抗热震性能优良，导热系数低，保温性能好等特点
	稳流器、冲击板类	主要用于承接自钢包注入的钢水，消纳钢水注流冲击的动能，减少钢水飞溅，促进钢水有序流动以保证夹杂物充分碰撞上浮去除，减轻注流区耐材冲刷	具有高温强度高，耐冲击、体积稳定性优良等特点
	座砖、分离环类	主要配合水口类产品使用，起到固定水口的作用	具有体积稳定性好，耐热冲击等特点
	覆盖剂	主要用于中间包内，具有绝热保温，吸收上浮的夹杂物，隔绝空气，防止钢水二次氧化等作用	具有保温性能优良，铺展性好，吸收夹杂物能力强，不易结壳等特点
	干式料、喷涂料、涂抹料类	主要用于中间包工作层部位，用于保护永久层，盛装高温钢水，吸收钢水中央杂物	具有施工简单，安全环保，使用寿命长，解体性好，净化钢水作用显著等特点
	永久层浇注料	主要用于各盛钢容器永久层部位，起支撑工作层，减少钢水热量损失的作用；	具有流动性好，免烘烤，保温性能及抗热震性能优良等特点。

	高炉喷补料类	高炉喷补料，主要用于各大、中、小型高炉喷补造衬和内衬维护，能够延长高炉的使用寿命	可实现自动化遥控机械喷补施工、强度高、耐磨性好，
	铁沟浇注料类	出铁沟为运送铁水和铁渣的主要通道，铁沟料按使用部位分为主沟料、支沟料、渣沟料，分别用于出铁沟的主沟、支沟和渣沟	具有优良的抗渣铁侵蚀性和抗冲刷性，热震性好
	加热炉浇注料类	加热炉系列浇注料，主要应用于各类加热炉的炉顶、炉墙、炉底等部位的工作层和隔热层	热震性好、强度高、保温性好
	镍铁回转窑浇注料类	镍铁回转窑浇注料，主要用于镍铁回转窑的内衬和其他辅助部位	优异的耐酸碱性、高强度和高耐磨性、良好的保温性和热震稳定性
	脱硫枪类	脱硫喷枪主要用于铁水预脱硫系统，是铁水喷吹脱硫的主要耐材产品，对降低铁水中的硫含量生产高品质钢具有重要作用	整体性好、热震稳定性佳、寿命长
	KR 搅拌器	KR 搅拌器主要用于铁水预脱硫系统，是搅拌法铁水脱硫用主要产品，对降低除铁水中的硫含量生产高品质钢具有重要作用	整体性好、热震稳定性佳、寿命长、具有良好的抗渣性和抗铁水冲刷性
	炉盖类	炉盖类产品主要用于电弧炉冶炼的炉顶和 LF 精炼炉的炉顶	热震稳定性好、耐高温酸碱气体腐蚀性佳、寿命高
	钢包工作层浇注料类	主要用于钢包工作层包壁、包底工作层部位，用于承接钢水	具有强度高、耐冲刷、抗渣侵蚀性好，热稳定性好等特点
	火泥类	主要用于工作衬砖和永久衬砖的砌筑	具有施工方便、衬砖粘结牢固、抗侵蚀性优良等特点
	预制钢包砖类	主要用于钢包工作层包壁、包底工作层部位，用于冶炼低碳钢和超低碳钢	具有强度高、能承受钢水高温冲刷、高压氩气流搅拌撞击作用、抗渣侵蚀性好，热稳定性好等特点
功能性耐火材料	透气砖类	主要用于钢包，砌筑在钢包的包底，通过透气砖向钢包内部吹入氩气，在氩气气泡上浮的过程中，能够达到搅拌钢液	使得钢包内钢液的温度与成分均匀的作用
	转炉整体出钢口	转炉出钢整体出钢口应用于转炉出钢	通过整体组装方式进行安装，确保出钢口使用质量稳定及使用高寿命要求；通过优化出钢内径的变径方式，满足不同转炉对出钢时间的需求
	转炉出钢挡渣滑板水口系统	转炉出钢时采用滑板挡渣系统技术	挡渣率达到 100%，降低下渣量，降低钢水中夹杂物和有害元素含量，降低精炼工序成本，提高合金收得率
	钢包控流滑动水口系统	用于连铸及模铸浇钢过程钢水控流操作，通过在大包上面采用滑动水口系统，在浇钢过程中根据中包钢液面情况合理开关及闭合滑板	实现浇钢过程精确控制，满足连铸拉速要求
	长水口	长水口，是连接钢包与中间包，从钢包将钢水输送到中间包中	实现保护浇注，防止钢水二次氧化
	整体塞棒和中包水口	整体塞棒和中包水口配合，通过开闭动作实现棒头和口水口碗部缝隙大小的控制，实现开浇、控流、和关流的目的	通过吹氩，能有效防止钢水絮流
	浸入式水口	连接中包和结晶器，将中包内钢水输送到结晶器中，起到保护浇注、防止钢水的二次氧化、氮化和钢水飞溅；防止保护渣非金属夹杂物卷入钢水中；调节	



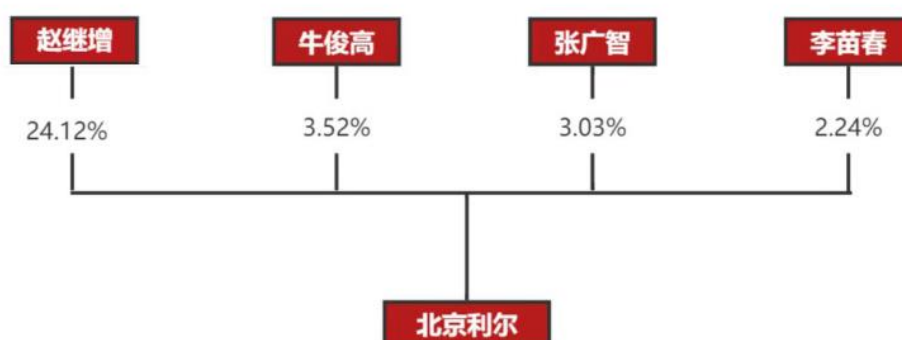
		钢水流动状态和注入速度，优化结晶器内钢水温度场、流场分布	
	引流砂	主要用于水口填充	具有耐火温度高，流动性好，开浇率高的特点
冶金炉料	钼铁合金	主要用作炼钢的合金添加剂，在炼钢中作为钼元素的加入剂，钼同其他合金元素配合在一起广泛地应用于生产不锈钢、耐热钢、耐酸钢和工具钢，以及具有特殊物理性能的合金	

资料来源：公司公告、西部证券研发中心

## 1.2 公司股权结构

截止 2022 年一季报，公司总股本为 11.9 亿股，第一大股东赵继增持股比例为 24.12%，赵继增之子赵伟持股 802.73 万，持股比例为 0.67%，合计为 24.80%，两者为公司实际控制人，股权架构稳定。

图 2：北京利尔股权结构（22 年一季报）



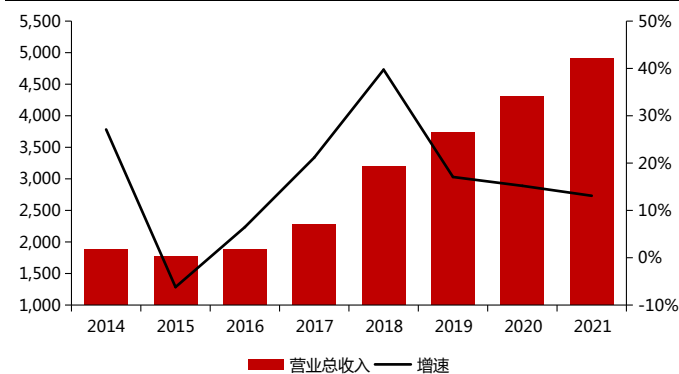
资料来源：wind、西部证券研发中心

## 1.3 公司经营

2021 年公司收入规模 49.11 亿元。除 2015 年公司营收和利润出现负增长外，2014-2021 年其余年份公司营收均为正增长，归母净利润在 15/21 年出现负增长。14-21 年期间公司营收的复合增速达到 14.68%，归母净利润的复合增速达到 10.10%，公司近八年获得了稳定增长，显示其较强的经营与盈利能力。

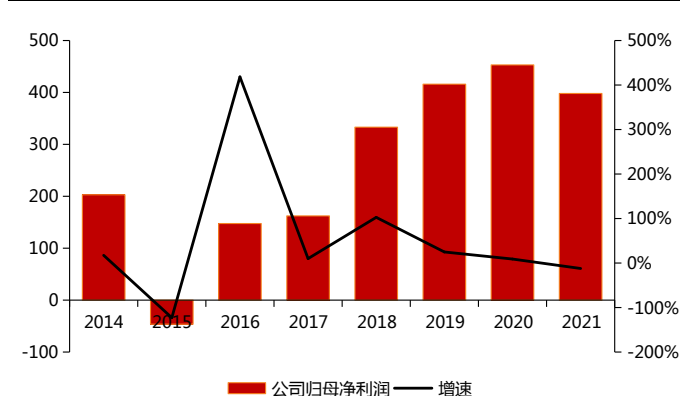
2021 年，原材料成本大幅上涨，行业竞争较为激烈，价格传导有限，加之公司计提资产减值损失达 0.30 亿元，计提信用减值损失 0.33 亿元，故公司 2021 归母净利润为负增长。

图 3：公司收入规模及增速（百万元）



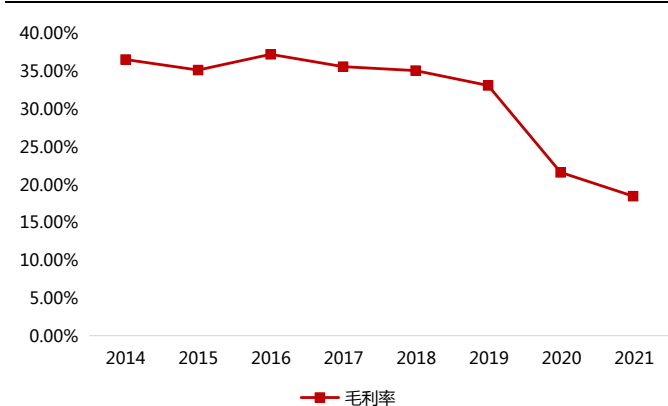
资料来源：wind、西部证券研发中心

图 4：公司归母净利润规模及增速（百万元）



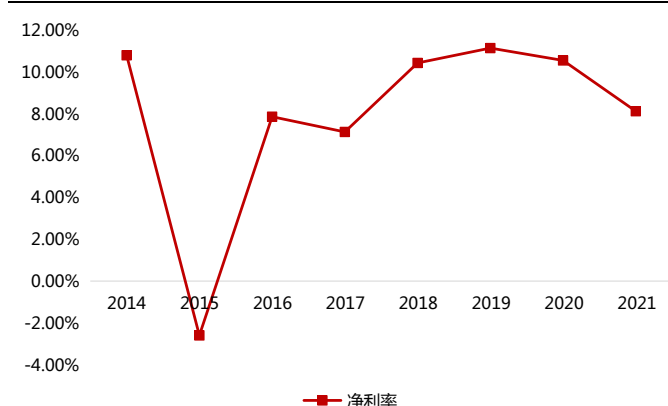
资料来源：wind、西部证券研发中心

图 5：公司历年毛利率



资料来源：wind、西部证券研发中心

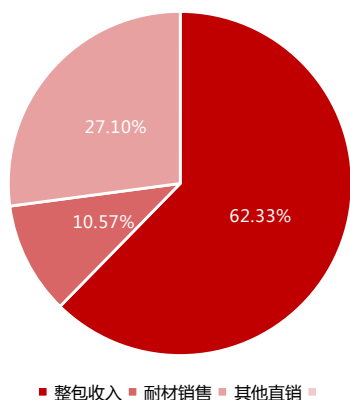
图 6：公司历年净利率



资料来源：wind、西部证券研发中心

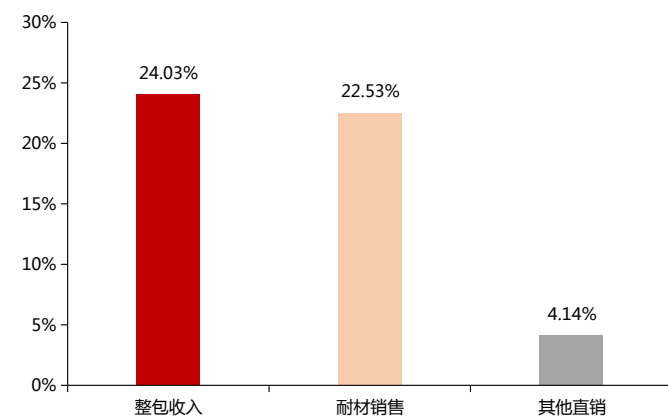
公司销售模式主要以整体承包模式为主,21年公司整包收入为30.61亿元,占比为62.33%,毛利率为24.03%;而耐材销售收入为5.19亿元,占比为10.57%,毛利率为22.53%;其他直销收入为13.31亿元,占比为27.10%,毛利率为4.14%。

图 7：2021 年公司分业务收入结构



资料来源：wind、西部证券研发中心

图 8：2021 年公司分业务毛利率



资料来源：wind、西部证券研发中心

### 1.4 复盘

**业绩复盘：**2014-2021年，公司营收和利润稳中有升，公司营业收入从2014年的18.82亿元增长至2021年的49.11亿元，年均复合增长率为14.68%，2021年虽受新冠疫情影响公司业绩增速放缓，但营收仍保持增长势头；归母净利润从2014年的2.03亿元增长至2021年的3.98亿元，年均复合增长率为10.10%。随着龙头地位进一步深化，规模效应日益凸显，公司业绩有望迎来进一步增长。

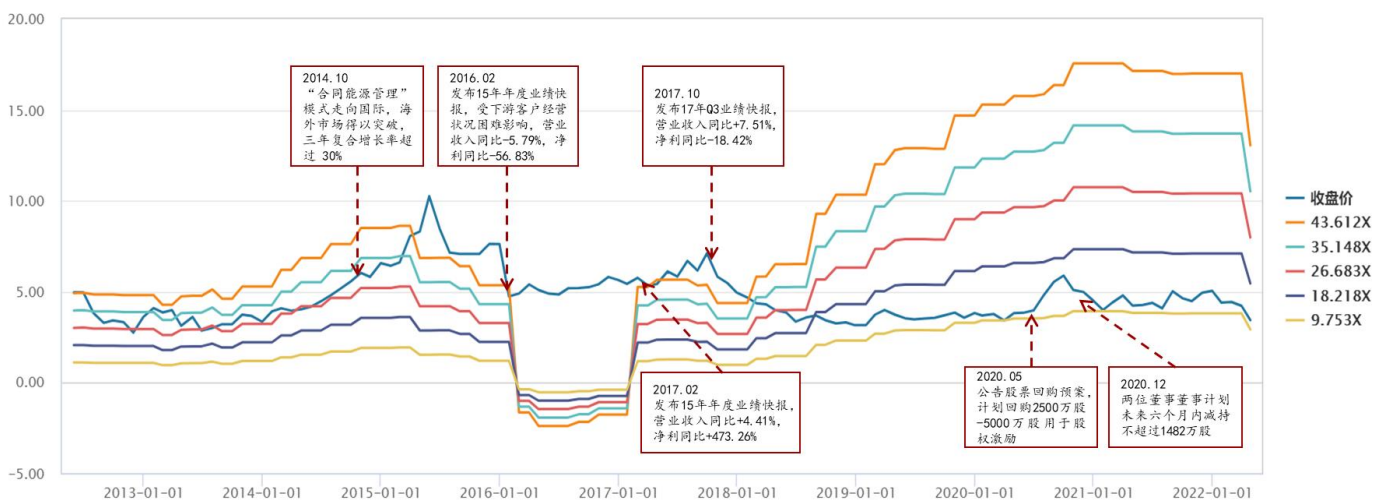
**估值复盘：**从估值来看，2014-2015年北京利尔提质增效，ROE持续提升，叠加市场流动性较好，公司估值一路走高，最高达到17倍，此后随着市场整体估值的下行带动公司估值一路走低，最低至9倍。未来在“双碳”影响下，下游工业节能需求会持续扩张，耐火材料需求旺盛，估值有望进一步恢复。

图9：业绩复盘（元/股）



资料来源：wind、西部证券研发中心

图10：估值复盘（PE-TTM）



资料来源：wind、西部证券研发中心

## 二、下游是高温工业，需求有周期性，龙头借助集中度提升和成本下降盈利更加稳定

### 2.1 耐火材料行业概况：千亿市场，稳步发展

耐火材料一般是指耐火度在 1580℃ 以上，能够承受各种物理化学变化和机械作用的无机非金属材料。广泛应用于钢铁、建材、有色金属、化工、机械、电力乃至国防等高温工业，是各种高温热工窑炉和装备不可或缺的重要支撑材料，也是各种高温工业的重要基础材料。耐火材料的技术进步对高温工业的发展起着不可替代的关键作用。耐火材料的需求与高温工业尤其是钢铁、建材等工业的发展密切相关。

耐火材料品种繁多，用途广泛，导致其具有多种的分类方式：

- 根据耐火材料制品的外形：分为定形制品、耐火泥、不定形耐火材料；
- 按化学特性：分为酸性，碱性以及中性三类，其中酸性主要是以二氧化硅为主要成分的耐火材料，碱性的大多是以镁，钙的氧化物为主，中性的有三氧化二铝，三氧化二铬等，按化学矿物可分为硅质制品，硅酸铝制品，镁质制品，碳质制品。
- 按照耐火程度：分为耐火温度在 1580 到 1770℃ 之间的普通耐火材料、耐火温度在 1770 到 2000℃ 之间的高级耐火材料、耐火温度在 2000℃ 以上的特级耐火材料和耐火温度在 3000℃ 以上的超级耐火材料四大类。

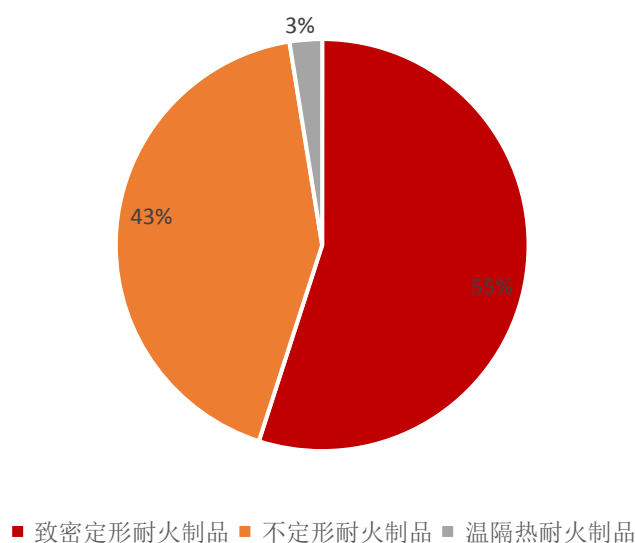
表 2：耐火材料分类情况

耐火材料的主要种类	
分类标准	具体种类
按用途分	高炉用、平炉用、转炉用、连铸用、玻璃窑用、水泥窑用耐火材料
按成型的工艺分	天然岩石切锯、泥浆浇注、可塑成型、半干成型和振动、捣打、熔铸成型等耐火材料制品
耐火材料制品的外形分	定形制品、耐火泥、不定形耐火材料
按化学特性分	酸性，碱性以及中性耐火材料
按化学矿物分	硅质制品，硅酸铝制品，镁质制品，碳质制品等耐火材料
按耐火程度分	耐火温度在 1580 到 1770℃ 之间的普通耐火材料、耐火温度在 1770 到 2000℃ 之间的高级耐火材料、耐火温度在 2000℃ 以上的特级耐火材料和耐火温度在 3000℃ 以上的超级耐火材料

资料来源：深圳 SEO、西部证券研发中心

根据中国耐火材料协会统计，2021 年致密定形耐火制品、不定形耐火制品、保温隔热耐火制品分别占 55.0%、42.5%、2.5%。全国耐火材料制品产量 2402.67 万吨，同比降低 3.04%。其中，致密定形耐火制品 1320.51 万吨，同比降低 3.68%；保温隔热耐火制品 60.98 万吨，同比降低 1.98%；不定形耐火制品 1021.18 万吨，同比降低 2.26%。

图 11：2021 年各类耐火材料产量占比



资料来源：中国耐火材料协会、西部证券研发中心

根据中国耐火材料协会数据显示，21 年我国耐火材料行业产量超 2000 万吨，以每吨 1 万元计算，整体市场规模超 2000 亿元。目前，下游高温工业的技术不断进步和对节能降耗的要求推动了耐火材料行业的技术进步和产业升级。高温工业的发展要求降低单位产品的耐火材料消耗，对耐火材料产品品质和性能的要求不断提高，因此传统耐火材料的需求将逐渐减少，但同时为高技术含量、高附加值的新型耐火材料提供了更为广阔的市场空间和盈利前景。

而随着国家出台多项相关支持性产业政策，耐火材料行业将充分受益于国家节能减排的产业政策以及高温工业的产业结构升级，未来行业市场有望持续稳步发展。

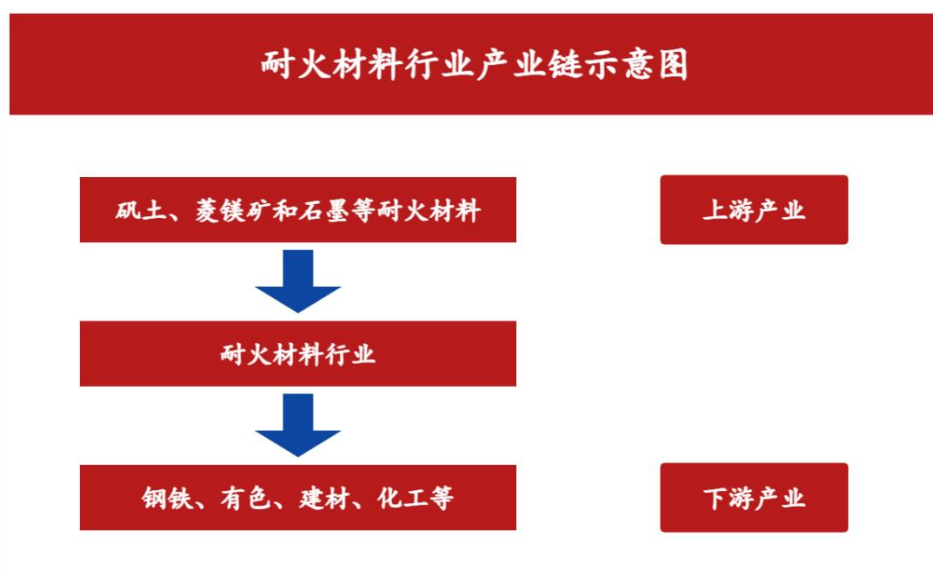
## 2.2 下游是高温工业，需求具有波动性

### 2.2.1 耐材产业链分析

耐火材料行业的产业链可分为上游原材料厂家、中游制造厂商和下游各行业的用户。

**上游国内资源丰富，生产优势得天独厚。**耐火材料的主要原材料包括三类：铝矾土、菱镁矿和石墨。根据国土资源部显示，截止 21 年，我国铝土资源量 42.3 亿吨，是世界三大铝土矿出口国之一；菱镁矿资源储量为 30.0 亿吨，储量世界第一；晶质石墨我国已探明基础储量 4.37 亿吨。因此，中国生产耐火材料有得天独厚的资源优势。

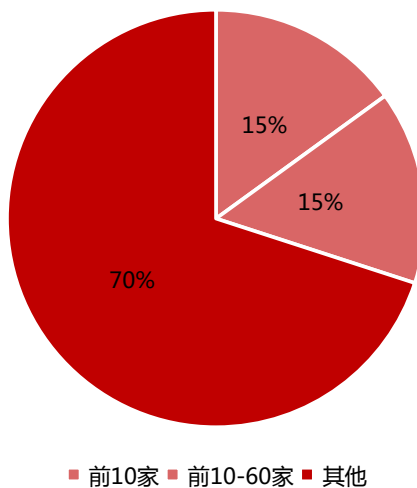
图 12: 耐火行业产业链



资料来源: 中国粉体网、西部证券研发中心

**中游生产厂家众多，集中度小。**根据国家统计局统计，全国耐火原料及制品规模以上企业近 2000 家，但年销售收入过亿元的耐火原料及制品生产企业仅 100 余家。前 60 家耐火制品生产企业销售收入只占全国耐火制品年销售收入的 30%左右。前 10 家耐火制品生产企业也仅占 15%左右。耐火材料企业初始投资相对较小，门槛偏低导致生产企业规模小、数量多，造成行业生产集中度偏低。

图 13: 耐火行业收入占比



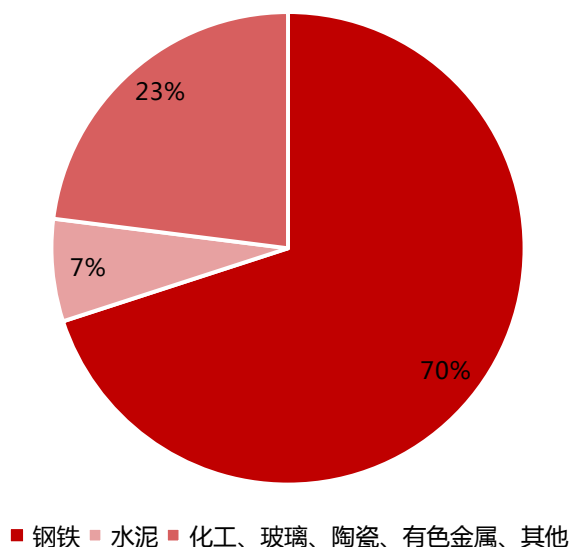
资料来源: 中国产业信息网、西部证券研发中心

**下游集中于高温行业，钢铁领域占比最大。**从耐火材料下游需求分布来看，钢铁领域使用

的占比最大为，70%。水泥领域使用的占比为7%，陶瓷、化工、有色、玻璃等领域合计占比为23%。

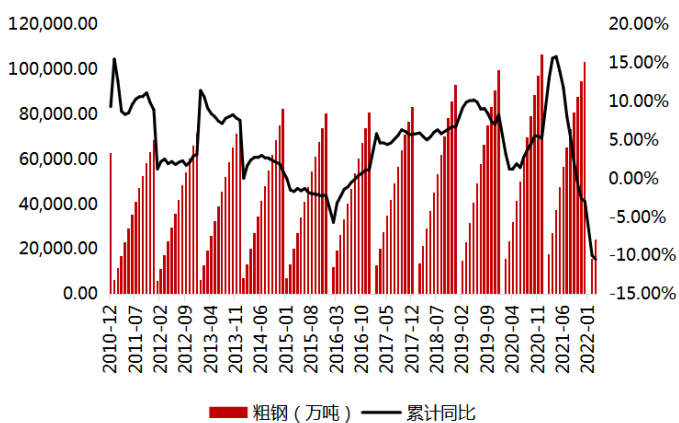
2021年，我国粗钢、水泥、平板玻璃和有色金属产量分别同比变化-3.0%、-1.2%、8.4%和5.4%，其中21年粗钢产量10.33亿吨，维持高位。下游各行业需求的稳健，也为耐材行业稳步发展提供有力的支撑。

图 14：耐火行业下游需求



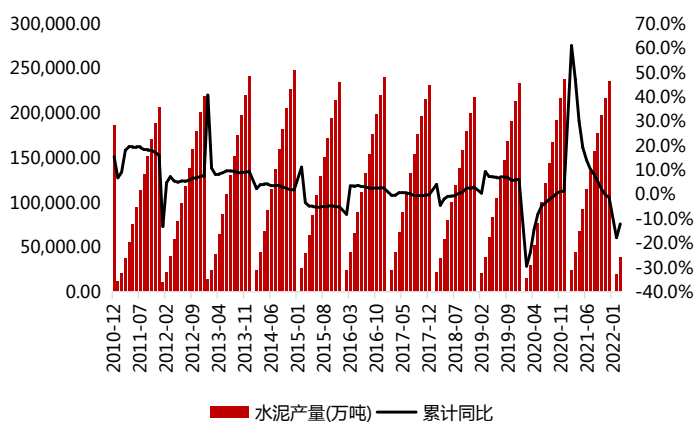
资料来源：智研咨询、西部证券研发中心

图 15：粗钢产量及增速



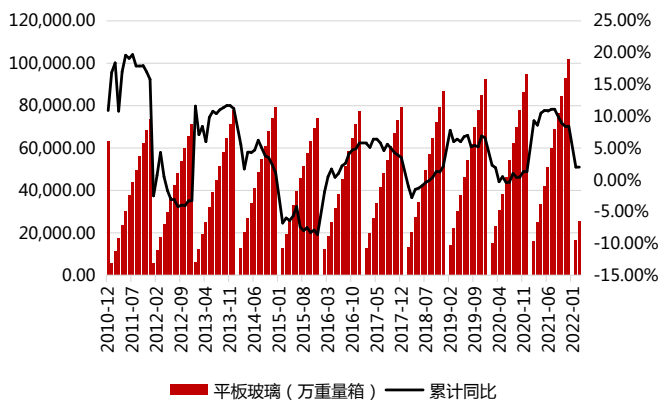
资料来源：wind、西部证券研究中心

图 16：水泥产量及增速



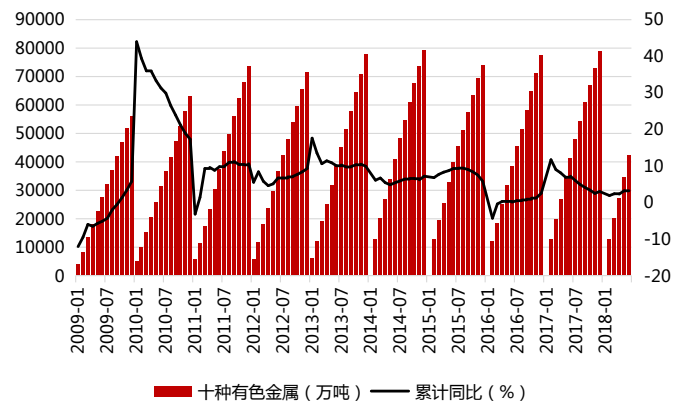
资料来源：wind、西部证券研究中心

图 17: 平板玻璃产量及增速



资料来源: wind、西部证券研究中心

图 18: 有色金属产量及增速

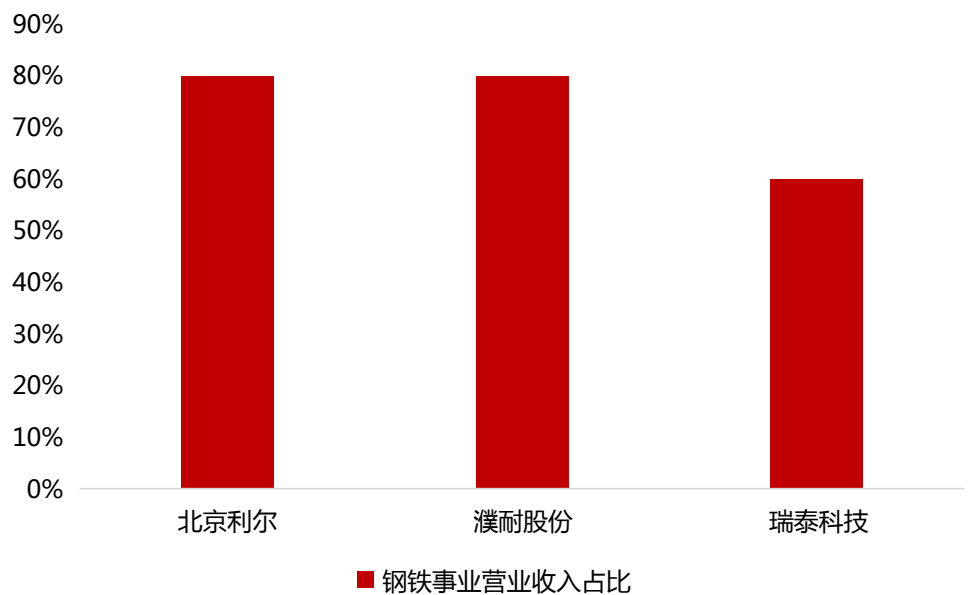


资料来源: wind、西部证券研究中心

### 2.2.2 稳增长下钢铁需求维持稳定，推动耐材行业稳步发展

从上市公司角度看，行业龙头北京利尔最近三年对钢铁行业的销售收入占公司总收入的平均占比在 80%以上；濮耐股份 21 年钢铁事业板块占营业总收入超 88%；泰瑞科技 21 年钢铁用耐材业务收入占比超过 60%。整体来看，钢铁行业是耐材龙头最主要的销售领域。

图 19: 2021 年上市公司钢铁领域收入占比



资料来源: 公司公告、西部证券研发中心

耐材产量增速与钢铁产量增速趋近，且呈现波动性。从历史数据看，耐火材料产量增速与粗钢产量增速走势趋近，粗钢走势略领先于耐材产量，且高温工业（如钢铁、水泥、玻璃等）的需求和经济有相关性，因此耐火材料的需求也有波动性。而近几年，粗钢产量逐步走高并维持高位，带动上游耐材行业需求的回升，21 年，全国粗钢产量达 10.33 亿吨，同比变化-3.0%，耐材产量为 2402.7 万吨，同比变化-3.04%。

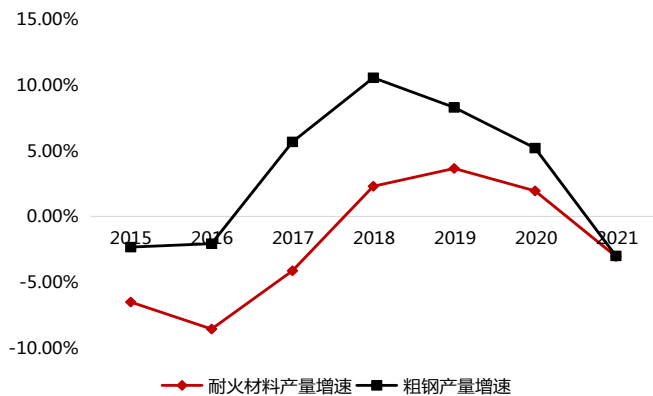
钢铁行业的下游运用领域广泛，主要包括建筑行业、机械行业、汽车行业，分别占 54%、14%



与7%。其中，建筑行业用钢主要包括房屋工程和建筑工程，房屋工程建筑又可分为住宅房屋、商业及服务用房屋和办公用房屋三大类。其中，住宅房屋占比最大，超过65%。建筑工程主要包括铁路建设、交通建设（公路、城市轨道、机场港口等）和能源建设（石化、电力等）等。工业行业用钢主要集中在机械、汽车、船舶和轻工家电四大行业。

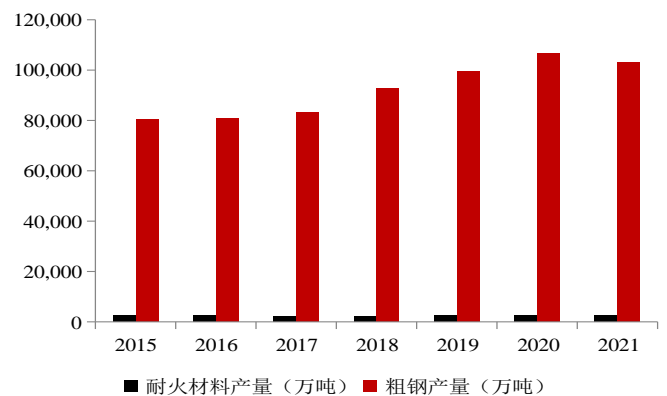
钢铁下游最主要的运用为建筑和基建领域，现阶段在全球经济下行及新冠疫情的背景下，地产与基建作为经济的重要支撑，国家有望出台各类政策维护地产与基建的稳定增长，进一步支撑耐材行业的景气度。

图 20：耐材产量增速与粗钢增速



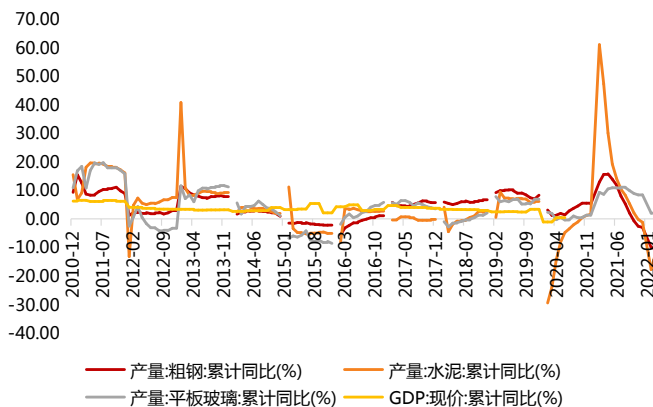
资料来源：中国耐火材料行业协会，wind、西部证券研究中心

图 21：耐材产量与粗钢产量



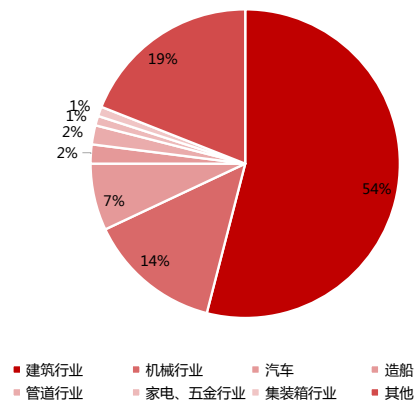
资料来源：中国耐火材料行业协会，wind、西部证券研究中心

图 22：粗钢、水泥、玻璃增速与 GDP 增速



资料来源：wind、西部证券研究中心

图 23：钢铁行业下游运用



资料来源：中国产业信息网、西部证券研究中心

综上所述，高温工业的需求和经济有相关性，因此耐火材料的需求也有波动性，但龙头受益于市场份额的提升以及成本的下降，盈利的周期性会被减弱。15年至21年，龙头北京利尔市场占有率由1.8%提升至2.7%，同时依靠公司全产业链布局带来的成本优势，公司销售净利润率波动性要小于同期下游钢材行业价格的波动性。

### 2.3 竞争格局改善，集中度持续提升

行业集中度较低，头部公司市占率低。根据中国耐火材料协会数据显示，2021年我国全行业耐火制品、耐火原料及相关服务企业总家数接近2000家，收入规模超2000亿元，但耐火材料主营业务收入超10亿元的生产企业仅为17家，超30亿元的企业为5家，收入在30-20亿水平级的企业为2家，20-10亿水平级的企业10家。目前，行业中还未出现引领发展的龙头企业，头部公司市占率仍较低，行业集中度也相对较低，行业小、多、散的现状仍然没有得到彻底改变。

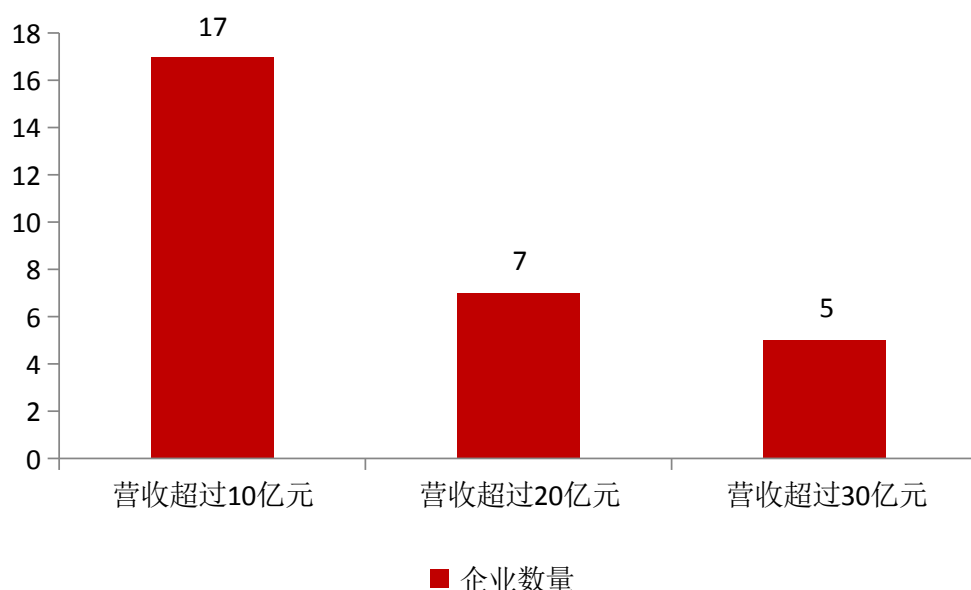
耐火材料公司产品同质化现象较为严重，影响企业盈利能力的更多是企业装备水平的差距，但随着行业政策和准入门槛的提高，我们认为未来行业集中度以及龙头公司市占率将加速提高。

表 3：我国主要耐火材料公司及其介绍

公司名称	主要耐火材料产品
中钢耐火	镁铬砖、镁砖及非氧化物复合陶瓷耐火材料、高档碱性制品、不定形耐火材料
青花集团	镁铬砖、镁砖、镁尖晶石砖、镁碳砖
江苏苏嘉	炼钢耐火材料，主导产品有镁碳系列耐火砖以及不定形耐火材料等
濮阳濮耐	透气砖类、座砖类、散料类、滑板水口类、三大件类、冲击板/挡渣板类等
大石桥金龙	转炉用镁碳砖、电炉用镁碳砖、精炼钢包用镁钙碳砖等
南方耐火	滑动水口砖、钢包透气砖、镁碳整体出钢口等
中齐耐火	合成原料、镁碳、石英质水口、透气砖等
山东鲁阳	硅酸铝耐火纤维材料、珍珠岩保温材料、玻璃钢产品、高温粘剂
瑞泰科技	熔铸锆钢玉系列、熔铸氧化铝系列耐火材料
武钢耐火	转炉镁碳砖、钢包镁碳砖、镁铝碳砖及连铸系列滑动水口材料

资料来源：中国粉体网、西部证券研究中心

图 24：我国营业收入超过 10 亿元的耐材企业



资料来源：中国耐火材料行业协会、西部证券研发中心

**政策推动，行业集中度加速提升。**2013年，我国工业和信息化部发布的《关于促进耐火材料产业健康可持续发展的若干意见》提出要提高产业集中度，提升发展质量和效益，增强高端耐火材料保障能力，同时还提出行业发展两个时间节点：到2015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，前10家企业产业集中度达到25%；到2020年前10家企业产业集中度提高到45%。

2015年，我国工业和信息化部发布了《耐火材料行业规范条件》，将行业的准入门槛提高，加落后产能的淘汰，规范文件中提出淘汰以下几类耐材产线：

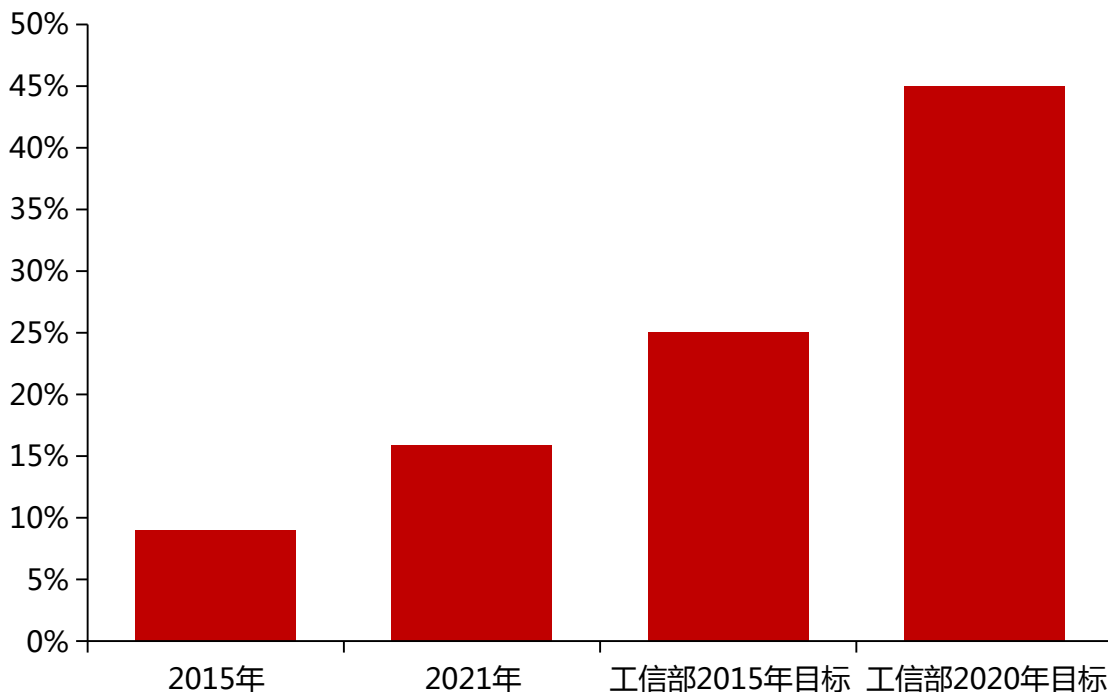
1) 2015年底前，淘汰单线产能低于3万吨/年、吨产品综合能耗高于240千克标煤的回转窑，单线产能低于2万吨/年、吨产品综合能耗高于285千克标煤的隧道窑等落后耐火粘土熟料产能；

2) 淘汰有效容积低于18立方米、吨产品综合能耗高于330千克标煤的轻烧菱镁反射炉，有效容积低于30立方米的重烧镁砂竖窑，变压器功率低于1400千伏安的镁砂电熔炉等落后产能；

3) 淘汰变压器功率3000千伏安以下普通棕刚玉冶炼炉、变压器功率4000千伏安以下固定式棕刚玉冶炼炉、变压器功率3000千伏安以下碳化硅冶炼炉等落后生产设备。

随着政策的推动，行业中公司的集中度加速提升，截止21年，我国耐材行业的CR10集中度为15.9%，相比15年提升6.9pct。未来随着政策的逐步推动，行业集中度有望加速提升。

图 25：耐火行业集中度 CR10



资料来源：智研咨询、中国耐火材料行业协会网站，西部证券研发中心

表 4：耐火材料行业产业政策

时间	政策	主要内容
2012年2月	《新材料产业“十二五”发展规划》	将“绿色新型耐火材料”列为发展重点，将“镁铁尖晶石砖”、“镁铁铝符合耐火材料”、“水泥窑用长寿命多功能系列不定形耐火材料”、“低导热熔铸耐火材料”列为“十二五”期间重点产品。
2013年2月	《关于促进耐火材料产业健康发展的若干意见（征求意见稿）》	指出我国耐火材料产业发展的目标为：到2015年，高端耐火材料基本自给；加大节能减排力度，到2015年，主要耗能设备能效水平达到一级；提高资源利用效率。到2020年，用后耐火材料回收再利用率高于75%；提高产业集中度，到2015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，前10家企业产业集中度达到25%，到2020年前10家企业产业集中度提高到45%
2015年3月	《耐火材料行业规范条件》	（一）耐火材料项目应综合考虑资源、能源、环境容量和市场需求，符合主体功能区规划、产业发展规划、环境保护规划和项目所在地城乡规划，符合土地利用总体规划和土地使用标准。（二）控制新增产能，鼓励实施等量或减量置换，依托现有耐火材料生产企业，通过联合重组，“退城入园”，开展技术改造，推进节能减排，生产和推广不定形耐火材料，优化产业结构，提高生产集中度。
2015年11月	《中国耐火材料行业“十三五”发展规划建议》	耐材行业在“十三五”期间的重要任务是淘汰过剩产能、提升创新能力、改善行业生存环境、综合利用资源。《规划》的目的是引导我国耐材行业在“十三五”期间，向“创建一流企业、生产一流产品、开发一流技术、营造一流环境”的由大变强的目标迈进
2018年12月	《产业发展与转移指导目录（2018年本）》	在中部地区原材料工业里面着重提到要做强河南超硬材料和耐火材料，湖南石墨精加工等产业

资料来源：秦皇岛市人民政府网、中商情报网、工业和信息化部、水泥人网，西部证券研发中心

### 三、模式创新，全产业链布局，辅材放量，未来发展可期

#### 3.1 开创整体承包模式，构建服务壁垒，推动市占率提高

2001年，公司率先提出整体承包模式的销售模式：由“产品制造商”向“整体承包商”转变，由“产品价值”向“服务价值”延伸的战略思想，创造了“全程在线服务”的整体承包经营模式。

在此之前，我国钢铁企业所用耐火材料的采购基本上是采用以耐火材料单价和数量进行结算的单一模式，即耐火材料企业只是将耐火材料产品直接销售给用户，而不负责相关设计，施工维护和残衬拆解等工作。这样的销售模式带来耐火材料消耗提高、产品质量不能够得到保障，增加了耐火材料的施工维护成本、企业不能保障安全生产等问题。

而整体承包经营模式则有效的解决了这些问题，2001年，公司首先向首钢公司提出中间包耐火材料整体承包供货及服务的建议，随即得到首钢公司的认可，从此开创了国内耐火材料整体承包的先例。之后，公司相继与首钢公司、首钢迁安钢铁公司、包头钢铁公司、天津荣程钢铁公司、本溪钢铁公司、唐山钢铁公司、安阳钢铁公司、邯郸钢铁公司等20多家钢铁企业建立了钢包、中间包、铁水包或加热炉等耐火材料整体承包供货业务关系，整体承包业务的运营和管理得到不断完善和成熟。截至2021年报，公司整体承包收入已占总收入的80%以上。

表 5：整体承包经营模式的优点

优点	详细
耐火材料整体承包给钢铁企业带来的效益	1) 降低了耐火材料消耗成本，经济效益显著
	2) 产品质量得到提高
	3) 减少了耐火材料的施工维护成本

	4) 减少了耐火材料的采购成本和管理成本
	5) 有效的保障了企业的安全生产
耐火材料整体承包给耐材承包企业带来的效益	1) 有利于承包企业发挥技术优势, 合理降低耐火材料消耗, 提高经济效益
	2) 承包企业的综合能力不断得到提升

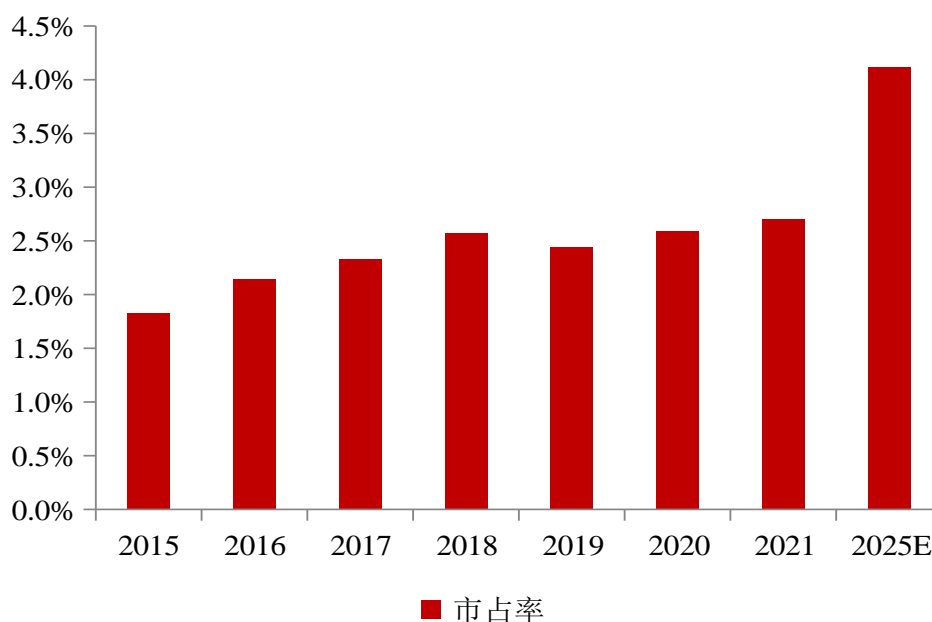
资料来源: 北京利尔招股说明书, 西部证券研发中心

整体承包模式的创新应用不仅使公司的客户价值利益最大化, 而且提高了公司的客户黏性、增强了业务稳定性高等。此模式下, 公司一般与客户签订 1-5 年不等的供货服务合同, 根据客户日常生产计划, 制定公司库存与发货计划, 进而制定公司生产与采购计划。由于钢铁企业生产计划相对高度连续、稳定, 公司整体运营体系高效平稳。相比直销模式, 在整体承包模式中公司拥有较高自主性, 能够对产品的使用环境与使用情况有着最直观的了解, 对各项变化做出最为快速的响应, 能够密切关注运营情况并做出最及时的调整, 最大程度的满足客户的需求。

得益于整体承包模式的开创和运用, 公司核心竞争能力和盈利能力得到进一步提升, 2014-2021 期间, 公司收入复合增速为 14.68%, 对比同业, 公司收入增速处于行业领先地位, 比濮耐股份、瑞泰科技分别高出 7.02pct、2.97pct。

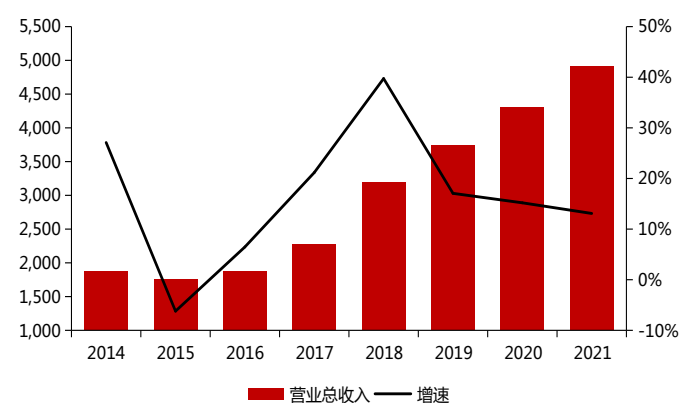
同时, 公司市占率(产量口径)也得到稳步提升, 由 15 年的 1.8% 提升至 21 年的 2.7%, 若以公司 2025 年规划目标 100 万吨的耐材产销量计算, 则未来市占率有望达到 4.1%, 龙头地位进一步凸显。

图 26: 公司市占比



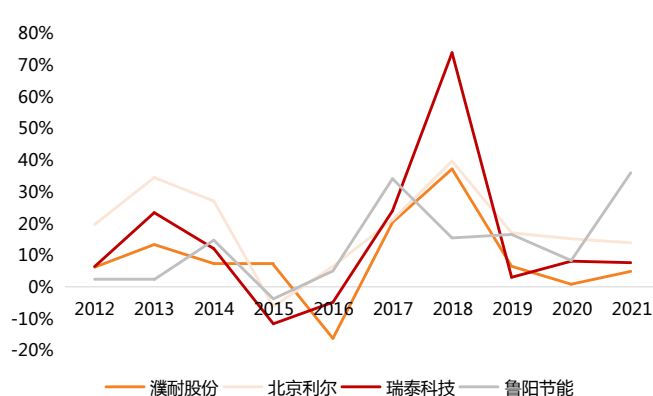
资料来源: 中国耐火材料行业协会、公司公告、西部证券研发中心

图 27：公司收入及增速（百万元）



资料来源：wind、西部证券研发中心

图 28：对比公司收入增速



资料来源：wind、西部证券研发中心

### 3.2 产业链布局，整合资源提升盈利能力

**打造全产业链，提升盈利能力。**公司自 13 年起就致力于打造耐材产品的全产业链，13 年公司完成对金宏矿业 100%以及辽宁中兴 48.94%的股权收购，初步打通了上游原材料布局，加强了成本控制能力，提升了公司的盈利能力。14/16 年期间，公司进一步理顺产业链布局，将海城市中兴等公司变为直接控制，产业链管控能力进一步加强。

截止目前，公司在辽宁、新疆、西藏分别建立或在建镁质原料供应基地，确保了公司主导产品所需优质镁砂等原料的供应，已形成“矿山开采-矿石深加工（尾矿浮选利用）-耐火原料-耐火材料制品-用后耐火材料回收及综合利用”的镁质耐材全生命周期管理模式。

18 年，公司投资氧化铝项目，进一步完善铝质耐材的全产业链布局，未来有望形成镁铝双产业链布局的耐材全生命周期管理模式。截至 2021 年，铝质耐火材料完成布局“耐火原料-耐火材料制品-用后耐火材料回收及综合利用”，上游铝土矿资源布局正在进行中。随着公司全产业链的布局的逐步深化，未来公司有望进一步优化资源配置、缩短管理流程，降低运营成本，提高盈利能力。

表 6：公司全产业链布局

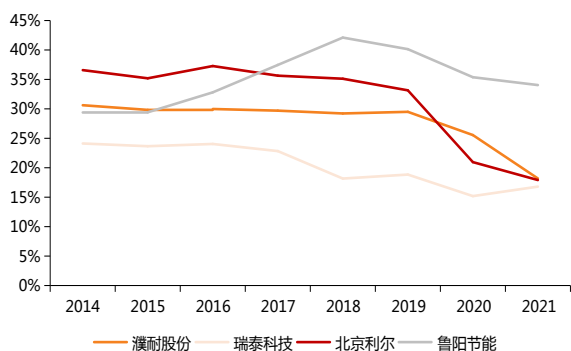
时间	项目名称	收购标的	标的的经营范围
2013	增发收购金宏矿业、中兴	辽宁金宏矿业 100%股权，辽宁中兴 48.94%股权	菱镁矿露天开采。菱镁石深加工及销售，镁石系列耐火材料经销。
2014	海城中兴合成吸收合并辽宁金宏矿业	金宏	菱镁矿露天开采。菱镁石深加工及销售，镁石系列耐火材料经销。
2016	全资子公司辽宁中兴将其持有的海城中兴合成 100%全部股权转让给公司	100%	菱镁矿露天开采；菱镁矿石销售；菱镁矿石的精深加工及销售；镁质系列合成耐火原料的技术研发、生产及销售；镁质系列不定型的技术研发、生产及销售。
2018	公司投资熔融氧化铝复合材料项目	熔融氧化铝复合材料项目	熔融氧化铝复合材料

资料来源：公司公告、天眼查，西部证券研发中心

公司通过产业链资源提升和整合，加快资金和商品的周转率，资源配置效率较高，降低了运行成本，提升了公司的盈利能力。2014 年-2021 年，公司的平均毛利率为 31.48%，在

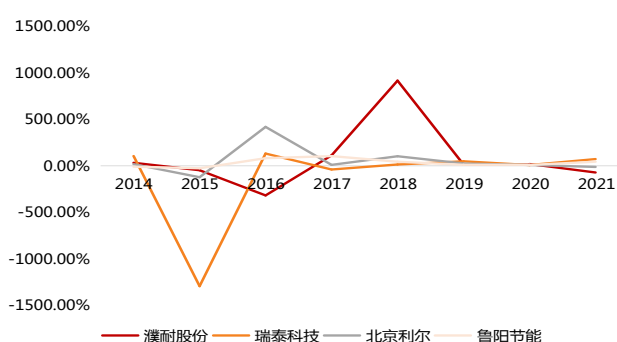
同行业内较为突出，分别比濮耐股份，瑞泰科技高出 3.66pct/ 11.02pct，同时归母净利润增速水平也较高。

图 29：对比公司毛利率



资料来源：wind、西部证券研发中心

图 30：对比公司归母净利润增速



资料来源：wind、西部证券研发中心

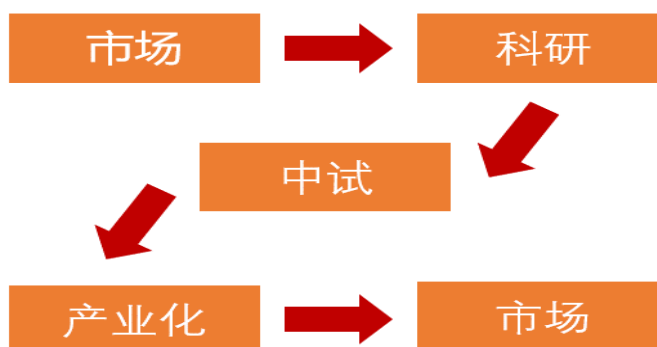
### 3.3 深耕研发创新，降本增效扩大盈利优势

**技术研发、自主创新、检测能力，构建技术护城河。**公司及子公司洛阳利尔、上海利尔、海城中兴合成、海城麦格西塔和天津瑞利鑫等均为“高新技术企业”。公司技术人员专业齐全，覆盖了多个专业领域，各学科相互交叉补充，使公司具备了新产品开发、热工与模具设计、理化检验与测试、现场技术支持等综合研发设计能力，形成“立体创新、集成创新、全员创新”的创新机制。

同时公司实行“市场-科研-中试-产业化-市场”的一体化创新模式，建立了项目组以市场为导向、以满足市场需求为目标、与生产、使用现场紧密联系的研发机制，紧密结合钢铁冶金等客户市场对新产品、新技术发展的需要。

近年来，公司每年组织实施 100 余项工艺技术、节能降耗等科研项目，截止 2021 年底，公司获得授权专利 511 项（其中发明专利 135 项），鉴定成果 50 余项，高新技术产品 70 余个，新产品 140 余种，国家级、省部级各种奖项 130 余项，主持参与标准制修订 80 余项。

图 31：公司的研发体系



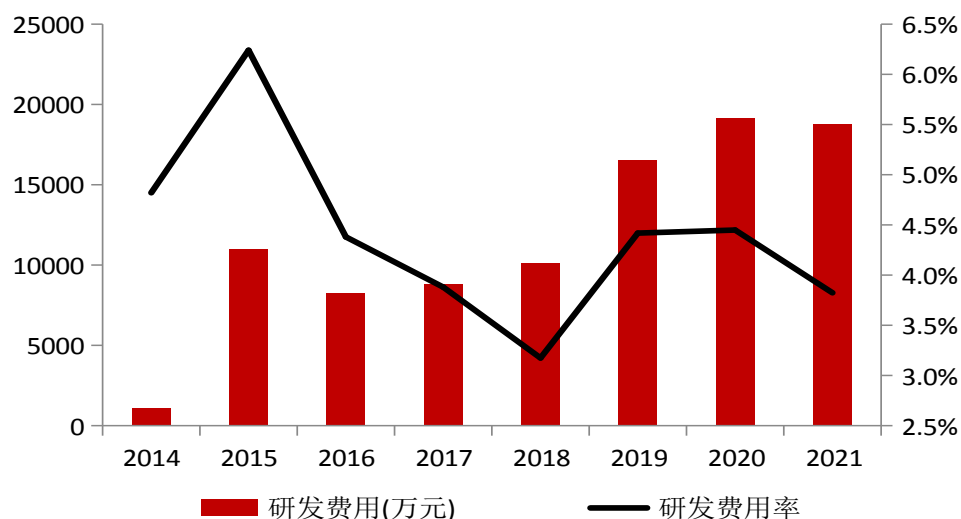
资料来源：公司公告、西部证券研发中心

研发费用投入是公司科研创新活动的基础保障，最近三年，公司保持高强度的研发投入水

平：19-21年，公司研发费用分别达到1.65亿元、1.92亿元和1.88亿元，占营业收入的比重维持高位，约3.8-4.5%，维持较高水准。

同时，公司十分重视研发人员培养，研发人员数与研发人员占比均保持稳步上升。近五年技术人员由2017年的265人上升至2021年的510人，占比也由13.07%提升至23.23%。

图 32：公司研发费用及费用率

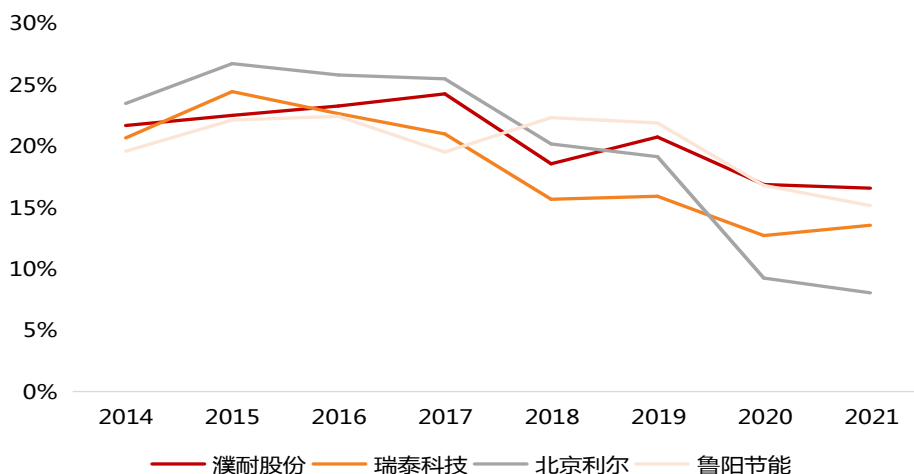


资料来源：wind、西部证券研发中心

除持续高研发投入外，近年来公司也加大信息化建设投入，建立现代化的管理系统。在完善治理结构、加强内部管控能力的基础上，进一步加强对管理团队运营能力与素质的提升工作，培养多维度企业管理能力，适应复杂多变的经营状况。

管理效率的持续提升，使公司费用进入下降通道，21年公司期间费用率为8.05%，相较15年高点的26.75%，已下降18.7pct。对标同业，21年公司期间费用率处于行业较低水平，比鲁阳节能、濮耐股份分别低7.12pct、8.54pct。拆分来看，2021年公司销售费用为0.98%，同比下降0.43pct，在可比公司中处于下游水平；管理费用率为3.11%，居于可比公司下游水平；研发费用率为3.82%，同比下降0.63pct；财务费用率为0.15%，同比上升0.17pct。

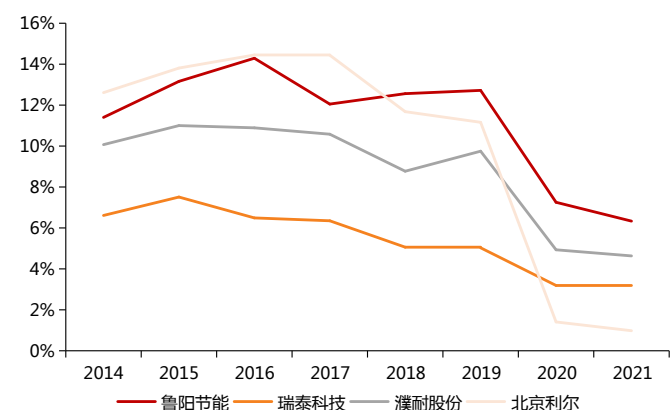
图 33：各公司期间费用率对比



资料来源：wind、西部证券研发中心

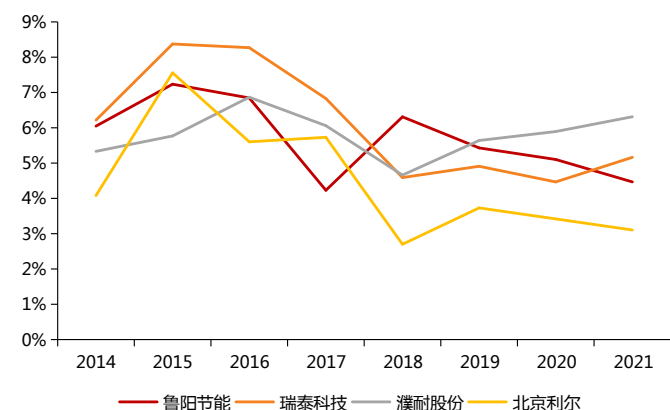


图 34：各公司销售费用率对比



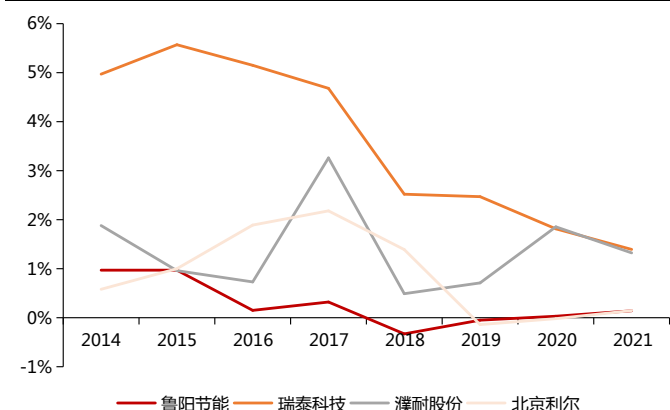
资料来源：wind、西部证券研发中心

图 35：各公司管理费用率对比



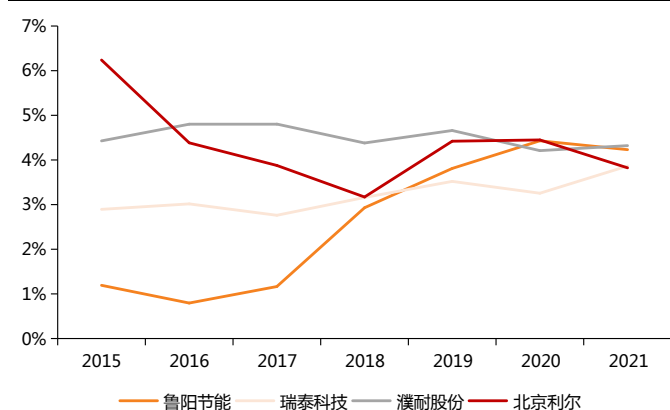
资料来源：wind、西部证券研发中心

图 36：各公司财务费用率对比



资料来源：wind、西部证券研发中心

图 37：各公司研发费用率对比



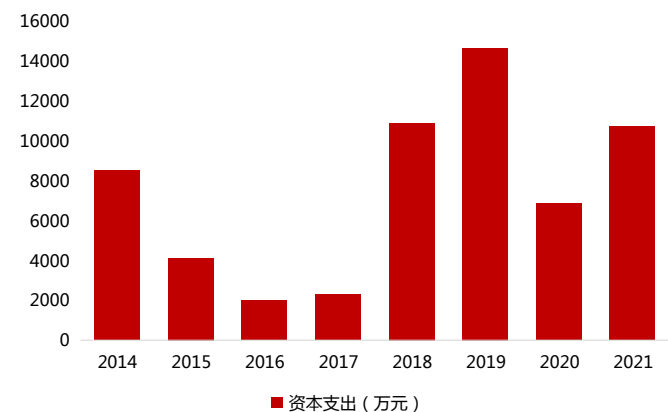
资料来源：wind、西部证券研发中心

目前，公司将定位由传统制造业转向现代化智能制造业，并加大产线改造投入和现代化产线建设，19-21年公司资本支出分别为1.47/0.69/1.07亿元。工厂现代化在降低成本、增强公司抗风险能力的同时，促进循环经济发展，综合配置利用，增加利润增长点，实现经济效益最大化，公司净利率也得到显著提升。

公司净利率由2017年的7.1%提高到2019年的11.2%，20-21年为10.56%/8.13%受到疫情和原材料影响略有下降。对标同行，公司净利率处于行业头部，近3年平均净利率分别比瑞泰科技和濮耐股份高出7.36pct，4.78pct。而从耐材行业的景气周期看，北京利尔的净利润率较行业整体也相对稳定，且处于同类公司的上游。

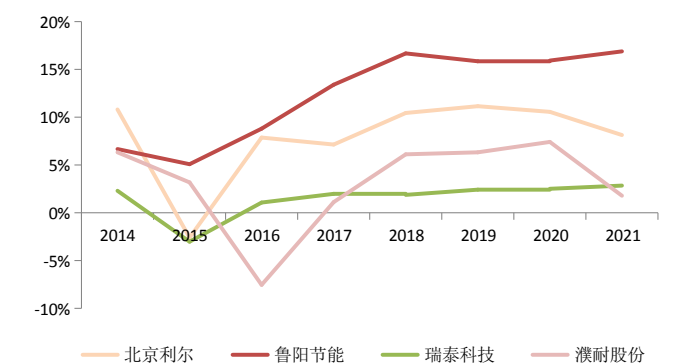
我们认为未来随着公司研发板块的持续投入，精细化的管理及产线智能化的推行，公司净利率有望进一步提升，盈利质量有望持续处于行业领先地位。

图 38: 公司的资本开支



资料来源: wind、西部证券研发中心

图 39: 可比公司的净利率



资料来源: wind、西部证券研发中心

### 3.4 发展新业务，扩张产能，支撑公司长期发展

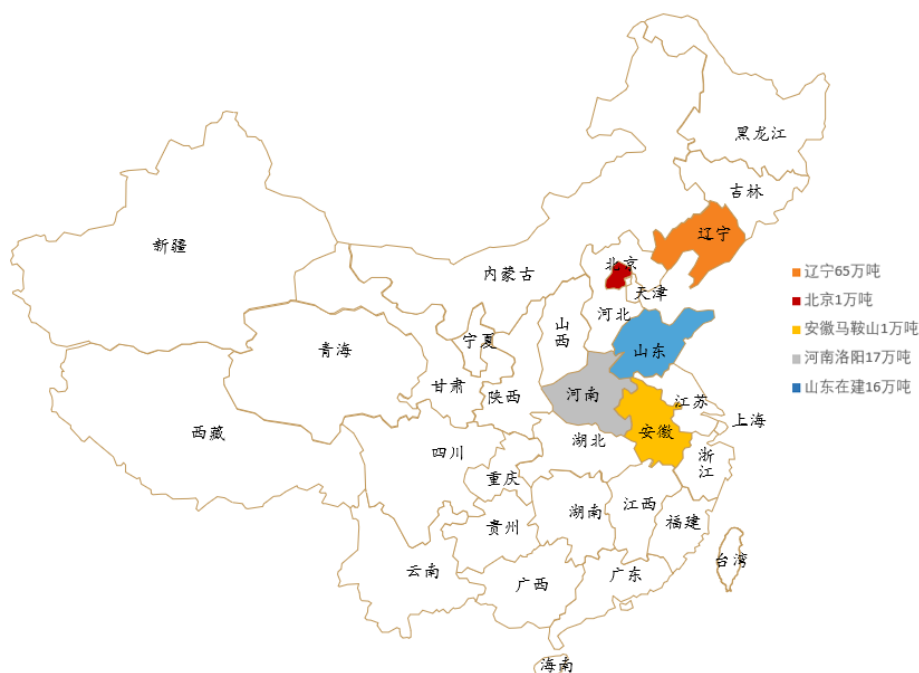
**产能投放，新业务拓展顺利。**经过多年的发展，公司针对高附加值钢材产品生产用的特种冶金炉料等产品，已掌握成熟的技术方案与生产经验。2020年公司新建钼合金冶炼项目，进一步扩建产能，并加大对该领域市场的营销力度，同时公司积极布局相关企业与新增市场，培育新的业务增长点，确保销售收入稳定增长。

根据国际钼协会(IMOA)数据显示，2021年国内钼铁总产量约20万吨，以21年平均价格13.5万元/吨计算，则市场空间可达270亿元。而随着国家政策趋严叠加，钼资源开发利用强度以及新增产能得到控制，但随着钢铁行业形势回暖，钼资源需求增加，今后几年钼产品的价格应呈上涨趋势，有望推动公司钼铁业务快速发展。

产能快速扩张，支撑三个一百目标实现。此前，公司确立长期战略，规划2025年确立三个一百目标：1、营业收入100亿；2、耐材制品产销100万吨；3、耐火原料产销100万吨。而目前公司耐火材料有效产能为65万吨/年，综合产能利用率为78.89%。21年以来公司为实现战略规划目标，在淘汰落后产能的基础上，进一步扩产增产。

2021年，公司规划及在建产能达25万吨/年，其中置换落后产能20万吨/年。21年以来，海城利尔25万吨不烧砖智能化生产线厂房基础已全部完工，16万吨/年绿色耐火材料生产线、年产30万吨环保镁质不烧耐火制品智能化生产线以及钼合金生产线正在建设中，将于21年、22年分批陆续投产，而公司辽宁海城生产基地的定型制品产线升级项目也在建设中。产能的持续扩张，有望支撑公司业绩的快速提升。

图 40：公司产能分布



资料来源：公司公告、公司官网、西部证券研发中心

表 7：公司产能

产品类型	产能 (万吨)	具体产品
不定形产品	40	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 低水泥、超低水泥、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 回转窑用钢纤维耐磨浇注料 轻质隔热浇注料，纤维喷涂料
滑板产品 (含水口)	1	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
机压不烧砖产品	25	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 RH 用无铬砖
三大件产品	1	中包上水口 长水口

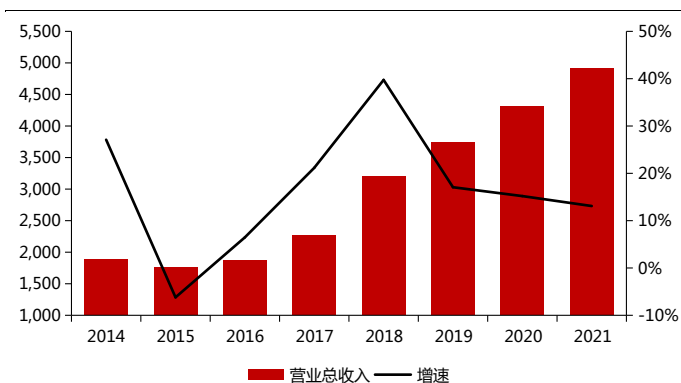
		塞棒 浸入式水口、快换水口
烧成砖	6	高铬砖、镁铬砖 镁铝尖晶石砖 铁尖晶石砖 高纯刚玉砖 铬刚玉砖 镁钙（白云石）砖
透气砖产品	1	整体式透气砖 分体式透气砖 透气砖座砖 钢包水口座砖 中包透气幕墙等
预制件产品	10	脱硫喷枪、吹氩枪、KR 搅拌头 电炉、精炼炉炉盖预制 挡渣墙、挡坝、稳流器、冲击板 钢包包壁无碳预制砖、包底预制件 加热炉用预制块、烧嘴砖

资料来源：公司公告、西部证券研发中心

## 四、资产质量全面改善，轻装上阵谋扩张

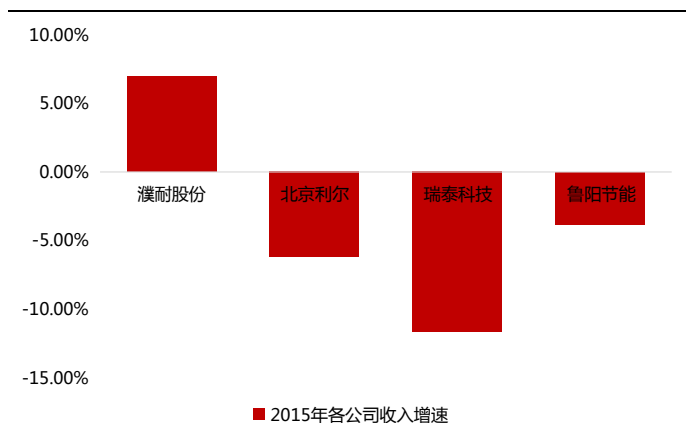
2015 年，耐火材料行业进入低迷期，产量、出口量以及价格全面下行，行业内各公司的营收增速也出现大幅下降。龙头北京利尔依靠整包模式，全产业链布局等优势，在 15 年后收入增速迅速回升，同时资产质量也得到全面改善。

图 41：收入规模及增速（百万元）



资料来源：wind、西部证券研发中心

图 42：15 年各公司收入增速

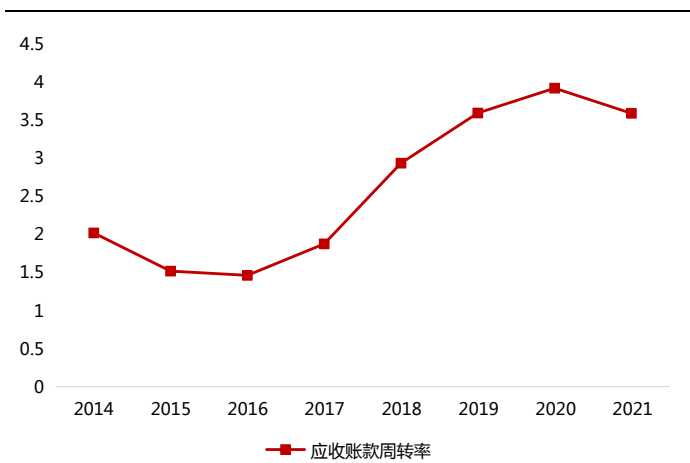


资料来源：wind、西部证券研发中心

应收账款比例稳步下降，现金流波动。2021 年公司收入较 2015 年增长 1.78 倍，应收账款+票据余额从 15 年的 16.43 亿元增加至 18.80 亿元，周转天数从 15 年的 237 天下降至 100 天。经营性现金流净额则整体呈现大幅波动的趋势，15/18 年由于原材料价格变动以致采购金额大幅增加，经营性现金流净额短期转负，19 年公司转正并大幅提升至 4.16 亿

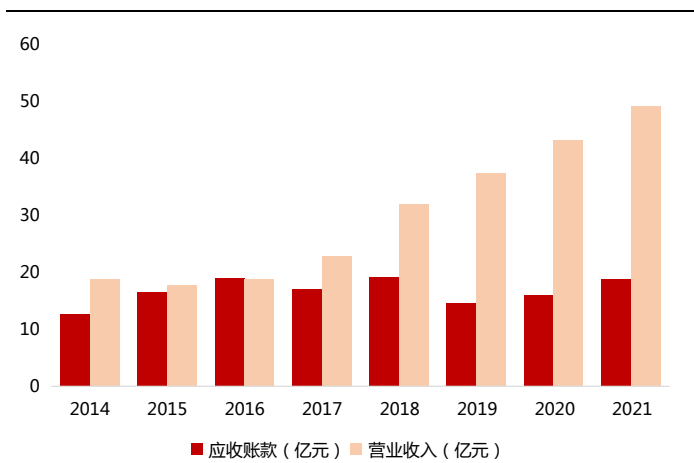
元，21年再次转负为-0.17亿元，经营性现金流净额/营业收入指标也同步波动，21年为-0.35%。

图 43：应收账款周转率



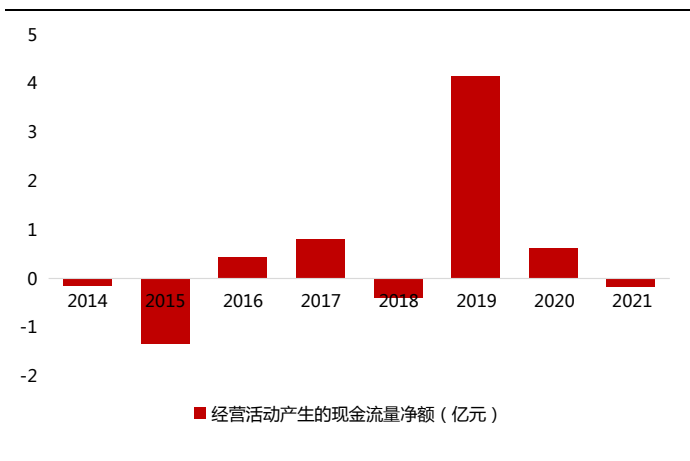
资料来源：wind、西部证券研发中心

图 44：收入规模与应收账款及票据规模



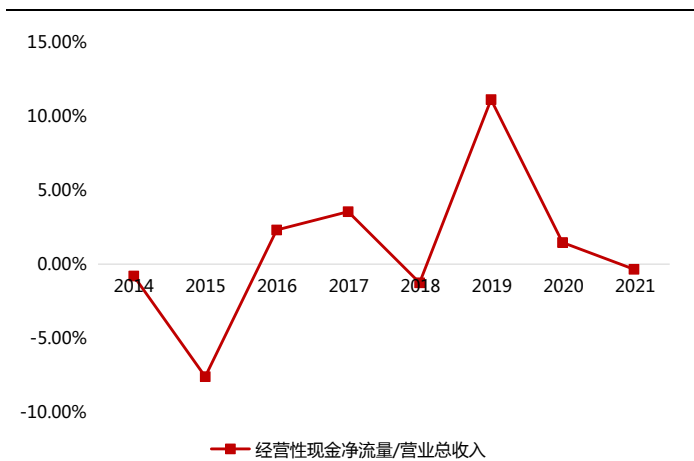
资料来源：wind、西部证券研发中心

图 45：经营性现金流



资料来源：wind、西部证券研发中心

图 46：经营性现金流净额/营业收入

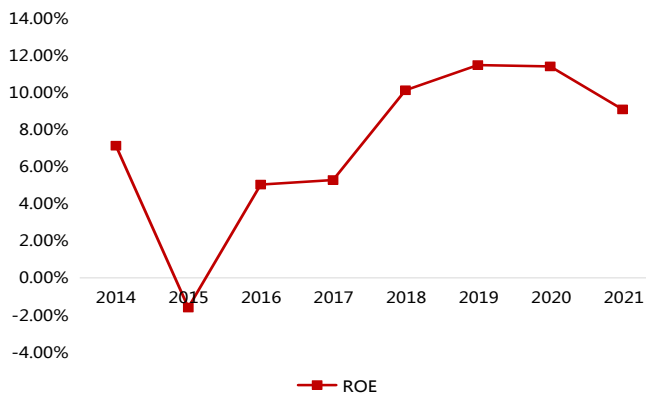


资料来源：wind、西部证券研发中心

**资产质量改善,ROE 处于上升通道。**近几年,公司的 ROE 持续提升,由于 2015 年的-1.62% 提升至 21 年的 8.61%。拆分来看,公司销售净利率受产品结构改善和降本增效影响,净利率由 15 年的-2.60%上升至 8.13%;资产负债率因经营改善,负债规模下降,从 15 年的 39%降低至 21 年的 32%;资产周转率因运营效率提升,资产周转率也从 15 年的 0.4 提升至 21 的 0.75。

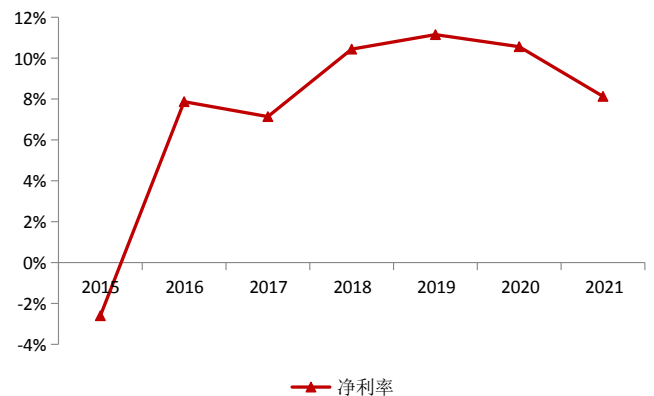
综上所述,目前公司资产质量得到全面改善,我们认为现阶段公司轻装上阵,为未来扩张提供强大动能。

图 47：公司历年 ROE 水平



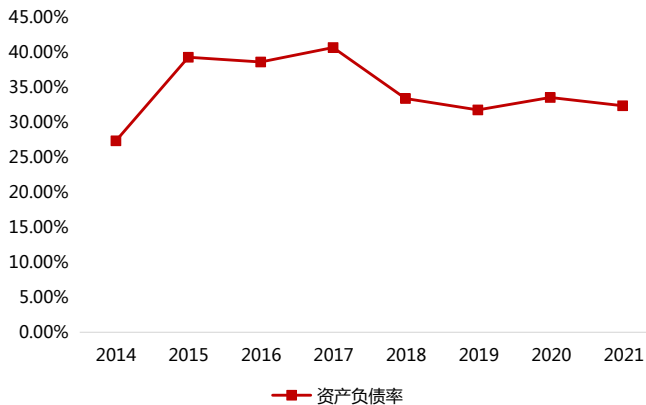
资料来源：wind、西部证券研发中心

图 48：销售净利率



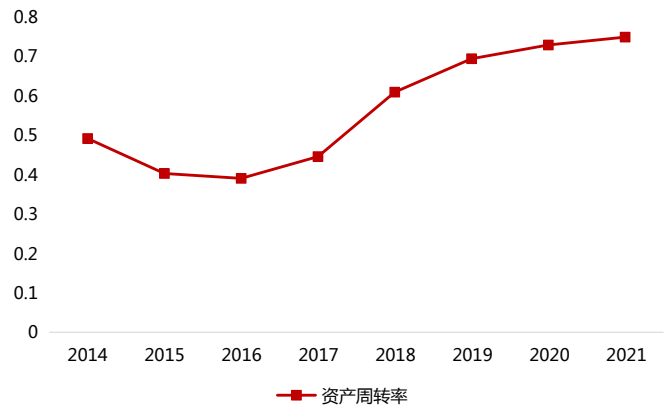
资料来源：wind、西部证券研发中心

图 49：资产负债率



资料来源：wind、西部证券研发中心

图 50：资产周转率



资料来源：wind、西部证券研发中心

## 五、盈利预测及投资建议

### 5.1 关键假设及盈利预测

**1) 耐火材料整体承包：**北京利尔首创的“整体承包”模式已在国内钢铁行业具有极高的渗透率，公司在耐材业务中“整体承包”模式收入的占比已达 80%以上。北京利尔坚持并不断优化的“整体承包”模式对企业提供综合配套服务能力有着很高的要求，提高了耐火材料行业的竞争门槛，同时该模式具有较强的排他性，有利于提高客户粘性，而随着下游钢铁行业在稳增长预期下，稳步增长，支撑公司业务保持稳定。预计 2022-2024 耐火材料业务营收分别为 37.24/39.67/41.45 亿元，同比增长 4.0%/6.5%/4.5%。

**2) 其他直销：**北京利尔布局形成镁质耐火材料“矿山开采-矿石深加工（尾矿浮选利用）-耐火原料-耐火材料制品-用后耐火材料回收及综合利用”的耐材全生命周期管理模式。公司已在辽宁省完成布局镁质耐火材料的全产业链，拥有菱镁矿矿山、镁质耐火原料及制品的生产基地，在河南省布局铝硅质耐火原料与制品的生产基地，上游铝土矿资源布局也正在进行中。预计 2022-2024 其他直销业务营收分别为 19.30/25.08/31.36 亿元，同比增长 45%/30%/25%。

**3) 成本和三费率：**公司毛利率长期处行业靠前水平，在市场下行期更具盈利保障，公司通过产业链资源提升和整合，加快资金和商品的周转率，资源配置效率较高，降低了运行成本，提升了公司的盈利能力。此外，公司深耕研发创新，不断提升管理效率，使公司费用进入下降通道，公司期间费用率处于行业较低水平。预计 2022-2024 毛利率为 18.2%、18.2%、18.2%。

综上，我们预计公司 2022-2024 年公司实现营业收入 56.54/64.76/72.81 亿元，同比增长 15.1%、14.5%、12.4%；实现归母净利润 4.61/5.36/6.17 亿元，同比增长 15.9%、16.3%、15.2%。

表 8：公司 2021-2023 年盈利预测（单位：万元）

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>耐材业务</b>					
收入	354,136.39	358,001.10	372,428.54	396,748.13	414,502.61
yoy	10.0%	1.1%	4.0%	6.5%	4.5%
成本	262,100.63	272,748.33	278,204.12	290,419.63	295,540.36
毛利率	25.99%	23.81%	25.30%	26.80%	28.70%
销量（万吨）	8.2%	2.1%	3.0%	6.0%	5.0%
yoy	5,512.83	5,456.97	5,511.54	5,539.10	5,511.40
吨均价	1.7%	-1.0%	1.0%	0.5%	-0.5%
yoy	8.2%	2.1%	3.0%	6.0%	5.0%
<b>其他主营业务</b>					
营业收入	76,946.26	133,073.88	192,957.13	250,844.26	313,555.33
YOY	47.2%	72.9%	45.0%	30.0%	25.0%
成本	75,728.75	127,558.61	184,274.06	239,556.27	299,445.34
毛利率	1.6%	4.1%	4.5%	4.5%	4.5%

资料来源：wind、西部证券研发中心

## 5.2 绝对估值

FCFF 估值的基本假设：

- 1、长期增长率：假设永续增长率为 1.7%，永续增长前过渡期为 6 年，增长率为 10.0%。
- 2、加权平均资本 WACC 为 4.20%。
- 3、根据 FCFF 估值法得到公司目标价为 4.46 元。

表 9：FCFF 估值法核心指标

永续增长率 g	1.7%	加权平均资本成本 WACC	4.2%
企业价值（百万）	3649.13	债务资本成本 Kd	5.28%
加：非核心资产（百万）	1716.95	债务资本比重 Wd	0.99%
减：付息债务（百万）	50.44	贝塔值（β）	0.3
减：少数股东权益（百万）	11.33	无风险利率 Rf	3.00%
股权价值（百万）	5304.31	市场的预期收益率 Rm	7.00%
总股本（百万）	1190.49	股权资本成本 Ke	4.20%

每股价值(元) 4.46 有效税率 Tx 12.00%

资料来源: Wind、西部证券研发中心

表 10: 敏感性分析 (元)

永续增长率 g	1.06%	1.16%	1.28%	1.40%	1.55%	1.70%	1.87%	2.06%	2.26%	2.49%	2.74%	
WACC	2.61%	5.88	6.13	6.45	6.87	7.45	8.29	9.63	12.05	17.71	46.08	/
	2.87%	5.36	5.54	5.76	6.05	6.43	6.95	7.71	8.91	11.09	16.19	41.71
	3.16%	4.94	5.07	5.23	5.43	5.69	6.03	6.50	7.18	8.26	10.22	14.80
	3.47%	4.59	4.68	4.80	4.94	5.13	5.36	5.66	6.08	6.70	7.67	9.43
	3.82%	4.29	4.37	4.45	4.56	4.69	4.85	5.06	5.33	5.71	6.26	7.13
	4.20%	4.05	4.10	4.17	4.25	4.34	4.46	4.60	4.79	5.03	5.37	5.86
	4.62%	3.84	3.88	3.93	3.99	4.06	4.14	4.24	4.37	4.54	4.76	5.06
	5.09%	3.66	3.69	3.73	3.77	3.82	3.89	3.96	4.05	4.17	4.32	4.51
	5.60%	3.50	3.53	3.56	3.59	3.63	3.67	3.73	3.80	3.88	3.98	4.11
	6.16%	3.37	3.39	3.41	3.43	3.46	3.50	3.54	3.59	3.65	3.72	3.81
	6.77%	3.25	3.26	3.28	3.30	3.32	3.35	3.38	3.42	3.46	3.51	3.58

资料来源: Wind、西部证券研发中心

### 5.3 相对估值

我们选取鲁阳节能, 瑞泰科技和濮耐股份作为可比公司, 根据 Wind 一致预测结果, 2022 年行业平均 PE 为 25.85 倍, 我们认为公司依托强大的技术创新能力, 整体承包优质商业模式、完善的全产业链布局, 业绩有望实现稳步增长, 保守给予公司 2022 年 11.5 倍 PE。公司 2022-2024 年预计实现归母净利润 4.61/5.36/6.17 亿元, 对应 EPS 0.39/0.45/0.52, 对应目标股价 4.49 元。

表 11: 可比公司估值对比

代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE (倍)			PB (MRQ)	ROE (%)
				21A	22E	23E	21A	22E	23E		
002088.SZ	鲁阳节能	20.08	101.67	5.34	6.54	7.96	19.04	15.55	12.77	3.69	21.32
002066.SZ	瑞泰科技	12.71	29.36	0.18	0.61	0.77	163.11	48.13	38.13	5.28	9.39
002225.SZ	濮耐股份	3.91	39.50	0.75	2.85	3.65	52.67	13.86	10.82	1.29	2.79
	平均值							25.85			
600585.SH	北京利尔	3.54	42.14	4.61	5.36	6.17	9.14	7.86	6.82	0.90	9.11

资料来源: wind、西部证券研发中心

注: 收盘价截止 2022 年 5 月 30 日

### 5.4 投资建议

耐火材料行业集中度低, 公司作为行业龙头市占率提升可期。同时, 公司依托强大的技术创新能力, 整体承包优质商业模式、完善的全产业链布局, 使公司历年收入增速, 盈利能力在行业中领先。

我们预计公司 2022-2024 年预计实现归母净利润 4.61/5.36/6.17 亿元, 对应 EPS 0.39/0.45/0.52。给予公司 2022 年目标 PE 11.5 倍, 对应目标价 4.49 元/股。首次覆盖, 给予“买入”评级。



## 六、风险提示

### (1) 业务集中风险

公司的产品主要应用于钢铁行业，因此钢铁行业的景气度对公司的经营业绩产生重大影响，一方面影响公司业务增长与盈利能力，另一方面也影响公司应收账款的回收速度。如果钢铁行业景气度持续下行，其对公司经营的负面影响将会显现，存在由于收入和毛利率下降而导致公司业绩出现下滑的风险。

### (2) 应收账款坏账风险

虽然最近三年的应收账款的账龄主要集中在一年以内，且对应客户主要为国内大中型钢铁企业，不能回收的风险较小，但由于应收账款金额较大，占用公司较多营运资金，如果发生大额坏账，将会对公司的经营业绩产生较大影响。

### (3) 疫情反复

疫情反复以及各地防控政策趋严将对公司正常经营活动带来不可控的影响，对公司的生产、供应链、运输、各项成本等造成不利影响。对此公司将积极应对，充分做好应急预案，提高抵御风险能力。

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	408	478	1,149	1,600	1,643	营业收入	4,311	4,911	5,654	6,476	7,281
应收款项	2,119	2,338	2,549	2,997	3,331	营业成本	3,378	4,003	4,625	5,297	5,955
存货净额	901	1,187	1,295	1,059	1,548	营业税金及附加	37	34	40	45	51
其他流动资产	1,164	1,020	964	992	992	销售费用	61	48	54	58	62
<b>流动资产合计</b>	<b>4,591</b>	<b>5,023</b>	<b>5,957</b>	<b>6,648</b>	<b>7,514</b>	管理费用	339	340	396	447	495
固定资产及在建工程	819	958	1,029	1,079	1,132	财务费用	(1)	7	57	63	64
长期股权投资	85	85	85	85	85	其他费用/(-收入)	(26)	32	(51)	(55)	(59)
无形资产	449	491	497	511	528	<b>营业利润</b>	<b>522</b>	<b>446</b>	<b>534</b>	<b>620</b>	<b>713</b>
其他非流动资产	255	271	248	252	261	营业外净收支	(4)	(8)	(9)	(9)	(9)
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,609</b>	<b>1,806</b>	<b>1,858</b>	<b>1,928</b>	<b>2,006</b>	<b>利润总额</b>	<b>518</b>	<b>437</b>	<b>526</b>	<b>612</b>	<b>704</b>
<b>资产总计</b>	<b>6,200</b>	<b>6,829</b>	<b>7,815</b>	<b>8,576</b>	<b>9,520</b>	所得税费用	63	38	63	73	85
短期借款	0	0	0	0	0	<b>净利润</b>	<b>455</b>	<b>399</b>	<b>463</b>	<b>538</b>	<b>620</b>
应付款项	1,863	2,060	2,632	2,847	3,174	少数股东损益	2	2	2	2	2
其他流动负债	74	80	66	73	73	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>453</b>	<b>398</b>	<b>461</b>	<b>536</b>	<b>617</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1,936</b>	<b>2,140</b>	<b>2,698</b>	<b>2,920</b>	<b>3,247</b>						
长期借款及应付债券	100	0	0	0	0	<b>财务指标</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
其他长期负债	35	61	41	46	49	<b>盈利能力</b>					
<b>长期负债合计</b>	<b>135</b>	<b>61</b>	<b>41</b>	<b>46</b>	<b>49</b>	ROE	11.4%	9.1%	9.5%	10.1%	10.5%
<b>负债合计</b>	<b>2,071</b>	<b>2,201</b>	<b>2,739</b>	<b>2,966</b>	<b>3,297</b>	毛利率	21.6%	18.5%	18.2%	18.2%	18.2%
股本	1,190	1,190	1,190	1,190	1,190	营业利润率	12.1%	9.1%	9.5%	9.6%	9.8%
股东权益	4,129	4,627	5,076	5,610	6,223	销售净利率	10.6%	8.1%	8.2%	8.3%	8.5%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6,200</b>	<b>6,829</b>	<b>7,815</b>	<b>8,576</b>	<b>9,520</b>	<b>成长能力</b>					
						营业收入增长率	15.2%	13.9%	15.1%	14.5%	12.4%
						营业利润增长率	2.3%	-14.6%	19.9%	16.0%	14.9%
						归母净利润增长率	9.0%	-12.2%	15.9%	16.3%	15.2%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	33.4%	32.2%	35.1%	34.6%	34.6%
						流动比	2.37	2.21	2.21	2.28	2.31
						速动比	1.91	1.79	1.73	1.91	1.84
						<b>每股指标与估值</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
						<b>每股指标</b>					
						EPS	0.38	0.33	0.39	0.45	0.52
						BVPS	3.46	3.88	4.25	4.70	5.21
						<b>估值</b>					
						P/E	9.3	10.6	9.1	7.9	6.8
						P/B	1.0	0.9	0.8	0.8	0.7
						P/S	1.0	0.9	0.7	0.7	0.6

数据来源: 公司财务报表, 西部证券研发中心

## 西部证券—公司投资评级说明

买入：公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20% 以上  
增持：公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 到 20% 之间  
中性：公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差 -5% 到 5%  
卖出：公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

## 联系我们

**联系地址：**上海市浦东新区耀体路 276 号 12 层  
北京市西城区月坛南街 59 号新华大厦 303  
深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

**联系电话：**021-38584209

## 免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议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，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，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。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

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“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。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。

本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：91610000719782242D。