



中信证券研究部



孙明新  
首席建材分析师  
S1010519090001

核心观点

**北京利尔是耐火材料行业龙头，具备矿山-耐材原料-耐材制品-用后耐材回收的全产业链优势，成本控制优异，利润率水平行业领先。在行业集中度提升趋势下，耐材业务具备成长性，铝合金业务贡献新的增长点。公司财务指标优异，目标至 2025 年实现 100 亿元收入，折年化收入同增 17.8%，2020 年 PE 仅 14 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。**

**耐火材料行业：千亿市场容量，集中度提升。**耐火材料是耐火度在 1580°C 以上的无机非金属材料，下游主要为钢铁、有色、建材、石化等行业，大部分为生产过程中耗材，在客户成本中占比仅 2% 左右，但会影响客户的产品质量及生产过程安全性。2019 年我国规模以上耐材企业收入 2069 亿元，CR3 不足 6%，较工信部提出的 2020 年行业 CR10 达到 45% 目标还有较大差距；对标海外，国际龙头奥镁全球市占率高达 15%。随着钢铁行业集中度提升、整包模式推广及环保税收政策趋严，预计耐火材料行业将迎来集中度加速提升期。

**公司竞争优势：打通耐材产业链，成本控制能力出色。**公司为耐材行业龙头，下游客户以钢厂为主，实现了从耐火材料提供商向钢厂综合服务商的转变，具备技术、管理、客户资源优势，打通矿山开采-矿石深加工-耐材原料-耐材制品-用后耐材回收全产业链，成本控制能力强，利润率水平及人均产出均高于同行业竞争者，且现金流优异，公司近年来完成了管理层新老交替、新旧产能置换及减值计提等工作。截至 2020 年 H1，公司在手现金（含理财）超过 11 亿元，负债率仅为 32.02%，其中负债以应付账款与票据为主。

**未来看点：市占率提升，产品结构优化，铝合金业务带来新的增长点，原材料板块处于有望触底回升。**1) 公司下游客户以大型钢厂为主，且具备资金和成本优势，随着钢铁行业集中度提升，市占率具备较大提升空间，2) 特钢、不锈钢领域吨钢耐材使用金额更高，预计未来我国高端钢铁占比提升，公司具备不锈钢特钢用耐材供应能力，产品结构有望优化。3) 公司利用下游客户优势布局合金业务，年产 2 万吨铝合金项目 2020 年 6 月投产，上一道工序氧化钼项目有望年底投产，预计对应 20 亿收入，贡献 53.5% 的营收增速；若净利率能达到 10%，则能贡献 47.6% 的净利润增速。4) 当前耐材原料价格低，大量耐火原料企业处于亏损或微利的状态，未来原料价格有望触底回升，增厚公司原料板块利润。

**风险因素：原材料价格大幅波动风险，钢铁产量下滑风险，新业务拓展不达预期风险。**

**投资建议：公司目标在 2025 年实现三个“一百”：（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，对应 2019-2025 年收入复合增速 17.8%。预计公司 2020-2022 年净利润 4.91/6.28/7.98 亿元，给予 2021 年 15 倍 PE，目标价 7.91 元，首次覆盖，给予“买入”评级。**

北京利尔	002392
评级	买入（首次）
当前价	5.73 元
目标价	7.91 元
总股本	1,190 百万股
流通股本	832 百万股
52 周最高/最低价	5.73/3.29 元
近 1 月绝对涨幅	7.91%
近 6 月绝对涨幅	15.64%
近 12 月绝对涨幅	20.10%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,196.92	3,742.41	4,712.51	5,702.14	6,785.54
营业收入增长率	40.39%	17.06%	25.92%	21.00%	19.00%
净利润(百万元)	333.08	415.90	490.56	628.20	798.48
净利润增长率	105.33%	24.87%	17.95%	28.06%	27.11%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.28	0.35	0.41	0.53	0.67
毛利率%	35.12%	33.15%	27.68%	27.72%	27.81%
净资产收益率 ROE%	9.68%	10.93%	11.53%	13.00%	14.35%
每股净资产(元)	2.89	3.20	3.57	4.06	4.68
PE	20.46	16.37	13.91	10.86	8.54
PB	1.98	1.79	1.60	1.41	1.23

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 9 月 16 日收盘价

## 目录

<b>耐火材料行业：千亿市场容量，集中度提升</b> .....	1
材料特点：无机非金属材料，在下游客户中成本占比低但重要 .....	1
市场容量：高温作业中耗材，2019 年规模以上企业营收超过 2000 亿元 .....	3
竞争格局：行业集中度低，但处于快速提升期.....	4
<b>公司竞争优势：打通耐材产业链，成本控制能力出色</b> .....	16
技术优势.....	20
下游客户优势 .....	23
全产业链布局优势 .....	25
<b>未来看点：市占率提升，产品结构优化，合金业务带来新的增长点，原料板块有望触底回升</b> .....	27
特钢、不锈钢占比提升带动高附加值耐材需求扩大 .....	27
铝合金业务将增厚利润.....	28
若矿山整治趋严，原材料业务利润率有望提高.....	33
<b>风险提示</b> .....	35
<b>盈利预测与投资评级</b> .....	35

## 插图目录

图 1：耐火材料在冶金行业的应用占 73%.....	1
图 2：将耐火砖砌筑在窑炉内衬以降低热传导 .....	3
图 3：钢铁企业的吨钢成本在 3700 元左右 .....	3
图 4：耐材产量增速与粗钢产量增速高度相关 .....	4
图 5：耐材行业经历了 2013-2017 的去产能阶段.....	4
图 6：耐材行业产量 2018 年止跌回升 .....	4
图 7：2019 年全耐材行业规上企业的营收规模为 2069.2 亿元.....	4
图 8：耐材行业竞争格局：头部三大家身位领先，小企业众多 .....	5
图 9：耐材行业小企业众多 .....	5
图 10：三大上市公司按营收算市占率之和仅为 5.7% .....	5
图 11：中国钢铁行业集中度较国外有较大差距 .....	5
图 12：上市公司产量增速普遍高于行业产量增速.....	6
图 13：行业生产集中度持续提升 .....	6
图 14：美国钢铁行业在 2001 年利润率跌至谷底.....	7
图 15：并购额随企业经营恶化而增加，并在 2003 年达到峰值.....	7
图 16：2015 年钢铁企业经营状况恶化至谷底 .....	7
图 17：2015 年后，并购重组和去产能的整合潮下集中度止跌企稳 .....	7
图 18：近年钢企向沿海产业集聚区转移情况 .....	9
图 19：整包模式相对于直销模式的优势分析 .....	10
图 20：耐材制品企业应收账款回收期在 3 个月以上.....	13
图 21：三大上市公司均与头部钢企深度合作，前五大客户销售额占比在 30%以上 .....	14
图 22：奥镁集团占全球市场的 15%，占中国以外市场的 30%.....	16
图 23：维苏威的全球布局.....	16
图 24：奥镁集团营收情况.....	16
图 25：维苏威营收情况 .....	16
图 26：通过市占率提升熨平营收周期.....	17
图 27：还原减值损失后营业利润增长稳健 .....	17
图 28：提价控本，吨毛利持续提升 .....	17
图 29：利尔与濮耐吨耐材效益对比 .....	17
图 30：北京利尔单位员工创收较濮耐更高 .....	17
图 31：北京利尔单位生产人员创收较濮耐更高 .....	17
图 32：北京利尔综合毛利率高于濮耐.....	18
图 33：除 2015 年外，北京利尔扣非净利率高于濮耐 .....	18
图 34：北京利尔不定形耐火材料毛利率高于濮耐.....	18
图 35：北京利尔定型耐火材料毛利率高于濮耐 .....	18
图 36：北京利尔功能性耐火材料毛利率高于濮耐.....	18
图 37：北京利尔的其他业务毛利率低于濮耐.....	18
图 38：北京利尔扣非 ROA 水平在三家上市公司中最高 .....	19
图 39：2019 年北京利尔扣非 ROE 为 10.6%，且负债率低于濮耐 .....	19
图 40：北京利尔负债率较低 .....	19
图 41：利尔的货币资金存量水平显著高于濮耐 .....	19
图 42：公司单位销售人员的销售费用低于同行 .....	19

图 43: 公司单位行政人员的管理费用多年保持稳定 .....	19
图 44: 北京利尔股权结构图 .....	21
图 45: 北京利尔研发费用率为 4.4% .....	22
图 46: 北京利尔技术创新实力强大 .....	22
图 47: 近两年公司为产线更新和置换增加资本开支 .....	23
图 48: 耐材协会领导参观伊川基地全自动化智能车间 .....	23
图 49: 北京利尔整包模式收入占比达到 80%以上 .....	23
图 50: 北京利尔应收账款周转天数近年来持续下降 .....	24
图 51: 北京利尔存货周转天数好于濮耐 .....	24
图 52: 2017 年下半年和 2018 年上半年, 镁砂价格由于矿山整治居于高位 .....	24
图 53: 2017 年来公司耐材产品(制品+原料)平均售价持续提高 .....	25
图 54: 公司耐材制品毛利率相对稳定 .....	25
图 55: 菱镁矿集中分布在辽宁 .....	25
图 56: 铝土矿集中分布在山西、河南、贵州 .....	25
图 57: 北京利尔对耐火材料的全产业链进行了布局 .....	27
图 58: 2019 年不锈钢粗钢产量增速高于全国粗钢产量增速 .....	28
图 59: 重点优特钢企业粗钢产量年均增速在 7%左右 .....	28
图 60: 2018 年起进口特钢金额和数量降低 .....	28
图 61: 进出口特钢之间的均价差距在缩小 .....	28
图 62: 公司由耐材提供商向钢厂综合服务商转变 .....	29
图 63: 钼产品由初级到高级的产品线 .....	29
图 64: 钼铁价格目前低于 10 万元的历史均值 .....	30
图 65: 2018 年起进口特钢金额和数量降低 .....	31
图 66: 进出口特钢之间的均价差距在缩小 .....	31
图 67: 钼铁合金生产流程及所对应的利尔产线基本信息 .....	32
图 68: 钼合金行业的应收账款周期显著优于耐材行业 .....	33
图 69: 利尔其他业务毛利率较低 .....	35
图 70: 中兴镁质合成材料子公司经营情况 .....	35
图 71: 2020H1 利尔营收增速 27.09% .....	36
图 72: 2020H1 利尔扣非净利润增速 14.25% .....	36
图 73: 利尔营收结构较为均衡 .....	36
图 74: 近年不定形耐材占比减少, 定型耐材和其他业务占比增加 .....	36
图 75: 北京利尔营业成本结构中, 原材料是主要成本 .....	36
图 76: 北京利尔 2019 年淘汰了 15 万吨落后产能 .....	36
图 77: 北京利尔利润率情况 .....	37
图 78: 2019 年其他业务毛利率下降拉低了综合毛利率 .....	37
图 79: 2020 年 1-8 月粗钢累计产量同比增加 3.7% .....	37
图 80: 粗钢产量单月同比增速恢复较好 .....	37
图 81: 地产新开工持续修复 .....	38
图 82: 财政政策对下半年基建投资形成支撑 .....	38

## 表格目录

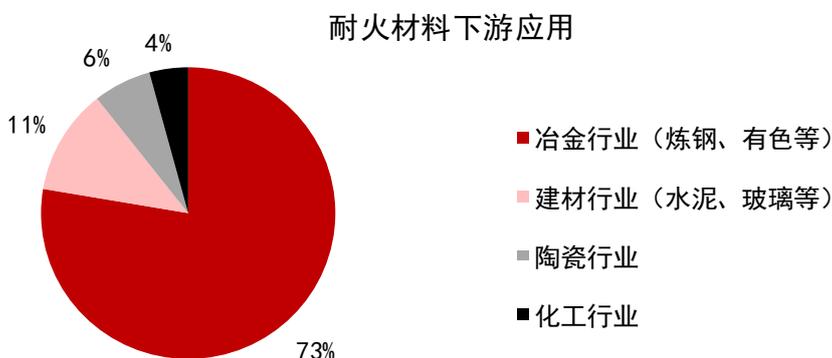
表 1：耐火材料按不同标准的分类 .....	1
表 2：按原材料分的耐火材料种类明细 .....	2
表 3：以宝钢为例，不同炼钢环节涉及的耐火材料种类不同 .....	2
表 4：钢铁工业用耐火材料市场中，北京利尔份额估算 .....	6
表 5：政府最新化解过剩产能政策指导下继续强调了对钢企兼并重组的引导 .....	7
表 6：2019 年钢铁行业并购、重组、合作、市场化事件 .....	7
表 7：环保政策推进钢铁退城入园、沿海搬迁 .....	8
表 8：耐材品类和砌筑工艺与钢铁生产工艺的不匹配，会影响耐材使用寿命 .....	10
表 9：在炼钢的不同环节，耐材的种类和用量都因客户、因生产工艺而异 .....	11
表 10：以钢企为例，整包模式对投标耐材企业的资质要求明显提高 .....	13
表 11：近年与耐材行业相关的环保政策、标准规范政策、鼓励政策 .....	15
表 12：2000 年公司成立时出资 5%及以上股东基本为洛耐院出身，并于公司担任要职 .....	20
表 13：公司高管较为年轻，董事会中有多名耐材专业技术人才 .....	21
表 14：北京利尔客户多为实力较强的国企、央企和头部民企 .....	24
表 15：利尔与濮耐的菱镁矿资源对比：利尔矿产资源更加优质 .....	27
表 16：《钼行业准入条件（2012 年本）》（已于 2019 年废除）中部分针对钼炉料的要求条 例 .....	30
表 17：近三年钼铁产量前十企业 .....	31
表 18：北京利尔钼合金业务对业绩贡献测算 .....	32
表 19：《日照市钢铁及配套产业提升计划实施方案（2017—2021 年）》部分要点 .....	33
表 20：近年辽宁省有关矿山资源整治的政策 .....	34

## ■ 耐火材料行业：千亿市场容量，集中度提升

### 材料特点：无机非金属材料，在下游客户中成本占比低但重要

**耐火材料基本概念。**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，是钢铁、有色、石化、建材、机械、电力、环保乃至国防等涉及高温工业的重要基础材料和不可或缺的重要支撑材料，在现代工业体系中具有重要地位。耐火材料在冶金领域（钢铁、有色）的应用占到 70%-80%，其中以钢铁为主。

图 1：耐火材料在冶金行业的应用占 73%



资料来源：前瞻经济学人，中信证券研究部

**耐火材料种类繁多，耐材企业为下游客户综合服务商，提供定制化解决方案。**按照制造工艺和外观，可以分为定型耐火材料和不定型耐火材料等，按照耐火度，可以分为普通耐火材料、高级耐火材料、特级耐火材料等，按照化学特性，主要分为酸性耐火材料（硅砖和粘土砖）、中性耐火材料（高铝质制品为代表）以及碱性耐火材料（镁质制品为代表，氧化镁含量在 80-85%以上）。耐火材料的多品类源自于不同应用领域及生产环节对其提出的要求不同，以钢铁为例，在不同的炼铁炼钢环节，所涉及到的耐火材料种类不同，因此耐材供应商要根据下游客户的生产环境提供定制化的产品和服务。

表 1：耐火材料按不同标准的分类

分类标准	产品类别
化学矿物组成	镁质耐火材料、高铝质耐火材料、铝硅质耐火材料、白云石质耐火材料、铬质耐火材料、碳质耐火材料等
化学特性	碱质耐火材料（镁质制品为代表，氧化镁含量在 80-85%以上）、酸性耐火材料（硅砖和粘土砖）、中性耐火材料（高铝质制品为代表）
制造工艺和外观	定型耐火材料（耐火砖）、不定形耐火材料（散状料）等
耐火度	普通耐火材料、高级耐火材料、特级耐火材料等
形状和尺寸	标型制品、普型制品、异型制品、特异性制品等
应用行业	钢铁行业用、有色金属行业用、石化行业用、水泥行业用、陶瓷行业用、电力行业用、特种行业用耐火材料等
体积密度	轻质耐火材料、重质耐火材料等

资料来源：中镁控股公开转让说明书，中信证券研究部

表 2：按原材料分的耐火材料种类明细

分类	类别	主要化学成分	主要矿物成分
铝硅质制品 (最主要的耐材种类之一)	半硅砖	SiO <sub>2</sub> 、Al <sub>2</sub> O <sub>3</sub>	莫来石、方石英
	粘土砖	SiO <sub>2</sub> 、Al <sub>2</sub> O <sub>3</sub>	莫来石、方石英
	高铝砖	SiO <sub>2</sub> 、Al <sub>2</sub> O <sub>3</sub>	莫来石、刚玉
镁质制品 (最主要的耐材种类之一)	镁砖	MgO	方镁石
	镁铝砖	MgO、Al <sub>2</sub> O <sub>3</sub>	方镁石、镁铝尖晶石
	镁铬砖	MgO、Cr <sub>2</sub> O <sub>3</sub>	方镁石、铝尖晶石
	镁橄榄石砖	MgO、SiO <sub>2</sub>	镁橄榄石、方镁石
	镁硅砖	MgO、SiO <sub>2</sub>	方镁石、镁橄榄石
	镁钙砖	MgO、CaO	方镁石、硅酸二钙
	镁白云石砖	MgO、CaO	方镁石、氧化钙
	镁碳砖	Mg、C	方镁石、石墨
	白云石制品	白云石砖	MgO、CaO
铬质制品	铬砖	Cr <sub>2</sub> O <sub>3</sub> 、FeO	铬铁矿
	铬镁砖	Cr <sub>2</sub> O <sub>3</sub> 、MgO	铬尖晶石、方镁石
碳质制品	碳砖	C	石墨
	石墨制品	C	石墨
	碳化硅制品	SiC	碳化硅
锆质制品	锆英石砖	ZrO <sub>2</sub> 、SiO <sub>2</sub>	锆英石
硅质制品	硅砖	SiO <sub>2</sub>	磷石英、方石英
	石英玻璃	SiO <sub>2</sub>	石英玻璃
特殊制品	纯氧化物	Al <sub>2</sub> O <sub>3</sub>	刚玉、高温型 ZrO <sub>2</sub>
	CaO、MgO	氧化钙、方镁石	

资料来源：赵明臻《耐火材料及其在我国的发展综述》，中信证券研究部

表 3：以宝钢为例，不同炼钢环节涉及的耐火材料种类不同

设备名称	本体主要耐火材料	功能耐火材料
高炉	炭砖、铝碳砖、陶瓷杯、模压小炭块、赛隆结合刚玉砖、氮化硅结合碳化硅砖等	炉底陶瓷杯
混铁车	不烧铝碳化硅碳砖、烧成铝碳化硅碳砖、修补料	
转炉	镁碳砖、修补料	风口砖
钢包	刚玉尖晶石浇注料、刚玉尖晶石预制块、镁碳渣线砖	上水口、透气砖、滑板
RH 真空精炼设备	镁铬砖、镁尖晶石砖、刚玉尖晶石浇注料、刚玉尖晶石预制块	环流管、浸渍管
连铸中间包	高铝砖、镁质涂料	长水口、塞棒、浸入式水口、上水口、滑板

资料来源：鲍戟《宝钢耐火材料的消耗水平及发展趋势》，中信证券研究部

**耐火材料主要作用是降低窑炉能耗，在下游行业成本中占比不高，但是会对产品质量产生影响。**作为保护层，耐火材料的作用是降低窑炉的能耗及热传导、减少炉外温度消耗，从而降低企业的生产成本，一般耐火材料可节省 2/5-3/5 的能耗（找耐火材料网：蓝晶石和红柱石在高性能轻质耐火材料行业的应用）。耐火材料在下游行业成本中占比不高，以钢铁为例，平均吨钢所需要的耐火材料成本为 60-70 元，而对于我国主要的钢铁企业，吨钢成本在 3700 元左右，耐材占比仅为 1.6%-1.9%。但使用劣质耐火材料却会对产品质量

及安全生产有较大影响，以钢铁为例，在转炉与电炉炼钢过程中，钢水对炉衬耐火材料会产生机械冲刷，与此同时构成耐火材料的组成元素会溶解到钢水中并与钢水之间发生化学反应。由此在钢材中产生的非金属夹杂，会对钢材的强度、刚度以及持久极限等力学性能产生很大影响。同时，由于钢铁生产过程为高温作业，若耐火材料质量较差，容易产生钢水泄露现象，进而造成安全事故。因此，下游企业对耐火材料质量和服务的重视程度较高。

图 2：将耐火砖砌筑在窑炉内衬以降低热传导



资料来源：鲁桥新材料

图 3：钢铁企业的吨钢成本在 3700 元左右



资料来源：各企业年报，中信证券研究部

注：吨钢成本由各企业钢铁业务的营业成本除以销售量计算

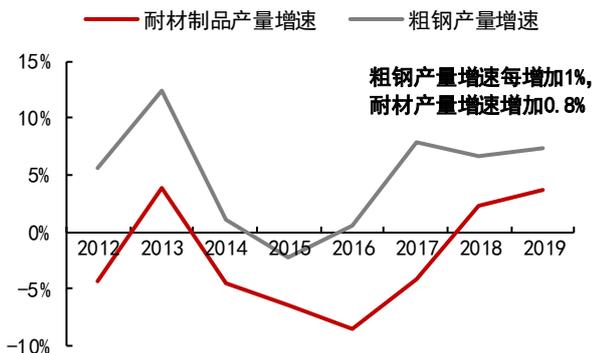
## 市场容量：高温作业中耗材，2019 年规模以上企业营收超过 2000 亿元

**耐材产量增速与钢铁产量增速高度相关，钢铁行业在 2014-2017 年经历了去产能阶段。**对于不同的生产环节及应用领域，耐火材料的使用寿命不同，其中玻璃玻纤行业耐火材料更新频率低，约为 7-10 年，石化行业更新周期为 2-5 年，钢铁行业更新频率较高。由于耐材的主要应用领域为钢铁行业，且为钢铁生产过程中耗材，因此耐火材料的使用量与钢铁产量高度相关。据 2012 年以来的数据，粗钢产量增速每提高 1pct，耐材产量增速增加 0.8pct。由于供给侧改革对钢铁落后产能的淘汰，耐火材料制品产量从 2013 年的 2928.3 万吨下降到 2017 年的 2292.5 万吨。

**2018 年之后，耐火材料产量止跌回升。**进入 2018 年之后，随着钢铁产量的恢复，耐火材料制品产量止跌回升。2019 年，我国耐火材料产量 2430.8 万吨，同比增长 3.6%。2019 年，规模以上耐火原料、耐火制品及相关服务企业 1958 家，加总后主营业务收入为 2069.2 亿元，利润总额 128.0 亿元。

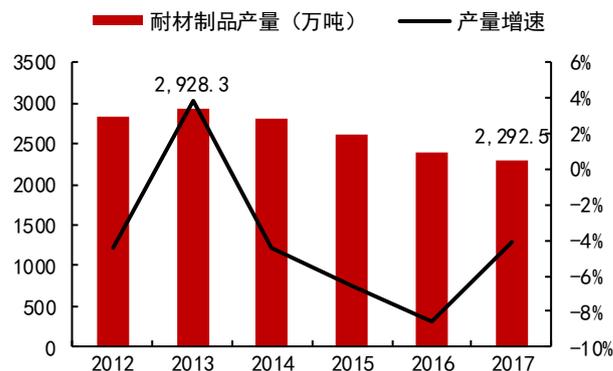
由于 2000 亿元市场容量中含耐火原料及相关服务企业，存在行业市场规模的重复计算，我们用两种方法对耐火材料制品的市场容量做一估算。一是根据吨钢耐火材料（制品）的使用金额倒算制品行业市场容量，假设吨钢耐材金额 60-70 元，2019 年我国粗钢产量 99634 万吨，计算得到钢铁用耐材市场容量 598-697 亿元，假设钢铁用耐材占比 65%，得出耐材制品行业市场容量 920-1073 亿元。二是我国耐材制品产量 2430.8 万吨，根据公司公告，北京利尔 2019 年吨耐材制品价格 6303 元，假设行业吨耐材价格与北京利尔相当，计算得到耐材市场容量 1532 亿元。综合以上分析，预计耐材制品市场容量超千亿元。

图 4：耐材产量增速与粗钢产量增速高度相关



资料来源：wind，中国耐火材料行业协会，中信证券研究部

图 5：2013-2017 年耐材行业经历了去产能阶段



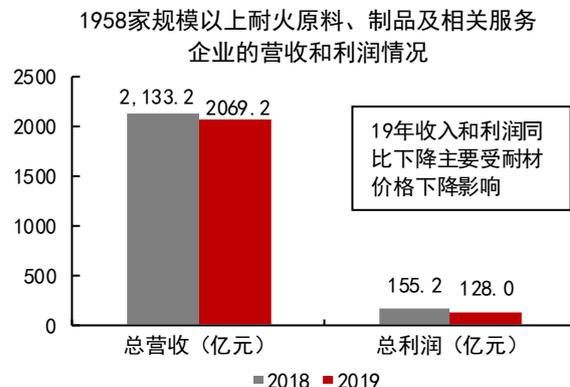
资料来源：中国耐火材料行业协会，中信证券研究部

图 6：耐材行业产量 2018 年止跌回升



资料来源：中国耐火材料行业协会，中信证券研究部

图 7：2019 年全耐材行业规上企业的营收规模为 2069.2 亿元

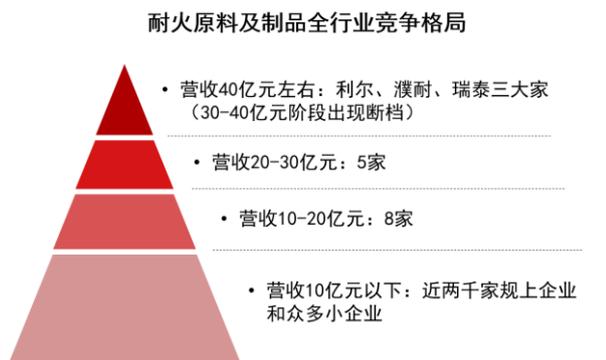


资料来源：中国耐火材料行业协会，中信证券研究部

## 竞争格局：行业集中度低，但处于快速提升期

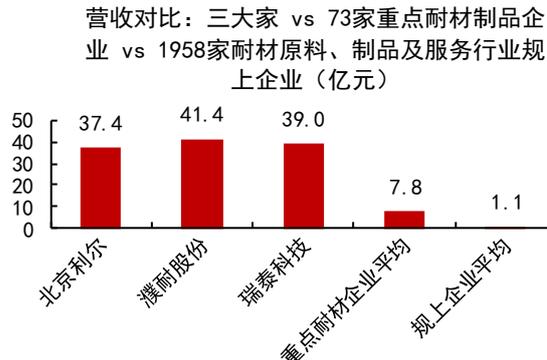
耐火材料行业小企业众多，集中度低。2019 年我国规模以上耐火原料、耐火制品及相关服务企业 1958 家，平均营收规模仅 1.1 亿元，行业高度分散。2019 年，耐火材料主营业务收入超 10 亿元的生产企业 16 家，超 20 亿元的企业 8 家，超过 30 亿元的企业仅有北京利尔、濮耐股份、瑞泰科技三家，营收均在 40 亿元左右，对应市占率仅为 1.8%/1.9%/2.0%（注：协会统计的规模以上企业收入含耐火材料制品及耐火原料企业收入，存在一定的重复计算）。低集中度的原因一方面来自前期的低门槛无序竞争和下游钢铁、建材等过热发展导致的产能过剩，另一方面也由于目前我国钢铁行业集中度仍然不高，且耐材采购没有完全市场化，头部耐材企业的优质渠道积累较慢，产品品质、服务、技术、成本优势难以快速变现。

图 8：耐材行业竞争格局：头部三大家身位领先，小企业众多



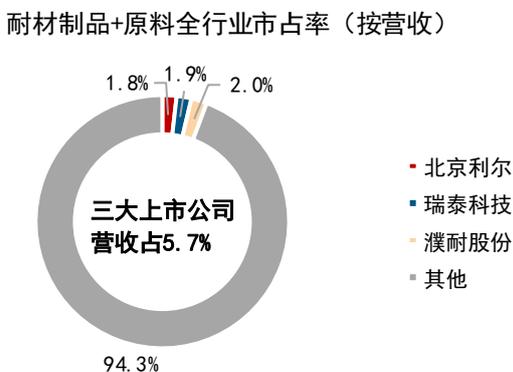
资料来源：中国耐火材料行业协会，中信证券研究部

图 9：耐材行业小企业众多



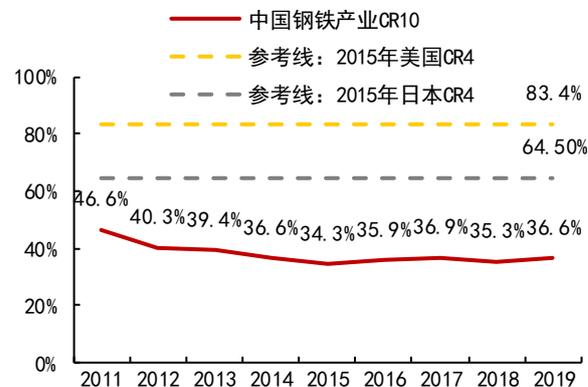
资料来源：中国耐火材料行业协会，wind，中信证券研究部

图 10：三大上市公司按营收算市占率之和仅为 5.7%



资料来源：中国耐火材料行业协会，wind，中信证券研究部  
注：此处市占率的计算所采用的全行业市场规模数据，为规模以上耐火原料、耐火制品及相关服务企业的总营收数据。

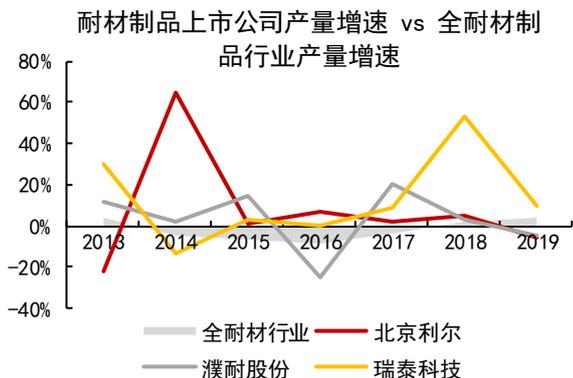
图 11：中国钢铁行业集中度较国外有较大差距



资料来源：兰格钢铁研究，叶宁《供给侧改革视角下钢铁产业健康发展研究》，中信证券研究部

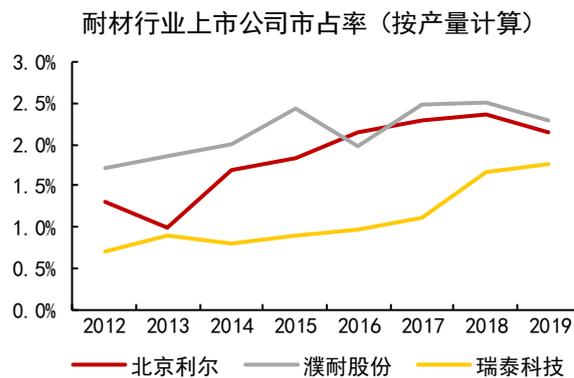
**行业集中度近年来不断提升，但较国外仍有明显差距。**在 2014-2017 年的去产能期间，全行业耐材制品产量增速为负，而三大上市公司产量增速基本为正，行业集中度加速提升。从产量角度看，三家企业合计市占率由 2012 年的 3.7% 提升至 2019 年的 6.2%。若假设吨钢使用耐材价格不变，测算北京利尔钢铁用耐材的市占率由 2011 年的 1.5% 提升至 2019 年的 3.7%。

图 12：上市公司产量增速普遍高于行业产量增速



资料来源：中国耐火材料行业协会，各公司年报，中信证券研究部

图 13：行业生产集中度持续提升



资料来源：中国耐火材料行业协会，各公司年报，中信证券研究部

表 4：钢铁工业用耐火材料市场中，北京利尔份额估算

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
2019 年全国粗钢产量（亿吨）	6.85	7.24	8.13	8.22	8.04	8.08	8.71	9.28	9.96
假设耐火材料吨钢成本（元）	70	70	70	70	70	70	70	70	70
<b>钢铁工业用耐火材料制品市场容量（亿元）</b>	<b>479.7</b>	<b>506.7</b>	<b>569.2</b>	<b>575.6</b>	<b>562.7</b>	<b>565.3</b>	<b>609.5</b>	<b>649.6</b>	<b>697.4</b>
北京利尔营收（亿元）	9.2	11.0	14.8	18.8	17.7	18.8	22.8	32.0	37.4
北京利尔耐材制品收入（亿元）	9.0	10.8	14.0	17.3	16.9	18.0	21.9	30.9	32.2
北京利尔钢铁用耐材收入（耐材制品收入 × 80%）（亿元）	7.2	8.6	11.2	13.8	13.5	14.4	17.5	24.8	25.8
<b>北京利尔钢铁用耐材业务市占率</b>	<b>1.5%</b>	<b>1.7%</b>	<b>2.0%</b>	<b>2.4%</b>	<b>2.4%</b>	<b>2.6%</b>	<b>2.9%</b>	<b>3.8%</b>	<b>3.7%</b>

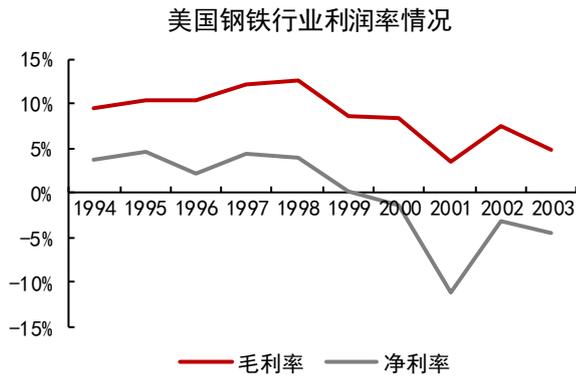
数据来源：wind，中信证券研究部估算 注：2019 年吨钢用耐火材料价格出现了下降，若将此因素考虑进去，公司 2019 年市占率仍提升。

集中度的加速提升主要源自三方面的原因：一是钢铁行业集中度提升且采购更加规范，二是整包模式的推广，抬升了耐材招投标门槛，很多小企业产品品类单一，不具备技术和资金优势，因此也被排除在竞争之外；三是 2016 年以来的供给侧改革，环保及税收政策趋严，规范行业竞争，不规范竞争的小企业被淘汰或者成本提升。

### 1、集中度提升驱动力一：下游钢厂并购重组及向沿海搬迁

钢铁行业并购重组后的统一采购利于耐材行业集中度提升。2015 年之前，由于需求的快速增长，我国钢铁行业 CR10 市占率下行，随着行业去产能及进入存量时代，行业集中度出现了提升趋势，目前 CR10 为 36.6%，较“十三五”的 60%目标有较大差距。2015 年美国钢铁行业 CR4 为 85.4%、日本钢铁行业 CR4 为 64.5%，我国钢铁行业集中度较国外亦有较大差距。行业新一轮并购潮则随着 2016 年宝钢和武钢的重组拉开了序幕。大型钢企的横向并购已成趋势，且在政府主导下的并购潮会有着更长的周期。参照其他建材子行业，如防水、瓷砖、涂料等，地产开发商集中度提升，有望进一步强化开发商集中采购的趋势，从而拉动上游供应商集中度提升。

图 14：美国钢铁行业在 2001 年利润率跌至谷底



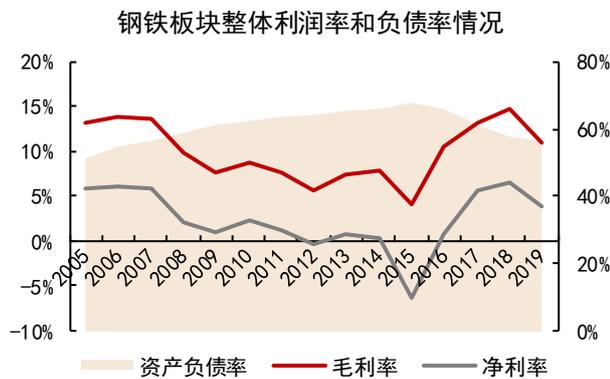
资料来源：bloomberg, 中信证券研究部

图 15：并购额随企业经营恶化而增加，并在 2003 年达到峰值



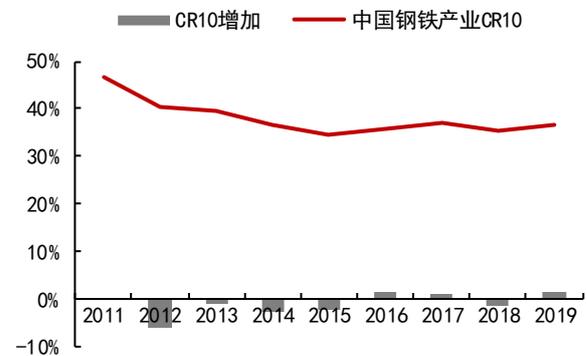
资料来源：bloomberg, 中信证券研究部

图 16：2015 年钢铁企业经营状况恶化至谷底



资料来源：wind, 中信证券研究部

图 17：2015 年后，并购重组和去产能的整合潮下集中度止跌企稳



资料来源：中国钢铁工业协会, 中信证券研究部

表 5：政府最新化解过剩产能政策指导中继续强调了对钢企兼并重组的引导

《2020 年钢铁化解过剩产能工作要点》

鼓励企业实施战略性兼并重组。按照企业主体、政府引导、市场化运作的原则，鼓励有条件的企业实施跨地区、跨所有制的兼并重组，积极推动钢铁行业战略性重大兼并重组，促进产业集中度提升。有关地区要指导和协助企业做好兼并重组中的职工安置、资产债务处置和历史遗留问题处理。

资料来源：发改委, 中信证券研究部

表 6：2019 年钢铁行业部分并购、重组、合作、市场化事件

股权并购	战略重组	战略合作	市场化债转股
津西钢铁收购正达钢铁 29% 股权	德龙参与渤海钢铁混改	太钢集团与宝武钢铁集团签约战略合作协议	新疆八钢拟市场化债转股，支持方包括 8 家银行债权人
安徽省国资委向中国宝武无偿划转马钢集团 51% 股权	宝武与马钢集团重组	首钢集团与中国宝武签署战略合作协议	包钢债转股项目正式落地，金额共计 77.35 亿元
首钢集团拟将公司 15% 股权无偿划转至宝武钢铁集团	宝武将入主重庆钢铁		
华菱钢铁 72.5 亿增资华菱湘钢、华菱涟钢			

资料来源：兰格钢铁研究, 中信证券研究部

近年来钢铁行业向沿海转移趋势明显，部分小型耐材企业因缺乏跟随搬迁的能力，被迫让出市场。钢企“赶海”既有降低进口铁矿石运输成本的主观原因，也有近年环保政策推动钢企退城入园、沿海搬迁的客观因素催化。部分小型耐材企业因搬迁成本高昂或较难被当地政府承接的原因难以跟随搬迁，被迫让出在钢企的份额，给了头部耐材企业市占率提升的空间。北京利尔顺应钢铁行业产能布局的发展趋势，对河北沿海地区、山东日照、福建、广东湛江、广西防城港等钢铁产业集聚区进行重点布局。

表 7：环保政策推进钢铁退城入园、沿海搬迁

政策	省份	时间	内容
《山东省人民政府印发关于加快七大高耗能行业高质量发展的实施方案的通知》	山东	2018年10月	将目前分散在 12 个市的钢铁企业和钢铁产能，逐步向日—临沿海先进钢铁制造产业基地和莱—泰内陆精品钢生产基地转移，到 2022 年，济南、淄博、聊城、滨州等传输通道城市钢铁企业产能退出 70%以上，将青岛董家口、日照岚山、临沂临港等沿海地区钢铁产能占比提升到 50%以上；到 2025 年，传输通道城市和胶济铁路沿线地区的钢铁产能应退尽退，沿海地区钢铁产能占比提升到 70%以上。
《全省钢铁行业转型升级优化布局推进工作方案》	江苏	2019年5月	综合运用政策执法手段，倒逼环太湖等环境敏感地区产能向沿海转移。坚持从严审核、把关所有拟实施项目的布局选址和规划导向，原则上所有搬迁转移、产能并购项目，只允许在沿海地区实施。确保不新增除沿海地区外的各县（市、区）钢铁产能规模。
《河北省化解钢铁过剩产能工作方案（2018-2020 年）》	河北	2018年3月	推进城市钢厂搬迁。2017 年底，除石钢、宣钢、国丰、太行、冀南、首秦等 6 家已确定搬迁的城市钢厂外(其减量置换的产能已列入压减退出计划)，河北省还有 9 家位于城市及城市周边的钢铁企业，涉及炼钢产能 3487 万吨、炼铁 3733 万吨，如河钢（唐钢、邯钢、承钢）、邢钢、建龙等。对这些企业，没有搬迁意愿或不具备搬迁价值和条件的要逐步关停或转型转产；具备搬迁价值和条件的，以减量调整为前提，推动其向沿海临港或资源富集地区整体搬迁或退城进园。

资料来源：各省人民政府，中信证券研究部

图 18：近年钢企向沿海产业集聚区转移情况



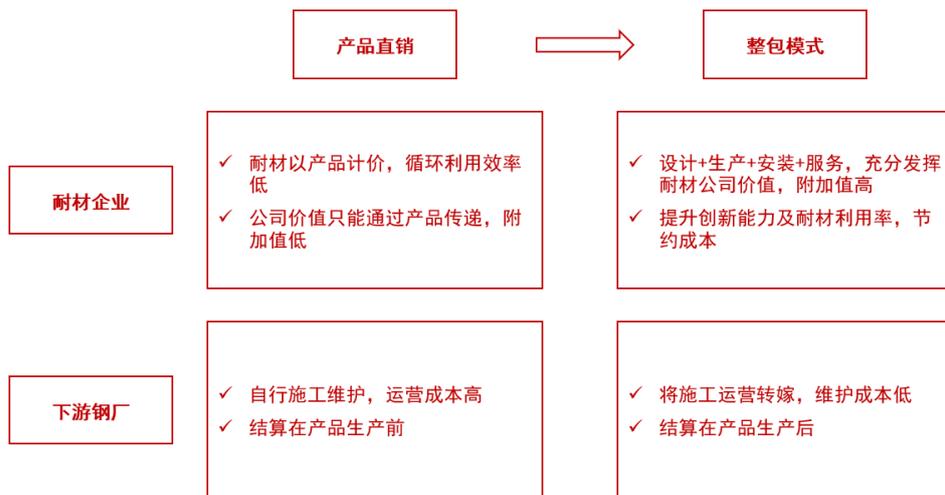
资料来源：中国冶金报社（2019年7月），中信证券研究部

## 2、集中度提升驱动力二：整包模式提高进入门槛，且利于龙头企业技术优势变现

**整体承包模式的本质：改变结算方式，明确责任方。**整体承包指的是下游客户将耐火材料的使用方案设计、产品供货、施工维护的全套流程承包给耐材企业，下游客户通过招投标方式，与中标的耐材企业签订整包合同。整包模式本质上改变了耐火材料的结算方式，明晰了责任方，由按照材料发货量结算转化成了按照生产出来合格产品的量结算，耐材企业派工人驻厂，生产过程中因为耐材而导致的产品生产问题归责于耐材企业。

整体承包模式下，耐材企业与钢企有两种合作方式：一种是承包部分炼铁炼钢环节所需的耐材产品和服务，另一种是提供炼铁炼钢全流程所需的耐材产品和服务。最终耐材企业的收入，根据“出钢量×吨钢耐材价格”来确定。耐材企业一般与客户签订 1-5 年不等的供货服务合同，进行深度合作，根据客户日常生产计划，制定库存与发货计划，进而制定生产与采购计划，因此相比直销模式下拥有更高的自主性。

图 19：整包模式相对于直销模式的优势分析



资料来源：中信证券研究部绘制

北京利尔在 2001 年首创了整体承包的销售模式，向首钢集团提供中间包耐火材料整体承包供货及服务，2005、2006 年起逐步推广，至今，行业内已经普遍采用整体承包的销售模式。

**整体承包能降低耐材企业与钢企之间的信息不对称，节约交易成本。**耐材产品供货体系复杂，在炼钢的不同环节，耐材的种类和用量都因客户、因生产工艺而异。若耐材的品类和砌筑工艺未能与炉料的机化反应、窑炉的运转原理相匹配，则会导致使用效果不佳、耐材寿命减短等问题。钢企自身在耐火材料方面不具备专业优势，因此容易出现采购回来的耐材在质量上和价格上与自身需求不匹配的情况。

在整包模式下，耐材企业派出施工人员进驻钢企，具体了解所服务企业的需求和各冶炼环节的特点，从而提供相匹配的耐材产品和服务，发挥了自身的专业优势，也为钢企减少了信息不对称导致的浪费和额外成本。且由于结算方式按照生产合格的钢水吨数，耐材企业较直销模式下更加注重对于产品的研发和成本的节约。据谢安宁《从采购材料招标到整体承包招标——供应方式转变环境下的耐火材料》，整包模式下，各类耐材供应价格相比原先能降低 10% 以上。同时，由于责任明晰，耐材企业在供货过程中会更为注重产品质量。结果上看，在整包模式下，耐材的使用寿命一般高于直销模式，也有利于钢企节约周转次数，如减少钢包数量，进而节约其他非耐材领域的生产成本。

表 8：耐材品类和砌筑工艺与钢铁生产工艺的不匹配，会影响耐材使用寿命

影响高温窑炉耐火材料寿命的主要因素
耐火材料本身质量次、品味差
不熟悉窑炉的运转原理，盲目的定论耐火材料品种
不了解炉料的机化反应，盲目采购耐火材料，偏离适用方向
耐火材料好，砌筑工艺差，好材料没好用
砌筑方案未结合实际窑炉应用，导致形同质不同
耐火材料选择搭配有误，导致浪费严重，耐材使用寿命短

资料来源：信科耐材，中信证券研究部

表 9：在炼钢的不同环节，耐材的种类和用量都因客户、因生产工艺而异

		宝钢		国内 A 钢企	韩国	
		一炼钢	二炼钢		G 钢企	P 钢企
<b>一、炼铁系统用耐火材料</b>						
炮泥	吨铁消耗/kg	0.5	0.5			
铁沟	吨铁消耗/kg	1.02	1.02			
鱼雷罐	寿命/炉	1 140	1 140		2 378	2 505
	吨铁消耗/kg	0.67	0.67		0.46	0.31
脱硫枪	吨铁消耗/kg	0.81	0.25	0.12		
铁水包	寿命/炉	381	506		871	909
	吨铁消耗/kg	0.43	0.26	0.82	0.12	0.19
合计吨铁消耗/kg		3.43	2.7	0.94	1.12	0.58
<b>二、转炉用耐火材料</b>						
		一炼钢	二炼钢	国内 A 钢企	G 钢企	P 钢企
转炉容积/t		300	250	250	250	300
寿命/炉		6 392	5 680	4 871	5 110	3 635
吨钢耐火材料消耗/kg	工作衬	0.33	0.39	0.46		
	修补料	0.97	0.94	1.42	0.28	0.46
	永久衬	0.07	0.1	0.06		
注：宝钢为了追求转炉的高寿命，在转炉中后期大量使用修补料，进行频繁维护，导致吨钢耐材消耗增加。反映了不同钢企对耐材实际使用需求的不同，也会导致对耐材的品类选取和用量的不同。						
合计吨钢消耗/kg		1.36	1.43	1.94	0.6	1.16
<b>三、钢包用耐火材料</b>						
		一炼钢	二炼钢	国内 A 钢企	G 钢企	P 钢企
钢包本体	寿命/炉	150	174		270	269
	吨钢耐火材料消耗/kg	2.11	1.49	5.88	1.1	1.02
透气砖	寿命/炉	25	25		70	70
滑板	吨钢耐火材料消耗/kg	0.12	0.06	0.04		
上水口	吨钢耐火材料消耗/kg			0.03	0.11	0.11
合计吨钢耐火材料消耗/kg		2.23	1.55	5.95	1.21	1.13
<b>四、RH 用耐火材料</b>						
		一炼钢	二炼钢	国内 A 钢企	G 钢企	P 钢企
RH	浸渍管寿命/炉	97	90		172	125

	下部槽寿命/炉	398	285		337
	吨钢耐火材料消耗/kg	0.7	1.55	0.9	0.85
	合计吨钢耐火材料消耗/kg	0.7	1.55	0.9	0.85
<b>五、连铸用耐火材料</b>		<b>宝钢</b>		<b>国内 A 钢企</b>	<b>韩国</b>
		<b>一炼钢</b>	<b>二炼钢</b>	<b>G 钢企</b>	<b>P 钢企</b>
中间包	寿命/炉	1 200	800	764	509~553
	吨钢耐火材料消耗/kg	2.16	3.2	4.12	1.3
长水口	寿命/炉	3~6	5~6	5.88	5.88
	吨钢耐火材料消耗/kg	0.05	0.05	0.05	0.07
塞棒	寿命/炉	3~6	5~6	5.39	5.39
	吨钢耐火材料消耗/kg	0.09	0.08	0.08	0.05
浸入式水口	寿命/炉	3~6	3.6	5.88	5.88
	吨钢耐火材料消耗/kg	0.04	0.04	0.07	0.02
	合计吨钢耐火材料消耗/kg	2.34	3.47	4.32	1.44

资料来源：鲍戟《宝钢耐火材料的消耗水平及发展趋势》，中信证券研究部

### 整体承包模式有利于推动行业集中度提升：

（1）**整包模式提升了进入门槛。**由于耐材种类繁多，且不同冶炼环节中，耐材的种类、用量、砌筑工艺等均不同，小企业的技术和产品线不足以实现整体承包，尤其是全链条整体承包。此外，钢企及建材、有色企业等在招标时对竞标耐材企业的历史上稳定供货年限、独立供货能力、生产规模、预交保证金等均有考核，进入门槛较直销模式抬高。

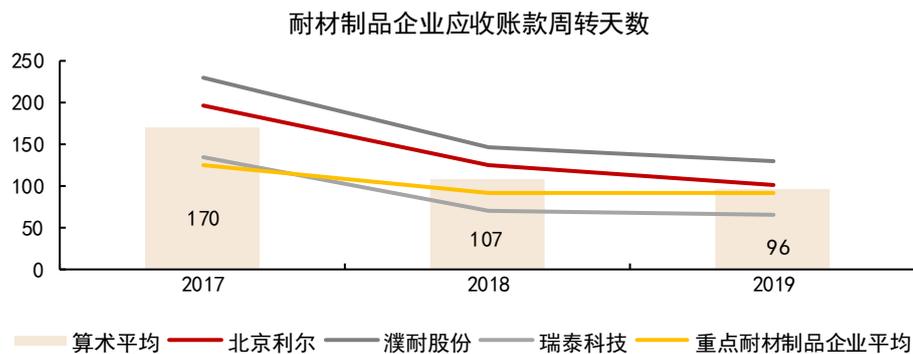
表 10：以钢企为例，整包模式对投标耐材企业的资质要求明显提高

<b>传统供货模式下</b> ，钢企对投标耐火企业的资质要求	只要耐火材料厂商具有一定生产、供货能力和业绩，财务能力良好，无不良商业信誉，即可参与投标竞争。该类型招标项目对耐火材料厂商整体实力、技术力量和管理能力关注度较低。
<b>整体承包模式下</b> ，钢企对投标耐火企业的资质要求	<p>对耐火材料承包商应至少有以下 4 方面资格条件要求：</p> <p>(1)承包项目至少有 5 年以上稳定供货业绩(新型耐火材料可适当缩短年限)；</p> <p>(2)承包项目的供货内容中，必须具备主体耐火材料独立供货能力，且所拥有生产能力超过拟承包项目至少 3 倍；</p> <p>(3)承包项目实行项目经理制的，项目经理有一定工作年限、业绩、资格要求；</p> <p>(4)国家法规所要求的其他条件。</p>

资料来源：王瑞《钢铁企业耐火材料招标采购》，中信证券研究部

**(2) 小企业难以承受长期占款。**整包模式按钢产量计费，因此结算金额需等到生产周期结束后才能确定。耐材企业从开始现场施工，到确认销售收入，一般需要 4 个月，在此期间耐材企业需预先垫资，小企业整体盈利水平弱，不具备资金优势。

图 20：耐材制品企业应收账款回收期在 3 个月以上

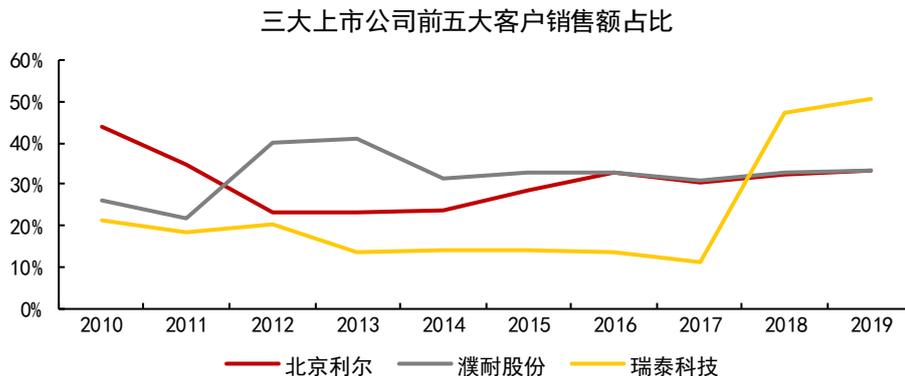


资料来源：wind，中国耐火材料行业协会，中信证券研究部

注：重点耐材制品企业的应收账款天数，由“365\*其当年末应收账款余额/当年总营收”来计算，以免前后年样本不同造成影响

**(3) 整包模式利于耐材企业技术优势的变现。**整包模式下，耐材企业与钢企一般签订 1-5 年的供货服务合同，合同周期长，且责任明晰。龙头企业具备技术优势，通过进入钢厂提供材料和服务，熟悉钢厂冶炼环境，可以因地制宜的改进产品配方，进而达到更好的使用效果，节约成本。因此，整包模式更有利于耐材企业技术优势的变现，小企业不具备竞争优势。

图 21：三大上市公司均与头部钢企深度合作，前五大客户销售额占比在 30%以上



资料来源：wind，中国耐火材料行业协会，中信证券研究部

注：瑞泰在 2017 年以前，客户主要在水泥、玻璃领域，2017 年后与马钢集团合资设立瑞泰马钢新材料后，开始发展钢铁用耐材业务，前五大客户销售额占比也随即提升。目前前两大客户为马钢和华菱钢铁。

### 3、集中度提升驱动力三：环保与税收政策趋严，不达标小企业出清

耐火材料在资源节约、节能和环保方面面临的主要问题有：（1）耐材原料资源的综合利用率较低，对矿产的无序开采造成了一定浪费；（2）节能环保的耐火材料欠缺，较多耐火材料的原料中含铬，而含铬的残留耐火材料会对环境造成铬污染；（3）耐火材料生产过程中的能耗、粉尘颗粒物和有毒气体排放问题；（4）耐火材料的回收利用此前未得到重视，回收利用能节约成本，减少耐火原料资源开采，降低耐火材料在生产和运输过程中造成的污染和能耗。

近年随着环保监管和环保税收政策的趋严，政府部门出台了各类政策对耐火材料的产业结构调整 and 节能环保生产工艺建设进行引导，对上游矿产资源的开采进行规范，预计将加速淘汰行业内不合法不达标的小企业，利于集中度提升。《产业结构调整指导目录（2019 年本）》中，鼓励对长寿节能环保型耐火材料生产工艺和耐火材料再利用化技术的发展。2019 年的《工业炉窑大气污染综合治理方案》对耐材企业工业窑炉需配套的除尘、脱硫、脱销等设施提出了高要求。2013 年的《促进耐火材料产业健康可持续发展的若干意见》则为矿产资源综合利用率、耐火材料回收利用率、产业集中度的提高规划了长期目标。

菱镁矿大省辽宁省也在 2018 年出台了《关于深入贯彻落实新发展理念全面实施非煤矿山综合治理的意见》和《镁质耐火材料工业大气污染物排放标准》，对菱镁矿的无序开采和耐材企业的环保情况进行整治。据辽宁省人民政府，辽宁省已探明的菱镁矿储量占全国的 85.8%，占全世界的 20%，主要集中在鞍山、营口、丹东、抚顺 4 市。全省镁质耐火材料生产企业达到 800 余家，但大部分企业规模较小、技术装备水平较低、生产效率不高、环境污染严重。强制性整治将有利于镁质耐材原料企业和制品企业的集中度提升。

**表 11：近年与耐材行业相关的环保政策、标准规范政策、鼓励政策**

2019	《工业炉窑大气污染综合治理方案》	生态环境部	要求实施污染深度治理，推进工业炉窑全面达标排放，对暂未制订行业排放标准的耐火材料窑炉，应参照相关行业已出台的标准，全面加大污染治理力度
2019	《及时支付中小企业款项管理办法（征求意见稿）》	工信部	大企业从小企业采购应 30 日内付款，有利于缓解钢铁企业与耐材企业在付款方面的紧张关系
2019	《关于调整工业产品生产许可证管理目录加强事中事后监管的决定》	国务院	耐火材料产品生产许可证被取消，为耐材企业减压、松绑，同时将监管权交由客户和企业自身
2019	《鼓励外商投资产业目录（征求意见稿）》	发改委和商务部	水泥、电子玻璃、陶瓷、微孔炭砖等窑炉用环保(无铬化)耐火材料生产入选该产业目录
2019	《产业结构调整指导目录（2019 年本）》	发改委	鼓励：1.焦炉、高炉、热风炉用 <b>长寿节能环保耐火材料生产工艺</b> ；精炼钢用 <b>低碳、无碳耐火材料</b> 、保温材料和高效连铸用 <b>功能环保性耐火材料生产工艺</b> ；2.钢铁行业超低排放技术，以及 <b>副产物资源化、再利用化技术</b> ；3.冶金固体废物（含冶金矿山废石、尾矿，钢铁厂产生的各类尘、泥、渣、铁皮等）综合利用先进工艺技术；4. 钢铁与相关产业间 <b>可循环流程</b> 工艺技术开发与应用
2018	《镁质耐火材料工业大气污染物排放标准》	辽宁省	规定了镁质耐火材料工业企业或生产设施的颗粒物、SO <sub>2</sub> 、NO <sub>2</sub> 的排放限值、检测和监控要求
2018	《关于深入贯彻落实新发展理念全面实施非煤矿山综合治理的意见》	辽宁省	严格菱镁矿管理，新建矿山储量规模必须达到中型以上，最低开采规模为 30 万吨/年，必须达到绿色矿山建设标准，鼓励已有矿山进行整合重组。已有矿山在 2020 年年底没有达到规划确定的最低开采规模的，不予延续
2017	《关于推进矿产资源全面节约和高效利用的意见》	国土资源部	对 46 种重要矿产资源严格管理，到 2020 年，全面节约和高效利用指标体系和长效机制基本建立，建成矿产资源“三率”（开采回采率、选矿回收率和综合利用率）最低指标和领跑者指标
2015	《耐火材料行业规范公告管理办法》	工信部	对符合《耐火材料行业规范条件（2014 年本）》的企业和生产线实施公告管理
2014	《耐火材料行业规范条件（2014 年本）》	工信部	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， <b>通过联合重组</b> ，“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； <b>采用节能环保型窑炉</b> ，并以新带老配套建设企业余热回收利用设施；回收再利用生产过程产生的碎矿、粉矿和回收的粉尘等固体废物， <b>鼓励回收再利用后耐火材料</b>
2013	《促进耐火材料产业健康可持续发展的若干意见》	工信部	1.提高资源综合利用水平和保障能力，到 2020 年，菱镁矿石资源和耐火粘土矿石资源综合利用率分别高于 95%和 90%；2.加大节能减排力度，到 2020 年，用后耐火材料回收再利用率高于 75%；3.提高产业集中度，到 2020 年，前 10 家企业产业集中度提高到 45%

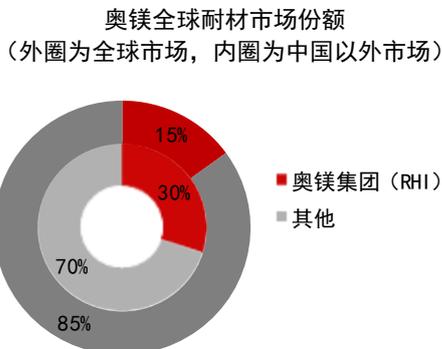
资料来源：工信部，国务院，发改委，商务部，国土资源部，生态环境部，辽宁省人民政府，中信证券研究部

**此外，环保和税收政策的趋严，也有助于淘汰下游钢铁、建材、有色、化工等行业的落后产能，使下游集中度提升。**下游客户的头部集中将带来对上游耐材企业的需求升级，能够提供优质全套的产品和服务的头部耐材企业将从中受益。

对标海外，国际耐材龙头为奥镁集团和维苏威。根据奥镁公告，公司在全球市占率 15%，在中国以外市场市占率 30%，结合 2019 年奥镁营收 32.8 亿美元，得到全球耐材市场规模

约 220 亿美元，折约 1533 亿人民币。维苏威 2019 年营收为 22.7 亿美元，在全球市占率约 10%。两大耐材国际龙头占据了全球约 25% 的份额，国际耐材市场集中度远高于国内。

图 22：奥镁集团占全球市场的 15%，占中国以外市场的 30%



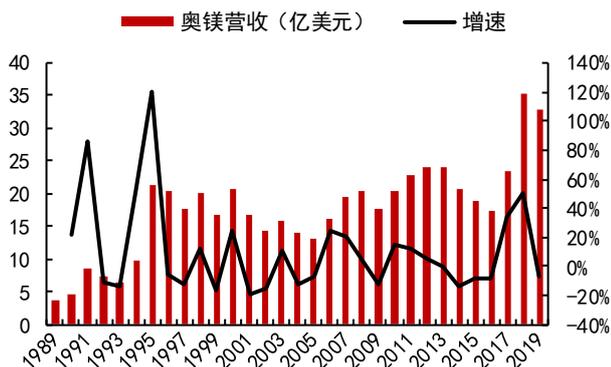
资料来源：奥镁集团年报，中信证券研究部

图 23：维苏威的全球布局



资料来源：维苏威官网，中信证券研究部

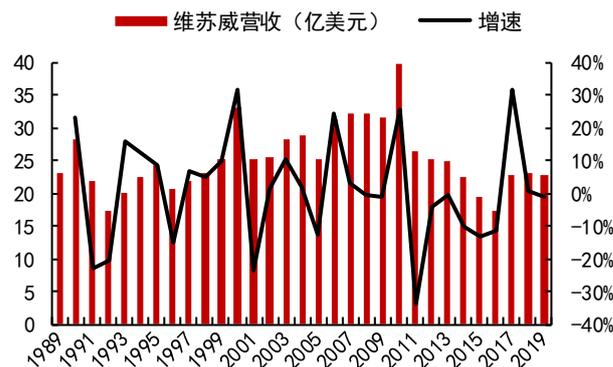
图 24：奥镁集团营收情况



资料来源：Capital IQ，中信证券研究部

注：2017 年，奥地利镁业（RHI）与巴西镁业（Magnesita）合并为奥镁集团（RHI Magnesita），成为全球耐材行业的绝对龙头。

图 25：维苏威营收情况



资料来源：Capital IQ，中信证券研究部

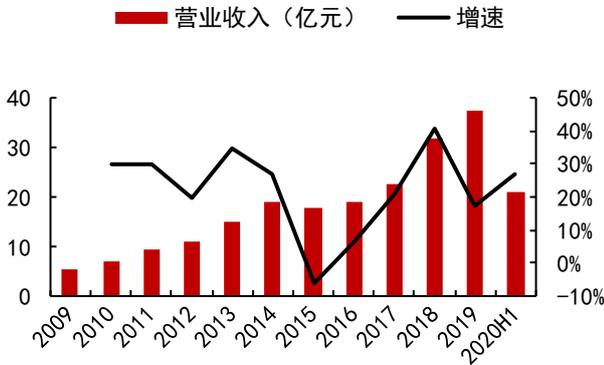
## ■ 公司竞争优势：打通耐材产业链，成本控制能力出色

公司为耐材行业龙头，具备技术、下游客户及全产业链优势，成本控制能力强，利润率水平及人均产出高于同行业竞争者，且公司严格控制应收账款账期及质量，对上游有一定的议价能力，经营性现金流优异。截至 2020 年 H1，公司在手现金及现金等价物超过 11 亿元，负债率低，仅为 32.02%，其中负债以应付账款与票据为主。

公司长期保持收入稳健增长，通过提升市占率及提价控本熨平周期。公司上市以来收入增长稳健，净利润仅在 2015 年出现亏损，其余年份增长较为稳健，2015 年亏损的原因是当年计提减值损失 2.33 亿元，其中主要是 1.2 亿元金宏矿业采矿权减值损失和 8053 万

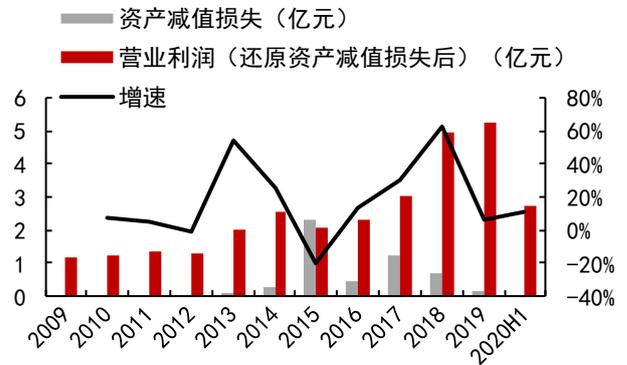
元坏账损失，剔除后实现净利润 1.87 亿元。此外，公司成本控制能力出色，人均收入明显高于濮耐，吨毛利持续上行。

图 26: 北京利尔通过市占率提升熨平营收周期



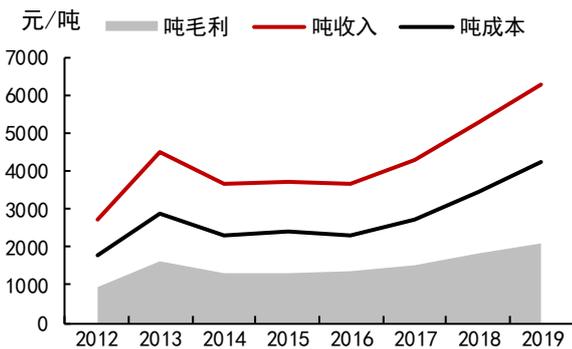
资料来源: wind, 中信证券研究部

图 27: 北京利尔还原减值损失后营业利润增长稳健



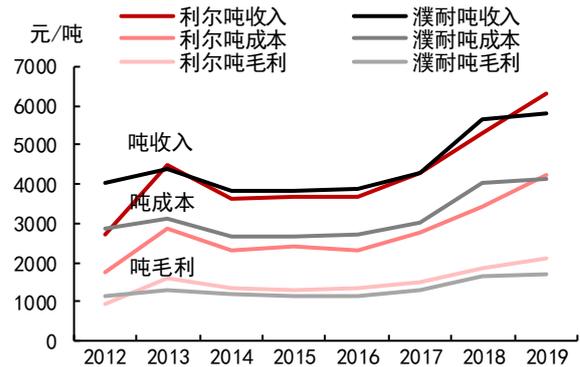
资料来源: wind, 中信证券研究部

图 28: 北京利尔提价控本，吨毛利持续提升



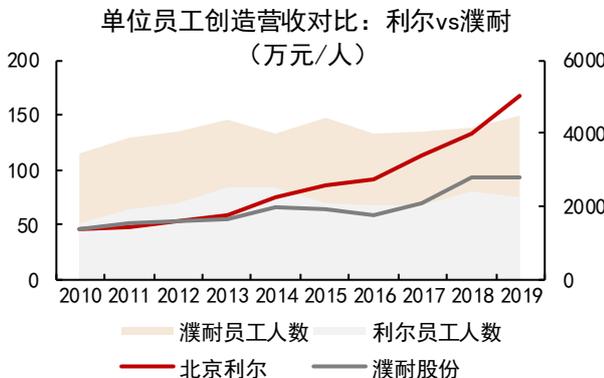
资料来源: 北京利尔年报, wind, 中信证券研究部

图 29: 利尔与濮耐吨耐材效益对比



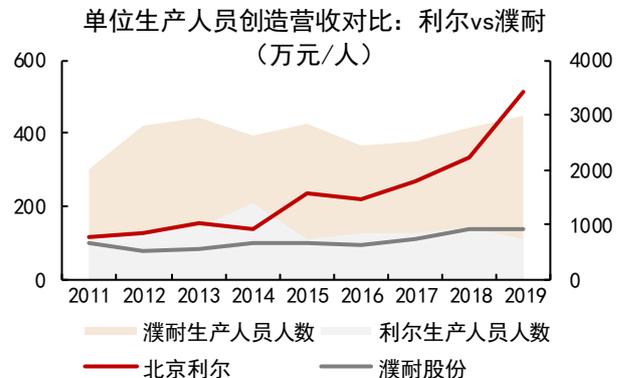
资料来源: 北京利尔年报, 濮耐股份年报, wind, 中信证券研究部

图 30: 北京利尔单位员工创收较濮耐更高



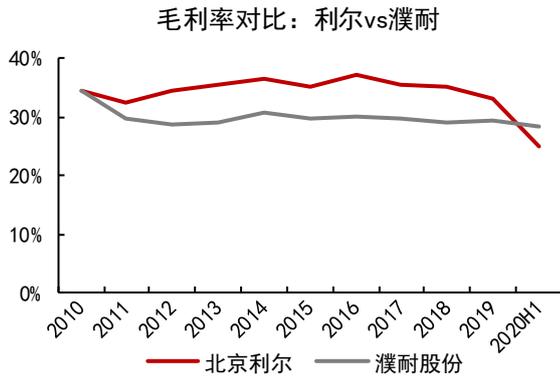
资料来源: wind, 中信证券研究部

图 31: 北京利尔单位生产人员创收较濮耐更高



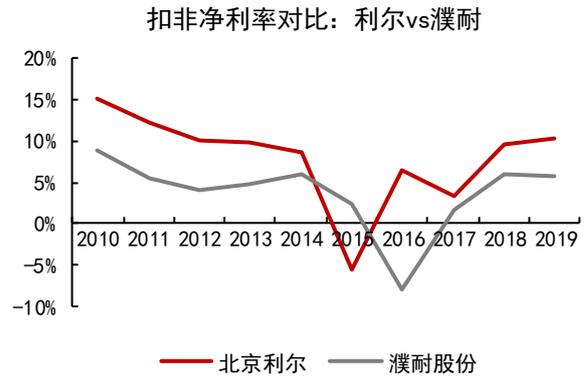
资料来源: wind, 中信证券研究部

图 32：北京利尔综合毛利率高于濮耐



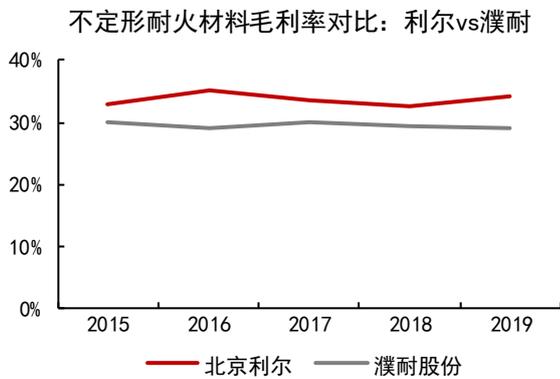
资料来源：wind，中信证券研究部

图 33：除 2015 年外，北京利尔扣非净利率高于濮耐



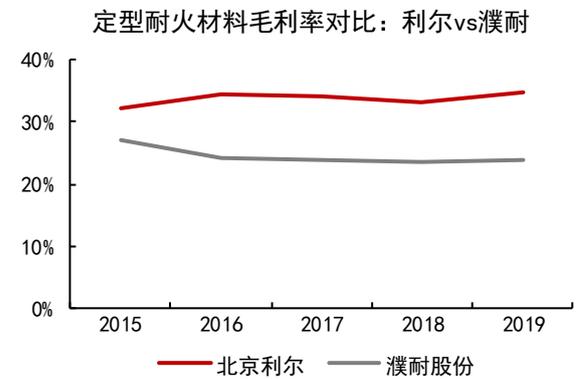
资料来源：wind，中信证券研究部

图 34：北京利尔不定形耐火材料毛利率高于濮耐



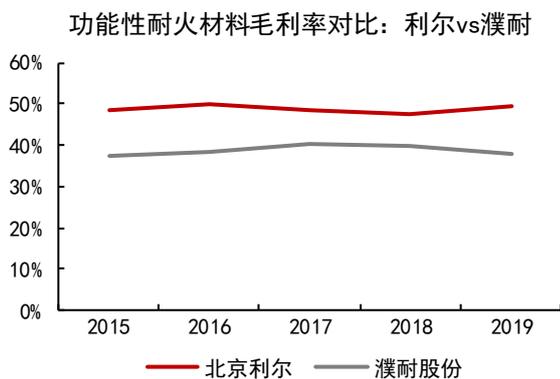
资料来源：北京利尔年报，濮耐股份年报，中信证券研究部

图 35：北京利尔定型耐火材料毛利率高于濮耐



资料来源：北京利尔年报，濮耐股份年报，中信证券研究部

图 36：北京利尔功能性耐火材料毛利率高于濮耐



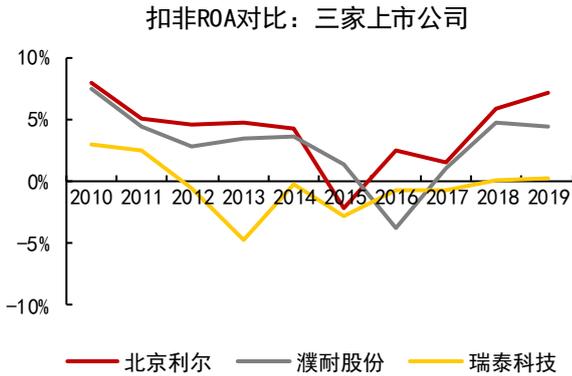
资料来源：北京利尔年报，濮耐股份年报，中信证券研究部

图 37：北京利尔的其他业务毛利率低于濮耐



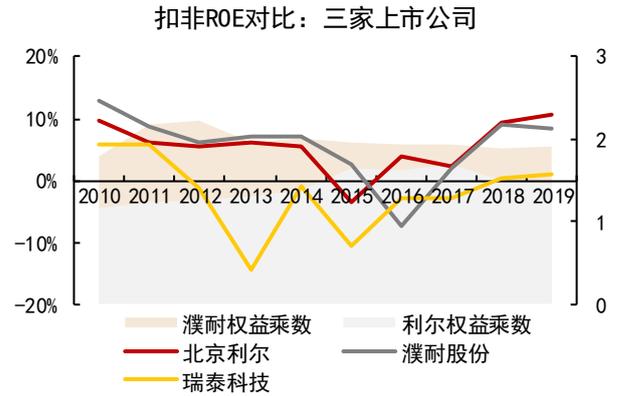
资料来源：北京利尔年报，濮耐股份年报，中信证券研究部

图 38: 北京利尔扣非 ROA 水平在三家上市公司中最高



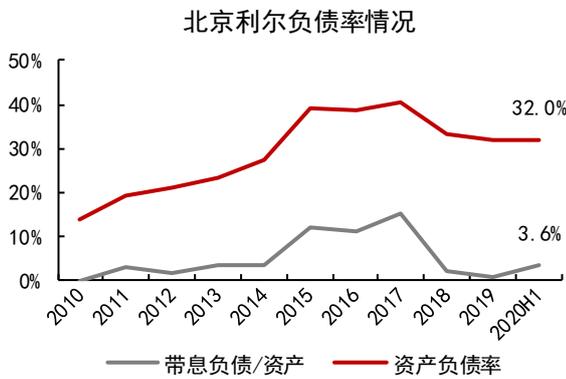
资料来源: wind, 中信证券研究部

图 39: 2019 年北京利尔扣非 ROE 为 10.6%，且负债率低于濮耐



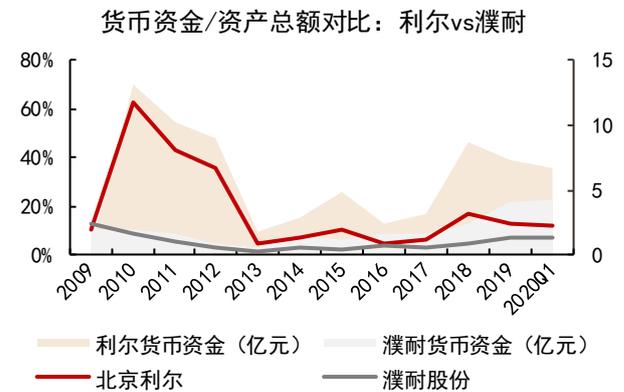
资料来源: wind, 中信证券研究部

图 40: 北京利尔负债率较低



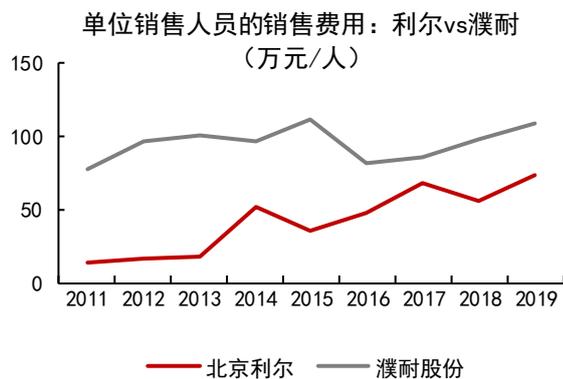
资料来源: wind, 中信证券研究部

图 41: 利尔的货币资金存量水平显著高于濮耐



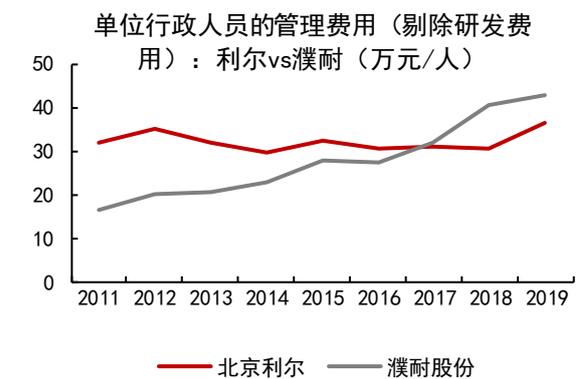
资料来源: wind, 中信证券研究部

图 42: 北京利尔单位销售人员的销售费用低于同行



资料来源: wind, 公司年报, 中信证券研究部

图 43: 北京利尔单位行政人员的管理费用多年保持稳定



资料来源: wind, 公司年报, 中信证券研究部

## 技术优势

公司初创团队源自中国耐材行业“黄埔军校”洛阳耐火材料研究院。北京利尔成立于2000年，由主要创始人赵继增等20名自然人与冶金工业部洛阳耐火材料研究院（现中钢集团洛阳耐火材料研究院，以下简称洛耐院）共同出资组建。而后，为适应中钢集团整体重组改制的需要，洛耐院在2007年将其股份全部转让给了公司自然人股东赵世杰。

洛耐院创建于1963年，原为冶金部直属重点科研院所，是中国耐火材料专业领域唯一的综合性研究机构，也是我国耐火材料行业技术、学术、信息及服务中心。1999年进入中钢集团转制为国有高新技术企业，现拥有耐火材料行业唯一的国家重点实验室，研发实力雄厚。“耐火材料国家工程研究中心”、“国家耐火材料质量监督检验测试中心”、“国家进出口商品检验检疫局耐火材料认可实验室”、“全国耐火材料标准化技术委员会”、“中国金属学会耐火材料分会”等重点机构均设于该院。洛耐院还曾承办“发展中国家耐火材料国际培训班”，在国内外同行中都享有较高的知名度。

北京利尔主要创始人赵继增、濮耐股份董事长刘百宽都曾就职于洛耐院。赵继增曾任洛耐院常务副院长，与其一同创立利尔的20名自然人股东也多曾在洛耐院任职。因此，北京利尔在创立初期便获得了核心技术的支持。

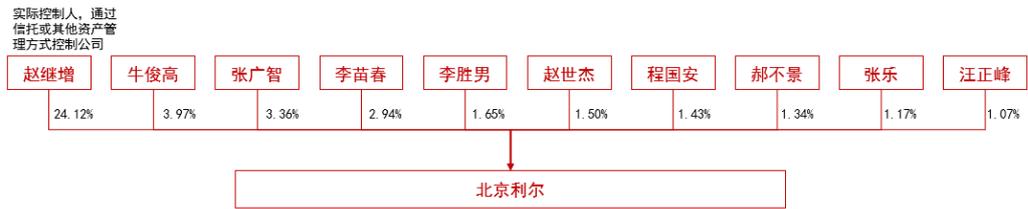
表 12：2000 年公司成立时出资 5% 及以上股东基本为洛耐院出身，并于公司担任要职

股东	出资额（万元）	出资比例	个人简历
洛耐院	40	20.0%	-
赵继增	20	10.0%	教授级高级工程师，享受国务院政府特殊津贴专家，历任冶金工业部洛阳耐火材料研究院常务副院长、中国金属学会耐火材料分会秘书长、中国金属学会炼钢辅助材料专业委员会副主任委员、中国耐火材料行业协会常务理事、武汉科技大学董事会董事、武汉科技大学兼职教授等。公司上市时任董事长兼总裁。
张广智	15	7.5%	教授级高级工程师，曾就职于洛阳耐火材料研究院。公司上市时任董事兼副总裁。
周磊	15	7.5%	高级工程师，曾任职于洛阳耐火材料研究院。公司上市时任董事。
陈路兵	15	7.5%	-
李苗春	12	6.0%	教授级高级工程师，曾就职于洛阳耐火材料研究院。公司上市时任监事会主席。
牛俊高	10	5.0%	高级工程师，曾就职于洛阳耐火材料研究院。公司上市时任董事兼副总裁。

资料来源：北京利尔招股说明书，中信证券研究部

公司在2018年进行了新老人员更替，原董事兼副总裁赵伟升任总裁，并聘任了颜浩、何枫、刘雷三位80后担任副总裁、董秘、监事等职位。目前公司高管中只有3位创业团队人员，其余均为80后，顺利实现了人才的交接。

图 44：北京利尔股权结构图



资料来源：wind，中信证券研究部

表 13：公司高管较为年轻，董事会中有多名耐材专业技术人才

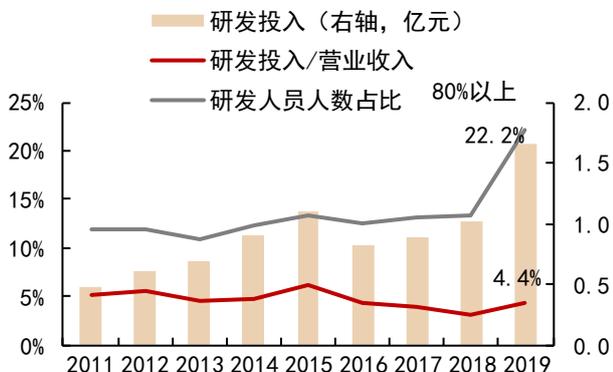
姓名	职务	出生年份	个人简历
赵继增	董事长，董事	1955	教授级高级工程师，享受国务院政府特殊津贴专家；历任冶金工业部洛阳耐火材料研究院常务副院长，中国金属学会耐火材料分会秘书长，中国耐火材料行业协会副会长，武汉科技大学董事会董事，武汉科技大学兼职教授，北京市昌平区政协委员。曾获得“国家星火科技进步奖”一项，“省部级科技进步奖”八项，发明专利及实用新型专利七项，曾被原国家科学技术委员会评为“全国科技先进工作者”，原冶金工业部评为“优秀科技青年”，并获得“全国耐火材料专业学术带头人”，“中关村科技园区 20 周年突出贡献奖”等荣誉称号
牛俊高	常务副董事长，董事	1963	高级工程师；曾就职于洛阳耐火材料研究院
赵伟	副董事长，董事；总裁	1983	董事长赵继增之子。毕业于皇家墨尔本理工大学，MBA，商业硕士，深圳前海众利投资管理有限公司董事长
汪正峰	董事	1966	高级工程师；曾任职于洛阳耐火材料研究院
何枫	董事；副总裁，董秘	1987	历任公司采购部部长，现任公司总经理助理兼采购中心主任
颜浩	董事；副总裁	1983	材料学硕士。现任上海利尔耐火材料有限公司总经理，兼任上海新泰山高温工程材料有限公司总经理
柯昌明	独立董事	1955	材料科学与工程专业博士，材料学专业二级教授，博士生导师。1982 年至今在武汉科技大学工作，历任科技处处长，研究生处处长，科学技术发展院常务副院长等职，现任武汉科技大学材料冶金学院材料学专业二级教授，博士生导师。1999 年被评为湖北省有突出贡献的中青年专家，2002 年入选“湖北省新世纪高层次人才工程—第一层次人才”。长期从事无机非金属材料领域的教学科研工作，先后主持了国家自然科学基金项目，国家十一五，十二五重点支撑计划项目，冶金部，湖北省重点攻关项目及教育部高等学校中青年骨干教师资助项目等科学研究项目及产学研合作项目。在国内外刊物上发表论文 50 余篇，获授权发明专利 14 项，取得鉴定成果十余项。先后获国家科技进步二等奖，三等奖各一项；省部级技术发明二等奖一项；科技进步一等奖一项，二等奖二项，三等奖三项
樊淳飞	独立董事	1972	硕士，国家一级注册建筑师，工程师。1996-2000 年任北京市建筑装饰设计工程有限公司建筑师；2000-2005 年任陕西省古迹遗址保护工程技术研究中心专业总建筑师，兼任刘克成建筑工作室专业总建筑师；2005 年至今任建学建筑与工程设计咨询有限公司副总经理，兼任建学建筑与工程设计咨询有限公司陕西分公司总经理；2018 年兼任西安建筑科技大学建筑设计研究院绿色建筑与可持续设计中心主任
吴维春	独立董事	1973	注册会计师，律师。历任中国证券监督管理委员会上市部专业助手、北京奔趋湾投资咨询顾问公司财务总监、北京弘元旭升咨询顾问公司副总经理、北京中星博远信息技术有限公司总经理助理、北京天达律师事务所律师
郭鑫	财务总监	1980	会计师。2000 年加入公司财务部，历任主管会计，会计机构负责人，现任本公司财务总监。

资料来源：wind，中信证券研究部

**持续性研发投入，产品品类齐全。**整包模式要求耐材供应商对下游客户生产环节所需耐火材料种类具备完全覆盖能力。公司不断进行研发积累，研发投入占营收比重为 4.4%，

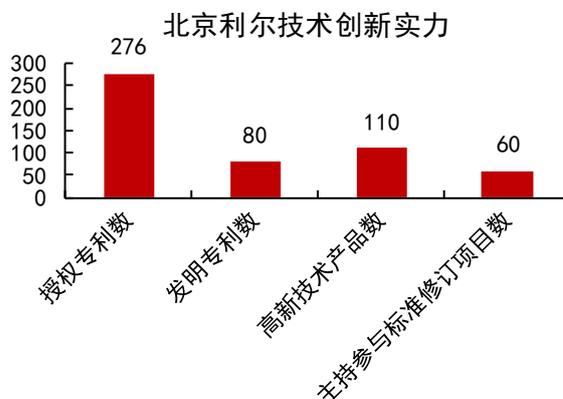
产品品类丰富，对下游客户提供的核心产品均为自产，且通过技术突破，公司可以延长产品使用寿命，进而节省成本。

图 45: 北京利尔研发费用率为 4.4%



资料来源: wind, 中信证券研究部

图 46: 北京利尔技术创新实力强大



资料来源: 北京利尔年报, 中信证券研究部

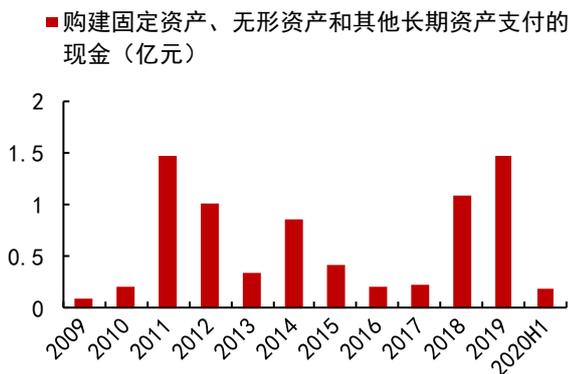
**北京利尔产线自动化和信息化水平高，管理模式优异。**北京利尔的营业收入是濮耐股份的九成（37.4 亿元 vs 41.4 亿元），但员工人数仅是濮耐股份的一半（2235 vs 4490），生产人员人数仅是濮耐股份的四分之一（732 vs 2986），显示出生产过程中较高的自动化水平。

**近两年公司加大资本开支，推进产线更新和置换，生产效率将进一步提高。**2019 年，公司通过产线技改和置换共淘汰落后产能 15 万吨/年。在新建置换产能中，伊川基地是公司的重点建设项目。据伊川新闻，自 2018 年起，公司便陆续将北京利尔、上海利尔和洛阳利尔的老旧产线搬迁至伊川基地并进行改造。伊川基地的产能建设重视智能化改造、科技创新和环保治理升级，基地内建有全自动化智能车间<sup>1</sup>，自动化和信息化水平较高。伊川基地的运营稳定将进一步提高公司生产效率，也将为日照基地的建设和辽宁海城基地的技改项目起到示范作用。

截止 2019 年底，公司有效产能 65 万吨，综合产能利用率为 70.77%，在建产能为 10 万吨/年，其中置换落后产能 3 万吨/年。

<sup>1</sup> 资料来源: 北京利尔公众号

图 47：近两年公司为产线更新和置换增加资本开支



资料来源：wind，中信证券研究部

图 48：耐材协会领导参观伊川基地全自动化智能车间

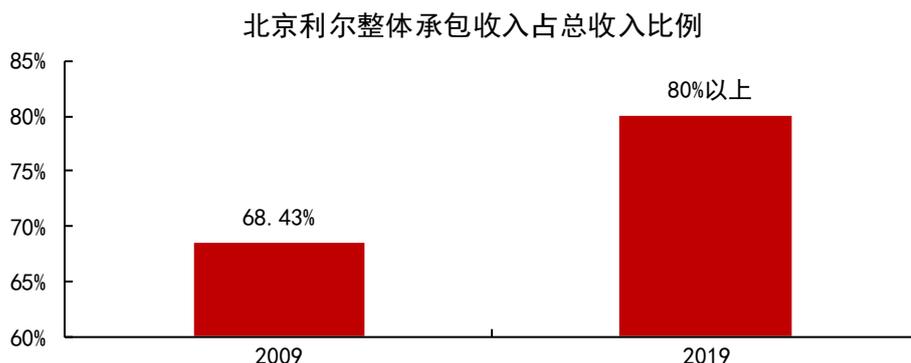


资料来源：北京利尔公众号

## 下游客户优势

整包模式利于龙头企业与下游客户的黏性建立，耐材企业是定制化服务商而非材料提供商。北京利尔在 2001 年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，从此开创了国内耐材整体承包销售模式的先例。整体承包模式对公司的综合配套服务能力有很高的要求，提高了竞争门槛；同时一份 1-5 年的整包合同也具有一定的排他性。在整包模式下，公司派驻技术、施工人员去下游客户现场，一方面熟悉生产环境，便于研发更适用于下游客户的定制化产品，另一方面能够快速处理及为客户解决现场出现的问题，新进入者需要经历较长的摸索过程，才能够改进产品及服务，进而节省成本。因此在拥有研发、服务优势的基础上，整包模式具备较强的客户黏性。2009 年-2019 年公司通过整包模式获得的收入占总收入的比重从 68.43% 提升至 80% 以上，渗透率不断提高。

图 49：北京利尔整包模式收入占比达到 80% 以上



资料来源：北京利尔年报，中信证券研究部

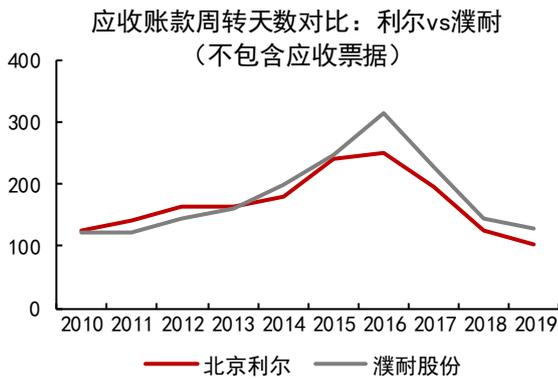
公司严控应收账款质量，且客户多为国企、央企和头部民企。由于耐材行业分散、下游钢企话语权较高，行业内普遍存在被下游客户占款现象。公司重视应收账款质量，精选下游客户，偏重于发展实力较强的国企、央企及头部民企客户，并且自 2015 年起加强回款考核，应收账款周转天数持续下降。2019 年，北京利尔的应收账款周转天数（不含应收票据）短于濮耐股份 26 天（102 天 vs 128 天）。

表 14: 北京利尔客户多为实力较强的国企、央企和头部民企

北京利尔客户	首钢、宝武、鞍钢、本钢、包钢、天津钢管、天津钢铁、天津荣钢、京唐钢铁、山东钢铁、首钢迁钢、首钢首泰、唐钢、邯钢、邯宝、安钢、马钢、沙钢、南钢、攀钢、酒钢、凌钢、承钢、石钢、邢钢、梅钢、浦钢、青钢、舞钢、湖南华菱、西宁钢铁等
--------	---

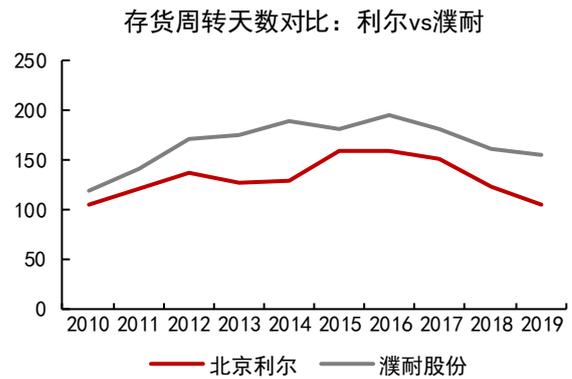
资料来源: 北京利尔官网, 中信证券研究部

图 50: 北京利尔应收账款周转天数近年来持续下降



资料来源: wind, 中信证券研究部

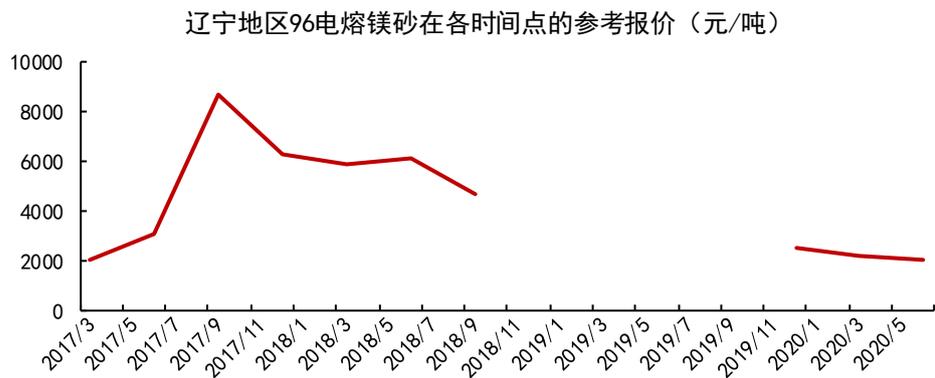
图 51: 北京利尔存货周转天数好于濮耐



资料来源: wind, 中信证券研究部

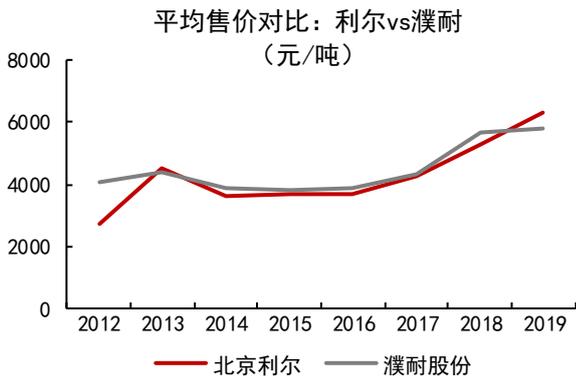
与下游客户长期合作, 原材料价格波动可以实现对下游的传导, 但有一定的滞后性。2017 年, 菱镁矿大省辽宁省对省内矿产资源就环保督察、资源整合、安全生产三大方面进行了严格整治, 导致部分菱镁矿企业甚至全年停产, 镁砂价格飙升, 耐材行业整体盈利较差。2018 年, 主要耐材企业对下游客户提价, 对原材料价格的波动实现了成本传导。2018 年下半年镁砂价格开始高位回落, 但耐材价格相对稳定, 公司 2019 年耐材产品毛利率仍有提升。

图 52: 2017 年下半年和 2018 年上半年, 镁砂价格由于矿山整治居于高位



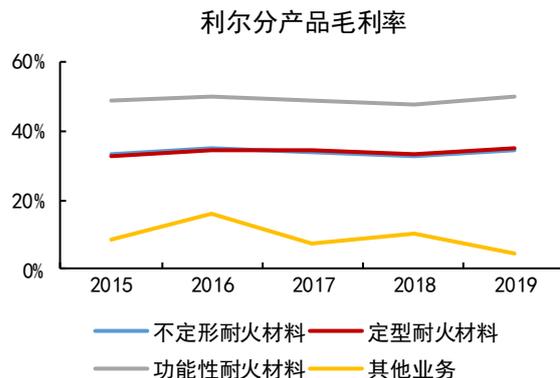
资料来源: 中国镁质材料网, 中信证券研究部

图 53：2017 年来公司耐材产品（制品+原料）平均售价持续提高



资料来源：北京利尔年报，濮耐股份年报，中信证券研究部  
注：由营收/耐材产品销量计算，非公司直接公布的数据。

图 54：公司耐材制品毛利率相对稳定



资料来源：北京利尔年报，中信证券研究部

## 全产业链布局优势

耐火材料产业链包含“矿山资源-耐火原料企业-耐火材料企业-下游”，其中矿产资源主要指菱镁矿和铝土矿。耐火材料的原料分为以下几类：（1）电熔镁砂、烧结镁砂等镁质耐火原料；（2）刚玉类、铝矾土、氧化铝微粉等铝质耐火原料；（3）尖晶石、莫来石、橄榄石等复相耐火原料；（4）树脂类、水泥类结合剂；（5）石墨类碳质耐火原料。其中以镁质原料及铝质原料为主，镁质耐火原料主要来源于菱镁矿，铝质耐火原料主要来源于铝土矿。菱镁矿资源主要集中在辽宁，铝土矿资源主要集中在山西、河南、贵州。同时，石墨类资源在山东较为丰富。

图 55：菱镁矿集中分布在辽宁



资料来源：中国地质调查局

图 56：铝土矿集中分布在山西、河南、贵州



资料来源：中国地质调查局

上游矿产资源和下游钢铁企业在分布上均具有集中性，使得耐材制品企业的分布呈现资源趋向性或市场趋向性。上游原材料资源集中于辽宁、河南、山西、山东，而下游的大型钢铁企业多存在于河北、浙江、江苏、北京，上下游分布存在一定错位。因此，耐材制品企业的分布也呈现出资源趋向性或市场趋向性的特征。从资源趋向性看，据濮耐股份年报，河南、山西、辽宁、山东这四个资源集中省的耐火材料制品占全国总产量的 85%左右，是耐材主要生产区。从市场趋向性看，河北、浙江、江苏、北京等地也诞生了一些耐火材

料生产厂商，由于当地没有资源优势，技术、创新与服务就成为该地区耐火材料生产企业生存发展的主要手段。

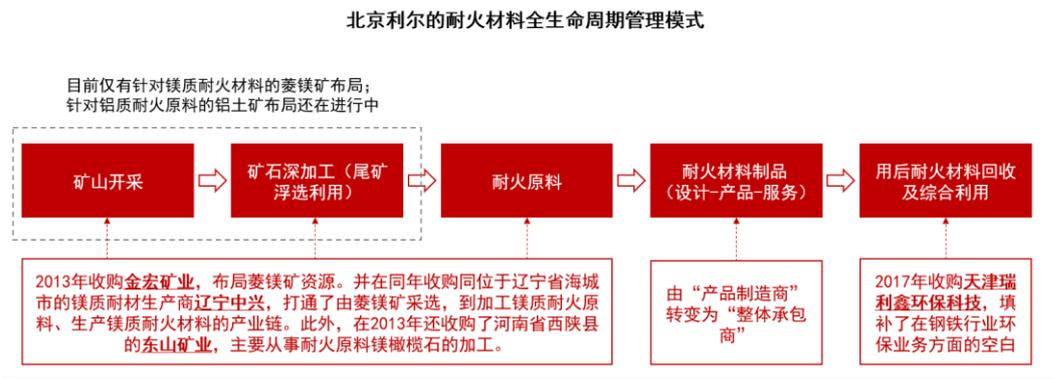
**北京利尔同时把握了原材料资源和市场资源。**原材料资源方面，公司已在辽宁省完成布局镁质耐火材料的全产业链，拥有菱镁矿矿山、镁质耐火原料及制品的生产基地；在河南省布局铝硅质耐火原料与制品的生产基地。市场资源方面，公司在山东日照、洛阳宜川、安徽马鞍山布局生产基地，在北京与上海设立研发中心、销售与客户服务中心，覆盖了华北、东北、华东和华南市场。

**通过垂直拓展和并购，北京利尔对耐材全产业链进行布局，有助于提高服务质量，降低运营成本。**公司打造了“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。在耐材原料准备环节，公司在 2012 年收购了同位于辽宁省海城市的菱镁矿企业金宏矿业和镁质耐材生产企业辽宁中兴，打通了由菱镁矿采选，到加工镁质耐火原料、生产镁质耐火材料的产业链。在耐材的供货及服务环节，公司由“产品制造商”转型为“整体承包商”，提供“设计-产品-施工及维护服务”为一体的全程在线服务。在炼钢流程后的固废处理环保业务方面，公司在 2017 年收购了天津瑞利鑫环保科技有限公司，填补了公司在钢铁行业环保业务方面的空白。随着持续的环保投入，公司在炼钢后固废资源的回收利用、节能产品的生产、生产过程和产品技术的低碳化方面的技术实力得到了增强。

**公司对镁质耐火原料和矿山的布局过程：**2013 年，公司收购了位于辽宁省海城市的金宏矿业。金宏矿业主要从事菱镁矿的开采，每年优质菱镁矿矿石开采量可达 100 万吨。同年，公司收购了同位于辽宁省海城市的辽宁中兴，辽宁中兴注重于镁质耐火原料生产和镁质耐火材料制品的生产加工。之后，公司将位于辽宁省海城市的子公司进行整合，建立了辽宁镁质耐火材料基地，打通了“菱镁矿采选——镁质原料加工——镁质耐火材料生产”的镁质耐材全产业链。耐材成本中原材料成本占比约 80%，控制上游菱镁矿资源，为公司应对原材料价格波动影响建立了第一道防线。此外，公司在 2013 年还收购了河南省西峡县的东山矿业，主要从事耐火原料镁橄榄石的加工，进一步完善上游产业链。

**公司正在对铝质耐火原料和矿产进行布局。**2018 年，公司在河南洛阳投资建设了 3.5 万吨/年熔融氧化铝复合材料项目，补充了对熔融刚玉、熔融尖晶石、熔融锆刚玉等熔融氧化铝复合系列耐火原料的覆盖。2019 年 8 月，公司与安华集团签署合作框架协议，共同出资设立了安华新材料科技有限公司，公司持股占比 49%，主要从事对铝、铁等矿产资源的开发。

图 57：北京利尔对耐火材料的全产业链进行了布局



资料来源：北京利尔年报，北京利尔公告，中信证券研究部

表 15：利尔与濮耐的菱镁矿资源对比：利尔矿产资源更加优质

	北京利尔旗下金宏矿业	濮耐股份旗下琳丽矿业
资源保有量（万吨）	5526.9	733.2
可采量（万吨）	4737.5	436.5
特级品（万吨）	1132.6	-
I级品（万吨）	2045.0	250.2
其他级品（万吨）	2349.4	483.0
生产规模（万吨/年）	100	20

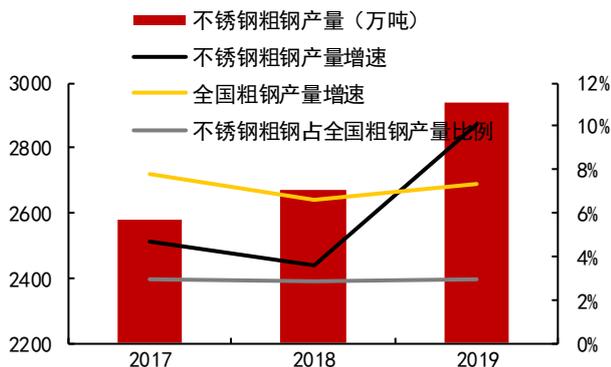
资料来源：北京利尔公告，濮耐股份公告，中信证券研究部 注：数据年份较远，现在或已有所变化。

## ■ 未来看点：市占率提升，产品结构优化，合金业务带来新的增长点，原料板块有望触底回升

### 特钢、不锈钢占比提升带动高附加值耐材需求扩大

公司与太钢不锈等特钢、不锈钢龙头企业长期合作，随着下游特钢、不锈钢等高端钢材产品占比提升，公司精炼用高品质耐火材料将拥有更好的市场前景。特钢主要用于汽车制造、机械制造、石油化工、航空航天、国防军工等制造业领域，被认为是衡量一个国家能否成为钢铁强国的重要标志。随着钢铁领域向高端化、高质量化方向的转型升级，特钢、不锈钢等高端钢材的占比将会进一步提升。2019年不锈钢粗钢产量 2940 万吨，产量增速提高至 10.1%，高于全国粗钢产量增速的 7.4%。据太钢不锈年报，截至 2019 年底全国不锈钢产能 3724 万吨，截至 2020 年 3 月末，全国在建及规划在建不锈钢产能 1478 万吨，若全部建成投产，总产能可达 5202 万吨。公司的高品质耐材产品在三年前切入特钢、不锈钢领域，目前已与国内领先不锈钢企业太钢不锈等有长期稳定合作关系。受益于高端钢材行业的产量提升和进口替代，公司高附加值耐材产品需求前景广阔。

图 58: 2019 年不锈钢粗钢产量增速高于全国粗钢产量增速



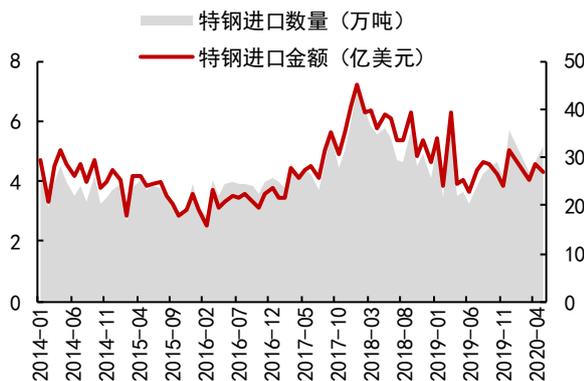
资料来源: wind, 中国特钢企业协会不锈钢分会, 中信证券研究部  
注: 据不锈钢分会 2018 年的报告, 2018 年全国未纳入统计的企业产量预计有 50 万吨。

图 59: 重点优特钢企业粗钢产量年均增速在 7% 左右



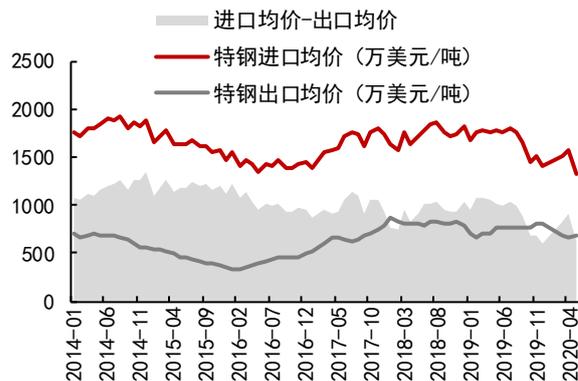
资料来源: wind, 中信证券研究部

图 60: 2018 年起进口特钢金额和数量降低



资料来源: wind, 海关总署, 中信证券研究部

图 61: 进出口特钢之间的均价差距在缩小

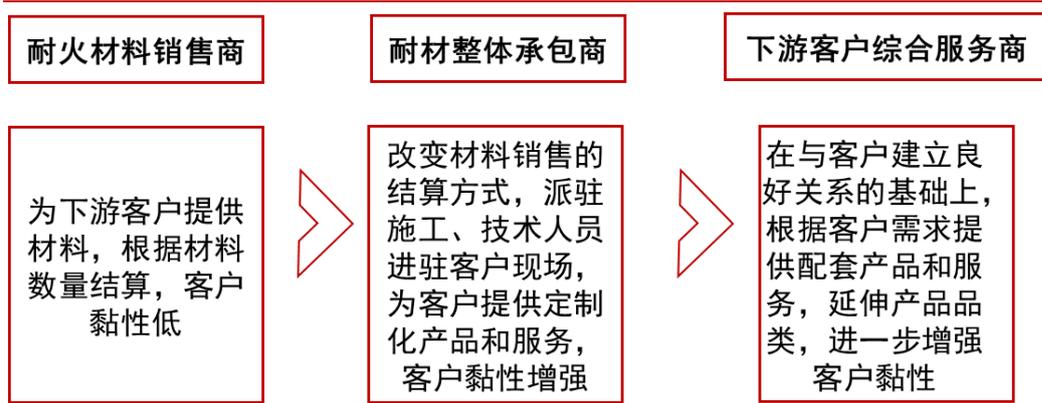


资料来源: wind, 海关总署, 中信证券研究部

## 钼合金业务将增厚利润

公司致力于成为下游企业的综合服务商, 在提供耐火材料的同时, 向冶金炉料等延伸。耐火材料在炼钢成本中占比不足 2%, 其余很多原料辅料等具备较大市场空间, 通常包括铁矿石、废钢、生铁、焦炭、铁合金等。公司自 2017 年起布局钼铁合金业务, 以其作为延伸冶金炉料的切入口, 并在 2019 年已掌握成熟的生产技术, 实现稳定批量供货。我们认为, 钼铁合金业务布局将丰富公司产品结构, 提升公司综合服务能力, 是公司下游客户资源的变现, 也有利于进一步增进客户黏性。

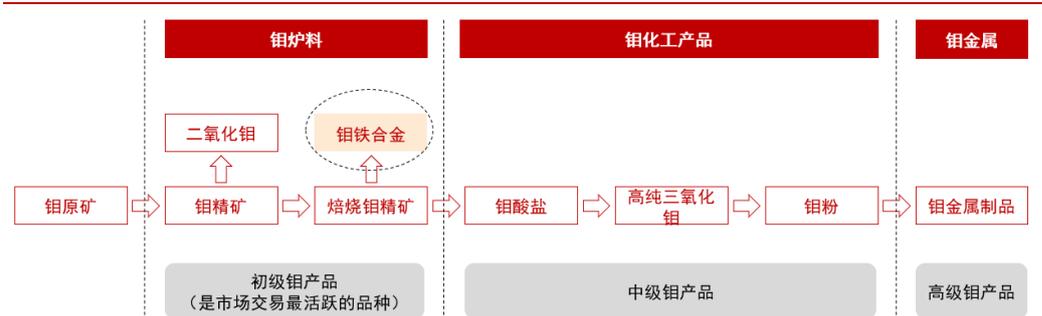
图 62： 公司由耐材提供商向钢厂综合服务商转变



资料来源：中信证券研究部整理

钼主要用于钢铁行业，能提高钢的强度、弹性限度、抗磨性及耐冲击、耐腐蚀、耐高温等性能。钼铁合金在炼钢时作为添加剂加入，能用于生产不锈钢、耐热钢、耐酸钢和工具钢等特殊钢材。含钼合金的钢材，可用于制造航天军工设备的合金构件、石油管道和汽车飞机上的耐蚀零件、以及工业运输装置等。按钼产品的分类，钼铁合金属于钼炉料，是一种初级钼产品。

图 63： 钼产品由初级到高级的产品线



资料来源：金钼股份招股说明书，中信证券研究部

钼铁合金的生产过程并不复杂，但高资金投入和环保政策对生产资质的限制为行业设置了较高的进入壁垒。钼铁合金的生产过程不复杂，大致分为两个流程：由钼精矿经过焙烧获得氧化钼，再由氧化钼经过混合配料、冶炼等获得钼铁合金。资金壁垒和环保政策限制，是行业的主要进入壁垒。钼合金制造业是一类资金密集型行业，无论是获得钼资源的探矿、采矿权，还是建设钼的采矿、选矿、焙烧及深加工的产能，都需要投入数以亿计的资金（北京利尔年产 2.5 万吨氧化钼+2 万吨钼合金产线的投资金额为 2.5 亿元）。同时，钼产品的生产资质具有稀缺性，申请企业需要满足对生产规模、工艺装备、环保节能方面的严格要求。

表 16: 《钼行业准入条件（2012 年本）》（已于 2019 年废除）中部分针对钼炉料的要求条例

一、企业布局	开采钼矿资源，应遵守《矿产资源法》及相关管理规定，依法取得采矿许可证、安全生产许可证、爆破物品、排污许可证等相关证照后，按照批准的开发利用方案和开采计划进行开采。
二、生产规模和工艺装备	新建、改扩建冶炼生产企业工业氧化钼（含钼不低于 51%）年生产能力不得低于 20000 吨；现有冶炼生产企业工业氧化钼（含钼不低于 51%）年生产能力不得低于 10000 吨。禁止建设单一钼铁生产企业。 工业氧化钼生产应采用多膛炉和内燃式回转窑，在 2015 年底前淘汰外燃式回转窑，禁止采用传统工艺中的反射炉。 钼炉料企业在生产过程中应采用符合国家环保规定的除尘、收尘工艺和尾气综合回收工艺，确保尾气排放达到国家和地方标准。
三、资源回收利用及能耗	内燃式回转窑生产工业氧化钼实际回收率不低于 98%，多膛炉生产工业氧化钼实际回收率不低于 99%，工业氧化钼焙烧综合能耗不高于 250 千克标煤/吨。钼铁实际回收率不低于 98.5%。
四、环境保护	钼矿山、钼炉料、钼酸铵和钼粉生产企业（含新建、改扩建项目）严格执行环境影响评价制度，按照环境保护主管部门的相关规定报批环境影响评价文件。

资料来源：工信部，中信证券研究部

**钼铁市场容量约 140 亿元，未来随着特钢不锈钢在钢铁中应用占比提升、钼铁价格由低位均值回归，市场容量将进一步提升。**2019 年，全国钼铁产量 14.4 万吨，按当前钼铁价格 9.6 万元/吨计算，钼铁市场容量约 140 亿元。历史上钼铁均价约 10 万元/吨，2020 年以来钼铁价格最低下滑至不到 9 万元/吨，处于低位。未来需求端特钢、不锈钢在钢铁中应用占比和钼铁价格均具备上行潜力，市场容量具备提升空间。钼铁行业集中度较高，CR5 达到 51.2%，CR10 达到 73.0%，行业产量第一的洛阳钼业钼铁年产量在 2 万吨左右。

图 64: 钼铁价格目前低于 10 万元的历史均值



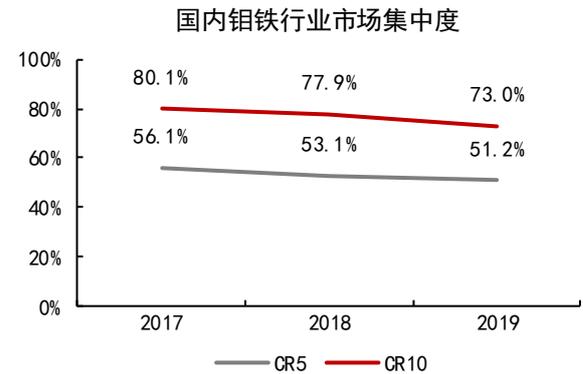
资料来源：wind，中信证券研究部

图 65: 2018 年起进口特钢金额和数量降低



资料来源: 中国铁合金在线, 中信证券研究部

图 66: 进出口特钢之间的均价差距在缩小



资料来源: 中国铁合金在线, 中信证券研究部

表 17: 近三年钼铁产量前十企业

钼铁产量排名	2017		2018		2019	
	企业名称	产量 (吨)	企业名称	产量 (吨)	企业名称	产量 (吨)
1	洛阳栾川钼业集团股份有限公司	22660	洛阳栾川钼业集团股份有限公司	22480	洛阳栾川钼业集团股份有限公司	19490
2	金堆城钼业股份有限公司	19500	金堆城钼业股份有限公司	17700	金堆城钼业股份有限公司	18850
3	锦州新华龙钼业股份有限公司	14500	锦州吉翔钼业股份有限公司	15700	锦州新华龙钼业股份有限公司	14750
4	葫芦岛万丰金属有限公司	10800	葫芦岛万丰金属有限公司	11220	葫芦岛万丰金属有限公司	12265
5	栾川龙宇钼业有限公司	9890	葫芦岛 (荣鑫钼业+恒越铁合金) 有限责任公司	9530	朝阳金达钼业有限责任公司	8600
6	葫芦岛 (荣鑫+恒越) 钼业有限公司	9730	朝阳金达钼业有限责任公司	8300	锦州兴和金属有限公司	8100
7	朝阳金达钼业有限责任公司	7550	锦州兴和金属有限公司	8000	凌海衡泰钼业有限公司	7000
8	凌海衡泰钼业有限公司	6580	凌海衡泰钼业有限公司	7560	葫芦岛荣鑫钼业有限公司	6310
9	锦州兴业冶炼有限责任公司	5320	洛阳 (博华实业+多华钼业) 有限公司	7089	洛阳博华实业有限公司	5180
10	锦州鑫钛冶金有限公司	3900	锦州兴业冶炼有限责任公司	4900	中陕核钼业有限公司	4950
加总:		110430		112479		105495
CR10:		80.1%		77.9%		73.0%

资料来源: 中国铁合金在线, 中信证券研究部

公司年产 2 万吨钼合金生产线于 6 月 16 日投产, 预计经过产能爬坡后将增厚 20 亿营收, 贡献 53.5% 的营收增速; 若净利率能达到 10%, 则能贡献 47.6% 的净利润增速。公司的年产 2 万吨钼合金产线项目是日照市岚山区招商引资重点项目。据岚山开发区公众号发布, 公司钼合金生产线总投资 2.5 亿元, 占地面积 3.6 万平方米, 主要建设 (1) 两条自热式节能回转窑, 年产氧化钼 2.5 万吨; (2) 一条自动化配料、混料、冶炼系统, 年产钼合金 2 万吨; (3) 一套配合钼精矿焙烧烟气脱硫系统, 脱硫工艺先进, 排放指标低于国家超低排放标准。

日照基地钼合金产线已于 6 月 16 日投产，但由于氧化钼产线尚未投产，公司仍需外购氧化钼原材料，导致业务利润率较低。预计氧化钼产线将在年内投产，届时毛利率可恢复正常水平。我们测算，若产能满产，正常运营下，若项目净利润能达到 15%/10%/5%/3%，则可增厚净利润 3.0/2.0/1.0/0.6 亿元，贡献净利润增速 71.4%/47.6%/23.8%/14.3%。

图 67：钼铁合金生产流程及所对应的利尔产线基本信息



资料来源：岚山开发区公众号，洛阳钼业招股书，中信证券研究部

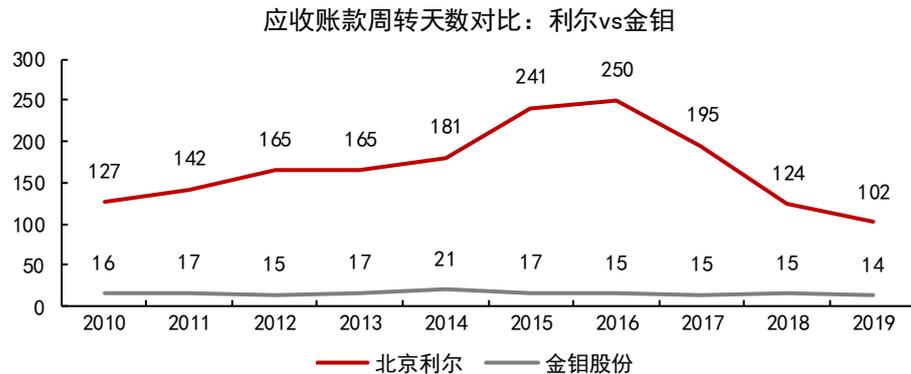
表 18：北京利尔钼合金业务对业绩贡献测算

钼合金年产量（万吨）	2			
每吨均价（万元/吨）	10			
钼合金年产值（亿元）	20			
产销率假设	100%	<- 金钼股份钼精矿产销基本同步		
钼合金贡献营收（亿元）	20			
2019 年营收（亿元）	37.4			
<b>贡献营收增速</b>	<b>53.5%</b>			
毛利率假设	30%	<- 参考金钼股份近五年钼炉料业务的毛利率均值		
增厚毛利（亿元）	6.0			
2019 年毛利（亿元）	12.4			
<b>贡献毛利增速</b>	<b>48.4%</b>			
净利率假设	15%	10%	5%	3%
增厚净利润（亿元）	3.0	2.0	1.0	0.6
2019 年净利润（亿元）	4.2	4.2	4.2	4.2
<b>贡献净利润增速</b>	<b>71.4%</b>	<b>47.6%</b>	<b>23.8%</b>	<b>14.3%</b>

资料来源：金钼股份年报，岚山开发区公众号，中信证券研究部测算

**公司发展钼合金业务，有助于改善回款质量。**公司的应收账款周转天数为 102 天，相比耐材同行已经是较好水平。而主要从事钼炉料生产及销售的金钼股份的应收账款周转天数长期在 15 天左右，回款速度远高于耐材行业。

图 68：铝合金行业的应收账款周期显著优于耐材行业



资料来源：wind，中信证券研究部

**日照钢铁产业发展前景好，且公司有耐材业务形成渠道协同，看好铝合金业务的发展。**

日照市在 2017 年发布了《日照市钢铁及配套产业提升计划实施方案（2017—2021 年）》。该方案提出，将全力打造国家级“先进钢铁制造基地”（年产值 5000 亿），规划涉及东港和岚山两个区，规划建设钢铁配套产业园，重点围绕山东钢铁集团日照精品钢基地、日照钢铁控股集团有限公司的 2250 万吨钢及连云港、临沂、青岛等周边 3100 万吨钢进行精深加工及配套服务，形成较完整的钢铁产业链。据北京利尔在公告中的估计，以日照为中心，半径为 300 公里的区域内，通过部分钢企的异地搬迁及扩产计划，将新增不低于 5000 万吨钢铁产能，并最终可能形成钢铁产能过亿吨的钢铁产业聚集区，钢铁产业发展潜力巨大。

公司于 2019 年在日照投资 3.01 亿元建设日照利尔绿色耐火材料生产线一期（年产量 16 万吨/年）。公司直接在地布耐材生产基地，有利于与日照钢铁、山东钢铁、青岛特钢等公司重要客户加深合作。铝合金业务的下游客户与耐材相同，公司可向耐材业务的合作钢企配套销售铝合金，两项业务可共享公司的品牌和渠道积累。

表 19：《日照市钢铁及配套产业提升计划实施方案（2017—2021 年）》部分要点

钢铁产业历史情况	2016 年，全市钢铁产业完成工业总产值 481.4 亿元，占全市规模以上工业总产值的 17.2%；实现主营业务收入 468 亿元、利润 14.3 亿元、利税 23.2 亿元。生产钢材 1674 万吨，粗钢 1385.6 万吨，热轧薄板 312.4 万吨。
存在的主要问题	一是优质产能发挥不足，高端钢材市场占有率不大；二是钢材产品延伸加工短缺；三是土地、安全、环保、节能、水资源等约束性指标对钢铁产业发展的制约明显。
发展目标	全力打造 5000 亿级“先进钢铁制造基地”。具体目标：到 2021 年，形成钢铁综合产能 2250 万吨，产值突破 1000 亿元。板（带）材中高端产品比例达到 90% 以上，板（带）材深加工规模达到 800 万吨水平。
实施路径	规划建设钢铁配套产业园，重点围绕山东钢铁集团日照钢铁精品基地、日照钢铁控股集团公司的 2250 万吨钢及连云港、临沂、青岛等周边 3100 万吨钢进行精深加工及配套服务，形成较完整的钢铁产业链。规划涉及东港和岚山两个区，总规划面积 60 平方公里（含冶炼），配套园区面积 45 平方公里。 规划钢材精深加工、钢铁配套服务、钢铁下游延伸、新材料、循环经济和物流、商业配套服务等 6 大板块 14 类细分产业项目。

资料来源：日照市人民政府，中信证券研究部

**若矿山整治趋严，原材料业务利润率有望提高**

2020 年是辽宁省矿山整治全面推进、取得成果的决胜之年。2017 年，辽宁省对矿山资源进行了初步排查整治。2018 年，辽宁省《关于深入贯彻落实新发展理念全面实施非

煤矿山综合治理的意见》将矿山整治任务分为了三个阶段。第一阶段（2018年10月-12月）查找梳理问题，强化顶层设计；第二阶段（2019年1月-2020年12月）要求到2020年年底，非煤矿山存在的突出问题基本得到解决。；第三阶段（2021年1月-到2022年12月）的任务是聚焦深度攻坚，形成长效常态。2020年是第二阶段整治的决胜之年。为此，辽宁省也颁布了一系列政策，加速露天矿山综合整治，鼓励大型矿山占比提升，全面推进绿色矿山建设，为绿色矿山企业提供政策激励。

表 20：近年辽宁省有关矿山资源整治的政策

2020年4月	辽宁确定今年为“绿色矿山建设全面推进年”	<b>省自然资源厅将2020年确定为绿色矿山建设全面推进年</b> ，将完成矿山企业情况摸排、绿色矿山省级创建库入库工作、组织绿色矿山第三方评估工作、省级项目库遴选入库等工作。 <b>绿色矿山省级创建库入库比例为大、中、小型有效矿山分别达到90%、70%、50%</b> ，新建矿山和开采菱镁、钼、石墨的有效矿山100%申请入库。
2020年2月	《辽宁省绿色矿山建设实施方案》	<b>为纳入省级绿色矿山项目库的矿山企业提供政策激励</b> ，在矿产资源、用地保障、财税、绿色金融方面提供支持。比如，符合条件并经认定为高新技术企业的绿色矿山，可依法减按15%税率征收企业所得税。
2019年10月	《辽宁省露天矿山综合整治实施方案》	<b>2020年年底完成露天矿山综合整治任务。</b>
2019年8月	《辽宁省矿山综合治理条例》	对新增矿山坚持严格准入条件；对矿山安全生产坚持突出重点、依法从严；重点就矿山污染防治和地质环境恢复治理作出规定。鼓励资金雄厚、技术先进的企业，对装备落后、技术含量低、综合利用水平低、存在安全隐患或者排放不达标的矿山企业进行资源整合重组，形成以大型集团为主体，大中小型矿山、上下游产业协调发展的资源开发格局。
		目标任务： 到2022年，矿权减量实现审批严格、监管规范、数量减半，全省非煤矿山缩减50%左右。 <b>非煤矿山结构优化，大中型矿山比例从13%提高至30%左右</b> 。形成以大型集团为主体，大中小型矿山、上下游产业协调发展的资源开发格局。
2018年10月	《关于深入贯彻落实新发展理念全面实施非煤矿山综合治理的意见》	非煤矿山“五矿共治”攻坚，主要分三个阶段： <b>第一阶段（2018年10月-12月）</b> ，查找梳理问题，强化顶层设计。对照各自职责，开展调查摸底，查找梳理问题，制定相关处置政策；制定专项行动计划，明确时间表、路线图、责任人。 <b>第二阶段（2019年1月-2020年12月）</b> ，基本解决问题，实现全面改观。坚持挂图作战，强化协同配合，全面开展专项行动。到2020年年底，非煤矿山存在的突出问题基本得到解决，矿山面貌实现全面改观。 <b>第三阶段（2021年1月-到2022年12月）</b> ，聚焦深度攻坚，形成长效常态。在实施重点突破的同时，认真总结行之有效的做法措施，形成源头防治、标本兼治、常态强治、齐抓共治的长效机制。
		针对菱镁矿严格管理： 新建矿山储量规模必须达到中型以上，最低开采规模为30万吨/年，必须达到绿色矿山建设标准；鼓励已有矿山进行整合重组，整合重组后矿山储量规模达到中型以上，最低开采规模为30万吨/年。

资料来源：辽宁省人民政府，辽宁省自然资源厅，中信证券研究部

**未来若矿山整治进一步趋严，公司原材料业务利润率有望提高。**矿山整治主要针对众多在环境保护和资源节约方面不合规的中小型矿产企业，而对公司的矿源成本影响不大。中小型矿产企业成本提升，将传导至下游的耐火原料企业，引致耐火原料价格提升。2017年矿山整治导致矿石和耐火原料价格上涨，吸引了一批耐火原料企业进入市场。随着镁砂价格回落及耐火原料社会库存上升，耐火原料价格随之下跌，目前已处于底部位置。

子公司海城市中兴镁质合成材料有限公司是公司镁矿和耐火原料业务的经营主体。自2017年到2019年，子公司业绩高位回落，营收由5.2亿元降低至3.5亿元，营业利润率

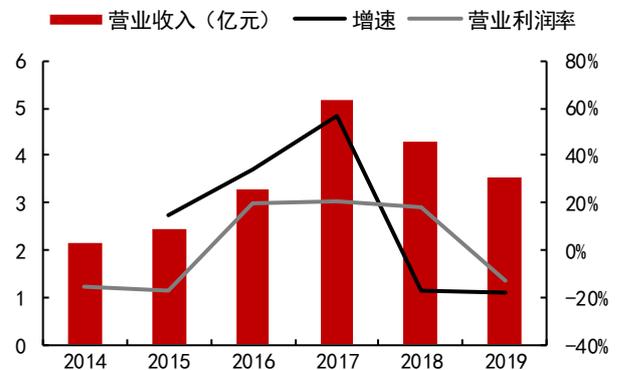
由 20.3%降低至-13.2%。未来若矿山整治进一步趋严、供给端改善、耐火原料价格提高，公司原材料业务利润率有望回归合理水平，增厚利润。

图 69：利尔其他业务毛利率较低



资料来源：北京利尔年报，中信证券研究部

图 70：中兴镁质合成材料子公司经营情况



资料来源：北京利尔年报，中信证券研究部

## 风险提示

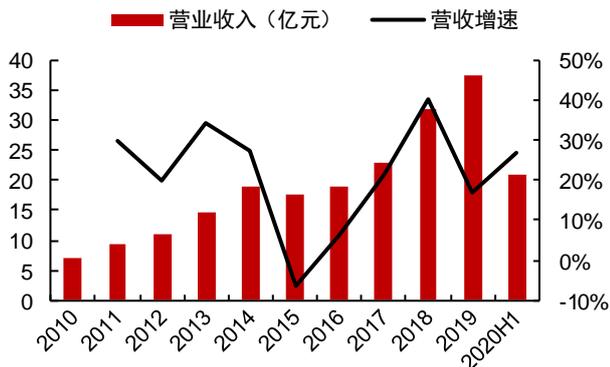
钢铁产量下滑；原材料价格大幅波动；新业务拓展不达预期。

## 盈利预测与投资评级

随着行业集中度提升和下游钢铁行业景气度回升，公司近三年经营状况良好。2019年，北京利尔实现营业收入 37.42 亿元，同比增长 17.06%，近三年营收增速均在 15%以上；扣非净利润 3.85 亿元，同比增长 25.92%。公司产品分为不定形耐火材料、定型耐火材料、功能性耐火材料、其他业务（如菱镁矿采选及加工、陶瓷纤维制品业务），分别占收入的 32%/35%/19%/14%，近年不定形耐材占比持续降低，定型耐材和其他业务占比提升。2019 年，公司毛利率为 33.15%，EBITDA 率为 14.95%，扣非净利率为 10.29%。19 年毛利率 33.15%较 18 年的 35.12%有所降低，主要是镁砂降价行情下菱镁矿采选等其他业务的毛利率降低导致，耐火材料业务的毛利率依旧是提升态势。

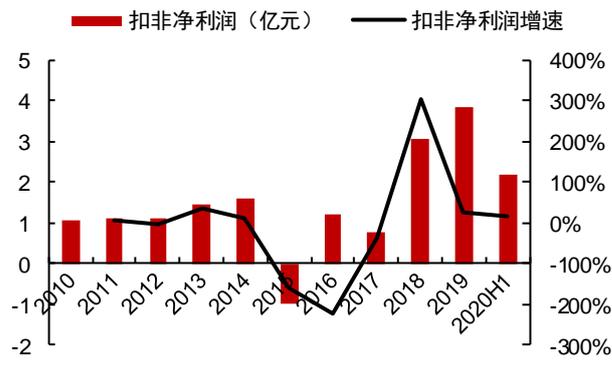
2020 年上半年，北京利尔实现营业收入 20.92 亿元，同增 27.09%，扣非归属净利润 2.18 亿元，同增 16.98%。其中，公司耐火材料业务收入为 17.74 亿元，同比增长 14.25%，实现逆势增长，公司销售拓展取得成果。同时，公司主要客户为经营稳健的大型钢企，需求也更为稳定。相比之下，上半年全国耐材产量 1048.22 万吨，同减 13.75%，行业协会调查的 76 家重点耐材企业销售收入 253.38 亿元，同减 7.92%，行业产量及重点公司收入均明显下滑，公司市占率加速提升。上半年，公司其他业务收入为 3.18 亿元，同增 240.67%，体现了铝合金业务增厚收入的效果，随着铝合金产能爬坡和渠道建设完成，下半年预计将进一步贡献收入增量。上半年，公司毛利率为 24.92%，同减 11.39%，主要是铝合金业务当前毛利率较低所致。随着下半年氧化铝产线投产，氧化铝原材料的外购比例降低，铝合金业务利润率有望提升至正常水平。

图 71: 2020H1 利尔营收增速 27.09%



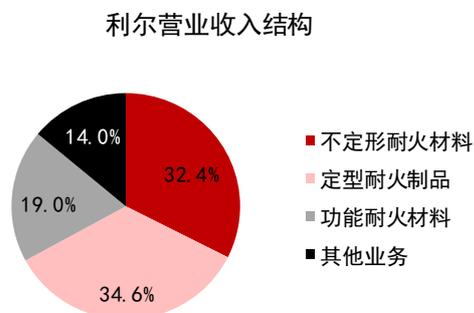
资料来源: wind, 中信证券研究部

图 72: 2020H1 利尔扣非净利润增速 14.25%



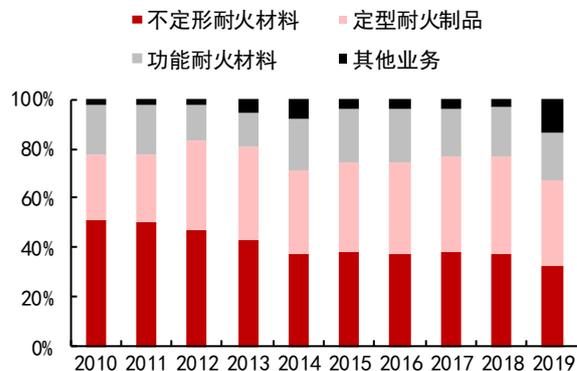
资料来源: wind, 中信证券研究部

图 73: 利尔营收结构较为均衡



资料来源: 北京利尔年报, 中信证券研究部

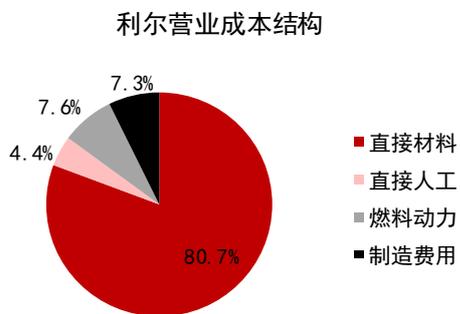
图 74: 近年不定形耐材占比减少, 定型耐材和其他业务占比增加



资料来源: wind, 中信证券研究部

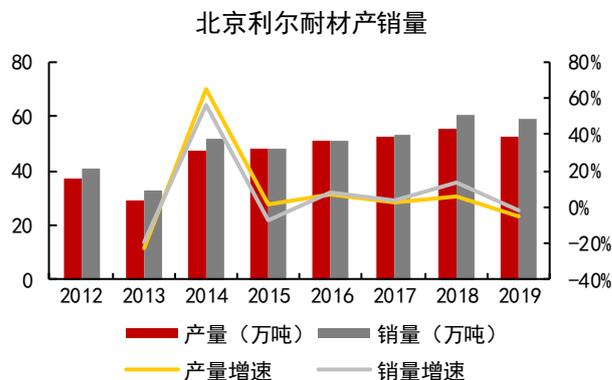
注: 10-14 年年报中单独披露过的耐火预制件业务、菱镁矿业务、高纯氧化物烧成制品业务、陶瓷纤维制品业务、其他非主营业务均根据后来报表中的分类方式调整纳入到了现有的四种业务中。

图 75: 北京利尔营业成本结构中, 原材料是主要成本



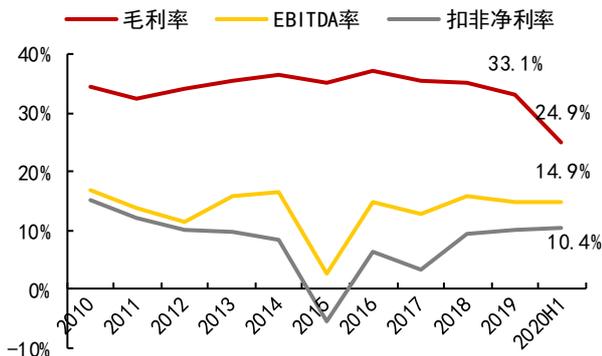
资料来源: 北京利尔年报, 中信证券研究部

图 76: 北京利尔 2019 年淘汰了 15 万吨落后产能



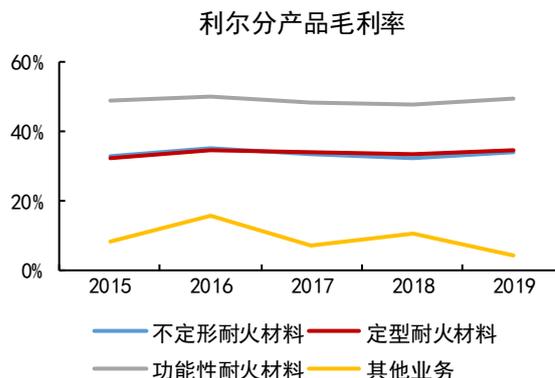
资料来源: 北京利尔年报, 中信证券研究部

图 77：北京利尔利润率情况



资料来源：wind，中信证券研究部

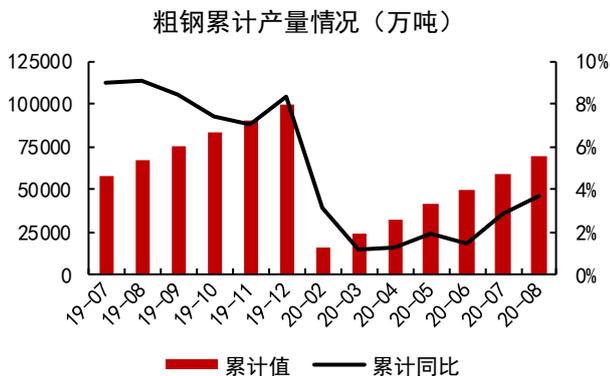
图 78：2019 年其他业务毛利率下降拉低了综合毛利率



资料来源：北京利尔年报，中信证券研究部

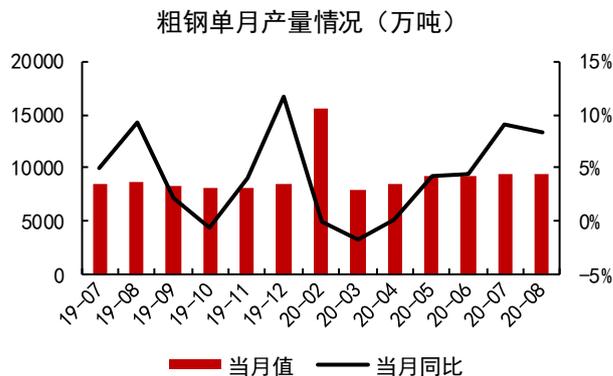
**2020 年粗钢产量增速有望延续上行趋势，带动耐火材料需求增长。**2020 年 1-5 月，粗钢产量恢复较好。1-5 月累计产量 41175.1 万吨，累计同比增加 1.9%，且 3 月以来单月同比增速稳步回升。下半年随着地产开工修复和基建投资继续发力，粗钢产量增速有望延续上行趋势，带动耐火材料需求增长。

图 79：2020 年 1-8 月粗钢累计产量同比增加 3.7%



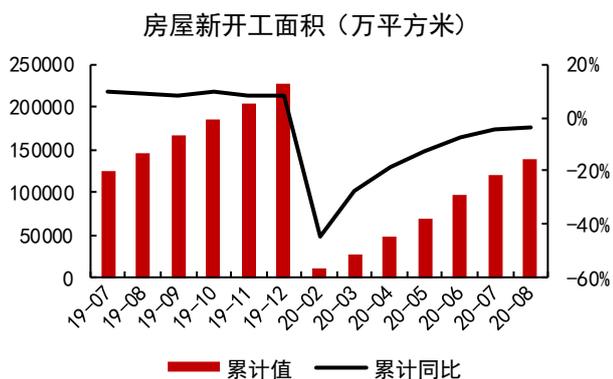
资料来源：wind，中信证券研究部

图 80：粗钢产量单月同比增速恢复较好



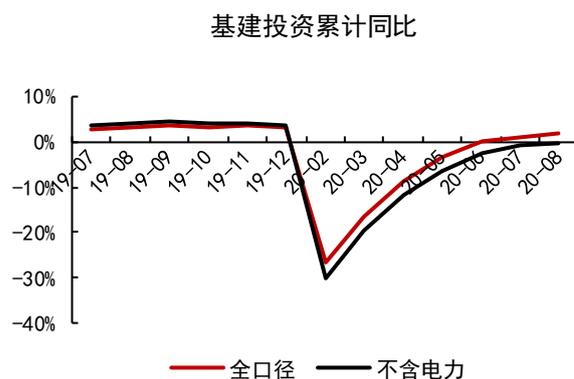
资料来源：wind，中信证券研究部

图 81：地产新开工持续修复



资料来源：wind，中信证券研究部

图 82：财政政策对下半年基建投资形成支撑



资料来源：wind，中信证券研究部

公司目标在 2025 年实现三个“一百”：（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，对应 2019-2025 年收入复合增速 17.8%。考虑到公司市占率的稳步提升，预计耐火材料增速 15-20%，钼合金业务的投产贡献新的收入利润增长点，预计公司 2020-2022 年净利润 4.91/6.28/7.97 亿元，给予 2021 年 15 倍 PE，目标价 7.91 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

**利润表 (百万元)**

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,197	3,742	4,713	5,702	6,786
营业成本	2,074	2,502	3,408	4,122	4,898
毛利率	35.12%	33.15%	27.68%	27.72%	27.81%
营业税金及附加	30	29	41	49	56
销售费用	373	418	304	328	387
营业费用率	11.68%	11.16%	6.45%	5.75%	5.70%
管理费用	126	140	179	200	237
管理费用率	3.95%	3.73%	3.80%	3.50%	3.50%
财务费用	45	(5)	28	68	61
财务费用率	1.39%	-0.14%	0.59%	1.19%	0.89%
投资收益	37	7	20	20	20
营业利润	428	511	582	744	945
营业利润率	13.38%	13.64%	12.34%	13.05%	13.93%
营业外收入	2	2	2	2	2
营业外支出	18	32	5	5	5
利润总额	413	481	579	741	942
所得税	79	64	87	111	141
所得税率	19.10%	13.23%	15.00%	15.00%	15.00%
少数股东损益	1	1	1	2	2
归属于母公司股东的净利润	333	416	491	628	798
净利率	10.42%	11.11%	10.41%	11.02%	11.77%

**资产负债表 (百万元)**

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	873	723	952	1,270	1,398
存货	712	742	1,269	1,390	1,643
应收账款	1,063	1,020	1,720	1,844	2,173
其他流动资产	1,162	1,583	2,224	2,375	2,497
流动资产	3,809	4,067	6,165	6,879	7,710
固定资产	504	673	750	817	874
长期股权投资	78	81	81	81	81
无形资产	440	429	429	429	429
其他长期资产	346	340	341	343	346
非流动资产	1,368	1,523	1,601	1,670	1,730
资产总计	5,177	5,590	7,765	8,549	9,440
短期借款	103	0	2,001	2,004	1,907
应付账款	724	717	1,191	1,353	1,575
其他流动负债	876	1,032	281	321	351
流动负债	1,703	1,749	3,474	3,679	3,832
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	27	28	28	28	28
非流动性负债	27	28	28	28	28
负债合计	1,730	1,777	3,502	3,706	3,860
股本	1,190	1,190	1,190	1,190	1,190
资本公积	988	988	988	988	988
归属于母公司所有者权益合计	3,440	3,804	4,253	4,831	5,566
少数股东权益	8	9	10	12	14
股东权益合计	3,447	3,814	4,264	4,843	5,580
负债股东权益总计	5,177	5,590	7,765	8,549	9,440

**现金流量表 (百万元)**

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	413	481	579	741	942
所得税支出	-79	-64	-87	-111	-141
折旧和摊销	71	84	73	83	92
营运资金的变化	-533	-112	-2,172	-209	-459
其他经营现金流	89	26	31	60	44
经营现金流合计	-40	416	-1,576	563	478
资本支出	-109	-147	-150	-150	-150
投资收益	37	7	20	20	20
其他投资现金流	1,040	-286	3	1	1
投资现金流合计	968	-427	-127	-129	-129
发行股票	0	0	0	0	0
负债变化	1,313	151	2,001	3	-97
股息支出	-18	-33	-42	-51	-64
其他融资现金流	-2,083	-150	-28	-68	-61
融资现金流合计	-788	-33	1,932	-116	-221
现金及现金等价物净增加额	140	-43	228	318	128

**主要财务指标**

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	40.39%	17.06%	25.92%	21.00%	19.00%
营业利润增长率	134.83%	19.32%	13.89%	27.94%	27.02%
净利润增长率	105.33%	24.87%	17.95%	28.06%	27.11%
毛利率	35.12%	33.15%	27.68%	27.72%	27.81%
EBITDA Margin	15.85%	14.95%	14.40%	15.61%	16.11%
净利率	10.42%	11.11%	10.41%	11.02%	11.77%
净资产收益率	9.68%	10.93%	11.53%	13.00%	14.35%
总资产收益率	6.43%	7.44%	6.32%	7.35%	8.46%
资产负债率	33.41%	31.78%	45.09%	43.35%	40.89%
所得税率	19.10%	13.23%	15.00%	15.00%	15.00%
股利支付率	10.01%	10.02%	10.34%	10.12%	10.16%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**欧盟与英国：**本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

**澳大利亚：**CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中所提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。