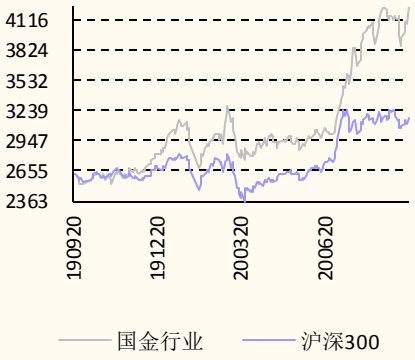
资源与环境研究中心

其它非金属行业研究 买入（维持评级） 行业深度研究

行业拐点已至，龙头企业有望受益

市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金其它非金属指数	4245
沪深 300 指数	4737
上证指数	3338
深证成指	13245
中小板综指	12431



相关报告

1.《珍惜当下，布局未来-玻纤行业深度报告》，2020.7.16

2.《受益地产、旧改和基建，行业高增长维持-防水行业深度报告》，2020.4.20

投资建议

- **行业策略：**耐火材料行业属于典型的产能过剩行业，前十家企业集中度仅为 15%，远低于工信部要求的 45%目标集中度。随着国家相关部门在淘汰落后产能、提升行业进入门槛等方面进行政策引导和规范要求，未来行业集中度有望提升。2020 年 9 月，中国建材和中国宝武下属耐火材料企业的重组宣告耐火材料行业整合的开始，同时下游钢铁行业的整合也将加快耐材企业间的重组。由于附属耐材企业与独立耐材企业盈利相差悬殊，我们认为独立耐材企业凭借出色的成本控制能力和较低的负债率，有望在本轮整合中受益。
- **推荐组合：**建议关注北京利尔（002392）。

行业观点

- **耐火材料企业与上游资源分布相同：**耐火材料是典型的资源依赖型产业，直接材料在生产成本中占比约 80%，菱镁矿、铝土矿和石墨是主要成本构成。河南省拥有丰富的铝土矿资源，山东省石墨、粘土资源较多，是我国铝硅系耐火材料的主产区；辽宁省镁矿储量较大，是镁质耐火材料的生产基地。
- **耐火材料的下游以钢铁行业为主：**钢铁行业是耐火材料最主要的下游消费领域，需求占比达到 70%，其次是水泥、陶瓷、化工等行业，需求占比分别为 7%、6%和 4%。2011 年以来，随着下游需求稳定，我国耐火材料行业告别快速扩张阶段，产量进入平台期，吨钢耐火材料消耗量从 2010 年 0.035 吨降至 2019 年 0.02 吨。
- **耐火材料行业集中度有望提升：**目前我国耐火材料行业集中度偏低，未来集中度有望提升：1、海外行业整合早已开始，并已取得显著成果，带来良好示范作用；2、政府不断出台相关政策，引导行业集中度上行；3、下游需求占比最高的钢铁行业集中度的持续提升，也将加速上游耐火材料的行业整合；4、近年来受供给侧改革、环保治理以及矿山生态保护等因素影响，上游原材料产业变动较大，进一步压缩小企业的生存空间；5、环保高压和竞争加剧，也将加快落后产能退出。
- **头部耐火材料企业受钢铁行业景气度下行影响有限：**我国钢铁产量大幅增长的阶段已经过去，行业发展从产量增长转为产品结构变化。我们认为，头部耐火材料企业受钢铁行业下行有限，原因主要有两个方面：1、钢铁行业景气度的下行将带来自身集中度的提升，而头部耐火材料企业客户通常为大中型钢企，市场份额会随着头部钢企市占率提升而增加；2、由于上游原材料供给充足，在整体承包模式下，耐火材料企业可通过对全产业链的成本把控，减轻成本压力。
- **建议关注北京利尔：**整体承包和全产业链构成公司两大护城河。公司盈利能力较强，同时资产负债率较低，高管团队年轻化为公司注入活力，有足够实力和意愿进行扩张。公司综合技术实力在行业内处于领先地位，借助现有渠道优势，钼铁合金业务发展迅速，已成为公司新的利润增长点。

风险提示

- 全球经济下滑风险；环保和安全监管升级风险；贸易摩擦风险；汇率风险。

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

内容目录

1. 行业集中度有望提升，独立耐材企业优势明显 4
1.1 下游需求以钢铁行业为主 4
1.2 行业告别快速发展期，集中度较低问题突出 4
1.3 多方因素推动，行业集中度有望提升 5
1.4 钢铁行业兼并重组将倒逼耐火材料行业整合 8
1.5 环保高压将加速耐材行业低端产能出清 9
2. 头部耐材企业受钢铁行业景气度影响有限 9
2.1 整包模式抵御周期波动 9
2.2 原材料价格下行降低耐材企业成本压力 10
2.3 耐材企业利润与钢铁行业盈利相关性弱 11
3. 推荐公司：北京利尔（002392） 12
4. 风险提示 15

图表目录

图表 1：被钢水侵蚀后的耐火砖 4
图表 2：直接材料是主要的成本构成 4
图表 3：钢铁是耐火材料主要的下游消费领域 4
图表 4：中国耐火材料产量进入低速增长阶段 5
图表 5：我国耐火材料生产企业可分为四大类 5
图表 6：政策鼓励行业集中度提升 6
图表 7：独立耐材企业盈利能力更强 7
图表 8：全球第一和第三大耐材企业重组前业务情况 7
图表 9：整合后的 RHI M 盈利能力大幅提升 8
图表 10：钢铁产量快速增长时代过去 9
图表 11：中国钢铁行业集中度偏低 9
图表 12：河南是中国最大的耐火材料省份 9
图表 13：耐材主产区均处于环境敏感的京津冀周边 9
图表 14：整体承包模式下企业收入与耐材销量关联度降低 10
图表 15：正在现场进行更换耐材的钢包 10
图表 16：不同位置的耐材与钢水的接触面积存在差异 10
图表 17：全球菱镁矿资源储量丰富 11
图表 18：全球铝土矿资源储量丰富 11
图表 19：镁砂价格持续回落 11
图表 20：氧化铝价格短期反弹不改下降趋势 11
图表 21：耐材企业收入与钢材产量有一定相关性 12

图表 22：耐材企业利润与钢铁行业盈利相关性弱.....12
图表 23：吨钢耐材消耗量持续减少.....12
图表 24：钢铁行业盈利能力下滑.....12
图表 25：赵继增为实际控制人.....13
图表 26：公司营收收入稳定增长.....13
图表 27：2015 年是公司上市后首次亏损.....13
图表 28：北京利尔净利率最高.....14
图表 29：北京利尔负债率最低.....14
图表 30：钼的主要下游为钢铁行业.....15

1. 行业集中度有望提升，独立耐材企业优势明显

1.1 下游需求以钢铁行业为主

耐火材料一般指耐火度在 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、电力等高温工业，是各种高温热工窑炉和装备不可或缺的基础材料。

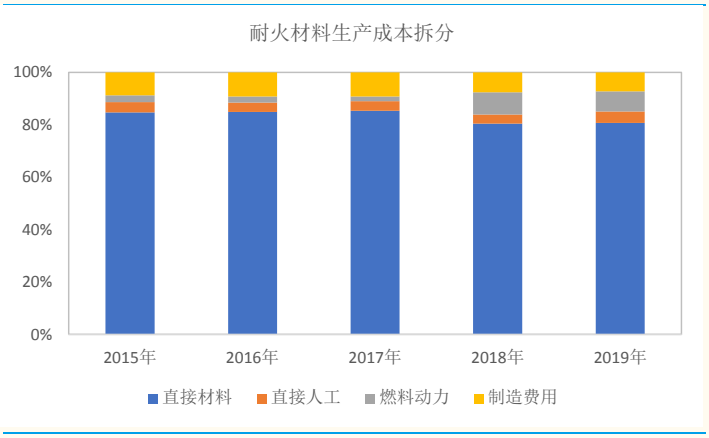
耐火材料行业是典型的资源依赖型产业，直接材料在生产成本中占比约 80%，上游主要是耐火原料加工制造业。耐火原料可分天然原料与合成原料两大类，天然原料包括：由铝矾土、菱镁矿、石墨等矿物原料加工制成的镁砂、高铝料、刚玉等，合成原料主要包括：莫来石、 尖晶石等。此外，镁砂还可以从海水或者盐湖卤水中获取，但是由于成本过高，镁砂仍以菱镁矿为主要原料。

图表 1：被钢水侵蚀后的耐火砖



来源：邯钢总包项目现场，国金证券研究所

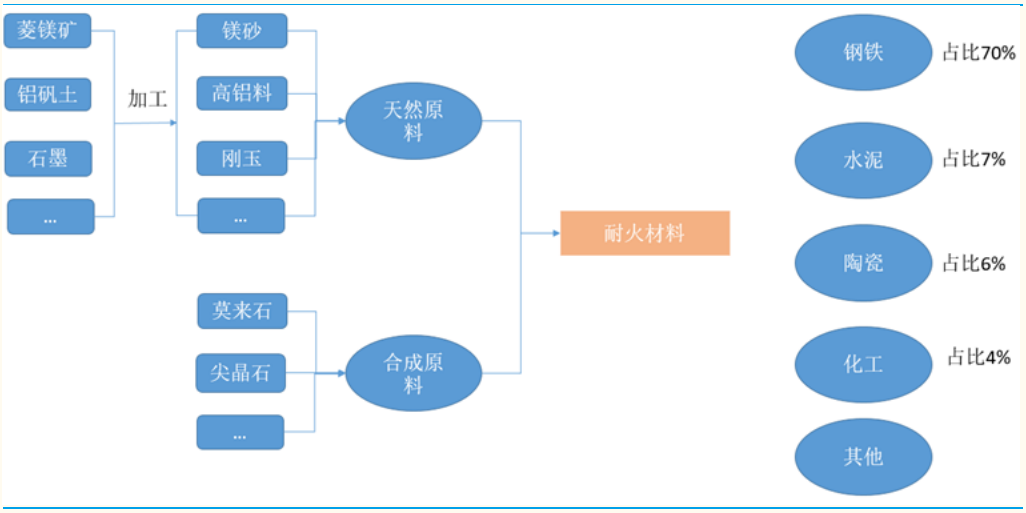
图表 2：直接材料是主要的成本构成



来源：北京利尔年报，国金证券研究所

钢铁行业是耐火材料最主要的下游消费领域，需求占比达到 70%，其次是水泥、陶瓷、化工等行业，需求占比分别为 7%、 6%和 4%。由此可以看出，作为耐火材料的最大消耗行业，钢铁行业对耐火材料行业的发展影响大。

图表 3：钢铁是耐火材料主要的下游消费领域



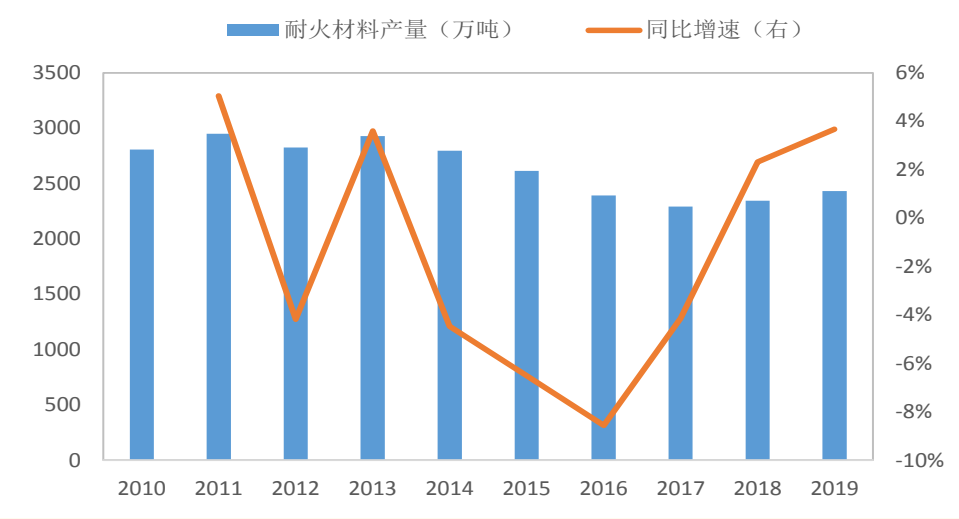
来源：北京利尔招股说明书，国金证券研究所

1.2 行业告别快速发展期，集中度较低问题突出

21 世纪前十年，在下游钢铁、水泥、玻璃等高温工业需求的拉动下，我国耐火材料工业进入快速发展期。2001 年，我国耐火材料制品产量仅为 486 万吨，2010 年增长至 2808 万吨，十年间复合增长率高达 24.51%。

2011 年以来，随着下游需求稳定，我国耐火材料行业逐渐告别快速扩张阶段，产量进入平台期。根据中国耐火材料行业协会数据显示，2019 年我国耐火材料产量 2430.75 万吨，同比增长 3.65%，与十年前规模相当。我国已经成为全球耐火材料的生产和出口大国，产销量稳居全球首位。

图表 4：中国耐火材料产量进入低速增长阶段



来源：Wind，国金证券研究所

由于耐火材料行业进入门槛相对较低，在行业快速发展时期，涌入了较多中小企业。但随着下游需求增长放缓，行业开始逐渐供需失衡，呈现产能过剩的局面。此外，此前粗放式的增长导致行业集中度较低，企业间竞争激烈，行业整体盈利承压。2019 年，全行业耐火制品、耐火原料及相关服务企业总家数为 1958 家，主营业务收入为 2069.2 亿元、同比下降 3.0%，利润总额为 128 亿元、同比下降 17.5%。其中，耐火材料主营业务收入超过 10 亿元的生产企业有 16 家，前 10 家企业市场占有率在 15%左右，行业集中度偏低。

图表 5：我国耐火材料生产企业可分为四大类

类别	代表企业
技术实力雄厚，产品品种多样化，市场覆盖面广，以高技术含量和高附加值产品深加工为主的企业，成长性良好	北京利尔、濮耐股份、鲁阳节能、瑞泰科技等上市公司
依托矿山资源，以原料为基础，逐步扩大为原料及耐火材料制品生产企业	营口青花、海城后英、山西西小坪等
大型钢铁企业附属耐火材料企业，主要凭借母公司资源	武钢耐材、太钢耐火等
技术力量薄弱，缺乏资源储备，生产规模较小，竞争力较弱的中小企业	国内重多中小型耐火材料生产企业

来源：北京利尔招股说明书，国金证券研究所

1.3 多方因素推动，行业集中度有望提升

■ 相关政策出台引导行业集中度提升

参照政策规划目标，目前国内耐火材料行业集中度具备较大提升空间。2013 年，工业和信息化部发布《促进耐火材料产业健康可持续发展的若干意见》，指出：到 2020 年前十家企业的产业集中度提高到 45%，并提出了推进联合重组、优化产业布局、强化节能消耗、严格环境管理、发展高端产品、鼓励技术创新、淘汰落后的窑炉生产产能、加强安全生产等八项任务。中国耐火材料行业协会在《中国耐火材料行业“十三五”规划》中也提出：耐火材料行业到 2020 年实现行业前 10 家企业集中度达到 45%的规划。

国家相关部门在淘汰落后产能、提升行业进入门槛等方面进行政策引导和规范要求，推动行业集中度上行。《工业和信息化部关于促进耐火材料产业健康可持续发展的若干意见》中，明确提出要逐步提高行业准入门槛，加快淘汰能效低、污染重、隐患多的落后产能，并及时制修订耐火材料行业准入条件，规范行业准入。工信部分别在 2018 年 1 月 4 日和 2019 年 9 月 4 日公布了两批符合耐火材料行业规范条件的生产线名单，合计 72 条，起到较好示范作用。2020 年 1 月，发改委发布施行的《产业结构调整指导目录(2019 年本)》对耐火材料行业鼓励类、限制类、淘汰类做了详细的说明，含铬质耐火材料列入限制类名录、燃煤倒焰窑耐火材料及原料制品生产线列入淘汰名录。

图表 6：政策鼓励行业集中度提升

时间	部门	政策	内容
2013年	工信部	《促进耐火材料产业健康可持续发展的若干意见》	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%。
			提高资源综合利用水平和保障能力。到2015年，高端耐火材料基本自给，菱镁矿石资源综合利用率不低于90%，耐火粘土矿石资源综合利用率不低于80%。到2020年，两种矿石资源综合利用率分别高于95%和90%。
			逐步提高行业准入门槛，加快淘汰能效低、污染重、隐患多的落后产能。依据耐火材料产业发展态势，及时制修订耐火材料行业准入条件，规范行业准入。
2015年	中国耐火材料行业协会	《中国耐火材料行业“十三五”规划》	耐火材料行业到2020年实现行业前10家企业集中度达到45%
2016年	工信部	《建材工业发展规划（2016-2020年）》	耐火材料行业将推广无铬耐火材料、耐烧蚀与隔热保温一体化、结构功能一体化的长寿命新型耐火材料、微孔结构高效隔热材料、不定形耐火材料，鼓励高性能耐火材料的生产发展。
2019年	发改委	《产业结构调整指导目录(2019年本)》	鼓励类：焦炉、高炉、热风炉用长寿节能环保耐火材料生产工艺；精炼钢用低碳、无碳耐火材料、保温材料和高效连铸用功能环保性耐火材料生产工艺。
			限制类：含铬质耐火材料。
			淘汰类：燃煤倒焰窑耐火材料及原料制品生产线。

来源：政府网站，国金证券研究所

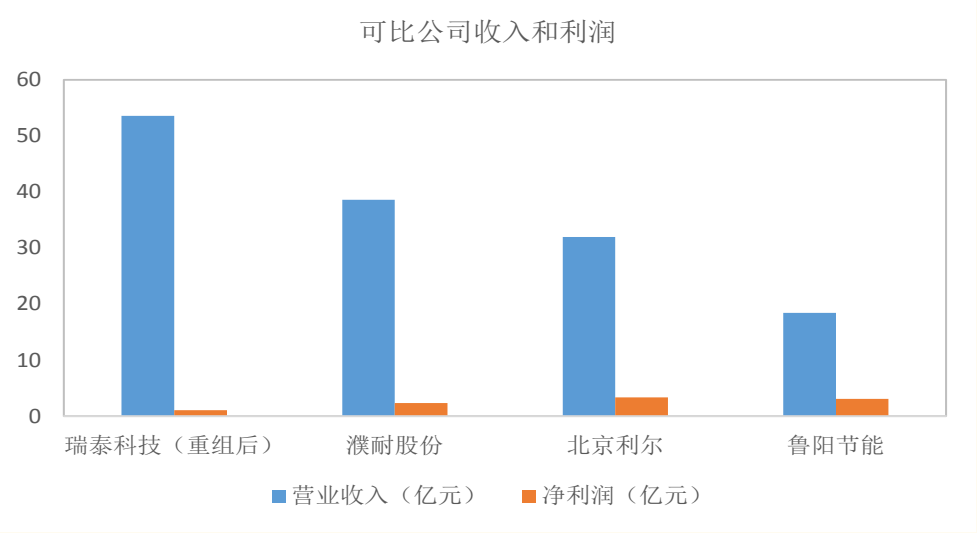
■ 中国建材和中国宝武的耐材企业重组宣告耐材行业整合启动

2020 年 8 月，瑞泰科技发布公告，拟以发行股份的方式购买武钢集团持有的武汉耐材 100%股权及马钢集团持有的瑞泰马钢 40%股权。本次发行股份购买资产完成后，武汉耐材及瑞泰马钢将成为瑞泰科技的全资子公司，而瑞泰科技实际控制人从中国建材变更为中国宝武。

本次重组符合央企提升行业集中度的一贯做法，如：2010 年之前，中国铝业收购全国范围内的铝厂实现电解铝和氧化铝行业集中度提升；2015 年前后，中国建材收购全国范围内的水泥企业实现水泥行业集中度的提升。2019 年，瑞泰科技营业收入为 39 亿元，武汉耐材营业收入为 11.74 亿元。重组完成后，瑞泰科技将成为中国第一、世界第三大耐火材料生产企业，行业集中度将出现提升，标志着我国耐火材料行业整合序幕的启动。

通过分析发现，与独立的耐材企业对比，附属耐材企业的盈利能力偏弱。瑞泰科技属于中国建材附属专注于水泥和玻璃耐火材料的企业，武汉耐材属于武钢附属专注于钢铁耐火材料的企业，均属于建材和钢铁企业的“副业”，盈利能力偏弱。由于武汉耐材在 2019 年一次性计提大额费用，我们选取 2018 年财务数据进行对比。三家独立耐材企业，鲁阳节能净利率最高 16.67%、北京利尔净利率 10.45%、濮耐股份净利率 6.11%，附属企业武汉耐材净利率 2.36%、马钢耐材净利率 2.33%、瑞泰科技净利率 1.88%，盈利能力悬殊明显。

图表 7：独立耐材企业盈利能力更强



来源：公司公告，国金证券研究所

■ 海外行业集中度优于国内，奥镁重组吹响整合号角

自 2000 年起，全球范围内的耐火材料行业整合已经开始。目前国外行业集中度远超国内市场，如：奥地利奥镁（RHI）公司和比利时维苏威（VESUVIUS）公司在欧洲的市占率超过 60%，日本黑崎播磨公司（KROSAKI）和日本品川白炼瓦株式会社在日本的市占率达到 50%。2017 年，奥地利 RHI（奥镁集团）与巴西 Magnesita（镁格尼西塔）两大巨头的重组合并，标志着全球耐火材料行业集中度提升进入新阶段。

在合并之前，RHI 已经是全球最大的耐火材料生产商，在欧洲和北美的钢铁、水泥市场占据较大份额，年收入超过 17 亿美元；Magnesita 为世界第三大耐火材料生产商，市场主要集中在南美洲，年收入超过 10 亿美元。为应对全球耐火材料需求减缓，两大业内巨头强强联合，完善全球化布局，对自身以及行业发展均产生积极影响。

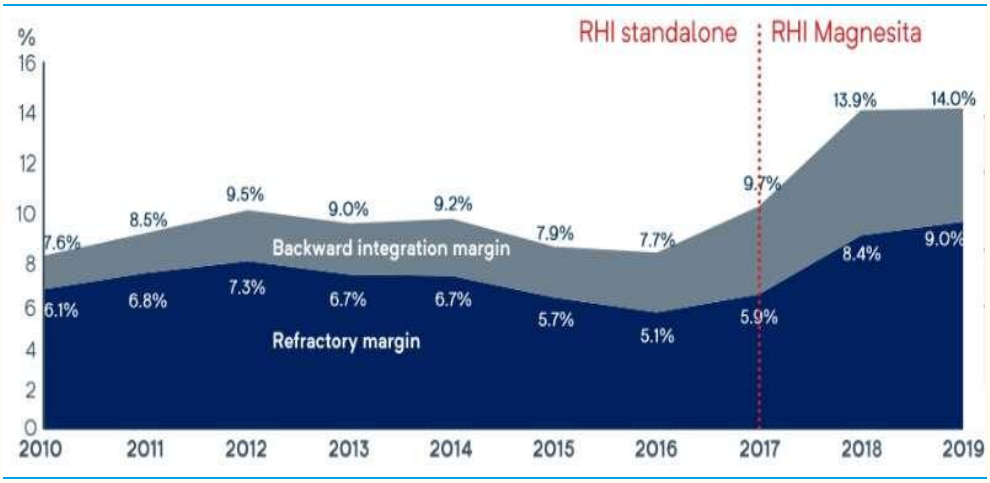
图表 8：全球第一和第三大耐材企业重组前业务情况

RHI	Magnesita
全球最大的耐火材料生产企业	全球第三大耐火材料生产企业
欧洲和北美市场最大的供应商	南美市场最大的供应商
	在北美和西欧拥有丰富的白云石资源
在全球180个国家拥有超过1万名客户	在全球100个国家拥有超过1千家客户
在全球8个国家拥有32个工厂和矿区	在全球8个国家拥有工厂和矿区
年收入超过17亿美元	年收入超过10亿美元
总部位于奥地利维也纳	总部位于巴西圣保罗

来源：公司网站，国金证券研究所

合并之后的 RHI Magnesita 综合实力大幅增强，全球客户超过 1 万个，可运输国家超过 180 个。全球化的布局有效提升协同效应，在扩大市场份额的同时可以更好满足客户的服务需求，增强全球竞争力。此外，整合后的原材料原料自给率提升，基本实现自给自足，进而保证产品质量、降低生产和物流成本，完善纵向一体化产业链。

图表 9：整合后的RHI M 盈利能力大幅提升



来源：RHI M 官网，国金证券研究所

我们认为，RHI Magnesita 的成功重组，显示了耐火材料行业集中度提升是大势所趋，头部企业可通过并购实现自身实力的扩张和行业生态的优化。我国耐火材料生产企业众多，较低的行业集中度不利于行业的良性发展和企业盈利水平的提高，因此我国耐火材料行业集中度提升已迫在眉睫。

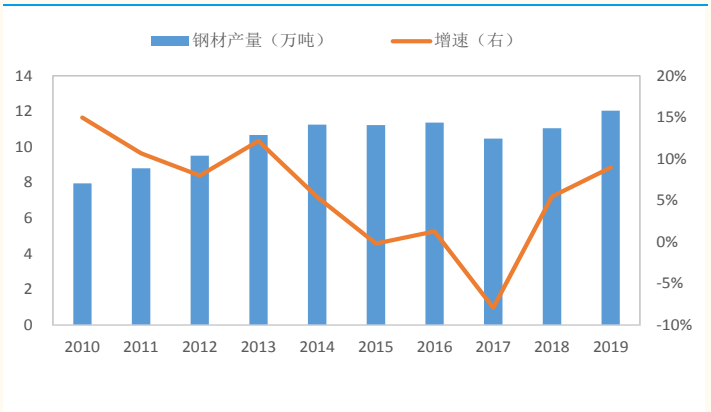
1.4 钢铁行业兼并重组将倒逼耐火材料行业整合

2019 年，中国钢材产量为 12.05 亿吨，同比增长 8.98%，产量再创历史新高。我们认为，中国钢材产量大幅增长的时代已经过去，行业发展从产量增长转为产品结构变化。由于低端产品占比高，“十三五”钢铁行业对落后产能进行淘汰，去产能的主要目标任务基本完成，合计取缔地条钢企业 700 多家，共计压减粗钢产能 1.5 亿吨以上。经过对落后产能的淘汰，我国钢铁行业集中度依然较低，未来大型企业的兼并重组将是大势所趋。

2016 年 9 月，国务院发布《关于推进钢铁产业兼并重组处置僵尸企业的指导意见》指出，到 2025 年，中国钢铁产业前十大企业产能集中度将达 60%-70%，其中：包括 8000 万吨级的钢铁集团三至四家、4000 万吨级的钢铁集团六至八家，与部分专业化的钢铁集团。2016 年 11 月，工信部发布《钢铁工业调整升级规划（2016－2020 年）》，要求依托优势企业，实施区域整合，减少企业家数，通过减量重组，优化调整行业结构，到 2020 年，钢铁行业前十大企业的产业集中度要提高到 60%。2019 年，钢铁行业集中度仅为 36.8%，较 2015 年提升 2.6 个百分点，与既定目标相距甚远。

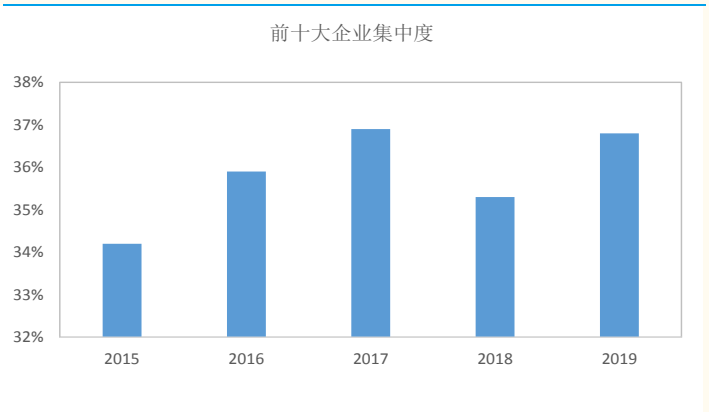
钢铁行业集中度的持续提升，也将加速上游耐火材料行业的整合。随着中国宝武对太钢集团收购的进行，太钢集团下属太钢耐材也将随着母公司的整合而被整合，下游的兼并重组倒逼耐材企业整合。由于大型钢铁集团对耐火材料的产品质量、服务能力要求更高，实力雄厚的耐火材料企业可获得更多发展机会，倒逼小型企业退出市场。北京利尔等行业龙头的客户一直以国内大中型钢铁企业为主，随着下游客户在兼并重组过程中产能和产量将进一步扩大，头部耐火材料企业将受益于下游行业集中度的提升。

图表 10：钢铁产量快速增长时代过去



来源：Wind，国金证券研究所

图表 11：中国钢铁行业集中度偏低

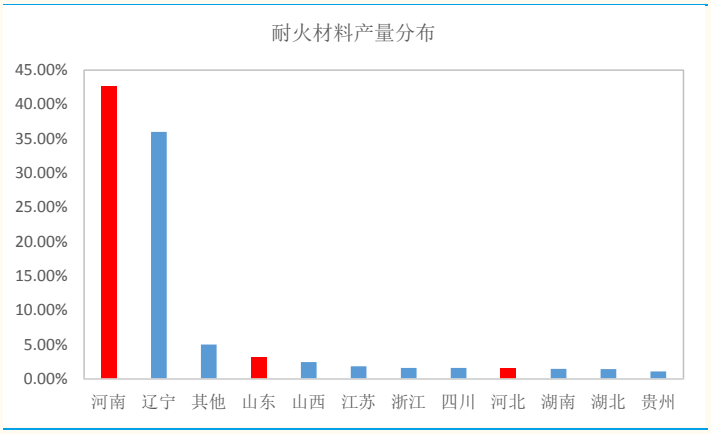


来源：Wind，国金证券研究所

1.5 环保高压将加速耐材行业低端产能出清

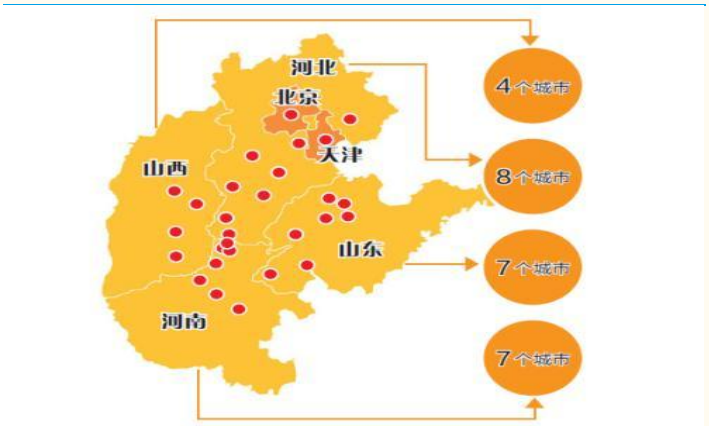
环保高压以及激烈的竞争环境也在迫使低端产能加速退出，市场逐步向规范化发展。河南省是我国最大的耐火材料生产地区，山东省位居第三，而环保要求最严格的“2+26”城市就包含：山东省的济南、淄博、济宁、德州、聊城、滨州、菏泽，河南省的郑州、开封、安阳、鹤壁、新乡、焦作、濮阳。主产区严格的环保治理在生产成本和经营运行方面给予中小企业较大的生存压力，而头部企业由于生产规范，会获得更好的发展机遇。

图表 12：河南是中国最大的耐火材料省份



来源：Wind，国金证券研究所

图表 13：耐材主产区均处于环境敏感的京津冀周边



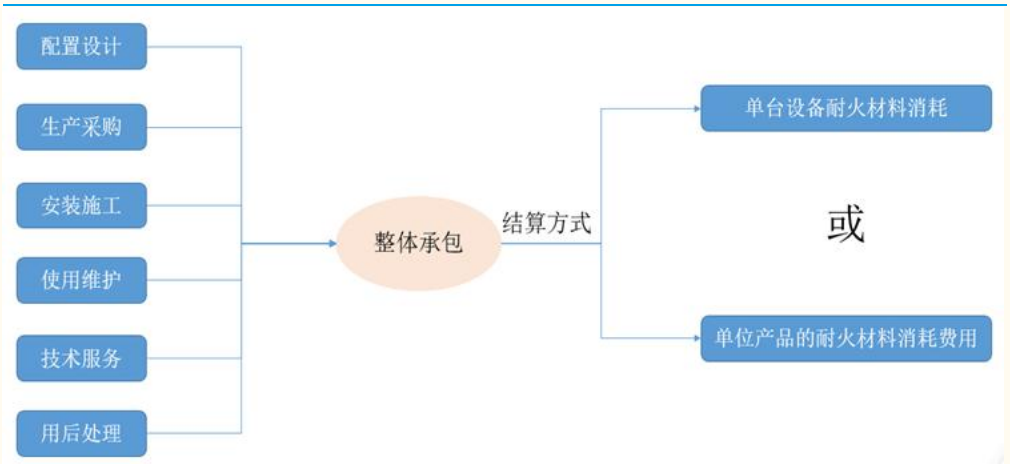
来源：新浪《京津冀大气污染传输通道城市》，国金证券研究所

2. 头部耐材企业受钢铁行业景气度影响有限

2.1 整包模式抵御周期波动

耐火材料行业的销售模式主要有两种，一种是传统的直销模式，一种是当下流行的整体承包模式。整体承包模式，是客户将其全部或部分热工装备所需耐火材料从配置设计、生产采购、安装施工、使用维护、技术服务到用后处理等整体承包给耐火材料生产供应商，耐火材料生产供应商和用户根据协议约定的单台设备耐火材料消耗或单位产品的耐火材料消耗费用进行结算的经营模式。

图表 14：整体承包模式下企业收入与耐材销量关联度降低

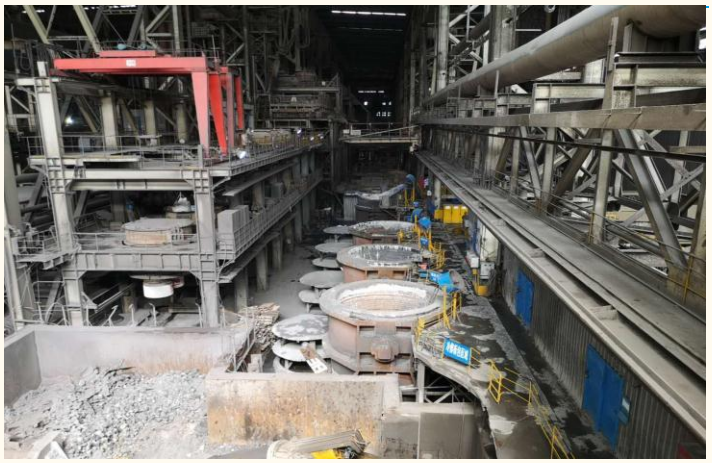


来源：北京利尔招股说明书，国金证券研究所

在整体承包模式下，耐火材料生产企业销售收入与产品使用结果（钢产量或使用炉次）直接相关，与产品消耗数量不直接成比例关系。因此，在确保钢厂安全生产和使用寿命的前提下，耐材企业可充分发挥自己技术优势和产品优势，根据实际情况灵活决定耐火材料的用料、用量和砌筑方法，提高耐火材料使用寿命，进而降低材料耗用成本，实现利益最大化。我们以钢包用耐材为例，钢包中的耐材有三种，即：永久层、保温层、工作层，工作层对耐火砖要求高，永久层对耐火砖要求低。通过整包模式，耐材企业针对钢包不同部位耐材寿命的差异进行选择性更换，而非直销模式下钢厂采取的全部更换，进而降低成本。

与传统的直销模式相比，整体承包模式不再是简单的耐火材料生产制造。通过整体承包服务，耐材企业与各大钢铁企业的关系由简单的供需关系跃升为战略合作伙伴关系，实现从原来简单的商品价值向服务价值延伸。这种模式下提高了耐材企业的收入规模，同时由于施工及使用过程可控，可充分发挥耐材企业的研发能力、综合配套能力及精细化施工水平，最大程度提高耐材使用寿命、最大限度降低耐材消耗。根据北京利尔 2015 年公司债募集书中披露，整体承包的毛利率较直销模式提高约 2 个百分点。

图表 15：正在现场进行更换耐材的钢包



来源：邯钢总包项目现场，国金证券研究所

图表 16：不同位置的耐材与钢水的接触面积存在差异



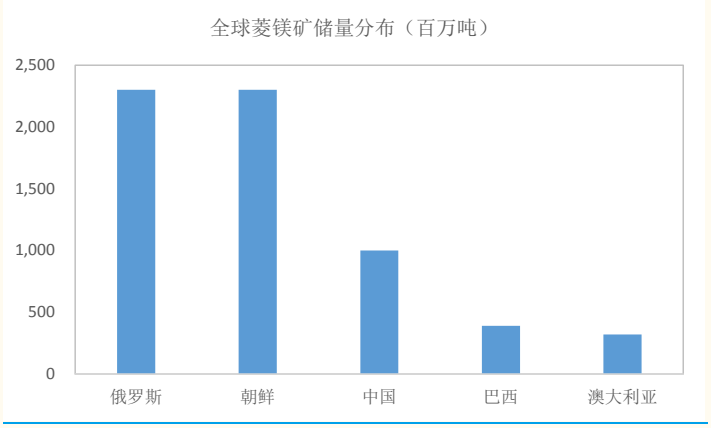
来源：邯钢总包项目现场，国金证券研究所

2.2 原材料价格下行减轻耐材企业成本压力

我国是耐火原料资源大国，菱镁矿、铝土矿和石墨等基础原料储量丰富，得天独厚的资源优势为我国众多中小耐火材料企业提供了生存土壤。根据美国地质调查局（USGS）的数据，全球菱镁矿探明储量 85 亿吨、静态消费年限 304 年，我国菱镁矿探明储量 10 亿吨、静态消费年限 53 年；全球铝土矿矿探明储量 10 亿吨、静态消费年限 100 年，我国铝土矿探明储量 10 亿吨、静态消

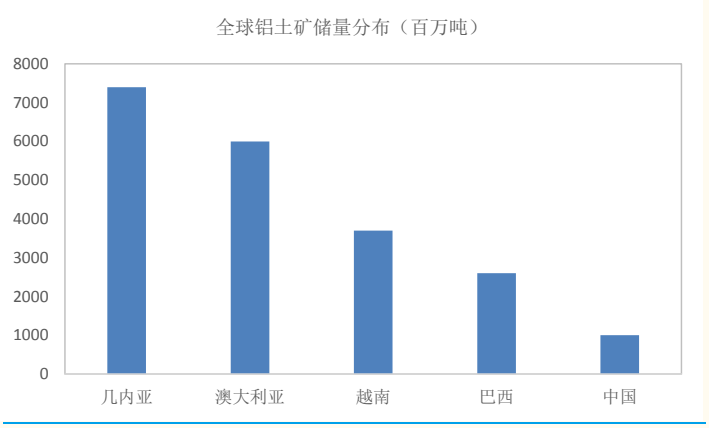
费年限 14 年。虽然我国铝土矿资源相对匮乏，但是近年的资源勘探取得了突破性进展，河南和贵州的找矿突破战略进展顺利。从地区分布来看，河南省拥有丰富的铝土矿资源，山东省石墨、粘土资源较多，是我国铝硅系耐火材料的主产区；辽宁省镁矿储量较大，是镁质耐火材料的生产基地。

图表 17：全球菱镁矿资源储量丰富



来源：USGS，国金证券研究所

图表 18：全球铝土矿资源储量丰富

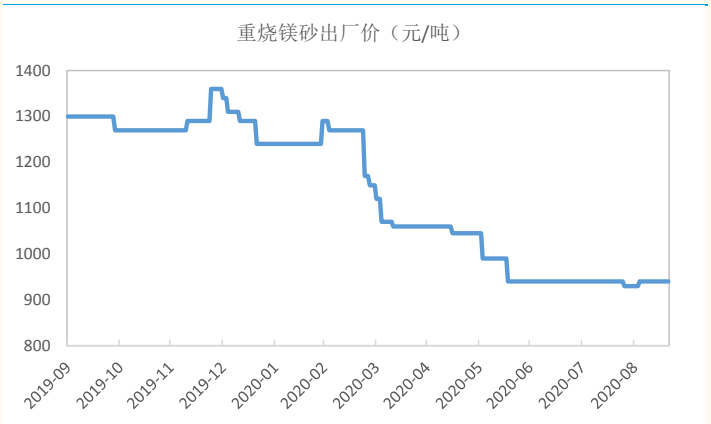


来源：USGS，国金证券研究所

近年来受供给侧改革、环保治理以及矿山生态保护等因素影响，部分不达标矿山或耐火原料加工企业被迫关停、限产，原材料供给受到压制，也加剧了价格的波动。菱镁矿开采和镁砂加工属高污染、高耗能行业，一直受到辽宁地方政府的严格环保限制和政府对炸药管控影响；铝土矿属于露天开采，2017 年以来，国家对于露天矿山开采的环保整治导致铝土矿价格上涨。

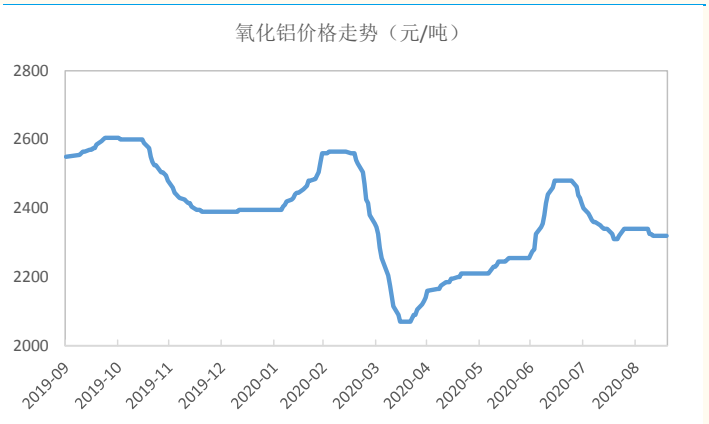
随着上游矿山开采企业环保逐步规范，在原材料供给充分的背景下，耐火材料的主要的原材料菱镁矿和铝土矿价格有望回归合理区间，进而带动镁砂和氧化铝价格的回落，减轻耐火材料企业成本压力。由于钢铁行业盈利能力处于低位，在年底钢厂招标的时候存在钢厂压低耐材招标价格的情况，但是由于原材料价格也在下行中，对耐材企业盈利影响有限。

图表 19：镁砂价格持续回落



来源：Wind，国金证券研究所

图表 20：氧化铝价格短期反弹不改下降趋势

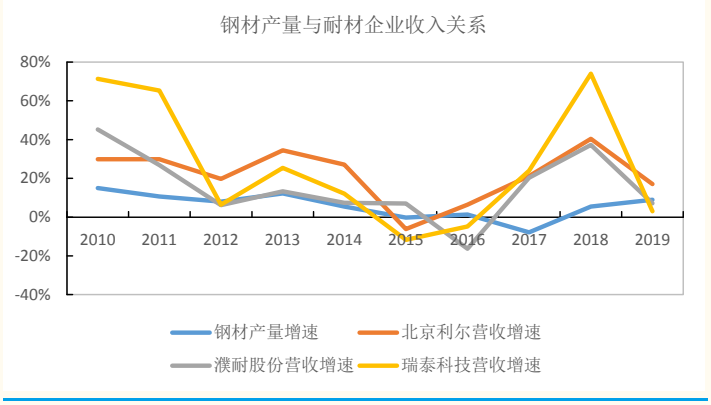


来源：Wind，国金证券研究所

2.3 耐材企业利润与钢铁行业盈利相关性弱

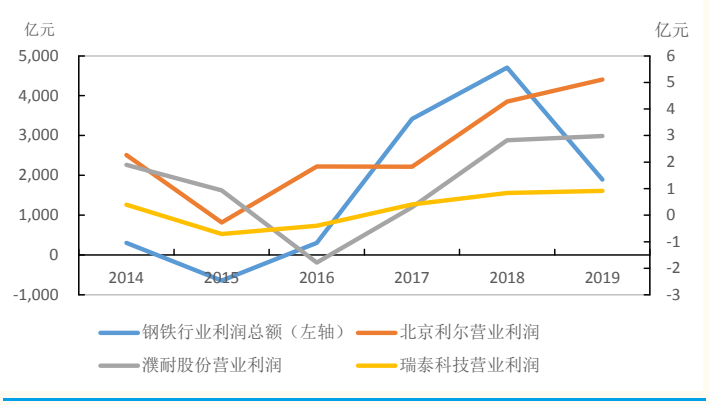
整体承包模式使得耐火材料企业销售收入与钢铁客户当年产量以及上年盈利具有较强关联性。钢厂会根据前期自身盈利情况与耐材企业协商确定消耗费用单价，并以出钢量作为为结算依据。通过分析历年钢材产量、钢铁行业盈利情况与耐火材料龙头上市公司的营业收入、净利润相关性，我们发现，上年钢铁行业盈利情况较好且当年钢材产量实现增长的年份，耐火材料企业的营业收入增速往往也较为可观，反之则会收到一定影响。

图表 21：耐材企业收入与钢材产量有一定相关性



来源：Wind，国金证券研究所

图表 22：耐材企业利润与钢铁行业盈利相关性弱

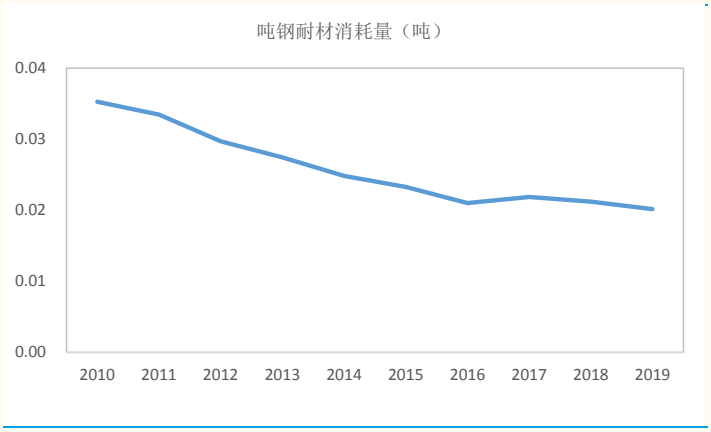


来源：Wind，国金证券研究所

由于整体承包模式占比提升，耐材可以通过整体承包模式进行成本把控，如：通过技术进步降低耐材用量来达到降成本的目的，从而增强自身盈利能力。根据我们统计，生产 1 吨钢材所消耗的耐火材料数量逐年降低，2010 年这一数据为 0.035 吨，而 2019 年已降至 0.02 吨。整体而言，头部耐火材料企业盈利情况与钢铁行业景气度的关联性没有营业收入那般紧密。

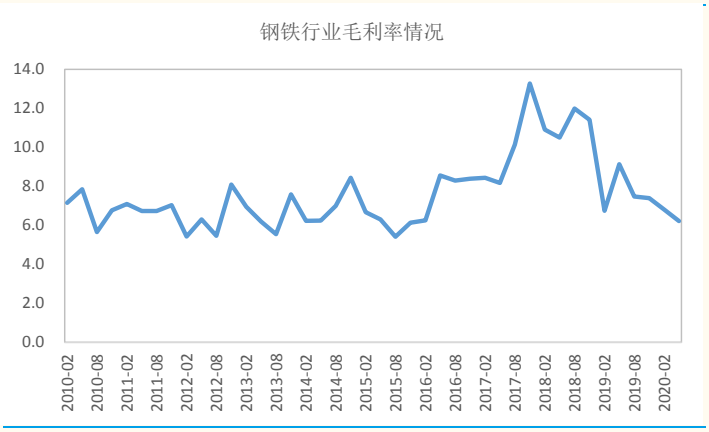
目前钢企吨钢利润及营业利润率均低位运行，同时又面临环保及产品转型升级的压力。通过整体承包模式，可为钢铁企业缩减资本开支，控制生产成本，长期低盈利有利于钢企倾向于将炼钢辅料外包，整体承包模式将成为长期趋势。

图表 23：吨钢耐材消耗量持续减少



来源：Wind，国金证券研究所

图表 24：钢铁行业盈利能力下滑



来源：Wind，国金证券研究所

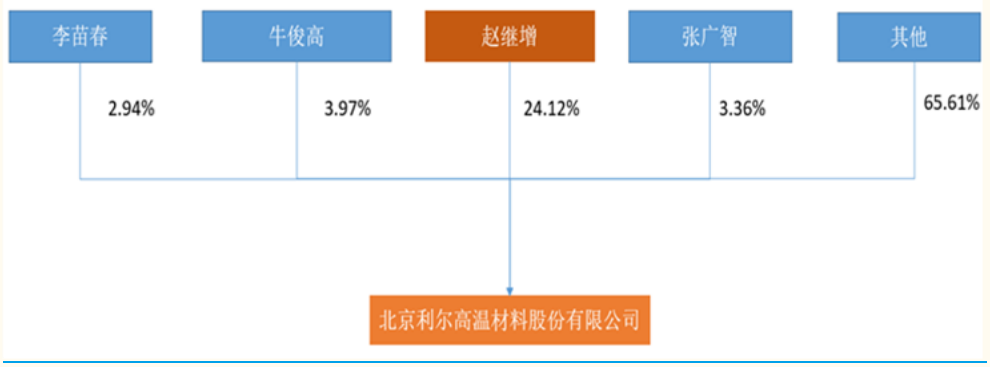
3. 推荐公司：北京利尔（002392）

■ 深耕耐火材料行业二十年

公司前身为“北京利尔耐火材料有限公司”，是 2000 年 11 月由冶金工业部洛阳耐火材料研究院与赵继增等 20 名自然人共同出资组建。公司目前已成为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。

截至 2020 年 6 月 30 日，公司总股本为 11.9 亿股，其中流通 A 股为 8.32 亿股，占比 69.92%。董事长赵继增先生持有公司 24.12%的股份，为公司控股股东及实际控制人。赵继增先生为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。在公司前十大股东中，常务副董事长牛俊高先生、董事汪正峰先生均出自洛阳耐火材料研究院，专业的高管团队推动公司技术进步。

图表 25：赵继增为实际控制人



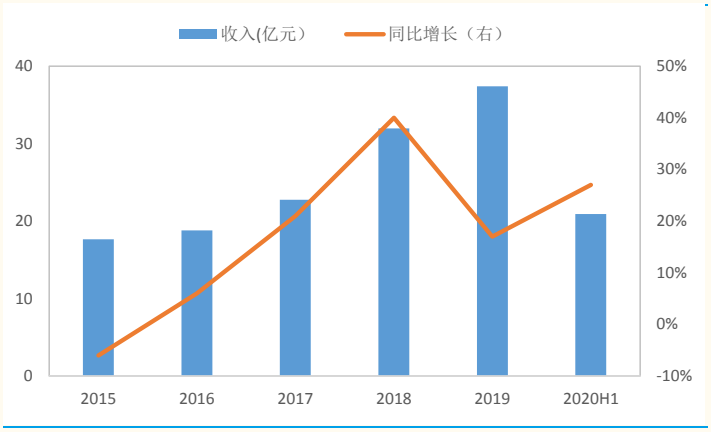
来源：Wind，国金证券研究所

■ 经营业绩稳健，成本优势突出

2020 年之前公司产品口径分为不定型耐火材料、定型耐火材料、功能性耐火材料和其他。由于整体承包模式下难以区分每种耐材的销量，因此 2020 年半年报起，公司产品口径调整为耐火材料整体承包、耐火材料直销和其他直销。2020 年上半年，公司实现营业收入 20.92 亿元，其中：耐火材料整体承包业务 14.83 亿元，占比 70.89%；耐火材料直销业务 2.91 亿元，占比 13.91%；其他直销（包含钼铁合金）3.18 亿元，占比 15.20%。

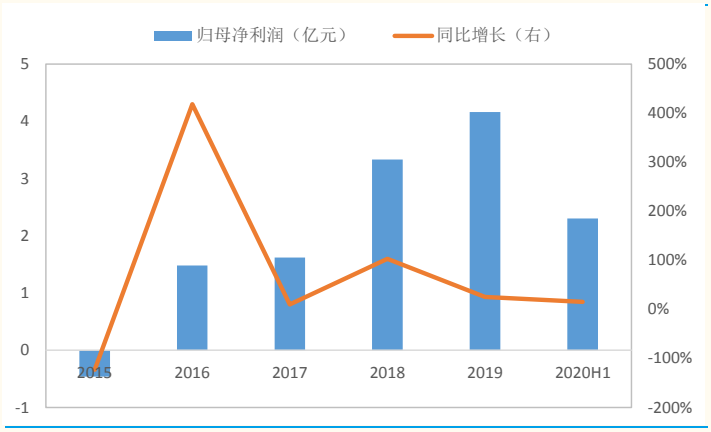
伴随业务规模的不断拓展，公司收入和利润整体呈逐年上升趋势。2019 年，公司实现营业收入 37.42 亿元，同比增长 17.06%；实现归母净利润 4.16 亿元，同比增长 24.87%。2020 年上半年，公司实现营业收入 20.92 亿元，同比增长 27.09%；实现归母净利润 2.3 亿元，同比增长 15.32%。

图表 26：公司营业收入稳定增长



来源：Wind，国金证券研究所

图表 27：2015 年是公司上市后首次亏损



来源：Wind，国金证券研究所

■ 整体承包和全产业链构成公司两大护城河

公司是国内钢铁工业用耐火材料整体承包经营模式的首创者，采用“全程在线服务”的整体承包经营模式。耐火材料的使用对高温工业产品质量影响很大，因此大型高温作业企业对相关耐火材料产品的选择非常谨慎，通常需要较长的验证期，公司具有规模和技术优势，在成为长期供货商后很难被挤出。此外，耐火材料企业与下游客户签订的整体承包合同一般是长期合作协议，这也成为后来者进入的壁垒。2014 年公司整体承包模式收入占比 58%，2019 年收入占比 81%。

公司进行全产业链布局，通过上游资源整合并优化资源配置，为自身提供更大的利润安全边际，同时减轻下游钢铁行业景气变化给公司带来的业绩扰动，相比其他中小企业具有更强的抗风险能力。2013 年，公司收购辽宁金宏矿业 100%股权布局菱镁矿资源，公司已打造出“矿石开采—矿石精加工—高档镁

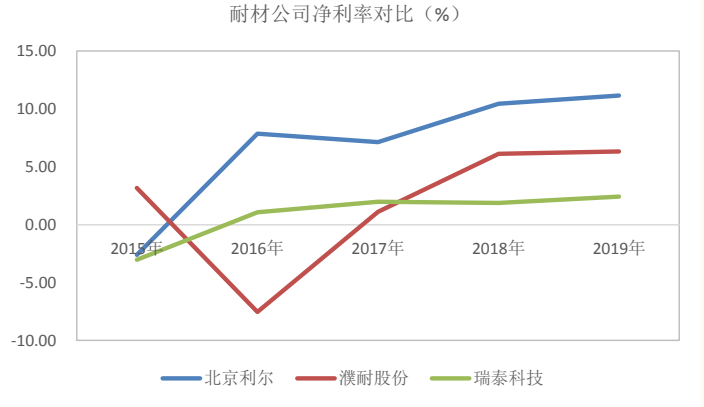
质、高铝质合成原料的生产—高档耐火材料生产和销售—客户现场施工与服务”的全产业链。

■ **扩张条件成熟，已然蓄势待发**

当前公司耐火材料有效产能为 65 万吨/年，综合产能利用率为 70.77%，规划及在建产能 10 万吨/年。在行业集中度提升的大趋势下，内生扩产或外延并购已成为必经之路。

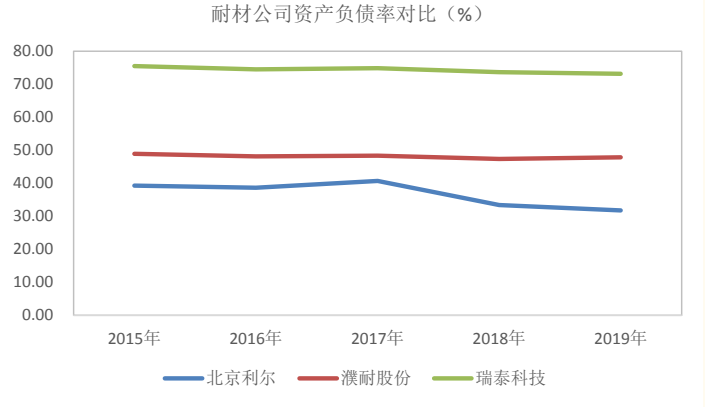
公司盈利能力较强，同时资产负债率较低，有足够的实力进行产能扩张。2019 年，公司净利率为 11.15%，高于濮耐股份 4.8 个百分点和瑞泰科技 8.73 个百分点；2019 年，公司资产负债率为 31.78%，低于濮耐股份 16.03 个百分点和瑞泰科技 41.35 个百分点；

图表 28：北京利尔净利率最高



来源：Wind，国金证券研究所

图表 29：北京利尔负债率最低



来源：Wind，国金证券研究所

■ **高管团队年轻化，股权激励提供发展动力**

高管团队年轻化以及首次探索员工持股或股权激励计划，反映了公司风格的转变，未来扩张意愿强烈。2018 年，公司高级管理层完成更新换代，四位高级管理人员赵伟（总裁）、颜浩（董事会秘书兼副总裁）、何枫（副总裁）和郭鑫（财务总监）均为“80 后”，更富有活力、冲劲以及开拓精神，实现了管理层的新老交替。

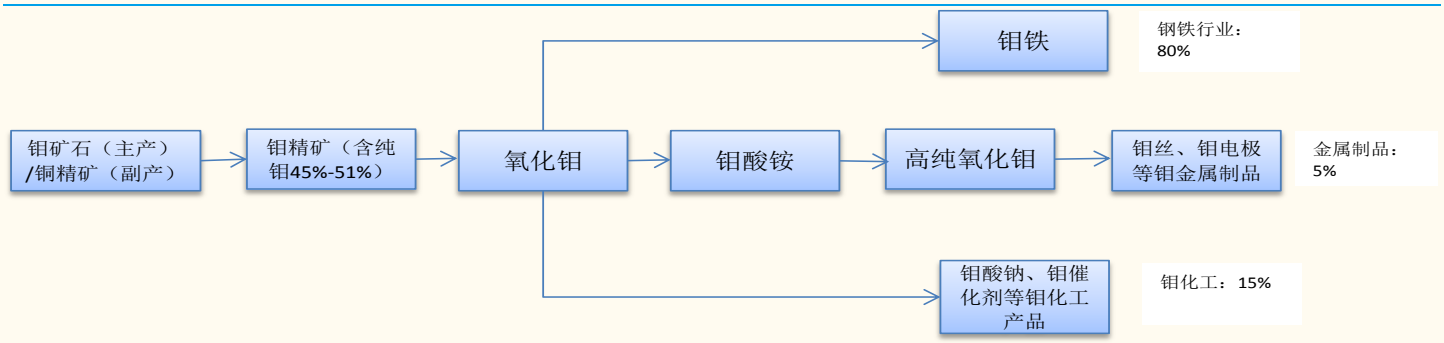
2020 年 5 月，公司发布回购报告书，拟使用自筹资金以集中竞价交易方式回购公司股份，数量不低于 2500 万股，且不高于 5000 万股，将用于实施员工持股计划或股权激励。截至 2020 年 8 月 31 日，公司累计回购股份数量为 2068 万股，占公司总股本的 1.74%。公司在 2019 年年报提出，未来将配合完善的激励机制，为持续提升公司的综合竞争力提供源泉。

■ **借助渠道优势，极探索新的利润增长点**

2019 年 8 月，公司无偿受让日照瑞华新材料科技有限公司 100%股权，开始以其为运营主体开展钼铁合金业务。由于钼铁合金与耐火材料下游客户均为钢铁企业，可以凭借公司现有客户资源开拓钼铁合金业务。

2019 年上半年，公司其他直销业务收入 9333.62 万元；2020 年上半年，公司其他直销业务已增长至 3.18 亿元，其中绝大部分收入为钼铁合金业务贡献。2020 年 6 月，公司年产 2 万吨钼合金生产线项目正式投产，未来随着钼精矿-氧化钼环节的打通，该产品的盈利能力有望提升，为公司带来业绩增量。

图表 30：钼的主要下游为钢铁行业



来源：洛阳钼业招股说明书，国金证券研究所

4. 风险提示

- 全球经济下滑风险：耐火材料的下游行业为钢铁、建材、有色、化工等，与宏观经济关联度高，全球经济持续下滑会影响下游产品的需求，对耐火材料行业产生负面影响。
- 环保和安全监管升级风险：耐火材料属于资源依赖型行业，如果针对上游矿山的环保和安全生产监管升级，将会导致上游原料供给收缩，对耐火材料企业盈利产生负面影响。
- 贸易摩擦风险：全球贸易摩擦升级将影响中国耐火材料产品的出口。
- 汇率风险：部分耐火材料企业有产品出口到海外，人民币汇率波动对收入和利润产生影响。

公司投资评级的说明：

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

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明：

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

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

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

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

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

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

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

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH