

建材行业

报告原因：公司调研

2011 年 11 月 16 日

瑞泰科技

(002066)

增持

水泥窑耐材迅速成长，新业务成功接力

首次评级

公司研究/点评报告

调研信息及评论：

分析师：赵红

执业证书编号：S0760511010022

电话：010-82190392

邮箱：zhaohong@sxzq.com

联系人：张小玲

电话：0351-8686990

邮箱：sxzqyjfb@i618.com.cn

孟军

邮箱：mengjun@sxzq.com

电话：010-82190365

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686990

山西证券股份有限公司

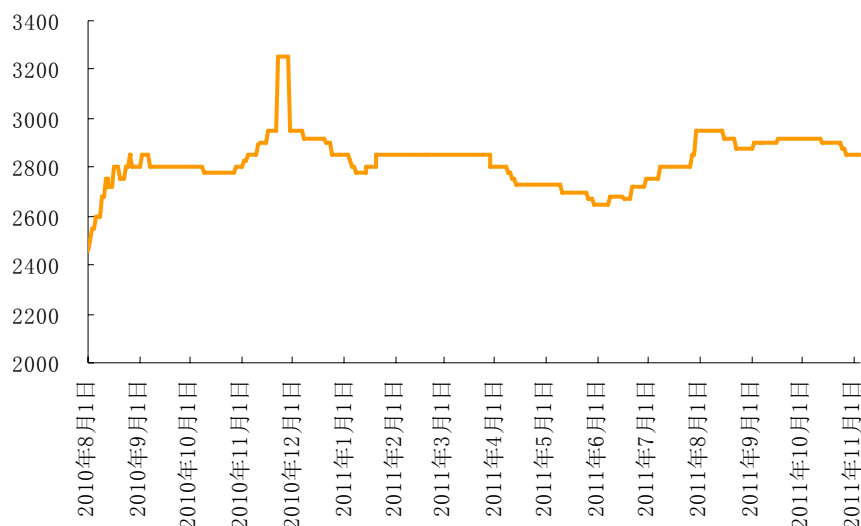
http://www.i618.com.cn

- **公司成功进入水泥窑业务，与玻璃窑用耐材平分秋色。**公司是第一家以耐火材料上市公司，最初业务仅涉及玻璃窑耐火材料，09 年开始进入水泥窑耐火材料，经过近两年拓展、培育，今年水泥窑耐火材料快速增长，上半年收入增长 220%，水泥窑和玻璃窑耐火材料收入已各占 50%（去年水泥窑耐材收入占比 25%），由于玻璃窑耐材毛利率较高，两者贡献毛利占比为 43% 和 57%。
- **公司玻璃窑定位：继续做高端耐材产品。**相对于钢铁、水泥耐材，玻璃窑耐材使用周期最长，平均 4-5 年，对玻璃窑耐材质量要求和进入门槛相对较高，公司以玻璃窑耐材起家，是唯一一家生产玻璃窑耐材上市公司。公司的熔铸耐火材料定位中高端，在国内市场份额 50% 以上，可生产熔铸锆刚玉、熔铸氧化铝、硅质耐火材料等多种耐材。国内新增光伏玻璃生产线较多，公司今年将湘潭 2 条锆刚玉生产线改造成熔铸氧化铝后，熔铸氧化铝产能增加到 5000 吨，熔铸锆刚玉产能 2 万吨，硅质耐火材料 4 万吨。公司未来玻璃窑耐材经营模式仍是以中高档耐材为主，不做整包模式，随着下游玻璃企业对节能降耗意识和高附加值玻璃比重提高，熔铸氧化铝市场需求随之增加，公司未来将继续增加熔铸氧化铝产能。
- **公司水泥窑定位：由产品转向服务-整包模式。**公司目前生产的水泥窑耐材包括不定型耐火材料、铝硅质耐火材料、碱性耐火材料、耐磨材料等水泥窑用全套系列耐材。水泥窑行业内企业较多，但绝大多数企业规模不大且品种单一，多数仅做一个品种，能提供全套耐材的企业较少。目前水泥生产线耐火材料由多个耐材企业共同提供，能提供整包服务的耐材企业更易受到水泥企业欢迎，公司定位由提供产品转向服务，凭借整包优势其竞争能力突出。公司水泥窑用耐材产能 13 万吨，其中不定型耐材 6 万吨、碱性耐材 5 万吨、铝硅耐材 2 万吨。公司整包服务客户目前不是很多，中国建材下属南方水泥、华润水泥、台泥的部分生产线在试用。公司实际控制人中建材旗下水泥产能超过亿吨，按照水泥产能所需耐材比 1000:1 和平均吨耐材价格 4000 元估算，每年投入水泥耐材成本超过 4 亿，假设 50% 由公司提供收入能达到 2 亿，目前仅 3000 万，未来增长空间非常可观，加之这种模式推广和客户选择倾向，整包模式市场规模将随之扩大。
- **耐材周期波动比下游弱。**耐火材料本身属于消耗性材料，不完全跟下游行业周期波动一致。以玻璃行业为例，目前玻璃行业景气度自 2010 年底达到高点后一直处下行通道中，部分玻璃企业已处于微利或亏损，如果玻璃价格继续下降，将有企业开始选择停窑。这种情况下，新增玻璃生产线减少，但今年停产的玻璃窑从另一方面新增部分耐火材料市场空间（取决于复窑时间长短），因此耐火材料行业周期性比下游行业要弱。
- **预计公司明年将进入钢铁耐材领域。**公司长远发展战略是成为耐火材料国际提供商，继续做强熔铸耐火材料、做大水泥窑耐火材料、拓展新的品种如钢铁耐材，并适时向上游拓展。随着条件成熟，公司明年将以合作方式进入钢铁耐火材料。钢铁工业用耐火材料约占各行业消耗耐火材料的 70%，其市场空间远大于水泥、玻璃行业。公司拥有一定数量的钢铁耐材领域的人才储备，

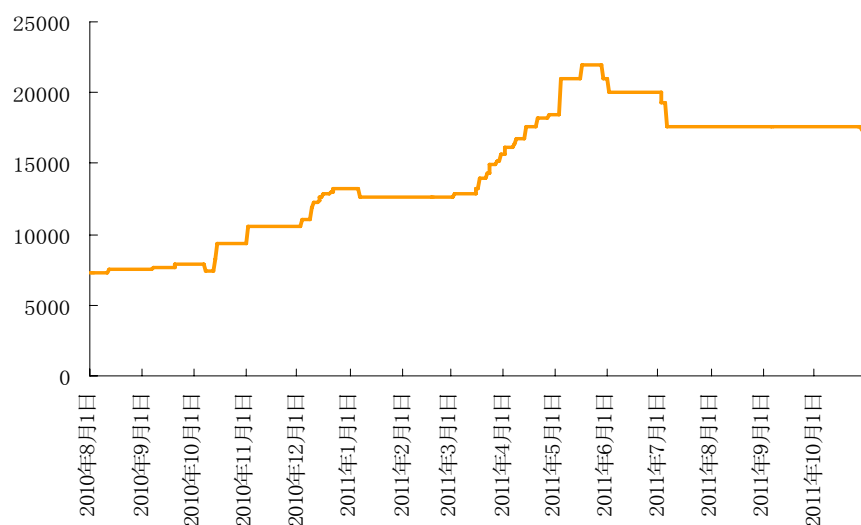
以参股或控股方式与其他钢铁耐材企业合作，能更快适应新的领域。

- **锆英砂价格回落，四季度毛利率有望回升。**熔铸锆刚玉主要原材料为锆英砂和氧化铝，熔铸氧化铝的主要原材料是氧化铝，水泥窑用碱性耐火材料，主要以白云石或氧化镁为主的镁铝尖晶石砖。相对于原材料，今年以来锆英砂价格从年初的 12000 元/吨最高涨到 5 月的 21000 元/吨，目前降到 17000 元，熔铸耐火材料生产周期 2-3 个月，相对于三季度，四季度熔铸耐火材料毛利率有望提高 1-2 个百分点。
- **盈利预测和投资建议。**我们预计今年、明年 EPS 为 0.61 元、1.05 元，利润增速为 45%和 73%，2011PE 为 25 倍，是耐火材料上市公司中最低的，考虑未来成长性，我们给予公司股价“增持”评级。

图：氧化铝价格走势



图：锆英砂价格走势



表：核心指标预测

	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
熔铸锆刚玉系列收入（万元）	35,515.82	34,000.00	34,000.00	34,000.00
产量（吨）	22,000.00	20000	20000	20000
价格(元/吨)	17,700.96	17,000.00	17,000.00	17,000.00
毛利率	26%	25%	30%	30%
熔铸氧化铝系列收入（万元）	7,527.60	16000	17600	19360
产量（吨）	1700	4000	5000	5000
价格(元/吨)	43000	40000	40000	40000
毛利率	42.00%	38.00%	38.00%	38.00%
硅质耐火材料-收入	3,419.03	3,600.00	8,000.00	8,000.00
销量	18,000.00	18,000.00	40000	40000
价格(元/吨)	1,899.46	2,000.00	2,000.00	2,000.00
毛利率	33.80%	35.00%	37.00%	38.00%
不定形耐火材料	10,234.02	9,000.00	30,000.00	35,000.00
产量（吨）	20000	30000	60000	70000
价格(元/吨)	5,117.01	3000	5000	5000
毛利率	36.93%	33.00%	33.00%	33.00%
碱性耐火材料-收入	7,341.24	16,000.00	19,200.00	19,500.00
销量	23,000.00	50000	60000	65000
价格(元/吨)	3,191.84	3200	3200	3000
毛利率	34.30%	28.00%	28.00%	28.00%
铝硅质耐火材料-收入	1,906.10	7,700.00	7,700.00	7,700.00
销量		35,000.00	35,000.00	35,000.00
价格(元/吨)		2,200.00	2,200.00	2,200.00
毛利率		25.00%	25.00%	25.00%
耐磨耐热材料-收入		9,900.00	9,900.00	9,900.00
销量		30,000.00	30,000.00	30,000.00
价格(元/吨)		3,300.00	3,300.00	3,300.00
毛利率		15.00%	18.00%	20%
耐火材料成套-收入	6,800.00	9,520.00	11,424.00	13,708.80
毛利率	10.85%	9%	11%	11%
原材料-收入	9800	3000	3000	3000
毛利率	15%	25%	25%	25%

表：利润表预测

	2010 年	2011 年	2012 年	
一、营业总收入(万元)	84,485.65	114,383.20	147,991.36	159,369.63
二、营业总成本(万元)	77,670.61	101,837.17	126,328.82	133,969.98
营业成本(万元)	61,571.24	80,413.20	99,986.36	106,399.03
营业税金及附加(万元)	360.15	491.85	591.97	637.48
销售费用(万元)	4,536.85	6862.99	9027.47	9721.55
管理费用(万元)	8,123.73	10637.64	12579.27	12749.57
财务费用(万元)	2,265.82	3,431.50	4,143.76	4,462.35
资产减值损失(万元)	812.82	0	0	0
三、其他经营收益(万元)				
四、营业利润(万元)	6,815.04	12,546.03	21,662.54	25,399.65
加：营业外收入(万元)	943.5	0	0	
减：营业外支出(万元)	40.52	0	0	
五、利润总额(万元)	7,718.02	12,546.03	21,662.54	25,399.65
减：所得税(万元)	1,315.09	2,509.21	4,332.51	5,079.93
六、净利润(万元)	6,402.93	10,036.82	17,330.03	20,319.72
减：少数股东损益(万元)	1,569.84	3,011.05	5,199.01	6,095.92
归属于母公司所有者的净利润(万元)	4,833.09	7,025.77	12,131.02	14,223.81
基本每股收益(元)	0.42	0.61	1.05	1.23

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。