

瑞泰科技 (002066.SZ)

公司研究/调研简报

总包业务开始发力，钢铁耐材初露端倪

—瑞泰科技 (002066.SZ) 调研简报

民生精品—调研简报/建材行业

2011 年 11 月 30 日

近日，我们对公司未来发展战略、玻璃、水泥耐火材料的产销情况、募投项目的进展状况等进行了调研。我们认为未来公司将开发的水泥总包业务如能顺利开展，对公司业绩和毛利率都将会较大贡献；此外我们预计公司在明后两年开始进军钢铁耐材领域，如果通过整合重组方式，预计将会在短时间内迅速扩大产能，占领市场，值得关注。

► 高端玻璃耐材市场占有率40%，毛利率维持高位

2010 年我国玻璃产量 7 亿重量箱，玻璃耐材产品一般在玻璃熔窑冷修期需全部替换，周期为 5-6 年一次，浮法玻璃耐材单耗在 1:1 左右，在整个耐材市场上，玻璃耐材占比 4%。

玻璃耐材主要用于玻璃熔窑中，相比于钢铁和水泥耐材，门槛更高，对质量的同一性要求也较高。从需求量上来看，熔铸耐材占比 58%，碱性耐材占比 19%，粘土耐材占比 6%，硅质耐材占比 6%。其中熔铸耐材主要是指熔铸锆刚玉和熔铸氧化铝，相对于前者而言，后者的各项性能均较优越，随着玻璃深加工程度的加深，以及全氧燃烧技术的不断推广，熔铸氧化铝的需求正在与日俱增，成为熔铸锆刚玉的升级替代产品。

公司以生产玻璃耐材产品起家，高端玻璃耐材产品市场占有率达到 40%。去年由于光伏玻璃生产线的增加以及全氧燃烧比例额提升，熔铸氧化铝需求超预期增长，公司将湖南两条熔铸锆刚玉线改造为熔铸氧化铝线，目前公司熔铸氧化铝产能已经翻倍到 5100 吨/年，共 4 条生产线；熔铸锆刚玉产能为 19000 吨/年，共 6 条生产线，熔铸类玻璃耐材总产能 2.5 万吨/年，此外，公司在湖南 3 万吨硅质耐材也已于今年 4 月份投产。由于公司玻璃耐材实行订单制，订单周期为 3-4 个月，预计今年玻璃耐材产销率仍将维持在 90% 以上，目前熔铸锆刚玉售价为 2-3 万元/吨，熔铸氧化铝为 3-5 万元/吨（各种产品价格不同）。

目前，公司生产熔铸锆刚玉需要从澳洲进口锆英砂，锆英砂的成本占比 60%。去年底到今年，锆英砂进口价格翻倍增长至 2.1 万元/吨。公司由于年初锆英砂库存量较大，原材料价格的上涨并没有在当期利润中充分显示出来。目前公司库存锆英砂尚有两个月的用量，同时从今年 4 月份起，锆英砂价格波动不大，上升空间有限；同时，公司已经上调锆刚玉的价格，预计可以转移一半成本涨价带来的负面影响。预计原材料价格对公司利润的影响将在明年才能有所体现。

近年来，由于浮法玻璃产能过剩，国家出台众多措施控制玻璃产能，目前行业处在结构转型期，玻璃企业经营状况大幅下滑。玻璃耐材行业作为玻璃行业上游辅材行业，行业波动特性与玻璃行业相关，但并不同步。首先，由于耐材属于易耗品，在玻璃生产过程中不断消耗和补充，因此与玻璃增量关系不大，更多受到存量影响；其次，在玻璃生产衰退期，耐材所受影响较为滞后，而在复兴期，则率先复兴。总体来看，耐材产品的周期短于玻璃行业周期。

目前在公司各种耐材中，玻璃耐材毛利率最高，在 42% 左右，收入占比在 50% 以上。未来，公司的玻璃耐材生产仍将占据重要位置，依靠工艺改革和新材料的研发侧重发展高附加值玻璃耐材。

► 水泥耐材产品生产和销售快速增长，收入占比有望进一步提高

2010 年我国水泥总产量 18.7 亿吨，水泥耐材在水泥停窑期更换量约为 70%，更换器为 1 年左右，在耐材市场的占比为 7%。相比于玻璃耐材，水泥耐材市场存量更加巨大。

公司从 2009 年开始涉足水泥耐材生产，目前水泥耐材收入占比已经近半。目前公司水泥窑耐材产能 13 万吨，其中碱性材料 5 万吨，铝硅质耐材 2 万吨，不定形耐火材料 6 万吨。上半年公司收购郑州瑞泰以及安徽宁国开源电力耐磨材料公司，预计明年可

谨慎推荐

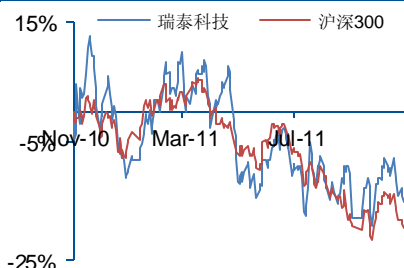
首次评级

目标价：17 元

交易数据 (2011-11-29)

收盘价 (元)	14.65
近 12 个月最高/最低	20.78/29.89
总股本 (百万股)	116
流通股本 (百万股)	115
流通股比例%	99.14
总市值 (亿元)	16.92
流通市值 (亿元)	16.77

该股与沪深 300 走势比较



分析师

分析师：王小勇

执业证书编号：S1090209120321

电话：(86755)22662099

Email: wangxiaoyong@mszq.com

段然：(86755)22662122

Email: duanran@mszq.com

相关研究

增加 2 万吨碱性耐材和 2 万吨铸球铸件产能。此外，公司有意增加在郑州瑞泰和现有河南瑞泰的权益比重，进一步控制水泥耐材的生产和盈利。

跟玻璃耐材不同，水泥耐材虽成本和售价不高，但种类多，要求全面。目前公司在水泥耐材市场占比仅为 3%。水泥窑耐材运费占比高，接近一半。对于此前市场较关注的中建材旗下水泥企业是否会大规模开发的问题，我们推测公司未来不会将集团旗下大水泥厂作为重要客户来源，因为公司目前凭借自身的实力已经在市场竞争中占有一席之地，海螺、华润等大水泥企业也悉数成为公司重要客户，目前中建材系水泥公司方面业务去年仅贡献 3000 多万元收入。

对于总包业务，公司已经开始逐渐探索，目前在台泥、南方水泥、中联都做了几条生产线，但全国范围内尚不足十条，只是试水阶段。从目前客户反应来看，水泥耐材总包业务有望快速增长。因为水泥耐材的特性是“五分材料，五分使用”，即耐材的使用方式相当重要，公司在这方面已经进行过多次客户培训，整包业务有利于提升耐材使用效率，同时提高公司毛利水平，是未来重要的发展方向。另外，需要指出的是，2010 年公司报表中披露的总包业务属于玻璃贸易性质，并不属于水泥总包业务，水泥总包业务尚未在公司报表中明确体现，但必将成为未来拉动水泥耐材制造的重要因素。

➤ 有意涉足钢铁耐材领域，以兼并重组作为突破口

作为耐材产品的需求大户，钢铁耐材在整个耐材需求中占据 70%。2010 年我国钢铁产量 6.2 亿吨，全国平均吨钢耐材单耗 20 公斤/吨，整个国内钢铁耐材需求量 1240 万吨。同时由于钢铁耐材易耗特征更加鲜明，平均 8-20 个小时为一个更换周期，因此钢铁耐材市场容量更大。目前国内生产钢铁耐材的上市公司包括濮耐股份、北京利尔等，虽然在技术和产品上都已经趋于成熟，但相对于整个行业巨大的需求市场，产能占比仍然很小。

作为最早涉足耐材生产的企业，我们预计未来公司将向钢铁耐材生产延伸。相比于业内其他企业，公司的优势在于以下两个方面：首先，公司深厚的耐材生产基础和多年积累的信誉成为进军钢铁耐材的重要标识；其次，公司的国企背景，对于拓展大型钢厂客户，在资源和人脉上具有先天优势。

我们预计公司明年会正式开始进军钢铁耐材，有更大可能通过兼并重组，联合生产等方式迅速扩大产能，占领市场。

➤ 投资建议

未来公司将继续开发水泥总包业务，如能顺利开展，对公司业绩和毛利率都将会较大贡献；此外我们预计公司在明后两年开始进军钢铁耐材领域，如果通过整合重组方式，预计将会在短时间内迅速扩大产能，占领市场。我们预测公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.58 元、0.85 元和 1.07 元，目标价 17 元，对应 2012 年 20 倍 PE，给予“谨慎推荐”评级。

分析师与联系人简介

王小勇，重庆建筑大学技术经济及管理硕士，水电建筑工程学士，4年相关行业工作经验、4年证券行业从业经验。2011年2月加盟民生证券，主要研究建筑工程及建材行业。2010年卖方分析师金牛奖建筑建材行业第三名、水晶球建筑工程行业第三名、并以建筑工程行业第四名入围新财富。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璠	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guoming@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	18610531518	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
李珊珊	北京	010-85127506	18616891195	lishanshan@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
王溪	上海	021-68885793	13585785630	wangxi_sh@mszq.com
万小山	广深	0755-22662056	13902959014	wanxiaoshan@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22667772	13701050353	weikejia@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyan@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

民生证券研究所:

北京: 北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层; 100005

上海: 浦东新区浦东南路588号(浦发大厦)31楼F室; 200120

深圳: 深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座; 518040

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,在不同时期,本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告,但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用,并不构成对客户的投资建议,并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易,亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系,并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告,则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可,任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记,除非另有说明,均为本公司的商标、服务标识及标记。