

瑞泰科技 (002066)

买入/维持评级

股价: RMB12.92

分析师

周煥

SAC 执业证书编号:S1000510120036

(0755)8249 2072

zhouhuan@mail.hthsc.com.cn

鲍雁辛

SAC 执业证书编号:S1000511090001

(0755)8249 2810

baoyx@mail.hthsc.com.cn

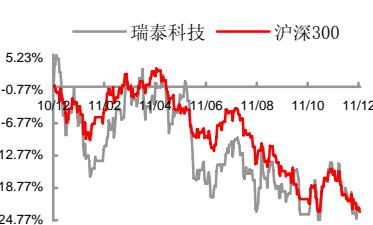
水泥窑耐材带来确定性的高成长

- 公司已成功进入被曾外资掌控的大型水泥窑耐材市场，并已是国内屈指可数的整窑配套商，今年水泥窑业务收入占比预计近半，实现了业务的顺利转型。
- 我们认为，水泥窑用耐材存量市场空间远大于玻璃窑用耐材，且今明两年新增水泥产能规模依然较大，对耐材需求强劲，将保障公司未来两年水泥窑用耐材业务的快速成长。目前公司市场份额尚不足 3%，成长空间巨大。
- 普通浮法玻璃市场的景气下滑促使玻璃企业向高端发展，全氧燃烧熔窑比例提升令公司熔铸氧化铝合同饱满，预计今年全年销量可达到 3500—4000 吨（年初市场预期在 2000 吨左右）。熔铸氧化铝产品毛利率约 40%，高出熔铸锆刚玉产品近 15 个百分点，未来可抵御玻璃市场景气回落而引致的整体耐火材料需求量（主要是熔铸锆刚玉产品）的减少。
- 今年受原材料锆英砂价格暴涨的影响，公司出现“增收不增利”。我们认为 2012—2013 年，“增收”的因素——水泥窑耐材业务的高增长仍然可维持；而“不增利”的因素——玻璃窑用熔铸锆刚玉之主要原材料锆英砂的涨价或已然逆转。
- 预计公司 2011 年 EPS 为 0.61 元。中性假设下，预计公司 2012 年水泥窑用耐材销量同比增长 75%。我们认为 2012 年业绩的不确定性主要来自玻璃窑耐材业务，核心变量为熔铸锆刚玉产品毛利率和熔铸耐材整体的销量。中性预期下，熔铸锆刚玉产品毛利率回落至 24%，而熔铸耐材销量零增长，对应 2012 年公司 EPS 为 1.00 元，同比增长 63%。
- 中性假设下，目前股价对应 2012 年动态 PE 分别为 12.89 倍；悲观假设下，2012 年 EPS 为 0.84 元，动态 PE 为 15.38 倍。考虑到公司未来两年业绩的成长性较好，并且有较高的安全边际，对比可比上市公司估值，我们认为目前估值仍偏低，维持“买入”评级。
- 风险提示：市场拓展低于预期，原材料价格超预期上涨。

基础数据

总股本 (百万股)	116
流通 A 股 (百万股)	116
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	1,629

最近 52 周股价走势图



资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	844.9	1236.0	1773.0	2241.0
(+/-%)	71.4	46.3	43.4	26.4
归属母公司净利润(百万元)	48.3	70.0	116.0	159.0
(+/-%)	31.2	44.8	65.7	37.1
EPS(元)	0.42	0.61	1.00	1.38
P/E(倍)	30.88	21.30	12.89	9.36

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

目 录

水泥窑耐材：业务优势独具，公司高速增长动力充沛	4
公司竞争优势独具	4
出手不凡，起步便树立良好品牌形象	4
突破技术垄断，实现进口替代并优势独具	5
整窑配套（整包）成为核心竞争力，领先同业	6
身系中建材的股东方先天优势	7
水泥窑耐材行业具备消费品特征，未来两年景气度向好	7
顺势而为，公司水泥窑耐材业务有望高速成长	8
玻璃窑耐材：产品结构调整抵御下滑风险，锆英砂价格回落或带来毛利率提升	9
玻璃档次的提升令熔铸氧化铝今年销量超预期	9
原材料锆英砂的价格或见顶回落	10
假设锆英砂价格维持历史高位，测算明年熔铸锆刚玉的毛利率低点	11
或延伸市场至钢铁用耐火材料领域	12
盈利预测及估值	13
悲观假设下，测算安全边际仍较高	14
仍给予“买入”评级	15
风险提示	16

图表目录

图 1: 水泥窑耐火砖的砌筑	4
图 2: 耐火材料未及时更换导致的窑炉过热.....	4
图 3: 水泥行业项目计划总投资印证了庞大規模的在建产能	8
图 4: 公司水泥窑耐火材料收入预测 (单位: 亿元)	9
图 5: 熔铸氧化铝产品技术门槛高, 产品定价能力强, 受原材料价格影响较小	10
图 6: 熔铸耐材收入仍以锆刚玉为主.....	10
图 7: 熔铸氧化铝毛利较高, 可有效抵御锆刚玉的下滑.....	10
图 8: 锆消费地主要在中国	11
图 9: 陶瓷 (90%为瓷砖) 为锆的主要需求领域	11
图 10: 受锆英砂涨价刺激, 全球第一大锆英砂供应商 ILUKA 勘探支出大幅增长	11
图 11: 原材料占成本比重在 60-70%左右, 其次是动力 (电力) 15-20%左右 ...	12
图 12: 悲观假设下, 熔铸高刚玉产毛利率降至 20%左右, 与 2005 年基本持平	12
图 13: 钢铁用耐火材料行业集中度仍较低, 基本呈完全竞争态势(与钢铁行业比较)	13
图 14: 公司熔铸耐材历年收入 (万元)	14
图 15: 公司内、外销收入 (万元) 及外销收入占比%.....	14

表格 1: 子公司安徽瑞泰不定型耐火材料应用的部分水泥工程项目 (2008 年及之前)	
	4
表格 2: 环境友好型不含铬碱性耐火砖在发达国家早已成为主流	5
表格 3: 近年国家对“铬”等重金属污染的管理力度加强	5
表格 4: 中建材院是环境友好不含铬碱性耐火砖国产化的主要推进者	5
表格 5: 环境友好型碱性砖技术路径方面瑞泰与国际一流企业一致	6
表格 6: 华润水泥 2011 年度材料招标中标结果公示-2011 年 4 月 (部分节选)	7
表格 7: 新增 (在建) 水泥产能超市场预期	7
表格 8: 新建+并购, 公司水泥窑耐材产能扩展迅速	8
表格 9: 600 吨/日不同档次生产线熔铸氧化铝用量	9
表格 12: 业绩预测核心假设	15

水泥窑耐材：业务优势独具，公司高速增长动力充沛

公司以水泥窑用不定型耐材作为切入点，依托自身中国建材院多年的技术积淀，通过并购+新建的方式实现科研成果（进口材料国产化）的产业化并迅速打开市场，现已成功进入曾被外资雷法、奥镁等掌控的大型水泥窑耐火砖市场。公司已是国内屈指可数的具备水泥窑全部三大类耐材生产能力的整窑配套商，成为实际控制人中建材集团水泥产业链上不可或缺的一环。经过两年多的培育，今年水泥窑业务收入占比预计近半，公司实现了在平凡行业中的不平凡转型，我们认为，水泥窑用耐材市场空间远大于玻璃窑用耐材，未来两年水泥窑用耐材业务处于快速成长期，将带来公司业绩的高增长。

图 1：水泥窑耐火砖的砌筑



资料来源：华泰联合证券研究所

图 2：耐火材料未及时更换导致的窑炉过热



资料来源：华泰联合证券研究所

公司竞争优势独具

出手不凡，起步便树立良好品牌形象

2008 年 3 月公司与安徽宁国耐材合资设立安徽瑞泰（目前权益比例 62.14%），以其不定型耐火材料业务作为切入点，为海螺水泥及 FLSmith 供货（余热发电用不定型耐材为主）作为起步，以较高起点进入水泥窑用耐火材料领域。

表格 1：子公司安徽瑞泰不定型耐火材料应用的部分水泥工程项目（2008 年及之前）

序号	项目名称	规模	不定型耐火材料应用项目
1	宁国水泥厂	4000t/d	水泥生产线余热发电
2	英德海螺	3×5000t/d	水泥生产线余热发电
3	池州海螺	8000t/d	水泥生产线余热发电
4	白马山水泥厂	2500+5000t/d	水泥生产线余热发电
5	怀宁海螺	2×5000t/d	水泥生产线余热发电
6	建德海螺	5000t/d	水泥生产线余热发电
7	枞阳海螺	10000t/d	水泥生产线余热发电
8	铜陵海螺	4000+5000t/d	水泥生产线余热发电
9	铜陵海螺	2×10000t/d	水泥生产线余热发电
10	宁国水泥厂	5000t/d	水泥生产线余热发电
11	FLSmidth 阿联酋 EMCC	7500TPD	水泥窑建设项目
12	FLAmidith 埃及 RAMLIYA	6600TPD	水泥窑建设项目

资料来源：公司资料，华泰联合证券研究所

突破技术垄断，实现进口替代并优势独具

水泥回转窑的烧成带通常使用碱性砖，最典型的是镁铬砖，铬赋予耐火材料以良好的抗震性、挂窑皮性，并降低导热率，但高温时 Cr^{3+} 会转化成剧毒的 Cr^{6+} ，日产 4000 吨水泥窑年拆卸镁铬残砖约 180 吨，为使环境水达到 IV 级标准 ($\text{Cr}^{6+} < 0.05 \text{ mg} \cdot \text{L}^{-1}$)，则年需 1800 万吨净水稀释，因此欧美大部分国家早已立法限制使用镁铬砖。

表格 2：环境友好型不含铬碱性耐火砖在发达国家早已成为主流

地区	碱性砖发展趋势
欧洲	完全无铬化或低铬化，并对水泥中含铬量做了严格规定
日本	61 座回转窑，90% 采用无铬砖，10% 采用含铬砖
美国	1992 年含铬砖和无铬砖比例为 92: 8，到了 1996 年为 40: 60

资料来源：中国水泥网、华泰联合证券研究所

我们的研究显示，近年我国 4000T/D 以上的生产线由于环保审批较为严格，大部分均已采用环境友好型不含铬的碱性砖，但该产品技术一直被外资雷法 (Refratechnik)、奥镁 (RHI)、沃尔发 (Wolfram)、美农 (Mino)、黑崎 (Korosaki-Harima) 等品牌所垄断。

表格 3：近年国家对“铬”等重金属污染的管理力度加强

规划名称	涉及内容
《重金属污染综合防治“十二五”规划》	到 2015 年，重点区域铅、汞、铬、镉和类金属砷等重金属污染的排放比 2007 年削减 15%。
《建材工业“十二五”发展规划》	发展无铬等新型耐火材料及制品

资料来源：中国建材报、中国水泥网、华泰联合证券研究所

80 年代起国内进行了大量镁铬砖替代材料的研究，但结果一直不甚理想。2002 年中建材院环境友好碱性耐火材料研究获得国家“863”计划的支持。经 3 年研制出可以取代水泥窑用镁铬砖的无铬碱性砖 (镁铝砖和镁铁尖晶石砖) 并获得 4 项国家发明专利。

表格 4：中建材院是环境友好不含铬碱性耐火砖国产化的主要推进者

时间	单位	研究成果进展
20 世纪		完成了水泥窑用直接结合镁铬砖，方镁石尖晶石砖的研究
80 年代		
20 世纪		进行了水泥窑用烧成白云石砖、低铬碱性砖和无铬碱性与环境友好材料的前瞻性研究，研制的材料也获得了良好的试用效果
90 年代	中国建筑	
2002 年	材料研究	提出的环境友好碱性耐火材料研究立项建议并获得国家“863”计划的支持
	总院	
2005 年		通过采用高技术与传统材料制造技术相结合，研制出可以取代水泥窑用镁铬砖的无铬碱性砖 (镁铝砖和镁铁尖晶石砖) 并获得 4 项国家发明专利
2008 年		中国建筑材料研究总院为环境友好碱性耐火材料建立了“863”产业化基地，同时成立河南瑞泰耐火材料科技有限公司

资料来源：中国建材报、中国水泥网、华泰联合证券研究所

瑞泰科技有限公司于 2008 年为环境友好碱性耐火材料 (“863”成果转化) 建立了产业化基地，同时成立河南瑞泰子公司。

我们了解到，公司目前是目前国内唯一突破技术垄断并具备环境友好不含铬碱性耐火砖批量生产能力的国内企业，且技术路径与雷法、奥镁等国际一流企业一致。

表格 5：环境友好型碱性砖技术路径方面瑞泰与国际一流企业一致

替代产品技术路径	代表厂商
白云石砖	沃尔发 (Wolfram)
镁砖	奥镁 (RHI)
镁铝尖晶石砖	奥镁 (RHI)，雷法 (Refratechnik)，瑞泰
镁铁尖晶石砖	奥镁 (RHI)，雷法 (Refratechnik)，瑞泰
镁钙砖/镁钙锆砖	部分耐火材料企业，导热系数太高/价格太贵未得到推广
增锆白云石砖	沃尔发 (Wolfram)

资料来源：中国建材报、中国水泥网、华泰联合证券研究所

据媒体公开信息，子公司河南瑞泰生产的镁铁尖晶石砖已经成功地应用于华润集团贵港、平南、封开、上思、南宁子公司的 10 余台 5000—6000T/D 新型干法窑，永州莲花、江西圣塔、安徽广德三狮、江西高安红狮、洛阳黄河同力、蕉岭鑫达、新广州、浙江常山的近 10 台 5000—6000T/D 和多台 2500T/D 新型干法窑。

我们认为，公司具备了抢占市场的技术实力，在环保要求较高的大型水泥窑市场，本土化的成本优势(我们估算售价约低 10%)令公司可逐步替代进口品牌，前景乐观。

整窑配套（整包）成为核心竞争力，领先同业

能够提供整窑配套是公司另一项优势。公司是国内屈指可数的具备水泥窑用全部三大类(通常是定制化生产)：碱性耐火材料、铝硅系耐火材料、不定型(浇筑料)耐火材料生产能力的供应商。

不同水泥窑迥异的燃烧工况(煤种、气候、使用非传统燃料、处理垃圾等)，决定了提供整窑配套的解决方案，生产出特殊区域所需的高性能耐火砖，并不是普通中小企业能胜任的。并且，随着水泥窑大型化的普及(例如，5000T/D 及以上规模的生产线)，制造成本不断降低，人工成本成为水泥企业竞争的重要环节，水泥企业投入更少的时间和人力进行耐火材料方面的研究，这些工作将更多地依赖专业的耐火材料供应商，双方结为战略合作伙伴。

强大研发+生产能力令公司具备领先同业的整窑配套能力，实际上公司对水泥耐火材料业务的定位便是成为整包商，降低吨水泥耐火材料用量。公司 2010—2011 年与南方、华润等合作均取得进展，我们从 2011 年初华润水泥年度材料招标结果可以得到印证：合计约 50 余家参与招标的耐火、耐磨材料供应商中瑞泰脱颖而出，并击败雷法等外资巨头。

表格 6: 华润水泥 2011 年度材料招标中标结果公示-2011 年 4 月 (部分节选)

中标单位	物资名称
河南瑞泰耐火材料科技有限公司	镁铝尖晶石砖
	镁铁尖晶石砖
	硅莫砖 1680
	抗剥落高铝砖
	SiC 高强耐磨砖
	高强莫来石耐火浇注料
	SiC 抗结皮浇注料
	蓖冷机异型砖
安徽瑞泰新材料科技有限公司	高强耐碱浇注料
	超高强耐磨浇注料
	碳化硅抗结皮浇注料
北京通达耐火技术股份有限公司	高强防爆浇注 (G-16K)

资料来源: 数字水泥网、华泰联合证券研究所

身系中建材的股东方先天优势

公司实际控制人中建材集团, 所辖南方水泥、中联水泥等产能合计目前已经突破 2.5 亿吨, 全国市占率超过 10%, 并且关联企业合肥水泥设计研究院、中国建材工程公司是国内知名水泥工程设计、施工单位。我们认为, 公司是中建材重点布局的水泥产业链上不可或缺的重要一环, 公司多年技术积淀也可为兄弟单位提供良好的系统保障, 与其他水泥窑耐火材料企业相比, 公司的先天优势明显。

水泥窑耐材行业具备消费品特征, 未来两年景气度向好

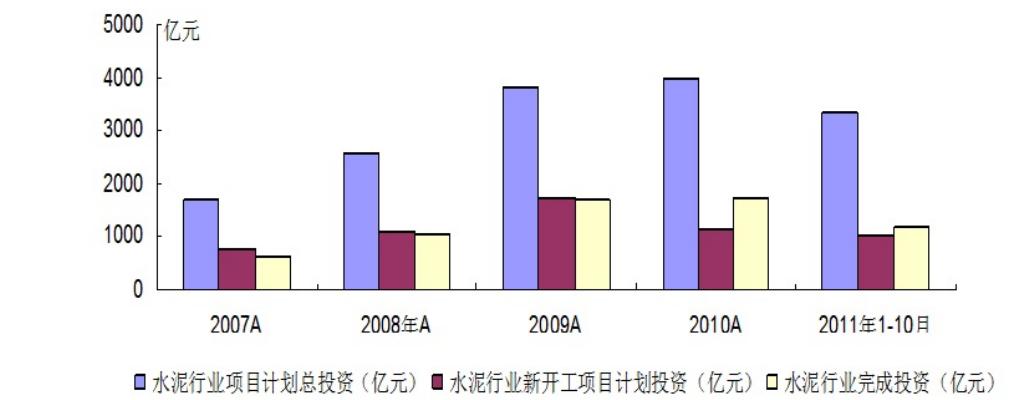
水泥用耐火材料不同于玻璃窑耐材 (主要用在新建和冷修时), 大部分是日常耗材, 属于“低值易耗品”, 因此一定程度上具备消费品行业抗周期的特性。回转窑用耐材一般一年一换 (部分企业可以做到三年两换), 据我们了解年需更换量约为年产水泥熟料量的千分之一。我们按照 2011 年全国近 21 亿吨水泥产量折算, 水泥窑用全部三大类耐材存量市场容量在 150 亿元/年左右, 远大于玻璃窑耐火材料市场 (我们估算中高档的熔铸耐火材料存量市场容量约 20—30 亿元/年)。再考虑到水泥行业明年两年新增产能规模依然较大 (约 4.1 亿吨, 相当于现有产能的约 20%), 水泥窑耐材市场景气度整体向好。

表格 7: 新增 (在建) 水泥产能超市场预期

区域	2009 年新投产		2010 年新投产		在建	
	生产线数量	水泥产能 (万吨)	生产线数量	水泥产能 (万吨)	生产线数量	水泥产能 (万吨)
全国	180	25462	217	33199	254	41496
华北	17	2406	40	6202	46	7238
东北	9	1612	9	1472	4	706
华东	21	3840	23	4579	42	9451
中南	47	7722	34	6001	38	7162
西南	63	7266	71	9889	50	6899
西北	23	2616	40	5058	74	10041

资料来源: 数字水泥、华泰联合证券研究所

图 3: 水泥行业项目计划总投资印证了庞大規模的在建产能



资料来源：数字水泥、华泰联合证券研究所

顺势而为，公司水泥窑耐材业务有望高速增长

公司水泥窑耐火材料业务历经 2 年多的市场开拓，虽发展迅速但目前市场份额尚不足 3%，按照市场拓展和产能释放进度，我们判断公司未来 2—3 年可以达到约 10% 的市场占有率，2012—2013 年，水泥窑耐材业务处于高速增长期。

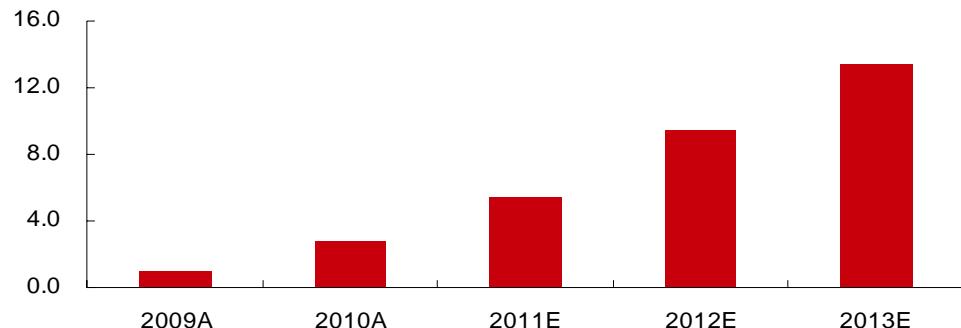
表格 8：新建+并购，公司水泥窑耐材产能扩展迅速

水泥业务子公司	生产线	产能(万吨/年)	权益比例	投产时间
河南瑞泰	环境友好型碱性砖	1.5		2008 年底
	环境友好型碱性砖	2.4	67.99%	2010 年 3 季度
	环境友好型碱性砖	2.4		2012 年 1 季度
郑州瑞泰	碱性砖	3.0		
	不定型耐火材料	2.0	55.00%	2011 年 1 月与河南火宝合资设立
	环境友好型碱性砖	2.4		2012 年下半年
安徽瑞泰	不定型耐火材料	6.0		2008 年
	不定型耐火材料	4.0		2011 年上半年
	耐磨耐热铸件	1.0	62.14%	
浙江圣奥	耐磨铸球	3.0		2010 年 9 月
	铬系合金铸球、耐磨铸件	2.0		2011 年 3 月并购开源耐磨
	铬系合金铸球、耐磨铸件	2.5		2011 年 11 月并购宁国南洋铁球
浙江圣奥	铝硅质耐火材料	1.5	51.80%	2010 年 5 月与浙江圣奥耐火共同设立

资料来源：公司资料、华泰联合证券研究所

我们测算水泥窑用耐火材料在 2009 年贡献收入为 1 亿元左右，2010 年达到 2.5—3 亿元，2011 年或将突破 5 亿元，收入占近半。水泥窑用耐材收入 2008-2010 年收入均呈翻倍增长，我们判断未来两年高增速仍可维持。

图 4：公司水泥窑耐火材料收入预测（单位：亿元）



资料来源：公司资料、华泰联合证券研究所

玻璃窑耐材：产品结构调整抵御下滑风险，锆英砂价格回落或带来毛利率提升

玻璃档次的提升令熔铸氧化铝今年销量超预期

公司玻璃窑用耐材业务主要产品熔铸锆刚玉和熔铸氧化铝属于中高档产品，其中熔铸氧化铝代表了熔铸耐火材料中世界顶尖的生产工艺。该产品在 1350℃以下抗玻璃液或碱蒸气侵蚀性极强，几乎不污染玻璃液，明显提高玻璃质量。生产技术一度被控制在法国西普、日本旭硝子等手中，公司是国内唯一拥有熔铸氧化铝产品专利和自主知识产权并能规模化生产的企业。

由于熔铸氧化铝的价格约是熔铸锆刚玉的 2.5 倍，国内普通平板玻璃企业过去在还能维持相对可观的利润率水平的背景下，向高端发展的动力不足。市场在今年发生了变化，普通平板玻璃产能出现过剩，景气下行，玻璃企业被迫转向高端、差异化发展，全氧燃烧熔窑比例提升，超白、光伏玻璃生产线的增长拉动熔铸氧化铝材料需求。

表格 9：600 吨/日不同档次生产线熔铸氧化铝用量

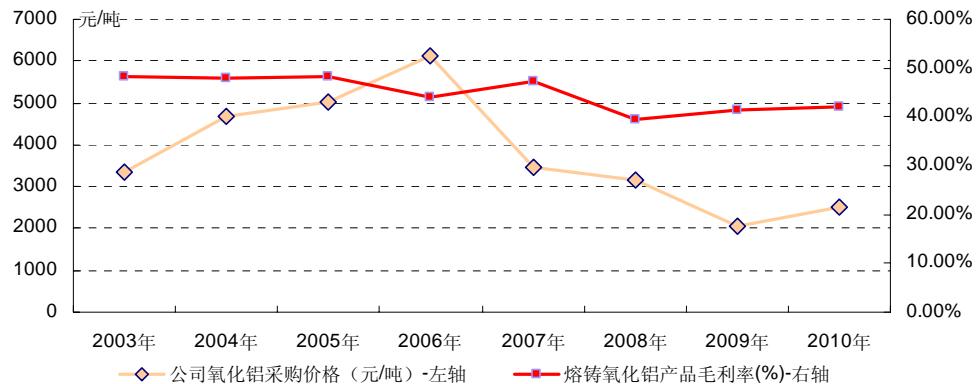
类别	国内普通玻璃 熔窑	国内浮法中档 玻璃熔窑	国外浮法玻璃 熔窑	采用全氧燃烧玻 璃熔窑
熔铸氧化铝用量				
(吨/座)	50	100	220	500

数据来源：公司年报、华泰联合证券研究所

上半年公司将湖南两条熔铸锆刚玉线技改生产熔铸氧化铝，熔铸氧化铝产能由 2500 吨/年提升至 5100 吨/年，熔铸锆刚玉产能因此减少 7000 吨/年（由 26000 吨/年减少至 19000 吨/年）。我们判断公司或将在原有场地再扩建 1000 吨/年熔铸氧化铝产能（仅需 1000 多万元的设备投资即可）。

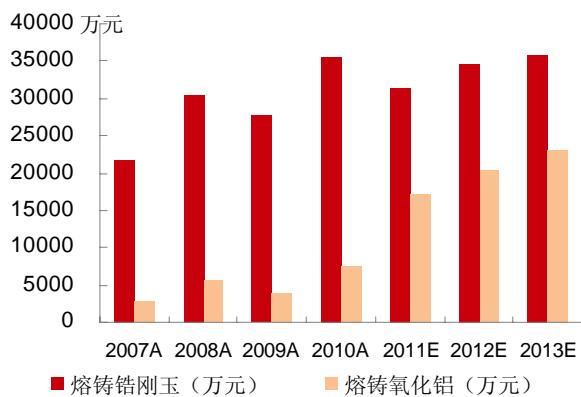
目前公司熔铸氧化铝合同饱满，预计今年全年销量可达到 3500—4000 吨（年初市场预期在 2000 吨左右），我们预计 2012 年达到 4500—5000 吨。熔铸氧化铝产品毛利率约 40%，高出熔铸锆刚玉产品近 15 个百分点，可抵御玻璃市场景气回落而引起的整体耐火材料需求量（主要是熔铸锆刚玉产品）的减少。

图 5：熔铸氧化铝产品技术门槛高，产品定价能力强，受原材料价格影响较小



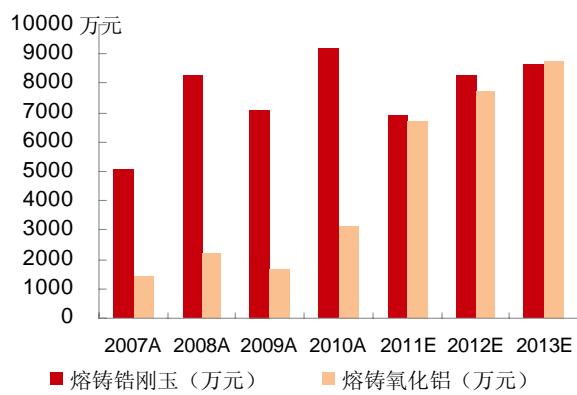
资料来源：公司资料、华泰联合证券研究所

图 6：熔铸耐材收入仍以锆刚玉为主



资料来源：公司资料，华泰联合证券研究所

图 7：熔铸氧化铝毛利较高，可有效抵御锆刚玉的下滑



资料来源：公司资料，华泰联合证券研究所

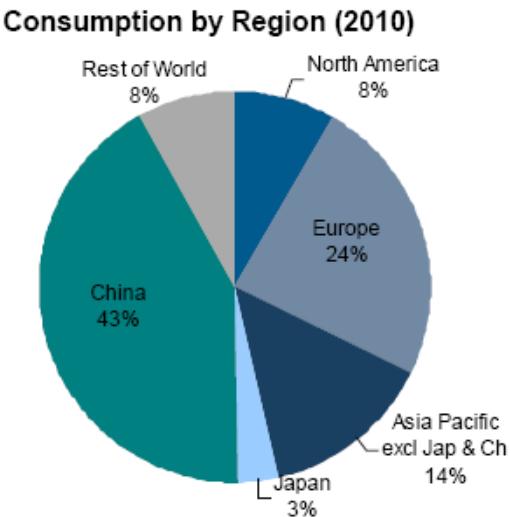
原材料锆英砂的价格或见顶回落

玻璃窑耐火材料主要产品熔铸锆刚玉系列的核心原材料为澳洲进口锆英砂（国产海南锆英砂品位偏低），价格自去年三季度以后迅速上涨。去年均价约 8100 余元/吨（不含税），今年 1 月份达到 1.1—1.2 万元/吨（不含税），4 月份达到 2.1—2.2 万元/吨（不含税）高点，最高同比涨幅超过 200%，之后价格略有回落至约 1.7—1.8 万元/吨（不含税）。今年初公司锆英砂库存较大，且产品有所提价，故上半年成本压力尚未显现，三、四季度毛利率下滑则难免。

我们判断锆英砂难以再度大幅上涨，并倾向于认为价格或呈现见顶回落，明年熔铸锆刚玉产品毛利率或将企稳并回升，理由主要有以下两点：

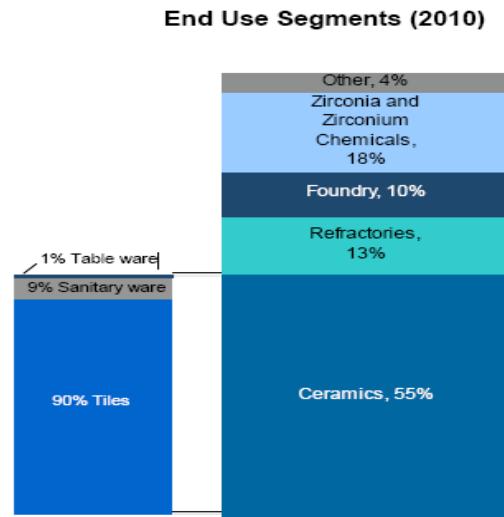
首先，锆行业的下游需求主要集中在中国，接近全球的一半，“中国因素”过去常常成为涨价的理由，且全球 55% 的锆是通过普物理加工方式来应用于陶瓷领域，今年下游陶瓷行业（90% 用于瓷砖）的微利状况对锆继续价格上涨形成了明显压制；

图 8: 锆消费地主要在中国



资料来源: ILUKA 资料, 华泰联合证券研究所

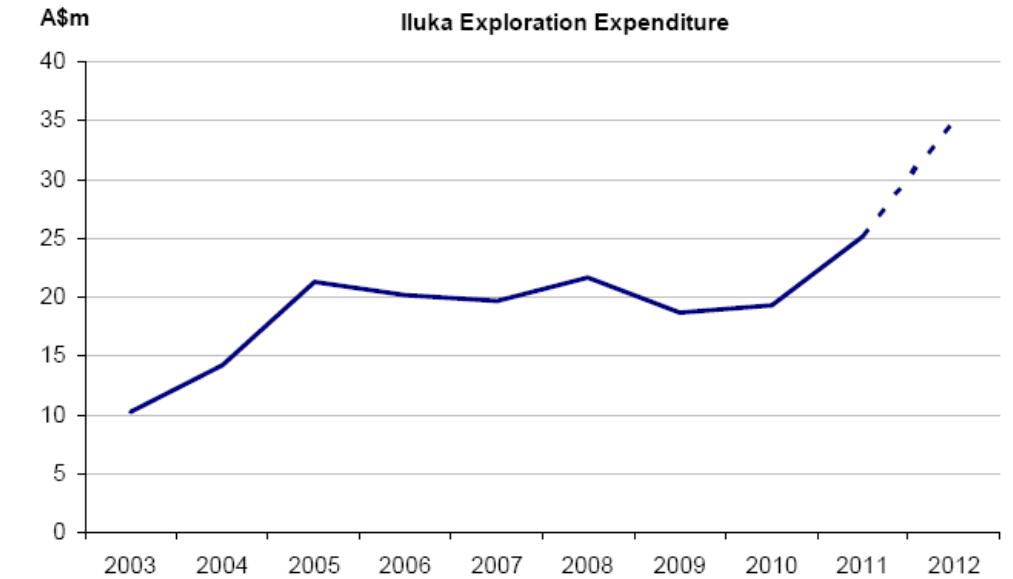
图 9: 陶瓷 (90%为瓷砖) 为锆的主要需求领域



资料来源: ILUKA 资料, 华泰联合证券研究所

其次, 全球锆英砂的储采比较大, 资源并不短缺, 在高毛利率时易扩产, 据我们了解, 2008—2009 年行业低迷时关闭的矿山有望复产, 以全球第二大锆英砂生产商 Exxaro 为例, 今年初亦决定开发 Fairbreeze 矿。

图 10: 受锆英砂涨价刺激, 全球第一大锆英砂供应商 ILUKA 勘探支出大幅增长

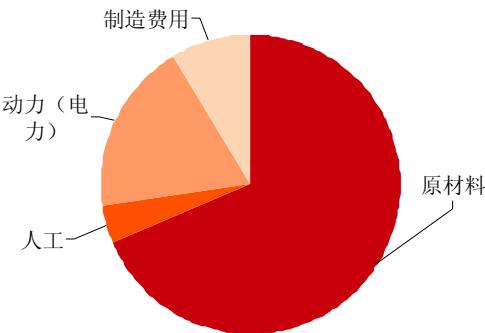


资料来源: ILUKA 资料、华泰联合证券研究所

假设锆英砂价格维持历史高位, 测算明年熔铸锆刚玉的毛利率低点

熔铸锆刚玉的生产成本中原材料占比约 60—70%, 其次是动力 (电力) 在 15—20%左右, 如下图:

图 11：原材料占成本比重在 60—70%左右，其次是动力（电力）15—20%左右

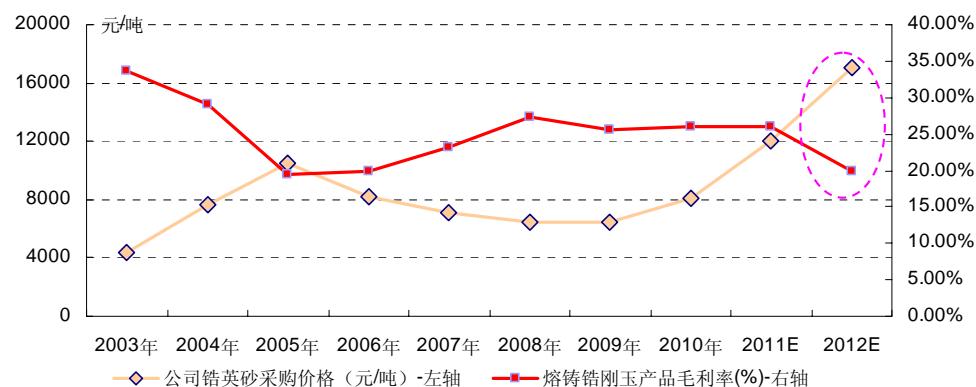


资料来源：ILUKA 资料、华泰联合证券研究所

悲观假设下，我们假设明年锆英砂仍维持目前价格，而公司陆续对生产熔铸耐材的电弧炉进行了节能改造（2011 年全部生产线可完成改造），改造完后单线用电可节约 15%左右（动力成本占总成本的 15—20%）。

综合考虑到产品售价的提升和成本的节约，我们测算当锆英砂维持 1.8 万元/吨（不含税）左右采购价格时，公司熔铸锆英砂产品的毛利率下将降至 20%左右，与 2005 年历史最低位点基本持平。

图 12：悲观假设下，熔铸高刚玉产毛利率降至 20%左右，与 2005 年基本持平

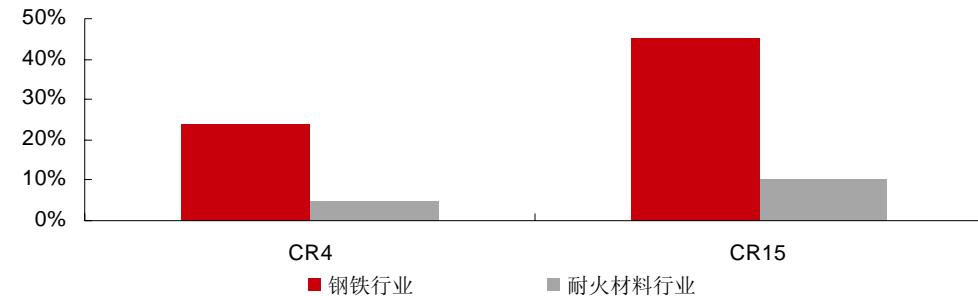


资料来源：公司资料，华泰联合证券研究所

或延伸市场至钢铁用耐火材料领域

钢铁用耐火材料市场空间是建材用耐材的数倍，是耐材产品的最大消耗领域，知名企包括营口青花、濮耐股份、北京利尔等，就巨大的需求市场而言，行业集中度仍较低，呈现完全竞争的态势。

图 13: 钢铁用耐火材料行业集中度仍较低, 基本呈完全竞争态势 (与钢铁行业比较)



资料来源: CEIC, 华泰联合证券研究所

公司作为我国耐火材料技术发源地之一, 未来可能利用现有产品线的优势, 进一步拓展市场至钢铁用耐火材料领域, 具体方式我们判断可能类似于水泥业务, 以并购具备优势客户资源的企业为途径, 迅速切入市场。

盈利预测及估值

2011 年, 受原材料锆英砂价格暴涨的影响, 公司出现“增收不增利”: 前三季度累计实现营业收入 10.41 亿元, 同比增长 80.09%, 实现归属上市公司股东的净利润 4806.71 万元, 同比增长 55.44%。

我们认为, 2012—2013 年, “增收”的因素——水泥窑耐材业务的高增长仍然可维持; 而“不增利”的因素——玻璃窑用熔铸锆刚玉之主要原材料锆英砂的涨价, 或已然逆转, 且熔铸氧化铝比重的大幅提升有望令玻璃窑耐材业务在玻璃市场不景气(引致整体玻璃用耐火材料需求量下降)的情况下, 抵御利润的下滑。

中性假设下, 公司 2012 年水泥窑用耐材销量同比增速(平均值)为 75%, 我们判断, 2012 年公司业绩的不确定性主要来自玻璃窑耐材业务, 核心变量为熔铸锆刚玉产品毛利率和熔铸耐材整体的销量, 我们对这两个变量进行模拟运算, 中性假设下, 熔铸锆刚玉产品毛利率回落至 24%, 而熔铸耐材销量零增长, 对应 2012 年公司 EPS 为 1.00 元, 同比增长 63%。

表格 10: 公司 2012 年 EPS 敏感性分析

		熔铸锆刚玉产品毛利率								
		28.00%	27.00%	26.00%	25.00%	24.00%	23.00%	22.00%	21.00%	20.00%
熔铸	27.00%	1.11	1.09	1.07	1.05	1.03	1.01	0.99	0.97	0.95
锆耐	18.00%	1.10	1.08	1.06	1.04	1.02	1.00	0.98	0.97	0.95
火材	9.00%	1.08	1.06	1.05	1.03	1.01	0.99	0.98	0.96	0.94
料销	0.00%	1.07	1.05	1.03	1.02	1.00	0.99	0.97	0.95	0.94
量同	-9.00%	1.05	1.04	1.02	1.01	0.99	0.98	0.96	0.95	0.93
比增	-18.00%	1.03	1.02	1.01	0.99	0.98	0.97	0.96	0.94	0.93
幅	-27.00%	1.02	1.01	1.00	0.98	0.97	0.96	0.95	0.94	0.93
	-36.00%	1.00	0.99	0.98	0.97	0.96	0.95	0.94	0.93	0.92

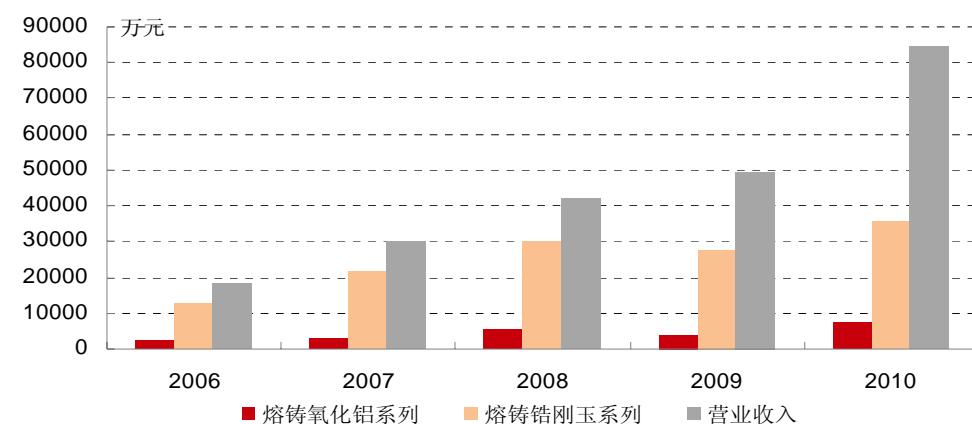
资料来源: 公司资料, 华泰联合证券研究所

悲观假设下，测算安全边际仍较高

受调控政策影响，今年下半年普通平板玻璃市场景气度下滑，9月份开始玻璃生产线放水冷修（停产）数目大幅增长，目前已经达到39条（目前全国总数263条），考虑到玻璃窑用耐火材料一般是在新建或冷修时更换（窑龄平均为6年左右），平板玻璃市场景气的下行或引致熔铸耐火材料需求的下降（放水后企业可能并不立即冷修），我们对比2008—2009年金融危机时，玻璃窑耐材业务的表现，测算公司业绩安全边际。

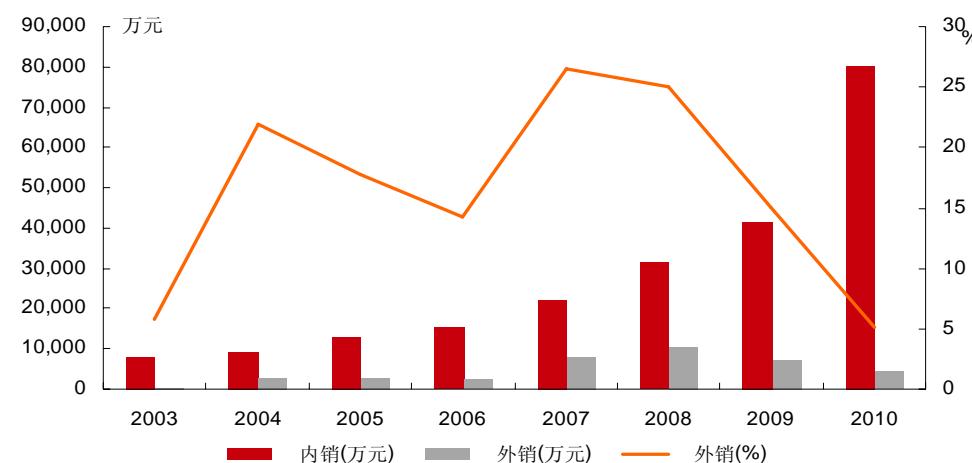
2008年，国内共有浮法生产线194条，从2008年底至2009年上半年有47条线先后停产，受此影响，公司玻璃窑用熔铸耐火材料的收入近年来首次下滑，幅度为11.7%。据我们了解到，出口产品以熔铸耐材为主，对比分析公司外销收入可以发现，玻璃窑用熔铸耐材收入下滑主要是出口减少所致，剔除外销的下滑，2009年玻璃窑用熔铸耐材内销收入下滑同比约3.2%。

图14：公司熔铸耐材历年收入（万元）



资料来源：公司资料，华泰联合证券研究所

图15：公司内、外销收入（万元）及外销收入占比%



资料来源：公司资料，华泰联合证券研究所

如上图所示，2008年以来公司对海外市场的依存度逐渐减轻，今年销量大幅增长的熔铸氧化铝产品基本全部内销。

悲观假设下，参考 2009 年的情况，对 2012 年熔铸耐材的销量和价格均按照较为悲观的假设：熔铸锆刚玉收入下滑 18.6%，毛利率降至上文测算的最悲观的 20% 左右；熔铸氧化铝收入下滑 14.0%，毛利率下降 5.5 个百分点；熔铸耐材合计收入下滑约 17% 的情形下，测算公司 2012 年 EPS 为 0.84 元。

表格 11：予以悲观假设，测算业绩安全边际

产品	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
熔铸锆刚玉系列					
销量（吨）	17290.0	17000.00	21000.00	18000.00	15000.00
销售价格（元/吨）	17582.12	16326.54	16912.30	17500.00	17100.00
销售收入（万元）	30399.49	27755.11	35515.82	31500.00	25650.00
同比增幅%	39.56%	-8.70%	27.96%	-11.31%	-18.57%
毛利率	27.25%	25.52%	25.94%	22.00%	20.18%
熔铸氧化铝系列					
销量（吨）	1296.00	960.00	1700.00	4000.00	3700.00
销售价格（元/吨）	43257.64	41918.85	44280.00	43000.00	40000.00
销售收入（万元）	5606.19	4024.21	7527.60	17200.00	14800.00
同比增幅%	89.04%	-28.22%	87.06%	128.49%	-13.95%
毛利率	39.40%	41.37%	42.09%	39.00%	34.43%
熔铸耐材收入合计（万元）	36005.68	31779.32	43043.42	48700.00	40450.00
同比增幅%	45.49%	-11.74%	35.44%	13.14%	-16.94%

资料来源：公司资料，华泰联合证券研究所

公司目前股价 12.92 元，对应悲观假设下 2012 年 PE 为 15.38 倍，安全边际较高。

仍给予“买入”评级

中性假设下我们预计 2011—2012 年 EPS 分别为 0.61 元和 1.00 元，目前股价 12.92 元对应 2011—2012 年 PE 分别为 21.30 和 12.89 倍。考虑到公司未来两年业绩的成长性较好，并且有较高的安全边际，对比可比上市公司估值，我们认为目前估值仍偏低，维持“买入”评级。

表格 12：业绩预测核心假设

产品	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
熔铸锆刚玉系列						
销量（吨）	17290.00	17000.00	21000.00	18000.00	18000.00	18000.00
销售价格（元/吨）	17582.12	16326.54	16912.30	17500.00	18200.00	18900.00
毛利率	27.25%	25.52%	25.94%	22.00%	24.00%	24.00%
熔铸氧化铝系列						
销量（吨）	1296.00	960.00	1700.00	4000.00	4600.00	5200.00
销售价格（元/吨）	43257.64	41918.85	44280.00	43000.00	45000.00	46000.00
毛利率	39.40%	41.37%	42.09%	39.00%	38.00%	38.00%
硅质耐火材料						
销量（吨）		6000.00	12211.00	13000.00	14000.00	14000.00
销售价格（元/吨）		2395.93	2800.00	3500.00	5000.00	5400.00

毛利率	41.76%	33.83%	41.00%	40.00%	39.00%
碱性耐火材料					
销量(吨)	11000.00	19000.00	40000.00	70000.00	90000.00
销售价格(元/吨)	3659.40	3863.82	4350.00	5000.00	5400.00
毛利率	36.05%	34.33%	32.50%	33.50%	33.50%
不定型耐火材料					
销量(吨)	11000.00	20468.00	40000.00	70000.00	100000.00
销售价格(元/吨)	5168.00	5000.00	5000.00	5000.00	5000.00
毛利率	45.37%	36.93%	35.00%	35.00%	35.00%
铝硅质耐火材料					
销售收入(万元)		1906.10	6300.00	8000.00	9050.00
毛利率		23.22%	26.19%	26.19%	26.19%
耐热耐磨铸球/铸钢件					
销售收入(万元)			15500.00	26000.00	36500.00
毛利率			17.00%	22.00%	25.00%
原材料					
销售收入(万元)	1023.37	9886.95	2500.00	3000.00	3000.00
毛利率	4.68%	15.24%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源：公司资料，华泰联合证券研究所

风险提示

市场拓展低于预期，原材料价格超预期上涨。

盈利预测

资产负债表				利润表					
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	988	1559	2157	2762	营业收入	845	1236	1773	2241
现金	267	424	614	796	营业成本	616	894	1247	1565
应收账款	294	462	604	813	营业税金及附加	4	7	10	11
其他应收款	9	12	18	23	营业费用	45	66	92	112
预付账款	63	75	110	143	管理费用	81	119	168	202
存货	279	518	695	830	财务费用	23	30	45	54
其他流动资产	75	69	116	157	资产减值损失	8	8	8	8
非流动资产	653	774	876	931	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	473	599	693	748	营业利润	68	114	203	289
无形资产	101	117	130	141	营业外收入	9	10	10	10
其他非流动资	79	58	54	42	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	1641	2333	3034	3693	利润总额	77	124	213	298
流动负债	822	1423	1948	2362	所得税	13	22	37	52
短期借款	437	853	1151	1367	净利润	64	102	175	246
应付账款	162	215	302	383	少数股东损益	16	32	60	86
其他流动负债	223	355	496	611	归属母公司净利	48	70	116	159
非流动负债	69	58	58	57	EBITDA	117	178	290	392
长期借款	55	55	55	55	EPS (元)	0.42	0.61	1.00	1.38
其他非流动负	14	3	3	2					
负债合计	891	1480	2006	2419					
少数股东权益	183	215	275	361					
股本	116	116	116	116					
资本公积	284	284	284	284					
留存收益	168	238	354	513					
归属母公司股	567	637	753	913					
负债和股东权	1641	2333	3034	3693					
现金流量表				单位:百万元	主要财务比率				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金	-17	-76	81	123	成长能力				
净利润	64	102	175	246	营业收入	71.4%	46.4%	43.4%	26.4%
折旧摊销	27	34	42	49	营业利润	101.9	67.9%	77.3%	42.3%
财务费用	23	30	45	54	归属母公司净利	31.2%	45.0%	65.2%	37.8%
投资损失	0	0	0	0	获利能力				
营运资金变动	-140	-266	-183	-226	毛利率(%)	27.1%	27.7%	29.7%	30.1%
其他经营现金	9	24	2	-1	净利率(%)	5.7%	5.7%	6.5%	7.1%
投资活动现金	-177	-158	-145	-104	ROE(%)	8.5%	11.0%	15.4%	17.5%
资本支出	186	140	130	90	ROIC(%)	7.6%	8.8%	12.6%	14.8%
长期投资	0	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金	9	-18	-15	-14	资产负债率(%)	54.3%	63.5%	66.1%	65.5%
筹资活动现金	171	391	253	163	净负债比率(%)	55.23	61.64	60.36	59.02
短期借款	205	416	298	217	流动比率	1.20	1.10	1.11	1.17
长期借款	55	0	0	0	速动比率	0.86	0.73	0.75	0.82
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	0	0	0	0	总资产周转率	0.60	0.62	0.66	0.67
其他筹资现金	-89	-25	-44	-54	应收账款周转率	3	3	3	3
现金净增加额	-25	157	190	182	应付账款周转率	5.27	4.75	4.83	4.57

数据来源: 华泰联合证券研究所

**华泰联合证券评级标准:**

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准 20% 以上

增持 股价超越基准 10%-20%

中性 股价相对基准波动在 ±10% 之间

减持 股价弱于基准 10%-20%

卖出 股价弱于基准 20% 以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准

中性 行业股票指数基本与基准持平

减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码: 518048

电 话: 86 755 8249 3932

传 真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@mail.hthsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层

邮政编码: 200120

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@mail.hthsc.com.cn

免责申明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司 (以下简称“华泰联合”) 签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通, 对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动, 涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期, 或因使用不同假设和标准, 采用不同观点和分析方法, 致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告, 对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用, 在任何情况下并不构成私人咨询建议, 也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况; 同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售, 投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估, 并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求, 必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下, 华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下, 华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务, 可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定, 分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定, 但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关, 其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发, 间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权, 未经华泰联合事先书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告, 则由该机构独自为此发送行为负责, 华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。