

**耐火材料**
**署名人:** 李凡

S0960511030012

0755-82026745

lifan@cjis.cn

**参与人:** 王海青

S0960110080404

0755-82026839

wanghaiqing@cjis.cn

**6-12个月目标价:** 13元

当前股价: 11.56元

评级调整: 维持

**基本资料**

上证综合指数	2163.40
总股本(百万)	115
流通股本(百万)	114
流通市值(亿)	13
EPS	0.42
每股净资产(元)	4.91
资产负债率	54.29%

**股价表现**

(%)	1M	3M	6M
瑞泰科技	-13.25	-13.00	-24.04
建筑建材	-14.57	-20.36	-39.87
沪深300指数	-9.15	-11.26	-26.64


**相关报告**

瑞泰科技-规模持续扩张是公司业绩增长的保障，但资金瓶颈依然突出 2011-10-23  
 瑞泰科技-水泥窑用耐材业绩贡献增至4成，继续扩张需解决长期资金 2011-08-28  
 瑞泰科技-原材料成本上升侵蚀盈利能力 2011-07-10

**瑞泰科技**
**002066**
**推荐**
**玻璃行业需求放缓，明年关注水泥耐材市场开拓**

公司今日公布2011年业绩快报，全年实现收入14.1亿元，同比增66.69%；实现归属于上市公司净利润为5926万元，同比增22.6%，对应EPS为0.51元。其中四季度净利润为1119万元，同比下滑36%。

**投资要点：**

- **下游需求不济，四季度收入环比下滑8.3%。** 四季度收入3.67亿元，净利润仅1119万元，收入环比下滑的原因主要源于玻璃市场需求的放缓。玻璃行业下半年进入亏损阶段，超白玻璃同样如此，大量企业在年底停产对熔铸锆刚玉及高端的熔铸氧化铝需求放缓，收入有所推迟。我们认为玻璃行业至少要至2012年下半年会有所好转，上半年公司的玻璃耐材业务仍会受到影响；水泥方面预计将较为稳定。
- **增收不增利短期源于原材料上涨，长期是因为低盈利产品占比高。** 公司全年收入增长66.7%而净利润仅增23%，净利率跌至4.2%。原因：1.锆英砂仍在持续涨价，年底比年初价格增幅达50%，使业绩占比近四成的锆刚玉毛利率持续下滑；2.盈利能力高的氧化铝受到玻璃需求影响；近两年全力扩张的水泥窑用耐材占比增大，但其产能利用率较低加上公司又处于市场开拓阶段，总体毛利率不高。这两方面造成今年总体利润持续低于预期。单季度看，四季度净利润仅1119万元，为两年来的最低点。我们预计2012年上半年情况仍不会有明显好转。
- **2012年增长来源于水泥窑用耐材的市场开拓。** 今年玻璃窑用耐材呈现前高后低走势，明年将会是前低后高，可关注明年下半年玻璃行业的好转，但总体业绩预计增长有限。水泥耐材需求较为稳定，公司前两年产能投放高峰集中在11年，但目前大部分产品产能未完全释放，可关注水泥耐材市场开拓带来的产能利用率上升。同时可继续关注公司的收购动态。
- **若资金无法解决，大规模扩张仍有待时日。** 公司近两年负债率一直高达60%以上，且现金流情况较差。若要进一步大幅扩张，资金仍是瓶颈。
- **维持“推荐”的投资评级。** 预计2011至2013年收入14.1亿元、16.5亿、19.3亿元，EPS为0.51、0.62与0.73元。给予“推荐”投资评级。
- **风险提示：** 玻璃行业需求未好转、高负债带来的财务风险。

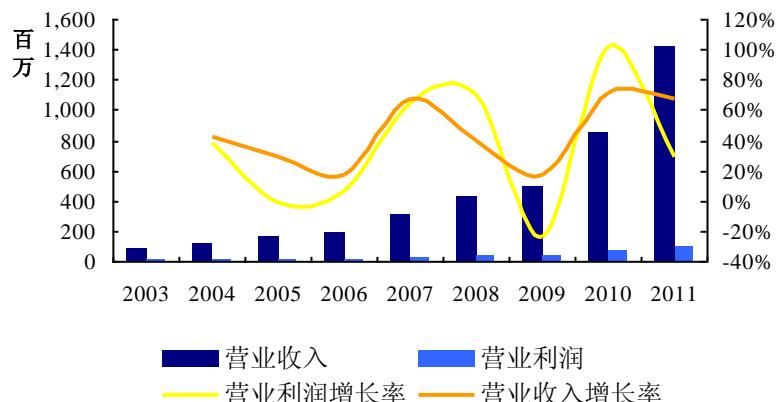
**主要财务指标**

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	845	1409	1653	1929
收入同比(%)	71%	67%	17%	17%
归属母公司净利润	48	59	71	84
净利润同比(%)	31%	23%	20%	19%
毛利率(%)	27.1%	25.9%	25.8%	26.0%
ROE(%)	8.5%	9.8%	10.5%	11.0%
每股收益(元)	0.42	0.51	0.62	0.73
P/E	28.77	23.40	19.53	16.47
P/B	2.45	2.28	2.04	1.82
EV/EBITDA	15	12	9	8

资料来源: 中投证券研究所

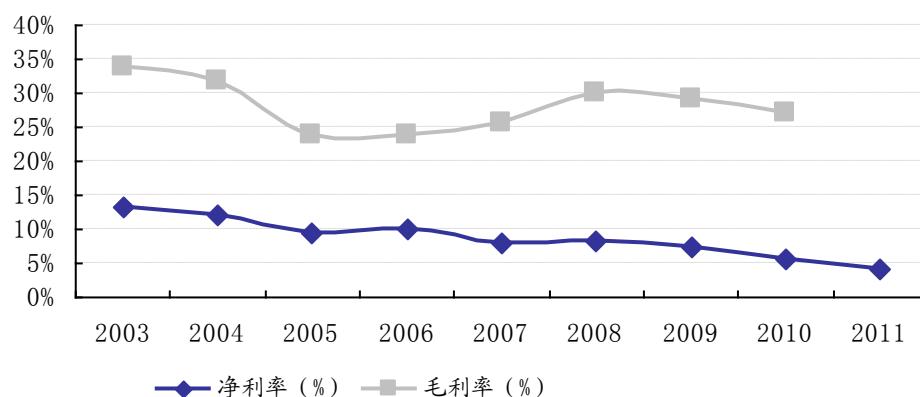
## 一、营业情况

图 1 公司收入与利润增长情况



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 2 公司利润率情况



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 3 公司营业收入占比情况

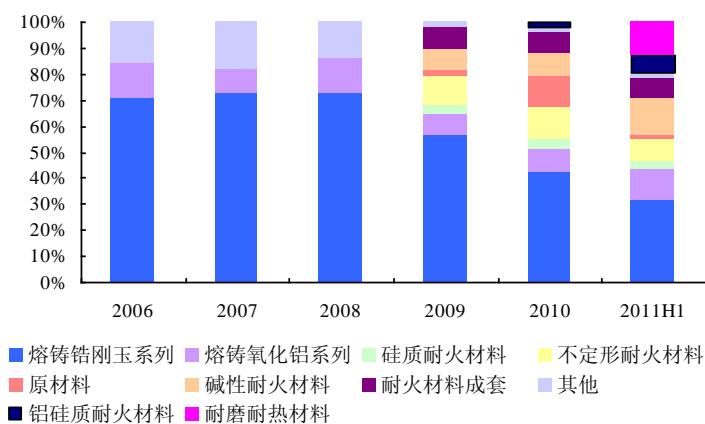
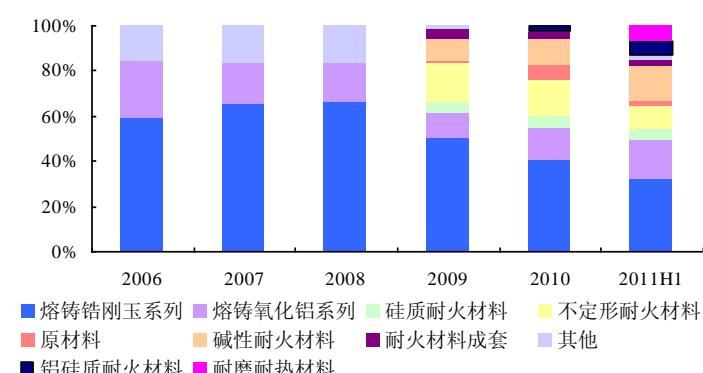


图 4 公司营业利润占比情况



资料来源：公司公告、中投证券研究所

**表 1 公司季度经营数据**

	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4
收入(亿元)	1.14	1.41	1.31	1.50	2.04	2.24	2.67	3.19	3.22	4.01	3.67
环比增速	6.1%	23.4%	-7.0%	14.8%	35.9%	9.5%	19.3%	19.5%	1.0%	24.4%	-8.3%
毛利率	29.8%	30.4%	28.2%	28.1%	27.8%	24.1%	28.6%	23.5%	31.8%	23.9%	
费用率	16.9%	14.4%	30.4%	19.3%	16.2%	16.6%	18.7%	17.8%	20.5%	16.0%	0.0%
归属股东净利润 (亿元)	0.08	0.14	0.09	0.08	0.11	0.12	0.17	0.13	0.17	0.19	0.11
环比增速	18.7%	73.7%	-33.6%	-13.3%	45.0%	5.1%	46.8%	-26.8%	30.7%	12.1%	-40.1%
净利率	6.8%	9.6%	6.9%	5.2%	5.5%	5.3%	6.5%	4.0%	5.2%	4.7%	3.0%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

**表 2 公司产能表**

地点	产品线	权益比例	年产量(吨)	投资额(万元)	投产时间	应用领域
湘潭	熔铸氧化铝生产线 1 条	100%	600		2004 年技改	
	熔铸氧化铝生产线		2000	6580	2007 年	
	熔铸锆刚玉生产线 1、2 线		7000		2005 年前	玻璃窑
	熔铸锆刚玉生产线 3 线		3000	1800	2007 年 4 月	
	熔铸锆刚玉线 2 条线		8000	12975	2010 年 9 月	
湖南	高级硅砖(高级 96)	66.10%	18000		2009 年	
	优质硅砖		25000			玻璃窑
	特优硅砖(高级 97)		2500	10000	2011 年 5 月	
	特优硅砖(高密度)		2500			
都江堰	熔铸锆刚玉线 2 条线	68.65%	8000	3879	2008 年上半年	玻璃窑
河南	环境友好型碱性耐火材料	67.99%	15000	286	2008 年 12 月	水泥回转窑
	环境友好碱性耐火材料		24000	10000	2010 年 8 月	
郑州	碱性耐火材料	55.00%	20000		2011 年上半年	水泥回转窑
安徽	不定形自动耐火材料	62.14%	60000		2008 年	
	不定形自动耐火材料		40000	4000	2011 年上半年	
	耐磨耐热铸钢件消失模生产线		10000	10000	2010 年 9 月	水泥余热发电系统
	耐磨铸球生产线		30000			
	铬系列合金铸球、耐磨铸件		20000		2011 年 3 月收购	
浙江	铝硅质耐火材料	51.80%	15000		2010 年	水泥窑配套

资料来源：公司公告、中投证券研究所

## 二、 盈利预测

表 3 公司盈利预测表

	2010	2011E	2012E	2013E
<b>熔铸锆刚玉</b>				
产能 (吨)	26000	20000	20000	20000
产销率 (%)		96%	95%	99%
产量 (吨)	20,500	19,200	19,000	19,600
单价 (元/吨)	17,325	21,000	23,000	23,200.00
营业收入 (万元)	35,516	40,320	43,700	45,472
增速 (%)	28.0%	13.5%	8.4%	4.1%
营业成本 (万元)	26,303	29,917	32,338	33,195
增速 (%)	27.2%	13.7%	8.1%	2.6%
毛利率	25.9%	25.8%	26.0%	27.0%
<b>熔铸氧化铝</b>				
产量 (吨)	1,700	4,000	4,000	4,200.00
单价 (元/吨)	44,280	44300	44300	45000
营业收入 (万元)	7,528	17,720	17,720	18,900
增速 (%)	87.1%	135.4%	0.0%	6.7%
营业成本 (万元)	4,359	10,721	10,721	11,340
增速 (%)	84.7%	145.9%	0.0%	5.8%
毛利率	42.1%	39.5%	39.5%	40.0%
<b>碱性耐火材料</b>				
产能 (吨)	15,000	60,000	60,000	60,000
产量 (吨)	18,000	45,000	52,000	60,000
单价 (元/吨)	4,078	4200	4200	4,250
营业收入 (万元)	7,341	18,900	21,840	25,500
增速 (%)	82.4%	157.4%	15.6%	16.8%
营业成本 (万元)	4,821	13,230	15,070	17,595
增速 (%)	87.3%	174.4%	13.9%	16.8%
毛利率	34.3%	30.0%	31.0%	31.0%
<b>不定形耐火材料(51%)</b>				
销量 (吨)	25,000	35,000	45,000	55,000.0
单价 (元/吨)	4,094	4,155	4,150	4,300
营业收入 (万元)	10,234	14,543	18,675	23,650
增速 (%)	80.0%	42.1%	28.4%	26.6%
营业成本 (万元)	6,455	9,598	12,139	15,136
增速 (%)	107.9%	48.7%	26.5%	24.7%

毛利率	36.9%	34.0%	35.0%	36.0%
<b>硅质耐火材料</b>				
产能(吨)	18,000	48,000	48,000	48,000
销量(吨)	15,000	20,000	30,000	40,000
单价(元/吨)	2,279	2,200	2,300	2,300
营业收入(万元)	3,419	4,400	6,900	9,200
增速(%)	137.8%	28.7%	56.8%	33.3%
营业成本(万元)	2,262.40	2,772	4,209	5,612
增速(%)	170.2%	22.5%	51.8%	33.3%
毛利率	33.8%	37.0%	39.0%	39.0%
<b>铝硅质耐火材料</b>				
产能(吨)	7,000	15,000	15,000	15,000
营业收入(万元)	1,906	8,500	13,000	15,000
营业成本(万元)	1,463	6,375	9,750	11,250
毛利率(%)	23.2%	25.0%	25.0%	25.0%
<b>耐火材料成套</b>				
营业收入(万元)	6,822	8,000	9,500	11,000.00
营业成本(万元)	6,084	7,184	8,531	9,878
毛利率(%)	10.8%	10.2%	10.2%	10.2%
<b>原材料</b>				
营业收入(万元)	9,887	4,000	8,000	15,000.0
营业成本(万元)	8,380	3,400	6,800	12,750
毛利率(%)	15.2%	15.0%	15.0%	15.0%
<b>耐磨耐热材料</b>				
营业收入(万元)	21,000	23,000	26,000.00	
营业成本(万元)	18,270	20,654	23,348	
毛利率(%)	13.0%	10.2%	10.2%	
<b>其它</b>				
营业收入(万元)	1,605	3,500	3,000	3,200.00
营业成本(万元)	1,375	2,975	2,550	2,720
毛利率(%)	14.3%	15.0%	15.0%	15.0%
<b>合计</b>				
营业收入(万元)	84,257.88	140,882.50	165,335.00	192,922.00
营业成本(万元)	61,503.08	104,442.09	122,760.95	142,823.56
毛利率(%)	27.01%	25.87%	25.75%	25.97%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

**附：财务预测表****资产负债表**

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	988	1683	1983	2329
现金	267	423	496	579
应收账款	294	448	558	683
其他应收款	9	14	16	19
预付账款	63	73	86	100
存货	279	627	712	814
其他流动资产	75	99	116	135
<b>非流动资产</b>	653	718	731	741
长期投资	0	0	0	0
固定资产	473	531	566	587
无形资产	101	99	97	95
其他非流动资产	79	88	69	60
<b>资产总计</b>	1641	2401	2715	3070
<b>流动负债</b>	822	1481	1688	1914
短期借款	437	814	956	1349
应付账款	162	261	282	43
其他流动负债	223	406	449	521
<b>非流动负债</b>	69	100	100	100
长期借款	55	95	95	95
其他非流动负债	14	5	5	5
<b>负债合计</b>	891	1581	1787	2013
少数股东权益	183	211	247	292
股本	116	116	116	116
资本公积	284	284	284	284
留存收益	168	210	281	366
归属母公司股东权益	567	609	681	765
<b>负债和股东权益</b>	1641	2401	2715	3070

**现金流量表**

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>经营活动现金流</b>	-17	-113	25	-204
净利润	64	87	108	130
折旧摊销	27	32	36	40
财务费用	23	31	44	57
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-140	-255	-163	-430
其他经营现金流	9	-7	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-177	-100	-50	-50
资本支出	186	100	50	50
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	9	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	171	368	99	337
短期借款	205	377	142	393
长期借款	55	40	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-89	-48	-44	-57
<b>现金净增加额</b>	-25	156	73	83

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

**利润表**

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>营业收入</b>	845	1409	1653	1929
营业成本	616	1044	1228	1428
营业税金及附加	4	6	7	8
营业费用	45	93	103	116
管理费用	81	138	154	177
财务费用	23	31	44	57
资产减值损失	8	6	7	7
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	68	90	112	136
营业外收入	9	17	20	22
营业外支出	0	2	2	2
<b>利润总额</b>	77	105	130	156
所得税	13	18	23	27
<b>净利润</b>	64	87	108	130
少数股东损益	16	28	36	45
<b>归属母公司净利润</b>	48	59	71	84
EBITDA	117	153	192	233
EPS (元)	0.42	0.51	0.62	0.73

**主要财务比率**

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>成长能力</b>				
营业收入	71.4%	66.8%	17.4%	16.7%
营业利润	101.9	32.3%	24.4%	21.6%
归属于母公司净利润	31.2%	22.9%	19.8%	18.6%
<b>获利能力</b>				
毛利率	27.1%	25.9%	25.8%	26.0%
净利率	5.7%	4.2%	4.3%	4.4%
ROE	8.5%	9.8%	10.5%	11.0%
ROIC	7.6%	7.7%	8.7%	8.3%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	54.3%	65.8%	65.8%	65.6%
净负债比率	55.23	57.49%	58.81	71.75%
流动比率	1.20	1.14	1.18	1.22
速动比率	0.86	0.71	0.75	0.79
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.60	0.70	0.65	0.67
应收账款周转率	3	4	3	3
应付账款周转率	5.27	4.94	4.52	8.78
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.42	0.51	0.62	0.73
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.15	-0.98	0.21	-1.76
每股净资产(最新摊薄)	4.91	5.28	5.89	6.62
<b>估值比率</b>				
P/E	28.77	23.40	19.53	16.47
P/B	2.45	2.28	2.04	1.82
EV/EBITDA	15	12	9	8

## 相关报告

报告日期	报告标题
2011-10-23	瑞泰科技-规模持续扩张是公司业绩增长的保障，但资金瓶颈依然突出
2011-08-28	瑞泰科技-水泥窑用耐材业绩贡献增至4成，继续扩张需解决长期资金
2011-07-10	瑞泰科技-原材料成本上升侵蚀盈利能力
2011-04-19	瑞泰科技-水泥用耐火材料拉低盈利能力，资金压力进一步明显
2011-04-08	瑞泰科技-扩张信心明显，收购持续进行
2011-03-29	瑞泰科技-水泥窑用耐材业绩贡献增至三成，今年产能将集中释放
2011-01-10	瑞泰科技-水泥用耐火材料业绩显现，盈利水平有望回升

## 投资评级定义

### 公司评级

强烈推荐：预期未来6~12个月内股价升幅30%以上

推荐：预期未来6~12个月内股价升幅10%~30%

中性：预期未来6~12个月内股价变动在±10%以内

回避：预期未来6~12个月内股价跌幅10%以上

### 行业评级

看好：预期未来6~12个月内行业指数表现优于市场指数5%以上

中性：预期未来6~12个月内行业指数表现相对市场指数持平

看淡：预期未来6~12个月内行业指数表现弱于市场指数5%以上

## 研究团队简介

李凡，中投证券研究所建材行业首席分析师，管理学硕士，4年行业从业经验，7年证券行业从业经验。

王海青，王海青，中投证券研究所建材行业分析师，金融学硕士。

## 免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们将对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

## 中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

### 深圳市

深圳市福田区益田路6003号荣超商务  
中心A座19楼  
邮编：518000  
传真：(0755) 82026711

### 北京市

北京市西城区太平桥大街18号丰融国际  
大厦15层  
邮编：100032  
传真：(010) 63222939

### 上海市

上海市静安区南京西路580号南证大厦16楼  
邮编：200041  
传真：(021) 62171434