

玻璃制造

署名人: 李凡

S0960209060268

0755-82026745

lifan@cjis.cn

参与人: 王海青

S0960110080404

0755-82026839

wanghaiqing@cjis.cn

6 - 12 个月目标价: 20.00 元

当前股价: 15.67 元

评级调整: 维持

基本资料

深证成份指数	11568.17
总股本(百万)	116
流通股本(百万)	115
流通市值(亿)	18
EPS (TTM)	0.46
每股净资产(元)	6.50
资产负债率	54.3%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
瑞泰科技	3.77	0.16	-9.36
深证成份指数	-3.67	0.32	-8.44



相关报告

《瑞泰科技-原材料成本上升侵蚀盈利能力》 2011-7-10

《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》 2011-4-19

《瑞泰科技-扩张信心明显, 收购持续进行》 2011-4-8

瑞泰科技

002066

推荐

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 年上半年, 公司实现收入 6.41 亿元, 同比增 80.72%; 实现归属于母公司股东净利润为 2940 万元, 增长 54.21%。对应 EPS 为 0.25 元, 同比增长 54.15。

投资要点:

- 毛利率相对平稳, 镍英砂价格上涨因素预计于下半年体现。公司上半年毛利率 27.7%, 比去年略降, 四大产品中熔铸氧化铝、碱性耐材、不定形耐材毛利率因成本上升有所下降; 而第一大产品熔铸锆刚玉毛利率上涨 4.27 个百分点, 主要是由于原材料库存较大使成本上涨因素尚未体现。由于锆英砂占锆刚玉成本近一半, 今年锆英砂价格最高同比涨幅达 200%, 虽然公司二季度开始对产品进行提价, 但估计不能完全转移成本压力, 下半年锆刚玉盈利能力将会有所回落。
- 费用率提升使净利率降至 4.6% 低点, 盈利能力将趋于稳定。公司收入增速 80.72%, 净利润增长 54.21%, 主要在于费用率由去年同期 17.52% 升至 19.16%, 导致净利率从 5.4% 下降至 4.6% 的历史低点。长期看, 公司费用率有望出现回落, 但水泥用耐材占比提升将拉低毛利率, 因而公司总体盈利能力将趋于稳定。
- 规模持续扩张, 水泥窑用耐材营业利润占比增至 4 成。玻璃耐材方面, 公司主要通过技改提升产能, 上半年将两条熔铸锆刚玉线技改为熔铸氧化铝, 氧化铝产能增加 2500 吨。同时湖南 3 万吨硅质耐材也于今年 5 月投产。水泥窑用耐材方面, 公司通过收购方式扩大规模, 上半年收购郑州瑞泰以及安徽宁国开源电力耐磨材料公司。预计未来公司仍将通过收购加快水泥耐材规模的扩大。上半年水泥耐材业绩占比已接近 4 成, 预计今年营业利润占比有望达 40%-50%。
- 负债率增至 62.5% 高点, 扩张所需长期资金需求亟待解决。公司现金流情况较一季度更为紧张, 负债率达到 62.5%, 比去年增加 8.2 个百分点, 财务风险增大。公司将于三季度发行 2 亿元短融券, 但要解决长期扩张所需要的資金来源, 不排除其它融资方式。
- 维持“推荐”的投资评级。我们预计公司 2011 至 2013 年收入 13.7.1 亿元、17.0 亿、19.4 亿元, 每股收益为 0.57、0.67 与 0.75 元。给予“推荐”的投资评级。
- 风险提示: 成本转移能力、新增产能销售市场的开拓与盈利情况。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	845	1368	1703	1938
同比(%)	71%	62%	25%	14%
归属母公司净利润(百万元)	48	66	77	88
同比(%)	31%	37%	16%	14%
毛利率(%)	27.1%	26.4%	25.9%	26.0%
ROE(%)	8.5%	10.8%	11.1%	11.2%
每股收益(元)	0.42	0.57	0.67	0.76
P/E	37.45	27.28	23.51	20.64
P/B	3.19	2.94	2.61	2.32
EV/EBITDA	19	14	11	9

资料来源: 中投证券研究所

一、收入快速增长，但净利润率下降至 4.6%

1.1 毛利率相对稳定，费用率上升明显

上半年公司收入实现在 6.41 亿元，增速 80.72%；而同期净利润为 2940 万元，增长 54.21%。

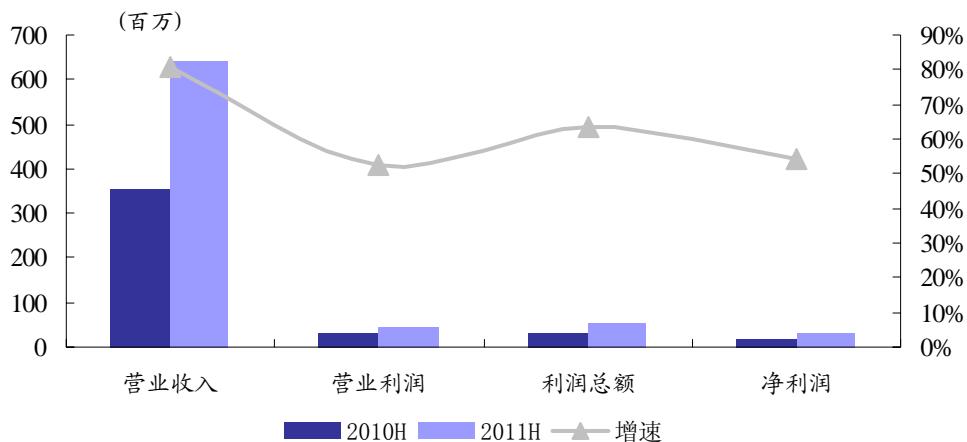
收入快速增长主要源于募投项目投产与收购其它公司带来的产能增加。上半年，湖南 3 万吨硅质耐材、安徽 4 万吨不定形耐材投产；同时公司于 1 月份收购郑州瑞泰，3 月份收购安徽宁国开源电力耐磨材料公司，可增加 2 万吨碱性耐材、2 万吨铸球铸件产能。

收入增速快于利润增速，主要是由于成本上升以及费用上升。

首先，是一部分产品因为原材料价格上涨而带来的毛利率下降。虽然上半年总体毛利率为 27.7%，略低于去年同期的 27.9%，但公司四大产品中熔铸氧化铝、碱性耐材、不定形耐材毛利率均有所下降。而第一大产品熔铸锆刚玉由于原材料库存较多，成本上升尚未体现，这与我们原来的预期不符，我们预计下半年原材料上涨对锆刚玉的盈利能力将出现比较明显的影响。据了解，占熔铸锆刚玉原材料成本近一半的锆英砂的价格自去年三季度以后迅速上涨。自去年三季度以后，熔铸锆刚玉所用原材料锆英砂价格迅速上涨。去年锆英砂价格约 8000 多元/吨，目前达到 2.1-2.3 万元/吨，最高涨幅约 200%。公司二季度开始上调熔铸锆刚玉产品售价，预计能把一半的成本涨价转移出去，我们预计下半年该产品的毛利率有可能下滑。

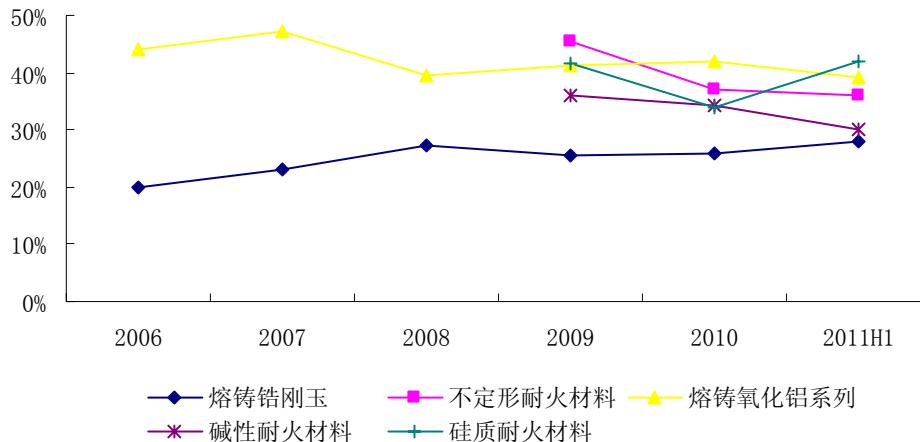
其次，公司费用率明显上升，由去年同期的 17.52% 上升至 19.16%，使得净利润率从 5.4% 下降至 4.6% 的历史低点，主要是由于营销费用增加、新设公司管理费用增加及利息增加所致。总体看，随着国内通胀的逐渐回落，以及公司水泥产品的销售加大，盈利能力将趋于稳定。

图 1 公司收入与利润增长情况



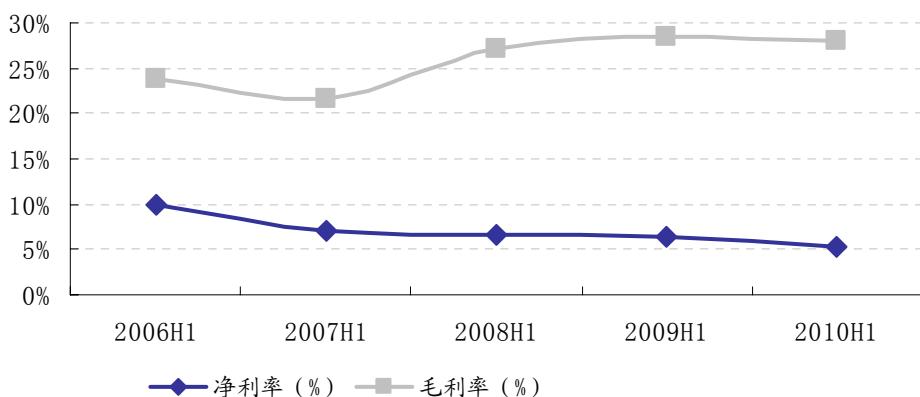
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 2 公司主要产品毛利率情况



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 3 公司净利润率情况



资料来源：公司公告、中投证券研究所

1.2 二季度毛利率达到 31.8% 的高点

从单季度情况看，今年二季度公司实现收入 3.22 亿元，归属母公司净利润为 1665 万元，环比增长 30.7%。

二季度毛利率达到 31.8% 的水平，已接近 2008 年历史新高，这一是公司上调熔铸锆刚玉售价作用显现；二是公司通过将部分熔铸锆刚玉线的产能技改为熔铸氧化铝线，二季度已全部技改完成，能增加氧化铝产能 2500 吨。由于熔铸氧化铝的毛利率一直维持约 40% 的高水平，其规模的增加有益于提高利润率。下半年随着锆刚玉成本涨价因素体现，毛利率预计会有所回落。

表 1 公司季度经营数据

	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2
收入(亿元)	1.31	0.84	1.07	1.14	1.41	1.31	1.50	2.04	2.24	2.67	3.19	3.22
环比增速	2.4%	-36.2%	28.6%	6.1%	23.4%	-7.0%	14.8%	35.9%	9.5%	19.3%	19.5%	1.0%
毛利率	32.7%	32.4%	27.2%	29.8%	30.4%	28.2%	28.1%	27.8%	24.1%	28.6%	23.5%	31.8%
费用率	16.5%	27.4%	18.1%	16.9%	14.4%	30.4%	19.3%	16.2%	16.6%	18.7%	17.8%	20.5%
归属股东净利润(亿元)	0.14	0.07	0.07	0.08	0.14	0.09	0.08	0.11	0.12	0.17	0.13	0.17
环比增速	38.4%	-49.5%	-6.1%	18.7%	73.7%	-33.6%	-13.3%	45.0%	5.1%	46.8%	-26.8%	30.7%
净利率	10.6%	8.4%	6.1%	6.8%	9.6%	6.9%	5.2%	5.5%	5.3%	6.5%	4.0%	5.2%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

二、规模持续扩张，水泥用耐材营业利润占比达4成

今年上半年，公司投资项目产能集中释放，另外又通过收购的方式新设子公司，规模持续增长。上半年，水泥窑用耐火材料的收入与营业利润占比已经达到41.7%与39%，符合我们之前的预期。

玻璃耐火材料方面，随着玻璃行业超白玻璃线、太阳能玻璃线等高端产品的增加，对高端耐材熔铸氧化铝的需求增加。公司上半年通过将湖南两条熔铸锆刚玉线技改为熔铸氧化铝，熔铸锆刚玉产能减少6000-8000吨，而氧化铝生产线由2条增至4条，产能增加2500吨，熔铸氧化铝产能达到5100吨。目前合同额饱满，预计全年销量可达到4000吨以上。另外，公司自建的湖南3万吨硅质耐材也于今年5月份投产，目前仍在调试中。

水泥耐火材料方面，公司以收购其它公司的方式扩大规模。上半年公司收购了郑州瑞泰以及安徽宁国开源电力耐磨材料有限公司，可增加2万吨的碱性耐火材料及部分铝硅质耐火材料、2万吨铬系列合金铸球、耐磨铸件的生产能力。我们预计未来公司仍将通过收购方式加快水泥耐材规模的扩大。

水泥耐材市场规模是玻璃耐材的2倍，又由于大股东中建材的平台，有助于公司开拓市场，我们预计今年全年营业利润占比有望达到40%-50%。未来，公司耐材未来将向总包的方向发展，水泥用耐材是近期扩张重点，而长期看，有色用耐材等领域将是扩张的方向。

图 4 公司营业收入占比情况

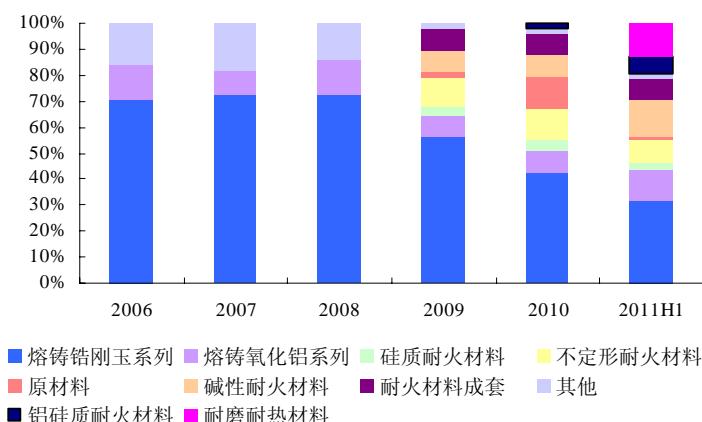
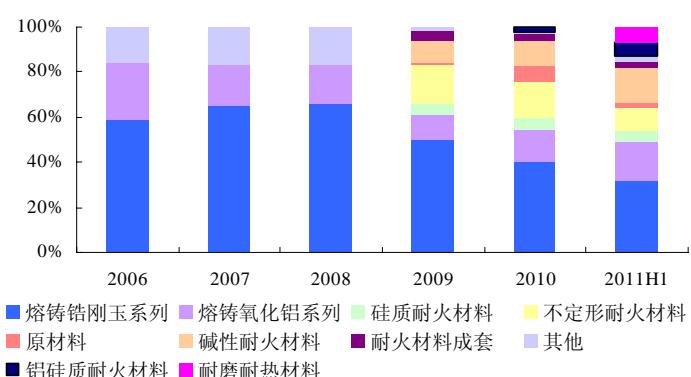


图 5 公司营业利润占比情况



资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 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			
	特优硅砖（高级 97）		2500	10000	2011 年 5 月	玻璃窑
	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	3286	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			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

三、负债与现金流情况

公司现金流情况较一季度更为紧张，目前负债率达到 62.5%，比去年增加 8.2 个百分点，财务风险增大。上半年公司经营性现金流为 -8000 万元，而同期资本性支出为 7000 万元，实际上资金缺口约 1.5 亿元，在国家为控制通胀而实行紧缩政策的情况下，公司财务压力明显。

为了缓解短期资金需求，公司将于三季度发行 2 亿元的短期融资券，其中 1.5 亿元用于替换银行贷款，5000 万元用于补充流动资金。我们认为，公司未来仍将继续通过兼并收购或重组等方式扩大在水泥耐材或者其它领域的扩张，但资金仍是首先需要解决的问题，因此不排除公司以其它融资方式解决长期需求。

表 3 公司运营情况

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011H
营运能力							
存货周转率(次)	2.0	1.9	2.0	1.7	1.7	2.4	1.3
应收账款周转率(次)	3.2	3.2	4.6	4.7	3.4	3.6	1.7
资金状况							
资产负债率(%)	48.6	41.6	50.5	53.8	42.8	54.3	62.5
经营活动现金流(亿元)	0.0	0.1	0.0	0.2	0.1	-0.2	-0.8
增长率(%)		242.6	-88.1	1767.4	-41.6	-233.9	21.6
资本性支出							
资本性支出(亿元)	0.2	0.6	0.6	0.7	1.2	1.9	0.7
增长率(%)		260.4	-3.8	11.7	83.2	54.5	(24.8)

资料来源：公司公告、中投证券研究所

四、盈利预测

我们预计公司 2011 至 2013 年收入 13.7.1 亿元、17.0 亿、19.4 亿元，每股收益为 0.57、0.67 与 0.75 元。给予“推荐”的投资评级。

表 4 瑞泰科技盈利预测

	2010	2011E	2012E	2013E
熔铸锆刚玉				
产能(吨)	26000	20000	20000	20000
产销率(%)		95%	97%	99%
产量(吨)	20,500	19,000	19,400	19,800
单价(元/吨)	17,325	21,000	23,000	23,200.00
营业收入(万元)	35,516	39,900	44,620	45,936
增速(%)	28.0%	12.3%	11.8%	2.9%
营业成本(万元)	26,303	29,526	32,573	33,533
增速(%)	27.2%	12.3%	10.3%	2.9%

毛利率	25.9%	26.0%	27.0%	27.0%
熔铸氧化铝				
产量(吨)	1,700	4,000	4,250	4,300.00
单价(元/吨)	44,280	44300	44800	45000
营业收入(万元)	7,528	17,720	19,040	19,350
增速(%)	87.1%	135.4%	7.4%	1.6%
营业成本(万元)	4,359	10,721	11,519	11,610
增速(%)	84.7%	145.9%	7.4%	0.8%
毛利率	42.1%	39.5%	39.5%	40.0%
碱性耐火材料				
产能(吨)	15,000	60,000	60,000	60,000
产量(吨)	18,000	45,000	55,000	60,000
单价(元/吨)	4,078	4200	4200	4,250
营业收入(万元)	7,341	18,900	23,100	25,500
增速(%)	82.4%	157.4%	22.2%	10.4%
营业成本(万元)	4,821	13,230	15,939	17,340
增速(%)	87.3%	174.4%	20.5%	8.8%
毛利率	34.3%	30.0%	31.0%	32.0%
不定形耐火材料(51%)				
销量(吨)	25,000	35,000	45,000	55,000.0
单价(元/吨)	4,094	4,100	4,150	4,300
营业收入(万元)	10,234	14,350	18,675	23,650
增速(%)	80.0%	40.2%	30.1%	26.6%
营业成本(万元)	6,455	9,471	12,139	15,136
增速(%)	107.9%	46.7%	28.2%	24.7%
毛利率	36.9%	34.0%	35.0%	36.0%
硅质耐火材料				
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	4,347	5,704
增速(%)	170.2%	22.5%	56.8%	31.2%
毛利率	33.8%	37.0%	37.0%	38.0%
铝硅质耐火材料				
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	6,545	10,010	11,550
毛利率 (%)	23.2%	23.0%	23.0%	23.0%

耐火材料成套

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%

原材料

营业收入 (万元)	9,887	4,000	10,000	15,000.0
营业成本 (万元)	8,380	3,400	8,500	12,750
毛利率 (%)	15.2%	15.0%	15.0%	15.0%

耐磨耐热材料

营业收入 (万元)	19,000	23,000	26,000.00
营业成本 (万元)	16,150	20,654	23,348
毛利率 (%)	15.0%	10.2%	10.2%

其它

营业收入 (万元)	1,605	2,000	2,500	3,200.00
营业成本 (万元)	1,375	1,600	2,000	2,560
毛利率 (%)	14.3%	20.0%	20.0%	20.0%

合计

营业收入 (万元)	84,257.88	136,770.00	170,335.00	193,836.00
营业成本 (万元)	61,503.08	100,598.60	126,211.55	143,409.28
毛利率 (%)	27.01%	26.45%	25.90%	26.02%

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					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产					营业收入	845	1368	1703	1938
现金	267	410	511	582	营业成本	616	1006	1262	1434
应收账款	294	435	575	686	营业税金及附加	4	5	7	8
其它应收款	9	13	17	19	营业费用	45	89	106	116
预付账款	63	70	88	100	管理费用	81	133	158	178
存货	279	604	732	817	财务费用	23	30	43	57
其他	75	96	119	136	资产减值损失	8	6	7	7
非流动资产	653	718	731	741	公允价值变动收益	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	531	566	587	营业利润	68	99	120	138
无形资产	101	99	97	95	营业外收入	9	18	20	22
其他	79	88	69	60	营业外支出	0	2	2	2
资产总计	1641	2346	2774	3081	利润总额	77	115	138	158
流动负债	822	1418	1732	1908	所得税	13	20	24	27
短期借款	437	774	980	1341	净利润	64	95	114	131
应付账款	162	251	290	43	少数股东损益	16	29	37	43
其他	223	393	462	524	归属母公司净利润	48	66	77	88
非流动负债	69	100	100	100	EBITDA	117	161	200	235
长期借款	55	95	95	95	EPS (元)	0.42	0.57	0.67	0.76
其他	14	5	5	5					
负债合计	891	1518	1831	2008					
少数股东权益	183	212	249	292					
股本	116	116	116	116					
资本公积	284	284	284	284					
留存收益	168	217	294	382					
归属母公司股东权益	567	616	693	781					
负债和股东权益	1641	2346	2774	3081					
现金流量表									
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	主要财务比率				
经营活动现金流	-17	-86	-12	-184	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	64	95	114	131	成长能力				
折旧摊销	27	32	36	40	营业收入	71.4%	61.9%	24.5%	13.8%
财务费用	23	30	43	57	营业利润	101.9%	44.9%	21.7%	14.8%
投资损失	0	0	0	0	归属于母公司净利润	31.2%	37.3%	16.0%	13.9%
营运资金变动	-140	-236	-206	-413	获利能力				
其它	9	-7	-0	0	毛利率	27.1%	26.4%	25.9%	26.0%
投资活动现金流	-177	-100	-50	-50	净利率	5.7%	4.9%	4.5%	4.5%
资本支出	186	100	50	50	ROE	8.5%	10.8%	11.1%	11.2%
长期投资	0	0	0	0	ROIC	7.6%	8.3%	9.0%	8.4%
其他	9	0	0	0	偿债能力				
筹资活动现金流	171	330	163	305	资产负债率	54.3%	64.7%	66.0%	65.2%
短期借款	205	337	206	362	净负债比率	55.23%	57.26%	58.69%	71.55%
长期借款	55	40	0	0	流动比率	1.20	1.15	1.18	1.23
普通股增加	0	0	0	0	速动比率	0.86	0.72	0.76	0.80
资本公积增加	0	0	0	0	营运能力				
其他	-89	-47	-43	-57	总资产周转率	0.60	0.69	0.67	0.66
现金净增加额	-25	143	101	71	应收账款周转率	3	4	3	3
					应付账款周转率	5.27	4.87	4.66	8.61
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.42	0.57	0.67	0.76
					每股经营现金流(最新摊薄)	-0.15	-0.75	-0.10	-1.60
					每股净资产(最新摊薄)	4.91	5.34	6.00	6.76
					估值比率				
					P/E	37.45	27.28	23.51	20.64
					P/B	3.19	2.94	2.61	2.32
					EV/EBITDA	19	14	11	9

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

请务必阅读正文之后的免责条款部分

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，6 年证券行业从业经验。

王海青，中投证券研究所建材行业分析师，金融学硕士。

主要研究覆盖公司：海螺水泥、冀东水泥、华新水泥、*ST 双马、南玻 A、金晶科技、海螺型材、鲁阳股份、海鸥卫浴、成霖股份。

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司（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。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站：<http://www.cjis.cn>

深圳

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

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

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