


**华泰联合证券**  
HUATAI UNITED SECURITIES


**华泰联合证券**  
HUATAI UNITED SECURITIES


**华泰联合证券**  
HUATAI UNITED SECURITIES


**华泰联合证券**  
HUATAI UNITED SECURITIES

**华泰联合证券**  
2012-04-26


**华泰联合证券**  
HUATAI UNITED SECURITIES


**华泰联合证券**  
HUATAI UNITED SECURITIES


**华泰联合证券**  
证券研究报告  
公司研究 / 季报点评

原材料/建筑材料

**瑞泰科技 (002066)****买入/维持评级**

股价: RMB13.49

**分析师**

周煥

SAC 执业证书编号:S1000510120036  
(0755)8249 2072  
zhouhuan@mail.hthsc.com.cn

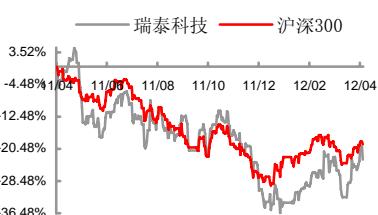
鲍雁辛

SAC 执业证书编号:s1000511090001  
(0755)8249 2810  
baoyx@mail.hthsc.com.cn**相关研究**

《水泥窑耐材带来确定性的高成长 (买入)》20111221;  
 《短期成本承压,路遥方知马力——公司2011年三季报点评 (买入)》20111024;  
 《水泥窑用耐材业务快速成长——公司2011年中报点评 (买入)》20110831;

**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)	1,559

**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

**业绩低谷已现****——公司 2011 年报及 2012 年 1 季报点评**

- 公司 2011 年实现营业收入 13.97 亿元, 同比增长 65.32%, 实现归属于母公司净利润 5725.86 万元, EPS 0.50 元, 同时, 公司 2012 年 1 季度实现营业收入 3.37 亿元, 同比增长 5.75%, 实现归属于母公司净利润 902.40 万元, 同比减少 29.19%, EPS 0.08 元, 低于预期。
- 业绩低于预期主要源自玻璃窑耐材板块 (去年收入占 49%), 受地产调控影响 (地产占玻璃行业需求约七成), 去年下半年平板玻璃市场价格快速滑落, 并在 4 季度加速下跌至可变成本附近且低靡至今, 因此玻璃企业新建及冷修线大幅放缓甚至停滞, 2011 年 Q4 及 2012 年 Q1 营业收入同比增速分别回落 45.79%、27.55 个百分点。按存货中产成品/营业成本比值看, 截至 2011 年底为 0.31, 超过 2008 年底的 0.24。
- 水泥窑耐材业务维持快速增长态势: 我们测算, 自 2009 年公司展开水泥窑耐材业务至今, 2010-2011 年该业务 (耐热耐磨材料划入水泥窑耐材板块) 收入增速分别为 162.49%、127.65%, 我们判断, 公司目前在水泥窑耐材市场占有率仅约 3% 左右, 未来两年内由于新建+收购产能的释放, 该业务板块高增长的态势仍可保持。
- 由于主要原材料锆英砂、氧化铝、镁砂及铝矾土的涨价, 2011 年公司综合毛利率同比下降 0.82 个百分点, 2012 年 Q1 综合毛利率同比略提升 0.78 个百分点主要是产品结构的变化。期间费用率 2011 年同增 1.04 个百分点至 18.71%, 2012 年 Q1 同增 2.96 个百分点至 20.79%, 主因是销售费用 (人工、运费增涨) 及财务费用 (贷款利率上升, 发行 1.5 亿元公司债)。
- 公司今年 4 月公司收购湘钢宜兴耐火, 并设立华东瑞泰, 市场延伸至钢铁行业, 虽然玻璃行业今年上半年景气仍难反转, 但我们仍看好公司在水泥及钢铁领域开拓带来的快速增长, 预计 2012-2013 年归属于母公司净利润为 0.79 和 1.14 亿元, EPS 分别为 0.68 和 0.99 元, 目前股价对应 2012-2013 年 PE 分别为 19.42 和 13.43 倍。考虑到公司切入水泥窑用耐火材料领域而带来的业绩高成长, 我们认为目前估值偏低, 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。

经营预测与估值	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入(百万元)	844.9	1396.7	1724.4	2286.7
(+/-%)	71.4	65.3	23.5	32.6
归属母公司净利润(百万元)	48.3	57.3	79.1	114.4
(+/-%)	31.2	18.5	38.2	44.6
EPS(元)	0.42	0.50	0.68	0.99
P/E(倍)	32.2	26.8	19.4	13.4

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

## 盈利预测

资产负债表				利润表					
会计年度	2010	2011	2012	2013E	会计年度	2010	2011	2012E	2013E
流动资产	988	1404	1981	2626	营业收入	845	1397	1724	2287
现金	267	228	494	657	营业成本	616	1029	1257	1656
应收账款	294	492	653	839	营业税金及附加	4	6	9	10
其他应收款	9	11	17	22	营业费用	45	87	105	135
预付账款	63	87	111	152	管理费用	81	128	157	206
存货	279	497	589	788	财务费用	23	46	52	73
其他流动资产	75	88	117	168	资产减值损失	8	13	13	13
非流动资产	653	799	995	1091	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	610	818	910	营业利润	68	87	132	193
无形资产	101	110	120	127	营业外收入	9	15	10	10
其他非流动资	79	79	57	53	营业外支出	0	2	2	2
资产总计	1641	2204	2975	3717	利润总额	77	99	140	201
流动负债	822	1263	1616	2190	所得税	13	16	23	33
短期借款	437	714	888	1256	净利润	64	83	117	169
应付账款	162	255	309	412	少数股东损益	16	26	38	54
其他流动负债	223	294	419	521	归属母公司净利	48	57	79	114
非流动负债	69	59	360	359	EBITDA	117	184	234	330
长期借款	55	46	346	346	EPS (元)	0.42	0.50	0.68	0.99
其他非流动负	14	12	14	13					
<b>负债合计</b>	<b>891</b>	<b>1321</b>	<b>1976</b>	<b>2549</b>					
少数股东权益	183	276	314	368					
股本	116	116	116	116					
资本公积	284	283	283	283					
留存收益	168	208	287	402					
归属母公司股	567	607	686	800					
<b>负债和股东权</b>	<b>1641</b>	<b>2204</b>	<b>2975</b>	<b>3717</b>					
<hr/>									
现金流量表				单位:百万元	主要财务比率				
会计年度	2010	2011	2012	2013E	会计年度	2010	2011	2012E	2013E
经营活动现金	-17	<b>-14</b>	111	27	<b>成长能力</b>				
净利润	64	83	117	169	营业收入	71.4%	65.3%	23.5%	32.6%
折旧摊销	27	51	50	64	营业利润	101.9	27.2%	52.2%	46.5%
财务费用	23	46	52	73	归属母公司净利	31.2%	18.5%	38.1%	44.6%
投资损失	0	0	0	0	<b>获利能力</b>				
营运资金变动	-140	<b>-208</b>	<b>-153</b>	<b>-276</b>	毛利率(%)	27.1%	26.3%	27.1%	27.6%
其他经营现金	9	13	45	<b>-3</b>	净利率(%)	0.0%	6.5%	7.1%	5.7%
<b>投资活动现金</b>	<b>-177</b>	<b>-183</b>	<b>-252</b>	<b>-160</b>	ROE(%)	8.5%	9.4%	11.5%	14.3%
资本支出	186	163	240	150	ROIC(%)	7.6%	7.8%	8.7%	10.4%
长期投资	0	<b>-24</b>	0	0	<b>偿债能力</b>				
其他投资现金	9	<b>-43</b>	<b>-12</b>	<b>-10</b>	资产负债率(%)	54.3%	59.9%	66.4%	68.6%
<b>筹资活动现金</b>	<b>171</b>	<b>198</b>	<b>407</b>	<b>297</b>	净负债比率(%)	55.23	59.39	62.92	63.28
短期借款	205	277	174	368	流动比率	1.20	1.11	1.23	1.20
长期借款	55	<b>-9</b>	300	0	速动比率	0.86	0.72	0.86	0.84
普通股增加	0	0	0	0	<b>营运能力</b>				
资本公积增加	0	<b>-0</b>	0	0	总资产周转率	0.60	0.73	0.67	0.68
其他筹资现金	-89	<b>-70</b>	<b>-67</b>	<b>-72</b>	应收账款周转率	3	3	3	3
现金净增加额	-25	<b>-0</b>	266	163	应付账款周转率	5.27	4.94	4.46	4.59

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投资建议。