

## 玻璃窑耐材助推，水泥窑耐材+钢铁耐材双轮驱动

### 事件

近日我们实地调研了瑞泰科技，主要针对公司玻璃、水泥、钢铁耐火材料的经营情况、各类耐火产品的市场前景、进入钢铁市场的后将给公司带来的变化及公司未来发展战略等问题与公司高管进行了沟通交流。

### 评述

**水泥窑耐材总包业务已迈出坚实一步，未来仍有较大提升空间。**水泥窑耐材总包业务即公司对水泥企业提供全程配套服务，包括前期的销售、安装，以及在使用过程中提供的技术支持等服务。水泥耐火材料在水泥熟料生产成本中占比非常的小，每吨熟料对应耐火材料的成本为3元左右，这就决定了水泥企业对耐火材料更看中的产品质量。水泥窑耐材通常的更换周期为一年，总包模式的优势在于使用公司产品过程中，出现问题公司将及时提供维修、更换等服务。总包模式为水泥企业提供了更为简便的耐火材料使用模式，逐步受到水泥企业认可。2011年公司在总包业务方面迈出了坚实的一步，并且取得了初步成效。去年公司水泥窑耐火材料收入5.78亿元，占营业收入的38%。虽然总包模式业务收入占比不足10%，但是水泥企业已经开始认同此种模式，并从此模式中收益。对于公司来说，全程配套服务由传统的单一卖产品，转变为产品、服务共同销售，进而增加了公司水泥窑耐材业务的收入，且毛利率也有一定的提高。由于该业务目前尚处于起步期，今年仍将有一定的突破，但是爆发性增长很难出现。我们认为，总包模式必将成为水泥窑耐材的发展趋势，虽然水泥行业完全接受该模式仍需要一个循序渐进的过程，但是未来仍有较大的提升空间。

**玻璃窑耐材市场占有率高，且产品毛利率较高，未来公司将继续巩固现有优势，同时将充分利用产能。**公司玻璃窑耐火材料占整个玻璃耐材40%左右的市场份额。玻璃耐材以熔铸耐材为主，分为熔铸锆刚玉和熔铸氧化铝，2011年两产品毛利率分别25%和39%，玻璃窑耐材的整体毛利率为29.5%，比水泥窑耐材毛利率高近2个百分点。玻璃窑一般6年更换一次耐火材料，以浮法玻璃生产线为例，每次更换耐材的费用在5,000万左右。在耐材的使用方面，提高熔铸氧化铝的使用量，有利于进一步提高成品率，目前新上的玻璃生产线都加大了对熔铸氧化铝的使用量，公司也在逐步引导企业使用高品质耐火材料，提高玻璃企业成品率的同时，也有利于公司进一步提高玻璃窑耐材的毛利率。公司考虑到现阶段国内房地产市场调控、平板玻璃产能过剩及光伏玻璃处于低谷造成熔铸耐火

瑞泰科技  
002066

首次 增持

分析师：陈柏儒

投资咨询执业证书编号：

S0630511020004

联系信息：

010-59707113

cbr@longone.com.cn

日期

发布：2012年05月18日

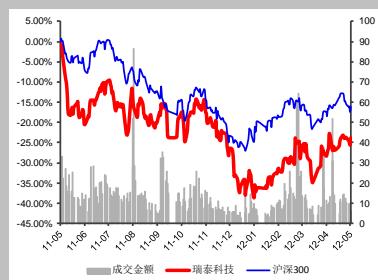
分析：2012年05月10日

调研：2012年05月04日

价格

当前市价：13.88元

股价表现



公司估值

	2011	2012E	2013E
EPS	0.50	0.68	0.96
PE	27.76	20.41	14.46

材料市场需求量减少的局面，未来将充分利用产能，加大国外市场和日用玻璃市场的开发力度。新上生产线的可能性不大。从目前订单情况看，玻璃窑耐材下半年情况较好，由于玻璃窑耐材生产周期为3~4个月，结款周期为半年左右，所以我们判断公司玻璃窑耐材在今年年底或明年上半年将会对公司业绩有较大贡献。

**成功进军钢铁市场，钢铁耐材未来有望成为公司新的利润增长点。**4月21日公司公告：1、收购湘宜耐火39.76%的股份，并以现金对湘宜耐火进行增资，增资完成后公司将持有湘宜耐火43%的股权，为第一大股东；2、公司出资1.2亿元与宜兴耐火股东共同设立华东瑞泰，公司占60%的股权。湘宜耐火与宜兴耐火均为钢铁耐材公司，此次收购湘宜耐火及设立华东瑞泰，标志着公司正式进军钢铁耐材行业。湘宜耐火主要为湘钢提供耐火材料，提供90%以上的耐火材料，每年大概有4亿元左右的收入；宜兴耐火自身有十几家稳定的合作企业，主要生产高端功能材料，目前大概有1亿元左右的收入。由于机制等因素的影响，宜兴耐火并没有发挥全部产能，若产能全部发挥有望实现2亿元左右的收入。全国耐火材料市场份额约为1,000亿元，其中钢铁耐材市场份额占50%~60%，公司进入钢铁耐材市场后，将给公司带来新的利润增长点。目前，公司钢铁耐材仍处于打造品牌的阶段，与钢铁企业的相关合作事宜正在逐步推进。

### 估值与盈利预测

未来公司将形成水泥耐材和钢铁耐材双轮驱动，同时充分发挥玻璃耐材产能的良好发展格局。另外，在大股东中建材的有力支持下，公司业务有望进入快速增长轨道。**预计公司2012、13年能够实现基本每股收益0.68元、0.96元/股**，对应5月17日收盘价13.88元计算，2012、13年动态PE为20.41X和14.46X，我们首次给予公司“增持”评级。

### 风险提示

- 1、水泥、玻璃需求萎靡
- 2、原材料价格上涨风险

盈利预测表简表 (单位: 万元)	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E
<b>一、营业总收入</b>	<b>49,301.45</b>	<b>84,485.65</b>	<b>139,671.09</b>	<b>184,771.14</b>	<b>249,448.68</b>
<b>二、营业总成本</b>	<b>45,925.67</b>	<b>77,670.59</b>	<b>131,000.95</b>	<b>171,954.08</b>	<b>230,964.27</b>
营业成本	35,005.55	61,571.24	102,938.62	135,030.17	181,096.39
营业税金及附加	334.14	360.15	603.28	794.52	1,072.63
销售费用	3,009.40	4,536.85	8,651.14	10,881.77	14,966.92
管理费用	5,502.79	8,123.73	12,836.58	18,457.16	24,944.87
财务费用	1,351.97	2,265.82	4,648.21	5,390.46	7,483.46
资产减值损失	721.83	812.82	1,323.11	1,400.00	1,400.00
<b>三、投资收益</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
<b>四、营业利润</b>	<b>3,375.78</b>	<b>6,815.06</b>	<b>8,670.14</b>	<b>12,817.06</b>	<b>18,484.41</b>
加: 营业外收入	2,319.68	943.50	1,481.32	1,500.00	1,500.00
减: 营业外支出	31.78	40.52	233.05	300.00	300.00
<b>五、利润总额</b>	<b>5,663.67</b>	<b>7,718.04</b>	<b>9,918.41</b>	<b>14,017.06</b>	<b>19,684.41</b>
减: 所得税	993.31	1,315.09	1,576.93	2,242.73	3,149.51
加: 未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>六、净利润</b>	<b>4,670.37</b>	<b>6,402.95</b>	<b>8,341.48</b>	<b>11,774.33</b>	<b>16,534.91</b>
减: 少数股东损益	987.39	1,569.84	2,615.62	3,885.53	5,456.52
归属于母公司所有者的净利润	3,682.97	4,833.11	5,725.86	7,888.80	11,078.39
<b>七、基本每股收益</b>	<b>0.35</b>	<b>0.42</b>	<b>0.50</b>	<b>0.68</b>	<b>0.96</b>

## 作者简介

陈柏儒：水泥建材行业研究员，北京交通大学技术经济管理专业硕士，毕业后进入东海证券研究所。

重点跟踪公司：申万一级行业建材行业所属上市公司

## 评级定义

市场指数评级	看多——未来6个月内上证综指上升幅度达到或超过20% 看平——未来6个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间 看空——未来6个月内上证综指下跌幅度达到或超过20%
行业指数评级	超配——未来6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过10% 标配——未来6个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 低配——未来6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%
公司股票评级	买入——未来6个月内股价相对强于上证指数达到或超过15% 增持——未来6个月内股价相对强于上证指数在5%—15%之间 中性——未来6个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间 减持——未来6个月内股价相对弱于上证指数5%—15%之间 卖出——未来6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过15%

## 风险提示

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，建议客户如有任何疑问应当咨询独立

## 免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

分析师承诺“本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在利益关系”。本报告仅供“东海证券有限责任公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 资格说明

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

## 联系方式

北京 东海证券研究所	上海 东海证券研究所
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路87号国际财经中心D座15F	世纪大道1589号长泰国际金融大厦11F
电话：(8610) 66216231	电话：(8621) 50586660
传真：(8610) 59707100	传真：(8621) 50819897