

2017年8月14日

证券研究报告

公司研究

耐火材料/其他建材 II / 建筑材料

瑞泰科技 (002066)

投资评级	中性
评级变动	首次
总股本	2. 31 亿股
流通股本	2. 31 亿股
ROE (摊薄)	6. 39%
每股净资产	1. 71 元
当前股价*	12. 62 元

注：上述财务数据截止 2016 年年报

*8月11日收盘价

——下游行业有所回暖，做精玻璃板块业务

主要观点：

◆耐材行业产量持续下降，下游行业有所回暖。2016 年耐火材料行业产量延续了 2015 年的下降趋势持续下降，降幅为 8. 56%。同时，耐火材料出口贸易形势严峻。2016 年耐火原料和制品出口贸易总额已降到了近五年来的最低点，只有 25. 65 亿美元，同比下降 11. 62%，比 2014 年最高点 33. 30 亿美元减少 7. 65 亿美元，下降 22. 97%。耐火材料主要下游行业（钢铁、水泥、玻璃）均为产能严重过剩行业，基建工程投资大幅降低，致使基建工程用耐火材料需求量快速萎缩。2016 年，我国钢铁行业固定资产投资 5139 亿元，同比下降 8. 60%。但随着国家供给侧改革的推进，耐火材料下游的玻璃、水泥、钢铁等行业在 2016 年下半年有回暖迹象。2016 年，耐材主要下游行业粗钢、水泥、平板玻璃和有色金属产量均小幅增长，分别增长 1. 2%、2. 5%、5. 8% 和 2. 5%，产品价格也小幅上涨。2016 年主要下游行业经济效益也大幅提高，钢铁行业，中国钢铁协会会员企业实现利润总额 303. 78 亿元，上年为 -779. 38 亿元，一举实现扭亏为盈；水泥行业实现利润 517. 5 亿元，同比增长 56%；平板玻璃行业实现利润 57. 9 亿元，同比增长 28. 3%。

今年上半年，受益水泥窑用耐火材料、耐磨耐热材料市场回暖，据公司业绩快报，公司水泥窑用耐火材料收入同比增加 1, 960 万元，同比增长 6. 29%；耐磨耐热收入同比增加 3, 980 万元，同比增长 74. 75%。

◆做精玻璃板块业务。2016 年，52 家耐火制品生产企业销售收入 276. 46 亿元，同比下降 3. 66%，销售收入利润率 2. 99%。52 家重点耐火制品生产企业销售收入增幅比全国规模以上工业企业主营业

长城国瑞证券研究所

分析师：

黄文忠

huangwenzhong@gwgsc. com

执业证书编号：

S0200514120002

联系电话：0592-5169085

研究助理：

胡晨曦

huchenxi@gwgsc. com

联系电话：0592-5161646

地址：厦门市思明区深田路 46 号深田国际大厦 19-20 楼

长城国瑞证券有限公司



务收入增幅低 8. 56 个百分点；销售收入利润率低 2. 98 个百分点。面对严峻的行业形势，公司提出做精玻璃板块的战略。玻璃板块以市场为抓手，全面深化改革，全方位预算管理，生产基地、营销团队和原料供应上下联动，以降低成本为目标的科研成果实现批量生产，最终实现扭亏为盈。2016 年，平板玻璃、日用玻璃的产量均由 2015 年的负增长转为正增长。其中，日用玻璃产量同比增长 11. 64%，平板玻璃产量同比增长 5. 80%且在 2017 年前 5 个月继续保持 6. 4% 的增长速度。价格方面，玻璃价格指数从 2016 年年中开始出现回升态势，一路向上走高，截止 2017 年 5 月，仍然保持在一个较高的水平，且玻璃综合指数、玻璃价格指数和玻璃市场信心指数保持着高度的一致性。

公司加大玻璃市场开发力度，玻璃窑用耐火材料业务板块经营业绩提升，营业收入同比增长 23. 28%。公司湘潭分公司投资建设的国家“863”重点计划科技成果产业化项目“玻璃窑用低导热锆刚玉及 α - β 氧化铝耐火材料”的生产基地将于 2017 年年底建成。

投资建议：

我们预计公司2017-2018年的净利润分别为35. 99百万元、37. 67百万元，EPS分别为0. 05元、0. 06元，对应P/E分别为252. 00倍、210. 33倍，目前耐火材料行业P/E（TTM，剔除负值）中位数为80. 98倍，公司估值还有下降空间，考虑公司下游钢铁、玻璃行业回暖，我们首次给予其“中性”投资评级。

风险提示：

下游行业复苏缓慢；应收账款坏账风险。



盈利预测及主要财务数据

关键指标	2015A	2016A	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	1845. 47	1755. 38	1966. 62	2134. 45
增长率 (%)	-11. 68%	-4. 88%	12. 03%	8. 53%
归属母公司股东净利润 (百万元)	-79. 96	25. 24	10. 58	14. 34
增长率 (%)	-1294. 52%	131. 56%	-58. 08%	35. 50%
基准股本 (百万)	231. 00	231. 00	231. 00	231. 00
每股收益 (元)	-0. 35	0. 11	0. 05	0. 06
销售毛利率	23. 65%	24. 04%	25. 92%	26. 14%
净资产收益率 (%)	-21. 62%	6. 39%	2. 61%	3. 41%



目 录

1 公司主营业务情况	5
2 耐材行业产量持续下降，下游行业有所回暖.....	7
3 做精玻璃板块业务	11
4 盈利预测	15

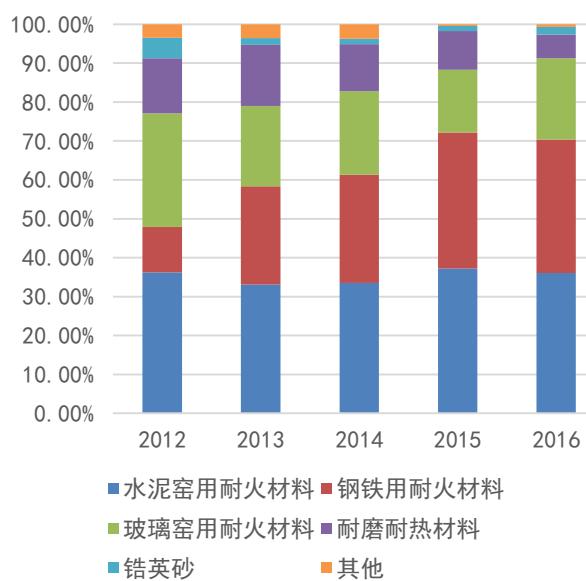


1 公司主营业务情况

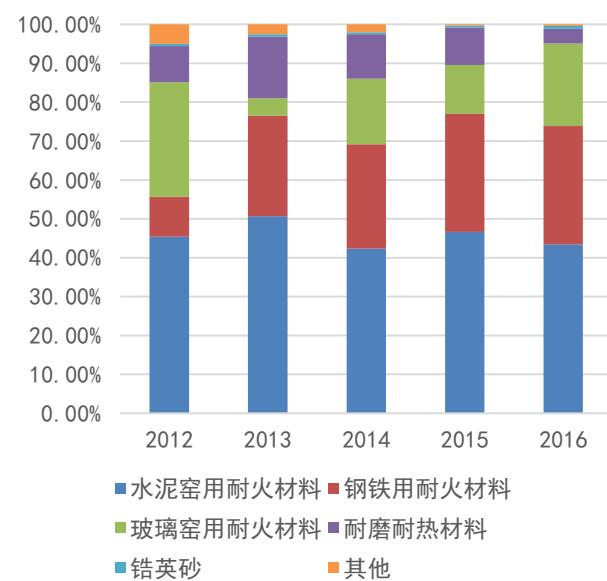
公司主要从事定形和不定形耐火材料以及各类耐磨材料的研发、生产、销售以及综合服务，产品服务于玻璃、水泥、钢铁以及有色、电力、石化等行业，主要产品包括熔铸耐火材料、烧成耐火材料、不定形材料以及各类耐磨材料等。

公司业务分为玻璃行业用、水泥行业用、钢铁行业用耐火材料三大业务板块。玻璃板块主要产品包括：熔铸耐火材料、碱性耐火材料，主要用于平板玻璃、日用玻璃及其他特种玻璃窑体的砌筑，并可为用户提供包括窑炉设计、材料配置、材料提供、技术咨询在内的成套服务；水泥板块主要产品包括碱性耐火材料、铝硅质耐火材料和不定形耐火材料等，公司在该板块致力于推广总包服务模式，即为客户提供从耐火材料的设计、选型、配置、供货、安装施工、技术改造、后期维护的一站式综合服务；钢铁业务板块主要产品有炼钢系统用耐火材料、炼铁系统用耐火材料、连铸用功能型耐火材料，产品品种较为齐全，同样可为用户提供总包服务。

图表1 近五年公司收入结构



图表2 近五年公司毛利结构



数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

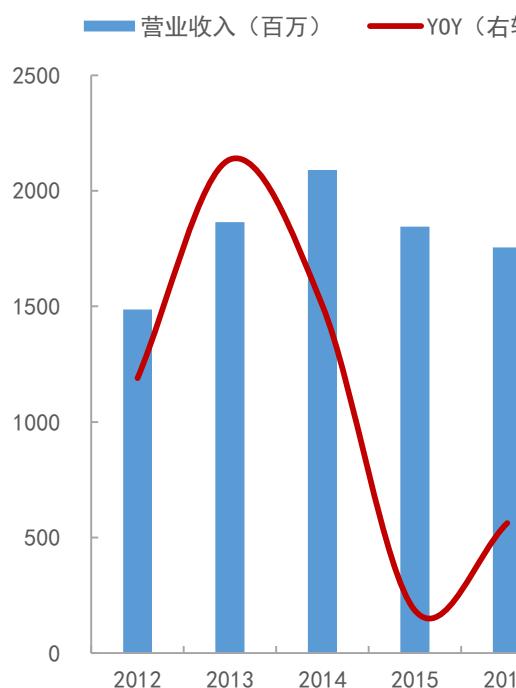
数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

2016年，公司实现营业收入17.55亿元，同比减少4.88%，实现利润总额2679.52万元，同比增长158.26%，实现归属于上市公司股东的净利润2523.84万元，同比增长131.56%，扭亏为盈。主要原因是：公司加大玻璃市场开发力度，玻璃窑用耐火材料业务板块经营业绩提升；公司启动了湘潭分公司土地、房屋、地面上的构筑物及配套设施征收和补偿工作，形成资产处置收益3537.97万元；同时，公司通过降本增效等措施使得三项费用明显下降。

2017年上半年，公司实现营业收入9.27亿元，同比增长3.48%；实现营业利润2616.15万元，同比增长258.19%；归属于上市公司股东的净利润546.41万元，同比增长6.87%。

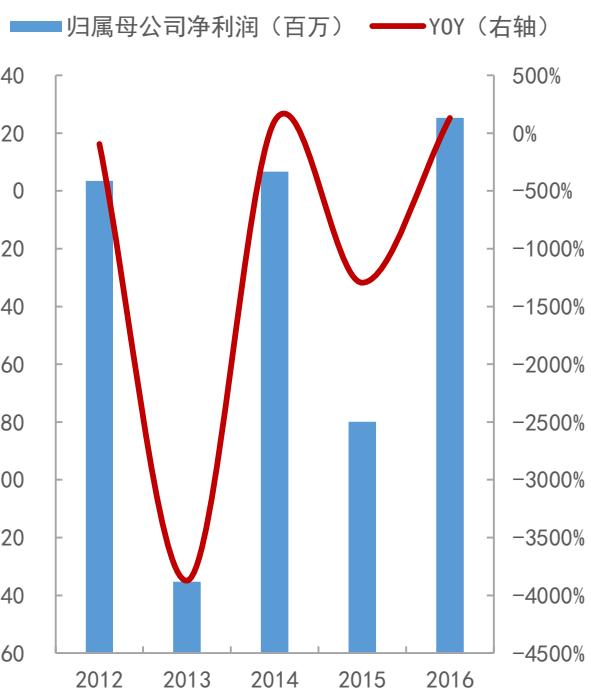


图表3 近5年来公司营业收入及同比增速



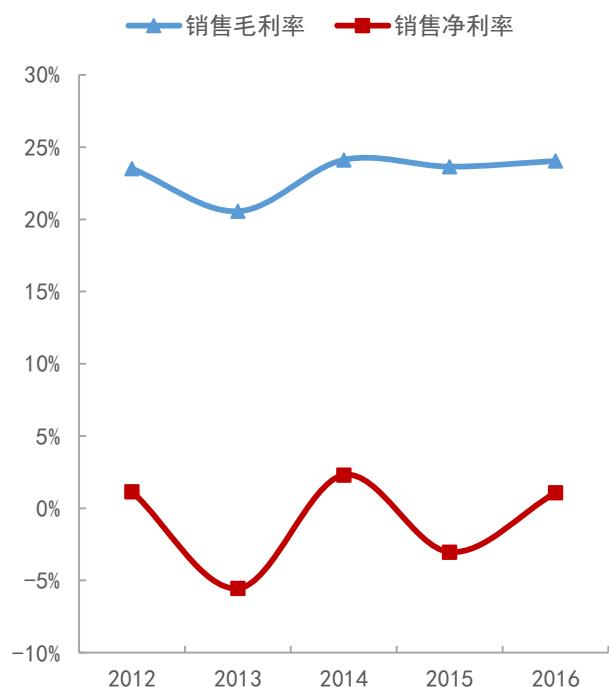
数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

图表4 归属母公司股东净利润及同比增速



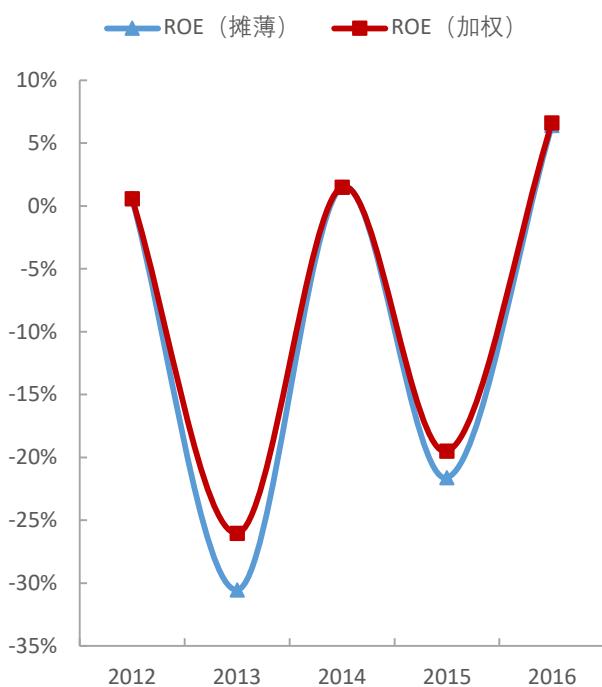
数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

图表5 近5年来公司销售毛利率与净利率



数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

图表6 近5年来公司净资产收益率



数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

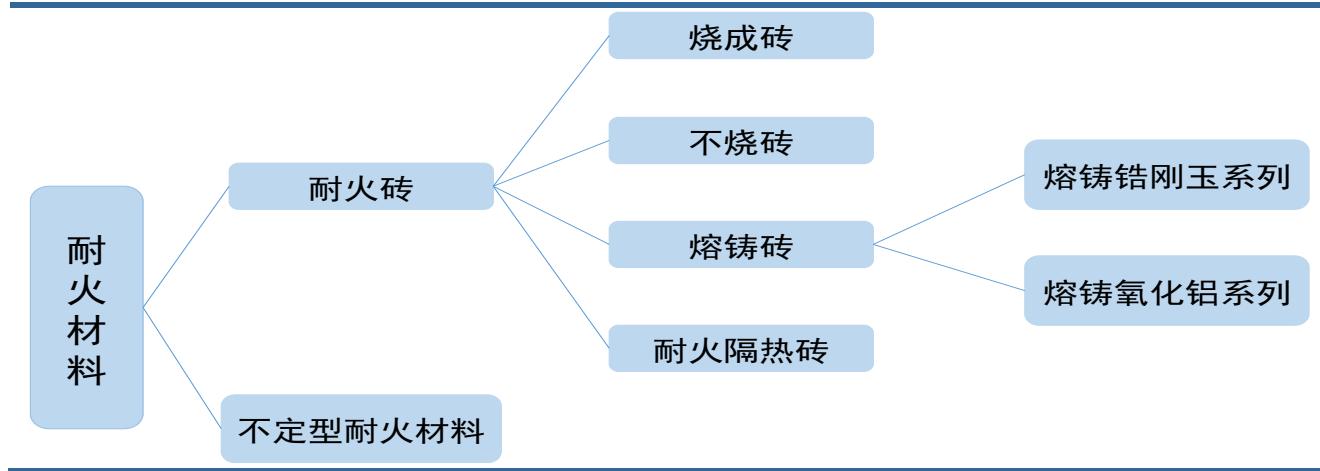


2 耐材行业产量持续下降，下游行业有所回暖

耐火材料是指耐火度不低于 1580°C 的无机非金属材料，它是冶金、建材、化工等高温工业窑炉所必须的重要基础材料，在钢铁、水泥、冶金、化工、建材、电力、机械制造等基础工业领域以及核潜艇、导弹驱逐舰和导弹、卫星、航天飞机等军事、航天领域都有着广泛的应用。

耐火材料品种繁多，按其外观分类，耐火材料可分为耐火砖（具有一定形状的制品）和不定型耐火材料（简称散状料），其中耐火砖又分为烧结砖、不烧结砖、电熔砖（熔铸砖）和耐火隔热砖四大类。

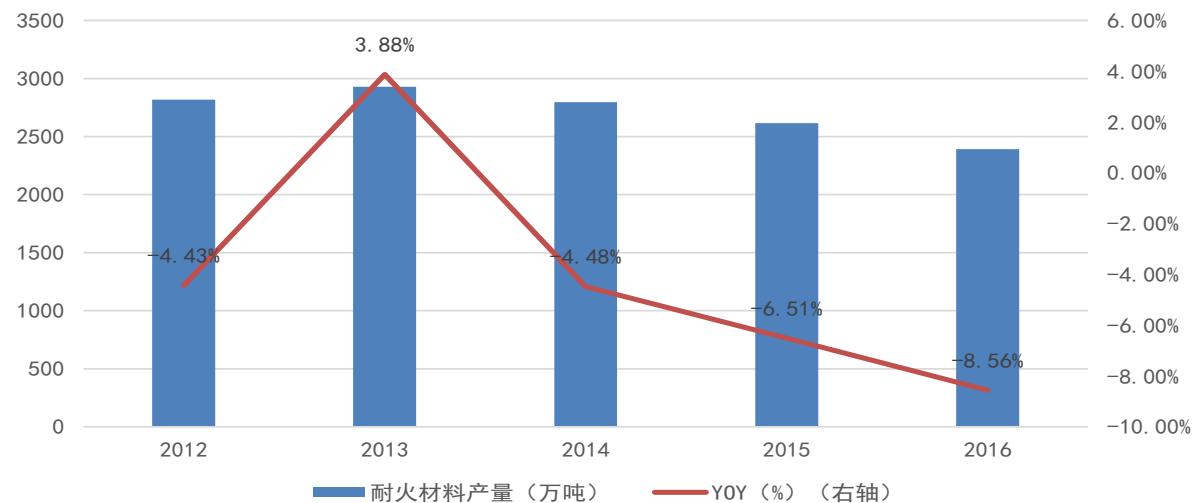
图表 7 耐火材料分类



资料来源：公司招股说明书，长城国瑞证券研究所

2016 年耐火材料行业产量延续了 2015 年的下降趋势持续下降，降幅为 8.56%。同时，耐火材料出口贸易形势严峻。2016 年耐火原料和制品出口贸易总额已降到了近五年来的最低点，只有 25.65 亿美元，同比下降 11.62%，比 2014 年最高点 33.30 亿美元减少 7.65 亿美元，下降 22.97%。

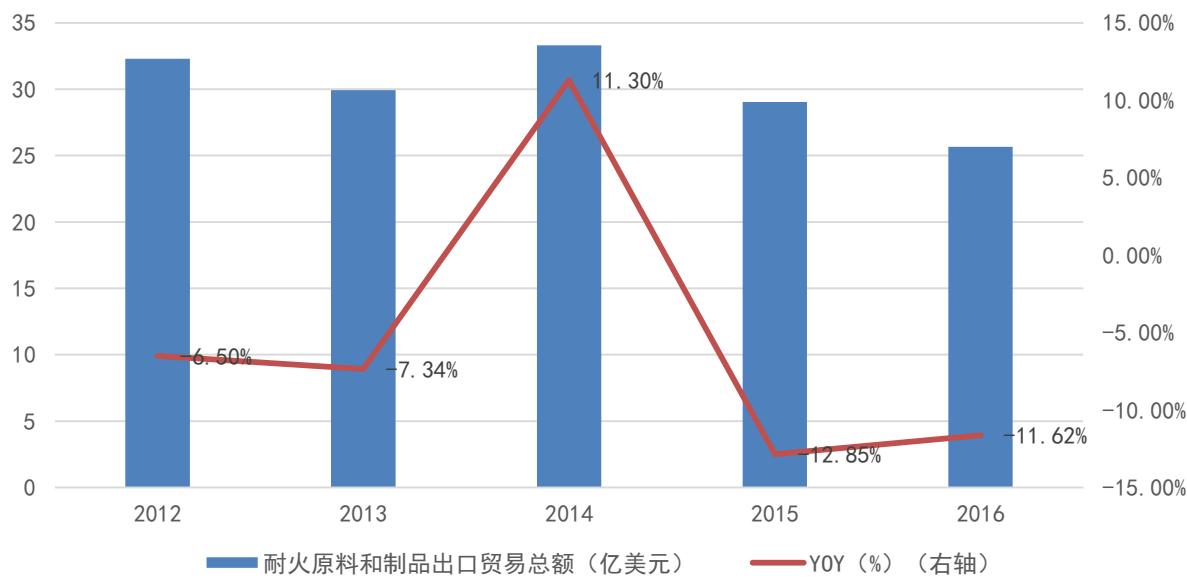
图表 8 近五年耐火材料的产量及同比



数据来源：中国耐材之窗，长城国瑞证券研究所



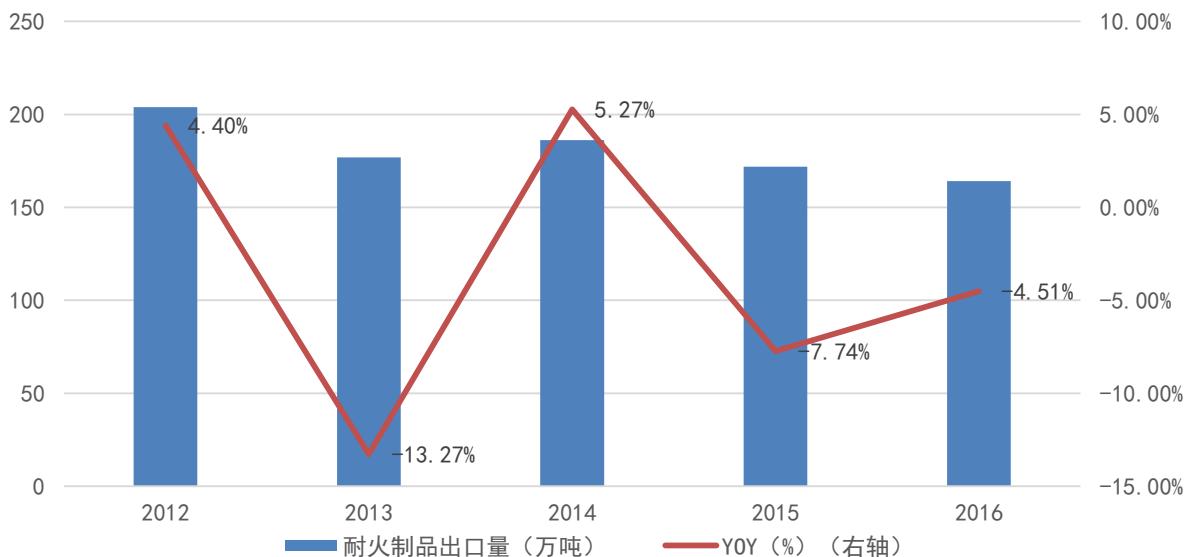
图表9 近五年我国耐火原料和制品出口贸易总额及同比



数据来源：中国耐材之窗，长城国瑞证券研究所

出口量也持续下降，2012年以来，耐火原料和制品出口总量除2014年同比增长外均呈下降态势，耐火原料同比下降3.03%，比2014年下降3.82%；耐火制品同比降低4.51%，比2012年最高点下降19.56%。

图表10 近五年我国耐火材料制品的出口量及同比



数据来源：中国耐材之窗，长城国瑞证券研究所

耐材产量下降的主要原因是基建工程用耐火材料市场需求快速大幅减少所致。现状看耐火材料主要下游行业（钢铁、水泥、玻璃）均为产能严重过剩行业，基建工程投资大幅降低，致使基建工程用耐火材料需求量快速萎缩。2016年，我国钢铁行业固定资产投资5139亿元，同比下降



8.60%。但随着国家供给侧改革的推进，耐火材料下游的玻璃、水泥、钢铁等行业在2016年下半年有回暖迹象。

2016年，耐材主要下游行业粗钢、水泥、平板玻璃和有色金属产量均小幅增长，分别增长1.2%、2.5%、5.8%和2.5%。粗钢、水泥和玻璃产量扭转了上年度的产量下降趋势。

2016年主要下游行业产品价格均呈上涨趋势，12月份，国内市场钢材综合价格指数平均为99.48点，比上月提高11.23点，同比提高44.13点；全国水泥市场P.O42.5散装水泥平均价格同比上涨69元/吨，涨幅为28.5%；平板玻璃同比上涨9.8元/重量箱，涨幅为17.3%。

图表11 近年我国粗钢产量及同比

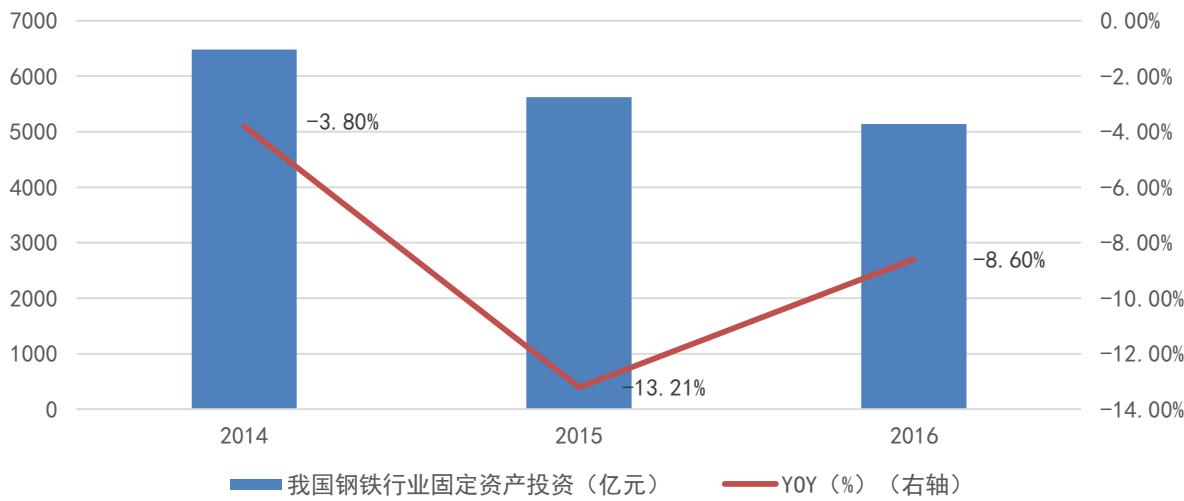


图12 近年我国钢材产量及同比



数据来源：Wind，长城国瑞证券研究所

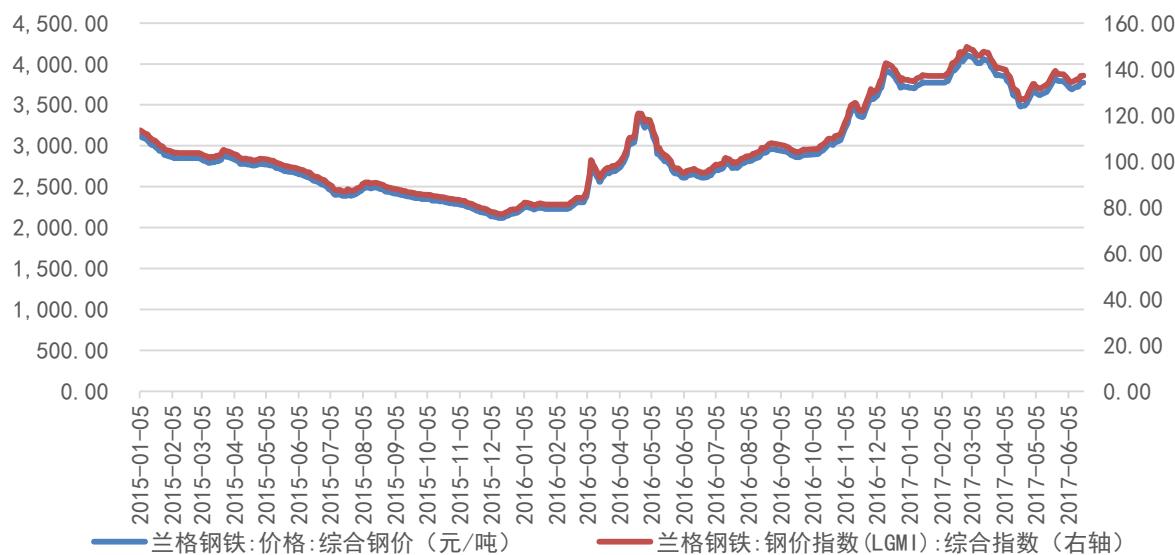
图表13 我国钢铁行业固定资产投资及同比



数据来源：中国工业和信息化部，长城国瑞证券研究所



表 14 兰格钢铁综合钢价及钢价综合指数

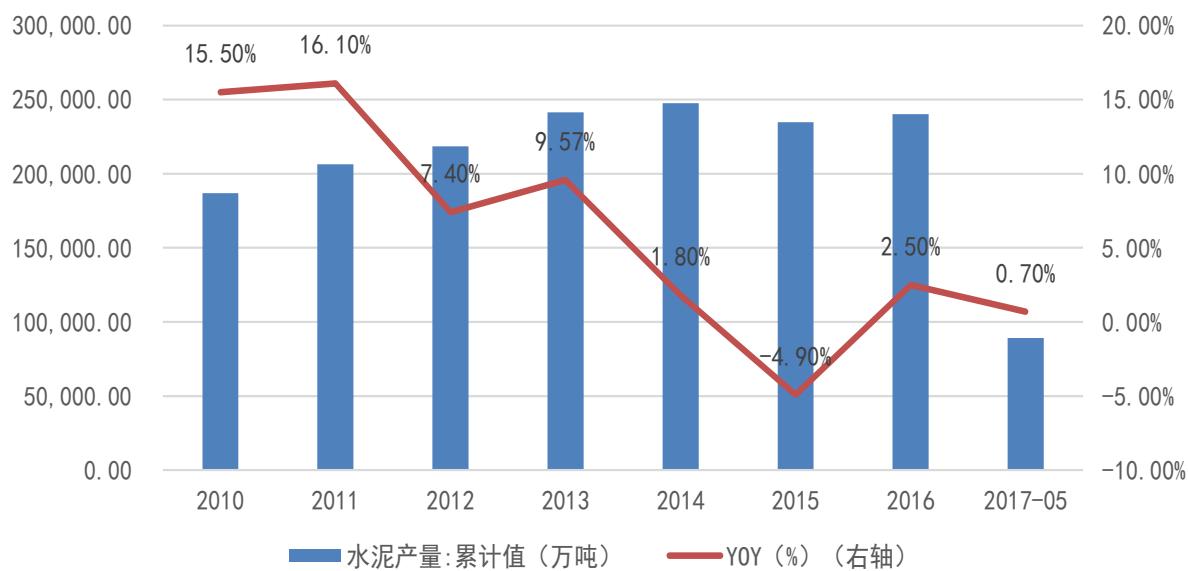


数据来源: Wind, 长城国瑞证券研究所

2016 年主要下游行业经营质量均有所提高, 经济效益大幅提高, 钢铁行业, 中国钢铁协会会员企业实现利润总额 303.78 亿元, 上年为 -779.38 亿元, 一举实现扭亏为盈; 水泥行业实现利润 517.5 亿元, 同比增长 56%; 平板玻璃行业实现利润 57.9 亿元, 同比增长 28.3%。

2016 年, 我国水泥行业产量止跌回升, 同比增长 2.50%; 2017 年前五个月, 水泥产量实现小幅增长, 同比增长 0.70%; 水泥价格指数也从 2016 年中开始逐步回升。

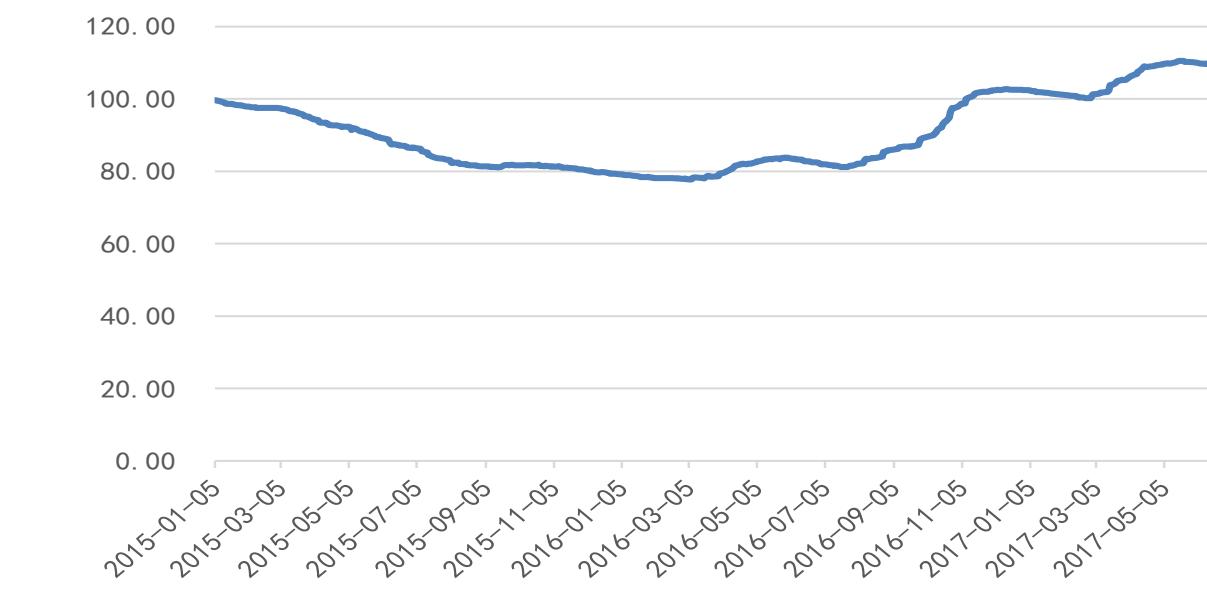
图表 15 我国水泥行业产量及同比



数据来源: Wind, 长城国瑞证券研究所



图表 16 全国水泥价格指数



数据来源：Wind，长城国瑞证券研究所

今年上半年年，受益水泥窑用耐火材料、耐磨耐热材料市场回暖，据公司业绩快报，公司水泥窑用耐火材料收入同比增加 1,960 万元，同比增长 6.29%；耐磨耐热收入同比增加 3,980 万元，同比增长 74.75%。

3 做精玻璃板块业务

耐火材料的主要下游行业产量虽呈小幅增长，消耗类耐火材料需求量也没有明显下降，但整体需求仍然不足；耐火材料行业产量和利润下滑，收入增长也低于全国工业企业的平均水平；耐火材料企业运营仍然困难重重。

2016 年，62 家耐材重点企业实现销售收入 320.35 亿元，同比下降 3.72%；销售收入利润率 2.54%。排除原料生产企业后，52 家耐火制品生产企业销售收入 276.46 亿元，同比下降 3.66%，销售收入利润率 2.99%。62 家重点耐材生产和 52 家重点耐火制品生产企业销售收入增幅比全国规模以上工业企业主营业务收入增幅分别低 8.62 和 8.56 个百分点；销售收入利润率分别低 3.43 和 2.98 个百分点。

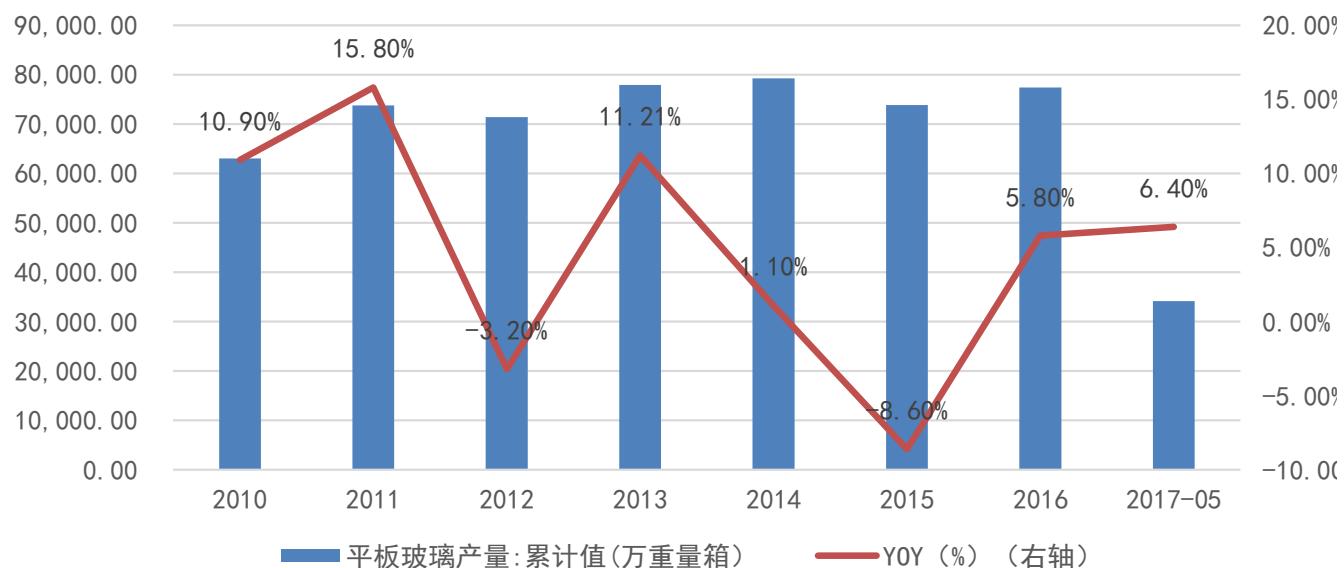
面对严峻的行业形势，公司提出做精玻璃板块的战略。玻璃板块以市场为抓手，全面深化改革，全方位预算管理，生产基地、营销团队和原料供应上下联动，以降低成本为目标的科研成果实现批量生产，最终实现扭亏为盈。

公司玻璃板块产品主要用于平板玻璃、日用玻璃及其他特种玻璃窑体的砌筑，并可为用户提供包括窑炉设计、材料配置、材料提供、技术咨询在内的成套服务。同时，公司是我国玻璃窑用系列熔铸耐火材料技术成果的源发地。



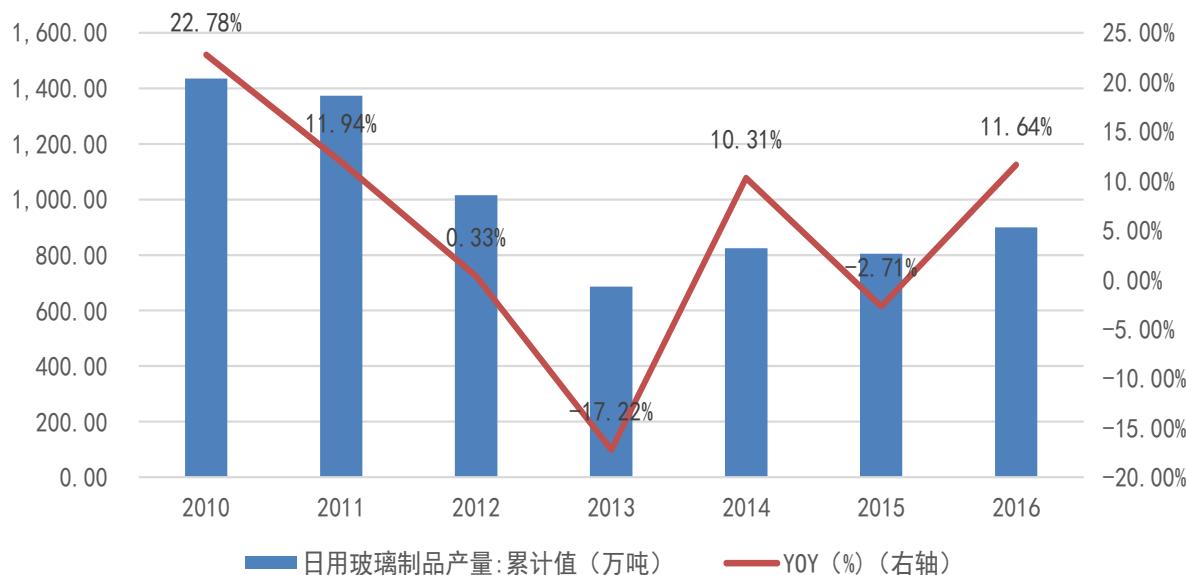
2016 年，平板玻璃、日用玻璃的产量均由 2015 年的负增长转为正增长。其中，日用玻璃产量同比增长 11.64%，平板玻璃产量同比增长 5.80%且在 2017 年前 5 个月继续保持 6.4% 的增长速度。

图表 17 平板玻璃产量及同比



数据来源：Wind，长城国瑞证券研究所

图表 18 日用玻璃产量及同比



数据来源：Wind，长城国瑞证券研究所

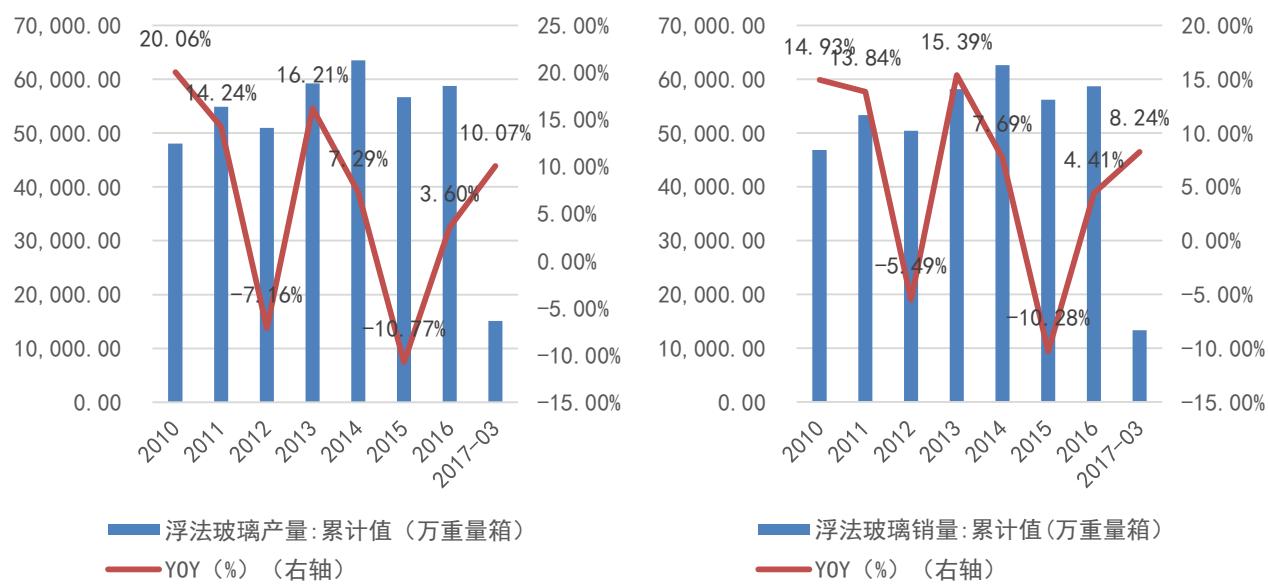
浮法玻璃方面，产销量均由 2015 年的负增长转为正增长，并在 2017 年前三月保持 5% 以上的增长速度，产量增速更是超过了 10%。

价格方面，玻璃价格指数从 2016 年年中开始出现回升态势，一路向上走高，截止 2017 年 5



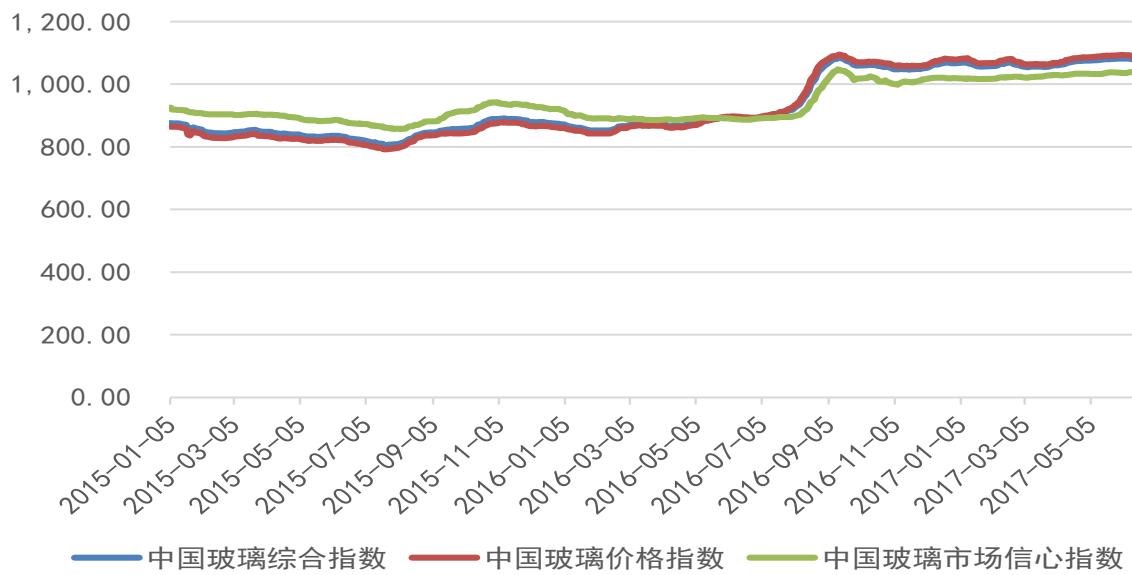
月，仍然保持在一个较高的水平，且玻璃综合指数、玻璃价格指数和玻璃市场信心指数保持着高度的一致性。

图表 19 浮法玻璃产量、销量及同比



数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

图表 20 中国玻璃相关指数



数据来源：Wind，长城国瑞证券研究所

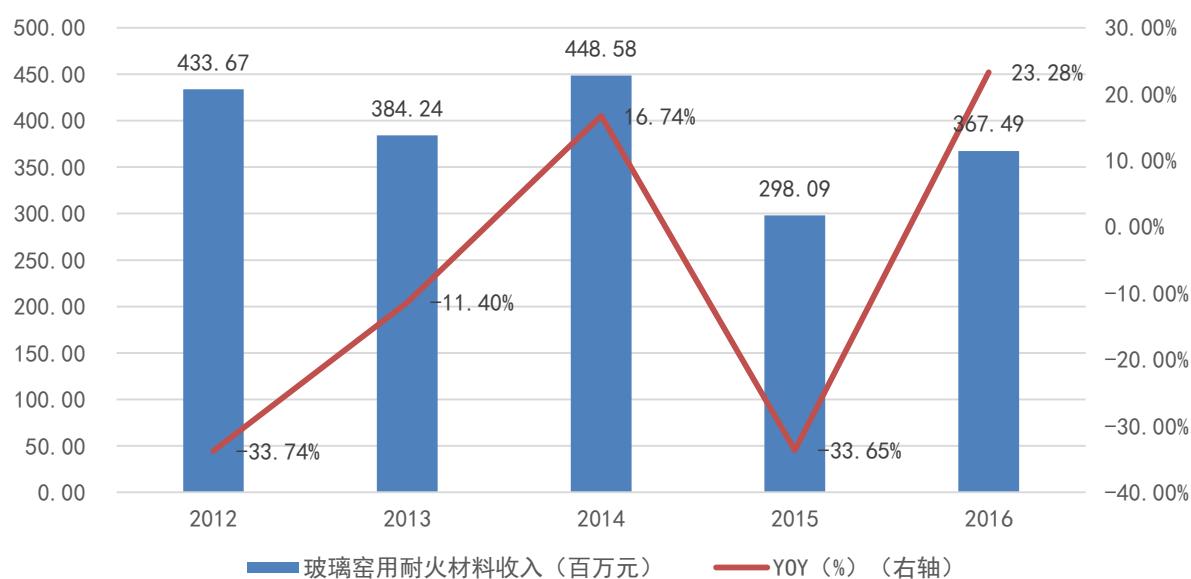
2016 年，公司加大玻璃市场开发力度，玻璃窑用耐火材料业务板块经营业绩提升，营业收入同比增长 23.28%。公司湘潭分公司投资建设的国家“863”重点计划科技成果产业化项目“玻璃窑用低导热锆刚玉及 α - β 氧化铝耐火材料”的生产基地将于 2017 年年底建成。

同时，公司的在研项目——“第二代新型浮法玻璃配套耐火材料系列技术”也在稳步推进中。



该项目是全国建材行业科技创新计划项目，总体目标是针对第二代中国浮法玻璃窑系统“节能、环保、长寿、轻量化、无铬化”需求，研发低导热熔铸 AZS 砖、无铬砖、氧化铝格子砖、高强高密度硅砖、抗蠕变锆英石砖、烧结氧化锆砖、大型整体 U 形熔铸 Al2O3 流槽砖等材料，解决传统玻璃熔窑耐火材料六价铬污染严重、抗侵蚀能力不足，熔窑换热效率低、热量散失大，侵蚀过快，耐久性、抗蠕变性差，气密性差等问题。目前，已完成项目产品的研发，产品指标完全达到任务要求，正在进行工业化批量生产实验。项目成果得到实施并推广应用后，可以提高耐火材料使用寿命，降低浮法玻璃窑炉散热损失，促进我国浮法玻璃窑炉系统的长寿化和节能化。

图表 21 公司玻璃窑用耐火材料收入及同比



数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所



4 盈利预测

图表 22 盈利预测

单位：百万元

利润表	2015A	2016A	2017E	2018E	资产负债表	2015A	2016A	2017E	2018E
营业收入	1845.47	1755.38	1966.62	2134.45	货币资金	185.98	255.78	230.14	21.34
减：营业成本	1408.92	1333.41	1456.92	1576.49	应收和预付款项	1461.81	1318.73	1381.07	1548.61
营业税金及附加	13.99	19.14	21.44	23.27	存货	681.59	710.72	656.68	822.95
营业费用	138.68	114.01	127.73	138.63	其他流动资产	71.70	-21.94	-206.77	3.70
管理费用	210.11	193.60	216.89	235.40	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	102.75	90.34	82.60	72.80	投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	41.71	45.03	10.00	10.00	固定资产	857.35	862.67	719.90	577.13
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	无形资产	238.47	241.31	213.79	186.28
公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	其他非流动资产	13.76	21.15	1.27	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	资产总计	3510.65	3388.41	2996.08	3160.01
营业利润	-70.71	-40.15	51.04	77.85					
其他非经营损益	24.71	66.94	24.50	24.50	短期借款	1522.70	1332.80	871.06	967.26
利润总额	-46.00	26.80	75.54	102.35	应付和预收款项	739.74	636.42	790.08	786.13
所得税	9.84	8.03	22.64	30.67	长期借款	210.00	44.00	44.00	44.00
净利润	-55.83	18.77	52.90	71.68	其他负债	177.11	510.27	373.12	373.12
少数股东损益	24.13	-6.47	42.32	57.34	负债合计	2649.55	2523.49	2078.26	2170.51
归母净利润	-79.96	25.24	10.58	14.34	股本	231.00	231.00	231.00	231.00
					资本公积	164.53	164.53	164.53	164.53
现金流量表	2015A	2016A	2017E	2018E	留存收益	-25.76	-0.52	10.06	24.39
经营活动现金流	17.72	133.48	394.56	-45.08	归母股东权益	369.76	395.00	405.58	419.92
投资活动现金流	-84.33	16.05	17.16	17.16	少数股东权益	491.33	469.92	512.24	569.58
融资活动现金流	128.00	-132.30	-538.63	29.60	股东权益合计	861.10	864.92	917.82	989.50
现金流量净额	61.74	17.34	-126.91	1.68	负债和股东权益	3510.65	3388.41	2996.08	3160.01

数据来源：Wind，长城国瑞证券研究所



股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对强于市场表现20%以上；

增持：相对强于市场表现10%~20%；

中性：相对市场表现在-10%~+10%之间波动；

减持：相对弱于市场表现10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业超越整体市场表现；

中性：行业与整体市场表现基本持平；

看淡：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

长城国瑞证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。