

瑞泰科技（002066）：新产能启动业绩，成长空间依然很大 增持（维持）

建材/耐火材料

当前股价：17.81 元

报告日期：2011 年 5 月 12 日

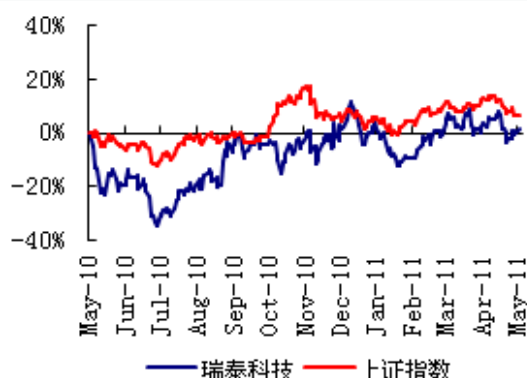
主要财务指标（单位：百万元）

	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	493	845	1214	1554
(+/-)	16.9%	71.4%	43.6%	28.1%
营业利润	34	68	102	156
(+/-)	-24.7%	101.9%	49.4%	53.5%
归属于母公司 的净利润	37	48	69	103
(+/-)	6.4%	31.2%	42.7%	49.2%
每股收益（元）	0.32	0.42	0.60	0.89
市盈率（倍）	55	42	30	20

公司基本情况（2011 年 3 月 31 日止）

总股本/已流通 A 股(万股)	11550/11496
流通市值（亿元）	20.47
每股净资产（元）	5.02
资产负债率（%）	58.37

股价表现（最近一年）



证券分析师：赵军胜

执业证书编号：A0140511010009

010-66045535 zhaojs@txsec.com

联系人：张敏

010-66045584 zhangmin@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

本报告关注点：

- 熔铸耐火材料的合同情况与毛利率水平；
- 水泥窑用耐火材料的市场开拓情况；
- 公司未来发展动力。

投资要点：

- 我们近期对公司进行调研，对目前经营情况的基本观点为：1、熔铸锆刚玉毛利率一季度下降约3个百分点，继续下行空间有限，二季度存在见底可能；2、熔铸氧化铝受益光伏玻璃窑建设，进入放量增长阶段，近期新增两条熔铸氧化铝生产线，产能提至4000-5000吨。3、水泥窑耐火材料订单良好，对中建材销售未完全打开，预计2011年将较大幅度提高。
- **熔铸耐火材料需求旺盛。**熔铸耐火材料目前订单饱满，基本已排到11月份。下游光伏玻璃生产窑建设带动了熔铸耐火材料需求，公司已调整2条熔铸锆刚玉生产线改为生产熔铸氧化铝。熔铸氧化铝毛利率较高，可部分缓解熔铸锆刚玉毛利率下降影响。
- **水泥窑耐火材料市场拓展空间较大。**河南瑞泰的环境友好型碱性耐火材料生产线目前订单饱满，新投产的二期工程可满产。水泥窑耐火材料在中国建材旗下水泥企业中推广良好，但销量并不大。中国建材2010年共生产熟料1.12亿吨，预计每年更换需耐火材料11.2万吨，该市场拓展空间较大。
- **水泥窑耐材有扩张空间，其他领域耐材存在想象空间。**碱性耐火材料生产弹性较小，目前增量主要来自河南瑞泰新投产的二期和新设的郑州瑞泰，随着市场开拓，我们认为存在扩产可能。公司目前业务主要集中在玻璃、水泥窑耐火材料，未进入钢铁用耐火材料领域，钢铁用耐火材料需求占耐火材料总需求的70%，公司进入该市场的障碍并不大。
- **看好未来的成长空间。**锆英砂涨价影响超出我们之前预期，调整公司2011年EPS。预计公司2011-2012年EPS分别为0.60元、0.89元，按最新收盘价计算，对应PE为30倍、20倍，中长期看好公司的成长空间，短期锆英砂价格拐点亦为公司业绩启动之时，维持“增持”评级。
- 风险提示：锆英砂价格继续上涨的风险。



目 录

1. 熔铸耐火材料行业龙头	4
2. 熔铸耐火材料：下游技术革命启动产品需求	4
2.1 熔铸锆刚玉： 订单饱满，短期盈利受到成本上升影响	5
2.1.1 订单饱满, 市场销售维持高景气	5
2.1.2 熔铸锆刚玉毛利率继续下行空间有限	6
2.2 熔铸氧化铝：受益光伏发展，需求增长确定	8
2.2.1 全氧燃烧将带来持续温和的需求增长	8
2.2.2 超白玻璃需求旺盛，生产线建设拉动熔铸氧化铝需求	9
2.2.3 熔铸氧化铝存在进入门槛	11
2.2.4 调整 2 条线生产熔铸氧化铝	12
3. 水泥窑用耐火材料：后起之秀，市场空间更大	12
3.1 水泥窑耐火材料市场更大，以空间赢利润	12
3.2 技术领先，能够提供全套耐火材料	13
3.3 中建材需求还未完全打开	14
4. 集合了建材院的研发和中国建材的市场需求	15
4.1 水泥耐火材料仍有扩张空间	16
4.2 其他耐火材料市场存在进入可能	16
5. 盈利预测与估值	17



图表目录

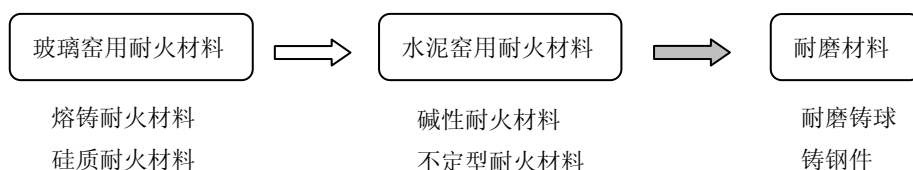
图表 1: 公司产品扩张路径.....	4
图表 2: 公司收入结构与毛利结构.....	4
图表 3: 公司熔铸耐火材料产品结构图.....	5
图表 4: 2011 年停窑冷修生产线.....	5
图表 5: 我国玻璃窑窑龄结构.....	6
图表 6: 印尼锆英砂价格.....	6
图表 7: 熔铸锆刚玉成本结构.....	7
图表 8: 2003-2008 年锆英砂价格走势与公司毛利率.....	7
图表 9: 我国锆英砂消费结构.....	8
图表 10: 全氧燃烧节能效果.....	8
图表 11: 北美地区全氧燃烧窑数量.....	9
图表 12: 600t/d 全氧燃烧玻璃窑与普通熔窑的比较.....	9
图表 13: 600t/d 玻璃生产线氧化铝用量.....	9
图表 14: 全国光伏玻璃生产线统计.....	10
图表 15: 光伏玻璃扩产计划.....	10
图表 16: 超白玻璃熔窑耐火材料配置.....	11
图表 17: 熔铸氧化铝是现在高档熔铸耐火材料.....	11
图表 18: 公司改造两条生产线生产熔铸氧化铝.....	12
图表 19: 熔铸氧化铝产品毛利率高于熔铸锆刚玉.....	12
图表 20: 全国耐火材料需求结构.....	13
图表 21: 全国熟料产量.....	13
图表 22: 公司水泥窑用耐火材料产能.....	14
图表 23: 水泥窑耐火材料配置.....	14
图表 24: 公司股权结构图.....	15
图表 25: 中国建材熟料产量已过亿吨.....	15
图表 26: 公司发展动力逻辑图.....	16
图表 27: 主要耐火材料企业估值表.....	17
图表 28: 瑞泰科技（002066）盈利预测表（单位：万元）.....	17

1. 熔铸耐火材料行业龙头

公司是我国熔铸耐火材料行业的龙头，中高档熔铸耐火材料市场占有率约 40%。公司是 A 股 4 家耐火材料上市公司中唯一拥有国资背景，融合了建材研究院的科研能力和中国建材的市场需求。

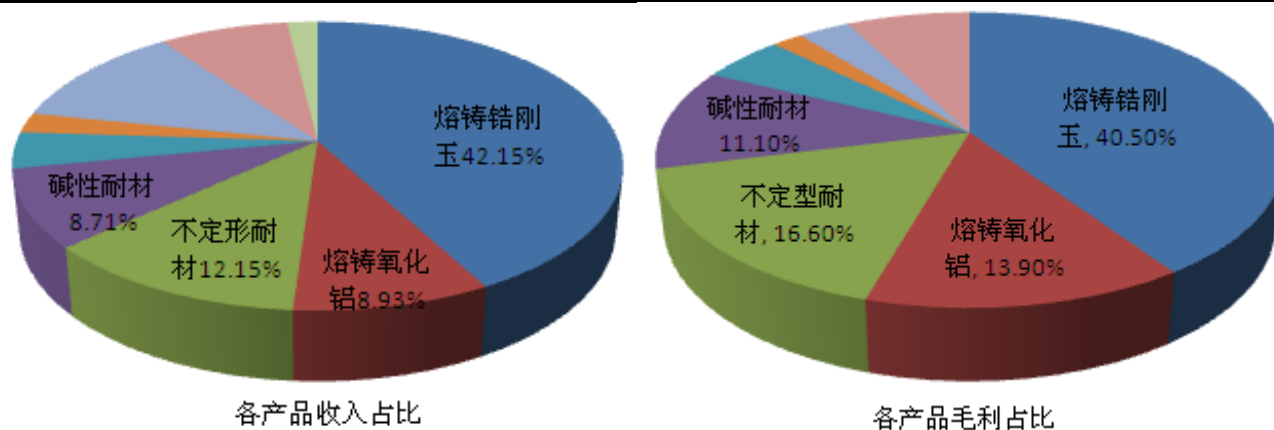
2006 年公司 IPO 扩大熔铸耐火材料产能，2009 年通过增发进入水泥窑耐火材料领域。目前公司是国内唯一可以生产玻璃窑三大耐火材料和水泥窑三大耐火材料的企业，是国内唯一一家具备为玻璃窑和水泥窑提供全窑成套供应能力的集团公司。

图表 1：公司产品扩张路径



资料来源：天相投资顾问有限公司

图表 2：公司收入结构与毛利结构

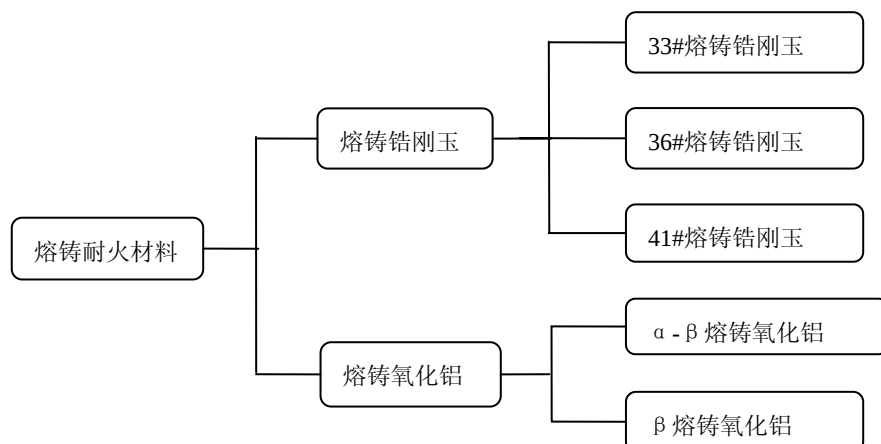


资料来源：公司年报、天相投顾整理

2. 熔铸耐火材料：下游技术革命启动产品需求

公司熔铸耐火材料包括熔铸锆刚玉系列、熔铸氧化铝系列，熔铸耐火材料主要应用于玻璃窑，包括玻纤、特种玻璃、平板玻璃、玻璃容器。目前公司拥有 10 条熔铸耐火材料生产线，2011 年调整后，熔铸锆刚玉产能约 2 万吨，熔铸氧化铝产能 4000-5000 吨。

图表 3：公司熔铸耐火材料产品结构图



资料来源：公司报告、天相投顾整理

2.1 熔铸锆刚玉： 订单饱满，短期盈利受到成本上升影响

2.1.1 订单饱满, 市场销售维持高景气

熔铸耐火材料在玻璃窑中直接与玻璃熔液接触，其性能直接决定玻璃的质量。目前熔铸耐火材料主要在玻璃生产线新建和停窑冷修时使用，需求量较大的是熔铸锆刚玉。

浮法玻璃在建生产线较多。截至目前，全国共有浮法玻璃生产线 237 条，日熔量 122490 吨，年产能 78394 万重量箱。2011 年全国预计投产生产线 32 条，年产量 11460 万重量箱。

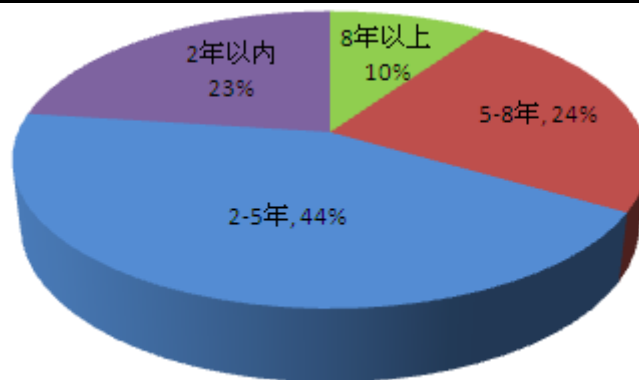
图表 4：2011 年停窑冷修生产线

生产线名称	日熔量 (t/d)	年产量 (万重量箱)
秦皇岛奥格玻璃一线	450	290
河北沙河安全公司一线	500	320
洛阳玻璃新安一线	350	220
三峡新型建材公司二线	600	380
耀华工业园镀膜线	450	290
河北沙河迎新一线	300	190
陕西神木浮法一线	400	250
合计	3050	1940

资料来源：玻璃信息网、天相投顾整理

2011 年全国共有 7 条浮法玻璃线停窑冷修，我国浮法玻璃窑的窑龄结构中，5 年以上玻璃窑占 34%，是未来几年熔铸耐火材料的潜在需求。公司目前熔铸耐火材料销售订单饱满，基本已排到 11 月份。

图表 5：我国玻璃窑窑龄结构

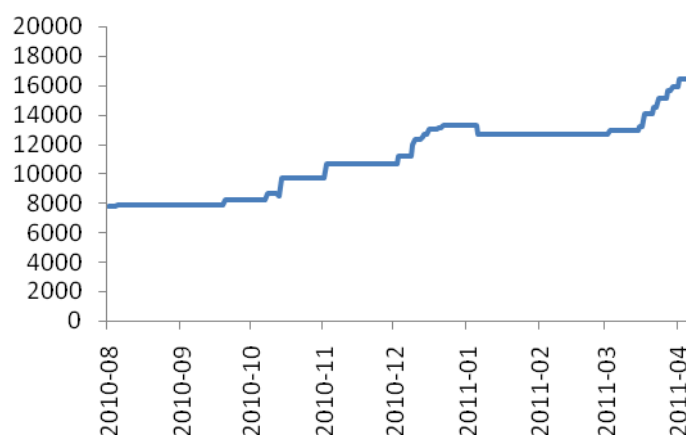


资料来源：玻璃信息网、天相投顾整理

2.1.2 熔铸锆刚玉毛利率继续下行空间有限

锆英砂价格上涨。公司生产用锆英砂来自南非、澳大利亚、印尼，国产锆英砂因品位不足不能使用。2010 年下半年以来，锆英砂供应紧张，价格快速上涨，由 2010 年年中的 8000 元/吨上涨至 20000 元/吨。

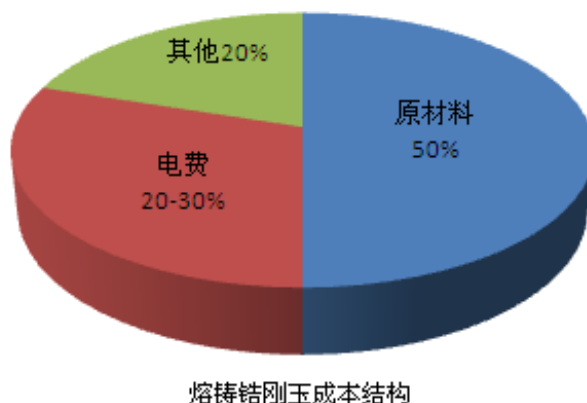
图表 6：印尼锆英砂价格（单位：元/吨）



资料来源：百川资讯、天相投顾整理

一季度公司熔铸锆刚玉毛利率 23%左右。熔铸锆刚玉的原材料成本占比约 50%，原料中氧化铝价格相对稳定，锆英砂价格上涨对熔铸锆刚玉毛利率影响较大。从公司毛利率变动情况看，公司熔铸锆刚玉毛利率对锆英砂的价格反映滞后约 3-6 个月。

图表 7：熔铸锆刚玉成本结构

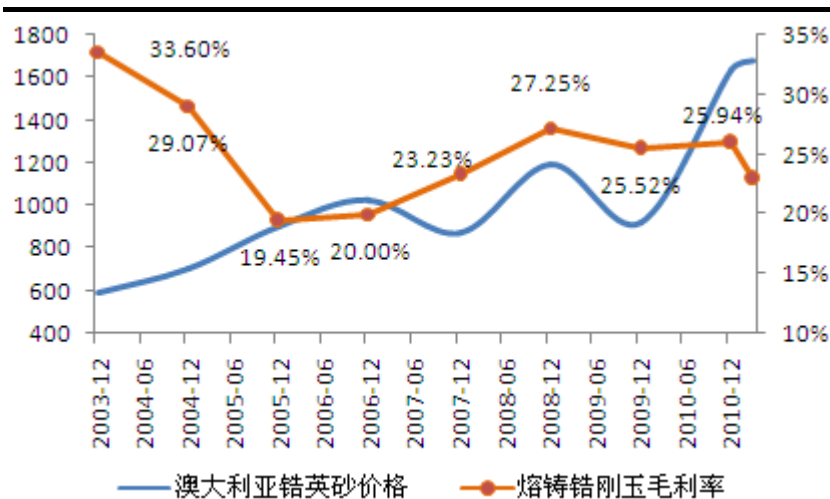


资料来源：公司资料、天相投顾整理

倾向认为熔铸锆刚玉毛利率继续下行空间有限。一季度熔铸锆刚玉毛利率下降约 3 个百分点，我们倾向认为继续下降的空间并不大：（1）公司对 2011 年熔铸锆刚玉销售价格进行了调整，2010 年的部分销售合同也展开协商调价；（2）短期锆英砂供应仍紧张，继续上涨的可能性很高，但我国锆英砂消费中陶瓷占 54%，锆英砂价格上涨对其冲击更大，需求下降的可能性较大，会对价格产生一定影响。二季度公司毛利率存在见底的可能性。

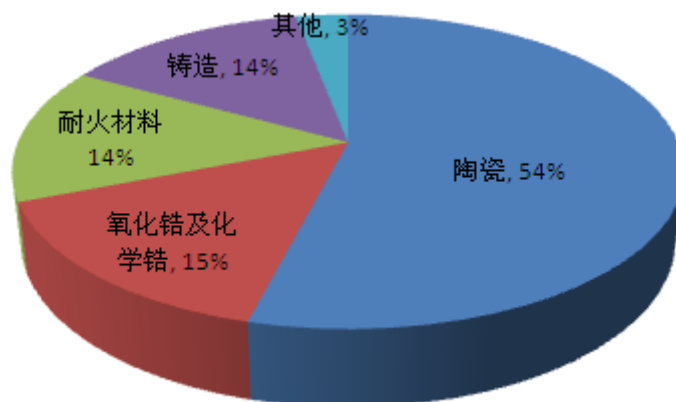
2004 年下半年锆英砂价格曾出现大幅上涨，其涨幅与 2010 年下半年以来的涨幅相近。熔铸锆刚玉毛利率在 2005 年创下最低为 19.45%。

图表 8：2003-2008 年锆英砂价格走势与公司毛利率（单位：澳元/吨）



资料来源：Bloomberg、百川资讯、公司年报、天相投顾整理

图表 9：我国锆英砂消费结构



资料来源：ILUKA、天相投顾整理

2.2 熔铸氧化铝：受益光伏发展，需求增长确定

2.2.1 全氧燃烧将带来持续温和的需求增长

玻璃窑全氧燃烧是采用纯度不低于 85% 的氧气作为助燃剂，以更精确的方式燃烧的技术。相比于传统方式，全氧燃烧的主要产物是 CO₂ 和水蒸气，减少了 NO_x 和粉尘的排放。由于燃烧效率更高，在燃料价格上涨的情况下，其节能和成本优势更加明显。

图表 10：全氧燃烧节能效果

	空气助燃	全氧燃烧
玻璃出料量 (kg/h)	1.440	1.700
重油 (L/h)	289	174
投入总热量 (千卡)	4.519	3.397
热量单位耗能量 (kcal/kg)	3.138	1.998

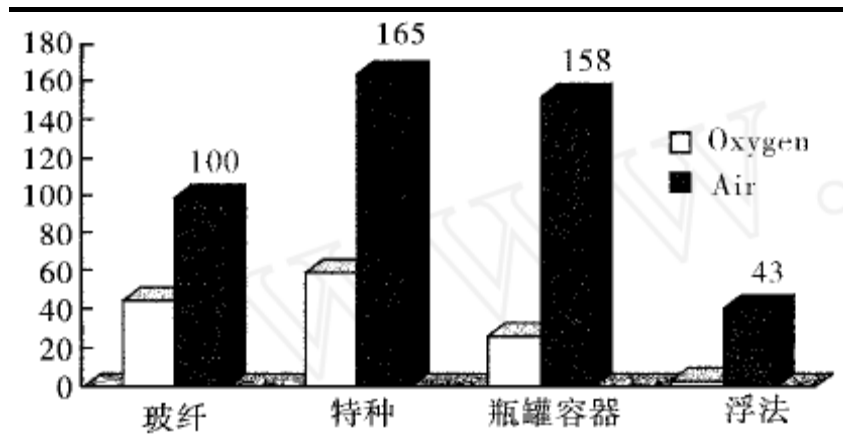
资料来源：《全氧燃烧玻璃窑关键部位用耐火材料选择》

全氧燃烧是玻璃窑燃烧技术的发展方向。从欧美统计数据看，玻璃熔窑全氧燃烧较多应用在玻纤生产线、特种玻璃生产线中。据了解，我国全氧燃烧窑并不多，但是我们认为全氧燃烧仍代表着玻璃熔窑燃烧技术的发展方向，该技术的推广将带来熔铸氧化铝需求的温和上升：

- (1) 成本优势会因在燃料价格上涨而凸现；
- (2) 玻纤、特种玻璃生产线建设带动全氧燃烧推广。



图表 11：北美地区全氧燃烧窑数量



资料来源：《玻璃熔窑的全氧燃烧》、天相投顾整理

熔铸氧化铝更适用于全氧燃烧窑。全氧燃烧的助燃气体量减小，燃烧后水蒸气、碱蒸汽浓度增大，玻璃窑内温度升高，加大了对耐火材料的侵蚀。传统的硅砖已不能满足全氧燃烧的需要，熔铸氧化铝的结构致密，抗腐蚀性强，能够满足要求。

图表 12：600t/d 全氧燃烧玻璃窑与普通熔窑的比较

部位	普通浮法窑		全氧燃烧窑	
	耐材/t	费用/万元	耐材/t	费用/万元
蓄热室	2800	1580	0	0
小炉	260	520	0	0
大碓	462	172	524	1126
胸墙	270	600	340	800
总计	3792	2872	864	1926

资料来源：《熔窑全氧燃烧技术是玻璃企业节能改造的最佳选择》

注：全氧燃烧窑主要使用熔铸锆刚玉、熔铸氧化铝等中高档耐火材料

图表 13：600t/d 玻璃生产线氧化铝用量（单位：吨/座）

类别	普通玻璃熔窑		中档玻璃熔窑	国际先进水平的熔窑	全氧燃烧玻璃熔窑
	低档	普通			
熔铸氧化铝用量	5-10	50-60	110	220	500

资料来源：瑞泰科技招股说明书、天相投顾整理

2.2.2 超白玻璃需求旺盛，生产线建设拉动熔铸氧化铝需求

超白玻璃是玻璃产品中的高档产品，玻璃中杂质含量低，透光率高（可达到91.5-92%）。超白玻璃的重要应用是生产太阳能光伏组件。近几年，太阳能光伏发展拉动了光伏玻璃生产线建设。2010年我国光伏玻璃生产线达到41条，年产能约13560万平方米。据统计，目前已经确定投资的生产线有17条，新增日熔量为7400吨。根据玻璃信息网测算，2011年国内预计晶硅电池产量可达到10GW，带动的光伏玻璃需求为1亿平米。

图表 14：全国光伏玻璃生产线统计

	公司名称	日熔量 (t/d)	熔窑数量
1	福莱特	1650	8
2	信义玻璃	1300	3
3	深南玻	500	2
4	河南思可达	450	3
5	浙江和合	600	3
6	中国玻璃	300	1
7	河南裕华	300	3
8	南京圣韩	250	1
9	安彩高科	250	1
10	中航三鑫	300	1
11	彩虹集团	500	2
12	常熟耀皮	250	1
13	青岛金晶	150	1
14	台玻集团	500	3
15	河南天丰	120	1
16	安徽安泰	250	2
17	天津中环	250	1
18	唐山金信	250	1
19	邵阳烘彬	120	1
20	拓日新能	250	2
合计 41 条生产线		8000	41

资料来源：玻璃信息网

图表 15：光伏玻璃扩产计划

编号	单位名称	日熔化量 (t/d)	熔窑数量
1	彩虹集团	250	1
2	安彩高科	500	1
3	福莱特	2*600	2
4	中俊新能源	2*500	2
5	信义玻璃	3*500	3
6	江煤集团	250	1
7	东兴光伏	200	1
8	深南玻	650	1
9	常熟耀皮	250	1
10	中航三鑫	600	1
11	中国建材	500	1
12	河北东旭	250	1
13	河南天利	250	1
14	合计	7400	17

资料来源：玻璃信息网

超白玻璃生产最重要的是原料、耐火材料。在原料熔融、玻璃成型过程中，玻璃液与耐火材料直接接触，耐侵蚀、无杂质、气泡析出是对耐火材料最基本的要求。

2010 年，公司签订了目前亚洲最大跨度的全氧燃烧太阳能超白玻璃窑的熔铸氧化铝大碇合同，实现公司熔铸氧化铝在全氧燃烧窑大碇上使用的零突破。公司 2010 年签订了 6 个全氧燃烧玻璃窑熔铸耐火材料合同，据了解，合同主要集中在太阳能玻璃领域。

图表 16：超白玻璃熔窑耐火材料配置

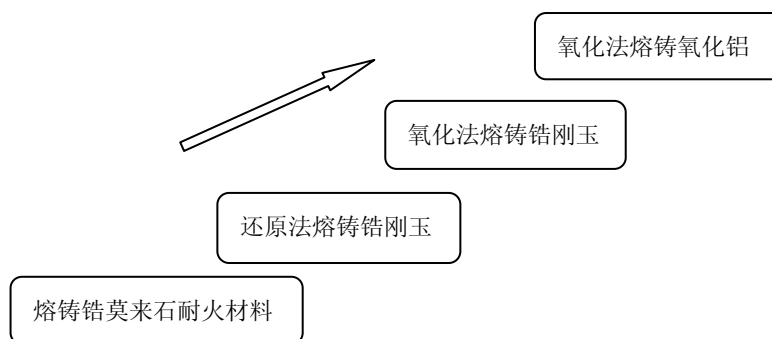
结构分区	耐火材料
熔化部	电熔锆刚玉、部分 β 电熔氧化铝
蓄热室	电熔锆刚玉
池壁	α - β 电熔氧化铝/33#电熔氧化锆
冷却部 池底	α - β 电熔氧化铝/33#电熔氧化锆
出口平碇	β 电熔氧化铝
成型部 流道或斜道	α - β 电熔氧化铝/33#电熔氧化锆

资料来源：《优质熔铸耐火材料在超白玻璃生产线中的应用》

2.2.3 熔铸氧化铝存在进入门槛

熔铸耐火材料发展可以分为四个阶段，熔铸氧化铝代表着目前行业最高水平。国外只有法国西普、日本旭硝子等少数跨国公司可以同时生产熔铸锆刚玉、熔铸氧化铝两大系列产品。公司是国内唯一拥有熔铸氧化铝生产技术专利权，并从事批量生产的企业。

图表 17：熔铸氧化铝是现在高档熔铸耐火材料



资料来源：瑞泰科技招股说明书、天相投顾整理

熔铸氧化铝存在使用门槛。玻璃窑使用时间主要受到耐火材料的影响，一般玻璃窑耐火材料安装后需使用 4-6 年，甚至更长，因此玻璃企业并不会随意选择供应商。公司熔铸耐火材料产品推广采取先用小部分产品在玻璃窑上使用，质量满足要求后再逐渐扩大，因此熔铸氧化铝的大面积市场开拓需要时间和质量保证。

熔铸氧化铝的技术门槛较高。国内熔铸氧化铝耐火材料的主要供应商为瑞泰科技、淄博旭硝子、北京西普（据了解熔铸氧化铝不多），其余部分由进口满足。熔铸氧化铝的技术门槛主要在浇铸成型，氧化铝浇注过程中需要保证较高的气密性，若控制不好，浇铸的氧化铝产品会出现较多裂纹。目前瑞泰科技熔铸氧化铝的生产技术成熟，但在产品外观方面与国外企业存在差距，熔铸氧化铝的成品率约为 70%（熔铸锆刚玉 80%）。

市场容量有限也会限制进入。相比于熔铸锆刚玉产品，熔铸氧化铝的市场需求量较小：一方面熔铸氧化铝的价格较熔铸锆刚玉、硅砖等高许多，在中低档玻璃熔窑用量较小；另外与目前玻璃熔窑的技术水平有关。

2.2.4 调整 2 条线生产熔铸氧化铝

公司现有 10 条熔铸耐火材料生产线，其中熔铸氧化铝生产线 2 条，产能 2600 吨。近期公司对 2 条熔铸锆刚玉生产线进行调整，改为生产熔铸氧化铝，熔铸氧化铝产能提高到 4000-5000 吨。

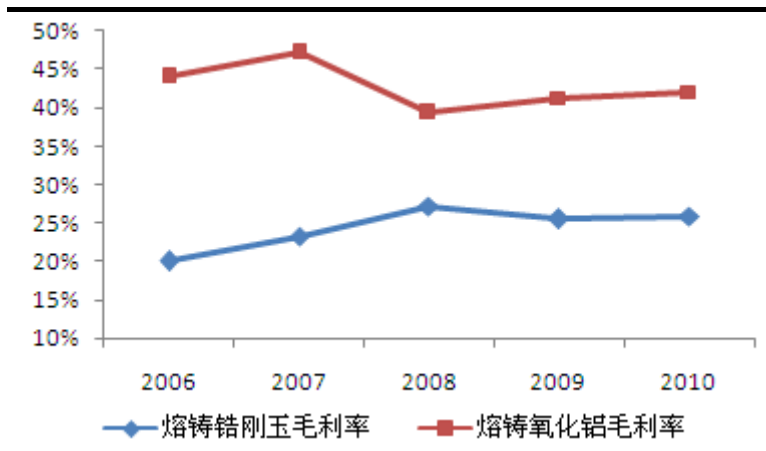
图表 18：公司改造两条生产线生产熔铸氧化铝（单位：吨）

产品	2010 年		2011 年	
	生产线数	产能	生产线数	产能
熔铸锆刚玉	8	26000	6	20000
熔铸氧化铝	2	2600	4	4000-5000

资料来源：公司资料、天相投顾整理

缓解熔铸锆刚玉毛利率下降的影响。熔铸氧化铝产品的销售单价远高于熔铸锆刚玉（大约为 2-2.5 倍），且毛利率也较高。更重要一点，目前熔铸锆刚玉系列产品受到锆英砂价格上涨的不利影响，盈利出现下滑。熔铸氧化铝的主要原料是氧化铝，价格较锆英砂稳定。调整两条生产线可以缓解熔铸锆刚玉毛利率下降带来不利影响，但考虑产量问题，预计尚不能消除全部不利影响。

图表 19：熔铸氧化铝产品毛利率高于熔铸锆刚玉



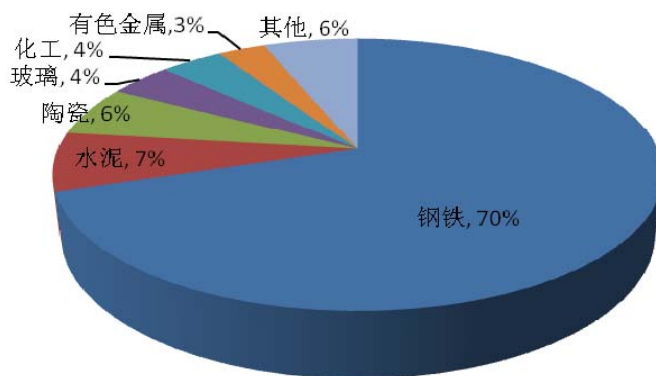
资料来源：公司年报、天相投顾整理

3. 水泥窑用耐火材料：后起之秀，市场空间更大

3.1 水泥窑耐火材料市场更大，以空间赢利润

耐火材料需求中，钢铁用耐火材料约占 65%-70%，其次为水泥窑耐火材料约占 10%，高于玻璃窑耐火材料。从流量角度，玻璃窑耐火材料安装后使用时间较长，通常为几年，而水泥窑耐火材料由于受到温度、震动、原料腐蚀的影响，需定期更换（一般一年）。

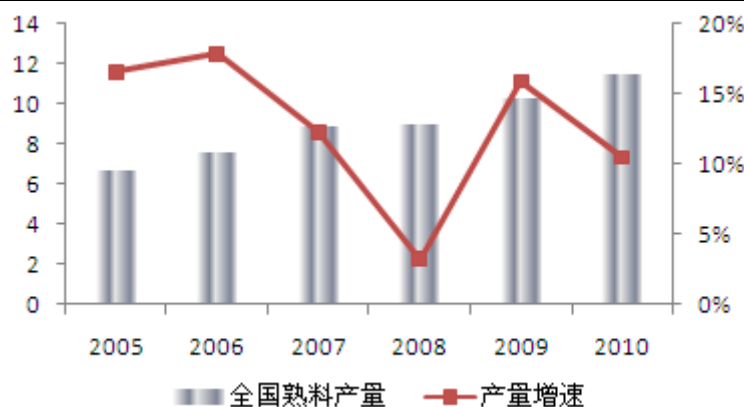
图表 20: 全国耐火材料需求结构



资料来源：北京利尔招股说明书、天相投顾整理

2010 年全国熟料产量为 11.52 亿吨，同比增长 10.45%。按照每生产 1 吨熟料消耗 1 公斤耐火材料，则 2010 年熟料生产带来的耐火材料更换需求量为 115 万吨，远大于熔铸耐火材料（2008 年全国中高档熔铸锆刚玉 6.34 万吨，熔铸氧化铝 6050 吨）。水泥窑耐火材料市场空间更大，也是公司进入该市场的重要原因。

图表 21: 全国熟料产量



资料来源：CEI、天相投顾整理

水泥窑耐火材料毛利率并不逊于熔铸耐火材料。虽然从行业角度，水泥窑耐火材料基础毛利率要比玻璃窑耐火材料要低。但从公司产品毛利率情况看，水泥窑耐火材料并不逊色，高于熔铸锆刚玉毛利率。2010 年不定型耐火材料毛利率下降是主要产品结构调整导致，产品毛利率总体稳定。

3.2 技术领先，能够提供全套耐火材料

水泥窑耐火材料种类较多，行业内企业较多集中生产一种耐火材料，公司凭借其强大的技术力量，能够配套生产水泥窑用的三大耐火材料——碱性耐火材料、不定型耐火材料、铝硅质耐火材料。

图表 22：公司水泥窑用耐火材料产能

子公司	持股比例	产品	产能（万吨）
安徽瑞泰	62.14%	不定型耐火材料	10
河南瑞泰	67.99%	环境友好型碱性耐火材料	4
郑州瑞泰	55%	碱性及铝硅质耐材	3
浙江瑞泰	51.5%	铝硅质耐火材料	1.5

资料来源：公司资料、天相投顾整理

公司研究体系背靠中国建材研究院，融合水泥生产研究和耐火材料研究，这是其他耐火材料企业无法比拟的。

图表 23：水泥窑耐火材料配置

部位	材料	寿命/月
前窑口	浇注料	10
	高耐磨砖	12
烧成带	直接结合镁铬砖	8-10
上过渡带	镁铝尖晶石砖	8-10
下过渡带	镁铬砖	10
分解带	抗剥落砖	20
后窑口	高铝质浇注料	24

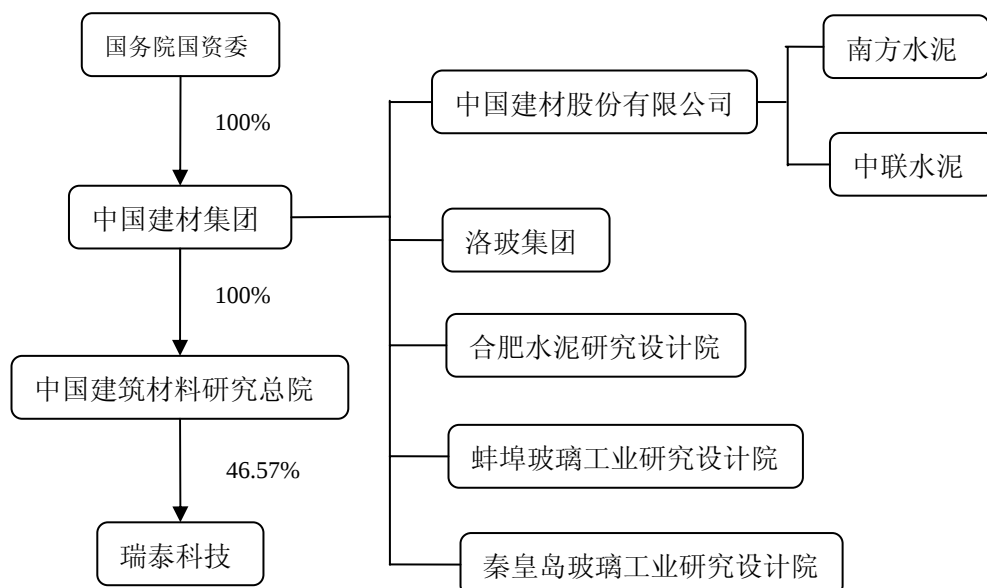
资料来源：《新型干法水泥窑用耐火材料的现状和发展》

3.3 中建材需求还未完全打开

公司目前水泥窑耐火材料生产订单饱满，新投产的河南瑞泰第二条环境友好碱性耐火材料生产线也基本满产。公司目前对中建材已开展销售，但销量还不小，后期有很大的提高空间。

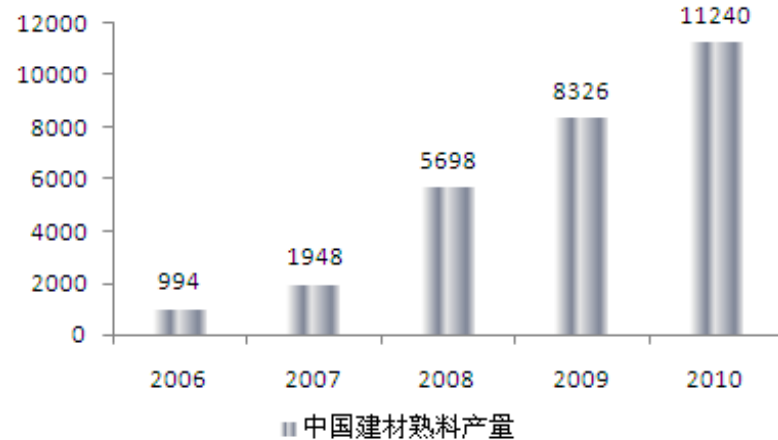
公司是中国建材旗下唯一的耐火材料生产企业。2010 年中国建材控制的水泥生产线共生产水泥熟料 1.12 亿吨，预计拉动耐火材料需求量为 11.2 万吨，与公司目前的实际产能相差不大。

图表 24：公司股权结构图



资料来源：中国建材网站、公司年报、天相投顾整理

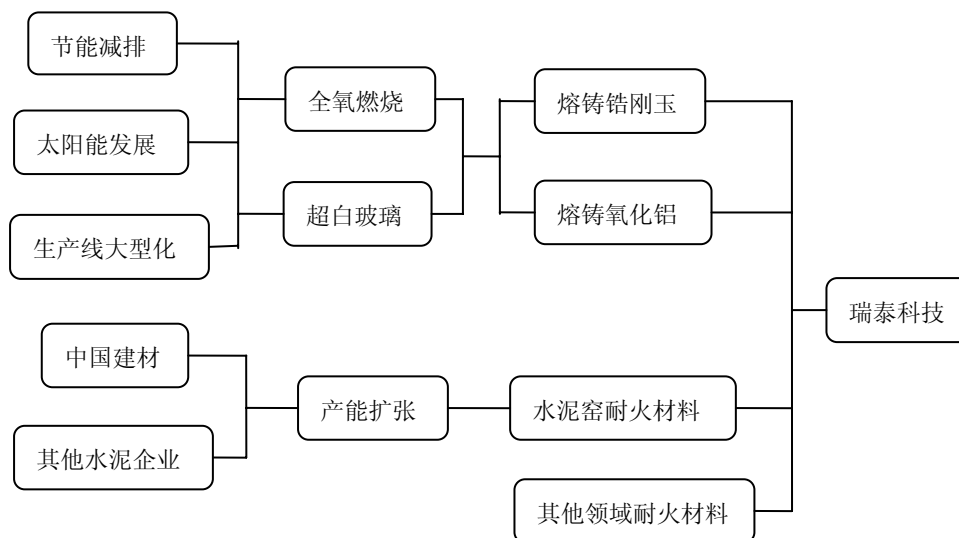
图表 25：中国建材熟料产量已过亿吨（单位：万吨）



资料来源：中国建材年报、天相投顾整理

4. 集合了建材院的研发和中国建材的市场需求

图表 26：公司发展动力逻辑图



资料来源：天相投顾整理

4.1 水泥耐火材料仍有扩张空间

碱性耐火材料产能弹性较小，存在扩产可能。公司不定型耐火材料的产能弹性较大，可根据合同情况提高产量。环境友好型碱性耐火材料的产能弹性较小，据了解公司碱性耐火材料产量增量主要来自 2010 年投产的河南瑞泰第二条生产线和新设立的郑州瑞泰，碱性耐火材料是水泥窑日常更换的主要耐火材料。市场开拓后，预计公司碱性耐火材料产能瓶颈会出现。

业务模式可走向“整体承包模式”。A 股上市公司中，北京利尔的整体承包模式发展较好，整体承包将产品销售与服务结合在一起，有利于客户降低生产成本，同时有助于公司与客户建立稳定的合作关系。公司的重要优势是集合研发能力、提供整套解决方案的能力，同时公司目前产品涵盖了玻璃窑、水泥窑所需要的主要耐火材料，具备实施“整体承包模式”的硬件条件。

4.2 其他耐火材料市场存在进入可能

钢铁冶炼大约消耗了 70% 的耐火材料产量，而公司目前并未进入钢铁冶炼耐火材料市场。我们认为公司进入钢铁耐火材料行业的门槛并不高，钢铁耐火材料的主要原料是镁砂、铝矾土，镁砂供应更重要一些，辽宁省的许多耐火材料企业技术是由建材研究院扶植发展起来的，合作历史较长，公司与这些公司展开合作，难度不大。

目前 A 股上市的钢铁耐火材料上市公司有濮耐股份、北京利尔，从两家公司的产品毛利率看，钢铁用耐火材料盈利能力并不逊于水泥和玻璃窑耐火材料。进入该市场对公司盈利的提升应是显而易见的。

5. 盈利预测与估值

锆英砂价格上涨对公司业绩的影响超出我们之前预期，目前锆英砂市场供应仍比较紧张，不排除继续涨价的可能，因此小幅调整公司 2011 年的盈利预测。中长期仍看好公司的成长空间，短期锆英砂价格拐点亦为公司业绩启动之时。

预计公司 2011-2012 年 EPS 分别为 0.60 元、0.89 元，按最新收盘价计算，对应 PE 为 30 倍、20 倍，维持“增持”评级。目前与其他耐火材料上市公司相比，公司估值较低，可根据市场投资风格择时关注。

图表 27：主要耐火材料企业估值表

公司名称	2010EPS	2011EPS	11 年利润增长率	股价	2010PE	2011PE
濮耐股份	0.37	0.55	48.3%	14.67	40	27
北京利尔	0.53	0.73	34.1%	23.45	44	32
瑞泰科技	0.60	0.89	42.7%	17.81	30	20
鲁阳股份	0.68	0.90	29.1%	15.99	24	18

资料来源：天相投资分析系统

图表 28：瑞泰科技（002066）盈利预测表（单位：万元）

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	42170	49301	84486	121351	155442
增长率	39.48%	16.91%	71.37%	43.63%	28.09%
营业成本	29572	35006	61571	88771	112357
毛利率	29.87%	29.00%	27.12%	26.85%	27.72%
营业税金及附加	217	334	360	607	855
销售费用	2054	3009	4537	6189	7150
管理费用	4318	5503	8124	11528	14767
财务费用	1332	1352	2266	3276	3886
期间费用率	18.27%	20.01%	17.67%	17.30%	16.60%
资产减值损失	192	722	813	800	800
营业利润	4484	3376	6815	10179	15627
增长率	69.59%	-24.71%	101.87%	49.37%	53.51%
加：营业外收入	669	2320	943	900	900
减：营业外支出	509	32	41	0	0
利润总额	4644	5664	7718	11079	16527
所得税费用	510	993	1315	1883	2810
净利润	4134	4670	6403	9196	13717
归属于母公司净利润	3461	3683	4833	6897	10288
增长率	44.03%	6.41%	31.22%	42.70%	49.17%
总股本(万股)	11550	11550	11550	11550	11550
每股收益EPS(元)	0.30	0.32	0.42	0.60	0.89

资料来源：天相投资顾问有限公司

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

天相投资顾问有限公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格(业务许可证编号:ZX0157)。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料和合法渠道,天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正,但不对所引用资料和数据本身的真实性、准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议,仅供阅读者参考,不构成对证券买卖的出价或询价,也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果,概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有,为非公开资料,仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权,任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址:北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话:010-66045566 传真:010-66573918 邮编:100140
北京新盛	地址:北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话:010-66045566; 66045577 传真:010-66045500 邮编:100140
北京德胜园	地址:北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话:010-66045566 传真:010-66045700 邮编:100088
上海天相	地址:上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话:021-58824282 传真:021-58824283 邮编:200120
深圳天相	地址:深圳市福田区深南大道6033号金运世纪大厦22A 电话:0755-83234800 传真:0755-82709089 邮编:518041