

**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:** 21.00 元

当前股价: 16.25 元

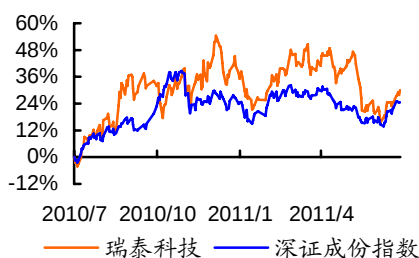
评级调整: 维持

**基本资料**

|           |          |
|-----------|----------|
| 深证成份指数    | 12404.34 |
| 总股本(百万)   | 116      |
| 流通股本(百万)  | 115      |
| 流通市值(亿)   | 19       |
| 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   | 4.73 | -8.32 | -6.76 |
| 深证成份指数 | 5.47 | -4.85 | -1.35 |



**相关报告**

《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-水泥窑用耐材业绩贡献增至三成, 今年产能将集中释放》2011-3-29

**瑞泰科技**

**002066**

**推荐**

**原材料成本上升侵蚀盈利能力**

公司披露2011年中期业绩快报, 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3015万元, 同比增长58.13%。对应EPS为0.26元, 同比增长58.09%。

**投资要点:**

- **锆英砂成本快速上涨, 第一大产品锆刚玉毛利率下滑明显。**公司收入增长远快于利润的原因在: ①占熔铸锆刚玉原材料成本近一半的锆英砂价格自去年三季度以后迅速上涨。去年价格约 8000 多元/吨, 目前达到 2.1-2.3 万元/吨, 最高涨幅约 200%。一季度熔铸锆刚玉毛利率仅 21%, 较去年的 25.9% 下滑约 5 个百分点。公司近期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, 但该产品毛利率下滑仍不可避免。②水泥用耐材占比提升, 拉低总体利润率。
- **二季度公司盈利情况已较一季度有所好转。**二季度公司实现收入 3.22 亿元, 归属母公司净利润为 1740 万元, 环比增长 36.6%。我们认为这主要得益于熔铸锆刚玉开始提价, 以及公司通过技改后高端产品熔铸氧化铝产能增加约一倍所致。预计下半年盈利情况有望进一步好转。
- **玻璃耐材产品结构优化, 水泥耐材产能持续扩张。**①玻璃耐材方面, 公司上半年将湖南两条熔铸锆刚玉线技改为熔铸氧化铝, 氧化铝产能增加 2500 吨至 5100 吨。目前合同额饱满, 预计全年销量可超过 4000 吨。而湖南 3 万吨硅质耐材也于今年 4 月投产, 目前仍在调试。②水泥耐火材料方面, 公司以收购方式扩大规模。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, 可增加 2 万吨碱性耐材、2 万吨铸球铸件产能。预计未来公司仍将通过收购加快水泥耐材规模的扩大。今年水泥耐材业绩占比仍将上升, 营业利润占比有望达 35%-40%。
- **财务压力增大, 3 亿元短期融资券将缓解短期资金需求。**公司目前现金流仍较为紧张, 1 季度末负债率达到 58.4%; 再加上央行不断加息, 财务压力增大。公司拟募集 3 亿元的短期融资券, 预计将于三季度完成。但公司要解决长期扩张所需要的资金来源, 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 12.1 亿元、14.3 亿、16.1 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   | 1211  | 1430  | 1615  |
| 同比(%)         | 71%   | 43%   | 18%   | 13%   |
| 归属母公司净利润(百万元) | 48    | 66    | 78    | 86    |
| 同比(%)         | 31%   | 37%   | 17%   | 11%   |
| 毛利率(%)        | 27.1% | 25.9% | 26.0% | 26.2% |
| ROE(%)        | 8.5%  | 10.8% | 11.2% | 11.1% |
| 每股收益(元)       | 0.42  | 0.57  | 0.67  | 0.75  |
| P/E           | 44.00 | 32.04 | 27.28 | 24.60 |
| P/B           | 3.75  | 3.45  | 3.06  | 2.72  |
| EV/EBITDA     | 22    | 16    | 14    | 12    |

资料来源: 中投证券研究所

## 一、原材料成本上涨导致盈利能力下滑

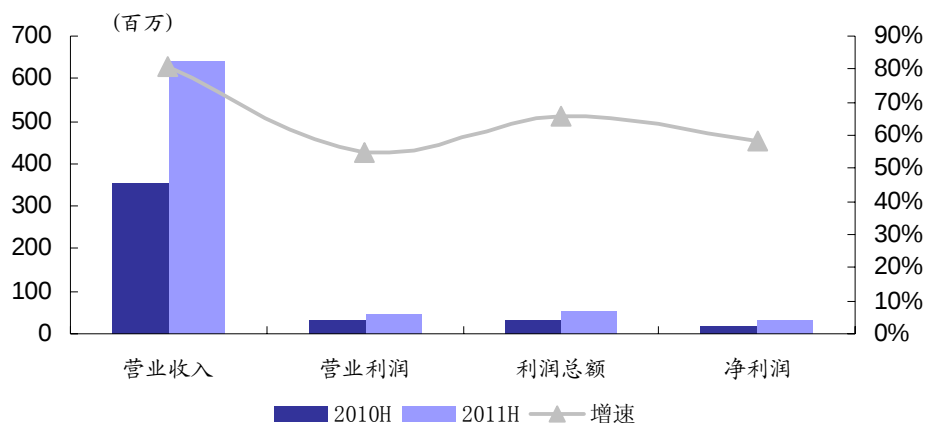
### 1.1 收入增长快于利润增长

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 3015 万元，增长 58.13%。

收入增长远快于利润的原因在于：①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%。一季度熔铸锆刚玉毛利率仅 21%，较去年的 25.9% 下滑约 5 个百分点。公司近期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，但该产品毛利率下滑仍不可避免。②水泥用耐材的拓展拉低总体利润率。由于水泥用耐材盈利能力总体低于玻璃耐材，而随着该业务占比的不断提升，对利润率的拖累开始显现。③央行不断加息致使公司财务费用不断提高。

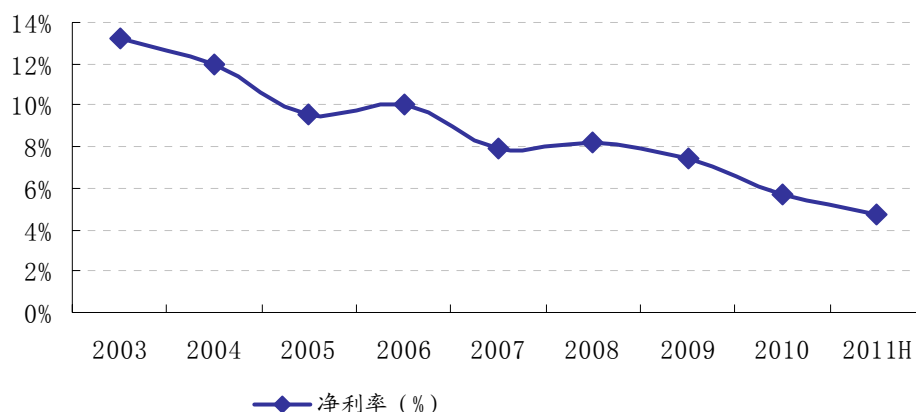
从利润率来看，公司上半年净利润率达到了 4.7%，较去年的 5.7% 下滑一个百分点，也为历史上的最低点。随着公司熔铸锆刚玉提价的不断实施，公司的盈利能力将会好转。

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 二季度盈利能力已较一季度好转

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 1740 万元，环比增长 36.6%。

二季度业绩情况好于一季度，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在 40% 的高水平，其规模的增加有益于提高利润率。

表 1 公司季度经营数据

|              | 08Q2   | 08Q3  | 08Q4   | 09Q1  | 09Q2  | 09Q3  | 09Q4   | 10Q1   | 10Q2  | 10Q3  | 10Q4  | 11Q1   | 11Q2  |
|--------------|--------|-------|--------|-------|-------|-------|--------|--------|-------|-------|-------|--------|-------|
| 收入 (亿元)      | 1.28   | 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         | 61.7%  | 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          | 29.1%  | 32.7% | 32.4%  | 27.2% | 29.8% | 30.4% | 28.2%  | 28.1%  | 27.8% | 24.1% | 28.6% | 23.5%  |       |
| 费用率          | 15.4%  | 16.5% | 27.4%  | 18.1% | 16.9% | 14.4% | 30.4%  | 19.3%  | 16.2% | 16.6% | 18.7% | 17.8%  |       |
| 归属股东净利润 (亿元) | 0.10   | 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         | 162.4% | 38.4% | -49.5% | -6.1% | 18.7% | 73.7% | -33.6% | -13.3% | 45.0% | 5.1%  | 46.8% | -26.8% | 36.6% |
| 净利率          | 7.8%   | 10.6% | 8.4%   | 6.1%  | 6.8%  | 9.6%  | 6.9%   | 5.2%   | 5.5%  | 5.3%  | 6.5%  | 4.0%   | 5.4%  |

资料来源：公司公告、中投证券研究所

## 二、收购促进产能规模，技改优化产品结构

今年上半年，公司产能仍处于不断增长之中，而且高端产品占比也在提升。

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线的增加，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 4 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、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。未来公司耐材未来将向总包的方向发展，我们预计今年水泥耐材业绩占比仍继续上升，在营业利润中占比有望达到 35%-40%。

图 3 公司营业收入占比情况

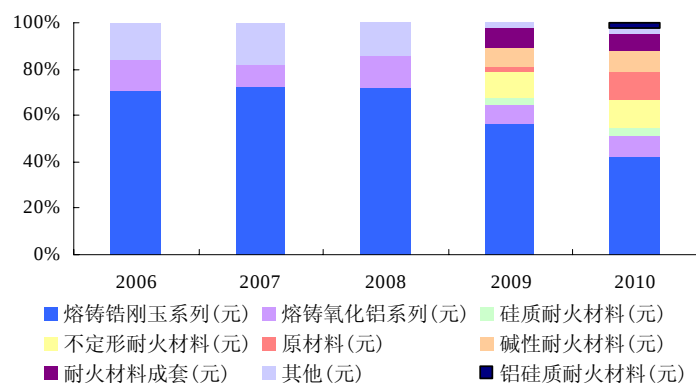
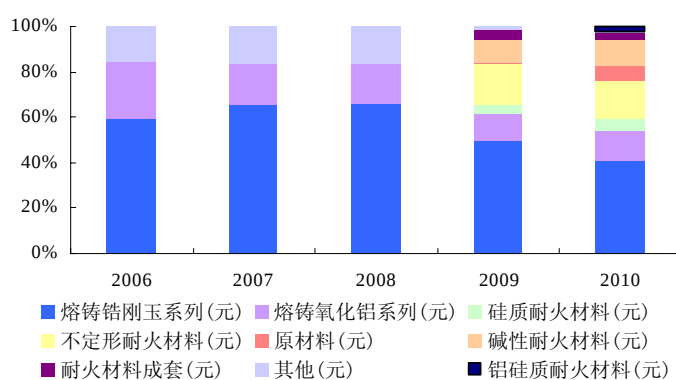


图 4 公司营业利润占比情况



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    | 6580    | 2004 年技改     | 玻璃窑      |           |
|     | 熔铸氧化铝生产线       |        | 2000   |         | 2007 年       |          |           |
|     | 熔铸锆刚玉生产线 1、2 线 |        | 7000   |         | 2005 年前      |          |           |
|     | 熔铸锆刚玉生产线 3 线   |        | 3000   |         | 2007 年 4 月   |          |           |
|     | 熔铸锆刚玉线 2 条线    |        | 8000   |         | 2010 年 9 月   |          |           |
| 湖南  | 高级硅砖（高级 96）    | 66.10% | 18000  | 10000   | 2009 年       | 玻璃窑      |           |
|     | 优质硅砖           |        | 25000  |         | 2011 年 4 月   |          |           |
|     | 特优硅砖（高级 97）    |        | 2500   |         |              |          |           |
|     | 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     |           |
|     | 环境友好碱性耐火材料     |        | 24000  | 10000   | 2010 年 8 月   | 窑        |           |
| 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  | 10000   | 2008 年       | 水泥余热发电系统 |           |
|     | 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  |         | 2010 年 9 月   |          |           |
|     | 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

公司目前现金流仍较为紧张，1 季度末负债率达到 58.4%；再加上央行不断加息，公司财务压力增大。为了缓解短期资金需求，公司拟募集 3 亿元的短期融资券，预计将于三季度完成。但公司要解决长期扩张所需要的资金来源，不排除其它融资方式。

表 3 公司运营情况

|              | 2005 | 2006  | 2007  | 2008   | 2009  | 2010   | 2011Q1 |
|--------------|------|-------|-------|--------|-------|--------|--------|
| <b>营运能力</b>  |      |       |       |        |       |        |        |
| 存货周转率(次)     | 2.0  | 1.9   | 2.0   | 1.7    | 1.7   | 2.4    | 0.8    |
| 应收账款周转率(次)   | 3.2  | 3.2   | 4.6   | 4.7    | 3.4   | 3.6    | 0.9    |
| <b>资金状况</b>  |      |       |       |        |       |        |        |
| 资产负债率(%)     | 48.6 | 41.6  | 50.5  | 53.8   | 42.8  | 54.3   | 58.4   |
| 经营活动现金流(亿元)  | 0.0  | 0.1   | 0.0   | 0.2    | 0.1   | -0.2   | 0.0    |
| 增长率(%)       |      | 242.6 | -88.1 | 1767.4 | -41.6 | -233.9 | 100.2  |
| <b>资本性支出</b> |      |       |       |        |       |        |        |
| 资本性支出(亿元)    | 0.2  | 0.6   | 0.6   | 0.7    | 1.2   | 1.9    | 0.4    |
| 增长率(%)       |      | 260.4 | -3.8  | 11.7   | 83.2  | 54.5   | 11.8   |

资料来源：公司公告、中投证券研究所

## 四、盈利预测

维持“推荐”的投资评级。我们预计公司 2011 至 2013 年收入分别为 12.1 亿元、14.3 亿、16.1 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     |
|---------------|--------|--------|--------|-----------|
| <b>熔铸锆刚玉</b>  |        |        |        |           |
| 产能(吨)         | 26000  | 20000  | 20000  | 20000     |
| 产销率(%)        |        | 95%    | 98%    | 98%       |
| 产量(吨)         | 20,500 | 19,000 | 19,600 | 19,600    |
| 单价(元/吨)       | 17,325 | 21,000 | 23,000 | 23,000.00 |
| 营业收入(万元)      | 35,516 | 39,900 | 45,080 | 45,080    |
| 增速(%)         | 28.0%  | 12.3%  | 13.0%  | 0.0%      |
| 营业成本(万元)      | 26,303 | 31,202 | 34,937 | 34,937    |
| 增速(%)         | 27.2%  | 18.6%  | 12.0%  | 0.0%      |
| 毛利率           | 25.9%  | 21.8%  | 22.5%  | 22.5%     |
| <b>熔铸氧化铝</b>  |        |        |        |           |
| 产量(吨)         | 1,700  | 4,000  | 4,100  | 4,300.00  |
| 单价(元/吨)       | 44,280 | 44,300 | 44,800 | 45,000    |
| 营业收入(万元)      | 7,528  | 17,720 | 18,368 | 19,350    |
| 增速(%)         | 87.1%  | 135.4% | 3.7%   | 5.3%      |
| 营业成本(万元)      | 4,359  | 10,490 | 10,929 | 11,513    |
| 增速(%)         | 84.7%  | 140.7% | 4.2%   | 5.3%      |
| 毛利率           | 42.1%  | 40.8%  | 40.5%  | 40.5%     |
| <b>碱性耐火材料</b> |        |        |        |           |
| 产能(吨)         | 15,000 | 60,000 | 60,000 | 60,000    |

|           |        |        |        |        |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 产量 (吨)    | 18,000 | 32,000 | 38,000 | 50,000 |
| 单价 (元/吨)  | 4,078  | 4200   | 4200   | 4,250  |
| 营业收入 (万元) | 7,341  | 13,440 | 15,960 | 21,250 |
| 增速 (%)    | 82.4%  | 83.1%  | 18.8%  | 33.1%  |
| 营业成本 (万元) | 4,821  | 9,005  | 10,693 | 14,238 |
| 增速 (%)    | 87.3%  | 86.8%  | 18.8%  | 33.1%  |
| 毛利率       | 34.3%  | 33.0%  | 33.0%  | 33.0%  |

#### 不定形耐火材料(51%)

|           |        |        |        |          |
|-----------|--------|--------|--------|----------|
| 销量 (吨)    | 25,000 | 38,000 | 53,000 | 60,000.0 |
| 单价 (元/吨)  | 4,094  | 4,100  | 4,150  | 4,300    |
| 营业收入 (万元) | 10,234 | 15,580 | 21,995 | 25,800   |
| 增速 (%)    | 80.0%  | 52.2%  | 41.2%  | 17.3%    |
| 营业成本 (万元) | 6,455  | 10,283 | 14,737 | 17,286   |
| 增速 (%)    | 107.9% | 59.3%  | 43.3%  | 17.3%    |
| 毛利率       | 36.9%  | 34.0%  | 33.0%  | 33.0%    |

#### 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    | 2,600  | 2,700  | 2,800  |
| 营业收入 (万元) | 3,419    | 5,200  | 8,100  | 11,200 |
| 增速 (%)    | 137.8%   | 52.1%  | 55.8%  | 38.3%  |
| 营业成本 (万元) | 2,262.40 | 3,494  | 5,508  | 7,616  |
| 增速 (%)    | 170.2%   | 54.5%  | 57.6%  | 38.3%  |
| 毛利率       | 33.8%    | 32.8%  | 32.0%  | 32.0%  |

#### 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 | 4,300  | 4,500  | 4,600  |
| 营业成本 (万元) | 1,463 | 3,311  | 3,465  | 3,542  |
| 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 | 15,000 | 17,000 | 20,000.0 |
| 营业成本 (万元) | 8,380 | 13,050 | 14,790 | 17,400   |
| 毛利率 (%)   | 15.2% | 13.0%  | 13.0%  | 13.0%    |

**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 | 1,730 | 2,175 | 2,784    |
| 毛利率（%）   | 14.3% | 13.5% | 13.0% | 13.0%    |

**合计**

|          |           |            |            |            |
|----------|-----------|------------|------------|------------|
| 营业收入（万元） | 84,257.88 | 121,140.00 | 143,003.00 | 161,480.00 |
| 营业成本（万元） | 61,503.08 | 89,749.04  | 105,764.81 | 119,193.75 |
| 毛利率（%）   | 27.01%    | 25.91%     | 26.04%     | 26.19%     |

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

| 会计年度           | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 988  | 1444  | 1710  | 1944  |
| 现金             | 267  | 363   | 429   | 484   |
| 应收账款           | 294  | 383   | 480   | 568   |
| 其它应收款          | 9    | 12    | 14    | 16    |
| 预付账款           | 63   | 63    | 74    | 83    |
| 存货             | 279  | 538   | 613   | 679   |
| 其他             | 75   | 85    | 100   | 113   |
| <b>非流动资产</b>   | 653  | 718   | 731   | 741   |
| 长期投资           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产           | 473  | 531   | 566   | 587   |
| 无形资产           | 101  | 99    | 97    | 95    |
| 其他             | 79   | 88    | 69    | 60    |
| <b>资产总计</b>    | 1641 | 2162  | 2441  | 2685  |
| <b>流动负债</b>    | 822  | 1242  | 1417  | 1543  |
| 短期借款           | 437  | 667   | 785   | 1070  |
| 应付账款           | 162  | 224   | 243   | 36    |
| 其他             | 223  | 350   | 389   | 437   |
| <b>非流动负债</b>   | 69   | 100   | 100   | 100   |
| 长期借款           | 55   | 95    | 95    | 95    |
| 其他             | 14   | 5     | 5     | 5     |
| <b>负债合计</b>    | 891  | 1341  | 1516  | 1643  |
| 少数股东权益         | 183  | 204   | 231   | 262   |
| 股本             | 116  | 116   | 116   | 116   |
| 资本公积           | 284  | 284   | 284   | 284   |
| 留存收益           | 168  | 217   | 295   | 382   |
| 归属母公司股东权益      | 567  | 616   | 694   | 781   |
| <b>负债和股东权益</b> | 1641 | 2162  | 2441  | 2685  |

### 现金流量表

| 会计年度           | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | -17  | -29   | 34    | -134  |
| 净利润            | 64   | 88    | 104   | 118   |
| 折旧摊销           | 27   | 32    | 36    | 40    |
| 财务费用           | 23   | 28    | 36    | 46    |
| 投资损失           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 营运资金变动         | -140 | -168  | -143  | -338  |
| 其它             | 9    | -7    | -0    | 0     |
| <b>投资活动现金流</b> | -177 | -100  | -50   | -50   |
| 资本支出           | 186  | 100   | 50    | 50    |
| 长期投资           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | 9    | 0     | 0     | 0     |
| <b>筹资活动现金流</b> | 171  | 225   | 82    | 239   |
| 短期借款           | 205  | 230   | 118   | 285   |
| 长期借款           | 55   | 40    | 0     | 0     |
| 普通股增加          | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | -89  | -45   | -36   | -46   |
| <b>现金净增加额</b>  | -25  | 96    | 66    | 55    |

### 利润表

| 会计年度            | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 845  | 1211  | 1430  | 1615  |
| 营业成本            | 616  | 897   | 1058  | 1192  |
| 营业税金及附加         | 4    | 3     | 3     | 3     |
| 营业费用            | 45   | 67    | 79    | 89    |
| 管理费用            | 81   | 115   | 133   | 150   |
| 财务费用            | 23   | 28    | 36    | 46    |
| 资产减值损失          | 8    | 6     | 7     | 7     |
| 公允价值变动收益        | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>营业利润</b>     | 68   | 96    | 114   | 128   |
| 营业外收入           | 9    | 10    | 12    | 14    |
| 营业外支出           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>利润总额</b>     | 77   | 106   | 126   | 142   |
| 所得税             | 13   | 18    | 22    | 24    |
| <b>净利润</b>      | 64   | 88    | 104   | 118   |
| 少数股东损益          | 16   | 21    | 27    | 31    |
| <b>归属母公司净利润</b> | 48   | 66    | 78    | 86    |
| EBITDA          | 117  | 155   | 187   | 214   |
| EPS（元）          | 0.42 | 0.57  | 0.67  | 0.75  |

### 主要财务比率

| 会计年度           | 2010   | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>    |        |        |        |        |
| 营业收入           | 71.4%  | 43.4%  | 18.0%  | 12.9%  |
| 营业利润           | 101.9% | 40.4%  | 19.5%  | 11.7%  |
| 归属于母公司净利润      | 31.2%  | 37.3%  | 17.4%  | 10.9%  |
| <b>获利能力</b>    |        |        |        |        |
| 毛利率            | 27.1%  | 25.9%  | 26.0%  | 26.2%  |
| 净利率            | 5.7%   | 5.5%   | 5.4%   | 5.4%   |
| ROE            | 8.5%   | 10.8%  | 11.2%  | 11.1%  |
| ROIC           | 7.6%   | 8.3%   | 9.0%   | 8.4%   |
| <b>偿债能力</b>    |        |        |        |        |
| 资产负债率          | 54.3%  | 62.0%  | 62.1%  | 61.2%  |
| 净负债比率          | 55.23% | 56.81% | 58.02% | 70.94% |
| 流动比率           | 1.20   | 1.16   | 1.21   | 1.26   |
| 速动比率           | 0.86   | 0.73   | 0.77   | 0.82   |
| <b>营运能力</b>    |        |        |        |        |
| 总资产周转率         | 0.60   | 0.64   | 0.62   | 0.63   |
| 应收账款周转率        | 3      | 3      | 3      | 3      |
| 应付账款周转率        | 5.27   | 4.65   | 4.52   | 8.54   |
| <b>每股指标（元）</b> |        |        |        |        |
| 每股收益(最新摊薄)     | 0.42   | 0.57   | 0.67   | 0.75   |
| 每股经营现金流(最新摊薄)  | -0.15  | -0.25  | 0.29   | -1.16  |
| 每股净资产(最新摊薄)    | 4.91   | 5.34   | 6.01   | 6.76   |
| <b>估值比率</b>    |        |        |        |        |
| P/E            | 44.00  | 32.04  | 27.28  | 24.60  |
| P/B            | 3.75   | 3.45   | 3.06   | 2.72   |
| EV/EBITDA      | 22     | 16     | 14     | 12     |

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

## 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  $\pm 10\%$  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。

## 免责声明

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, 旨在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                              | 北京                          | 上海                        |
|---------------------------------|-----------------------------|---------------------------|
| 深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 | 北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 | 上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 |
| 邮编: 518000                      | 邮编: 100032                  | 邮编: 200041                |
| 传真: (0755) 82026711             | 传真: (010) 63222939          | 传真: (021) 62171434        |