

关注水泥耐材业务迅猛拓展

公司调研简报

◆事件:

近期我们调研了瑞泰科技,公司目前产销状况良好。我们就了解到的公司生产经营状况做一点评。

◆ 持续加大玻璃、水泥耐材产能布局

公司今年以来顺应市场需求,在积极消化前期建成的水泥窑碱性、不定型耐火材料产能之外,根据玻璃、水泥行业耐火材料市场需求状况积极调整布局产能:湖南基地 2.4 万吨玻璃窑硅质耐火材料于 3 季度初达产,河南基地 2.4 万吨水泥窑碱性耐火材料预计于年底建成,未来都江堰基地、湘潭基地分别规划了锆刚玉及硅质耐火材料生产线预计明年开工建设。

◆ 市场拓展成效显著,看好未来钢铁领域进军

公司作为国内玻璃窑耐火材料最大的生产企业,在积极巩固玻璃窑市场份额的同时,自 2009 年公司大幅加大在水泥窑耐火材料的产能与市场投入以来,依托自身技术、品牌以及实际控制人中国建材集团的优势,水泥耐材板块业务收入规模连续两年翻番,且未来两三年仍有望保持 30-40% 的增长。公司目前也在积极部署下一阶段向钢铁冶炼耐火材料领域的拓展,对此我们积极看好。

◆ 规模效应体现,盈利稳步提升,建议增持

考虑公司未来新建产能的逐步消化与规模效应的体现,我们预计 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.58、0.86、1.14 元。目前股价对应 2012 年仅 17 倍 PE,考虑公司目前体量较小,未来具备较大的外延式扩张的市场空间,我们建议给予公司 2012 年 20-22 倍 PE 与增持评级,6 个月目标价 18 元。

◆风险提示:

由于公司的产品与水泥以及玻璃行业积极相关,虽然耐火材料作为生产消耗品其需求的波动小于水泥与玻璃,但从而也间接受到基建投资以及房地产行业投资的影响。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	493	845	1,342	1,827	2,216
营业收入增长率	16.91%	71.37%	58.86%	36.10%	21.32%
净利润(百万元)	37	48	67	99	132
净利润增长率	6.43%	31.23%	39.05%	48.00%	32.31%
EPS(元)	0.32	0.42	0.58	0.86	1.14
ROE(归属母公司) (摊薄)	6.91%	8.52%	10.89%	14.24%	16.38%
P/E	43	33	25	17	12

首次(增持)

当前价/目标价: 14.2/18 元

目标期限: 6 个月

分析师

石磊 (执业证书编号: S0930511010009)

021-22169154

shilei@ebsecn.com

于青青 (执业证书编号: S0930511100001)

021-22169165

yuyq@ebsecn.com

联系人

王天睿

021-22169323

wangtr@ebsecn.com

市场数据

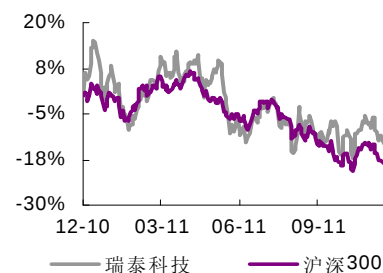
总股本(亿股): 1.16

总市值(亿元): 15.89

一年最低/最高(元): 13.42/19.49

近 3 月换手率: 44.83%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-3.25	3.33	0.82
绝对	-12.01	-4.78	-19.34

相关研报

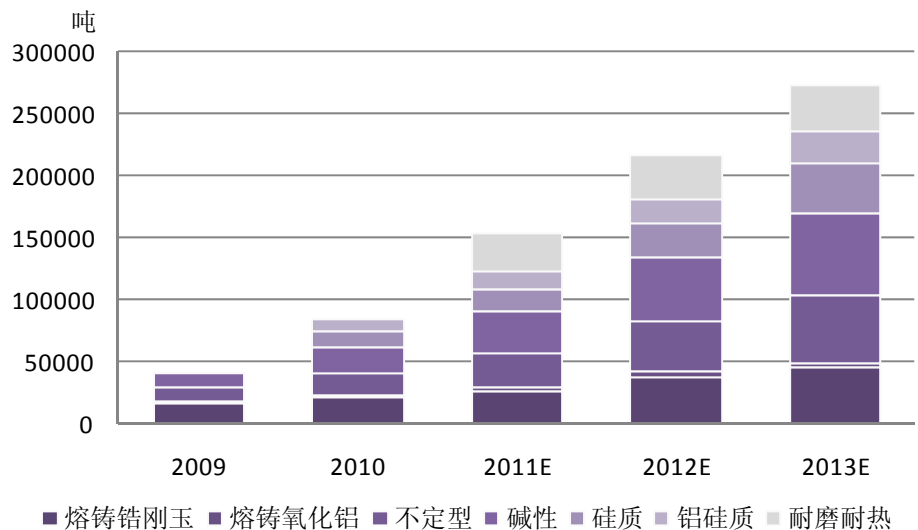
附页：

图表 1 公司生产线情况汇总

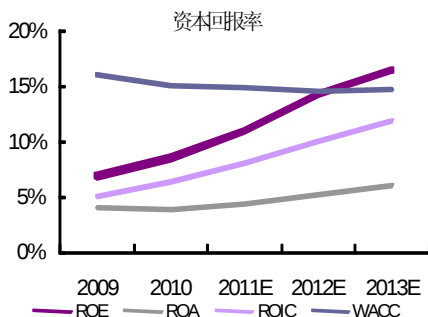
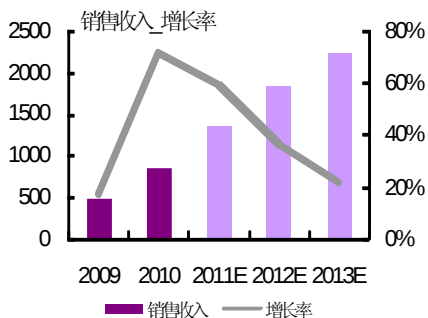
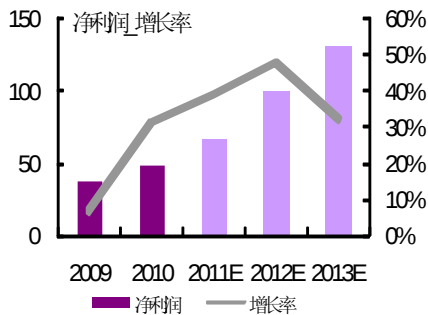
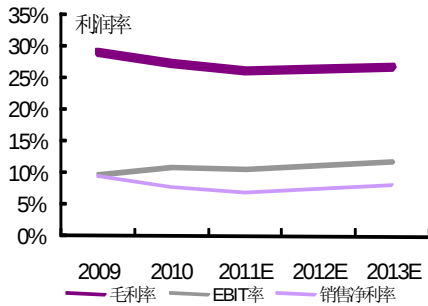
序号	分公司/子公司	产品线	生产线数量(条)	产能(吨)
1	湘潭	熔铸锆刚玉	5	18000
		熔铸氧化铝	5	4600
2	都江堰	熔铸锆刚玉	2	8000
3	湖南	硅质	2	35000
4	浙江	铝硅质	1	18000
5	安徽	不定型	1	60000
		耐磨材料	2	40000
6	郑州	烧结(碱性+铝硅质)	2	30000
7	河南	碱性	2	40000

数据来源：公司公开资料，光大证券研究所

图表 2 公司产销量预测(2009-2013E)



数据来源：光大证券研究所



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	493	845	1,342	1,827	2,216
营业成本	350	616	992	1,346	1,629
折旧和摊销	19	27	54	58	61
营业税费	3	4	4	5	7
销售费用	30	45	81	106	126
管理费用	55	81	121	161	191
财务费用	14	23	29	36	40
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	34	68	111	165	218
利润总额	57	77	113	165	218
少数股东损益	10	16	24	34	45
归属母公司净利润	36.83	48.33	67.21	99.46	131.60

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	1,158	1,641	2,101	2,578	2,942
流动资产	715	988	1,443	1,918	2,293
货币资金	254	267	362	493	598
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	180	294	446	590	717
应收票据	26	75	121	164	199
其他应收款	5	9	13	18	22
存货	224	279	396	510	585
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	246	473	491	502	499
无形资产	93	101	96	91	86
总负债	495	891	1,277	1,638	1,852
无息负债	248	399	687	949	1,172
有息负债	247	492	590	689	680
股东权益	663	750	824	939	1,089
股本	116	116	116	116	116
公积金	301	304	310	320	333
未分配利润	116	148	191	263	354
少数股东权益	130	183	207	241	286

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	13	-17	89	132	219
净利润	37	48	67	99	132
折旧摊销	19	27	54	58	61
净营运资金增加	84	215	221	227	164
其他	-127	-308	-254	-253	-137
投资活动产生现金流	-119	-177	-60	-60	-50
净资本支出	120	185	60	60	50
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-239	-363	-120	-120	-100
融资活动现金流	255	171	67	59	-64
股本变化	26	0	0	0	0
债务净变化	25	245	98	99	-9
无息负债变化	63	151	288	262	223
净现金流	149	-25	95	131	105

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	16.91%	71.37%	58.86%	36.10%	21.32%
净利润增长率	6.43%	31.23%	39.05%	48.00%	32.31%
EBITDA 增长率	-6.64%	76.00%	65.67%	33.32%	23.14%
EBIT 增长率	-18.70%	92.08%	54.28%	43.63%	28.17%
估值指标					
PE	45	34	25	17	12
PB	3	3	3	2	2
EV/EBITDA	30	21	13	11	9
EV/EBIT	42	27	19	14	11
EV/NOPLAT	51	32	23	17	14
EV/Sales	4	3	2	2	1
EV/IC	3	2	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	29.00%	27.12%	26.06%	26.33%	26.50%
EBITDA 率	13.53%	13.90%	14.49%	14.20%	14.41%
EBIT 率	9.59%	10.75%	10.44%	11.02%	11.64%
税前净利润率	11.49%	9.14%	8.39%	9.02%	9.84%
税后净利润率 (归属母公	7.47%	5.72%	5.01%	5.45%	5.94%
ROA	4.03%	3.90%	4.34%	5.18%	6.00%
ROE (归属母公司) (摊	6.91%	8.52%	10.89%	14.24%	16.38%
经营性 ROIC	4.94%	6.26%	8.02%	10.01%	11.81%
偿债能力					
流动比率	1.45	1.20	1.21	1.26	1.35
速动比率	1.00	0.86	0.88	0.93	1.00
归属母公司权益/有息债务	2.16	1.15	1.05	1.01	1.18
有形资产/有息债务	4.30	3.12	3.39	3.60	4.20
每股指标(按最新预测年度股					
EPS	0.32	0.42	0.58	0.86	1.14
每股红利	0.12	0.15	0.16	0.23	0.31
每股经营现金流	0.11	-0.15	0.77	1.14	1.90
每股自由现金流(FCFF)	-1.20	-2.52	-0.94	-0.50	0.54
每股净资产	4.61	4.91	5.34	6.05	6.96
每股销售收入	4.27	7.31	11.62	15.82	19.19

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

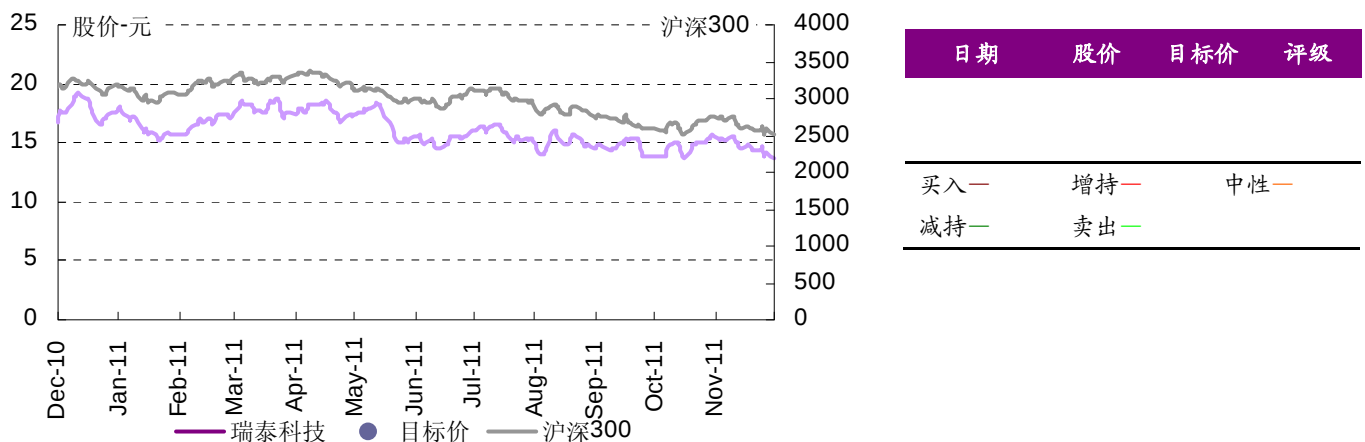
分析师介绍

石磊，同济大学材料学院本科，复旦大学管理学院硕士。先后工作于安信证券、中信建投证券，从事建筑建材行业分析，目前就职于光大证券，从事中小市值股票等特别领域的研究覆盖工作，具有 7 年证券行业研究的经验。较为擅长的研究领域在非金属类建材行业、建筑工程行业，同时在新材料领域有一定的研究。熟悉的上市公司：金螳螂、海螺水泥、兄弟科技、瑞泰科技、彩虹股份等。

于青青，女，硕士研究生，毕业于中国科学技术大学管理科学与工程专业，2009 年从事行业研究工作，2011 年 4 月加入光大证券研究所从事农业、食品等消费品方面的研究工作，擅长领域：农业板块，尤其对种子行业、水产子行业及畜禽子行业方面的研究。

投资建议历史表现图

瑞泰科技（002066）



资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebsecn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebsecn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
深圳	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
富尊财富中心	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebsecn.com
	顾超	021-22169485	18616658309	guchao@ebsecn.com