

相关研究:

1、瑞泰科技(002066):未来重点发展水泥窑用耐材,存量+增量空间大,20111024

投资评级: 增持

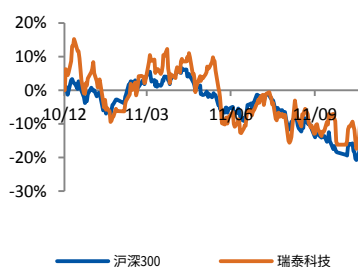
当前价格: 13.76 元
目标价格: 15 元
目标期限: 6 个月

市场数据

总股本(百万股)	115.5
A 股股本(百万股)	115.5
B/H 股股本(百万股)	-/-
A 股流通比例(%)	99.56
12 个月最高/最低(元)	19.11/13.70
第一大股东	中国建筑材料科学研究总院
第一大股东持股比例	46.57%
上证综指/沪深 300	2333.23/2521.39

注: 2011 年 12 月 5 日数据

近十二个月股价表现



%	1 个月	3 个月	12 个月
相对收益	-3.5	3.3	3.3
绝对收益	-11.9	-4.8	-17

注: 相对收益与沪深 300 相比

分析师: 许雯

(8621) 68634510-8221

xw3315@xcsc.com

执业证书编号: S0500511050001

内外兼修促公司未来稳定增长

投资要点:

- **公司未来将在稳固玻璃窑耐火材料地位的同时积极发展水泥窑用耐火材料。**公司是建材行业用耐火材料最全的生产企业,产品主要用于玻璃窑和水泥窑;也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企业。目前公司拥有熔铸锆刚玉生产能力 2 万吨,熔铸氧化铝生产能力约 5100 吨,在玻璃窑用耐火材料中高档市场的占有率达 30%-40%,位列国内第一。未来公司的战略重点是积极拓展水泥窑用耐火材料。公司已形成了 10 万吨/年的高档不定形耐火材料产能;河南瑞泰两条环境友好型碱性耐火材料生产线产能近 4 万吨,第三条生产线已在建;郑州瑞泰拥有碱性和铝硅质耐火材料年产能达 10 万吨;浙江瑞泰拥有铝硅质耐火材料产能约 1.5 万吨,实现了产能的快速发展。
- **公司拥有品牌和质量、技术和研发以及大股东背景优势。**公司产品的性能和质量都已经达到或者接近国际先进水平,产品定位于中、高档市场,具有较高的口碑和较好的品牌效应。作为中国建筑材料科学研究总院控股的上市公司,公司具有技术研发优势,同时又是中国建材耐火材料行业标准制订、修订技术的归口单位,中国建材联合会耐火材料分会等单位,具有掌握最新行业动态的行业优势。此外,公司拥有中国建材集团的背景,在争取新客户上拥有一定的背景优势,同时,中国建材集团下属玻璃、水泥企业众多,未来在水泥领域拓展上将给瑞泰提供更大的支持。
- **未来耐火材料发展空间仍然很大。**在水泥窑用耐火材料上,由于水泥回转窑用耐火材料更换周期为 8 个月—1 年,且回转窑是整个水泥生产线中耐火材料使用量最大、替换最频繁的部位,因此未来仅存量替换部分的空间就很大。以 2010 年为例,我们测算得出 2010 年水泥窑用耐火材料的存量替换量为 86 万吨左右,新线使用量约 56 万吨,耐火材料总的使用量约 140 万吨左右;2011 年截止 10 月底,新增投产生产线对应耐火材料使用量近 20 万吨。在玻璃窑用耐火材料上,玻璃行业的结构调整、产品升级将促使玻璃窑用熔铸耐火材料,尤其是熔铸氧化铝材料仍然具有一定的发展空间。
- **估值和投资建议。**我们预计公司 2011-2013 年营业收入分别为 13.03 亿元、15.57 亿元和 18.05 亿元;EPS 为 0.60 元、0.70 元和 0.86 元。给予公司 25 倍 PE,6 个月目标价为 15 元,给予公司“增持”评级。
- **重点关注事项。**

股价催化剂: 1) 公司主要原材料锆英砂、工业氧化铝价格出现较大幅度下降; 2) 玻璃、水泥等公司的下游行业需求出现较快增加。

风险提示: 1) 原材料价格大幅上涨; 2) 下游需求增速低于预期。

财务预测	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	845	1303	1557	1805
收入同比(%)	71%	54%	19%	16%
归属母公司净利润	48	70	80	100
净利润同比(%)	31%	44%	15%	24%
毛利率(%)	27.1	27	27.3	27.4
EPS(元)	0.42	0.60	0.70	0.86
P/E	32.88	22.79	19.76	15.97
P/B	2.80	2.56	2.27	1.99

正文目录

1	公司是建材行业用耐火材料最全的企业	1
1.1	公司简介	1
1.2	稳固玻璃窑耐材地位的同时积极发展水泥窑耐材	2
2	内外兼修促其业绩稳定增长	3
2.1	外——耐火材料行业具有非常大的发展潜力	3
2.1.1	水泥窑用耐材存量替换空间大	4
2.1.2	玻璃行业结构调整、产品升级为熔铸耐材发展提供空间	6
2.2	内——公司具备多项竞争优势	7
2.2.1	公司品种全、质量好，拥有无铬产品发展领先的优势	7
2.2.2	公司拥有中国建筑材料集团的独特股东背景优势	8
2.2.3	公司具有行业、研发、技术优势	9
2.3	公司具有较强的盈利能力和较高的成长性	10
3	盈利预测及估值	11
3.1	基本假设	11
3.2	公司分产品收入和毛利预测	12
3.3	估值及建议	13
4	重点关注事项	13
4.1	股价催化剂	13
4.2	风险提示	13
	附录	14

图表目录

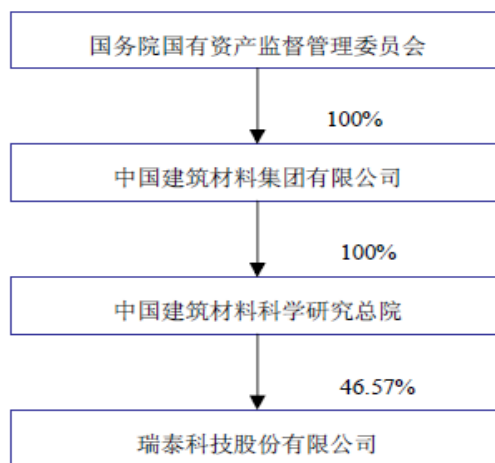
图 1、	公司股权控制结构图	1
图 2、	公司组织结构图	1
图 3、	公司分子公司分布图	2
图 4、	2010 年主要产品收入占比	3
图 5、	2010 年主要产品毛利率	3
图 6、	我国耐火原材料产量及同比增速	3
图 7、	我国耐火材料的主要应用领域	4
图 8、	水泥回转窑用耐火材料示意图	5
图 9、	我国耐火材料的主要应用领域	6
图 10、	玻璃熔窑用耐火材料示意图	7
图 11、	公司研发费用及占比	9
图 12、	公司销售毛利率	10
图 13、	公司营业收入及同比增长	11
图 14、	公司归属于母公司净利润及同比增长	11
表 1	不同档次浮法玻璃窑熔铸氧化铝耐火材料用量情况	7
表 2	分产品收入、毛利预测	12

1 公司是建材行业用耐火材料最全的企业

1.1 公司简介

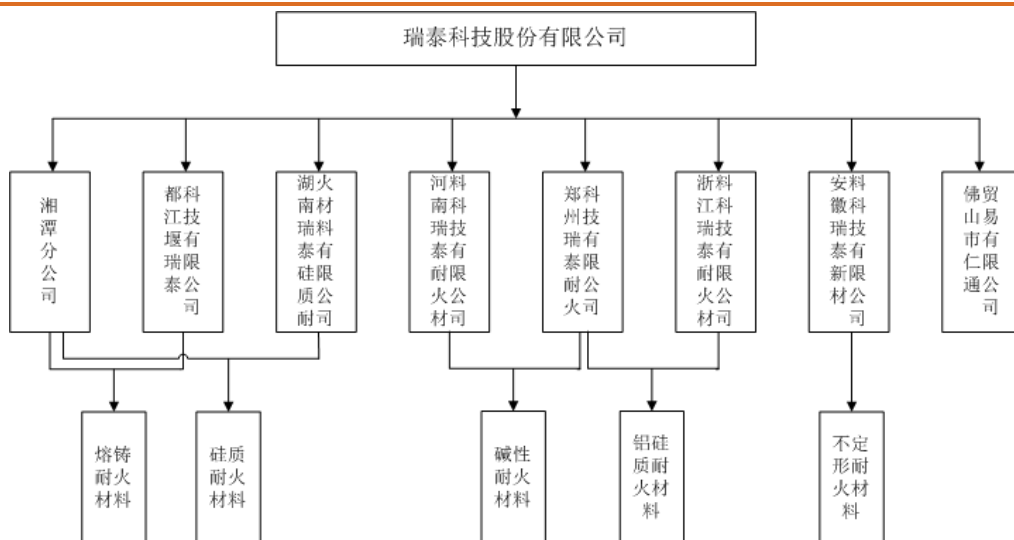
公司由中国建筑材料科学研究总院控股，是集研发、生产、销售和技术服务为一体的科技型企业。公司产品主要用于玻璃窑和水泥窑，是国内唯一可以生产玻璃窑用的三大主要耐火材料——熔铸耐火材料、碱性耐火材料、硅质耐火材料 and 水泥窑用的三大主要耐火材料——碱性耐火材料、不定形耐火材料、铝硅质耐火材料的企业，也是国内唯一一家具备为玻璃窑和水泥窑提供全窑成套供应能力的企业。目前公司拥有 8 家分、子公司，已为国内三十多个省、市、自治区的千余家企业提供了优质的产品和配套服务。

图 1、公司股权控制结构图



资料来源：公司资料，湘财证券研究所

图 2、公司组织结构图



资料来源：公司资料，湘财证券研究所

图 3、公司分子公司分布图



资料来源：公司资料，湘财证券研究所

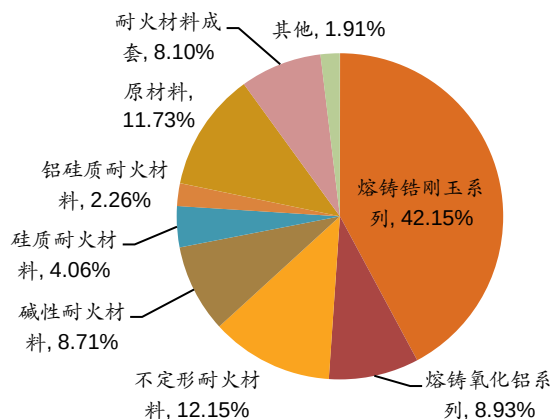
1.2 稳固玻璃窑耐材地位的同时积极发展水泥窑耐材

在公司的主要产品中，熔铸系耐火材料是公司的传统产品，对公司收入贡献超过 50%。2010 年主要产品毛利率中，熔铸系耐火材料的综合毛利率为 28.8%，其中熔铸氧化铝系列的毛利率高达 42.09%，位居公司各产品类别毛利率之首。鉴于熔铸氧化铝较好的盈利能力以及订单量的大幅增加，公司将湘潭分公司的两条熔铸锆刚玉生产线改造成为了熔铸氧化铝生产线，目前公司拥有熔铸锆刚玉生产能力 2 万吨，熔铸氧化铝生产能力约 5100 吨。位于湘潭分公司和都江堰子公司的熔铸耐火材料生产基地拥有总面积近 7000 平米的预组装平台，可同时完成五条 900 吨/日大型浮法窑的立体组装。公司在玻璃窑用耐火材料中高档市场的占有率达 30%—40%，位列国内第一。

不定形、碱性和铝硅质耐火材料是公司近三年来重点发展的产品类别。公司在做大做强熔铸耐火材料，保持熔铸耐火材料技术和规模国内领先地位的同时，不断地通过自建和兼并重组相结合的低成本扩张之路，扩大公司的产品领域，进一步向水泥行业发展。2008 年公司投资设立了控股子公司安徽瑞泰，用于生产和推广水泥窑用余热发电系统用耐火材料及其他不定形耐材。2010 年底安徽瑞泰并购了宁国市开源电力耐磨材料有限公司，目前已形成了 10 万吨/年的高档不定形耐火材料产能。河南瑞泰目前有两条环境友好型碱性耐火材料生产线，产能近 4 万吨，第三条生产线已在建。郑州瑞泰拥有碱性和铝硅质耐火材料年产能达 10 万吨。浙江瑞泰拥有铝硅质耐火材

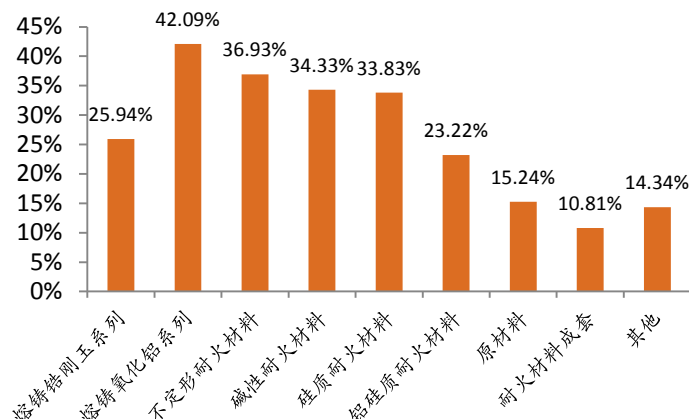
料产能约 1.5 万吨。近几年来公司实现了产品品种不断增加, 产能迅速提升。

图 4、2010 年主要产品收入占比



资料来源：公司资料，湘财证券研究所

图 5、2010 年主要产品毛利率



资料来源：公司资料，湘财证券研究所

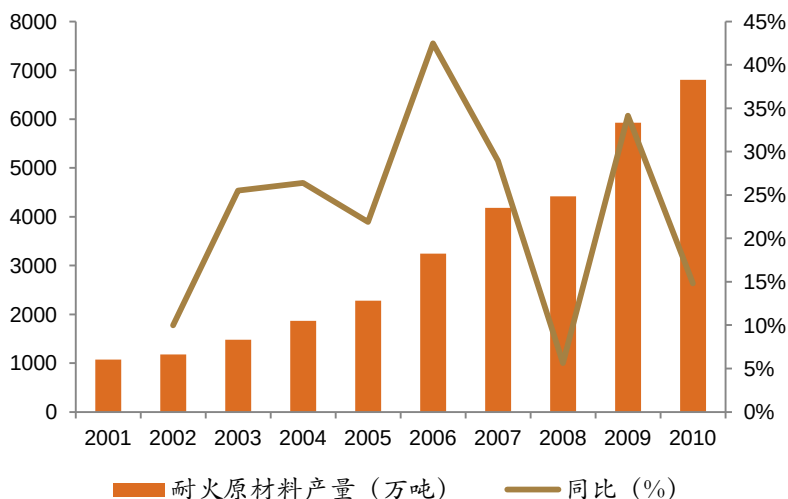
2 内外兼修促其业绩稳定增长

2.1 外——耐火材料行业具有非常大的发展潜力

耐火材料一般是指耐火度在 1580℃ 以上的无机非金属材料，包括天然矿石（耐火原料）及按照一定的目的要求、经过一定工艺流程加工制成的各种产品（耐火制品），具有一定的高温力学性能和良好的体积稳定性。

我国的耐火材料在“十五”和“十一五”期间经历了快速发展，实现了产销两旺，已经成为目前世界耐火材料的生产和出口大国。2010 年我国耐火原料及制品的产量较“十五”末增长了近 199%。“十二五”规划中又指出坚持把经济结构调整作为加快转变经济发展方式的主要方向，因此，“十二五”我国的工业尤其是高温工业将以优化结构、改善品种质量等作为重点，这将极大地促进耐火材料的持续快速发展。

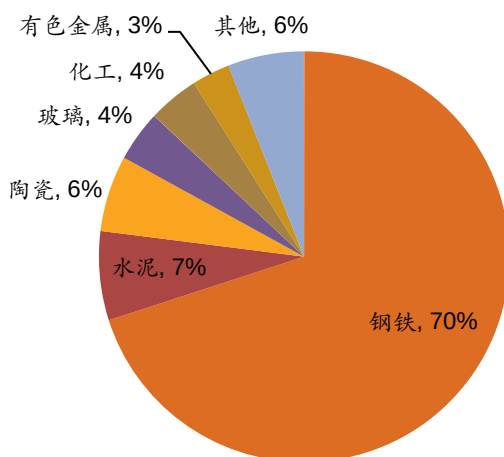
图 6、我国耐火原材料产量及同比增速



资料来源：湘财证券研究所

耐火材料主要应用于钢铁、建材、化工、有色等领域，其中，建材行业占比达 17%，是除钢铁之外的第二大耐火材料应用领域。

图 7、我国耐火材料的主要应用领域



资料来源：公司资料，湘财证券研究所

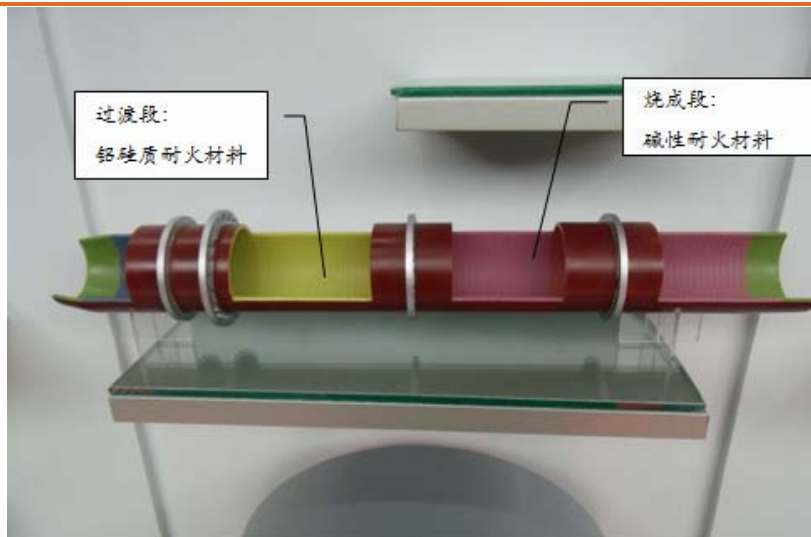
2.1.1 水泥窑用耐材存量替换空间大

与传统的湿法、半干法等水泥生产工艺相比，目前的新型干法水泥窑的生产工艺由于窑温更高、窑速更快、结构复杂，因此对耐火材料抗侵蚀等性能的要求更高，耐火材料的使用和维护不当会造成不必要的停窑，为企业带来较大的损失。

水泥生产线不同部位使用的耐火材料各不相同。其中，预热器主要使用碱性耐火材料；回转窑中过渡段主要使用铝硅质耐火材料，烧成段主要使用

碱性耐火材料。回转窑是水泥生产线中最重要的部位，回转窑的运转效率以及水泥的产品质量都在一定程度上与耐火材料的质量有关，因此，回转窑中耐火材料的性能稳定是十分重要的。

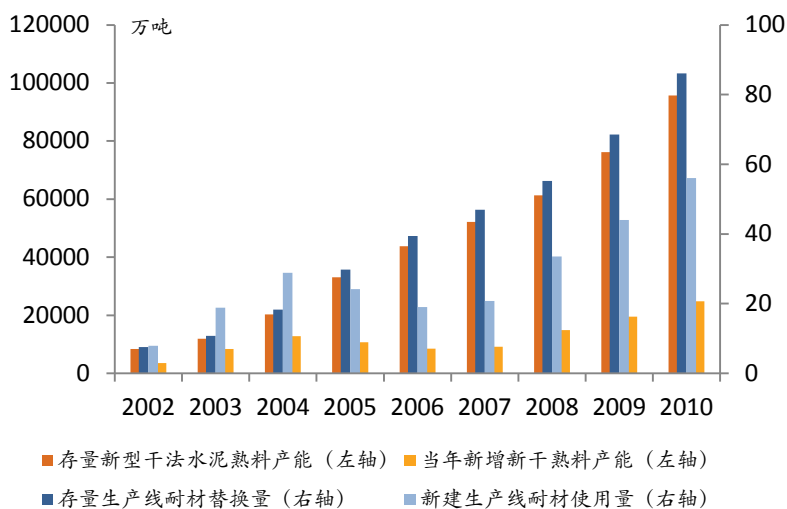
图 8、水泥回转窑用耐火材料示意图



资料来源：公司资料，湘财证券研究所

水泥生产线中预热器所用耐火材料的更换周期一般在 8 年—10 年，回转窑所用耐火材料更换周期在 8 个月—1 年。因此，回转窑是整个水泥生产线中耐火材料使用量最大且替换最频繁的部位。一条新型干法水泥生产线每年的耐火材料替换量是年水泥熟料产量的 1%；一条新建生产线的耐火材料用量是日产水泥量的 70%。以 2010 年为例，截止 2010 年底全国已累计投产的新型干法水泥生产线设计熟料产能共 12.16 亿吨；2010 年新增投产的生产线设计熟料产能达 2.48 亿吨。我们测算得到 2010 年水泥窑用耐火材料的存量替换量为 86 万吨左右，新线使用量约 56 万吨，耐火材料总的使用量约 140 万吨左右。2011 年，存量耐材的替换量约 108 万吨；截止 10 月底，新增投产生产线的的设计熟料产能约 8750 万吨，对应耐火材料使用量近 20 万吨。由此可见，水泥窑用耐火材料的发展空间非常大，即使在未来新线审批仍不放开的情况下，其存量替换空间也很可观。

图 9、我国耐火材料的主要应用领域



资料来源：湘财证券研究所

2.1.2 玻璃行业结构调整、产品升级为熔铸耐材发展提供空间

熔铸耐火材料是玻璃窑中直接与玻璃液接触的最为关键的筑炉材料，其产品质量直接影响着玻璃的质量和玻璃熔窑的技术进步，抗玻璃液侵蚀能力也是决定玻璃熔窑寿命的关键因素之一。整体而言，玻璃窑耐火材料的替换周期一般在 5-6 年，从替换周期来看，玻璃窑用耐火材料的替换频率远小于水泥，加之未来新建生产线难度加大，从这一角度看，玻璃窑用耐火材料未来的增长空间较水泥窑用耐火材料小。

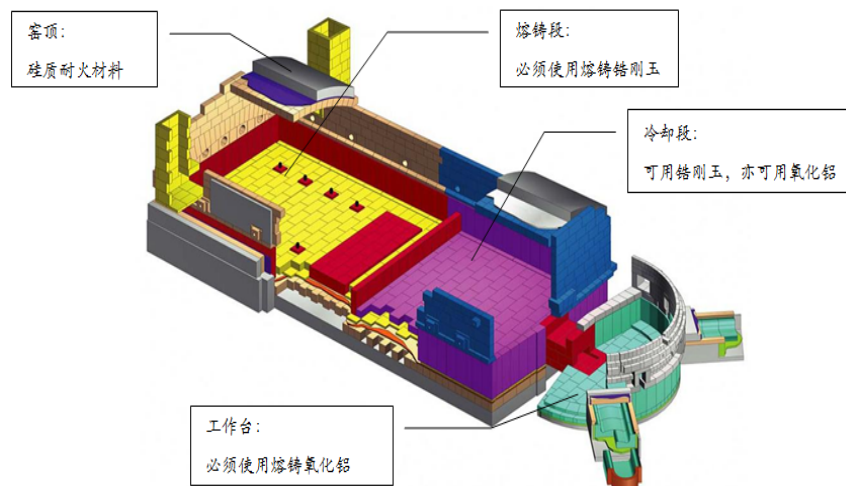
但是，从玻璃行业的结构调整、产品升级角度来看，未来玻璃窑用熔铸耐火材料尤其是熔铸氧化铝材料仍然具有一定的发展空间。

2010 年底，我国共有 242 条浮法玻璃生产线，年生产能力约 7.07 亿重量箱。其中，2010 年新增浮法玻璃生产线 25 条，新增产能 9660 万重量箱，浮法玻璃比重为 87%，而优质浮法玻璃占浮法产能的比重仅 35%，深加工率仅 36%，远低于世界平均水平近 20 个百分点。根据玻璃行业“十二五”规划，到 2015 年玻璃行业的结构将有较大幅度的改善，浮法玻璃比重将上升到 90%，优质浮法玻璃占比提高到 45%，深加工率提升到 45%。优质浮法玻璃和深加工玻璃对玻璃熔窑提出了更高的要求，需要使用中高档耐火材料，这将会拉动熔铸耐火材料的发展。

以熔铸氧化铝为例，一条日产 600 吨的浮法玻璃生产线使用耐火材料的品种分布如图所示。一条日产 600 吨的玻璃窑一般用 600 吨左右的熔铸耐火材料，目前国外一条玻璃窑使用熔铸锆刚玉和熔铸氧化铝的比例为 400:200，而国内普通玻璃窑使用熔铸氧化铝量一般为 50-60 吨，较好些的

玻璃窑使用熔铸氧化铝量一般为 120 吨。与国外相比，我国的玻璃窑氧化铝使用量还存在较大的提升空间。

图 10、玻璃熔窑用耐火材料示意图



资料来源：公司资料，湘财证券研究所

此外，在节能减排和综合利用方面，“十二五”期间将进一步推进全氧燃烧技术。全氧燃烧具有能耗低、产量高、质量好、环境污染小、池窑结构简单等优点。由于全氧燃烧中氮气大量减少，在玻璃液上方的燃烧产物中主要是水和二氧化碳，燃烧后的烟气体积比空气助燃烟气减少 70%-80%，使得熔窑在结构上大大简化，并且近年来新技术的应用大大降低了制氧成本，因此，全氧燃烧是玻璃行业实现节能减排较为经济和有效的措施，也是玻璃行业未来发展的方向。目前我国的全氧燃烧还处于起步阶段，未来发展空间很大，全氧燃烧技术的推广也将推动中高档熔铸耐火材料的使用。

表 1 不同档次浮法玻璃窑熔铸氧化铝耐火材料用量情况

类别	600 吨/日普通玻璃熔窑		600 吨/日	600 吨/日	全氧燃烧 玻璃熔窑
	低档	普通	中档玻璃熔窑	国际先进水平熔窑	
熔铸氧化铝用量 (吨/座)	5-10	50-60	110	220	500

资料来源：公司资料，湘财证券研究所

总体而言，玻璃窑用耐火材料的新增量空间不大，但是在行业结构调整和产品升级带来的存量替代上还存在较大的发展空间。

2.2 内——公司具备多项竞争优势

2.2.1 公司品种全、质量好，拥有无铬产品发展领先的优势

公司在熔铸耐火材料和水泥窑用碱性耐火材料方面拥有自主知识产权，产品的性能和质量都能够达到或者接近国际先进水平，产品定位于中、高档

市场，具有较高的口碑和较好的品牌效应。

我国的熔铸耐火材料主要用于玻璃行业，占玻璃窑用耐火材料比例高达 65%，目前中国具备能够稳定生产高质量熔铸耐火材料的企业主要有瑞泰科技、大洋电熔、北京西普和淄博旭硝子。而公司是熔铸耐火材料的绝对龙头企业，市场份额远超排名第二的企业近 10 个百分点。

在碱性耐火材料企业中，公司的竞争对手主要有营口青花、海城后英、北京通达等。营口青花年产镁铬质、镁碳质、镁钙质、镁铝质和镁质等五大类耐火材料产品超过 20 万吨，年产碱性和中性散状耐材 13 万吨，在碱性耐火材料的产能上目前排名第一。海城后英也是以碱性耐火材料为主，主要生产镁质耐火原料、有形耐火材料等系列产品。北京通达主要生产水泥、电力、钢铁、石化等四大行业领域 25 个系列的 300 余种产品，年生产能力 25 万吨以上。

与竞争对手相比，公司拥有无铬产品发展领先的优势。公司的碱性耐火材料发展方向是无铬化，目前公司的无铬产品占公司碱性材料比例已超过 60%，公司的无铬碱性砖及其生产工艺获得发明专利。未来公司将以客户为导向，逐步过渡到全部无铬。根据《重金属污染综合防治“十二五”规划》，到 2015 年，重点区域铅、汞、铬、镉和类金属砷等重金属污染物的排放比 2007 年削减 15%。对水泥行业而言，此《规划》将对水泥行业带来更高的要求。在《建材工业“十二五”发展规划》中也提出要发展无铬等新型耐火材料及制品。公司较早介入无铬产品将具有先发优势。

2.2.2 公司拥有中国建筑材料集团独特股东背景优势

耐火材料企业除了产品质量要好，能够保证并延长窑龄之外，还有一点非常重要，即客户的信任度和依赖度。公司目前的客户遍布全球，与包括洛阳浮法玻璃集团、福耀集团、中国玻璃、巨石集团、信义玻璃、耀皮玻璃、三峡新材、海螺水泥、华润集团、华北制药、鞍钢集团、山东钢铁、五粮液集团等在内的千余家企业建立了合作关系，已经拥有了较大的客户群。由于耐火材料质量对熔窑十分重要，因此，一旦使用了公司的产品后客户将不会轻易更换供货商，所以客户对公司的依赖度较高。

未来公司在维护现有客户群的基础上将积极开拓新的客户，而公司的控股股东是中国建筑材料集团有限公司，这一大股东背景将为公司在争取新客户上提供一定优势，此外中国建筑材料集团下属企业也将在公司业务上提供支持。

中国建筑材料集团拥有控股企业 20 家，控股上市公司 6 家，其中海外上市公司 2 家，旗下的产业涵盖水泥、玻璃、玻璃基板、玻璃纤维、耐火材

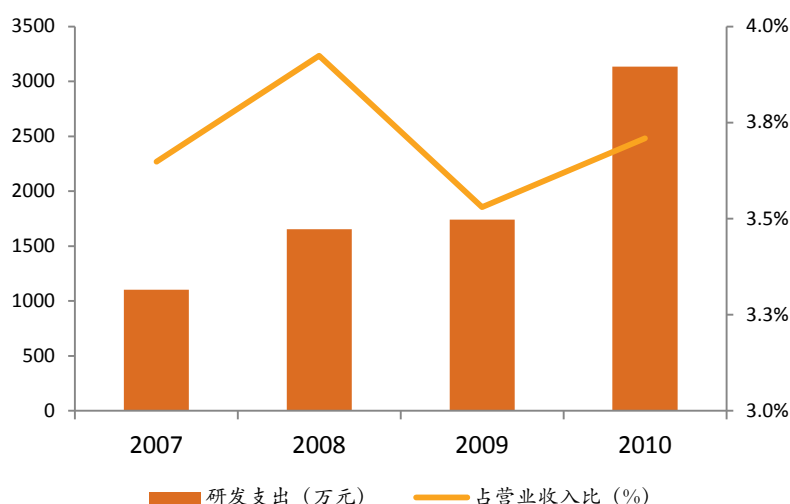
料等多项领域。其中，玻璃产业拥有近 20 条先进浮法玻璃生产线，年产优质浮法玻璃 4000 多万重量箱、ITO 导电膜玻璃 2000 万片；水泥产能已经超过 2.2 亿吨，位列世界第一，2012 年底其水泥产能有望达到 3 亿吨。在公司的传统业务领域玻璃上，中国建筑材料集团的下属公司给予了公司较大的支持，由于公司拓展水泥耐火材料业务时间不长，所以未来集团在水泥业务上也会给予公司更多的支持。

2.2.3 公司具有行业、研发、技术优势

公司是由中国建筑材料科学研究院改制而成的，是我国耐火材料技术的发源地之一，具有非常强的技术和研发优势，承担了多项国家科技攻关项目，也是我国首个承担国家“863”计划项目的耐火材料生产企业。此外，公司是中国建材耐火材料行业标准制订修订技术的归口单位，是中国建材联合会耐火材料分会、中国硅酸盐学会耐火材料分会以及中国日用玻璃协会耐火材料专业委员会的挂靠单位，具有与行业实行良好互动、共同发展的优势。

公司具有非常明显的技术和人才优势，研发人员不仅熟悉耐火材料行业，而且对耐火材料的应用领域也非常熟悉。不仅能为客户提供产品，更能为客户提供全窑耐火材料设计选型、配置、安装施工指导和质量监控指导等高附加值的服务。公司对研发非常重视，研发费用占营业收入比一直维持在 3.5% 以上。公司这种悠久的研发历史、较强的研发实力以及较强较快的研发成果转化优势是大多数竞争对手所不及的。

图 11、公司研发费用及占比

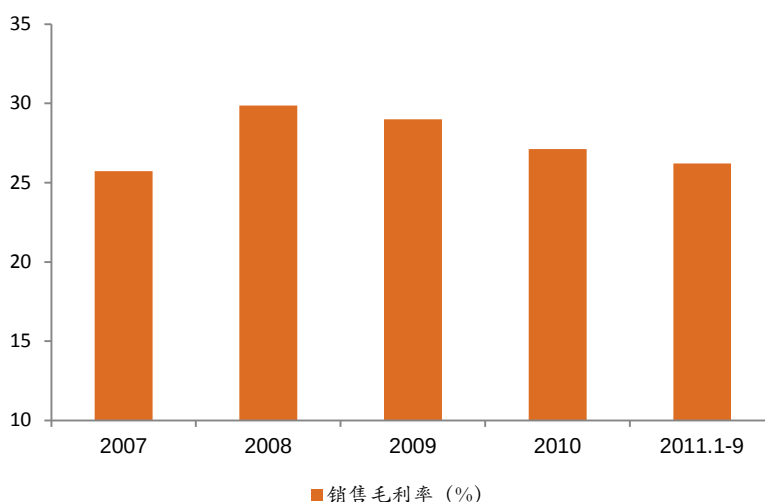


资料来源：WIND，湘财证券研究所

2.3 公司具有较强的盈利能力和较高的成长性

公司的主要成本是原材料成本，由于原材料锆英砂、工业氧化铝的价格存在波动，而公司的产品售价变动较成本变动又具有滞后性，因此公司的毛利率会出现一定幅度的波动。近年来，由于锆英砂出现大幅上涨导致公司的毛利率略有下滑，但是我们可以看到，总体而言公司的毛利率基本稳定在 27% 以上的较高水平。

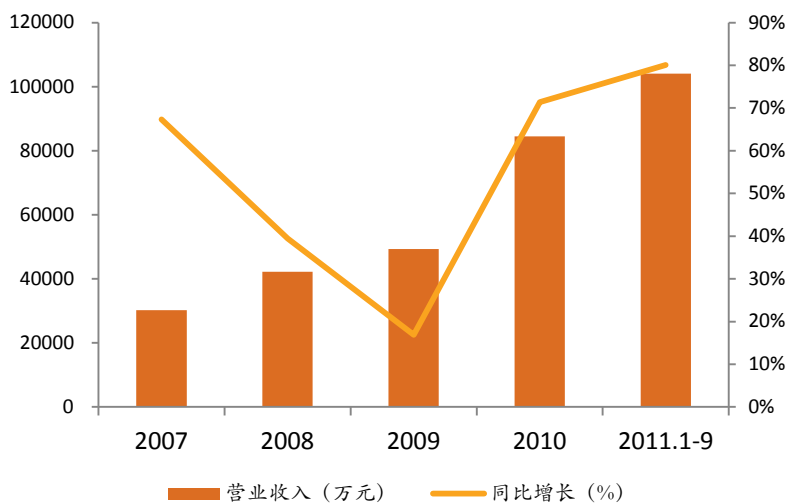
图 12、公司销售毛利率



资料来源：WIND，湘财证券研究所

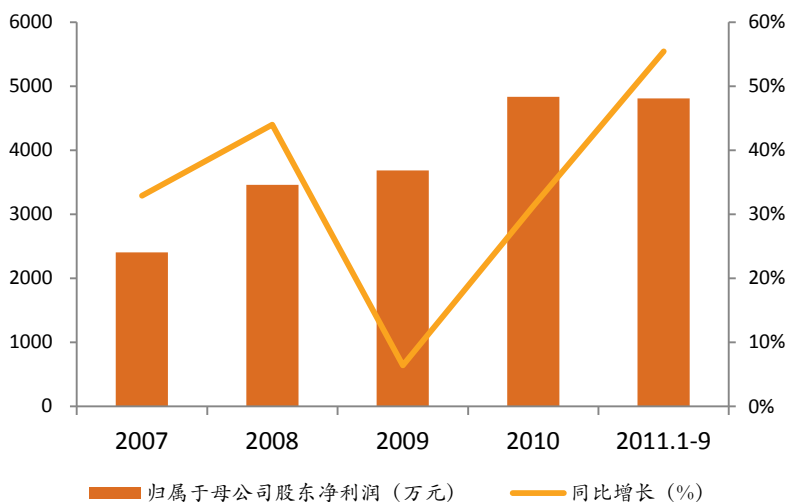
从营业收入和归属于母公司净利润来看，2010 年公司营业收入同比涨幅达 71.37%，2011 年前三季度同比涨幅达 80.09%，营业收入保持了高速增长；2010 年和 2011 年前三季度归属于母公司净利润同比增速分别达到 31.23% 和 55.44%。公司的主要财务指标表现出了公司较强的盈利能力和成长性。未来公司将通过进一步控制成本、优化产品结构和提高产品售价等多种途径来保持毛利率的稳定和收入、利润的较快增长。

图 13、公司营业收入及同比增长



资料来源：WIND，湘财证券研究所

图 14、公司归属于母公司净利润及同比增长



资料来源：WIND，湘财证券研究所

3 盈利预测及估值

3.1 基本假设

- 1、我们假设公司 2011 年锆刚玉采购均价为 17000 元/吨；
- 2、假设公司 2011、2012 年熔铸锆刚玉、熔铸氧化铝、不定形耐火材料等的产能利用率分别为 100%和 100%、90%和 95%、60%和 80%；
- 3、各产品销量、价格等如下表。

3.2 公司分产品收入和毛利预测

表 2 分产品收入、毛利预测

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
熔铸锆刚玉系列					
产能 (吨)		26000	20000	20000	20000
销量 (吨)	18000	20500	19200	19400	19600
价格 (元/吨)	15420	17325	22000	23100	23562
收入 (万元)	27755.11	35515.82	42240	44814	46181.52
成本 (万元)	20671.76	26302.66	31680	33386.43	33943.417
毛利率 (%)	25.52%	25.94%	25.00%	25.50%	26.50%
熔铸氧化铝系列					
产能 (吨)		2600	5000	5000	5000
产量 (吨)	900	1700	4320	4607.5	4802
价格 (元/吨)	44713	44280	44722.8	45170.028	45621.728
收入 (万元)	4024.21	7527.6	19320.2496	20812.09	21907.554
成本 (万元)	2359.57	4359.04	11592.1498	12279.133	12706.381
毛利率 (%)	41.37%	42.09%	40.00%	41.00%	42.00%
不定形耐火材料					
产能 (吨)			60000	60000	60000
销量 (吨)	15000	25000	34200	45600	51300
价格 (元/吨)	3790	4094	4000	4000	4000
收入 (万元)	5684.8	10234.02	13680	18240	20520
成本 (万元)	3105.37	6454.8	8892	11764.8	13132.8
毛利率 (%)	45.37%	36.93%	35.00%	35.50%	36.00%
碱性耐火材料					
产能 (吨)		15000	60000	60000	60000
销量 (吨)	9000	18000	40000	50000	60000
价格 (元/吨)	4473	4078	4100	4150	4200
收入 (万元)	4025.34	7341.24	16400	20750	25200
成本 (万元)	2574.35	4821.04	11152	13902.5	16632
毛利率 (%)	36.05%	34.33%	32.00%	33.00%	34.00%
硅质耐火材料					
产能 (吨)	6000	18000	48000	48000	48000
销量 (吨)	6000	15000	21600	34560	43200
价格 (元/吨)	2396	2279	2200	2300	2300
收入 (万元)	1437.56	3419.03	4752	7948.8	9936
成本 (万元)	837.28	2262.4	3041.28	5007.744	6160.32
毛利率 (%)	41.76%	33.83%	36.00%	37.00%	38.00%
铝硅质耐火材料					
产能 (吨)		7000	15000	15000	15000
收入 (万元)		1906.1	3000	4000	5000
成本 (万元)		1463.47	2310	3080	3850
毛利率 (%)		23.22%	23.00%	23.00%	23.00%

原材料					
收入 (万元)	1023.37	9886.95	3500	5000	10000
成本 (万元)	975.48	8380.31	2975	4250	8500
毛利率 (%)	4.68%	15.24%	15.00%	15.00%	15.00%
耐火材料成套					
收入 (万元)	4284.76	6821.92	8868.496	11085.62	13302.744
成本 (万元)	3635.77	6084.41	7972.7779	9977.058	11972.47
毛利率 (%)	15.15%	10.81%	10.10%	10.00%	10.00%
耐磨耐热材料					
收入 (万元)			16000	20000	25000
成本 (万元)			13600	17200	21500
毛利率 (%)			15.00%	14.00%	14.00%
其他					
收入 (万元)	989.62	1605.2	2500	3000	3500
成本 (万元)	805.41	1374.95	1925	2310	2695
毛利率 (%)	18.61%	14.34%	23.00%	23.00%	23.00%
合计					
营业总收入 (万元)	49224.77	84257.88	130260.746	155650.51	180547.82
YOY (%)		71.17%	54.60%	19.49%	16.00%
营业成本 (万元)	34964.99	61503.08	95140.2077	113157.67	131092.39
综合毛利率 (%)	28.97%	27.01%	26.96%	27.30%	27.39%

资料来源：湘财证券研究所

3.3 估值及建议

我们预计公司 2011-2013 年营业收入分别为 13.03 亿元、15.57 亿元和 18.05 亿元；EPS 为 0.60 元、0.70 元和 0.86 元。给予公司 25 倍 PE，6 个月目标价为 15 元，给予公司“增持”评级。

4 重点关注事项

4.1 股价催化剂

- 1) 公司主要原材料锆英砂、工业氧化铝价格出现较大幅度下降；
- 2) 玻璃、水泥等公司的下游行业需求出现较快增加。

4.2 风险提示

- 1) 原材料价格大幅上涨；
- 2) 下游需求增速低于预期。

附录

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	988	1503	1776	1988	营业收入	845	1303	1557	1805
现金	267	365	389	415	营业成本	616	951	1132	1311
应收账款	294	422	538	612	营业税金及附加	4	6	7	8
其他应收款	9	12	16	18	营业费用	45	72	78	90
预付账款	63	80	100	120	管理费用	81	124	145	162
存货	279	551	631	695	财务费用	23	45	64	72
其他流动资产	75	73	102	127	资产减值损失	8	6	7	7
非流动资产	653	834	952	1058	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	473	677	800	904	营业利润	68	99	124	155
无形资产	101	117	130	141	营业外收入	9	9	0	0
其他非流动资产	79	41	22	13	营业外支出	0	2	0	0
资产总计	1641	2337	2727	3046	利润总额	77	106	124	155
流动负债	822	1461	1748	1938	所得税	13	18	21	26
短期借款	437	868	1027	1118	净利润	64	88	103	129
应付账款	162	225	266	321	少数股东损益	16	19	23	29
其他流动负债	223	368	455	499	归属母公司净利润	48	70	80	100
非流动负债	69	55	55	55	EBITDA	117	181	237	285
长期借款	55	55	55	55	EPS (元)	0.42	0.60	0.70	0.86
其他非流动负债	14	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	891	1516	1803	1993	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	183	202	224	253	成长能力				
股本	116	116	116	116	营业收入	71.4%	54.2%	19.5%	16.0%
资本公积	284	284	284	284	营业利润	101.9%	45.8%	25.3%	24.4%
留存收益	168	221	301	401	归属于母公司净利	31.2%	44.3%	15.3%	23.8%
归属母公司股东权	567	620	700	800	获利能力				
负债和股东权益	1641	2337	2727	3046	毛利率(%)	27.1%	27.0%	27.3%	27.4%
现金流量表					净利率(%)	5.7%	5.4%	5.2%	5.5%
单位:百万元					ROE(%)	8.5%	11.3%	11.5%	12.4%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)	7.6%	8.7%	9.7%	10.4%
经营活动现金流	-17	-53	95	171	偿债能力				
净利润	64	88	103	129	资产负债率(%)	54.3%	64.9%	66.1%	65.4%
折旧摊销	27	36	48	57	净负债比率(%)	55.23%	60.88%	60.02%	58.87%
财务费用	23	45	64	72	流动比率	1.20	1.03	1.02	1.03
投资损失	0	0	0	0	速动比率	0.86	0.65	0.65	0.67
营运资金变动	-140	-229	-129	-91	营运能力				
其他经营现金流	9	7	8	4	总资产周转率	0.60	0.65	0.61	0.63
投资活动现金流	-177	-218	-165	-164	应收账款周转率	3	3	3	3
资本支出	186	200	150	150	应付账款周转率	5.27	4.92	4.60	4.47
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	9	-18	-15	-14	每股收益(最新摊	0.42	0.60	0.70	0.86
筹资活动现金流	171	368	95	19	每股经营现金流(最	-0.15	-0.46	0.82	1.48
短期借款	205	431	159	91	每股净资产(最新摊	4.91	5.37	6.06	6.92
长期借款	55	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	32.88	22.79	19.76	15.97
资本公积增加	0	0	0	0	P/B	2.80	2.56	2.27	1.99
其他筹资现金流	-89	-62	-64	-72	EV/EBITDA	17	11	8	7
现金净增加额	-25	98	24	26					

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

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%以上；

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。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我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。

本报告版权仅为湘财证券有限责任公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。