

公司研究/首次覆盖

2020年12月31日

建材/专用材料

投资评级：增持（首次评级）

# 宝武集团拟控股，成长有望提速

## 瑞泰科技(002066)

当前价格(元): 8.80  
目标价格(元): 10.52

**股东有优势，钢铁、水泥耐材业务成长值得期待，给予“增持”评级**

**武慧东** SAC No. S0570520100004  
研究员 010-56793963  
wuhuidong@htsc.com

**方晏荷** SAC No. S0570517080007  
研究员 SFC No. BPW811  
0755-22660892  
fangyanhe@htsc.com

**张艺露** SAC No. S0570520070002  
研究员 18515893331  
zhangyilu@htsc.com

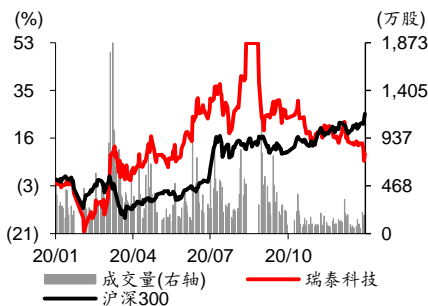
**林晓龙** SAC No. S0570120090022  
联系人 13661352985  
linxiaolong@htsc.com

公司是国内玻璃/水泥耐材制品龙头，钢铁耐材 19 年收入行业前五。公司现实控人为中建材，近期公司公告拟资产重组，宝武集团拟成为公司控股股东，中建材预计为二股东。公司在宝武集团及中建材内部钢铁及水泥耐材供应份额有较大提升空间。此外，耐材行业整包渗透率继续提升、政策推进行业改革力度有望加大，龙头市占率提升节奏或加快。暂不考虑资产重组，我们预计公司 20-22 年 EPS 分别为 0.12、0.22、0.36 元，归母净利润 Cagr 47.8%，成长性优于可比公司（Cagr 均值 23.3%），给予 21 年 1.0x PEG（可比公司均值 0.4），目标价 10.52 元，给予“增持”评级。

**控股股东拟变更为宝武集团，钢铁耐材业务发展有望提速**

20 年 8 月，公司发布资产重组及配套募资预案，方案若成功实施，公司控股股东将由中建材科学研究总院变更为宝武集团。宝武集团内部钢铁耐材制品需求规模庞大，且预计宝武集团将继续推进兼并重组有望带动粗钢产量继续增加，预计 20 年耐材需求规模超 60 亿（考虑武汉耐材，公司 19 年供应宝武集团的钢铁耐材制品收入 24.2 亿）。后续宝武内部钢铁业务整合，公司在其内部耐材制品份额有较大提升空间，同时依托央企背景进行外部整合亦值得期待，公司钢铁耐材业务发展有望提速。前期经验证的湘钢瑞泰收购模式及瑞泰马钢新建模式具有较强可复制性，后续或可借鉴。

一年内股价走势图



资料来源：Wind

**重组后中建材预计为公司二股东，水泥耐材仍有成长空间**

公司是国内水泥窑用耐材制品龙头，测算 19 年国内市占率约 14.5%。现阶段公司实控人为中建材，控股权转让后预计仍为公司二股东。中建材是国内水泥行业供给侧改革排头兵，19 年水泥熟料销量 3.9 亿吨，较 06 年增幅超 30 倍，测算在全国市占率超 15%。19 年中建材耐材制品支出约 11.7 亿，其中公司供应不超过 30%（公司 19 年水泥窑用耐材制品收入 10.1 亿）。未来具备提升空间。随着中建材内部水泥资产深度整合及外部继续整合带动水泥产量有望继续提升，公司水泥窑用耐材制品业务仍有较大成长空间。

**耐材行业变革，行业龙头市占率提升节奏有望加快**

耐材行业变革体现在：1) 整体承包模式接受度较高，为行业趋势，渗透率仍有较大提升空间；2) 前期行业集中度提升节奏低于政策预期（19 年 CR10 预计不超 17%，vs《工信部关于促进耐火材料产业健康可持续发展的若干意见》希望 20 年 CR10 市占率达 45%），后续供给侧改革力度有望加大；3) 17 年前后耐材原料价格大幅波动致部分中小企业履约能力受损，客户加速向行业龙头靠拢。公司作为国内玻璃、水泥耐材龙头，钢铁耐材国内前五，受益行业变革，公司市场份额提升节奏或加快。

风险提示：钢铁行业景气度下行，原材料价格大幅波动、资产重组及控股股东变更事项失败风险。

公司基本资料

总股本 (百万股)	231.00
流通 A 股 (百万股)	231.00
52 周内股价区间 (元)	6.39-12.23
总市值 (百万元)	2,033
总资产 (百万元)	4,046
每股净资产 (元)	2.00

资料来源：公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	3,786	3,900	4,215	4,958	5,824
+/-%	73.96	3.01	8.08	17.62	17.47
归属母公司净利润 (百万元)	17.29	25.64	27.72	51.26	82.72
+/-%	13.91	48.32	8.13	84.90	61.38
EPS (元, 最新摊薄)	0.07	0.11	0.12	0.22	0.36
PE (倍)	114.66	77.31	71.49	38.67	23.96

资料来源：公司公告, 华泰证券研究所预测

## 报告核心要点

### 核心推荐逻辑

**宝武集团拟控股公司，“湘钢模式”、“马钢模式”有望驱动公司钢铁耐材业务高成长。**公司近期正在推进的资产重组事项，完成后宝武集团将成为公司控股股东。宝武集团是国家推进钢铁行业供给侧改革的先锋官，我们预计后续重组并购有望继续推进，带动其粗钢产量进一步增加。公司供应宝武集团钢铁耐材制品量占其总需求比例仍不足 50%（考虑武汉耐材并表）。同时注意到，公司前期布局钢铁耐材业务的湘钢瑞泰并购模式及瑞泰马钢新建模式均取得不俗成效，可供后续整合宝武集团内部耐材资产及外延拓展借鉴，公司钢铁耐材业务后续发展有望提速。

**依托中建材股东优势，水泥耐材业务仍有成长空间。**中建材是公司现实控人，资产重组完成后预计持股比例仍超 20%，仍为公司二股东，我们预计其对公司水泥耐材业务支持力度不会减弱。公司 19 年水泥窑用耐材收入 10.1 亿，国内市占率约 14.5%，其中供应中建材内部不超过 3.5 亿（vs 中建材 19 年水泥窑用耐材支出约 11.7 亿）。中建材作为国内水泥行业供给侧改革排头兵，重组整合仍有望推进，水泥销量仍有望继续增长，同时中建材水泥窑耐材制品需求中公司供应比例有望提升，公司水泥窑用耐材制品业务仍有成长空间。

**耐材行业变革，行业龙头市占率提升节奏有望加快。**耐材行业变革主要聚焦于：1）整体承包模式接受度较高，为行业趋势，其渗透率仍有较大提升空间；2）前期行业集中度提升节奏低于政策预期（19 年 CR10 预计不超 17%，vs 《工信部关于促进耐火材料产业健康可持续发展的若干意见》希望 20 年 CR10 市占率达 45%），后续供给侧改革力度有望加大，中小企业淘汰节奏有望加快；3）17 年前后耐材原料价格大幅波动致部分中小企业履约能力受损，客户加速向行业龙头靠拢。耐材行业变革，我们认为龙头将明显受益，市占率提升节奏有望加快。

### 区别于市场的观点

**市场对公司成长性认识不足。**依托中建材（现控股股东，资产重组后预计为二股东）及宝武集团（资产重组完成后公司控股股东），我们认为公司钢铁耐材业务发展有望提速，且水泥窑用耐材业务仍有较大成长空间，公司未来或具有较高成长性。市场对此预期不足。

**市场对公司股东优势认识不足。**中建材及宝武集团均为央企，依托央企背景，公司对其内部资产整合及外部并购（国资资产）较行业内其他企业（民营为主）具有明显优势。主要下游钢铁、水泥等供给侧改革进入深水区，预计后续仍将推进；耐材行业供给侧改革力度有望加大，公司股东背景有望更好介入该类整合并带动其规模扩张。市场对此预期不足。

**市场对耐材行业变革影响认识不足。**我们认为整包模式已较广泛被接受（尤其是钢铁领域），同时整包模式渗透率仍有较大提升空间，市场对此认识较弱。同时我们认为后续耐材行业供给侧改革力度有望加大、中小企业履约能力受损带来下游客户加速向行业龙头靠拢，市场对此认识不足。

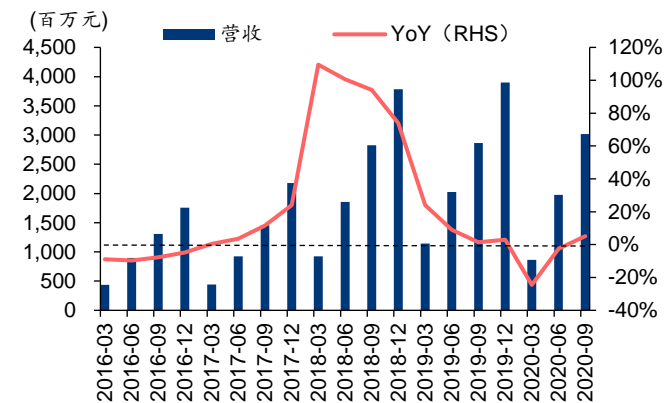
## 宝武拟控股，成长有望提速

### 玻璃/水泥耐材龙头，钢铁耐材业务实力稳步增强

国内玻璃窑/水泥窑耐材制品龙头，近年钢铁耐材业务发展较快。瑞泰科技由中建材研究院联合四家股东成立于2001年，06年公司在深交所上市，公司前期聚焦玻璃窑领域耐火材料，后逐步将业务领域拓宽至水泥窑、钢铁冶炼用耐火材料及耐磨耐热材料等。公司是国内玻璃窑耐材制品龙头（国内唯一拥有熔铸氧化铝产品专利及自主知识产权，且可规模化生产，已建成中国最大的熔铸耐火材料生产基地）及水泥窑用耐材制品龙头（依托中建材水泥领域优势快速扩张，19年测算市占率约14.5%）。12年公司控股湘钢瑞泰，切入钢铁冶炼耐材制品领域，17年与马钢集团（未上市）合资成立瑞泰马钢并新建钢铁耐材制品智能化制造基地，钢铁耐材实力稳步增强。19年玻璃窑用、水泥窑用、钢铁冶炼用耐材制品收入占总收入比例分别为8.7%、26.0%、59.1%，分别较18年变动-1.5、+0.3、+2.1pct。

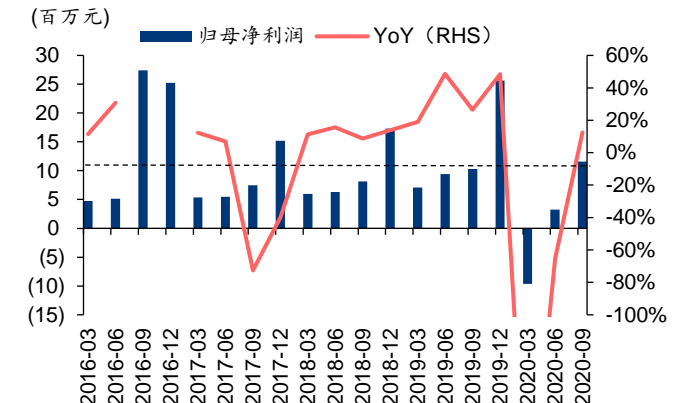
耐材制品整体收入承压，钢铁耐材制品业务效益向好。受钢铁行业景气度下行、水泥/玻璃等新增需求减少，叠加20年新冠疫情对海外需求影响较大，19/20年公司收入承压，但钢铁耐材业务精耕细作带动整体盈利能力继续改善。19年及20Q1-Q3公司收入分别为39.9、30.1亿，分别同增3.0%、5.2%；19年及20Q1-Q3公司归母净利润分别为2,564、1,159万，分别同增48.3%、12.4%，归母净利率分别为0.7%、0.4%。分业务来看，钢铁耐材制品业务收入占比持续提升趋势，19年同比提升2.1pcts至59.1%，随着瑞泰马钢迈入正轨，钢铁耐材制品业务效益向好，19年、20H1毛利率分别为13.9%、14.1%，分别同比提升0.4、1.8pct。

图表69：瑞泰科技收入及同比增速（季度累计）



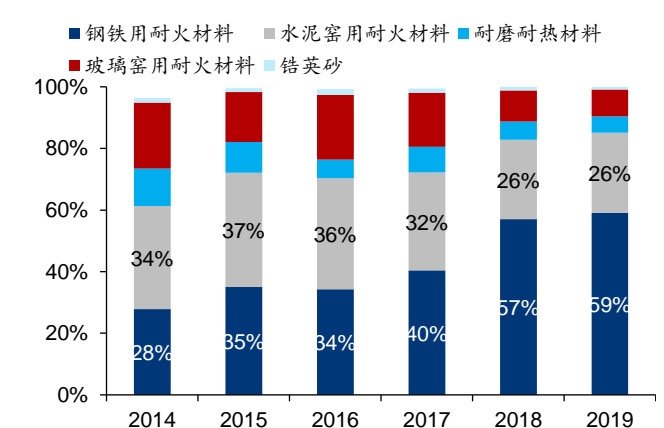
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表70：瑞泰科技归母净利润及同比增速（季度累计）



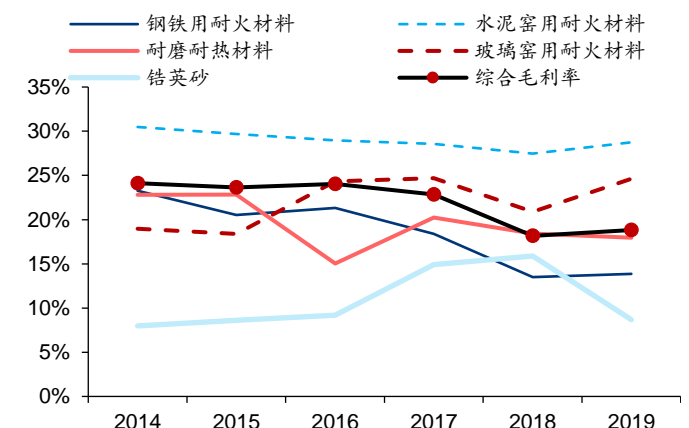
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表71：瑞泰科技收入产品结构



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表72：瑞泰科技分产品及整体毛利率情况

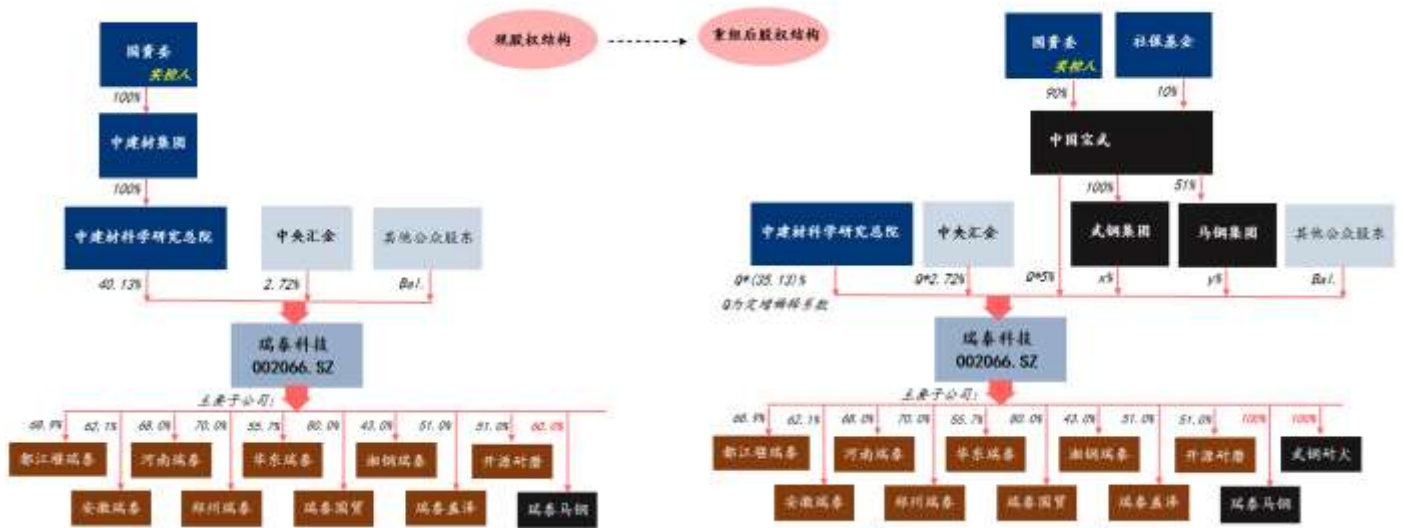


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**控股股东拟变更为宝武集团，钢铁耐材业务有望高成长**

发布重组交易方案，公司控股股东拟由中建材科学研究总院变更为宝武集团。20 年 8 月公司公告《瑞泰科技有限公司发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易（预案）》，同时提示公司实际控制人拟将由中建材科学研究总院变更为宝武集团。交易方案包括中建材科学研究总院转让 5%（现有股本总额占比）瑞泰科技股权至宝武集团，发行股份购买宝武集团子公司持有的武汉耐材 100% 股权及瑞泰马钢 40% 股权（均将成为瑞泰科技全资子公司），同时非公开发行股份募集配套资金（主要用于武汉耐材、瑞泰马钢在建项目建设）。交易方案现阶段仍在推进（需国资委批准及标的资产价值评估完成），完成后公司控股股东将变更为宝武集团，同时公司钢铁耐材业务实力进一步提升。

图表73： 瑞泰科技现阶段及资产重组后股权结构变化



注：现股权结构截止时间为 20Q3 末，重组事项仍在推进中  
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

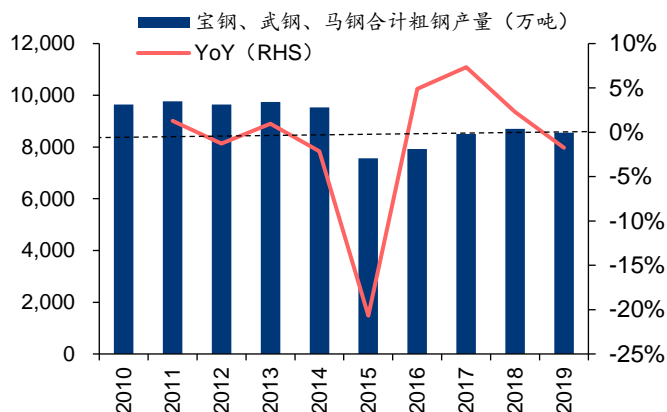
图表74： 资产重组事项及股权转让事项要点

事项	备注
中建材科学研究总院(公司现控股股东)与宝武集团签署《股份转让协议》，约定中建材科学研究总院向中国宝武转让公司 11,550,000 股，占公司股本总额 5%	实施前提条件为公司非公开发行股份募资及资产重组事项或证监会核准；核准后，优先实施该股权转让事项
瑞泰科技拟发行股份购买武钢集团持有的武汉耐材 100% 股权及马钢集团持有的瑞泰马钢 40% 股权	非公开发行价格尚未确定；购买资产事项完成后武汉耐材及瑞泰马钢均将成为瑞泰科技全资子公司；标的资产价格仍在评估中。发行股份价格暂确定为 9.59 元/股，发行数量未确定。
瑞泰科技拟非以非公开发行股份的方式募集配套资金，非公开发行对象为武钢集团和马钢集团	募集配套资金总额不超过本次拟购买资产交易价格 100%，募集配套资金拟用于支付中介机构等相关交易费用、投入标的公司在建项目建设及补流。发行股份价格暂确定为 9.59 元/股，发行数量未确定。

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

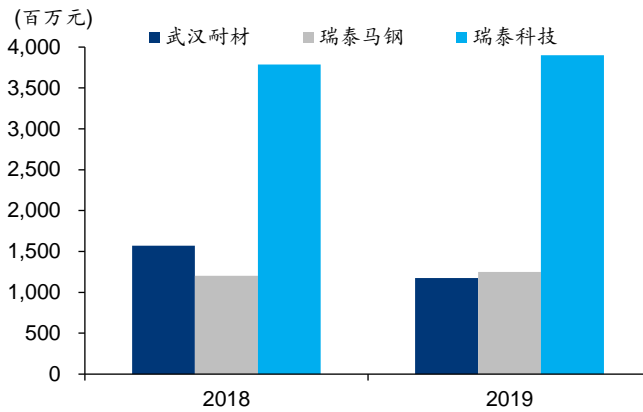
**宝武集团内部钢铁耐材制品需求大，瑞泰科技钢铁耐材制品业务发展有望提速。**宝武集团近年动作频频，是钢铁行业兼并重组的排头兵，近年重大案例包括 16 年宝武重组、19 年控股马钢集团、20 年控股太钢集团（未上市）等，据冶金规划研究院预计，20 年宝武集团粗钢产量有望达到 1.05 亿吨以上，较 08 年产量增长 200%+。宝武集团内部钢铁耐材制品规模需求庞大。简单测算，假设吨耐材制品价值 60 元，1.05 亿吨粗钢产量对应耐材制品销售收入约 63 亿。钢铁行业供给侧结构性改革进入深水区，宝武集团钢铁冶炼环节后续有望继续扩张，其内部耐材制品需求或仍有增长空间。瑞泰科技在宝武集团内部收入主要来源于瑞泰马钢（供应马钢集团内部大部分耐材制品需求），资产重组事项后，武汉耐材（供应宝武旗下武钢集团内部大部分耐材制品需求）并入公司，19 年瑞泰马钢和武汉耐材收入合计 24.2 亿。宝武集团成为公司控股股东后，瑞泰科技钢铁耐材业务有望逐步向宝武集团其他钢铁冶炼厂渗透，其钢铁耐材业务发展有望提速。

图表75: 宝钢、武钢、马钢合计粗钢产量变化



资料来源: 各公司公告, 中钢协, 华泰证券研究所

图表76: 武汉耐材、瑞泰马钢及瑞泰科技 18/19 年收入



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表77: 瑞泰科技近三年前五大客户收入情况

年度	客户名称	销售金额 (亿)	对应粗钢/水泥产量 (万吨)	占客户份额 (%)	占公司总收入比例 (%)	备注
2019	马钢股份(600808 CH)	11.84	1,974	99.5	30.4	瑞泰马钢内部客户
	华菱湘钢	4.52	754	n/a	11.6	湘钢瑞泰内部客户, 为华菱钢铁/000932 CH 全资子公司
	中国联合水泥	1.80	6,015	94.6	4.6	中建材股份(3323 HK) 全资子公司
	南方水泥	0.80	2,669	23.4	2.1	中建材股份控股子公司
	阳春新钢铁	0.78	129	n/a	2.0	华菱钢铁控股孙公司
2018	马钢股份	11.17	1,862	94.8	29.5	瑞泰马钢内部客户
	华菱湘钢	4.26	710	n/a	11.3	湘钢瑞泰内部客户, 为华菱钢铁全资子公司
	中国联合水泥	1.06	3,524	60.9	2.8	中建材股份全资子公司
	南方水泥	0.78	2,612	25.3	2.1	中建材股份控股子公司
	阳春新钢铁	0.71	119	n/a	1.9	华菱钢铁控股孙公司
2017	南方水泥	0.61	2,034	20.9	2.8	中建材股份控股子公司
	中国联合水泥	0.54	1,811	31.3	2.5	中建材股份控股子公司
	海螺集团(未上市)	0.52	1,725	5.9	2.4	-
	中建材国际工程	0.42	n/a	n/a	1.9	中建材股份控股子公司
	中建材进出口	0.37	n/a	n/a	1.7	中建材集团(未上市) 全资子公司

注1: 测算假设吨钢耐材制品支出为60元, 吨水泥耐材制品支出为3元。

注2: 华菱湘钢及阳春新钢铁无单独粗钢产量披露数据, 故未计算瑞泰科技占其内部钢铁耐材份额。

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

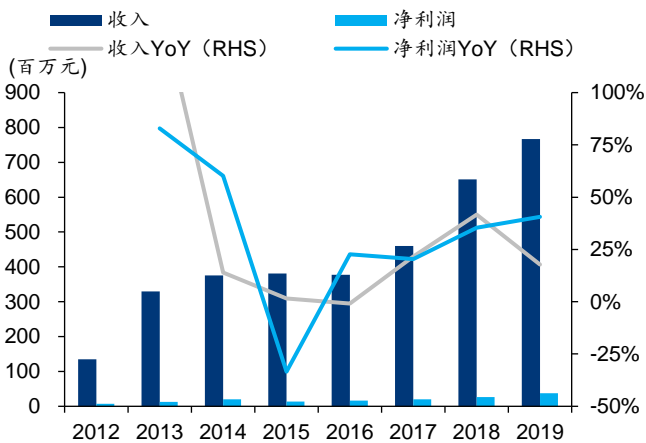
公司前期通过“湘钢模式”、“马钢模式”拓展钢铁耐材业务效果较好。公司12年通过收购股权+增资的方式控股湘钢瑞泰, 切入钢铁冶炼耐材制品领域, 树立“湘钢模式”范例(收购模式); 湘钢瑞泰通过生产线改造、扩建等方式规模逐步做大, 19年湘钢瑞泰收入及净利润分别为7.7亿、3,778万, 分别同比17.8%、40.6%, 12-19年湘钢瑞泰收入及净利润Cagr分别为28.2%、27.5%。17年与马钢集团共同以现金出资方式合资成立瑞泰马钢, 新公司用自有资金及匹配贷款投建节能环保型高温材料智能化制造基地及高温材料创新中心, 逐步承接马钢集团钢铁耐材, 树立“马钢模式”范例(新建模式); 19年瑞泰马钢收入及净利润分别为12.5亿、5,282万, 分别同比4.0%、87.8%, 净利率为4.2%, 较18年提升1.9pcts, 效益稳步改善。“湘钢模式”和“马钢模式”作为公司拓展钢铁耐材业务的两种模式, 湘钢瑞泰及瑞泰马钢效果较好。

**图表78：“湘钢模式”及“马钢模式”**

模式	由来	特点
湘钢模式	12年4月，公司公告收购湖南湘钢宜兴耐火材料有限公司部分股权并增资，交易事项完成后公司持股占比42.99%（其他股东为湘钢集团40.96%、湘钢集团工会16.05%）	<b>收购模式</b> ，公司以收购股权+增资的方式进行投资，在原有基础上开展生产经营活动，通过技术创新，进而提高产品附加值和盈利能力
马钢模式	17年5月，公司和马钢集团共同出资设立瑞泰马钢（均为现金出资，公司股权占比60%）。瑞泰马钢设立后，在安徽马鞍山雨山区投资建设节能环保型高温材料智能化制造基地及高温材料创新中心	<b>新建模式</b> ，公司和客户共同出资新设公司，新建生产基地及设施。注重数字化/智能化/绿色化/高端化

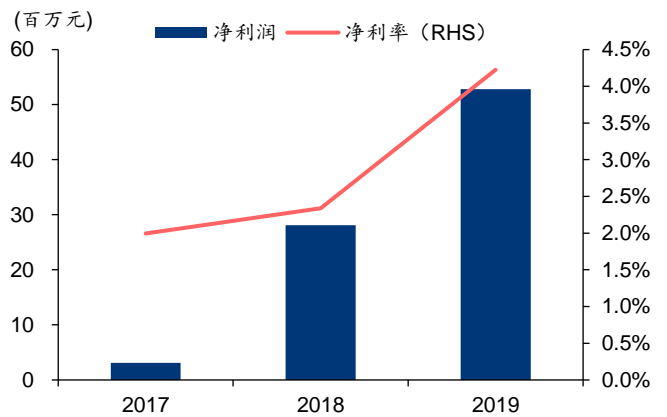
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**图表79：湘钢瑞泰收入及净利润变化**



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**图表80：瑞泰马钢净利润及净利率变化**



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**内部整合+外延并购，收购模式+新建模式，公司钢铁耐材业务成长性值得期待。**2017年11月宝武集团发布《中国宝武战略规划（2016年-2021年）》，确定了“一基五元”的六大板块业务组合（钢铁为基，新材料产业/现代贸易物流/工业服务/城市服务/产业金融为五元）作为未来发展框架。其中新材料产业重点聚焦高性能金属材料、轻金属材料、新型碳材料及新型陶瓷基复合材料，瑞泰科技作为新材料产业主体之一将在宝武集团后续发展中承担更重要角色。我们认为，宝武集团内部耐材制品需求规模庞大，并表武汉耐材后，公司占集团内部份额低于50%，后续内部钢铁业务整合，瑞泰科技在集团内部耐材制品份额有较大提升空间。此外，依托宝武央企背景，后续进行外部整合（尤其是国资背景耐材企业）亦值得期待。路径角度，前期经验证的湘钢瑞泰收购模式及瑞泰马钢新建模式具有较强可复制性，有望得到推广，公司钢铁耐材业务有望高成长。

**重组后中建材为公司二股东，公司水泥窑用耐材业务仍有较大成长空间**

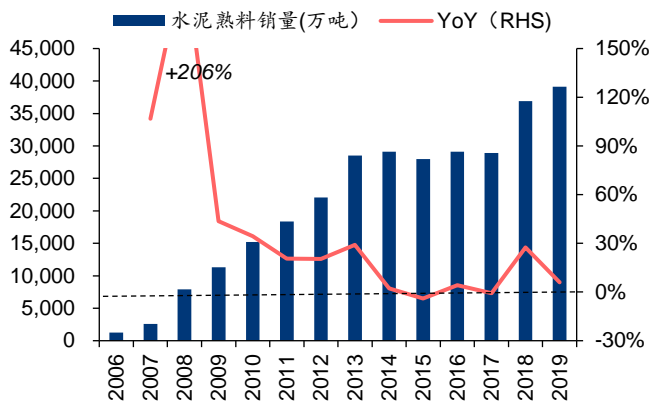
瑞泰科技是国内水泥窑用耐材制品行业龙头。08年公司耐材制品服务领域由玻璃拓展至水泥，此后水泥窑用耐材逐步成为公司收入/利润支柱之一，19年、20H1公司水泥窑用耐材制品收入分别为10.1、5.7亿，占总收入比例26.0%、28.9%，毛利率28.7%、26.4%。我们测算公司19年水泥窑用耐材制品业务市占率约14.5%。水泥窑通常一年一大修，期间视情况亦可能有多次小修及中修，大修通常会更换水泥窑用耐材制品，小修及中修则视情况更换。行业内，水泥窑用耐材制品销售模式以直销为主，部分采用整包模式。水泥窑用耐材制品公司可为客户提供耐材制品设计/选型/配置/供货/安装施工/技术改造及后期维护等一站式总包服务，在耐材技术水平/服务能力/股东资源禀赋等方面均有明显优势。

中建材带头推动水泥产业整合，19年内部水泥耐材制品市场规模11.7亿。水泥产业近年供给侧结构性改革，效果显著，是水泥行业近年高景气的主要原因。中建材是推动水泥行业供给侧改革的排头兵，19年水泥熟料销量3.9亿吨，较06年增幅超30倍，测算占全国市场份额超15%。20年8月，中建材启动天山股份(000877 CH)重大资产重组事项，我们判断水泥行业整合难言结束，中建材在水泥领域市场份额或有进一步提升空间。行业

内单吨水泥销量中耐材制品成本约3元，19年中建材水泥销量对应耐材制品支出约11.7亿，其中来自瑞泰科技耐材制品不超过30%(瑞泰科技19年窑用耐材制品收入10.1亿)，未来具备提升空间。

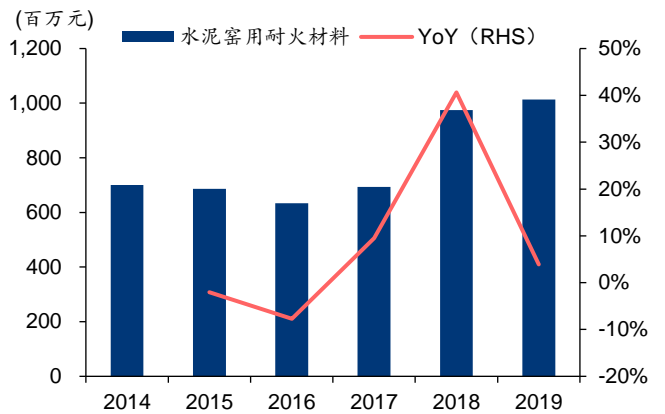
**重组完成后中建材为瑞泰科技二股东，水泥耐材业务仍有较大成长空间。**20年8月中建材集团与宝武集团签署战略合作协议，明确双方将在耐火材料/钢铁制造/无机非金属材料/废弃资源化利用及钢铁建筑材料创新领域将开展广泛深入合作。本次瑞泰科技资产重组事项是合作成果之一，重组事项完成后，预计中建材持有公司股权仍超20%，将退居公司二股东，预计对瑞泰科技支持力度不会减弱。随着中建材内部水泥资产深度整合及外部继续整合带动水泥行业份额继续提升，瑞泰科技水泥窑用耐材制品业务仍有较大成长空间。

图表81: 中建材股份水泥熟料销量变化



资料来源: 中国建材公告, 华泰证券研究所

图表82: 瑞泰科技水泥窑用耐火材料收入及增速

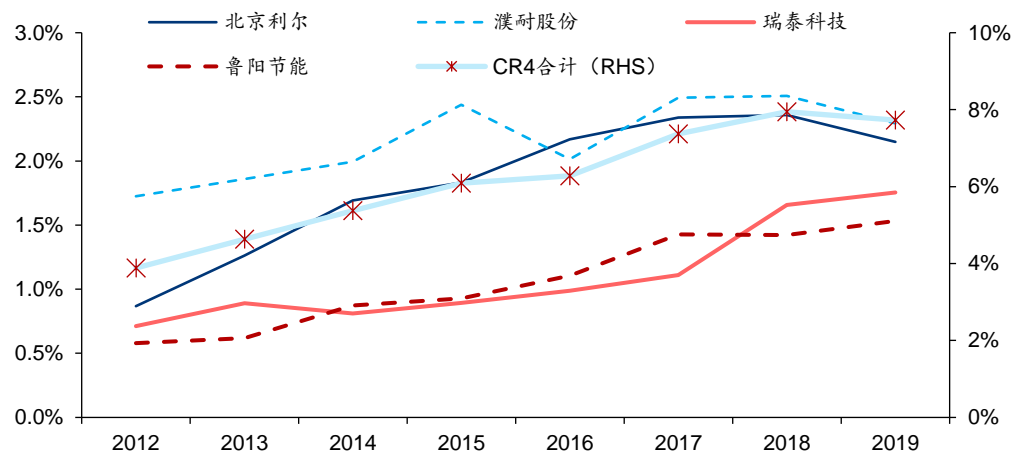


资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

### 耐材行业变革，行业龙头市占率提升节奏有望加快

我国耐材行业集中度较低，行业龙头市占率趋势性提升。我国高温工业发展历史相对较短，耐材制品行业仍相对分散。19年国内耐火制品相关企业接近2,000家，国内全行业产值2,069亿，其中73家重点耐材企业收入568亿，仅占27.4%，行业龙头濮耐股份、北京利尔、瑞泰科技、鲁阳节能（为非钢领域龙头，其他公司钢铁耐材制品均贡献核心收入及利润）19年耐材制品产量占全行业产量比例分别仅2.0%、1.8%、1.9%、1.0%，合计占比7.7%，较12年提升3.8pct，近年总体延续市占率提升趋势。

图表83: 耐火材料龙头企业市场占有率变化(耐材制品产量口径)



资料来源: 各公司公告, 中国耐材工业协会, 华泰证券研究所

### 耐材行业变革，行业龙头市占率提升节奏有望加快。

耐材行业近年变化主要集中于以下几方面：

1) 整体承包渗透率稳步提升，龙头企业优势扩大。现阶段大中型钢铁企业均接受整包模式，相较直销模式，整包模式对钢厂及耐材供应商为“双赢”模式，整包渗透率有望持续提升。结合产业链调研，我们认为整包服务渗透率仍有较大提升空间，源于：1) 大型钢厂以国企为主，耐材供应商数量繁多，现阶段已有明显压减，后续压减空间仍大；2) 后续钢铁行业集中度提升值得期待，大企业对有实力的耐材供应商提供整包服务需求迫切度提升。耐材制品龙头企业研发投入高强度，耐材制品品类更全且高端耐材制品供应能力更强，可提供更优质整包服务能力，中小耐材企业生存空间受挤压。龙头企业在现有客户提升占有率、逐步进入新客户供应体系（尤其是近年扩张快速的民营钢厂），成长空间广阔。

2) 前期行业集中度提升节奏低于政策预期，后续供给侧改革力度有望加大。13 年工信部发布《促进耐火材料产业健康可持续发展的若干意见》，力争到 15 年，形成 2~3 家具有国际竞争力的企业，前 10 家企业产业集中度提高到 25%；力争到 20 年 CR10 产业集中度提高到 45%。同时明确要大力推进联合重组（横向、纵向），并强化节能降耗、严格环保管理等方式逐步抬高行业进入门槛，淘汰落后产能。此后，工信部、发改委、生态环境部及部分地方政府陆续出台相关配套文件推进耐材行业供给侧结构改革。我们测算 19 年 CR10 行业市占率低于 17%，明显低于政策预期。考虑到行业产能仍总体过剩，后续供给侧改革力度有望加码，行业门槛进一步抬升，龙头受益。

3) 原材料价格大幅波动减弱中小企业履约能力，龙头更受下游客户青睐。环保政策收紧及辽宁菱镁产业整合致 15 年以来铝质、镁质耐材原料价格大幅波动（如 85%min/1-3mm 烧结铝矾土 15 年底至 18 年初区间价格涨幅约 70%，90%min/3-15mm 在 16Q3 末至 17Q3 末区间价格涨幅超 200%），部分中小企业出现耐材制品供货违约。耐材行业龙头产业链布局更完整、通过研发消化成本上涨能力更强及拥有更雄厚的资金实力，履约能力更强，下游客户加速向耐材龙头靠拢。

### 盈利预测及估值

核心假设：

1. 因公司控股权转让及资产重组事项尚未完成，业绩预测中暂不考虑该事项影响。但应注意，如前文论述，公司实控人变更或对公司业务开拓及业绩产生明显影响，如宝武集团预计 20 年钢铁耐材制品规模 63 亿，其中公司 19 年供应其中 24.2 亿（假设并表武汉耐材），同时管理提效及自有产能增加有望带动利润率修复至行业水平（公司 20Q1-3 净利率为 2.1%，同期北京利尔、濮耐股份分别为 11.6%、8.1%，有较大差距）。
2. **销量**：20H1 受疫情影响，马钢集团/华菱湘潭钢铁等公司主要钢铁耐材用户粗钢产量同比有所减少，下游工程施工阶段性受影响，拖累同期水泥/玻璃需求，同时玻璃窑用耐材海外出口影响亦较大（其他耐材制品以国内为主），20H1 公司收入 19.8 亿，同减 2.4%，20H2 受益工程赶工及投资景气向上，收入增速有所恢复。公司近期明确公司短期战略目标为三年收入百亿（vs 19 年为 39 亿，若考虑武汉耐材并表则为 49 亿），五年达到世界一流耐火材料龙头企业，后续扩张节奏有望进一步提速。钢铁耐材制品主要客户 20 年阶段性受疫情影响，后续内生+外延有望保持成长性，我们预计 20-22 年钢铁耐材制品销量增速分别为 5%、15%、15%。基建投资景气度提升及地产周转加快，水泥需求有支撑，我们判断后续水泥需求维持低增速正增长，中建材内部水泥资产整合，公司水泥耐材制品业务仍有一定成长性，我们预计 20-22 年公司水泥窑用耐材制品销量增速分别为 2%、5%、5%。其他耐材制品以玻璃窑用耐材制品为主，20 年出口受影响较大，料 21 年疫情影响边际减弱，我们预计 20-22 年其他耐材制品销量分别为 -10%、5%、2%。
3. **ASP 及毛利率**：钢铁耐材制品 ASP 参考钢铁耐材业务为主的北京利尔（13-19 年 ASP Cagr 为 7.9%）及濮耐股份（14-19 年 ASP Cagr 为 8.7%），预计公司 20-22 年钢铁耐材制品 ASP 增速均为 5%，瑞泰马钢效益仍有改善空间，随着耐材制品外购比例进一步降低，预计 20-22 年钢铁耐材制品业务毛利率分别为 14.5%、16.0%、17.0%。水泥行业继续推进产能置换，设备升级，带动水泥窑用耐材制品 ASP 及成本提升，预



计 20-22 年水泥窑用耐材制品 ASP 增速分别为 10%、7%、5%，毛利率基本稳定，预计 20-22 年均 28.0%。我们预计其他耐材制品 ASP 延续小幅增长，20-22 年 ASP 增速均假设为 2%，毛利率基本稳定，均假设为 22.0%。

4. **费用率**：近年公司费用率较高，明显拖累公司净利率，其中财务费用率明显高于同业（19 年瑞泰科技为 2.0%，北京利尔、濮耐股份同期分别为 0.5%、1.5%），已有下降趋势，现金流改善有延续性叠加股权融资推进，财务费用率后续有望下降。公司央企背景及中建材、宝武对公司资源倾斜力度有望加大，公司拓展新增客户压力不大，我们预计销售费用率有望小幅下降。其他费用率我们假设基本稳定。
5. **少数股东损益**：公司大部分并表子公司均有相当比例少数股东权益（图表 5），我们预计 20-22 年少数股东损益与净利润比例维持稳定。

图表84： 公司盈利预测核心假设

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>耐材制品销量 (万吨)</b>	<b>24.6</b>	<b>41.2</b>	<b>42.9</b>	<b>44.1</b>	<b>49.1</b>	<b>54.6</b>
<b>YoY</b>	<b>9.9%</b>	<b>67.3%</b>	<b>4.1%</b>	<b>2.9%</b>	<b>11.3%</b>	<b>11.3%</b>
钢铁耐材制品	n/a	22.7	26.5	27.8	32.0	36.7
YoY	n/a	n/a	16.4%	5.0%	15.0%	15.0%
水泥耐材制品	n/a	14.5	12.9	13.1	13.8	14.5
YoY	n/a	n/a	-10.9%	2.0%	5.0%	5.0%
其他耐材制品	n/a	4.0	3.5	3.2	3.3	3.4
YoY	n/a	n/a	-11.9%	-10.0%	5.0%	2.0%
<b>耐材制品 ASP (元/吨)</b>	<b>8,665</b>	<b>9,083</b>	<b>9,017</b>	<b>9,480</b>	<b>10,024</b>	<b>10,584</b>
<b>YoY</b>	<b>13.7%</b>	<b>4.8%</b>	<b>-0.7%</b>	<b>5.1%</b>	<b>5.7%</b>	<b>5.6%</b>
钢铁耐材制品	n/a	9,495	8,717	9,153	9,611	10,092
YoY	n/a	n/a	-8.2%	5.0%	5.0%	5.0%
水泥耐材制品	n/a	6,741	7,856	8,642	9,506	10,457
YoY	n/a	n/a	16.5%	10.0%	10.0%	10.0%
其他耐材制品	n/a	15,190	15,496	15,806	16,122	16,444
YoY	n/a	n/a	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
<b>耐材制品收入 (百万元)</b>	<b>2,135</b>	<b>3,743</b>	<b>3,867</b>	<b>4,182</b>	<b>4,922</b>	<b>5,784</b>
<b>YoY</b>	<b>25.0%</b>	<b>75.3%</b>	<b>3.3%</b>	<b>8.1%</b>	<b>17.7%</b>	<b>17.5%</b>
钢铁耐材制品	879	2,160	2,307	2,543	3,071	3,708
水泥耐材制品	693	975	1,013	1,136	1,312	1,516
其他耐材制品	563	609	547	503	538	560
锆英砂 (百万元)	29	43	33	33	37	40
YoY	-16.4%	50.3%	-22.8%	0.0%	10.0%	10.0%
<b>总营业收入 (百万元)</b>	<b>2,177</b>	<b>3,786</b>	<b>3,900</b>	<b>4,215</b>	<b>4,958</b>	<b>5,824</b>
<b>YOY</b>	<b>24.0%</b>	<b>74.0%</b>	<b>3.0%</b>	<b>8.1%</b>	<b>17.6%</b>	<b>17.5%</b>
<b>耐材制品毛利率</b>	<b>23.0%</b>	<b>18.2%</b>	<b>18.9%</b>	<b>19.1%</b>	<b>19.9%</b>	<b>20.4%</b>
钢铁耐材制品	18.4%	13.5%	13.9%	14.5%	16.0%	17.0%
水泥耐材制品	28.6%	27.5%	28.7%	28.0%	28.0%	28.0%
其他耐材制品	23.3%	20.0%	22.1%	22.0%	22.0%	22.0%
锆英砂毛利率	14.9%	15.9%	8.7%	8.7%	8.7%	8.7%
<b>整体毛利率</b>	<b>22.8%</b>	<b>18.2%</b>	<b>18.8%</b>	<b>19.0%</b>	<b>19.8%</b>	<b>20.3%</b>
销售费用率	6.3%	5.1%	5.0%	4.9%	4.7%	4.5%
管理费用率	7.2%	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%
研发费用率	2.8%	3.2%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
财务费用率	4.7%	2.5%	2.5%	2.4%	2.2%	1.9%
<b>四费率</b>	<b>21.0%</b>	<b>15.7%</b>	<b>15.9%</b>	<b>15.7%</b>	<b>15.3%</b>	<b>14.9%</b>
净利润 (百万元)	43	71	94	102	188	304
少数股东损益 (百万元)	28	54	69	74	137	221
少数股东损益/净利润	64.8%	75.6%	72.8%	72.8%	72.8%	72.8%
<b>归母净利润 (百万元)</b>	<b>15</b>	<b>17</b>	<b>26</b>	<b>28</b>	<b>51</b>	<b>83</b>
<b>YOY</b>	<b>-39.9%</b>	<b>13.9%</b>	<b>48.3%</b>	<b>8.1%</b>	<b>84.9%</b>	<b>61.4%</b>

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

总体来看，公司在玻璃窑/水泥窑用耐材制品领域技术有优势，控股股东变更为宝武集团有望驱动公司钢铁耐材制品业务扩张提速，“湘钢模式”+“马钢模式”可复制性强；此外，依托中建材股东背景，公司水泥窑用耐材制品仍有较大成长空间。钢铁耐材制品业务利润率有望逐步回归，费用率有下降空间，盈利能力有望逐步修复。暂不考虑本次资产重组事件影响，我们预计公司 20-22 年收入分别为 42.1、49.6、58.2 亿（对应增速分别为 8.1%、17.6%、17.5%），归母净利润分别为 0.28、0.51、0.83 亿（对应增速分别为 8.1%、84.9%、61.4%），EPS 分别为 0.12、0.22、0.36 元。现阶段公司盈利能力明显低于可比公司，主要源于自有产能不足致外部采购占比较高，同时前期部分资产整合效果仍待逐步体现，盈利能力后续有望修复。耐材行业变革，叠加公司内部股东支持及外延并购有望驱动收入较快增长，成长性优于可比公司，我们认为公司现阶段更适合用 PEG 方法来对公司进行估值。采用 20-22 年归母净利润 Cagr 作为业绩增速，算得可比公司 21 年 PEG 均值为 0.4，公司 PEG 为 0.8，考虑到公司成长性更优，我们认可较可比公司给予一定溢价，给予公司 21 年 PEG 1.0x，目标价为 10.52 元（对应公司 21/22 年 PE 分别为 47x/ 29x），首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 85： 公司可比公司估值表（2020/12/31）

公司名称	股票代码	市值 (亿元)	收盘价 (元)	每股收益 (元/股)				P/E (x)				归母净利 Cagr (20-22 年)	PE/G
				19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E		
北京利尔	002392 CH	53.5	4.49	0.35	0.42	0.51	0.62	12.9	10.6	8.8	7.3	20.8%	0.4
濮耐股份	002225 CH	46.1	4.56	0.25	0.32	0.44	0.54	18.3	14.0	10.4	8.4	29.5%	0.4
鲁阳节能	002088 CH	40.1	11.09	0.94	0.99	1.23	1.61	11.8	11.2	9.0	6.9	19.7%	0.5
<b>平均值</b>								<b>14.3</b>	<b>12.0</b>	<b>9.4</b>	<b>7.5</b>	<b>23.3%</b>	<b>0.4</b>
瑞泰科技	002066 CH	20.3	8.80	0.11	0.12	0.22	0.36	79.3	73.3	39.7	24.6	47.8%	0.8

注：除瑞泰科技外，盈利预测均来自 Wind 一致预期

资料来源：Wind、Bloomberg、华泰证券研究所

### 风险提示

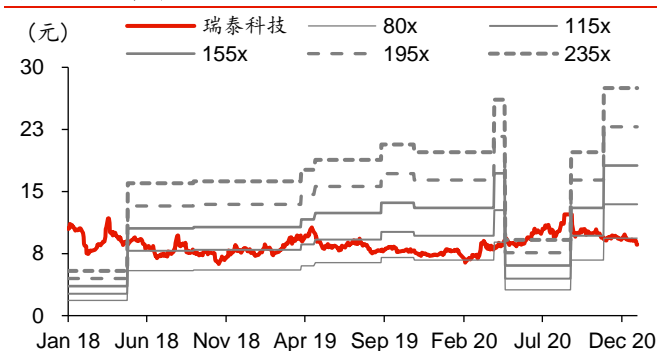
**钢铁行业景气度超预期下行：**耐材制品主要下游应用领域为钢铁生产企业，钢铁行业景气度对耐材制品企业业绩增速及经营质量有明显影响。如果钢铁行业景气度超预期下行，耐材制品企业盈利能力、回款等将存在恶化风险。

**原材料价格大幅波动风险：**耐材制品成本中约 80%为原材料，现阶段公司铝质原材料外部采购依赖较高。若上游原材料供给受限（如环保政策超预期收紧、政府主动调控等），或引发原材料价格大幅波动，耐材制品企业存在不能及时将成本上升压力转移至下游企业风险，或对公司经营业绩产生明显影响。

**资产重组及控股股东变更事项失败风险：**公司本次资产重组方案及相关联的控股股东变更事项对于公司未来发展预期有明显影响，若本次方案最终未成功实施，则公司后续钢铁耐材业务拓展及成长性将低于我们预期。

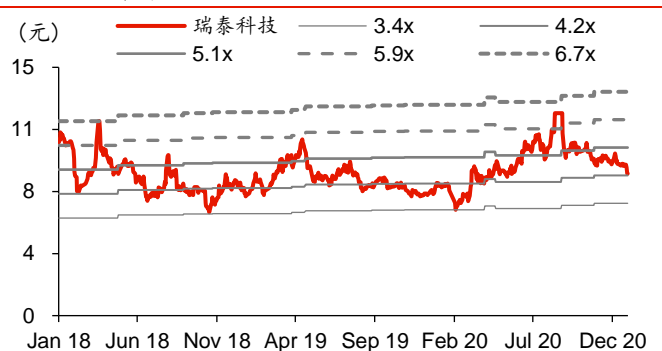
### PE/PB - Bands

图表 86： 瑞泰科技历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表 87： 瑞泰科技历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	2,426	2,521	2,797	3,358	3,772
现金	404.86	431.36	466.21	548.37	644.15
应收账款	704.00	704.45	691.75	950.50	978.60
其他应收账款	29.56	27.96	34.21	38.92	46.99
预付账款	113.18	112.31	131.40	155.26	181.47
存货	924.96	972.63	1,075	1,310	1,473
其他流动资产	249.23	272.02	399.08	354.82	447.71
非流动资产	1,261	1,298	1,365	1,420	1,463
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	810.91	928.71	1,045	1,130	1,194
无形资产	272.32	269.55	258.95	248.36	237.77
其他非流动资产	177.76	99.52	61.52	42.05	31.84
资产总计	3,687	3,819	4,162	4,778	5,236
流动负债	2,617	2,671	2,913	3,340	3,494
短期借款	1,204	1,221	1,394	1,449	1,407
应付账款	565.87	538.77	652.96	735.18	885.01
其他流动负债	847.66	911.13	865.60	1,156	1,202
非流动负债	98.16	121.44	121.44	121.44	121.44
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	98.16	121.44	121.44	121.44	121.44
负债合计	2,715	2,792	3,034	3,461	3,615
少数股东权益	545.51	574.56	648.74	785.90	1,007
股本	231.00	231.00	231.00	231.00	231.00
资本公积	162.97	162.97	162.97	162.97	162.97
留存公积	31.94	57.57	159.48	347.89	651.95
归属母公司股东权益	425.91	451.55	479.27	530.53	613.25
负债和股东权益	3,687	3,819	4,162	4,778	5,236

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	339.29	163.68	149.91	284.07	397.02
净利润	70.88	94.24	101.90	188.42	304.06
折旧摊销	71.84	78.21	79.94	92.32	103.73
财务费用	95.31	96.48	100.21	108.26	110.43
投资损失	(4.32)	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	96.99	(120.33)	(105.94)	(93.74)	(142.82)
其他经营现金	8.60	15.09	(26.20)	(11.18)	21.61
投资活动现金	(184.31)	(102.82)	(148.35)	(148.35)	(148.35)
资本支出	258.03	104.72	147.23	147.23	147.23
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	73.72	1.91	(1.12)	(1.12)	(1.12)
筹资活动现金	(173.92)	(160.38)	(119.93)	(88.26)	(90.43)
短期借款	(97.17)	17.38	173.22	54.69	(42.45)
长期借款	(44.00)	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(32.75)	(177.76)	(293.15)	(142.95)	(47.98)
现金净增加额	(19.64)	(99.61)	(118.37)	47.47	158.24

### 利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,786	3,900	4,215	4,958	5,824
营业成本	3,099	3,165	3,415	3,978	4,643
营业税金及附加	26.62	26.74	28.90	33.99	39.93
营业费用	191.70	196.04	207.66	234.34	263.63
管理费用	187.39	191.68	207.16	243.67	286.23
财务费用	95.31	96.48	100.21	108.26	110.43
资产减值损失	(8.95)	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	4.32	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	83.29	91.47	103.11	195.72	319.22
营业外收入	12.47	11.49	11.49	15.00	20.00
营业外支出	2.95	1.37	1.37	1.37	1.37
利润总额	92.81	101.58	113.22	209.35	337.84
所得税	21.93	7.34	11.32	20.94	33.78
净利润	70.88	94.24	101.90	188.42	304.06
少数股东损益	53.59	68.60	74.18	137.16	221.34
归属母公司净利润	17.29	25.64	27.72	51.26	82.72
EBITDA	207.08	222.23	239.18	351.14	488.78
EPS (元, 基本)	0.07	0.11	0.12	0.22	0.36

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	73.96	3.01	8.08	17.62	17.47
营业利润	107.25	9.82	12.73	89.82	63.09
归属母公司净利润	13.91	48.32	8.13	84.90	61.38
获利能力 (%)					
毛利率	18.17	18.84	18.99	19.77	20.29
净利率	1.87	2.42	2.42	3.80	5.22
ROE	7.30	9.18	9.03	14.31	18.76
ROIC	7.34	9.58	9.42	15.08	23.27
偿债能力					
资产负债率 (%)	73.65	73.13	72.90	72.45	69.05
净负债比率 (%)	101.07	92.12	92.55	77.21	54.20
流动比率	0.93	0.94	0.96	1.01	1.08
速动比率	0.53	0.53	0.54	0.56	0.60
营运能力					
总资产周转率	1.03	1.04	1.06	1.11	1.16
应收账款周转率	5.21	5.54	6.04	6.04	6.04
应付账款周转率	5.43	5.73	5.73	5.73	5.73
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.07	0.11	0.12	0.22	0.36
每股经营现金流(最新摊薄)	1.47	0.71	0.65	1.23	1.72
每股净资产(最新摊薄)	1.84	1.95	2.07	2.30	2.65
估值比率					
PE (倍)	114.66	77.31	71.49	38.67	23.96
PB (倍)	4.65	4.39	4.14	3.74	3.23
EV_EBITDA (倍)	16.95	15.76	15.36	10.78	7.91

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测