

罗普斯金（002333）：公开发行强化公司业绩增长的持续性

有色金属/铝

合理价值区间：21.7~24.5 元/股

报告日期：2009 年 12 月 25 日

主要财务指标（单位：百万元）

	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	813	917	1272	1770
(+/-)	3.42%	12.82%	38.78%	39.08%
营业利润	64	125	148	166
(+/-)	3.58%	95.82%	19.13%	11.76%
归属于母公司 的净利润	55	109	126	141
(+/-)	4.57%	97.90%	15.72%	11.76%
EPS（元）	0.35	0.70	0.80	0.90
动态 P/E	63	32	27	24

公司发行新股基本情况

发行后总股本（万股）	15680
发行股数（万股）	3920
发行价格（元）	22.00
发行市盈率（倍）	63
发行动态市盈率（倍）	32
行业滚动市盈率（倍）	54.4
第一大股东	罗普斯金控股
第一大股东持股比例 （发行前/发行后）	93.80%/70.35%
发行前每股净资产（元）	2.42
发行前资产负债率	48.46%

注：发行市盈率=发行价/发行前一年度的摊薄 EPS；
发行动态市盈率=发行价/发行当年的预测摊薄 EPS。

联系人 孟令圣

联系电话 010-66045478

邮箱 mengls@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 公司拟公开发行3920万股，募集资金投资“苏州铭德铝业有限公司5万吨铝合金挤压材建设项目”。发行完成后，公司总股本将增至15680万股，罗普斯金控股有限公司股权比例将稀释至70.35%，实际控制人仍为吴明福。
- 公司的经营范围包括铝建筑型材和铝工业材两大类，其中铝建筑型材占比90%，近年来公司营业收入与利润主要来源于该业务。募投项目投产后，建筑型材与工业材产能将分别增至5.9万吨与3.1万吨。
- 公司竞争优势：细分行业龙头+品牌+销售渠道+定价策略。其中前两个因素对公司业绩的推动作用将进一步强化，使公司具有一定的定价权优势；公司采取的“经销商+自建渠道”的销售渠道模式一方面有利于提高毛利水平，但也大幅增加了销售费用；06年以来公司定价策略的历次调整均在一定程度上提高了公司单位产品毛利，但该因素可持续性不强。
- 后期业绩增长将主要来自产能扩张。近年来公司产能利用率维持高位，毛利率远高于同行业平均水平。但随着加工费逐渐回落至正常水平及铝棒采购价格上涨，公司毛利率将有所下降，后期业绩的增长将主要来自募投项目的产能扩张。
- 募投项目对公司的影响：募集资金投资项目达产后，公司铝挤压材产能将提升一倍以上。这一方面有利于增强公司在铝建筑型材市场的竞争力，提升市场占有率；另一方面，公司铝工业材的规模效益将开始显现，目前较为单一的产品结构得以优化。
- 盈利预测及估值：我们预计公司2009-2011年的摊薄EPS分别为0.70元、0.80元和0.90元。以公司IPO后总股本15680万股计算，参考可比公司的PE、PB估值水平，我们认为公司的合理价值区间为21.7-24.5元/股。

正文目录

正文目录	1
图表目录	2
1. 公司概况：主营建筑型材的区域性龙头企业	3
2. 铝挤压材行业尚有较大发展空间	4
2.1 铝挤压材：中国产量高速增长	4
2.2 行业利润率受铝价走势影响较大	5
2.3 下游行业加速复苏	5
3. 公司前期业绩不俗，后期依赖产能扩张	7
3.1 细分行业龙头，建筑型材产销两旺	7
3.1.1 业务简介	7
3.1.2 产能利用率维持高位	7
3.1.3 产销率相对稳定	8
3.2 成本受制于铝价，利润增幅取决于加工费	9
3.2.1 单位成本受制于铝价高低	9
3.2.2 毛利率稳定上升，但后期压力大增	9
3.2.3 利润增长幅度高于收入增速	10
3.3 优劣势同样突出，市场地位有待提升	10
3.3.1 市场地位有待提升	10
3.3.2 优劣势同样突出	11
4. 公开发行强化公司盈利增长的持续性	13
4.1 发行概况	13
4.2 产能扩张有望提升公司市场地位	14
5. 盈利预测、相对估值与风险提示	15
5.1 盈利预测	15
5.2 相对估值	17
5.3 风险提示	18

图表目录

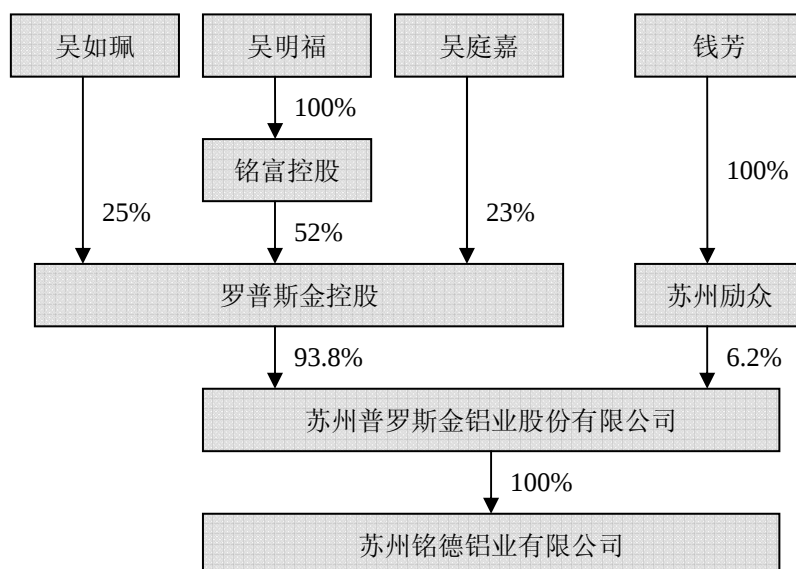
图表 1: 罗普斯金 IPO 之前股权结构图	3
图表 2: 罗普斯金 IPO 前后股权结构变化情况	3
图表 3: 铝挤压材产业链	4
图表 4: 2000 年以来中国铝建筑型材与铝工业材产量增长情况 (万吨)	4
图表 5: LME3 月期铝季度均价走势 (美元/吨)	5
图表 6: 罗普斯金产能利用率	7
图表 7: 剔除淡季后的产能利用率	7
图表 8: 分季度产能利用率	8
图表 9: 公司产销率	8
图表 10: 分季度销售量 (吨)	8
图表 11: 电解铝、铝棒价格与单位成本对比 (元/吨)	9
图表 12: 近年来公司综合毛利率变化情况	9
图表 13: 近年来公司单位产品毛利额 (元/吨)	10
图表 14: 罗普斯金利润增幅与收入增幅对比 (万元)	10
图表 15: 可比公司对比	11
图表 16: 募集资金拟投资项目	13
图表 17: 拟投资项目财务指标	13
图表 18: 罗普斯金铝建筑型材销售量及市场占有率变化预测	14
图表 19: 公司铝工业材销量与中国需求量对比	14
图表 20: 盈利预测假设条件及收入、成本预测	16
图表 21: 罗普斯金 (002333) 盈利预测	17
图表 22: A 股可比上市公司估值水平	18

1. 公司概况：主营建筑型材的区域性龙头企业

公司的主营业务为铝挤压材产品的生产和销售；经营范围包括铝建筑型材和铝工业材两大类，其中约90%的产品为铝建筑型材，近年来公司营业收入与利润主要来源于该业务；主要产品包括：铝合金花格网、装饰材料、铝合金异型材、防盗门窗、新型气密门窗、金属门窗及橡胶密封条、毛刷条及配件、五金件等门窗配件及附件等。

公司控股股东为罗普斯金控股有限公司。罗普斯金控股有限公司为注册于开曼群岛的投资型企业，不从事任何产品的生产和经营。该次发行前，罗普斯金控股持有公司93.80%的股权。吴明福通过其全资子公司铭富控股持有罗普斯金控股52%的股权，吴明福的女儿吴如珮和吴庭嘉分别持有罗普斯金控股25%和23%的股权。

图表 1：罗普斯金 IPO 之前股权结构图



资料来源：公司公告、天相投顾整理

公司拟公开发行3920万社会公众股，占发行后总股本的25%。募集资金投资“苏州铭德铝业有限公司5万吨铝合金挤压材建设项目”。发行完成后，公司总股本将由11760万股增至15680万股，罗普斯金控股有限公司与苏州励众企业管理咨询有限公司的股权比例将分别稀释至70.35%与4.65%。

图表 2：罗普斯金 IPO 前后股权结构变化情况

股份性质	股东名称	公开发行前		公开发行后		锁定限制及期限
		股数（万股）	比例	股数（万股）	比例	
有限售条件的流通股	罗普斯金控股	11030.88	93.80%	1130.88	70.35%	自上市之日起锁定36 个月
	苏州励众	729.12	6.20%	729.12	4.65%	自上市之日起锁定12 个月
社会公众股		-	-	3920	25%	-
总股本		11760	100%	15680	100%	-

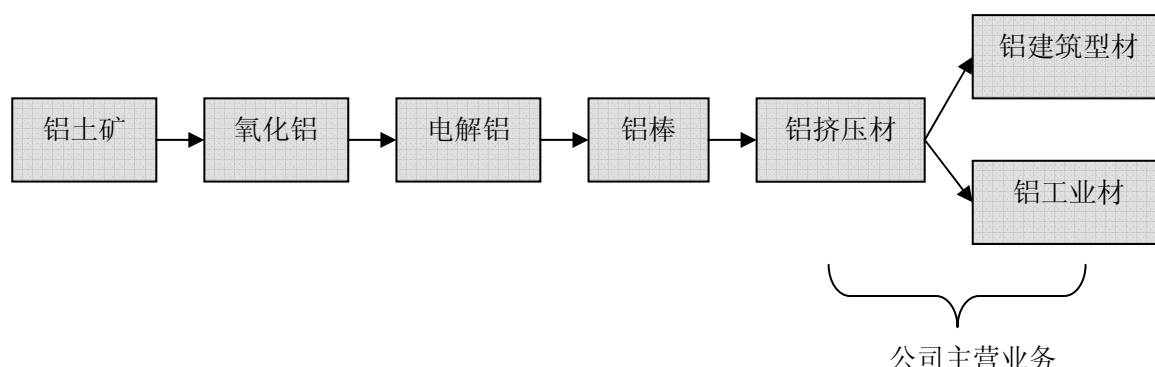
资料来源：公司公告、天相投顾整理

2. 铝挤压材行业尚有较大发展空间

2.1 铝挤压材：中国产量高速增长

公司主营业务所处的细分行业属铝挤压材行业。铝挤压材按其应用领域分为铝建筑型材和铝工业材，其中铝建筑型材主要应用于各类民用及商用建筑领域；铝工业材主要应用于除建筑领域外的其他工业领域。

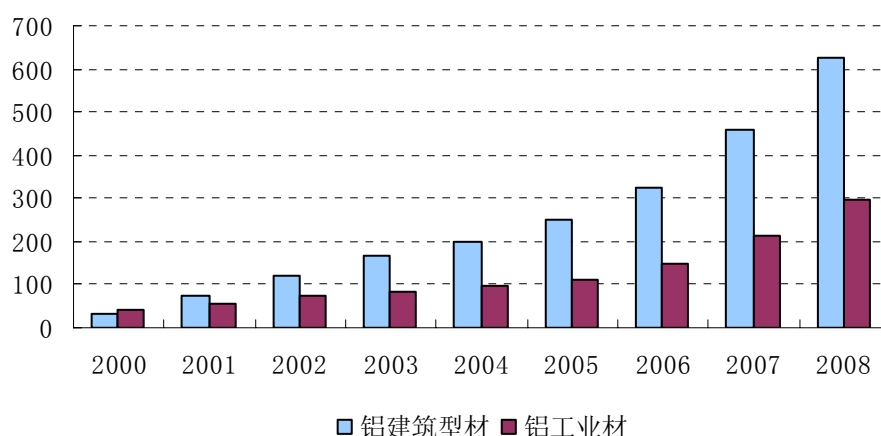
图表 3：铝挤压材产业链



资料来源：天相投顾整理

2006年，中、美、日三国合计占全球铝挤压材产量的60%，其中中国的产量占全球总产量的比重超过1/3。与美、日等国产量基本保持稳定不同，中国的产量增长一直保持较高水平。据中国有色金属加工工业协会统计，2000-2008年，中国铝挤压材产量复合增长率高达36.84%。其中铝建筑型材产量由33万吨增长至627万吨，复合增长率为44.49%；铝工业材由42万吨增长至295万吨，复合增长率为27.59%。

图表 4：2000 年以来中国铝建筑型材与铝工业材产量增长情况（万吨）



资料来源：有色协会、天相投顾整理

虽然中国是全球最大的铝挤压材生产国，但较之欧美企业，中国铝挤压材生产企业规模普遍较小。截至2008年，全国共有各类铝挤压材生产企业约680家，总产能约

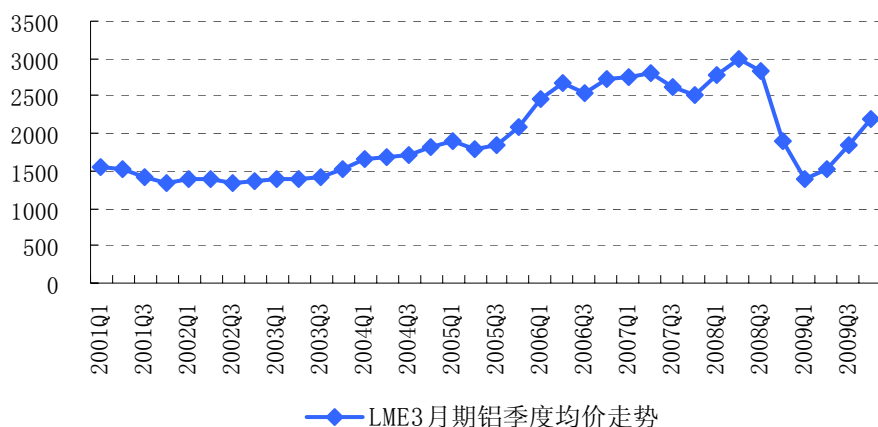
1050万吨，厂均产能仅为1.5万吨。

从应用领域分析，欧洲、北美、日本2006年铝挤压材在建筑行业的消费占比分别为40%、45%与62%，而中国铝挤压材在建筑领域的消费量接近70%，其他工业领域的消费比例则相对较低，存在较大增长空间。据中国有色金属工业协会预测，随着中国工业化程度的提高，铝工业材的消费量将持续增长，其在铝挤压业中的比例将由目前的30%上升到2012年的45-50%。因此，从长期来看，铝工业材发展速度将高于建筑型材。

2.2 行业利润率受铝价走势影响较大

铝挤压材行业主要原材料为铝棒，铝棒是在电解铝中添加镁、锰等金属加工而成的铝合金制品。因此，上游电解铝行业的供应与价格波动状况对铝挤压材行业影响较大。目前电解铝行业正处于低位回升的阶段，虽然下游需求有所复苏，但产能扩张与开工率提升导致供给增长较快，铝价在供求矛盾及充裕的流动性交织中震荡上行。

图表 5：LME3 月期铝季度均价走势（美元/吨）



资料来源：bloomberg、天相投顾整理

电解铝及铝棒价格的稳定上行为铝挤压行业提供了较好的经营环境。一方面，电解铝及铝棒价格尚处于低位，降低了铝挤压企业的采购成本，减少了原料采购的资金占用，从而促使铝挤压企业毛利率提升，增强铝挤压企业的盈利能力；另一方面，也降低了铝价下跌导致公司被迫对库存原材料计提资产减值损失的风险。但是随着铝价持续上行，铝挤压行业毛利率将逐渐下降。

2.3 下游行业加速复苏

随着铝制品应用领域的日益扩大，城镇化和工业化将构成推动我国铝挤压材消费长期增长的两大驱动因素。以城镇化为例，经测算，2006-2020年，因城镇化水平提高带来的铝建筑型材需求量将新增878万吨，平均每年需求量新增63万吨。同时，旧有建筑的更新改造也将对铝建筑型材提供巨大的市场容量。

目前我国铝挤压材在工业领域的应用占比较低。据中国有色金属工业协会预测，随着工业化程度的提高，中国铝工业材的消费量将持续增长，在铝挤压业中的比例将由目前的30%上升到2012年的45-50%左右。主要应用领域包括交通运输业、耐用消费

品业、机械装备制造业及其他工业领域。

从目前下游需求的恢复情况来看，交通运输业、耐用消费品业等铝工业材应用领域的恢复情况较好。而铝挤压材的主要应用领域——建筑行业也呈现加速复苏的状态，2009年前11月房地产开发投资累计增速17.8%，房地产施工面积、竣工面积与销售面积同比分别增长17.2%、26.1%与53%。

3. 公司前期业绩不俗，后期依赖产能扩张

3.1 细分行业龙头，建筑型材产销两旺

3.1.1 业务简介

公司经营范围包括铝建筑型材和铝工业材两大类，其中约90%的产品为铝建筑型材，近年来公司营业收入与利润总额主要来源于该业务；主要产品包括：铝合金花格网、装饰材料、铝合金异型材、防盗门窗、新型气密门窗、金属门窗及橡胶密封条、毛刷条及配件、五金件等门窗配件及附件等。

因铝挤压材产品的生产是将铝棒经挤压后进行表面处理，而后对外销售，因此通常以铝棒挤压能力作为铝挤压材产品的设计生产能力；此外，铝建筑型材需经过表面处理工序后才能形成最终产品，因此表面处理能力也会对其产能形成制约。

3.1.2 产能利用率维持高位

截至2008年末，公司设计挤压生产能力约78000吨/年，由于受客户订单规格不同和产品模具频繁更换的影响，公司实际挤压生产能力约40000吨/年。该次募集资金投资项目先行购买的4条挤压机生产线已全面投入运行，因此，实际产能由2008年末的40000吨/年提高到目前的52500吨/年。

2006年以来，公司产能与产量均保持稳定增长，2009年1-6月产能利用率下降的主要原因是受建筑业传统淡季因素影响，2009年第一季度公司产能利用率仅为58.25%，比往年淡季的产能利用率略有下降，预计2009年全年产能利用率将回升至80%以上。

图表 6：罗普斯金产能利用率

	2009年1-6月	2008年	2007年	2006年
产能（吨）	26,250	40,000	33,000	28,000
产量（吨）	19,314	32,578	30,173	25,806
产能利用率	73.58%	81.45%	91.43%	92.16%

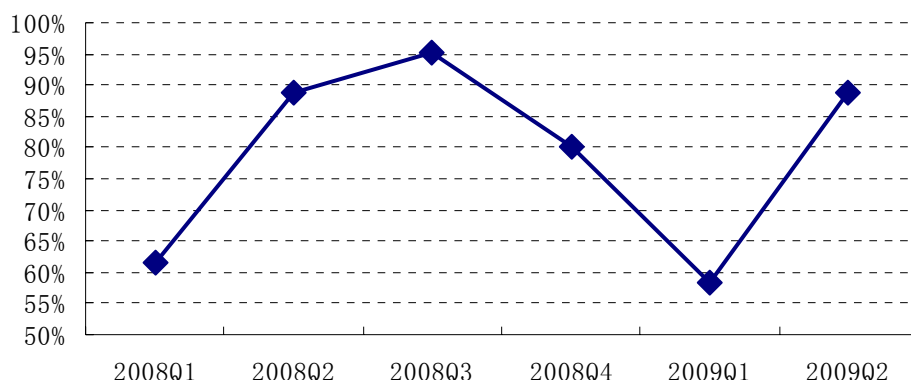
资料来源：公司公告、天相投顾整理

图表 7：剔除淡季后的产能利用率

	2009年4-6月	2008年4-12月	2007年4-12月	2006年4-12月
产能（吨）	13,125	30,000	25,000	21,000
产量（吨）	11,669	26,416	25,577	21,555
产能利用率	88.91%	88.05%	102.31%	102.64%

资料来源：公司公告、天相投顾整理

图表 8：分季度产能利用率



资料来源：公司公告、天相投顾整理

3.1.3 产销率相对稳定

公司对铝棒的采购定价策略为“电解铝价格+加工费”，在目前国内套期保值机制不健全的情况下，公司须承担电解铝价格波动风险。因此，公司生产采取相对保守的“以销定产”的方式，提高原材料周转率，以最大程度上规避铝价波动风险。

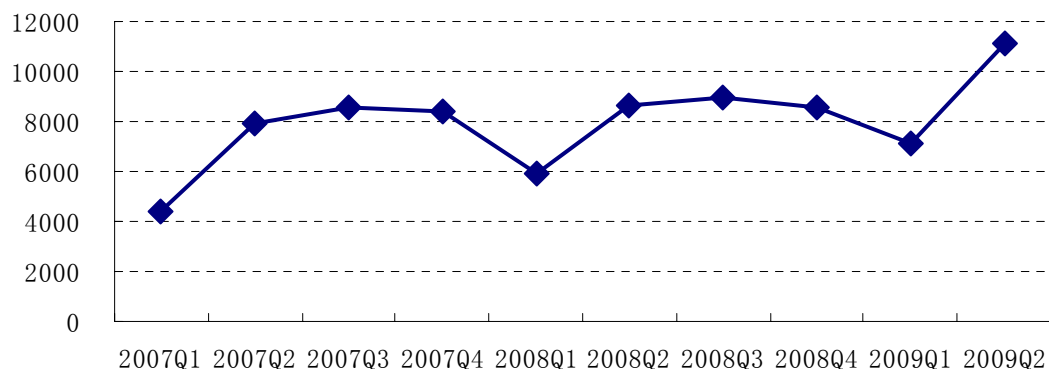
2006年、2007年、2008年和2009年1-6月，公司向前五名客户合计销售额占当期销售总额的百分比分别为12.77%、15.34%、18.77%和17.19%。这一方面避免了严重依赖于少数客户的情况；但另一方面，较低的客户集中度也容易造成公司销售业绩的波动。从近几年的情况来看，公司销售量随产量稳步增长，产销率保持相对稳定。

图表 9：公司产销率

年份	2009年1-6月	2008年	2007年	2006年
产量（吨）	19,314	32,578	30,173	25,806
销售量（吨）	18,228	32,098	29,330	25,324
产销率	94.37%	98.53%	97.21%	98.13%
主营收入（万元）	39,620.93	79,181.35	77,436.48	64,045.02
价格（元/吨）	21,736	24,669	26,402	25,290

资料来源：公司公告、天相投顾整理

图表 10：分季度销售量（吨）



资料来源：公司公告、天相投顾整理

3.2 成本受制于铝价，利润增幅取决于加工费

3.2.1 单位成本受制于铝价高低

公司生产经营所需的主要原材料为铝棒，主要通过向电解铝厂商采购电解铝并委托其加工成铝棒，铝棒定价方式为“电解铝价格+加工费”，其中电解铝价格参考长江现货市场价格确定。铝棒是在电解铝中添加少量的镁、锰等金属加工而成，电解铝价格基本决定了铝棒的采购价格。公司铝棒采购成本占采购总金额的比重较大，2006年、2007年、2008年及2009年1-6月，铝棒采购成本占采购总额的比重分别为71.85%、70.88%、69.70%与65.89%。

从电解铝价格、单位铝棒采购成本及单位主营业务成本的对比来看，三者的变动基本保持同步，电解铝价格是衡量公司单位成本高低的决定性因素。

图表 11：电解铝、铝棒价格与单位成本对比（元/吨）

	2007 年				2008 年				2009年
	第1 季度	第2 季度	第3 季度	第4 季度	第1 季度	第2 季度	第3 季度	第4 季度	1-6月
电解铝均价	17,048	17,380	16,812	15,454	16,215	15,945	15,163	10,880	11043
单位铝棒采购成本	17,612	17,717	17,423	16,312	16,191	16,364	15,657	11,799	11507
单位主营业务成本	22,431	21,325	21,933	21,149	20,853	20,476	20,226	17,446	15908

资料来源：公司公告、天相投顾整理

3.2.2 毛利率稳定上升，但后期压力增大

公司产品的定价政策为“产品售价=铝棒价格+生产费用+合理利润”。以公司当前的产品结构及市场状况来看，其合理利润大致保持在4500-5000元/吨的水平。近年来公司在产能扩张、销量增长的基础上，产品毛利率水平稳步上升，2006年至2009年上半年，公司综合毛利率分别为12.92%、17.75%、19.73%与26.25%。

图表 12：近年来公司综合毛利率变化情况

	2009年1-6月	2008年	2007年	2006年
主营业务毛利率	26.81%	20.27%	18.05%	13.36%
其中：建筑型材	27.26%	21.14%	18.81%	13.36%
铝工业材	12.17%	11.12%	10.69%	-

资料来源：公司公告、天相投顾整理

公司产品毛利率的上升主要源于两个因素。第一个因素是单位产品毛利额的增加，2006-2009年上半年，每吨产品毛利额分别为3378元、4765元、5001元和5828元，呈逐年上升态势。这一方面是由于近年来公司产品销售通过在“订单日”与“提货日”之间的调节，其定价策略基本踏准“市场节奏”，但后期这一因素的不确定性较大，不具有可持续性；另一方面是由于随着公司生产规模的扩张，单位产品的生产费用有所下降，规模效益显现，2006年、2007年、2008年和2009年1-6月单位产品生产费用（含燃料及动力、直接人工、制造费用及其他费用）分别为3913元、4392元、4714元与4401元。

图 表 13：近年来公司单位产品毛利额（元/吨）

	2009年1-6月	2008年	2007年	2006年
单位产品收入	21,736	24,669	26,402	25,290
单位产品成本	15,908	19,668	21,637	21,912
单位产品毛利额	5,828	5,001	4,765	3,378

资料来源：公司公告、天相投顾整理

第二个因素是电解铝及铝棒价格的持续下降，在产品售价不断降低的背景下，如果公司单位产品毛利额保持不变，则售价降低将导致毛利率上升。目前电解铝价格仍处于低位回升的阶段，为公司提供了较好的经营环境。但随着铝价节节攀升，单位采购成本基数抬高及占用资金成本增加将使公司毛利率下降。

我们认为公司建筑型材毛利率高于行业平均水平的原因可以概括为：细分行业龙头+品牌+销售渠道+定价策略。其中前两个因素对公司业绩的推动作用还将逐步强化；公司采取的“经销商+自建渠道”的销售渠道模式一方面有利于提高毛利水平，但也大幅增加了销售费用；06年以来公司定价策略的历次调整均在一定程度上提高了公司毛利，但不具有可持续性。今后几年公司每吨产品毛利额或将逐渐降至5000元左右，如果电解铝及铝棒价格继续走强，公司综合毛利率将回落至20%以下，业绩的增长将主要来自募投项目的产能扩张。

铝工业材粗加工产品与深加工产品毛利率区间分别为10%-15%与25%-30%。公司铝工业材产品主要为粗加工产品，因此今后几年该业务业绩增长有限，利润来源仍将集中于建筑型材领域。

3.2.3 利润增长幅度高于收入增速

2006年以来，公司营业利润、利润总额、净利润增长幅度基本同步，但高于收入增长速度。特别是2009年上半年，利润增幅远高于收入增长幅度，主要是由于产量增长的同时，毛利率显著上升，期间费用率亦有所下降。但随着毛利率下降及所得税率上升，今后几年公司利润增幅将与收入增幅趋于同步。

图 表 14：罗普斯金利润增幅与收入增幅对比（万元）

	2009年1-6月		2008年		2007年		2006年
	金额	同比增幅	金额	同比增幅	金额	同比增幅	金额
营业收入	40,484.63	5.37%	81,271.18	3.42%	78,583.14	20.48%	65,226.28
营业利润	6,138.63	121.10%	6,365.69	3.58%	6,145.65	91.04%	3,216.98
利润总额	6,005.86	122.43%	6,321.76	5.03%	6,019.26	68.58%	3,570.61
净利润	5,260.57	123.71%	5,511.47	4.57%	5,270.50	47.17%	3,581.13

资料来源：公司公告、天相投顾整理

3.3 优劣势同样突出，市场地位有待提升

3.3.1 市场地位有待提升

据中国有色金属加工工业协会统计，截至2008年，中国在产的铝挤压厂约680家左右，合计产能约1050万吨，平均产能1.5万吨，公司目前产能已达5.25万吨，虽然在国内市场占有率不高，但在长三角地区具有明显的竞争优势，公司主要市场为江苏、

浙江、福建、安徽等东部沿海地区，2007年公司在四个省份的市场占有率为4.55%，计划到2011年提升至6.5%。

除公司外，国内铝挤压材主要企业包括中国忠旺、兴发铝业、南山铝业、凤铝铝业、南平铝业、栋梁新材等。虽然公司产销量及营业收入等指标均低于可比上市公司，但在综合毛利率、产品单位售价等方面具有较强竞争力。

图表 15：可比公司对比

年份	公司名称	产能（吨）	产量（吨）	销量（吨）	营业收入（万元）	毛利率（%）	产品售价（元）
2008年	中国忠旺	535,311	419,466	430,857	1,126,443	27.54	26,144
	兴发铝业	-	95,300	95,200	213,637	8.20	22,441
	栋梁新材	-	-	-	108,379	11.67	-
	罗普斯金	40,000	32,578	32,098	81,271	19.73	24,669
2007年	中国忠旺	505,386	303,314	307,398	752,127	21.47	24,468
	兴发铝业	113,400	91,528	89,295	214,867	9.27	24,063
	栋梁新材	40,000	-	-	96,477	9.05	-
	罗普斯金	33,000	30,173	29,330	78,583	17.75	26,402
2006年	中国忠旺	391,986	243,712	266,479	607,523	18.26	22,798
	兴发铝业	99,000	78,782	76,702	186,124	7.33	24,266
	栋梁新材	40,000	39,342	37,502	85,580	10.14	22,820
	罗普斯金	28,000	25,806	25,324	65,226	12.92	25,290

资料来源：公司公告、天相投顾整理

3.3.2 优劣势同样突出

公司的竞争优势主要体现在品牌、渠道建设及技术研发等方面，并在此基础上建立了一定的定价权优势。

1) 技术与研发优势。目前公司拥有一套完整的研发体系和一批经验丰富的研发人员，并取得一系列研发成果，截至2009年6月30日，公司共拥有各类有效专利664项，在行业内遥遥领先，是中国忠旺与栋梁新材的3.77倍与55倍。在研发成果的应用方面，公司非常重视并不断提升市场把握能力，始终以满足客户的多样性需求作为研发的出发点。

2) 渠道优势。公司采取“自建销售渠道为主、经销商为辅”的渠道策略，加强了公司对终端市场及经销商的议价能力，加强了产品定价权优势与品牌维护力度，使得综合毛利率高于同行业平均水平。经过多年发展，公司已拥有完整且运转良好的营销渠道，营销渠道优势已成为公司持续竞争力的重要支持。

3) 品牌优势。公司非常注重品牌形象的建设与维护，经过多年的努力，公司产品及品牌相继获得多项国家、省部级、市级及各专业机构的荣誉称号。公司以消费品模式进行品牌运作，给消费者留下“罗普斯金”是优质门窗品牌而非单纯型材品牌的印象。

4) 定价权优势。公司在定价权方面的优势建立在技术创新与研发优势、渠道优势和品牌优势基础之上。正是基于上述优势，公司得以在产品定价上有别于行业内大多数企业。公司在业内首家以“支”为单位进行定价，其指导思想正是基于公司将铝建筑型材视为一种消费品，这样的定价方式不仅摆脱了单纯赚取“加工费”的盈利模

式，而且有助于避免陷入行业的“价格战”。

而公司的劣势主要表现在销售费用高、业务过于集中等方面。

1) 销售费用高。由于公司以自建销售渠道为主，销售人员队伍庞大，销售费用率远高于行业平均水平，2008年公司销售费用率为6.37%，而同期栋梁新材、中国忠旺、兴发铝业分别为1.41%、1.51%与1.75%。

2) 业务过于集中。公司产品与利润主要集中在建筑材领域，业务过于集中；而公司的铝工业材主要为粗加工产品，利润率较低，不过该次增发后公司业务构成将有所改善。

4. 公开发行强化公司盈利增长的持续性

4.1 发行概况

该次发行股份募集资金主要用于投资“苏州铭德铝业有限公司5万吨铝合金挤压材建设项目”，计划总投资约3.94亿元。该项目建设工期预计为1.5年，项目建成后第一年达产率70%，第二年可完全达产。

截至2009年6月30日，公司产能为5.25万吨/年，其中包括该次募集资金投资项目先行购买的机器设备带来的新增产能1.25吨/年。按照公司规划，募集资金投资项目达产后，将新增产能5.4万吨/年，届时公司总产能将达9.4万吨/年，预计完全达成后每年新增产量（剔除季节性影响）5万吨左右。

该次募集资金投资项目达产后，每年将新增2.3万吨铝建筑型材与2.7万吨铝工业材，两者产能将分别达到约5.9万吨与3.1万吨。

图表 16：募集资金拟投资项目

	产品名称	年产量（吨）
铝建筑型材	建筑型材	10000
	隔热型材	13000
铝工业材	工业型材	21000
	棒排材	3000
	厚壁管材	2000
	薄壁管材	1000
合计		50000

资料来源：公司公告、天相投顾整理

根据公司的预测，项目达产后，年销售收入与净利润将分别增加13.76亿元与6965万元，项目内部收益率（税后）为17.86%，投资回收期（含建设期，税后）6.56年。

图表 17：拟投资项目财务指标

序号	项目	单位	数额
1	年销售收入（含税）	万元	137620
2	利润总额	万元	9287
3	所得税（25%）	万元	2322
4	净利润	万元	6965
5	盈亏平衡点	%	50.6
6	自有资金财务内部收益率	%	19.4
7	自有资金财务净现值（I=12%）	万元	17944
8	项目内部收益率（税后）	%	17.86
9	投资回收期（含建设期，税后）	年	6.56

资料来源：公司公告、天相投顾整理

4.2 产能扩张有望提升公司市场地位

募集资金投资项目达产后，公司铝挤压材产能将提升一倍以上。这一方面有利于增强公司在铝建筑型材市场的竞争力，提升市场占有率；另一方面，公司铝工业材的规模效益将开始显现，目前较为单一的产品结构得以优化。

公司铝建筑型材目前已销往全国31个省、自治区、直辖市。将全国市场分为三类：主要市场、战略市场、辐射市场。其中主要市场包括江苏、浙江、福建、安徽四省；战略市场包括北京、上海、辽宁、山西、河北、湖南、广东、云南等省份；其他地区为辐射市场。

首先，在铝建筑型材市场上，公司预计其销售潜力可达7.7万吨，其中主要市场与战略市场的市场占有率分别提升至6.50%与1.55%。

图表 18：罗普斯金铝建筑型材销售量及市场占有率变化预测

	2007年		2011年	
	销售量	市场占有率	预计销售量	预测市场占有率
主要市场	16049.54	4.55%	44400	6.50%
战略市场	4885.98	1.09%	13400	1.55%
辐射市场	5461.48	-	19000	-
合计	26397		76800	

资料来源：公司公告、天相投顾整理

其次，在铝工业材市场上，虽然目前公司铝工业材产品包括10大类158种，其应用领域已覆盖汽车配件、照明灯具、太阳能设备、医疗器械、集装箱产品、厨卫产品、运动器械等数十个行业。但目前产销规模都很小，存在较大发展空间。

图表 19：公司铝工业材销量与中国需求量对比

下游行业	2008年销售量（吨）	预测2010年中国需求量（吨）
汽车天窗用导轨	95	18000
太阳能设备	101	30000
电梯设备配件	160	267300
LED照明灯具	406	10500
集装箱制造	104	160000
合计	866	485800

资料来源：公司公告、天相投顾整理

2008年公司对上述五个行业销售的铝工业材数量不足1000吨，约占公司当年铝工业材总产量的30%，而仅上述五个行业2010年的铝工业材需求量接近50万吨，市场容量巨大。

截至本招股说明书签署日，公司已与部分客户签订了长期供货协议，公司将在2008-2010年向该部分客户提供约13000吨铝工业材产品，有利于缓解产能扩张后的产品销售压力。

5. 盈利预测、相对估值与风险提示

5.1 盈利预测

盈利预测假设与前提：

1) 税率：作为外资企业，公司获得自2005年起“两年三减半”的税收优惠，因此2007-2009年适用的所得税率为12.5%；并且公司于2009年3月4日通过高新技术企业资格认定，故2010、2011年适用的所得税率为15%。

2) 总股本：按发行后总股本15680万股计算2007-2011年摊薄EPS，因此涉及2007、2008年的EPS调整。

3) 增发投资项目：考虑公司建筑型材与工业材毛利率的较大差异，假设优先建设建筑型材项目，然后建设工业型材项目。

4) 加工费：公司定价策略的调整使得2009年上半年建筑型材加工费偏高，我们在盈利预测中逐渐调降2010、2011年加工费水平。

5) 毛利率与期间费用率：铝棒采购价格的上涨及加工费的下降将导致2010、2011年毛利率下降；产能扩张后销售数量的大幅增长与公司较强的销售能力相匹配，将使销售费用率有所下降。

产销量、价格、成本、加工费等重要变量的具体假设如下：

图表 20: 盈利预测假设条件及收入、成本预测

建筑型材相关变量假设及收入、成本预测							
	2007年	2008年	2009中期	2009E	2010E	2011E	2012E
产能 (吨)	29700	36000	24250	48500	57000	59000	59000
产量 (吨)	27457	29972	18831	41429	48450	51920	53100
销售量 (吨)	26690	29530	17772	39988	47481	50882	52038
铝价 (元/吨, 不含税)	16648	14464	11043	11883	14957	15812	16667
铝棒采购单价 (元/吨)	17245	14953	11507	12353	15457	16312	17167
每吨加工成本 (元/吨)	4392	4715	4401	4400	4100	4000	4000
每吨产品成本 (元/吨)	21637	19668	15908	16753	19557	20312	21167
加工费 (元/吨)	5013	5272	5962	5700	5650	5500	5400
每吨产品收入 (元/吨)	26650	24940	21870	22453	25207	25812	26567
收入 (万元)	71129	73649	38867	89784	119687	131335	138248
成本 (万元)	57750	58080	28272	66991	92860	103351	110147
毛利润 (万元)	13379	15569	10595	22793	26827	27985	28101
毛利率	18.81%	21.14%	27.26%	25.39%	22.41%	21.31%	20.33%
铝工业材相关变量假设及收入、成本预测							
	2007年	2008年	2009中期	2009E	2010E	2011E	2012E
产能 (吨)	3300	4000	2000	4000	4000	31000	31000
产量 (吨)	2716	2606	483	1062	3480	20150	24800
销售量 (吨)	2640	2568	456	1003	3410	19747	24304
铝价 (元/吨)	16648	14464	11043	11883	14957	15812	16667
铝棒采购价格 (元/吨)	17245	14953	11507	12353	15457	16312	17167
每吨加工成本 (元/吨)	4392	4715	4401	4400	4100	4000	4000
每吨产品成本 (元/吨)	21637	19668	15908	16753	19557	20312	21167
加工费 (元/吨)	2590	2461	2204	2250	2600	2800	3000
每吨产品收入 (元/吨)	24227	22129	18112	19003	22157	23112	24167
收入 (万元)	6395	5682	825	1905	7557	45639	58735
成本 (万元)	5712	5050	725	1680	6670	40110	51443
毛利润 (万元)	684	632	100	226	887	5529	7291
毛利率	10.69%	11.12%	12.17%	11.84%	11.73%	12.11%	12.41%
罗普斯金铝业主营业务收入及成本预测							
	2007年	2008年	2009中期	2009E	2010E	2011E	2012E
产能 (吨)	33000	40000	26250	52500	61000	90000	90000
产量 (吨)	30173	32578	19314	42491	51930	72070	77900
产能利用率	91.43%	81.45%	73.58%	80.93%	85.13%	80.08%	86.56%
销售量 (吨)	29330	32098	18228	40990	50891	70629	76342
产销率	97.21%	98.53%	94.38%	96.47%	98.00%	98.00%	98.00%
主营收入 (万元)	77524	79332	39693	91689	127243	176975	196982
主营成本 (万元)	63461	63130	28997	68671	99530	143461	161591
毛利润 (万元)	14063	16201	10696	23019	27713	33514	35392
综合毛利率	18.14%	20.42%	26.95%	25.11%	21.78%	18.94%	17.97%

资料来源: 公司公告、天相投顾整理

图表 21：罗普斯金（002333）盈利预测

单位：万元	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	78,583	81,271	91,689	127,243	176,975
增长率 (%)	20.48%	3.42%	12.82%	38.78%	39.08%
减：营业成本	64,638	65,235	68,671	99,530	143,461
毛利率 (%)	17.75%	19.73%	25.10%	21.78%	18.94%
营业税金及附加	22	36	55	76	106
销售费用	3,485	5,179	6,051	6,998	8,849
管理费用	2,551	3,322	3,530	4,517	6,194
财务费用	957	1,057	917	1,272	1,770
费用合计	6,993	9,558	10,498	12,788	16,813
期间费用率 (%)	8.90%	11.76%	11.45%	10.05%	9.50%
资产减值损失	783	-21	0	0	0
加：公允价值变动收益	0	-32	0	0	0
投资收益	0	-66	0	0	0
营业利润	6,146	6,366	12,465	14,849	16,596
增长率 (%)	91.04%	3.58%	95.82%	19.13%	11.76%
营业利润率 (%)	7.82%	7.83%	13.59%	11.67%	9.38%
加：营业外收入	154	240	0	0	0
减：营业外支出	281	284	0	0	0
利润总额	6,019	6,322	12,465	14,849	16,596
增长率 (%)	68.58%	5.03%	97.18%	19.13%	11.76%
利润率 (%)	7.66%	7.78%	13.59%	11.67%	9.38%
减：所得税费用	749	810	1,558	2,227	2,489
所得税率 (%)	12.44%	12.82%	12.50%	15.00%	15.00%
净利润	5,270	5,511	10,907	12,622	14,106
增长率 (%)	47.17%	4.57%	97.90%	15.72%	11.76%
净利润率 (%)	6.71%	6.78%	11.90%	9.92%	7.97%
归属于母公司所有者的净利润	5,270	5,511	10,907	12,622	14,106
增长率 (%)	47.17%	4.57%	97.90%	15.72%	11.76%
少数股东损益	0	0	0	0	0
摊薄每股收益	0.34	0.35	0.70	0.80	0.90
总股本（考虑IPO）	15680	15680	15680	15680	15680

资料来源：公司公告、天相投顾整理

5.2 相对估值

在目前A股上市公司中，与公司主营业务及盈利模式相近的公司主要有栋梁新材、南山铝业、世纪光华等。由于世纪光华2008年及2009年前三季度业绩均为亏损，我们不予考虑。根据我们的业绩预测，栋梁新材与南山铝业2009、2010年平均动态市盈率分别为31.56倍与22.88倍。考虑罗普斯金独特的渠道建设、研发能力及一定的定价权优势，我们认为给予公司31-35倍动态市盈率较为合理。按照发行后总股本15680万股进行预测，罗普斯金2009、2010年摊薄EPS分别为0.70元、0.80元左右，参考可比公司的平均PE估值，罗普斯金的合理价值区间为21.7-24.5元/股。

从PB估值的角度考虑，按照2009年每股净资产计算的两家可比公司的平均PB为

3.09倍。按照22元/股的发行价格，罗普斯金IPO募集资金8.62亿元（超募4.68亿元），公司净资产将由2009年中期的2.85亿元增至发行后的11.47亿元，按照发行后总股本15680万股计算，每股净资产相应增至7.32元/股。因此，按照可比公司平均PB估值，罗普斯金的合理价值为22.62元/股。

综合PE、PB估值方法，我们认为公司的合理价值区间为21.7-24.5元/股。

图表 22：A 股可比上市公司估值水平

股票代码	公司简称	股价	EPS			PE			每股净资产	PB
			2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E		
002082	栋梁新材	12.95	0.4	0.52	0.63	32.38	24.90	20.56	3.04	4.26
600219	南山铝业	12.3	0.4	0.59	0.81	30.75	20.85	15.19	6.40	1.92
平均						31.56	22.88	17.87		3.09

资料来源：公司公告、天相投顾整理

5.3 风险提示

1) 公司对铝建筑型材业务过度依赖的风险。公司目前的产品结构中，90%左右的收入及90%以上的盈利来自铝建筑型材业务。如果房地产景气度不能持续回升或行业竞争加剧，公司产能大幅扩张后的产品销售业务将经受考验，也可能由于议价能力减弱导致盈利缩水。

2) 铝工业材盈利能力较差。虽然铝工业材发展前景可观，但目前粗加工产品平均毛利率只有10%-15%，如果扩张后的铝工业材产能不能向型材深加工方向转变，则该块业务盈利仍将停留在较低的层次上，从而拖累公司总体盈利水平。

3) 加工费及毛利率下降风险。该风险是今后两年公司面临的主要风险，前期由于定价策略的调整使得加工费虚高，但不具有可持续性，2010、2011年面临加工费下降的风险；同时随着原材料铝棒价格走高，公司毛利率将逐渐下降，而采购原材料占用资金增加也将一定程度上导致财务费用增加、资产流动性下降等。

4) 替代品的威胁。随着塑钢门窗生产企业的规模扩大和技术改进，将可能对中、低档铝建筑型材产品产生较大替代作用。

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

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，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：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦 2808 室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市高新区华龙路 1825 号嘉恒商务大厦 A 座 1005 室 电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100