

新股分析
罗普斯金(002333)
具有品牌溢价的铝挤压材专业生产商
上市首日定价区间：
25.00 - 27.00 元
报告日期： 2009-12-27
报告关键点：

- 具有品牌溢价的铝挤压材专业生产商，盈利能力处于行业高端；
- 通过扩大产能，未来三年盈利年复合增长率可达20.3%；
- 每股二级市场合理股价为26.20元。

报告摘要：

- 罗普斯金是国内专注于铝挤压材生产的企业，实际控制人吴明富先生为台湾籍，有多年铝挤压材行业的研发、生产与销售经验。2009年上半年，铝建筑型材收入占公司全部收入的97.0%。公司还从2006年开始进入铝工业型材领域，并将其确立为未来发展重点之一。
- 罗普斯金的主要优势在于：1) 重视产品设计开发与技术创新。公司拥有的各类有效专利远高于行业内其他企业。通过不断对产品升级换代，公司能进一步地以市场需要为导向，满足不同的消费要求。2) 建立了深度营销渠道。公司不设总经销商，并坚持依靠销售人员自主建设终端市场以把握市场变化。另外，通过伙伴式的渠道建设，加强对经销商的控制，保障经销商队伍的稳定和忠诚度。3) 重视品牌建设与维护。公司重视产品质量的控制，从原材料采购到终端产品都按照严格的标准执行。公司产品已在市场上树立了良好口碑。
- 正是借助于以上优势，罗普斯金是国内较早以“支”为定价单位的铝型材生产企业，因此能够摆脱业内简单赚取加工费的盈利模式，避免陷入价格战，从而具有较强的盈利能力。2009年上半年，公司铝挤压材毛利率为26.8%，盈利能力在国内上市公司中居前。
- 公司计划通过募投项目扩大产能，并优化产品结构，扩大铝工业型材的比重。预计至2011年，公司产能将由52,500吨提高至94,000吨。从而带来收入和盈利的增加。我们预计公司未来三年（2010~2012年）产量和净利润的年均复合增长率分别为19.9%和20.3%。
- 我们采用相对估值法对罗普斯金进行估值。预计2009年公司EPS为0.70元，参照市场平均37.3倍的动态市盈率，得出二级市场的每股价值为26.20元。
- 主要风险：1) 全球经济复苏缓慢，有色金属消费低迷；2) 铝价波动可能会对公司的短期盈利带来影响。

发行数据

总股本(万股)	11,760
发行数量(万股)	3,920
网下发行(万股)	784
网上发行(万股)	3,136
保荐机构	德邦证券有限责任公司
发行日期	2009-12-28
发行方式	网下询价, 上网定价

股东信息

罗普斯金控股有限公司	93.80%
苏州励众企业管理咨询有限公司	6.20%
罗普斯金控股有限公司	93.80%
苏州励众企业管理咨询有限公司	6.20%

研究员

衡昆	首席行业分析师
021-68766182	hengkun@essence.com.cn
章小韩	助理行业分析师
021-68765163	zhangxh2@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	786	813	895	1,117	1,265
Growth(%)	20.5%	3.4%	10.2%	24.7%	13.2%
净利润	53	55	110	121	132
Growth(%)	47.2%	4.6%	99.9%	9.5%	9.4%
毛利率(%)	17.7%	19.7%	25.2%	23.1%	22.7%
净利润率(%)	6.7%	6.8%	12.3%	10.8%	10.4%
每股收益(元)	0.45	0.47	0.70	0.77	0.84
每股净资产(元)	1.51	1.98	7.04	7.32	7.66
市盈率					
市净率					
净资产收益率(%)	29.7%	23.7%	10.0%	10.5%	11.0%
ROIC(%)	27.7%	26.8%	40.8%	10.0%	9.9%
EV/EBITDA					
股息收益率					

1. 罗普斯金 ---- 铝挤压材的专业生产商

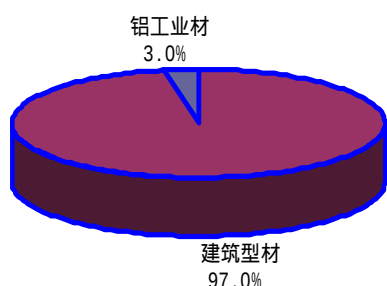
1.1. 铝挤压材领域的专业生产商

苏州罗普斯金铝业股份有限公司（以下简称“罗普斯金”）成立于1993年，是国内专注于铝挤压材研发、生产与销售的领先企业之一，主营业务包括铝建筑型材和铝工业型材两大类产品。其中，铝建筑型材拥有4大类61个系列1,780余种产品，铝工业型材拥有10大类158种产品。具体而言，公司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。

公司的实际控制人吴明福先生为台湾籍，于1985年在台湾创立台湾罗普斯金，主要经营铝合金制品。自1997年东南亚金融危机后，受台湾地区经济增速下滑的影响，台湾罗普斯金逐渐将其业务转向中国大陆地区，仅在台湾地区保留对已售产品的维修及保养业务。吴明福现任公司董事长，还担任台胞投资企业协会相城区分会副会长、苏州大学董事等职务，被苏州市人民政府授予“苏州之友荣誉奖”、中国有色金属加工工业协会授予“行业优秀企业家”等荣誉称号。

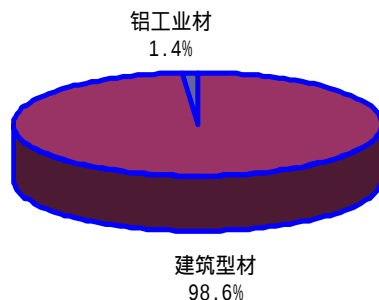
罗普斯金于2006年开始铝工业型材的试制、开发及市场开拓。但由于进入该领域时间不长，因此铝建筑型材仍然为公司的主要收入和盈利来源。2009年上半年，公司实现主营业务利润10,604万元，其中建筑型材业务实现10,480万元，占98.6%。

图1：罗普斯金主营业务收入构成(2009年中期)



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图2：罗普斯金主营业务利润构成(2009年中期)



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

罗普斯金的控股股东罗普斯金控股有限公司目前持有公司93.8%的股权。罗普斯金控股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。公司第二大股东苏州励众持有公司6.2%的股权，为专门持有公司股权而设立，未从事产品的生产和经营，也未持有其他公司的任何权益。

表1：罗普斯金本次发行前后股本结构

股东名称		本次发行前		本次发行后	
		股数(万股)	比例	股数(万股)	比例
发起人股	罗普斯金控股有限公司	11,031	93.8%	11,031	70.4%
	苏州励众企业管理咨询有限公司	729	6.2%	729	4.7%
社会公众股				3,920	25.0%
合 计		11,760	100.0%	15,680	100.0%

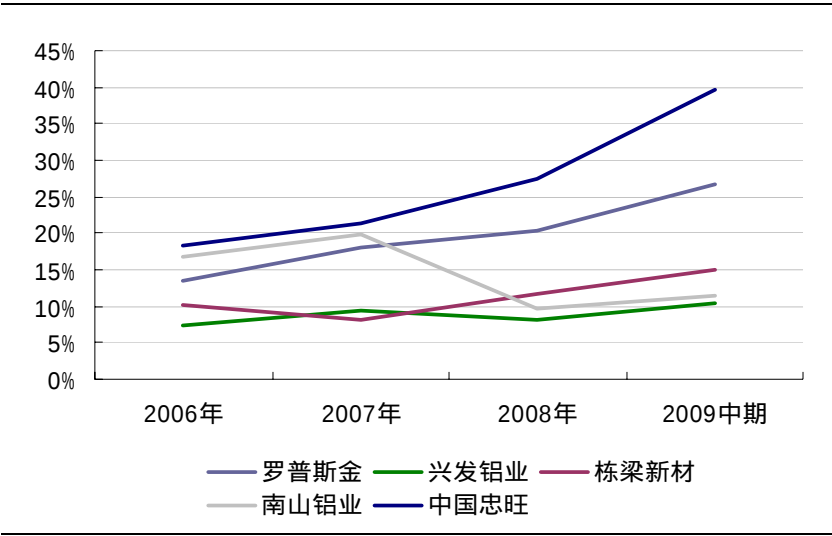
数据来源：公司公告

2. 实施差异化战略：产品具有品牌溢价

目前，大部分企业仍将铝建筑型材视为工业品，因此在定价上沿袭了以“吨”为单位的定价方式，这直接导致大部分企业的生产利润简单为“铝锭价格+加工费”。而罗普斯金基于将铝建筑型材视为一种消费品，在业内首家以“支”为单位对产品进行定价。这不仅摆脱了单纯争取“加工费”的盈利模式，而且有助于避免公司陷入行业的价格战。

2009年上半年，罗普斯金铝挤压材的毛利率为26.8%，产品盈利能力在国内上市的铝厂生产企业中居前。

图3：国内主要上市公司铝型材毛利率



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

罗普斯金之所以能够拥有品牌溢价，并具备较强竞争力，是通过技术创新与研发、营销渠道建设和品牌维护等方面建立起来的。

表2：罗普斯金公司与传统厂家比较

消费者关注点	罗普斯金			传统厂家
	以消费品模式运作	策略	优势	以工业品模式运作
品质要求	气密性能、水密性能、隔音性能、抗风压性能等门窗整体性能及使用方便等细节	专利策略、品牌策略	技术优势、质量优势	较少从门窗整体及消费者使用细节角度进行产品设计
从原材料采购至最终产品检验都严格把关	品牌策略	质量优势	质量良莠不齐	
个性化需求	注重丰富产品的花色、品种	专利策略	技术优势	花色、品种较为单一
门窗产品体验	通过形象展示厅帮助消费者获得直接体验	品牌策略	品牌优势	较少门窗产品体验
品牌认知度	直接面向终端市场进行门窗产品推广；防伪标记的使用有效提高了品牌识别率	品牌策略	品牌优势	侧重宣传型材产品，较少对终端门窗产品的品牌宣传
	通过公司庞大营销队伍直接面对终端客户进行零距离宣传，提升客户对罗普斯金“门窗”的认知度而不是特定的经销商	品牌策略、营销策略	定价优势	较多依靠传统媒体及经销商宣传
经销商扶持	营销队伍的支持，包括技术培训，市场开发和订单获取、门店装修等	营销策略	定价优势	以经销商自行开发市场为主，公司提供的服务和支持较少

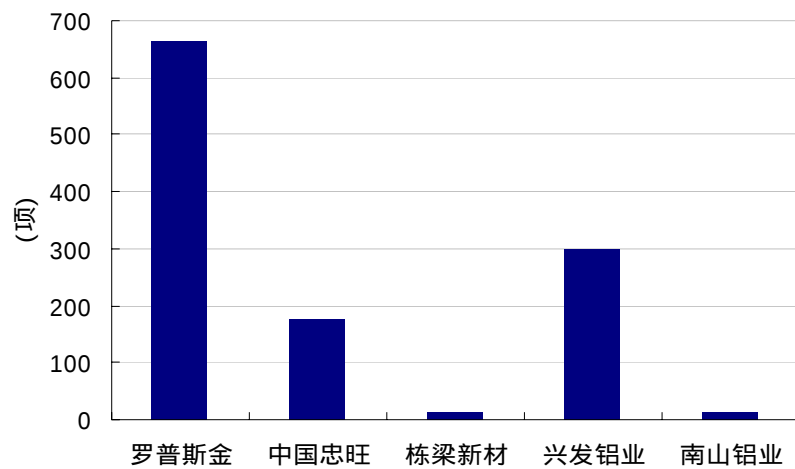
综合效果	通过专利、品牌和营销模式等差异化竞争策略，大力提升门窗的品牌和质量，且产品附加值较高、性价比合理，因此能够获得较高的市场定价。	以收取加工费为主
------	---	----------

数据来源：公司公告

2.1. 技术创新与研发优势

罗普斯金始终致力于各类铝挤压材产品的设计、开发，将技术创新与研发作为差异化竞争策略的重要组成部分。公司产品在抗风压性能、气密性能、水密性能、保温性能、隔音性能等主要技术指标方面均达到或超过国家标准。目前，公司拥有各类有效专利 664 项，包括 15 项实用新型专利，649 项外观设计专利。此外，还有 33 项专利正在申请之中，包括了 1 项发明专利。这远远高于行业内其他企业。

图 4：上市公司铝挤压材专利数量



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

同时，罗普斯金获得中国建设部科学技术委员会“中国建设科技自主创新优势企业”称号；公司设计开发部被认定为江苏省外商研发机构。

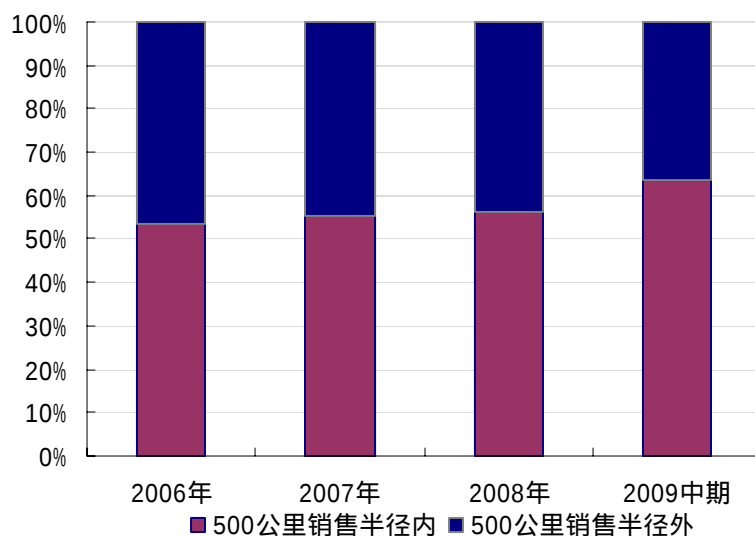
通过技术创新与研发，罗普斯金不仅实现了产品的多样化，保证了产品的性能与质量，更重要的是，公司能更进一步地以市场需要为导向，将部分专利转化为产品的升级换代，满足不同地域，不同层次的消费要求。

2.2. 建立了深度营销的渠道

罗普斯金拥有完整且运转良好的营销渠道。近年来，公司的经销商规模不断增长，与公司业务额超过 100 万元的经销商占营业收入的比重保持在 85%左右。但是，公司不设总经销商，以保证销售渠道的畅通与信息反馈的及时，并适时调整经销商提货量以保证对经销商的控制与选择。同时，公司坚持依靠销售人员自主建设终端市场以准确把握市场变化。另外，公司通过伙伴式的渠道建设，加强对经销商的控制，保障经销商队伍的稳定，也提高了经销商的忠诚度。

借助强大的营销渠道，公司现已突破行业通常的 500 公里销售半径的制约，且相关运输费用主要由客户自行承担。公司产品实行全国统一定价，不因运输路途远近而有价格差异。公司产品销售在 500 公里行业销售半径外的比例保持相对稳定，充分反映了公司品牌渗透力和渠道优势。

图 5：罗普斯金销售区域结构



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

注：“500公里销售半径内”指沪、苏、浙、皖三省一市。

罗普斯金对营销渠道的重视体现在销售费用收入占比与销售人员数量规模上。2008年，罗普斯金销售费用占营业收入的比重为 6.4%，远远高于其他上市公司。同时，2008年罗普斯金销售人员数量占员工总数的比重为 34.7%，也明显高于国内其他的铝材上市公司。

2.3. 重视品牌建设与维护

多年来，罗普斯金品牌与产品获得多项国家、省部级、市级及各专业机构的荣誉称号。为确保优秀品牌的建设与维护，罗普斯金重视产品质量的控制，从原材料采购到终端产品的形成，公司都按照严格的标准执行。

公司的铝棒主要为中国铝业股份有限公司供应，辅料粉末与油漆等也为世界知名的阿克苏诺贝尔公司、美国杜邦公司和日本立邦公司提供。公司的挤压机生产线主要设备从台湾、日本和德国进口，而表面处理生产线主要设备从韩国、香港、美国和台湾等进口，产品生产设备均为世界先进水平。在质量检测方面，公司也采用国际先进的断面扫描仪和色差仪等设备把关。公司还先后荣获“全国质量检验稳定合格产品”、“质量信誉金牌跟踪产品”、“有色金属产品实物质量金杯奖证书”。

目前，公司产品在市场上树立了良好的口碑，品牌建设也巩固了终端客户对公司产品的忠诚度以及依赖度。而品牌维护中的产品质量控制也保证了产品的优质，并体现为产品的市场竞争力。

表 3：罗普斯金品牌的主要荣誉称号

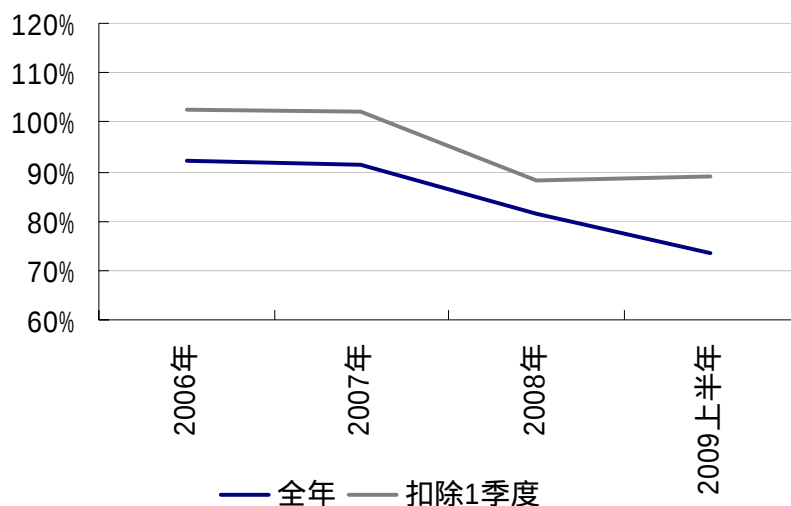
授予单位	称号、荣誉
中华人民共和国国家工商总局	中国驰名商标
中华人民共和国国家质检总局	中国名牌产品
中华人民共和国国家质检总局	产品质量免检证书
建设部科学技术委员会	中国建设科技自主创新优势企业
中国有色金属工业协会	有色金属产品实物质量金杯奖证书（隔热型材）
中国有色金属工业协会	有色金属产品实物质量金杯奖证书（电泳涂漆）
中国质量评价中心	全国质量信得过单位
中国质量检验协会	全国质量检验稳定合格产品
中国质量信誉评价中心	质量信誉金牌跟踪产品

数据来源：公司公告

3. 将继续扩张产能并优化产品结构

截至 2008 年末，罗普斯金设计铝挤压产能约 78,000 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为 40,000 吨/年。2008 年，公司共生产铝型材产品 32,578 吨，产能利用率 81.45%。1 季度为建筑业的传统淡季，因此每年 1 季度铝型材企业产能利用率往往较低。剔除淡季因素后，2008 年公司 2~4 季度的产能利用率为 88.05%。这高于行业平均月 80%的水平。

图 6：罗普斯金铝型材产品的产能利用率



数据来源：公司公告

注：1季度为建筑业的传统淡季，因此每年1季度铝型材企业产能利用率往往较低。

为缓解产能的瓶颈，罗普斯金将本次募集资金投资项目先行购买了 4 条挤压机生产线。在试生产完毕后，已与 2009 年上半年全面投入运行，这增加了 12,500 吨产能。因此，至 2009 年上半年末，公司产能已由 40,000 吨提高到 52,500 吨。

表 4：罗普斯金本次募集资金项目

	产品名称	产能(吨/年)
铝建筑型材	建筑型材	10,000
	隔热型材	13,000
铝工业材	工业型材	21000
	棒排材	3,000
	厚壁管材	2,000
	薄壁管材	1,000
合 计		50,000

数据来源：公司公告

罗普斯金本次公开发行 A 股 3,920 万股，并将募集资金用于新建全资子公司苏州铭德铝业有限公司 50,000 吨/年铝合金挤压材项目。预计项目达产后，将新增产能约 54,000 吨，从而使公司总产能达到 94,000 吨/年。公司预计项目建设期为 1.5 年，项目建成后第一年达产率 70%，项目建成后第二年完全达产。另外，为开拓铝工业型材市场，新建产能中约 54% 为铝工业型材产能。

表 5：罗普斯金的主要假设

	单位	2006 年	2007 年	2008 年	2009E	2010E	2011E	2012E
产能	吨/年	28,000	33,000	40,000	52,500	52,500	65,800	94,000
销量	吨	25,324	29,330	32,098	40,950	47,250	52,640	70,500
铝价	元/吨	20,284	19,448	17,025	13,860	16,000	16,500	15,000
销售价格	元/吨	25,290	26,402	24,669	21,446	23,275	23,703	22,421
单位产品成本	元/吨	21,912	21,637	19,668	15,946	17,815	18,243	16,961
单位毛利	元/吨	3,378	4,765	5,001	5,500	5,460	5,460	5,460

数据来源：公司公告，安信证券研究中心预测

4. 每股价值为 26.20 元/股

我们采用相对估值法对罗普斯金进行估值。目前国内 A 股上市中，有色金属加工企业包括南山铝业、栋梁新材、海亮股份、高新张铜、鑫科材料和精诚铜业等。其中，产品结构 with 罗普斯金相似的上市公司有南山铝业和栋梁新材。另外，高新张铜、鑫科材料和精诚铜业 2008 年或大幅亏损，或仅有微利。因此，我们选择了南山铝业、栋梁新材、海亮股份与精诚铜业为可比公司。

我们预计 2009 年罗普斯金的 EPS 为 0.70 元，参照市场平均 37.3 倍的动态市盈率，我们得出公司的二级市场合理股价为 26.20 元，相当于发行后 3.7x 的 2009 年动态市净率。

表 6：主要有色金属铜、铝加工企业估值比较

	股价(元)	EPS(元)			P/E			P/B		
	(12-25)	2008 年	2009E	2010E	2008 年	2009E	2010E	2008 年	2009E	2010E
南山铝业	12.82	0.48	0.36	0.57	26.9	35.5	22.5	4.8	1.8	1.8
栋梁新材	13.63	0.31	0.43	0.57	43.8	31.7	23.9	8.3	4.3	3.9
海亮股份	14.08	0.44	0.43	0.47	32.2	33.1	29.8	7.1	4.3	4.0
精艺股份	24.50	0.52	0.50	0.67	47.2	48.8	36.8	10.8	4.3	4.1
平均					37.5	37.3	28.3	7.6	3.5	3.3
罗普斯金	26.20	0.47	0.70	0.77	55.5	37.3	34.1	13.2	3.7	3.6

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司未来面临的主要风险包括：

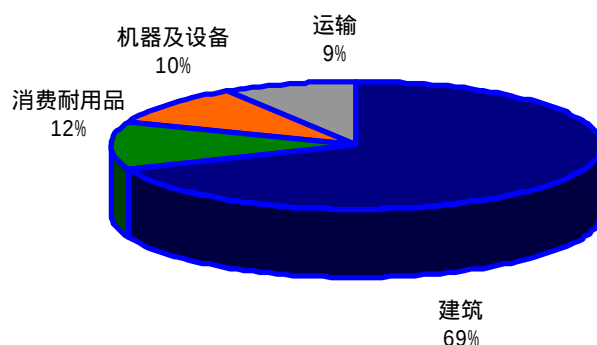
- 1) 全球经济复苏缓慢，有色金属消费低迷；
- 2) 铝价波动可能会对公司的短期盈利带来影响。

5. 蓬勃发展的中国铝挤压材行业

5.1. 中国是铝挤压材大国

根据加工工艺，铝加工材可分为锻件、挤压材、铸件与轧制材四大类。罗普斯金生产的铝挤压材是指将铝棒通过挤压和表面处理等生产工艺和流程，生产出供建筑业、交通运输业、耐用消费品制造业、机械设备制造业、电子业、化工业、电力设备业等行业使用的产品，通常包括管材、棒材、型材等。目前，建筑业是中国最大的铝挤压材应用领域，2008 年消费量占全部铝挤压材的 69%。

图 7：中国铝挤压材消费结构（2008 年）

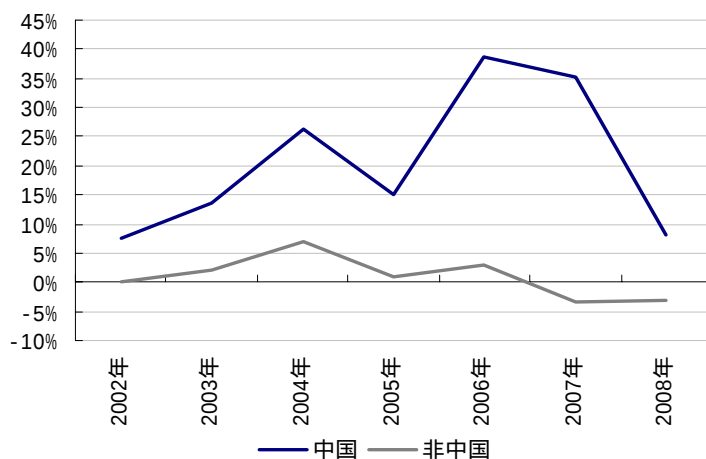


数据来源：CRU，安信证券研究中心

近年来，随着中国城镇化与工业化的深入，加上铝挤压材应用领域的不断扩大，中国铝挤压材行业迅速发展。2001～2008 年，中国铝挤压材产量年均复合增长率高达 20.1%。同时，西方铝挤压材行业则逐渐步入稳定增长期。CRU 的统计数据显示，2001～2008 年剔除中国之后的全球铝挤压材产量稳定在 750 万吨左右的水平。

目前，中国已是全球最大的铝挤压材生产国与消费国。2008 年，中国铝挤压材产量与消费量分别占全球的 45.2%和 42.2%。

图 8：全球铝挤压材产量变化



数据来源：CRU，安信证券研究中心

5.2. 中国铝挤压材企业正在壮大

伴随着行业的快速发展，中国铝挤压材企业规模也迅速扩大。同时，企业采用的生产技术与设备也处于世界领先水平。国内生产的铝挤压材产品在质量上已经接近甚至超过世界先进水平。

目前，全球共有 2,000 多家铝挤压企业，年产 5 万吨及以上的有 39 家，其中有 18 家在中国；全球规模排在前 15 位的铝挤压企业中有 10 家在中国。中国已建成一批如亚洲铝业集团、金桥铝业公司、忠旺铝材公司、兴发集团、坚美铝业公司、凤铝铝业公司、丛林铝业公司、南山集团等世界级的企业。

表 6：2007 ~ 2008 国内主要铝型材生产商挤压机数量

企业名称	挤压机数量(台)	占总产能比重
辽宁忠旺	66	12%
凤铝铝业	40	9%
亚铝肇庆	36	10%
金桥铝业	26	9%
佛山坚美	20	6%
其他	236	54%

数据来源：忠旺铝材，安信证券研究中心

2007 年中国铝挤压机拥有量为 3,100 台，并且占有世界三分之一的大型挤压机。工业用挤压机方面，大于 50mn 小于 80mn 的有 19 台，大于 80mn 小于 100mn 的有 7 台，100mn 以上的有 3 台，拥有 30 台反向与正/反向挤压机，最大的为 125mn，中国拥有世界上最多的反向挤压机。25MN ~ 60MN 挤压机及以上的生产线数量不断增加，以适应大中型工业铝材生产。

表 7：中国拥有的工业用铝挤压机(2007 年)

产 能	挤压机数量(台)
≥ 100MN	3
> 80MN	7
> 50MN	19
30MN-50MN	30
10MN-30MN	1120
< 10MN	1920

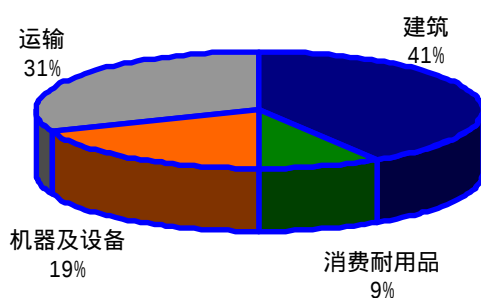
数据来源：Sunlight Metal，安信证券研究中心

5.3. 交通运输用工业铝型材具有广阔的发展空间

与北美等西方国家铝挤压材主要应用于工业领域不同，中国的铝挤压材主要用于建筑业。2007 年，北美地区在工业铝型材上的占比约为 59%，而中国占比仅为 39%，北美地区交通运输领域消耗铝挤压材比重为 31%，而中国仅为 9%。日本汽车工业、地铁轻轨、高速列车以及船舶、集装箱、桥梁及其交通运输业在铝挤压材中的消费占比也达到 32%以上。

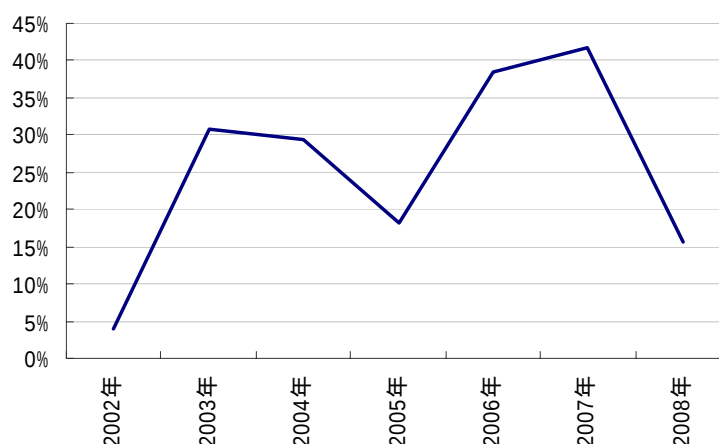
随着铝挤压材在工业领域的广泛应用，结合国内相关部门对交通领域铝挤压材的规划，中国交通运输用的工业铝型材将具有广阔的发展空间。

图 9：北美铝型材消费结构



数据来源：Sunlight Metal，CRU，安信证券研究中心

图 10：中国交通运输业铝型材消耗量



数据来源：Sunlight Metal，安信证券研究中心

从世界范围来看，铝合金车体在轨道车辆装备中所占比例逐渐升高，90%的高速铁路车辆和 25%以上的城市轨道车辆都采用了铝合金车体。西欧是轨道车辆轻量化发展最好的地区，铝质客车已达 80%，而西欧的大型挤压机只有 10 多台，其中特大型挤压机只有 2~3 台。“十一五”规划中，国家将投资 2,000 亿元用于国内大城市的地铁、高速铁路等建设，将有 30 多个城市兴建地铁或轻轨工程，里程达 1,000 公里以上，新出厂的地铁车厢将全部采用铝合金型材制造。

中国铁道部数据显示,2007 年中国铁路网的营运长度约为 7.8 万公里,为亚洲最长世界第三长。截至 2008 年 10 月,国务院批准的铁路网投资额高达 2 万亿元,其中在建项目的投资规模超过 1.2 万亿元。铁道部估计,至 2020 年国内铁路网的投资总额将高达人民币 5 万亿元,这将拉动铁路网对铝工业型材的需求。

中国目前是世界第三大船只生产国,根据国务院 2006 年 8 月 16 日批准的《中国船舶工业发展政策》,中国造船业的目标是 2010 年产能达到 2,300 万载重吨,而产量提升至 1,700 万载重吨。中国民用航空局称,中国将添置新的商用飞机以应付空中交通的高增长,并预期中国将很快成为世界第二大的航空运输市场。

5.4. 工业铝型材比例将不断提升

中国约有铝挤压企业 650 家,总产能达 731 万吨/年,其中约有 84 家可生产工业铝挤压材或专业生产工业铝挤压材的挤压企业。

工业铝型材大多对材质、性能、尺寸公差都有较严格的要求,生产难度也相对较大,特别是复杂的扁宽薄壁的大型工业铝型材的生产技术与国外还有较大的差距,因此工业铝型材的利润较建筑铝型材高。原来以生产建筑铝型材为主的生产企业,为提高产品附加值也开始进行产品结构调整,扩大工业铝型材产量。发改委 2006 年《关于加快铝工业结构调整指导意见的通知》表示,我国铝工业结构调整的主要目标之一就是增加高附加值加工材比重,并使工业型材与建筑型材比例达到 7:3。因此,工业型材占全部型材的比例将逐步上升。

但是,国内部分为制造高速铁路、磁悬浮铁路车辆的铝材仍需要进口,地铁车厢材料还完全依赖进口。因此,率先在国内占领这块市场份额的企业将能优先享受高端工业铝型材带来的丰厚利润。

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2009-12-25		
利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	786	813	895	1,117	1,265	成长性					
减: 营业成本	646	652	670	859	978	营业收入增长率	20.5%	3.4%	10.2%	24.7%	13.2%
营业税费	0	0	1	1	1	营业利润增长率	91.0%	3.6%	97.8%	12.7%	9.4%
销售费用	35	52	58	69	78	净利润增长率	47.2%	4.6%	99.9%	9.5%	9.4%
管理费用	26	33	34	42	48	EBITDA 增长率	65.0%	7.8%	63.3%	9.1%	9.0%
财务费用	10	11	6	4	5	EBIT 增长率	79.6%	4.5%	77.9%	10.3%	10.0%
资产减值损失	8	-0	-	-	-	NOPLAT 增长率	44.2%	5.5%	74.8%	7.5%	9.9%
加: 公允价值变动收益	-	-0	-	-	-	投资资本增长率	9.0%	14.8%	340.4%	10.3%	-1.6%
投资和汇兑收益	-	-1	-	-	-	净资产增长率	21.3%	31.1%	374.6%	4.1%	4.6%
营业利润	61	64	126	142	155	利润率					
加: 营业外净收支	-1	-0	-	-	-	毛利率	17.7%	19.7%	25.2%	23.1%	22.7%
利润总额	60	63	126	142	155	营业利润率	7.8%	7.8%	14.1%	12.7%	12.3%
减: 所得税	7	8	16	21	23	净利率	6.7%	6.8%	12.3%	10.8%	10.4%
净利润	53	55	110	121	132	EBITDA/营业收入	10.6%	11.1%	16.4%	14.4%	13.8%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	9.0%	9.1%	14.7%	13.0%	12.7%
货币资金	76	93	972	667	634	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	86	93	98	89	107
应收帐款	5	7	4	6	5	流动营业资本周转天数	1	-2	179	245	172
应收票据	3	4	4	4	4	流动资产周转天数	73	76	249	299	223
预付帐款	4	3	7	9	10	应收帐款周转天数	3	2	1	1	2
存货	81	69	74	103	117	存货周转天数	32	33	29	28	31
其他流动资产	0	-0	5	5	5	总资产周转天数	180	196	374	441	392
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	108	117	306	420	386
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	29.7%	23.7%	10.0%	10.5%	11.0%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	12.6%	11.8%	7.9%	9.0%	9.3%
固定资产	194	228	261	291	461	ROIC	27.7%	26.8%	40.8%	10.0%	9.9%
在建工程	18	1	10	200	120	费用率					
无形资产	34	59	57	55	54	销售费用率	4.4%	6.4%	6.5%	6.2%	6.2%
其他非流动资产	3	3	14	203	123	管理费用率	3.2%	4.1%	3.9%	3.8%	3.8%
资产总额	418	466	1,397	1,342	1,412	财务费用率	1.2%	1.3%	0.7%	0.3%	0.4%
短期债务	30	29	25	20	25	三费/营业收入	8.9%	11.8%	11.0%	10.3%	10.4%
应付帐款	28	25	27	33	36	偿债能力					
应付票据	2	5	-	-	-	资产负债率	57.5%	50.1%	21.0%	14.4%	15.0%
其他流动负债	63	59	65	78	87	负债权益比	135.5%	100.5%	26.6%	16.9%	17.6%
长期借款	116	72	102	-	-	流动比率	1.35	1.08	5.56	4.09	3.67
其他非流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	0.71	0.66	5.17	3.56	3.12
负债总额	240	234	294	194	211	利息保障倍数	7.42	7.02	21.59	38.84	32.04
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	118	118	157	157	157	DPS(元)	-	-	0.40	0.40	0.40
留存收益	60	115	946	991	1,044	分红比率	0.0%	0.0%	56.9%	52.0%	47.5%
股东权益	177	232	1,103	1,148	1,201	股息收益率	0.0%	0.0%	1.8%	1.8%	1.8%
现金流量表	2,007	2,008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	53	55	110	121	132	EPS(元)	0.45	0.47	0.70	0.77	0.84
加: 折旧和摊销	14	18	18	20	30	BVPS(元)	1.51	1.98	7.04	7.32	7.66
资产减值准备	8	-0	-	-	-	PE(X)	49.1	46.9	31.3	28.6	26.1
公允价值变动损失	-	0	-	-	-	PB(X)	14.6	11.1	3.1	3.0	2.9
财务费用	8	10	11	6	4	P/FCF	74.7	159.0	-4.0	-30.2	21.7
投资收益	-	1	-	-	-	P/S	3.3	3.2	3.9	3.1	2.7
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	31.7	29.2	24.3	22.8	20.5
营运资金的变动	6	12	84	-25	-2	CAGR(%)	31.8%	33.8%	20.3%		-100.0%
经营活动产生现金流量	92	98	218	119	165	PEG	1.5	1.4	1.5		-0.3
投资活动产生现金流量	-45	-63	-2	-2	-2	ROIC/WACC	2.8	2.8	4.2	1.0	1.0
融资活动产生现金流量	-28	-23	748	-173	-63	REP	3.8	3.4	0.7	2.6	2.6

资料来源：安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

衡昆，有色金属行业首席分析师，工商管理硕士。曾在 2005 年~2009 年《新财富》杂志“有色金属行业分析师”评选中连续上榜。2007.4.加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 推荐 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤

021-67865293

梁涛

021-68766067

南方

021-68765206

周蓉

010-66581676

李昕

010-66581689

张茜萍

0755-82558089

李瑾

0755-82558084

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

liangtao@essences.com.cn

上海联系人

nanfang@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

深圳联系人

zhangqp@essence.com.cn

深圳联系人

lijin@essence.com.cn

凌洁

021-68765237

李国瑞

021-68763872

张勤

021-68763879

马正南

010-66581668

潘琳

0755-82558268

王远洋

0755-82558087

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

上海联系人

ligr@essence.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

panlin@essence.com.cn

深圳联系人

wangyy3@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编: 100034