

罗普斯金(002333)定价报告

专注于主业的铝加工企业

定价区间
24.00—28.00 元

原材料 / 有色金属加工

2010 年 1 月 11 日

投资要点:

- 公司是由罗普斯金有限公司整体变更设立的外商投资股份有限公司。发起人为罗普斯金控股和苏州励众。公司经营范围包括：生产、销售、安装铝合金花格网、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。
- 公司的主营业务为铝挤压材产品的研发、生产和销售。自成立以来，主营业务未发生变化。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。
- 公司原有实际产能约 40000 吨左右，2009 年由于产能扩张，实际产能达到了 52500 吨，由于新建项目建设期在 1.5 年左右，并且投产后需要一段时间的试生产，因此预计未来 2 年公司实际产能将保持稳定增长。2011 年后随着募投项目的达产，公司产能将得到快速提升。由于房地产投资的快速回升，有望带动建筑型铝型材的销售，公司明年产能利用率有望进一步上升，产销率也将保持在较高水平。
- 有色金属行业中，和公司业务相似的有色加工类以及电解铝冶炼类企业 2010 年的整体市盈率均值在 37 倍左右，而和公司业务相似的建材类公司的市盈率在 25 倍左右，公司上市后给予 2010 年 30 倍市盈率比较合适。
- 公司 2009-2011 年每股盈利预计为：0.68 元、0.83 元和 0.89 元，上市后合理价位在 24.00-28.00 元之间。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2008	81271	3.42	5511	4.57	0.470	23.7		
2009E	91233	12.26	10742	94.91	0.685	8.27		
2010E	118757	30.17	12985	20.88	0.828	9.26		
2011E	144256	21.47	13916	7.16	0.888	9.19		

发行数据	2008 年
发行前股本 (万股)	11,760
发行数量 (万股)	3,920
发行价格 (元)	22.00
发行前 EPS (元)	0.47
发行后 EPS (元)	0.35
发行每股净资产 (元)	2.42
发行日期	2009-12-28
上市日期	2010-1-12
主承销商	德邦证券

分析师: 诸利达

TEL: (8621)6337 7000-319

FAX: (8621)6337 3209

Email: zhulida970@sina.com

地 址: 上海市延安东路 45 号 20F

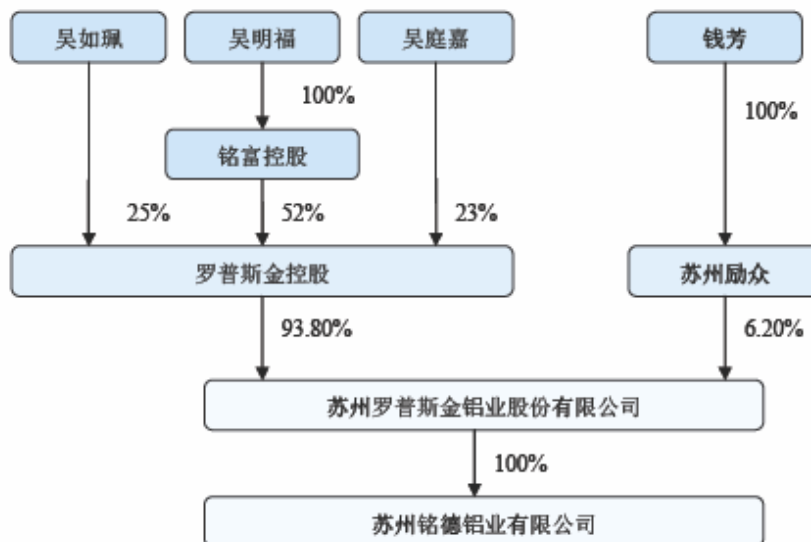
邮 编: 200002

1. 公司简介

公司是由罗普斯金有限公司整体变更设立的外商投资股份有限公司。发起人为罗普斯金控股和苏州励众。公司经营范围包括：生产、销售、安装铝合金花格网、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。公司设立之初，囿于资金的限制，产品单一，主要为铝合金防盗门产品。随着国内市场的快速发展和公司实力的不断增强，公司产品也由原来的单一产品逐步发展到目前的铝建筑型材和铝工业材两大类，其中铝建筑型材拥有 4 大类 61 个系列 1,780 余种产品，铝工业材拥有 10 大类 158 种产品。同时，公司始终把品牌建设、渠道建设和技术创新置于核心地位，差异化的竞争策略显著增强了公司在行业中的领先地位。

公司的实际控制人为吴明福。吴明福持有铭富控股有限公司 100% 的股权，并通过该公司与其女儿吴如珮和吴庭嘉持有罗普斯金控股 100% 的股权，从而间接控制公司 93.80% 的股权。

图 2. 公司股权结构

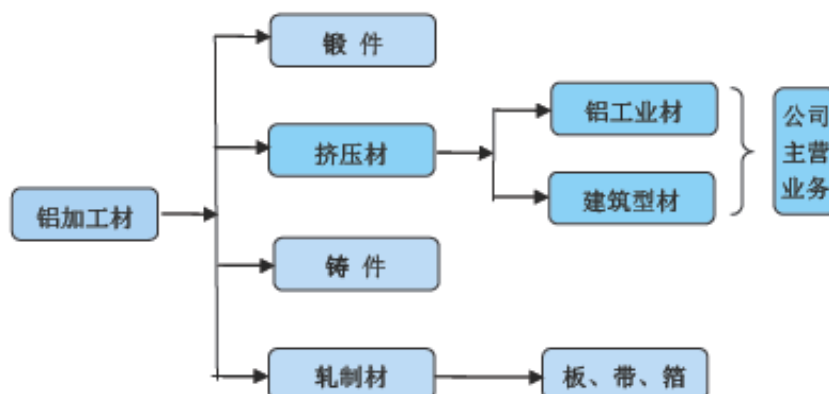


数据来源：Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

2. 主营业务情况

公司的主营业务为铝挤压材产品的研发、生产和销售。自公司成立以来，主营业务未发生变化。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 2.公司所处产业链位置



数据来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

公司原有实际产能约 40000 吨左右, 2009 年由于产能扩张, 实际产能达到了 52500 吨, 由于新建项目建设期在 1.5 年左右, 并且投产后需要一段时间的试生产, 因此预计未来 2 年公司实际产能将保持稳定增长。2011 年后随着募投项目的达产, 公司产能将得到快速提升。由于房地产投资的快速回升, 有望带动建筑型铝型材的销售, 公司明年产能利用率有望进一步上升, 产销率也将保持在较高水平。毛利率方面, 随着电解铝价格的回升, 公司毛利率预计基本保持稳定。

表 1. 公司主营业务情况

年份	2006	2007	2008	2009 中期	2009E	2010E	2011E	2012E
产能 (吨)	28000	33000	40000	26250	52500	57750	67025	99250
产量 (吨)	25806	30173	32578	19314	43050	50242.5	58982	88333
产能利用率	92.2%	91.4%	81.4%	73.6%	82%	87%	88%	89%
销量 (吨)	25324	29330	32098	18228	40898	48233	56623	85683
产销率	98.1%	97.2%	98.5%	94.4%	95%	96%	96%	97%
销售价格	25290	26402	24669	21736	22308	24622	25477	26774
主营收入 (万)	64044	77437	79183	39620	91234	118758	144256	229408
成本	55489	63460	63129	28996	69967	93677	115945	188280
毛利率	13.4%	18.0%	20.3%	26.8%	23.3%	21.1%	19.6%	17.9%
单位成本	21912	21637	19668	15907	17108	19422	20477	21974
铝棒	17999	17245	14954	11507	12478	14602	15487	16814
动力成本	1024	1048	1099	1047	1100	1120	1140	1160
直接成本	555	597	735	687	700	750	800	850
制造费用	1089	995	1026	975	1050	1100	1150	1200
其他费用	1244	1752	1855	1692	1780	1850	1900	1950

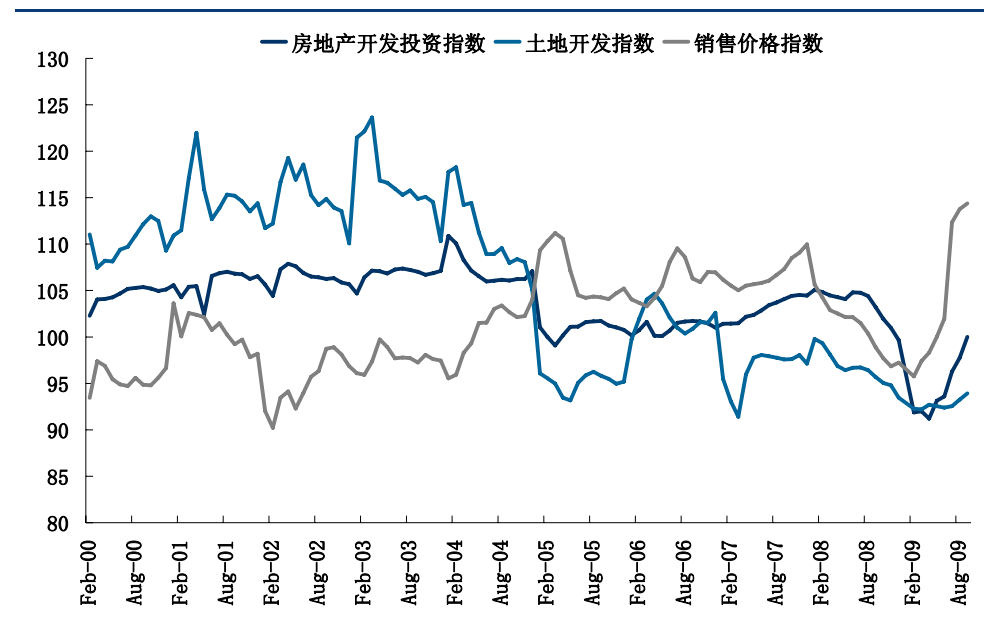
数据来源: 公司公告 东北证券金融与产业研究所

3. 募投项目情况

本次募集资金投资项目“苏州铭德铝业有限公司 5 万吨铝合金挤压材建设项目”立足于公司现有铝挤压材产品的技术、工艺、管理等方面的经验，借助于公司现有品牌、渠道优势，引进先进的挤压机生产线关键设备，新建 5 万吨铝挤压材生产线。

截至 2009 年 6 月 30 日，公司产能为 52,500 吨/年，其中包括为本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 12,500 吨/年。按照公司规划，本次募集资金投资项目达产后，新增产能约为 54,000 吨/年。届时公司总产能将达到 94,000 吨/年。依托公司现有品牌和渠道优势，预计本次募集资金投资项目完全达成后的新增产量（剔除季节性影响）可达到 50,000 吨。本项目建设工期预计为 1.5 年，项目建成后第一年达产率为 70%，项目建成后第二年可完全达产。今年下半年以来中国房地产行业景气度迅速回升，销售价格和房地产行业的投资都出现了快速回升，中国处在城市化进程的中期，房地产行业从长期来看仍将保持较快增长。由于中国目前装修房只占 20% 左右，预计随着房地产销量的回升，几个月之后将带动铝型材的销量回升，铝加工行业的景气度有望进一步回升。随着公司募投项目的建成，公司业绩有望出现快速增长。

图 3. 中国房地产行业指数变化情况



数据来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

4. 盈利预测和估值

有色金属行业中，和公司业务相似的有色加工类以及电解铝冶炼类企业 2010 年的整体市盈率均值在 37 倍左右，而和公司业务相似的建材类公司的市盈率在 25 倍左右，由于公司在同类公司中毛利率较高，且房地产企业的投资仍然维持较快增长，所处行业景气度较高，因此上市后给予 2010 年 30 倍市盈率比较合适，公司 2009-2011 年每股盈利分别为：0.68 元、0.83 元和 0.89 元，因此公司上市后合理价位在 24.00-28.00 元之间。

表 2. 有色类和公司业务相似公司估值情况

简称	最新日期	最新价格 (元)	每股收益 (元)				市盈率			
			08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E
金马集团	2009-12-21	15.30	0.2500	0.0000	0.2491	0.0000	62.41	0.00	61.42	0.00
焦作万方	2009-12-21	24.52	0.6930	0.4788	0.9680	1.1549	35.38	51.21	25.33	21.23
云铝股份	2009-12-21	13.20	0.0700	0.0616	0.2752	0.5591	223.94	214.15	47.96	23.61
常铝股份	2009-12-21	12.90	0.0340	0.0000	0.3227	0.0000	376.74	0.00	39.98	0.00
海亮股份	2009-12-21	13.80	0.4430	0.5208	0.7171	0.9222	31.51	26.50	19.24	14.96
精艺股份	2009-12-21	24.01	0.5246	0.4970	0.6343	0.8229	62.07	48.31	37.85	29.18
南山铝业	2009-12-21	12.69	0.4800	0.3737	0.5381	0.6877	33.31	33.95	23.58	18.45
鑫科材料	2009-12-21	7.11	0.0200	0.0000	0.1593	0.2058	315.94	0.00	44.64	34.55
贵研铂业	2009-12-21	26.09	-0.7600	0.2921	0.5031	0.6577	-34.13	89.31	51.86	39.67
中孚实业	2009-12-21	23.92	0.3000	0.4349	0.6636	0.7788	80.80	55.01	36.04	30.71
宁波富邦	2009-12-21	8.64	-0.4450	0.0000	0.0281	0.0000	-19.41	0.00	307.74	0.00
新疆众和	2009-12-21	15.22	0.2846	0.4793	0.5886	0.7784	53.48	31.76	25.86	19.55
中国铝业	2009-12-21	14.10	0.0007	-0.1028	0.2506	0.4398	20,664.85	0.00	56.27	32.06
均值	2009-12-21	16.81	0.1958	0.2169	0.4582	0.6535	45.24	78.38	36.92	26.01
中值	2009-12-21	16.93	0.2095	0.2816	0.4821	0.7225	18.95	70.89	43.88	29.95

数据来源: 公司公告 东北证券金融与产业研究所

表 3. 建材类和公司业务相似公司的估值情况

代码	简称	最新日期	最新价格 (元)	每股收益 (元)				市盈率			
				08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E
000619	海螺型材	2009-12-21	13.30	0.1989	0.6524	0.7713	0.8385	66.87	20.39	17.24	15.86
000786	北新建材	2009-12-21	14.74	0.4180	0.5718	0.8034	1.0706	35.24	25.78	18.35	13.77
002082	栋梁新材	2009-12-21	13.45	0.3200	0.4339	0.5697	0.7026	43.23	30.99	23.61	19.14
002163	中航三鑫	2009-12-21	13.94	0.2100	0.2930	0.5025	0.7990	64.86	47.58	27.74	17.45
002205	国统股份	2009-12-21	18.58	0.6700	0.5816	0.7150	1.3424	35.54	31.95	25.99	13.84
002225	濮耐股份	2009-12-21	10.47	0.2800	0.2531	0.3991	0.4933	51.68	41.36	26.24	21.22
002271	东方雨虹	2009-12-21	44.91	1.0300	0.8889	1.5308	2.2397	80.55	50.52	29.34	20.05
002302	西部建设	2009-12-21	31.35	0.6200	0.6066	0.6865	0.7725	67.64	51.68	45.67	40.58
002314	雅致股份	2009-12-21	27.77	0.7100	0.5071	0.6440	0.7343	52.21	54.76	43.12	37.82
300019	硅宝科技	2009-12-21	44.38	0.6700	0.6209	0.8164	1.1625	88.63	71.48	54.36	38.18
均值		2009-12-21	15.44	0.3578	0.4888	0.6470	0.8585	18.77	34.52	25.03	19.66
中值		2009-12-21	14.91	0.3647	0.5767	0.6865	0.8187	22.98	43.14	25.66	18.95

数据来源: 公司公告 东北证券金融与产业研究所

盈利预测

利润表（万元）	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	81,271.18	91,233.64	118,757.69	144,256.15
营业成本	65,234.76	69,966.94	93,676.63	115,944.79
营业费用	5,179.28	5,474.02	6,531.67	7,934.09
管理费用	3,321.95	3,649.35	4,394.03	5,048.97
财务费用	1,056.74	(486.18)	(1,389.20)	(1,294.54)
投资收益	(65.58)	0.00	0.00	0.00
营业利润	6,365.69	12,568.97	15,091.76	16,158.72
利润总额	6,321.76	12,318.97	14,891.76	15,958.72
所得税	810.29	1,576.83	1,906.15	2,042.72
净利润	5,511.47	10,742.14	12,985.62	13,916.00
归属母公司所有者的净利润	5,511.47	10,742.14	12,985.62	13,916.00
NOPLAT	6,471.07	10,536.19	11,948.63	12,961.57

资产负债表（万元）	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	9,288.97	98,575.41	90,744.91	89,108.99
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
应收帐款	215.32	249.96	325.36	395.22
预付款项	291.92	1,691.26	754.49	174.77
存货	6,850.47	7,667.61	10,265.93	12,706.28
流动资产合计	17,532.37	109,993.01	104,445.16	105,245.25
非流动资产	29,072.84	36,513.70	53,622.95	65,122.71
资产总计	46,605.20	146,506.71	158,068.11	170,367.96
短期借款	2,948.64	0.00	0.00	0.00
应付帐款	1,889.81	2,300.28	3,079.78	3,811.88
预收款项	4,862.59	5,045.05	5,282.57	5,571.08
流动负债合计	16,160.96	9,468.76	10,641.67	11,808.71
非流动负债	7,200.00	7,200.00	7,200.00	7,200.00
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
母公司股东权益	23,244.24	129,837.95	140,226.45	151,359.25
净营运资本	1,371.41	100,524.26	93,803.49	93,436.54
投入资本 IC	28,293.92	38,462.54	56,681.54	69,450.26

现金流量表（万元）	2008A	2009E	2010E	2011E
净利润	5,511.47	10,742.14	12,985.62	13,916.00
折旧摊销	9,092.37	0.00	2,890.74	3,500.25
净营运资金增加	(3,031.43)	99,152.85	(6,720.76)	(366.95)
经营活动产生现金流	9,765.45	10,213.89	13,777.42	15,252.74
投资活动产生现金流	(6,332.82)	(10,020.00)	(20,400.00)	(15,400.00)
融资活动产生现金流	(2,339.64)	89,092.56	(1,207.92)	(1,488.66)
现金净增（减）	1,092.99	89,286.45	(7,830.50)	(1,635.92)

数据来源: wind 东北证券金融与产业研究所

价值比率	2008A	2009E	2010E	2011E
P / E	53.19	36.49	30.19	28.17
EV / 收入	3.68	3.30	2.60	2.15
EV / EBITDA	18.11	20.77	18.59	16.89
EV / EBIT	40.29	24.88	22.51	20.86
EV / NOPLAT	46.21	28.53	25.82	23.92
EV / IC	10.57	7.82	5.44	4.46
P / B	12.65	3.02	2.80	2.59
Dividend Yield (%)	0.00%	0.55%	0.66%	0.71%

每股指标	2008A	2009E	2010E	2011E
基本 EPS	0.47	0.69	0.83	0.89
每股红利	0.00	0.20	0.20	0.20
每股经营现金流	0.83	0.65	0.88	0.97
每股净现金流	0.09	5.69	(0.50)	(0.10)
每股净资产	1.98	8.28	8.94	9.65

流动性	2008A	2009E	2010E	2011E
净负债 / 权益	0.04	(0.70)	(0.60)	(0.54)
总负债 / 总资产	50.13%	11.38%	11.29%	11.16%
流动比率	1.08	11.62	9.81	8.91
速动比率	0.66	10.81	8.85	7.84

财务比率	2008A	2009E	2010E	2011E
盈利能力				
毛利率	19.73%	23.31%	21.12%	19.63%
营业利润率	7.83%	13.78%	12.71%	11.20%
净利率	6.78%	11.77%	10.93%	9.65%
净资产收益率	23.71%	8.27%	9.26%	9.19%

偿债能力	2008A	2009E	2010E	2011E
流动比率	1.08	11.62	9.81	8.91
速动比率	0.66	10.81	8.85	7.84
资产负债率	50.13%	11.38%	11.29%	11.16%

成长能力	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入增长率	3.42%	12.26%	30.17%	21.47%
营业利润增长率	3.58%	97.45%	20.07%	7.07%
净利润增长率	4.57%	94.91%	20.88%	7.16%
净资产增长率	31.08%	458.58%	8.00%	7.94%

营运能力	2008A	2009E	2010E	2011E
应收帐款周转率	275.59	392.17	412.84	400.39
存货周转率	8.76	9.64	10.45	10.09
总资产周转率	1.84	0.94	0.78	0.88

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。