

罗普斯金(002333)调研报告

建材蓝海战略结硕果 工业材牙牙学语起步缓

有色金属/铝加工

谨慎推荐

维持评级

发布时间：2011年8月15日

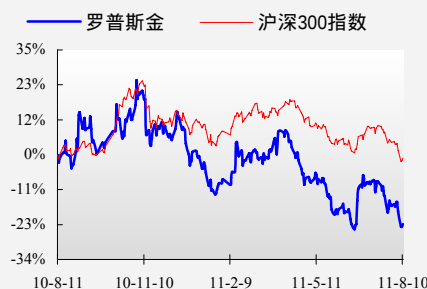
投资要点：

- **保障房建设带动铝型材消费，但公司受益有限。**1000 万套保障房建设会带动 39.6 万吨铝合金型材消费。十二五期间，保障房对铝建材的拉动将达到 100 多万吨。但公司产品定位于高端市场，从保障房中的受益非常有限。
- **建材蓝海战略结硕果。**公司形成了自主开拓为特点的销售模式，定位高端，目标指向直接客户的蓝海战略，销售渠道多，销售面广；议价能力强，产品价格高。弊端在于：一是公司的销售模式，带来了费用压力，二是，公司在商业类项目上优势并不明显。综合来看，公司对下游客户拥有的定价权，足以弥补销售费用。
- **定价模式使公司业绩易受铝价波动冲击。**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”。合理利润大致保持在 4500-5000 元/吨间。在此定价模式下，铝价波动成为影响公司业绩的主要原因之一。
- **工业型材进展缓。**公司在 2006 年开始进入到铝工业材领域。至今进展较小，2010 年公司销售了 6000 吨工业型材，但毛利不到 6%。未来随着公司技术水平的提升、大型设备的投产、成品率和稳定性的提升、深加工业务的拓展，公司工业材的毛利水平有望提升到 10%。
- **募投项目将于 2012 年竣工投产。**介时，公司产能将从 5.4 万吨增加至 9.4 万吨。随后公司还规划了 5 万吨产能。此外，公司还在积极延伸产业链：一是，成立门窗子公司，后向延伸。二是，向上游熔铸环节延伸。三是，拓展铝工业材的深加工产能。
- **公司业绩稳定增长。**预测公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.34 元、0.42 元、0.49 元，对应动态的 PE 分别为 34 倍、27 倍、23.5 倍。给予谨慎推荐评级。
- **风险提示：**铝价波动风险，行业竞争加剧，工业材毛利低于预期。

业绩预测：

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	市盈率 (倍)
2010	96,379	3.12	6,622.63	-33.55	0.26	44.3
2011E	119,127	23.60	8,495.30	28.28	0.34	33.9
2012E	162,366	36.30	10,491.52	23.50	0.42	27.4
2013E	200,113	23.25	12,210.76	16.39	0.49	23.5

走势图



市场数据

2011/8/12

收盘价：	11.52 元
52 周最高价：	18.71 元
52 周最低价：	10.53 元
平均持仓成本：	13.20 元

基本数据

2011Q2

总股本（万股）：	25,088
流通 A 股（万股）：	25,088
每股收益（元）：	0.17
每股净资产（元）：	4.79
每股经营现金流（元）：	--
市净率：	2.41

分析师：陈炳辉

执业证书编号：S0550511070002

TEL: (8621)6336 7000-319

FAX: (8621)6337 3209

Email: chenbh@nesc.cn

地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编：200002

目 录

1、建筑型材是公司业务核心.....	4
2、建筑材业务独具特色.....	4
2.1 特色之一：独树一帜的销售策略	4
2.1.1 不设总经销 以自身为主导的销售渠道.....	4
2.1.2 以提货日铝价为基准的定价方式加剧了公司利润波动.....	5
2.1.3 现货现销、款到发货的销售结算模式.....	6
2.1.4 现货现销、款到发货的销售方式.....	6
2.1.5 公司销售模式利弊鲜明.....	6
2.2 特色之二：品牌战略	8
2.3 特色之三：专利与知识产权	8
3、工业材尚处起步阶段.....	9
3.1 建筑材业务易受季节性扰动	9
3.2 工业材、建筑材互补增强业绩稳定性	10
3.3 公司工业材起步，但进程较慢	10
4、公司将进入产能释放期.....	11
4.1 募投项目 2012 年投产	11
4.2 5 万吨产能已经纳入规划	12
4.3 积极延伸产业链	12
5、行业前景仍较广阔.....	13
5.1 建筑型材发展空间仍在	13
5.2 保障房建设带动铝型材消费，但公司受益有限	14
5.3 工业材市场潜力巨大	14
6、盈利预测、估值及投资建议.....	15
7、风险提示：.....	15

图表目录

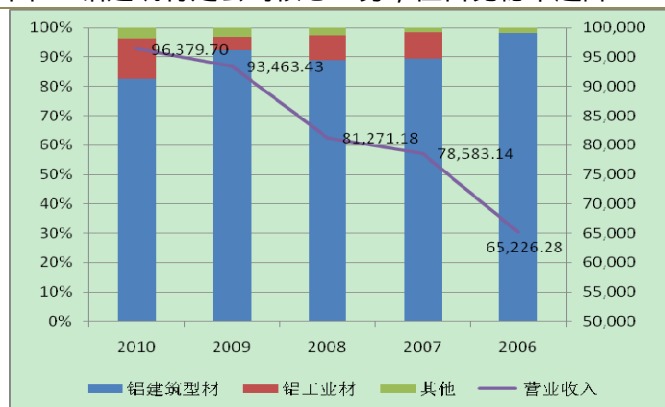
图 1 铝建筑材是公司核心业务，但占比稳中趋降.....	4
图 2 铝建筑材贡献了公司 90%以上的营业利润	4
图 3 公司销售人员数量一直较高.....	5
图 4 前五名客户销售额占比较小.....	5
图 5 公司以提货日铝价作为定价基准.....	5
图 6 铝价波动扰动公司业绩	5
图 7 公司应收帐款逐年下降，周转率远优于同业.....	6
图 8 公司建筑型材毛利高达 20%	6
图 9 公司产品的销售具有很强的季节性，第一季度通常较低.....	9
图 10 公司铝工业材进展不大.....	11
图 11 1998 年铝合金门窗还只占门窗总量的 35%.....	13
图 12 2005 年，铝合金门窗占比已经提升至 55%	13
表 1 2009 年上半年受益于定价政策，公司吨毛利额高于正常水平.....	6
表 2 公司销售模式特点突出	7
表 3 公司的毛利率水平在抵销毛利率影响后，仍较高.....	8
表 4 罗普斯金持有的权利数遥遥领先于同行业上市公司.....	8
表 5 公司拥有的专利增长态势不减.....	8
表 6 公司的销售主要集中于 500 公里半径之内.....	9
表 7 铝工业材与建筑材设备相通，业绩稳定性强.....	10
表 8 公司募投资项目产能在铝建筑材与工业材之间均衡分配.....	11
表 9 公司募投资项目中的设备采购方案.....	11
表 10 预计募投资项目在 2012 年第二季度投产	12
表 11 各种材质门窗的性能对比.....	14
表 12 分产品收入和毛利率预测表（单位：万元）	15
表 13 盈利预测表（单位：万元）	16

1、建筑型材是公司业务核心

罗普斯金公司所处的行业为铝加工行业，细分行业为铝挤压材行业，其原料为铝棒，产品为铝挤压材。公司的业务主要为两块，铝建筑材和铝工业材，其中铝建筑型材主要应用于建筑领域，铝工业型材主要应用于除建筑以外的其他工业领域，如汽车、高铁、LED 和太阳能领域等。

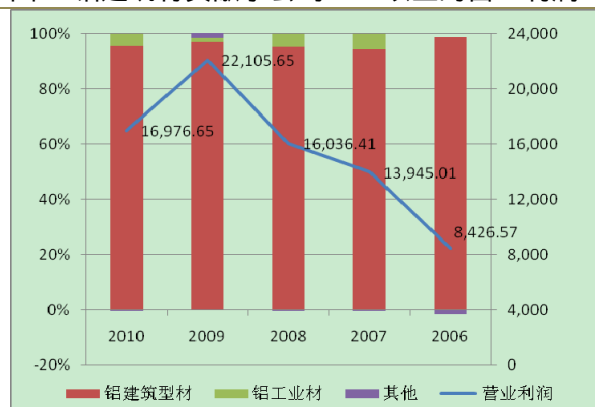
铝建筑材是公司的核心产品，拥有 4 大类 61 个系列 1780 余种产品。铝工业材业务是公司自 2006 年才进入的领域，目前，拥有 10 大类 158 种产品。在业务结构上，铝建筑材一直是公司的主要业务，在主营业务收入和营业利润中的比重都在 90%以上。

图 1 铝建筑材是公司核心业务，但占比稳中趋降



资料来源：公司公告、东北证券

图 2 铝建筑材贡献了公司 90%以上的营业利润



资料来源：公司公告、东北证券

2、建筑材业务独具特色

2.1 特色之一：独树一帜的销售策略

与其他同行业公司相比，公司在销售策略方面独树一帜，通过在营销渠道上不设总经销、定价方式，与现货现销、款到发货等方面的努力开拓蓝海。

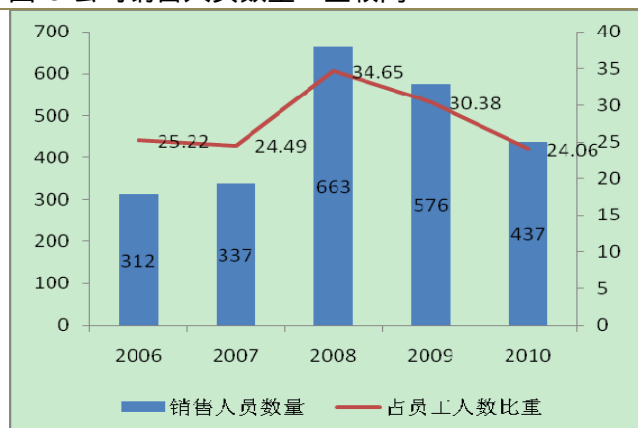
2.1.1 不设总经销 以自身为主导的销售渠道

与同行业其他企业“总经销——分销商”的营销渠道不同，公司的营销渠道独具特色。其特点主要有：一是，公司一开始就坚持了不设总经销，直接面对大量的分销商；二是，为了克服没有总经销，而分销商实力较弱的缺陷，公司有大量的销售人员协助和管理经销商，销售人员的主要功能在于培育、服务与管理经销商，在尚在开发中的一些市场中，销售人员还要承担开拓市场的职责。三是，与经销商建立伙伴式销售渠道。在伙伴式销售渠道中，公司销售人员很少直接获取订单，几乎所有的订单都通过经销商，销售人员通过为经销商提供售前、售中服务和技术支持，协助经销商取得订单。四是，公司营销人员的业绩与其服务区域内经销商业绩挂钩。

在公司自主建设的以终端市场为中心的营销渠道体系中，公司直接面临的经销商数量众多（2006-2008 年公司经销商户数分别为 672、646、796 户），公司对销售渠道具有很强的控制力；同时，公司并不单纯依赖于经销商完成销售，销售人员的参与，使公司的自主性和控制力增强；更为重要的是确保公司能够及时、准确地洞悉市场变化。不过，为了管理、服务大量的经销商，公司的销售人员数量一直较为庞大，销售人员占公司员

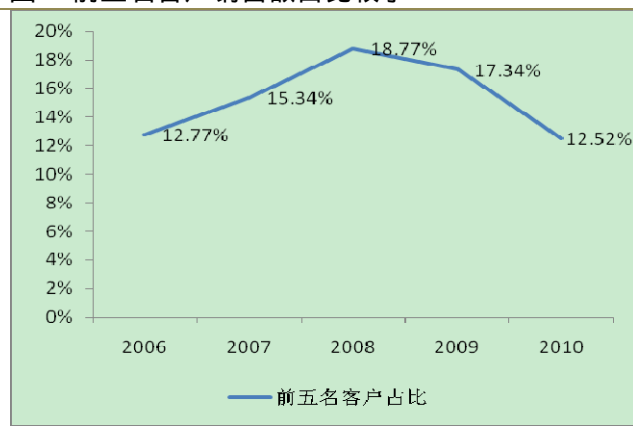
工总数的比重一直较高。

图 3 公司销售人员数量一直较高



资料来源：公司公告、东北证券

图 4 前五名客户销售额占比较小



资料来源：公司公告、东北证券

2.1.2 以提货日铝价为基准的定价方式加剧了公司利润波动

公司建筑型材的定价政策可概括为“产品售价=铝棒价格+生产费用+合理利润”。目前，该合理利润大致保持在 4500-5000 元/吨间；“铝棒价格”则以上海长江现货市场电解铝公开价格为基础确定。由于电解铝价格在订单日（D 日）至提货日（T 日）之间处于不断波动状态，因此，产品定价采用何时的电解铝价格结算，即 D 日至 T 日间的电解铝价格波动风险由谁承担对产品毛利额有着直接影响。2008 年 10 月开始，公司产品定价以提货日电解铝价格作为定价基准，因此，公司承担了在订单日到提货日之间的铝价波动风险。如果在此期间，铝价上扬，那么公司将因此而受益，但如果相反，公司就会为此遭受损失。

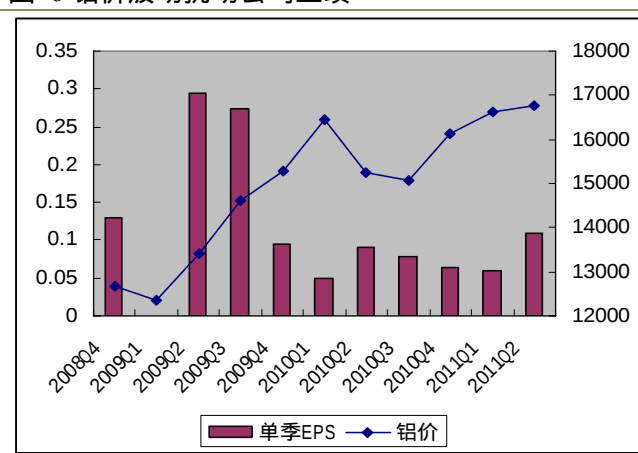
目前的以提货日铝价这定价基准的定价方式，是公司在长久经营过程中形成的、与下游经销商企业均可接受的定价模式，预计，未来这一定价方式将继续得到延用。

图 5 公司以提货日铝价作为定价基准



资料来源：公司公告、东北证券

图 6 铝价波动扰动公司业绩



资料来源：公司公告、东北证券

此外，公司在全国各地实行统一定价，运费由各地经销商承担。与同行业类似，公司也以返利等形式对经销商进行支持，卖的越多，返利越多。

在此定价模式下，铝价波动成为影响公司业绩的主要原因之一。在 2009 年，铝价企稳回升，公司享受了铝价提升带来的额外收益，公司 2009 年上半年的单位毛利额突破了合理区间。但进入到 2010 年后，铝价在第一和第二个季度大幅回落，这又导致企业利润的持续低迷。因此，铝价波动对公司业绩存在着一定的扰动。

表 1 2009 年上半年受益于定价政策，公司吨毛利额高于正常水平

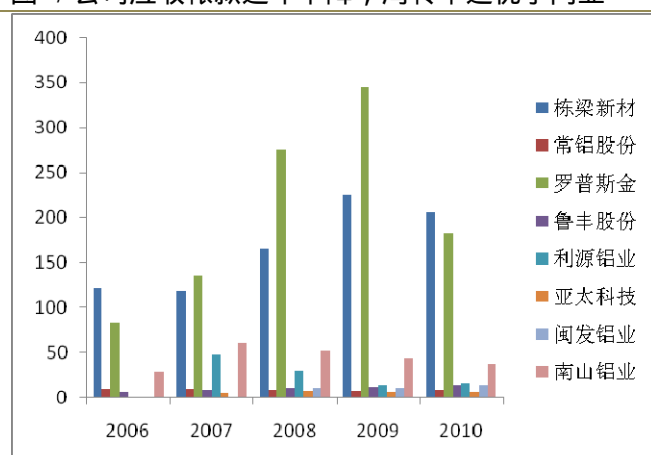
	2006A	2007A	2008A	2009H1
销售价格	25290	26402	24669	21736
单位产品毛利额	3378	4765	5001	5828
单位成品成本	21912	21637	19668	15908
其中铝棒价格	17999	17245	14953	11507

资料来源：公司公告、东北证券。

2.1.3 现货现销、款到发货的销售结算模式

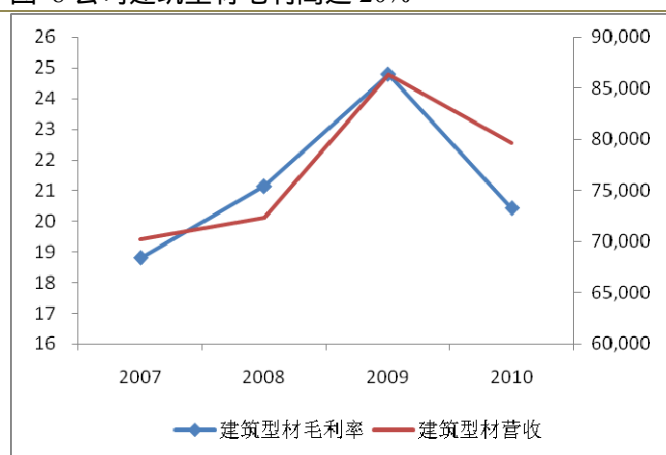
公司对非定制产品客户销售实行“款到交货”的结算模式，即收到货款后发出产品；对定制产品客户收取一定比例的“定制保证金”，收到余款后发货。公司仅对少量客户给予 1 个月的信用期。公司坚持采取“现货现销、款到发货”的销售结算原则，不仅有效地减少了对公司资金的占用，降低了应收帐款的数额，提高了应收帐款的增长率，而且降低了坏账损失风险。

图 7 公司应收帐款逐年下降，周转率远优于同业



资料来源：WIND、东北证券

图 8 公司建筑型材毛利高达 20%



资料来源：WIND、东北证券

2.1.4 现货现销、款到发货的销售方式

在目标市场的选择上，自公司成立以来，公司就将建筑型材产品定位于高端，一直以高端铝型材形象示人，价格也较其他铝型材产品要贵（一般公司产品要比其他公司产品每平方米贵 30—50 元）。同时，公司将客户主要定位于中小型工程及零散客户，通过公司员工参与与客户的开拓当中，缩短了最终客户与公司的距离。

2.1.5 公司销售模式利弊鲜明

公司销售模式的优势在于：一，销售渠道多，销售面广。目前，公司已经打破了传统的直径 500 公里的铝建筑材的销售半径，产品已经覆盖了全国的大部分地区。在一些自然条件较为恶劣，如高原、沿海地位，公司的产品获得了较高的市场认可。例如，在西藏市场上，60-70%的门窗都是由公司提供的。二，议价能力强，产品价格高，毛利水平高。一般，公司产品要比其他公司产品每平方米贵 30-50 元。

公司销售模式的弊端在于：一是公司主要依靠内部人员进行渠道维护的销售模式，需要大量的人力投入，也会给公司带来了一定的费用压力，体现在销售费用上，公司的销售费用要比其他公司高出许多，未来随着工人工资的不断提升，费用压力可能会越来越大，而且销售收入的实现与人力的投入有着直接的相关性，未来销售费用将和销售收入同步增长。二是，公司在商业类项目上优势并不明显。公司建筑型材以小型经销商为主要渠道，直销业务并不侧重，不利于公司参与大型商业类项目，而且公司实现全国统一价，价格策略非常严格，不利于公司与大型的客户进行合作。实际上，公司议价能力强、现货现销、款到发货，都是建立在客户小型化、分散化的基础之上。一旦与大型客户进行直销合作，就必将导致销售毛利的下降。

在目前来说，公司以经销商为主，公司销售人员积极参与、目标指向小型化、分散化客户的营销策略，是公司开拓“蓝海”的有力举措。到目前为止，这一战略仍具有较大的成长空间。但需关注进入到蓝海空间中企业的数量，会在公司取得成功的示范效应下越来越多。蓝海发展到红海的过程中，企业的盈利能力将被侵蚀。

表 2 公司销售模式特点突出

	中国忠旺	兴发铝业	利源铝业	栋梁新材	罗普斯金	闽发铝业
建筑型材占比(%)	16.97	80.44	49.93		91.14	73.65
工业型材占比(%)	83.03	19.56	50.07	-	8.86	26.35
收入(万元)	1,385,271	187,148	78,431	174,423	90,463	48,742
净利润(万元)	3,528,815	7,020	5,358	-	9,965	3,704
产量(万吨)	49.92	9.44	4.56	9	4.07	2.64
毛利率(%)	38.40%	10.01%	16.53%	14.04%	24.05%	16.04%
扣除非经常性损益后 ROE(加权)	24.89%	9.80%	20.26%	15.78%	36.05%	16.12%
销售模式	直销和分销商方式，直销占比 87%	直销和分销商方式，直销占比 60%	直销和经销，直销占比 80%	直销和经销，自主销售为主	经销商为主，2008 年经销商共有 796 家，其中前 147 家占公司营收 85%	直销和经销、专卖店销售，以直销为主，由 2009 年 39.50%上升为 2010 年 45%
销售区域	国内占比 92%	国内占比 91%	东北、华北、华东，东北占比 70%	国内占比 97%，主要集中在苏浙沪	国内占比 99%，其中华东地区占比 69%	国内占比 70%，福建占比 50%
客户特点	铁路、城市轨道交通等行业的大型运输客户	客户多元且基数大，前五名客户占比 30%	大客户、直接终端客户，前 10 大客户占比 65%	客户分散，前五名客户占比 15%	零散客户、小工程，2010 年前五名销售占比 12.52%	采取“大客户、大工程”战略，前五名销售占比 36%

注：未说明时，数据年份为 2009 年。

资料来源：闽发铝业招股说明书，及各公司年报，东北证券。

凭借着公司产品定位高端，专注于零散客户和销售模式独特的蓝海战略，公司对下游客户拥有较高的定价权，能获取更高的价格，更高的毛利率水平，近几年来，公司的毛利率水平一直保持在行业上游水平。虽然销售模式也带来了销售费用的增长，但近几年随着公司独特销售模式进入收获期，毛利率在抵销销售费用率的影响之后，仍较业内多数公司要高，表明公司独特的销售渠道和蓝海战略，能有效地获得比同行业公司更高的收益，从而提高实际收益水平。

表 3 公司的毛利率水平在抵销毛利率影响后，仍较高

	公司名称	毛利率(%)	销售费用率	毛利率-销售费用率
2008	栋梁新材	3.36	0.43	2.92
	罗普斯金	19.73	6.37	13.36
	利源铝业	15.83	0.28	15.54
	闽发铝业	10.58	0.64	9.93
2009	栋梁新材	4.13	0.54	3.60
	罗普斯金	23.65	6.40	17.25
	利源铝业	16.53	1.03	15.50
	闽发铝业	14.85	0.85	13.99
2010	栋梁新材	3.95	0.46	3.49
	罗普斯金	17.61	6.14	11.47
	利源铝业	16.67	1.34	15.33
	闽发铝业	16.08	0.89	15.19

注：2010 年受工业材毛利偏低影响，公司在与同行业的比较当中处于劣势，但建筑型材的毛利达到了 21.14%。按该业务计算，公司毛利水平相差不多。

数据来源：WIND，东北证券。

2.2 特色之二：品牌战略

目前国内许多铝挤压材生产企业只关注产品生产而不注重品牌培育，造成品牌影响力薄弱。现有的 680 余家铝挤压材生产企业中，获得中国名牌称号的企业仅有 16 家，而公司便是其中之一。

公司以消费品模式进行品牌运作，给消费者留下了“罗普斯金”是优质门窗品牌而非单纯型材品牌的印象，公司通过设立“罗普斯金形象展示厅”，通过体验式营销方式，在激发潜在消费者需求的同时，大力推广企业品牌。截止 2010 年底，公司已在全国各地设立了上百家展厅，进一步提升了公司品牌形象及知名度。未来，公司将强化“罗普斯金”作为门窗品牌的地位与效应。

2.3 特色之三：专利与知识产权

公司成立伊始就坚持自主创新，始终致力于各类铝挤压材产品的设计、开发。技术创新与研发一直是公司差异化竞争策略的重要组成部分。公司系江苏省外商投资先进技术企业，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；同时，公司设计开发部被认定为江苏省外商研发机构。经过多年专利研发积累，目前，公司拥有的专利数据已经接近 700 项，包含 1 项发明专利，16 项实用新型专利，另有 50 多项专利仍在申请，含 3 项实用新型专利。

表 4 罗普斯金持有的权利数遥遥领先于同行业上市公司

	罗普斯金	中国忠旺	栋梁新材	兴发铝业	南山铝业
专利数量（2009 年年中数据）	664	176	12	> 300	13

数据来源：公司公告，东北证券

表 5 公司拥有的专利增长态势不减

	发明专利	实用新型专利	外观设计专利	合计
2009 年年中已申请的专利	1	16	680	697
其中：已获授权专利	0	15	649	664
尚在办理中的专利	1	1	31	33
2010 新增授权专利	1	1	23	25
2010 新增专利申请	0	3	45	48

数据来源：公司公告，东北证券

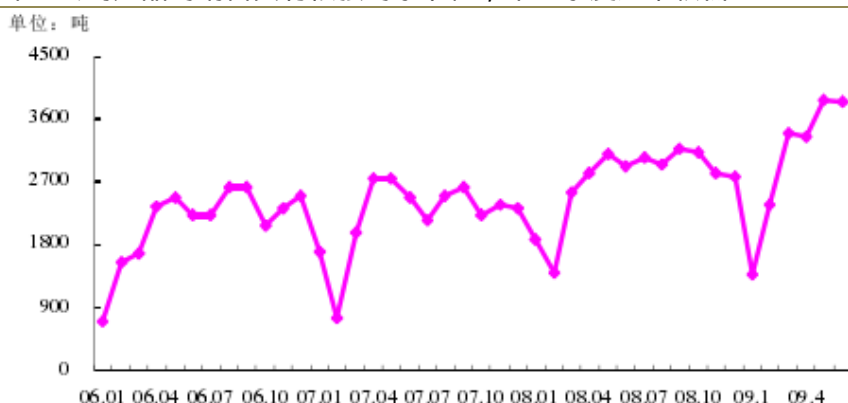
3、工业材尚处起步阶段

3.1 建筑材业务易受季节性扰动

由于下游建筑业受季节性因素影响第一季度开工不足，导致铝建筑型材的生产和销售也具有较为明显的季节性特征，通常第一季度的产量和销量较低。而其他几个季度则相对较好。与此同时，第一季度假期较多，例如公司在过年期间放假时间较长，大约为2-3个星期，再加上其他公司活动，因此，在第一季度约有一个月左右的时间生产并不正常，甚至于基本上不怎么生产。

在公司层面，受此影响，公司的销售也呈现出较强的季节性：

图 9 公司产品的销售具有很强的季节性，第一季度通常较低



资料来源：公司公告、东北证券

在下游需求与生产呈现季节性特征的影响下，公司通常会在上一年年末和第一季度积累一部分库存，即为了给旺季储备货源，也保证一定的开工率。在铝价剧烈波动的环境中，库存给公司业绩造成了扰动。例如，按 2009 年的经验，公司铝建筑材在 2010 年年初的库存较大。但恰逢铝价在第一、第二季度回落，公司的库存出现了较大的亏损；同时，2 季度开始的房地产调控对铝建筑型材市场的打压也比较明显，进行到 2 季度后，需求也一直不旺盛；从下游经销商的角度来看，经销商也会给旺季留有一定的库存，但房地产调控政策的打压，使经销商不敢大量采购，其采购的周期拉长，采购量少。因此，公司业绩在去年上半年，并不理想。

铝建筑型材地域性特征也较为明显，一方面，产能分布不均衡，目前 60%以上的铝建筑型材生产企业集中于东南沿海及环渤海湾地区，而中西部地区的生产企业数量较少、规模较小；另一方面，受运输成本影响，铝建筑型材通常的行业销售半径，约为 500 公里左右。就公司而言，公司产品的销售区域也是在 500 公里范围之内。

表 6 公司的销售主要集中于 500 公里半径之内

	2009H1		2008		2007		2006	
	销售收入 (万元)	占比 (%)	销售收入 (万元)	占比 (%)	销售收入 (万元)	占比 (%)	销售收入 (万元)	占比 (%)
500 公里销售半径内	25,795.04	63.72	45,508.98	56	43,359.42	55.18	34,830.06	53.4
500 公里销售半径外	14,689.60	36.28	35,762.20	44	35,223.72	44.82	30,396.22	46.6
合计	40,484.64	100	81,271.18	100	78,583.14	100	65,226.28	100

注：“500 公里销售半径内”指沪、苏、浙、皖三省一市。

资料来源：公司公告，东北证券。

3.2 工业材、建筑材互补增强业绩稳定性

工业材和建筑材，两个产品只是在生产的设备上具有通用性，但是在经营管理，营销及核心的关注点等方面都有差异。首先，工业材的季节性特点不如建筑材明显。工业材下游来源广泛，不会仅受一个行业景气度的影响，需求较为稳定，周期性和季节性特点并不突出。其次，工业材对技术要求较高，通过要用大吨位的挤压机来生产，同时对产品的质量和质量的稳定性要求高，即各批次产品的质量差异不能超出一定范围。再次，工业材的营销方式，在市场环节，销售费用并不高，而建筑材销售费用比较高。工业材多是通过产品来说话。依靠与公司客户的合作，来打开市场，拓展同行业客户。有时市场拓展具有一定的被动性。需要较时间的积累，才能获得市场的认同。第四，进入到客户供应链体系需要的时间比较长但客户稳定性好。通常都要通过较长时间的认证，小批量供货等流程，最后才是大批量供货，时间从 3 个月到几年数量不等，但在客户的稳定性方面，一旦建立联系，双方的合作也是较为长期的。

表 7 铝工业材与建筑材设备相通，业绩稳定性强

	铝建筑材	铝工业材
下游需求来源	单一	广泛
下游需求稳定性	波动大	较稳定
品牌的重要性	较高	一般
渠道的重要性	较高	较低
公司定价权能力	强	弱
毛利率水平	约 20%	视行业而定，约 10%
销售费用率	约 5% (公司，其他同行较低)	约 1%-2%
客户专有化程度	较低	很高
资产专业化程度	可相互转换	
客户稳定度	较低	较高

数据来源：东北证券

因此，建筑型材与工业型材不但具有设备上的通用性，而且拓展工业材市场也有助于公司增强客户与业绩的稳定性，减缓周期性和季节性变动。为此公司在 2006 年开始进入到铝工业材领域。

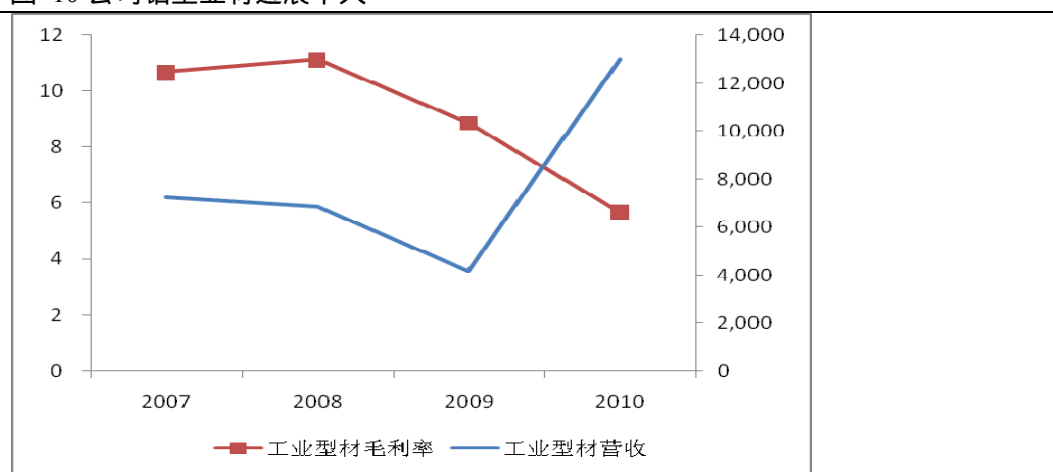
3.3 公司工业材起步，但进程较慢

目前，公司的工业材，基本属于订制（OEM）型，客户集中于华东。受运输费用影响，如运送到广东要 600-700 元/吨，因此公司并没有开拓其他市场。2010 年公司销售了 6000 吨工业型材，销量同比去年增长超过 150%，主要应用于几个下游子行业：汽车配件、太阳能、照明，电子散热装置，电梯建材，轨道交通（如轨道交通用的内饰和门窗及一些连接件）等，客户基础扎实。主要客户包括，汽车配件领域的日轻（上海）汽车配件有限公司，及诺帝克航空产品（昆山）有限公司等。

未来，公司将专注做细分市场，继续拓展汽车天窗铝合金导轨、太阳能铝合金型材等市场，下游客户具有较大的增长潜力。

在工业材领域，公司不能利用其在建筑材所享有的品牌声誉，而需要重新开始。公司也打算将罗普斯金品牌，仅用于门窗领域，而工业材以苏州铭德为核心，重新起步，力图将其打造成铝工业材的知名品牌。

图 10 公司铝工业材进展不大



资料来源：公司公告，东北证券。

4、公司将进入产能释放期

4.1 募投项目 2012 年投产

公司的募投项目为，投资 3.94 亿元建设 5 万吨铝挤压材建设项目。2009 年，公司利用自有资金建成了部分募投产能，其中挤压设备产能 2.5 万吨，表面处理产能 1.25 万吨。剩下的产能，受到公司变更募投项目建设地点的影响而有所延迟。目前，公司已在新购厂区——相城区黄埭镇潘阳工业园太东路南侧开工建设募投项目，预计 2011 年仍不会释放产能，募投项目将于 2012 年竣工投产。届时，募投项目合计将实现年 5.25 万吨表面处理产能和 6.5 万吨的挤压产能（可实际挤出货量）。

表 8 公司募投项目产能在铝建筑材与工业材之间均衡分配

序号	产品名称	合金、状态	规格范围，mm	年产量（吨）
铝建筑型材	建筑型材	6063T5、6061T6	1.0 cm 2 ~ 25.0 cm 2	10,000
	隔热型材			13,000
铝工业材	工业型材	1xxx ~ 7xxx O、F、H、T4、T	1.0 cm 2 ~ 150 cm 2	21,000
	棒排材	1xxx ~ 7xxx O、F、H、T4、T	Φ25 ~ Φ180	3,000
	厚壁管材	1xxx ~ 7xxx	Φ25 ~ Φ180×5 ~ 12	2,000
	薄壁管材	1xxx、2xxx、5xxx、6xxx	Φ25 ~ Φ150×1 ~ 4	1,000
合计				50,000

数据来源：公司公告，东北证券。

目前，公司在产产能中挤压设备主要为 600 吨、800 吨、1100 吨、1800 吨，2750 吨挤压机。其中 1100-1800 吨的挤压机 8 台，用于建筑材和小截面铝工业材的生产，2750 吨挤压机一台。公司募投中将建的 12 条挤压生产线，已有 8 条建成。接下来公司生产线要上日本宇部的 4000 吨和 6000 吨的挤压设备。未来，包括募投项目剩余的 4 条线之外，公司总共会建 6 条左右的挤压线。

表 9 公司募投项目中的设备采购方案

类别	生产线名称	数量	设备	备注
挤压生产线	6000 吨正向单动油压机	1	含主机、加热炉、辅机等	所有挤压机生产线的主要设备均为进口设备
	4000 吨正向双动油压机	1		
	2750 吨正向单动油压机	1		

	2750 吨正向双动油压机	1		
	1800 吨正向单动油压机	2		
	1800 吨反向单动油压机	1		
	1800 吨正向双动油压机	1		
	1100 吨正向双动油压机	2		
	880 吨反向单动油压机	1		
	600 吨正向单动油压机	1		
表面处理生 产线	电泳涂漆	2	含槽组、天车、排风	-
	粉末喷涂（氟碳、粉末喷涂）	1	含槽组、过滤、烘烤	-

资料来源：公司公告，东北证券

表 10 预计募投项目在 2012 年第二季度投产

	2010E	2011E	2012E	2013E
产能（万吨）	5.7	5.7	9.4	9.4
产量（万吨）	4 万多	5.2	7	8.6
其中：建筑型材		4	5	6
工业型材	0.6	1.2	2	2.6

资料来源：公司公告，东北证券

募投项目中的表面处理生产线中，自韩国进口的 1.25 万吨/年的生产线已经投产。另一条立式氧化电泳线仍在建，设备由日本爱铝美克斯（ALMEX PE）提供，产能 3 万吨/年。另外，公司还会再投一些喷涂生产线。

4.2 5 万吨产能已经纳入规划

2010 年 9 月 7 日，公司使用部分超募资金，通过公开竞拍方式，取得了位于苏州市相城区黄埭镇潘阳工业园内（以下简称“黄埭厂区”）的苏相国土 2010-G-37 号地块，占地面积 395 亩。该宗地除用于募集资金投资项目的建设用地（占地 110 亩）之外，还有土地剩余。为此，考虑到公司未来长期、稳定、健康的发展，公司董事会决定在黄埭厂区统筹规划年产 10 万吨铝合金挤压材项目，总投资预计 65,000 万元。一期项目为公司募集资金投资项目“年产 5 万吨铝合金挤压材项目”，二期 5 万吨项目根据募投项目实施完毕后的盈利情况或市场变化情况决定投资进度。目前，公司已在黄埭厂区，统一规划，建设办公场所，并统一规划了仓库、污水处理等环保设施及含募投项目在内的 10 万吨的产能。

4.3 积极延伸产业链

公司主要从以下几个方向延伸产业链：

一是，成立门窗子公司，后向延伸，强化公司的门窗品牌优势，推进安装的标准化。未来从保证质量、控制成本的角度出发，公司不排除自己作门窗配件，向下游提供。旨在提供下游价格可接受的配件产品。从而保证公司门窗产品在整体上的质量和品牌地位。

二是，向上游熔铸环节延伸，以提高生产效率，减少浪费，回收利用废料，并为高性能工业材供料。公司的熔铸项目，主要是针对废料的回收和对铝棒要求较高的高性能工业型材的原料自给。目前，公司产生的废料要运输到山东去做再回收利用，加工费为 1200 元/吨，同时公司还要承担期间的运费。熔铸项目上马后，公司可就地做熔铸，回收利用废料，降低成本。此外，一些工业型材生产要用的铝棒要求质量高，稳定性，合金牌号高，成分要求严格。如一些工业材，要用到 7 系列的铝合金。公司的熔铸项目，将

用于高性能合成成份、高牌号的铝棒的生产，控制高性能铝棒品质的稳定性，供铝工业材使用，提高产品的合格率。为此项目，公司还高薪聘请了一个台湾技术人员。

预计，如果公司募投项目达产后，公司产能将达 9.4 万吨，会产生 2-3 万吨的废料（废料的来源，为生产过程中的边角料，未达标产品，质量不稳定产品等），每月约为 2000T，同时，每万吨废料，还要加些铝锭来做配比。未来再给一部分铝工业材做供应。镕铸产能总计 6 万吨。

三是，拓展铝工业材的深加工产能。公司未来有向铝工业材深加工下游拓展的打算。但目前仅有少量的设备在做，没有形成规模，深加工有一些也仅是一些简单的加工操作，如打孔等，对于这部分工作，设备能满足，但可以显著地提升毛利。

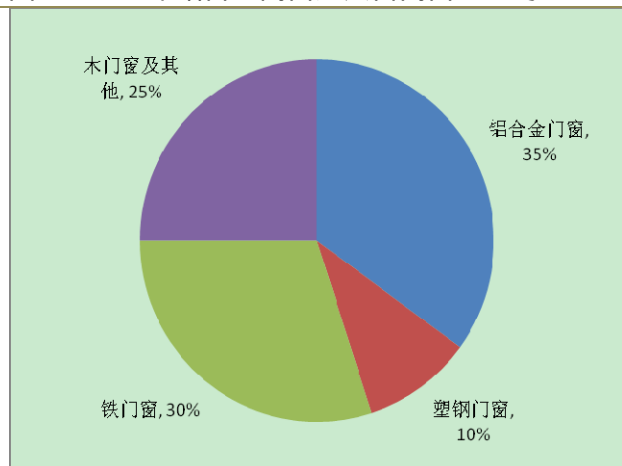
5、行业前景仍较广阔

5.1 建筑型材发展空间仍在

我国的铝建筑型材，在未来的十年当中，仍将保持稳定增长。增长的来源有，其一，城镇化的推进及人均面积的提升。其二，铝质门窗对其他门窗的替代。具体来说：

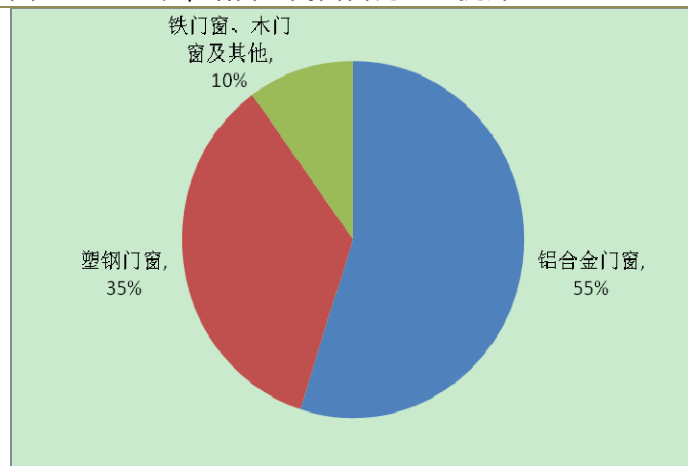
根据社科院《社会蓝皮书：2010 年中国社会形势分析与预测》，2010 年我国城镇化水平将达到 48%，仍远低于发达国家平均 85% 的水平，也低于世界平均 55% 的水平。因此，城市化在我国仍有较大的空间。预计，我国城镇化率在 2012 年或 2013 年将超过 50% 的结构转换临界点，并在 2015 年达到 53% 左右，2020 年达到 57%。同时，人口总量及人均住房面积也在增长。例如，根据国家统计局数据，截至 2006 年底，我国城镇居民人均住房面积达到 27 平方米。建设部预计 2020 年人均住宅建筑面积将达到 35 平方米。因此，城镇化的发展与深化将带动我国房屋新开工面积长期保持较高水平，带动铝建筑材的消费。

图 11 1998 年铝合金门窗还只占门窗总量的 35%



资料来源：招股说明书、东北证券

图 12 2005 年，铝合金门窗占比已经提升至 55%



资料来源：招股说明书、东北证券

另一个因素则是铝门窗对其他材料的替代。铝合金门窗与其他材料门窗相比，有着许多的特点，例如它耐腐蚀性好，寿命长，气密及节能性好还可回收，这使铝合金门窗受到了欢迎，特别是在气候比较恶劣的地区，用铝合金门窗更具优势，例如沿海或高原地区，由于空气中温度与盐分较高，海拔高，日照时间长，塑钢等门窗受 PVC 易老化等因素，表面颜色易退化，且容易产生变形、发脆等问题。同时，塑钢等产品阻燃性能差，不利于防火。自 1998 年以来，铝合金门窗占我国建筑门窗的比例已经从 35% 提升至 2005

年的 55%。而这种提升的趋势仍在继续。

表 11 各种材质门窗的性能对比

项目	钢制门窗	木质门窗	塑料门窗	铝制门窗
比重	重	轻	轻	轻
耐腐蚀性	差	一般	较好	较好
装饰性	差	一般	一般	好
使用寿命	短	短	一般	长
气密及节能性	差	差	好	好
安全性	好	差	差	好
外形式样	少	较少	较多	多
隔热性	差	好	较好	一般
可回收性	可回收	不能回收	回收性差	回收性好
价格	200-400 元/M ² (塑钢)			300-500 元/M ²

资料来源：招股说明书、东北证券。

另外，随着我国节能环保理念盛行，及国家对建筑节能环保的推进与政策鼓励。据国家住建部估算，建筑能耗约占全社会总能耗的 25%，门窗、幕墙等围护结构传热能耗则占了建筑能耗的 20%~50%。未来，节能环保性能较好的门窗材质将在竞争中占据有利位置。而铝合金门窗，特别是断桥隔热铝合金门窗，节能性能很好，很有可能在竞争中进一步提升市场份额。

5.2 保障房建设带动铝型材消费，但公司受益有限

自 2010 年 4 月以来，我国出台了多项针对房地产市场的新政，在新政推出之下，房价快速上涨的趋势已经基本上得到控制，房地产生产经营秩序明显改善，但政策调控力度至今未减。在调控商品房建设的同时，国家加大了对保障性住房的投资力度，国家十二五规划中明显提出将保障房建设作为十二五政府的一项重点工作，规划在 2011 年开工建设 1000 万套保障房，在十二五期间建设 3000 多万套保障房。假定，每套保障房的面积为 60 平方米，门窗面积一般占房屋建筑面积 15%，门窗材质中约有 55%使用铝合金，每平方米门窗需要 8 公斤铝建筑型材。据此测算，1000 万套保障房建设会带动 39.6 万吨铝合金型材消费。十二五期间，保障房对铝建筑材的拉动将达到 100 多万吨。

但落实到公司层面，罗普斯金从保障房中的受限非常有限。一来，公司的产品定位于高端市场，平均，一个平方米的价钱达到了 500-600 元。保障房的型材支出则更倾向于控制成本。因此，在价格上公司的产品并不适合于保障房建设。二来，在毛利空间有限的情况下，公司参与保障房的积极性不高。公司的受益主要来自于，公司在苏州当地少量参与的保障房建设和铝型材市场扩大带来的间接受益。

5.3 工业材市场潜力巨大

未来公司的工业材业务主要将专注于一些细分行业，如汽车天窗用导轨、太阳能设备用铝型材、轨道交通。未来这些领域铝合金型材需求有望持续增长。

首先，在汽车天窗用铝合金子行业当中，铝合金型材的需求与汽车产量直接相关，据中汽协统计，2010 年中国汽车产销分别为 1826.47 万辆和 1806.19 万辆。通常一部乘用车天窗用导轨需耗用铝工业材 1.5-2.2 公斤，若以 2.0 公斤/套计算，仅天窗用导轨一项在 2010 年就需要铝工业材 3.65 万吨。

其次，在太阳能设备中，公司铝工业材主要作为太阳能设备支架及边框。太阳能设备又包括太阳能热水器、光伏电站等。以太阳能热水器为例，目前住宅用太阳能热水器

面积约为 1.6-2.4 平方米，每台热水器边框及支架约需 3-4 公斤铝工业材。若以每台太阳能热水器面积为 2.0 平方米，耗用铝工业材 4 公斤计算，则 2010 年，国内将新增约 2450 万台太阳能热水器，共需耗用铝工业材近 10 万吨。

再次，目前，公司产品也用作轨道交通车辆的内饰、连接件，未来随着公司 6000 吨挤压机的投产，轨道交通用铝合金型材是公司未来重点发展的领域之一。根据国家的最新批复和规划，目前国内已有 28 个特大城市的地铁建设规划获批。2010 年我国将建成地铁 480 公里，2020 年总里程将达 6,100 公里。若按每公里配备 10 节车厢，每节车厢需要 3 吨铝挤压材计算，仅轨道车辆就需要 18 万吨的铝挤压材，平均每年约 2 万吨。

6、盈利预测、估值及投资建议

核心假设：

(1) 考虑到铝价 2011 年均稳定，公司吨毛利将回升至 4700 元/吨，随后将维持在 4500-5000 元之间，受铝价走强及市场竞争加剧的影响，毛利率可能会略有回落。

(2) 未来随着公司技术水平的提升、大型设备的投产、成品率和稳定性的提升、深加工业务的拓展，公司工业材的毛利水平有望提升到 10%，远期可达 15%；

(3) 预计公司产能将在 2012 年逐步投放，而工业材的产量占比将有所提升；

(4) 财务费用方面，公司超募资金将为公司贡献利息收入；

(5) 2011-2013 年所得税率按照 2010 年 15% 的水平。

我们预测公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.34 元、0.42 元、0.49 元，对应动态 PE 分别为 33 倍、27 倍、23 倍。给予谨慎推荐评级。

表 12 分产品收入和毛利率预测表（单位：万元）

		2011E	2012E	2013E
建筑材	销量	40000	50000	60000
	售价	22908.97	23180	23200
	毛利率	20.73%	20.19%	19.83%
工业材	销量	12000	20000	26000
	售价	22858.97	23200	23400
	毛利率	6.56%	8.62%	9.40%

7、风险提示：

(1) 铝价波动风险。在当前的定价模式下，公司业绩与铝价有着很强的联系，铝价的不利波动将给公司业绩带来风险。

(2) 铝挤压行业竞争加剧，致使毛利压缩风险。目前，国内以辽宁忠旺为代表的一些大型企业，不断的上马大型挤压机，有可能会国内大型挤压产能扩张过快的风险，对铝挤压行业的毛利形成不利影响。

(3) 建筑材销售模式被复制风险。公司建筑材独具特色的销售模式，取得了成功，这可能会吸引其他铝型材企业的效仿，而可能会加剧在建筑材行业中的竞争。

(4) 工业材毛利提升低于预期风险，

(5) 公司没有熔铸的生产经验，新上的熔铸产能可能存在技术风险。

表 13 盈利预测表 (单位：万元)

	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	119127	162366	200113
二、营业总成本	109137	150033	185767
营业成本	98297	134933	166756
营业税金及附加	95.3	129.89	160.09
销售费用	7147.6	9741.96	12006.76
管理费用	4765.07	5358.08	6603.72
财务费用	-1191.27	-162.37	200.11
资产减值损失	23.83	32.47	40.02
三、其他经营收益			
公允价值变动净收益	0	0	0
投资净收益	0	0	0
汇兑净收益	0	0	0
四、营业利润	9989.47	12333	14345.6
加：营业外收入	105	110	120
减：营业外支出	100	100	100
五、利润总额	9994.47	12343	14365.6
减：所得税	1499.17	1851.44	2154.84
加：未确认的投资损失			
六、净利润	8495.3	10491.52	12210.76
减：少数股东损益	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	8495.3	10491.52	12210.76
七、每股收益：			
(一) 基本每股收益(元)	0.34	0.42	0.49
(二) 稀释每股收益(元)	0.34	0.42	0.49

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。