



Research and  
Development Center

# 首次覆盖：结构优化与产业链延伸共举，寻找新增长点

——罗普斯金（002333.sz）首次覆盖报告

2014年9月26日

关健鑫 首席分析师

徐林锋 行业分析师

## 证券研究报告

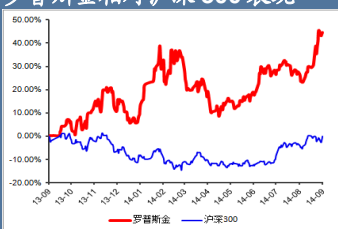
## 公司研究——首次覆盖

## 罗普斯金（002333.sz）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

首次评级

## 罗普斯金相对沪深300表现



资料来源：信达证券研发中心

## 公司主要数据（2014-9-25）

收盘价（元）	12.20
52周内股价波动区间(元)	8.85-12.61
最近一月涨跌幅(%)	13.19
总股本(亿股)	2.51
流通A股比例(%)	96.49
总市值(亿元)	30.66

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO.,LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院  
1号楼6层研究开发中心

邮编：100031

关健鑫 行业分析师

执业编号：S1500512050001

联系电话：+86 10 63081092

邮箱：guanjianxin@cindasc.com

徐林锋 行业分析师

执业编号：S1500514070008

联系电话：+86 10 63080935

邮箱：xulinfeng@cindasc.com

## 首次覆盖：结构优化与产业链延伸共举，寻找新增长点

2014年9月26日

## 本期内容提要：

- ◆ **罗普斯金：铝挤压型材的领先企业。**公司是专业生产、加工、安装、经营铝型材的中外合资企业。目前，建筑型材仍然是公司收入的主要来源（超80%）。为寻找新的利润增长点，公司积极加大对工业型材领域的投入，同时向产业链上下游延伸。
- ◆ **建筑型材：增长平稳，提供安全边际。**公司在行业的领先地位主要体现在技术研发、品牌形象与渠道这三方面。虽然当前房地产景气度下降对公司短期产生了负面的影响，但我们认为，公司通过加强区域（二三线城市和中西部地区）扩张和替代其他材质产品，仍具备成长空间。
- ◆ **向工业领域拓展与产业链延伸，公司发展新看点。**随着基建和工业化进程的推进，工业型材市场需求前景良好。公司凭借在建筑型材领域的成功经验，通过加大相关人力和物力的投入，工业型材未来增速有望大幅提升，这也将优化公司的产品结构。此外，公司向产业链（铝合金熔铸）延伸和下游产品（节能门窗）开拓，积极寻找利润新增长点。
- ◆ **盈利预测与投资评级。**我们预测公司2014-2016年摊薄后EPS分别为0.41元、0.52元和0.60元。考虑到罗普斯金的产能将逐步投产，同时公司积极开拓销售并向产业链延伸，公司未来盈利有望持续提升，首次覆盖给予“增持”评级。
- ◆ **股价催化剂：**工业型材销量大幅增长；老厂区搬迁补偿落实。
- ◆ **风险因素：**房地产投资大幅下滑带来需求萎缩；上游原材料价格大幅波动；整体搬迁事宜存在较大不确定性。

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
主营业务收入(百万元)	1,138.65	1,064.45	1,223.97	1,442.20	1,679.31
增长率 YoY %	3.05%	-6.52%	14.99%	17.83%	16.44%
归属母公司净利润(百万元)	84.43	86.66	104.11	131.43	150.62
增长率 YoY%	-2.95%	2.65%	20.14%	26.24%	14.60%
毛利率%	16.92%	18.97%	19.00%	20.16%	20.20%
净资产收益率 ROE%	6.58%	6.56%	7.64%	9.19%	9.90%
追溯摊薄每股收益 EPS(元)	0.34	0.34	0.41	0.52	0.60
市盈率 P/E(倍)	36.31	35.38	29.45	23.33	20.36
市净率 P/B(倍)	2.35	2.30	2.21	2.08	1.95

资料来源：wind，信达证券研发中心预测

注：股价为2014年9月25日收盘价

## 目 录

投资聚焦.....	1
公司概况：铝挤压型材的领先企业.....	2
主营业务介绍.....	2
股权结构.....	3
波特五力模型分析.....	4
建筑型材：增长平稳，提供安全边际.....	5
行业领先地位突出.....	5
房地产景气度低迷短期仍将持续，但不必过度悲观.....	7
区域扩张+产品替代，公司建筑型材仍具备成长空间.....	8
向工业领域拓展与产业链延伸，公司发展新看点.....	9
工业型材市场空间广阔.....	9
产业链延伸积极推进，寻找利润新增长点.....	11
公司财务分析.....	12
毛利率水平有望继续提升，应收账款良好.....	12
老厂区搬迁补偿有望进一步提升公司资金实力.....	13
铝价波动对公司业绩影响明显，公司积极应对.....	14
盈利预测与投资评级.....	14
盈利预测.....	14
公司估值及投资评级.....	15
风险因素.....	15

## 表 目 录

表 1：北京市居住建筑传热系数（K 值）限制新标准.....	12
表 2：可比公司估值情况.....	15

## 图 目 录

图 1：公司产品在建筑领域应用示例.....	2
图 2：公司产品在工业领域应用示例.....	2
图 3：公司营业收入及同比增长情况（单位：亿元）.....	2
图 4：公司净利润及同比增长情况（单位：亿元）.....	2
图 5：公司毛利率和销售净利率变化情况.....	3
图 6：2013 年公司各项业务营业收入占比.....	3
图 7：公司股权结构（截止到 2014 年上半年末）.....	3
图 8：罗普斯金五力模型分析图位.....	4
图 9：公司研发费用支出情况（单位：百万元）.....	5
图 10：罗普斯金形象展示厅.....	6
图 11：房地产开发投资完成额情况（单位：亿元）.....	7
图 12：房屋新开工面积情况（单位：万平方米）.....	7
图 13：商品房销售面积情况（单位：万平方米）.....	8
图 14：购置土地面积情况（单位：万平方米）.....	8
图 15：华东区域占公司收入呈下降趋势.....	8
图 16：国内汽车产量及同比情况（单位：万辆）.....	10
图 17：近几年我国轨道交通开通运营里程数迅速提升.....	11
图 18：北京、上海轨道交通承运比例与世界各大城市对比.....	11
图 19：公司毛利率水平近几年来稳中有升（单位：%）.....	13
图 20：公司期间费用率较低（单位：%）.....	13
图 21：公司现金流良好（经营活动净现金流/营业收入，单位：%）.....	13
图 22：公司资产负债率偏低（单位：%）.....	13
图 23：中国电解铝产能和利用率.....	14
图 24：长江有色市场铝价走势（单位：元/吨）.....	14

## 投资聚焦

### 主要内容

罗普斯金在建筑型材业务平稳增长的基础上，积极推进产品结构优化和产业链延伸，寻找新增长点。经过前期实地调研和认真分析，我们认为，罗普斯金未来发展前景良好。

### 投资逻辑

我们认为，罗普斯金兼顾安全与弹性。公司建筑型材业务凭借技术研发、品牌形象与渠道方面的优势，在行业内有独特的竞争优势，为公司带来了健康稳定的现金流，是投资的安全边际所在。另外一方面，公司通过优化产品结构和向上下游产业延伸，为公司业绩提供了较高的弹性。

### 有别于大众的认识

公司产品采用“支”为单位进行定价，而非一般企业的“吨”。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”。

### 股价催化剂

工业型材销量大幅增长；老厂区搬迁补偿落实。

### 盈利预测与投资评级

由于公司搬迁补偿事宜尚未最终确认，我们在对公司进行盈利预测时暂不考虑。我们认为，工业型材在公司收入中的占比将逐步提升，同时伴随着产销量的上升，其毛利率也有望提高。另外，随着节能门窗生产线项目的推进，我们预计其在明后两年将开始贡献业绩。总体来看，公司整体毛利率将有所上升，我们预计 14-16 年分别将达到 19.00%、20.16%和 20.20%；公司收入则随着新产能的投入和销售的开拓也将有所增长，我们预计 14-16 年营业收入增速分别为 14.99%、17.83%和 16.44%。按目前股本计算，我们预测公司 2014-2016 年摊薄后的 EPS 分别为 0.41 元、0.52 元和 0.60 元。考虑到罗普斯金产能将逐步投产，同时公司积极开拓销售并向产业链延伸，公司未来盈利有望持续提升，**首次覆盖给予“增持”评级。**

### 主要风险

- 1、房地产投资大幅下滑带来需求萎缩；
- 2、上游原材料价格大幅波动；
- 3、整体搬迁事宜存在较大不确定性。

## 公司概况：铝挤压型材的领先企业

### 主营业务介绍

苏州罗普斯金铝业股份有限公司成立于 1993 年，是专业生产、加工、安装、经营铝型材的中外合资企业。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，包括轨道交通、汽车天窗、LED 灯具等。

图 1：公司产品在建筑领域应用示例



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 2：公司产品在工业领域应用示例

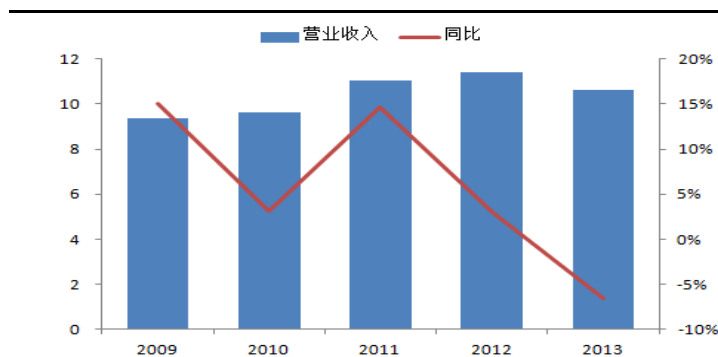


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

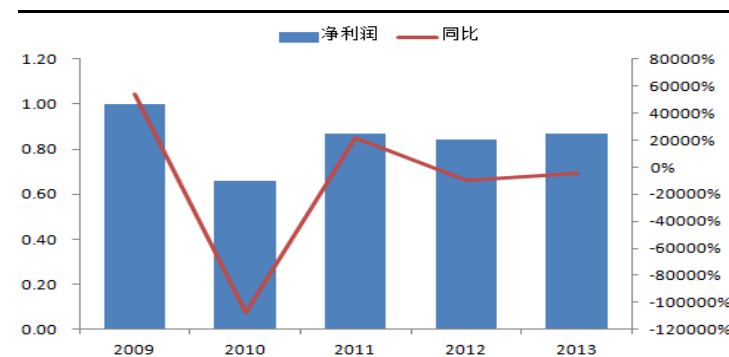
2013 年公司实现营业收入 10.64 亿元，同比下降 6.52%；实现归属于上市公司股东的净利润 0.87 亿元，同比增长 2.65%。2013 年公司毛利率水平达到 18.97%，较 2012 年同期增加 2.05 个百分点。整体来看，公司 2013 年的业绩不可避免地受到了国内宏观经济增速放缓带来的负面影响。但值得注意的是，公司通过产品结构的优化，铝工业型材的收入占比已经达到 16.36%，同比上升 3.04 个百分点。另外，公司通过加强成本控制和提高生产效率，在收入下滑的情况下，盈利水平仍有小幅提升，2013 年销售净利率同比上升 0.73 个百分点至 8.14%。

图 3：公司营业收入及同比增长情况（单位：亿元）

图 4：公司净利润及同比增长情况（单位：亿元）

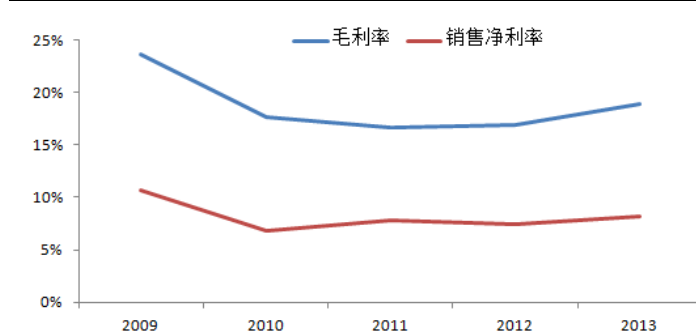


资料来源：公司公告，信达证券研发中心



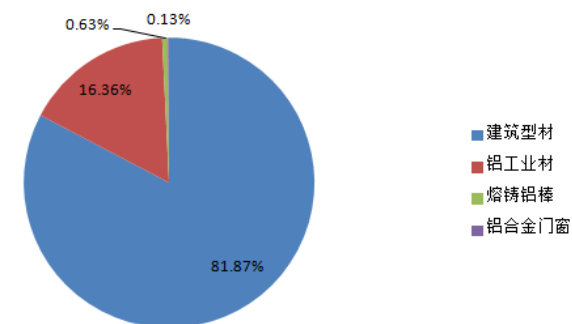
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 5: 公司毛利率和销售净利率变化情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 6: 2013 年公司各项业务营业收入占比



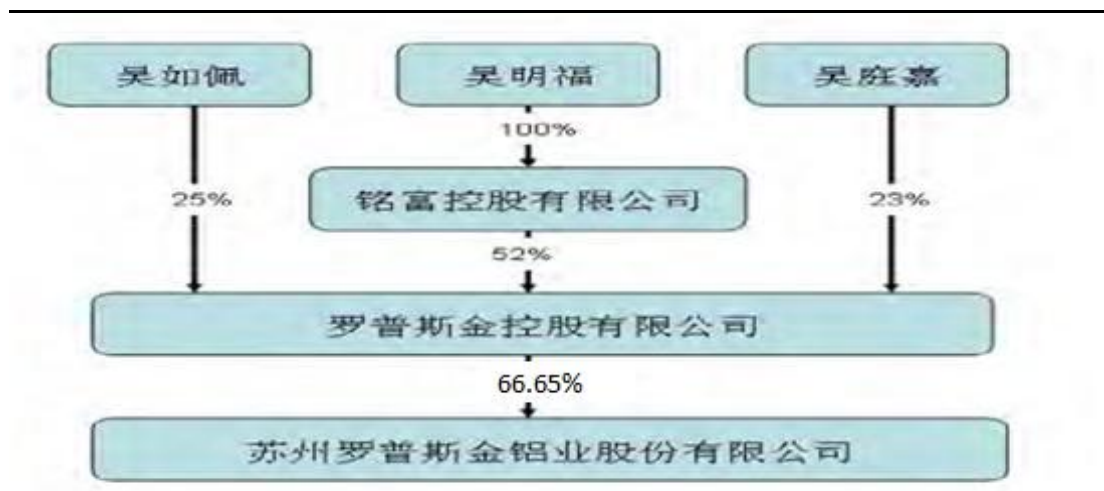
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

## 股权结构

公司的控股股东为罗普斯金控股有限公司。吴明福为实际控制人，其通过其全资子公司铭富控股持有罗普斯金控股 52%的股权，吴明福的女儿吴如佩和吴庭嘉分别持有罗普斯金控股 25%和 23%的股权，三者合计间接控投比例达 66.65%。

图 7: 公司股权结构（截止到 2014 年上半年末）



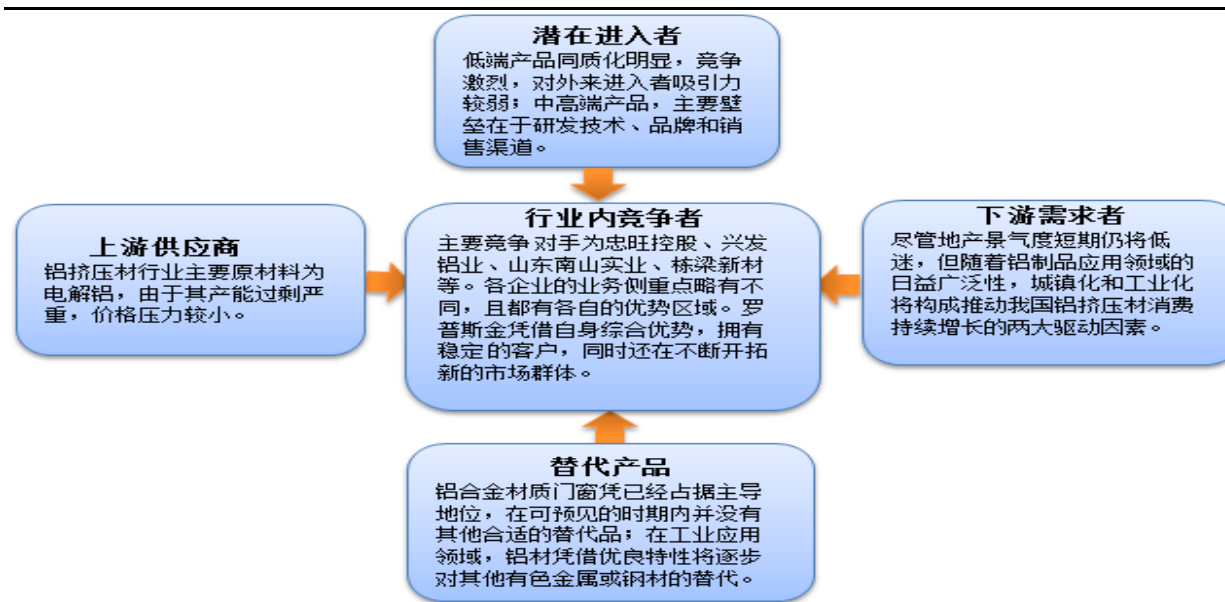


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

### 波特五力模型分析

通过波特五力模型分析，我们认为公司具有较强的市场地位。首先，公司凭借多年的技术创新与研发、品牌培育和提升、销售渠道建设及完善等差异化竞争策略赢得了行业内特有的市场地位，并对后续进来者形成壁垒。其次，公司在上下游产业链中优势较明显：对上游，铝挤压材行业主要原材料为电解铝，由于其产能过剩严重，价格压力较小；对下游，尽管地产景气度短期仍将低迷，但随着铝制品应用领域的日益广泛性，城镇化和工业化将构成推动我国铝挤压材消费持续增长的两大驱动因素。最后，铝合金材质门窗凭已经占据主导地位，塑料、铁质和木质门窗等正在逐步被淘汰，在可预见的时期内并没有其他合适的替代品；在工业应用领域，铝材凭借质轻、强度高、不易变形、耐腐蚀等优良特性将逐步对其他有色金属或钢材的替代。

图 8：罗普斯金五力模型分析图位



资料来源：信达证券研发中心

## 建筑型材：增长平稳，提供安全边际

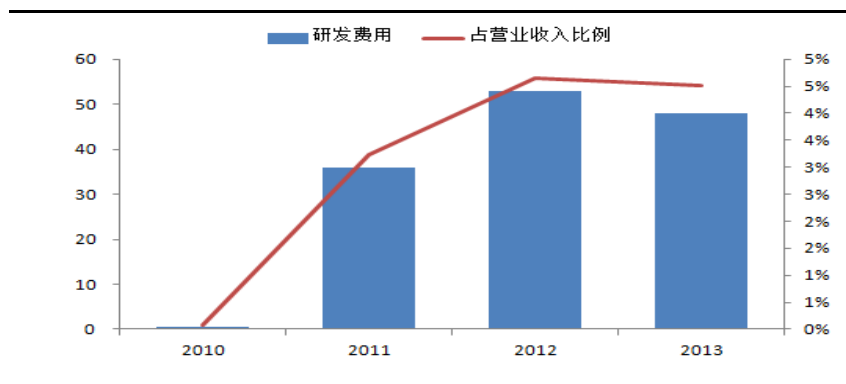
### 行业领先地位突出

公司经过十多年的积累，在技术与研发、品牌、渠道、产品质量控制、管理等方面形成较强的竞争优势，综合竞争能力突出。从整个行业来看，尽管公司的产销量、收入等规模指标与行业内的龙头企业仍有一定差距，但公司凭借自身优势，采用差异化竞争策略，在综合毛利率、产品平均售价等方面都有较强的竞争力。我们认为，公司的核心竞争力主要体现在技术研发、品牌和渠道这三方面。

**坚持技术创新，研发优势突出。**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。同时，公司坚持以满足客户的多样性需求作为研发的出发点，部分专利甚至直接促进了铝建筑型材产品的升级换代。

图 9：公司研发费用支出情况（单位：百万元）





资料来源：公司公告，信达证券研发中心。

**品牌知名度高，市场口碑良好。**公司品牌及产品先后获得了“中国驰名商标”、“中国名牌产品”、“产品质量免检证书”等荣誉与称号。为维护品牌形象，公司从原材料采购到最终完成销售，实施全面严格的质量控制。其中，公司在每支型材产品上都标记防伪标志“罗普斯金®”、“LPSK®”，以此提高品牌识别率。同时，公司还在全国超过 15 个地区设立了“罗普斯金形象展示厅”，以此来强化消费者对罗普斯金“门窗”的认同。

图 10：罗普斯金形象展示厅



资料来源：公司公告，信达证券研发中心。

**强大的营销渠道。**公司坚持不设总经销商，并根据市场情况适时地对经销商提货量进行调整，以保证公司对经销商的控制权和选择。公司还创立了“伙伴式销售渠道”模式，公司销售人员通过为经销商提供售前、售中服务和技术支持，并协助经销

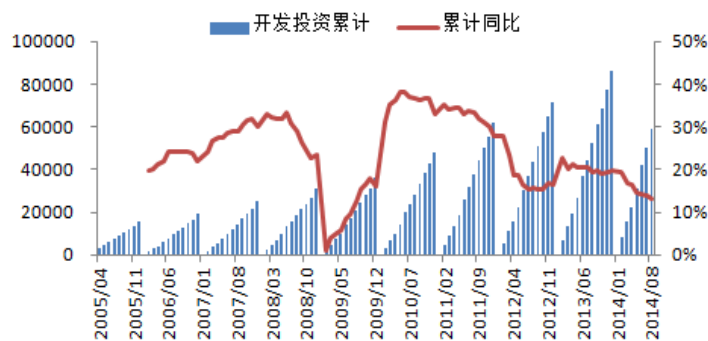
商取得订单。目前，公司的销售网络和经销商已经遍布全国各地，正是借助强大的营销渠道，公司现已突破行业通常的 500 公里销售半径的制约，并对产品实行全国统一定价。

正是由于上述这些优势，公司得以在产品定价上有别于行业内大多数企业。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”。根据公司的经验，城镇消费者可接受的质量、品牌溢价范围通常在 10-15%，这一部分也正是公司的技术、品牌和渠道优势带来的产品溢价。

### 房地产景气度低迷短期仍将持续，但不必过度悲观

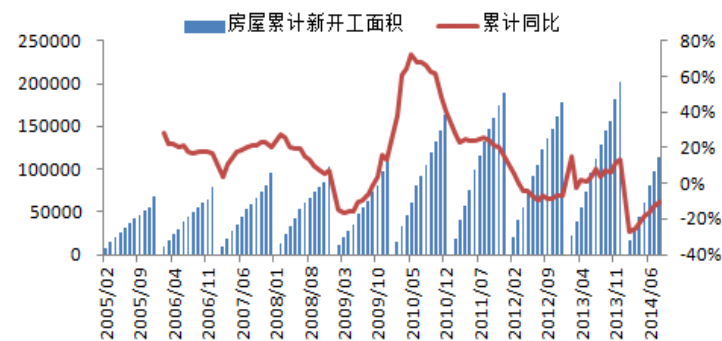
由于建筑型材主要用于各类楼宇建筑装修，因此其销售状况受房地产业波动影响较为明显。目前，房地产行业受宏观调控以及经济运行放缓影响较大。考虑到当前地产较差的销售数据以及企业持续恶化的融资情况，我们认为，房地产行业景气度短期仍将低迷。

图 11: 房地产开发投资完成额情况 (单位: 亿元)



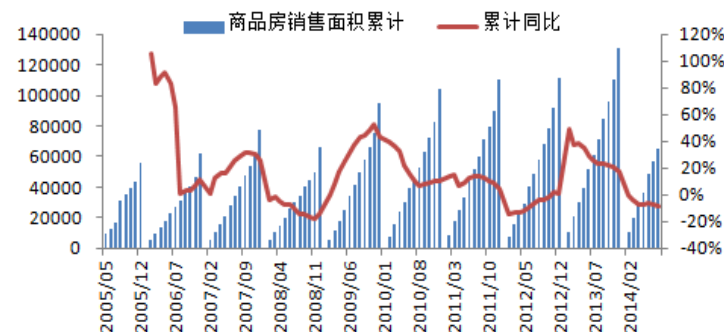
资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 12: 房屋新开工面积情况 (单位: 万平方米)



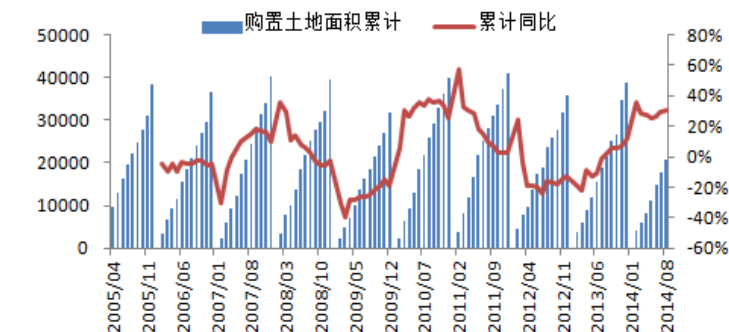
资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 13: 商品房销售面积情况 (单位: 万平方米)



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 14: 购置土地面积情况 (单位: 万平方米)



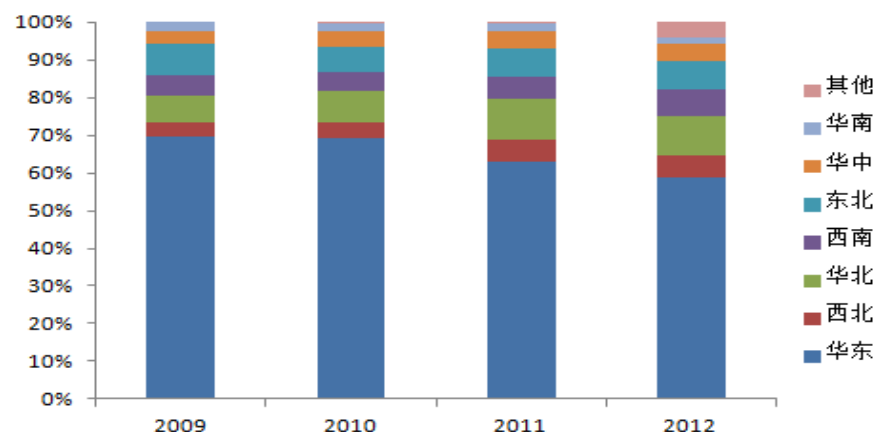
资料来源: wind, 信达证券研发中心

虽然房地产行业景气度下降对公司建筑型材产品短期产生了负面的影响,但从长期来看,随着国内新城镇化建设的推进,国内二三线城市和中西部地区仍然有较大的需求,包括新建住宅、各类公共及商业建筑物。另外,铝合金门窗正在逐步取代料材、铁质和木质门窗,其存量需求也较为可观。我们认为,尽管短期地产景气度低迷仍将持续,但不必过度悲观。

### 区域扩张+产品替代, 公司建筑型材仍具备成长空间

公司铝建筑型材目前已销往全国各地,但华东地区所占销售收入的比例仍然超过了 50%,其中江苏、浙江、福建、安徽是最主要的销售市场。铝合金门窗由于具有良好的抗压性、耐腐蚀性、不易变形等性能,在气候条件恶劣的地区,如西藏、新疆及东北等地区都具备良好的市场前景。公司也正在加大对上述市场的销售投入,积极拓展业务。我们认为,随着公司对外扩张的逐步加大,华东区域的销售比例将进一步下降,公司通过提升其他区域的市场占有率,能够有效地域地产景气度下滑带来的影响。

图 15: 华东区域占公司收入呈下降趋势



资料来源：公司公告，信达证券研发中心。注：2013 年公司年报中未披露各区域收入占比数据。

另外，铝合金门窗正在逐步替代其他材质的门窗，其应用比例在不断提升。在 20 世纪 90 年代，我国门窗材质构成中，铁质和木质门窗所占份额合计超过 50%。随着国民经济的发展和居民收入水平的提高，铁质和木质门窗的市场领导地位逐渐被铝合金及塑料材质门窗取代，目前铝合金门窗市场份额从不足 5% 提高到 60% 左右，塑钢门窗占比达 30% 左右，而铁质和木质门窗的市场份额则被压缩至不足 10%。

相比铝建筑型材，塑钢型材具有价格便宜和节能等特点，其平均价格与中、低档铝建筑型材相近，因此与中、低档铝建筑型材竞争较为激烈。但塑钢型材易腐蚀、易变形，易燃等缺陷导致其应用领域存在局限。随着城镇居民收入水平的增长和消费意识的提高，对于生活质量和环境更加注重，这对门窗装修材料的功能性和个性化提出了更高的要求。随着隔热性能较好的断桥隔热铝建筑型材、装饰性能较好的彩色铝建筑型材的面世及推广，铝建筑型材门窗有望在新一轮消费升级中受到消费者的青睐，市场份额有望继续提升。

## 向工业领域拓展与产业链延伸，公司发展新看点

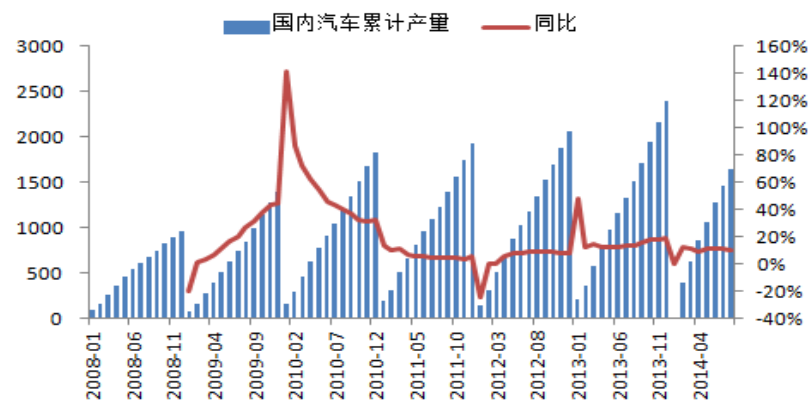
### 工业型材市场空间广阔

我国工业铝型材占铝型材总应用量约 30%，主要应用于交通运输业(包括汽车制造业、轨道交通业)、装备和机械设备制造业、耐用消费品业(含轻工业)等，分别在我国铝型材应用中占比约 10%、10%和 12%。而同期的欧洲、北美和日本的铝型材消费结构中，工业耗用比例分别达到为 60%、55%和 40%，远高于我国。我们预计，随着基建和工业化进程的推进，工业铝型材的应用比例将进一步提升，其市场需求前景良好。其中，交通运输业是仅次于建筑业的第二大铝挤压材应用领域，我们也将

对其重点分析。

**汽车轻量化带来需求的迅速增长。**当前，由于环保和节能的需要，汽车的轻量化已经成为世界汽车发展的潮流。根据测算，若汽车整车重量降低 10%，燃油效率可提高 6%—8%；汽车整备质量每减少 100 公斤，百公里油耗可降低 0.3—0.6 升；汽车重量降低 1%，油耗可降低 0.7%。其中，采用轻质材料是当前主要的汽车轻量化措施，而铝制品无疑是汽车减重的最佳材料。根据国家统计局颁布的数据，今年前 8 个月国内汽车累计生产 1634.91 万辆，同比增长 9.93%，增速保持平稳。

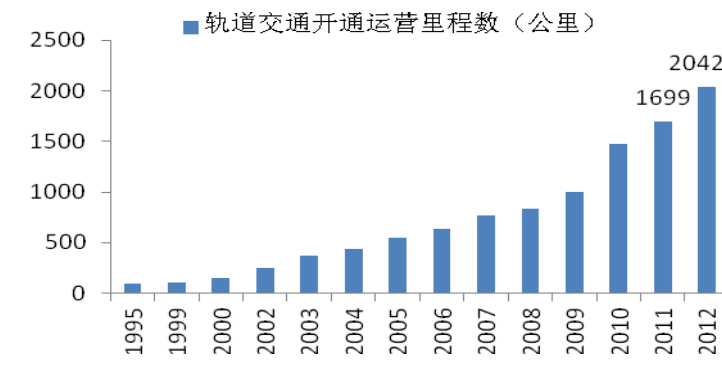
图 16: 国内汽车产量及同比情况（单位：万辆）



资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

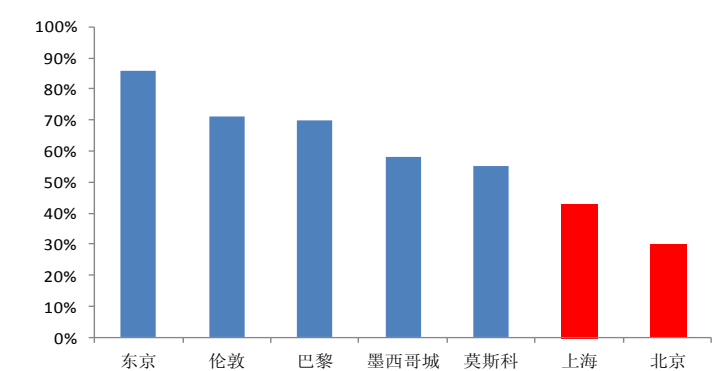
**轨道交通建设将迎来高潮。**新型城镇化大潮下，随着农村人口进一步向城市转移，城市公共交通矛盾将更加突出。轨道交通已经成为各城市优化公共交通，改善人居环境、提升城市可持续发展能力的重要基础设施。当前，世界主要大城市的轨道交通在环境交通压力方面都发挥了举足轻重的作用。我国近几年城市轨道交通发展迅速，但主要集中在北京、上海、广州等特大城市。我国拥有百万人以上的大城市数量居全球第一，但城市轨道交通却相对滞后，以国内轨道交通最发达的北京、上海为例，北京承运比例约为 27%，上海约为 41%，较巴黎、伦敦、纽约等大城市 70% 以上的水平仍有不小差距。我们预计，2014-2020 年国内将新增约 3700 公里的城市轨道交通里程，以 5 亿元/公里的平均造价计算，总投入将达 1.9 万亿。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，轨道交通方面将新增 11 万吨铝挤压材需求量。

图 17: 近几年我国轨道交通开通运营里程数迅速提升



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 18: 北京、上海轨道交通承运比例与世界各大城市对比



资料来源: wind, 信达证券研发中心

目前, 公司工业型材业务仍处于起步阶段, “年产 5 万吨铝工业材项目”也在积极推进中。尽管当前工业型材占公司收入比例仅 16%, 毛利率水平也远低于建筑型材, 但公司凭借在建筑型材领域的成功经验, 通过加大相关人力和物力的投入, 工业型材未来增速有望大幅提升, 占比有望达到 25%以上。随着工业型材的销量逐步增加, 其毛利率水平也将随之提升, 这将优化公司的产品结构, 平滑下游需求波动带来的影响。

### 产业链延伸积极推进, 寻找利润新增长点

公司超募资金投资项目“年产 6 万吨铝合金熔铸项目”已经于 2013 年 7 月和 11 月分两批开始投产。子公司铭恒投产的铝合金熔铸项目, 一方面回收公司废铝进行再生产, 以提供公司及子公司铝建筑型材和工业型材所需原材料; 另外一方面, 该项目也生产销售一些有特殊要求的高端铝合金制品, 下游应用于领域包括电子、汽车行业等下游, 客户包括昆山国展科技、苏州可成公司等等。我们认为, 公司通过向上游产业链的延伸, 不仅能够降低成本、创造利润, 而且还能减少对上游供应商的依赖, 增强自身独立性。

另外, “天津年产 20 万平节能门窗项目”按计划正在积极筹建中, 有望于今年年底建设完工。新型城镇化的快速推进为建筑市场快速发展提供有效保障, 从而为门窗行业提供需求的源动力。与此同时, 智能、绿色、低碳将成为新型城镇化发展的方向, 其中, 北京将从 2015 年开始强制推行门窗新的节能标准 (K 值不能超过 2)。我们认为, 这是公司向下游产业链延伸的一个重要举措, 同时, 公司节能门窗项目也符合智能家居的要求, 公司未来或向智能家居领域进一步拓展。



表 1: 北京市居住建筑传热系数 (K 值) 限制新标准

围护结构			≤ 3 层建筑	4-8 层建筑	> 9 层建筑
外窗、阳台门 (窗)	北向	$M1 \leq 0.20$	1.8	2	2
		$M1 > 0.20$	1.5	1.8	1.8
	东、西向	$M1 \leq 0.25$	1.8	2	2
		$M1 > 0.25$	1.5	1.8	1.8
	南向	$M1 \leq 0.40$	1.8	2	2
		$M1 > 0.40$	1.5	1.8	1.8

资料来源: 《北京市居住建筑节能设计标准》, 信达证券研发中心 (注:  $M1$  表示外窗洞口总面积与同朝向的墙面总面积 (包括外窗面积) 之比)

## 公司财务分析

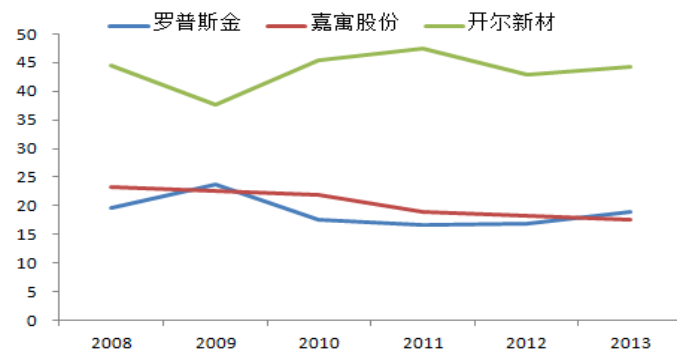
### 毛利率水平有望继续提升, 应收账款良好

考虑到罗普斯金产品销售主要以建筑和工业领域为主, 且直接面向终端客户, 因此与简单的加工企业相比意义不大。对此, 我们选取了嘉寓股份 (以建筑领域为主) 和开尔新材 (以工业领域为主) 作为公司财务分析的参考的样本。

从毛利率水平来看, 公司近三年来呈稳步上升的态势, 略高于嘉寓股份, 但与开尔新材相则仍有不小的差距。我们认为, 随着公司新产品的开拓, 特别是工业型材占比的逐步提升, 毛利率有进一步上升的空间。另外, 公司期间费用率与其他两家相比虽然偏低, 但近几年来却有所提高, 我们认为, 这是由于公司拓展销售、加强区域布局所致。随着公司渠道布局的完善, 未来期间费用率有望改善。

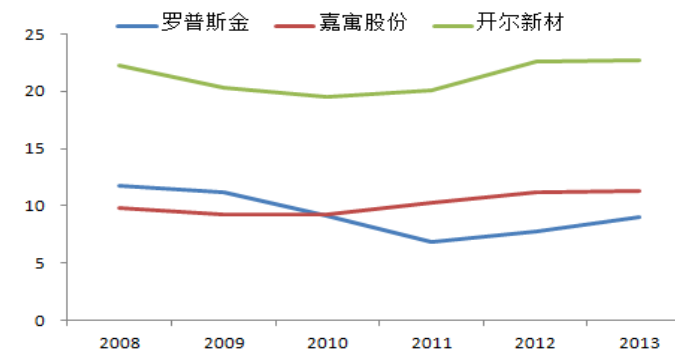
从经营质量来看, 公司的经营现在金一直良好且保持稳定, 在同行业中较为罕见, 这主要是因为公司基本采用现货销售, 账款回收良好。另外, 公司当前的资产负债率仅 9%, 有利于进一步融资。

图 19: 公司毛利率水平近几年来稳中有升 (单位: %)



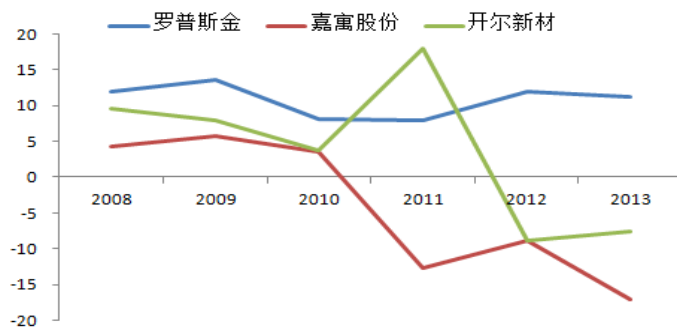
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 20: 公司期间费用率较低 (单位: %)



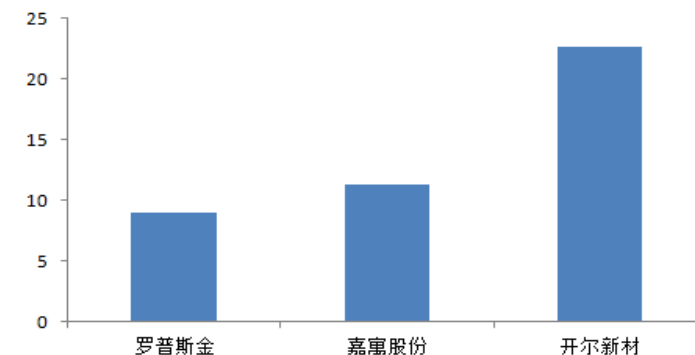
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 21: 公司现金流良好 (经营活动净现金流/营业收入, 单位: %)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 22: 公司资产负债率偏低 (单位: %)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

### 老厂区搬迁补偿有望进一步提升公司资金实力

公司老厂区位苏州市相城区阳澄湖中路, 为配合城市建设, 公司拟将该厂区整体搬迁至相城区黄埭镇, 当前整体搬迁事宜仍然在推进过程中。公司老厂区面积约为 310 亩, 周边拍卖地价在 600-800 万/亩左右。综合考虑土地拍卖所得上缴和政府搬迁补偿等因素, 我们预计公司总搬迁补偿将在 5-7 亿元左右, 这将大幅提升公司的资金实力, 并为公司未来发展提供保障。

## 铝价波动对公司业绩影响明显，公司积极应对

公司主要原材料为铝锭和铝棒，采购方式一般是通过向电解铝厂商采购电解铝并委托其加工为铝棒，定价方式为“电解铝价格+加工费”。由于铝在公司原材料的占比较大，因此铝价格的波动对公司的业绩影响也较为明显。

为应对铝价波动的影响，公司在原材料统筹安排，采购坚持“以产定购”的原则，公司生产周期一般为 7-15 天，原材料库存一般也维持在这个水平。此外，公司充分利用 SAP 管理系统加强存货管理，根据订单情况合理安排原材料采购。

图 23: 中国电解铝产能和利用率



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 24: 长江有色市场铝价走势（单位：元/吨）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

## 盈利预测与投资评级

### 盈利预测

由于公司搬迁补偿事宜尚未最终确认，我们在对公司进行盈利预测时暂不考虑。我们认为，工业型材在公司收入中的占比将逐步提升，同时伴随着产销量的上升，其毛利率也有望提高。另外，随着节能门窗生产线项目的推进，我们预计其在明后两年将开始贡献业绩。总体来看，公司整体毛利率将有所上升，我们预计 14-16 年分别将达到 19.00%、20.16%和 20.20%；公司收入则随着新产能的投入和销售的开拓也将有所增长，我们预计 14-16 年营业收入增速分别为 14.99%、17.83%和 16.44%。按目前股本计算，我们预测公司 2014-2016 年摊薄后的 EPS 分别为 0.41 元、0.52 元和 0.60 元。

## 公司估值及投资评级

对于可比上市公司，我们选取了与公司业务结构相近嘉寓股份、开尔新材和兔宝宝，这三家公司在 2014-2015 的平均动态 PE 分别为 37.31X 和 25.43X。罗普斯金 2014 年的动态 PE 为 29.76X，低于可比公司的均值。考虑到罗普斯金产能将逐步投产，同时公司积极开拓销售并向产业链延伸，公司未来盈利有望持续提升，首次覆盖给予“增持”评级。

表 2: 可比公司估值情况

公司名称	股价	总市值	EPS (元)			PE (倍)		
	(元)	(亿元)	2013A	2014E	2015E	2013A	2014E	2015E
嘉寓股份	7.22	23.52	0.19	0.30	0.41	38.55	24.37	17.43
开尔新材	15.20	40.13	0.19	0.41	0.58	80.22	37.20	26.16
兔宝宝	5.72	27.70	0.05	0.11	0.17	119.54	50.35	32.69
平均						79.44	37.31	25.43
罗普斯金	12.20	30.66	0.34	0.41	0.52	35.38	29.76	23.46

资料来源: Wind, 信达证券研发中心 (注: 嘉寓股份和罗普斯金为信达证券预测数据, 其余为 wind 一致预期, 采用 2014 年 9 月 25 日收盘价)

## 风险因素

1. 房地产投资大幅下滑带来需求萎缩;
2. 上游原材料价格大幅波动;
3. 整体搬迁事宜存在较大不确定性。

## 资产负债表

单位:百万元

会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产	719.15	575.68	463.54	482.85	556.53
货币资金	532.57	331.74	201.09	193.78	225.94
应收票据	26.54	20.41	26.23	30.52	35.30
应收账款	19.25	22.54	23.01	27.34	32.99
预付账款	11.84	9.09	10.32	12.84	14.34
存货	102.14	114.61	125.59	141.06	170.66
其他	26.83	77.30	77.30	77.30	77.30
非流动资产	732.15	915.64	1,088.07	1,167.72	1,213.75
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	224.23	418.72	585.32	868.94	908.01
无形资产	157.72	154.31	162.72	175.05	179.67
其他	350.19	342.62	340.03	123.73	126.07
资产总计	1,451.30	1,491.32	1,551.62	1,650.57	1,770.28
流动负债	144.89	155.65	162.09	179.87	199.23
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	31.86	27.69	31.63	37.50	43.14
其他	113.03	127.95	130.46	142.38	156.09
非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	144.89	155.65	162.09	179.87	199.23
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	1,306.42	1,335.67	1,389.52	1,470.69	1,571.05
负债和股东权益	1,451.30	1,491.32	1,551.62	1,650.57	1,770.28

## 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,138.65	1,064.45	1,223.97	1,442.20	1,679.31
同比	3.05%	-6.52%	14.99%	17.83%	16.44%
归属母公司净利润	84.43	86.66	104.11	131.43	150.62
同比	-2.95%	2.65%	20.14%	26.24%	14.60%
毛利率	16.92%	18.97%	19.00%	20.16%	20.20%
ROE	6.58%	6.56%	7.64%	9.19%	9.90%
每股收益(摊薄, 元)	0.34	0.34	0.41	0.52	0.60
P/E	36.31	35.38	29.45	23.33	20.36
P/B	2.35	2.30	2.21	2.08	1.95
EV/EBITDA	23.71	22.98	17.66	13.76	11.84

## 利润表

单位:百万元

会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,138.65	1,064.45	1,223.97	1,442.20	1,679.31
营业成本	945.96	862.55	991.43	1,151.47	1,340.10
营业税金及附加	4.39	4.29	5.08	5.79	6.83
营业费用	62.20	67.10	71.35	84.58	100.74
管理费用	40.67	39.30	42.56	51.63	60.17
财务费用	-14.27	-10.54	-8.16	-4.84	-4.59
资产减值损失	0.14	0.01	0.01	0.08	0.04
公允价值变动收益	0.08	-0.11	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-0.63	-0.69	0.09	0.10	0.10
营业利润	99.00	100.94	121.80	153.59	176.12
营业外收入	1.50	2.13	1.42	1.69	1.75
营业外支出	0.60	0.63	0.73	0.65	0.67
利润总额	99.90	102.44	122.49	154.62	177.20
所得税	15.47	15.78	18.37	23.19	26.58
净利润	84.43	86.66	104.11	131.43	150.62
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	84.43	86.66	104.11	131.43	150.62
EBITDA	129.82	133.44	173.56	222.82	259.04
EPS (摊薄)	0.33	0.34	0.41	0.52	0.60

## 现金流量表

单位:百万元

会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	136.12	118.85	143.12	190.82	210.35
净利润	84.43	86.66	104.11	131.43	150.62
折旧摊销	29.92	30.78	50.88	68.01	81.60
财务费用	0.00	0.22	0.20	0.18	0.25
投资损失	0.00	0.63	0.69	-0.09	-0.10
营运资金变动	18.99	0.28	-12.08	-8.92	-22.20
其它	2.15	0.22	0.10	0.21	0.19
投资活动现金流	-312.89	-260.73	-223.31	-147.70	-127.68
资本支出	-314.81	-220.57	-223.41	-147.79	-127.78
长期投资	0.00	0.15	0.09	0.10	0.10
其他	1.92	-40.31	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-38.53	-57.15	-50.26	-50.26	-50.26
吸收投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	37.70	50.26	50.26	50.26	50.26
现金净增加额	-215.30	-199.03	-130.65	-7.31	32.17

## 建筑建材小组简介

**关键鑫**，经济学硕士，证券从业5年，曾就职于政府部门、民族证券研究发展中心等机构，获得过2010年度“天眼”中国证券分析师金属与采矿行业第三名，2011年度“天眼”中国证券分析师行业盈利预测最准确分析师第三名。目前主要负责非金属材料、建筑与工程、轻工制造行业研究，坚持独立、客观、有针对性的研究风格，挖掘潜在的投资价值。目前，主要覆盖公司包括围海股份、中国玻纤等。

**徐林锋**，浙江大学金融学硕士，南开大学管理学学士，2012年2月加盟信达证券研发中心，现主要从事轻工制造及建筑建材行业的研究。

## 建筑建材小组重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
东方雨虹	002271	北新建材	000786	中国玻纤	600176	东港股份	002117
纳川股份	300198	扬子新材	002652	开尔新材	300234	冀东水泥	000401
亚泰集团	600881	太空板业	300344	围海股份	002586	东方园林	002310
江河创建	601886	嘉寓股份	300117	中国建筑	601668	中国铁建	601186
亚厦股份	002375	中国海诚	002116	苏交科	300284	广田股份	002482

## 机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyahua@cindasc.com
国际	高 放	010-63081256	13691257256	gaofang@cindasc.com



## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。