

罗普斯金 (002333.SZ) 金属制品行业

评级：增持 维持评级

公司研究简报

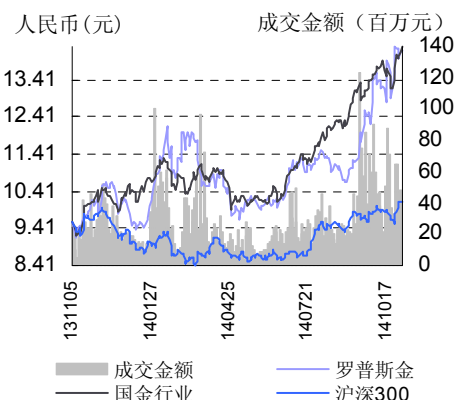
市价（人民币）：14.18 元

转型，重塑增长动力

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据（人民币）

已上市流通 A 股(百万股)	242.48
总市值(百万元)	3,563.46
年内股价最高最低(元)	14.29/9.15
沪深 300 指数	2513.17
中小板综指	7962.57



公司基本情况（人民币）

项 目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
摊薄每股收益(元)	0.337	0.348	0.242	0.377	0.533
每股净资产(元)	5.18	5.32	5.54	5.89	6.41
每股经营性现金流(元)	0.54	0.47	0.64	0.51	0.72
市盈率(倍)	24.89	29.26	58.45	37.43	26.52
行业优化市盈率(倍)	9.96	14.70	21.43	21.43	21.43
净利润增长率(%)	-2.08%	2.70%	-30.45%	56.14%	41.13%
净资产收益率(%)	6.51%	6.54%	4.37%	6.40%	8.32%
总股本(百万股)	252.29	251.30	251.30	251.30	251.30

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **近年公司业绩增长乏力，今年更是出现下滑：**原因是房地产市场低迷，建材业务销量与赢利能力下滑，公司建材业务，虽以零售中小客户为主，但仍受到房地产市场低迷的冲击，销量和盈利能力下降。同时，子公司铭恒金属（6 万吨熔铸）及募投的 5 万吨挤压产线刚投产，效益还未体现，折旧等费用压力较大。
- **转型，借道汽车轻量化、家居智能化，延伸产业链，重塑增长动力。**在业绩困境之下，公司开始转型，重塑增长动力，其中，熔铸业务（铭恒金属）将面向市场，向电子、汽车异型材进军，如公司的铝合金异型铸造技改项目，将以汽车悬挂等零部件用铝锻件坯料为目标市场，2015 年料将贡献业绩；建材往下游成品门窗延伸，结合物联网技术，争取在产品智能化创新方面有所突破；工业材（铭德铝业），将集中优势资源主攻汽车铝型材市场，加快汽车用铝型材的新产品开发，拓展铝合金精密加工业务。
- **搬迁补偿有望近期达成协议，转型再获强援：**公司苏州阳澄湖中路 31 号厂区，因城市规划原因，需整体搬迁。公司三季报披露，公司管理层正积极与地方政府相关部门就公司老厂区搬迁补偿事宜进行深入沟通，争取在近期能够与政府部门达成最终一致意见并签署补偿协议书。参考公司周边地块近年的拍卖价格，我们预计，搬迁补偿款可能会达数亿元。我们认为，协议若能在近期达成将有望增强公司资本实力与发展后劲。公司转型，不论是通过内部调整、扩张，还是外部拓展，都将有更坚实的基础，突破的概率也会更高。

盈利预测与投资建议

- 我们预计，公司 2014 年，2015 年的 EPS 分别为 0.24 和 0.38 元，相当于当前股价的 58 倍和 37 倍。我们认为，搬迁补偿将给增强公司的资本实力，公司转型基础坚实，且公司转型的方向，汽车用铝材、精深加工，电子铝材及产品智能化创新等业务符合了全球汽车轻量化、智能家居与消费电子用铝快速增长的发展趋势。为此，我们首次给予公司“增持”评级。

风险

- 公司拆迁进度不及预期，公司汽车业务开拓不及预期风险，房地产市场超预期低迷。

陈炳辉 分析师 SAC 执业编号：S1130514090003
 (8621)60230238
 chenbinghui@gjzq.com.cn

内容目录

公司简介	3
建材拖累公司业绩	4
转型：延伸产业链，重塑增长动力	6
铭恒金属（熔铸）：面向市场，向电子、汽车行业进军	6
建材：延伸至门窗业务，结合物联网技术，争取在产品智能化创新方面有所突破	7
铭德铝业：主攻汽车铝型材，搭车汽车轻量化	7
拆迁补偿在即，转型再获强援	8
盈利预测与投资评级	9
风险提示	9
附录：三张报表预测摘要	10

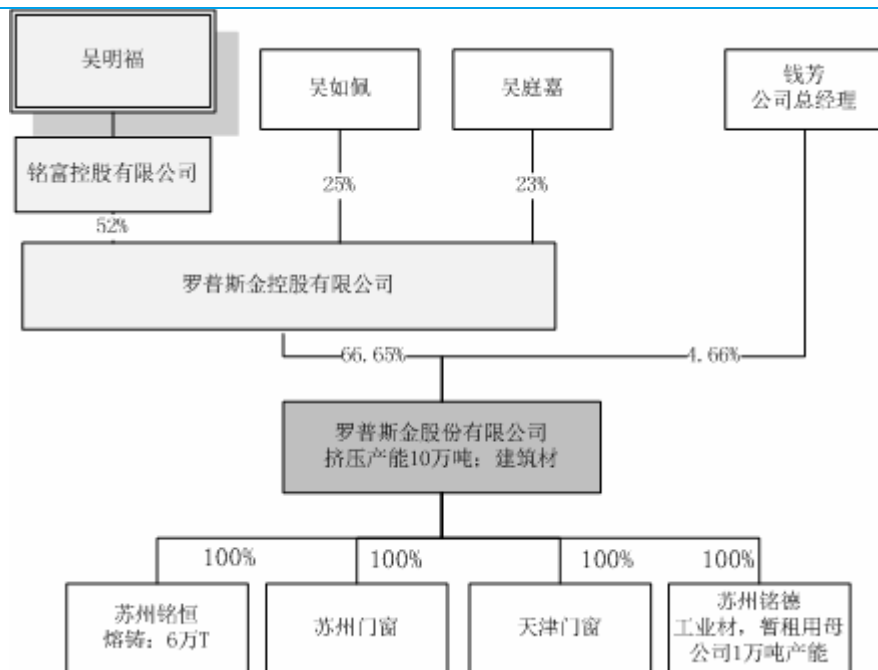
图表目录

图表 1：罗普斯金组织结构图	3
图表 2：公司营收结构	4
图表 3：公司毛利结构	4
图表 4：公司净利润增长乏力	4
图表 5：自年初以来，全国特别是长三角地区商品房销售同比大幅下降	5
图表 6：公司工业型材毛利率稳步提升	5
图表 7：第三季度，公司毛利率下滑	5
图表 8：铭德铝业净利润不断上升	6
图表 9：铭恒金属拖累公司业绩	6
图表 10：30 个大中城市商品房周成交面积在 10 月份反弹	7
图表 11：近年相城区相近地块的拍卖价格	8
图表 12：盈利预测关键假设	9

公司简介

- 罗普斯金是一家铝挤压材生产企业，公司的业务分为两块：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、LED 和太阳能领域等。铝建筑材是公司的核心产品，公司拥有 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 大类近 200 种产品。

图表1：罗普斯金组织结构图

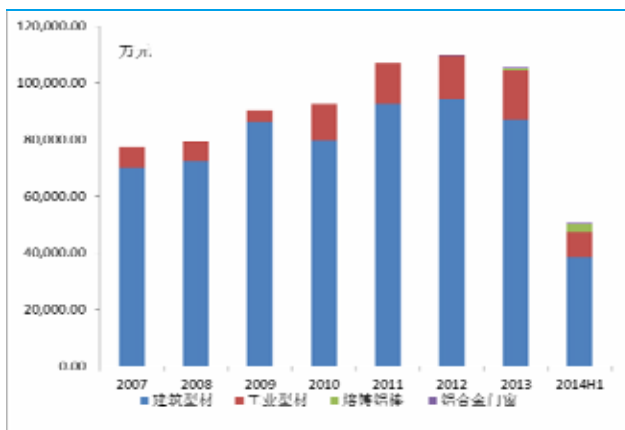


注：罗普斯金公司股权结构截止时间为 2014 年 3 季度。

来源：国金证券研究所

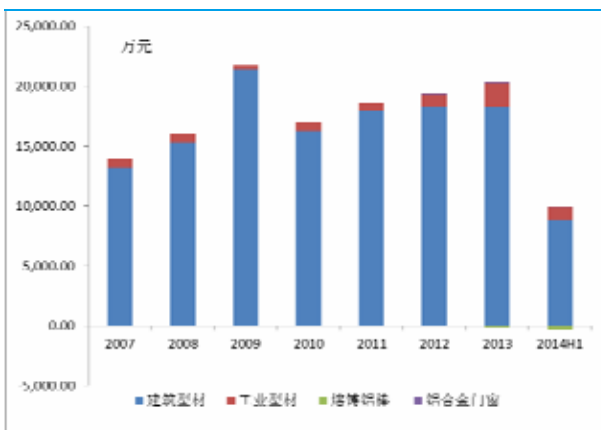
- 公司组织结构与产能分布。**建筑材和工业材的生产都属于铝型材加工，两者产能有一定的互通性。目前，公司的挤压产能为 10 万吨左右（含今年 8 月末投产的 5 万吨）。罗普斯金公司本部控制了所有挤压产能，负责生产建筑材。苏州门窗和天津门窗为公司建筑材向下游门窗制造延伸而设。苏州铭德，为公司工业型材的生产主体，其产能为向罗普斯金本部租用的 1 万吨挤压产能。苏州铭恒为公司熔铸基地，负责回收公司挤压废料，也对外提供熔铸服务及进行异型材铸造。
- 公司产品以建筑型材为主。**在业务结构上，铝建筑材一直是公司的主要业务，公司上市后，逐步扩大的工业材产能，并进入到了熔铸业务，建筑材业务在主营业务收入和毛利中的比重有所降低。目前，建筑材业务占营业收入的比重仍达 76.24%，工业材业务占 17.40%。在毛利结构中，建筑材的毛利贡献占比达到了 91.54%，工业型材的毛利贡献也达到了 10.80%，而熔铸铝棒的毛利为负。

图表2: 公司营收结构



来源: 国金证券研究所

图表3: 公司毛利结构

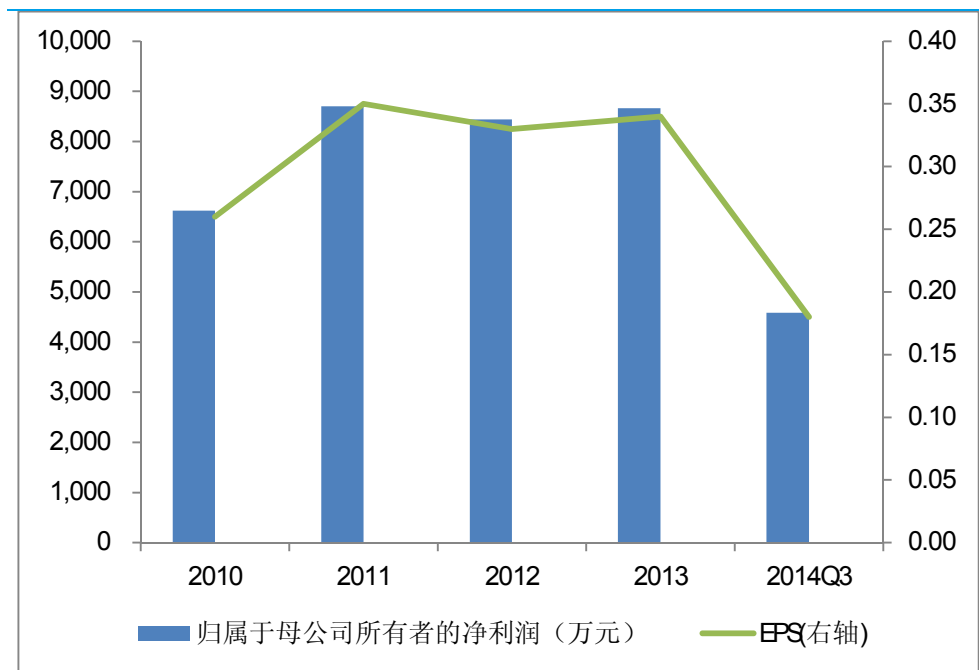


来源: 国金证券研究所

建筑材拖累公司业绩

近年, 公司业绩增长乏力, 并在今年出现下滑。因公司业务受到了产能增长缓慢, 建筑材的下游房地产市场增速放缓而工业型材业务突破不大的束缚。自 2011 年以来, 公司就出现了业绩增长乏力的状况, EPS 在 0.33 元上下波动。进入到 2014 年后, 公司业绩更是出现了明显的下滑, 前三季度公司实现营业收入 7.85 亿元, 同比下降 0.87%, 实现归属于上市公司股东的净利润 4585.79 万元, 同比下降 33.63%。公司业绩下滑的原因主要有:

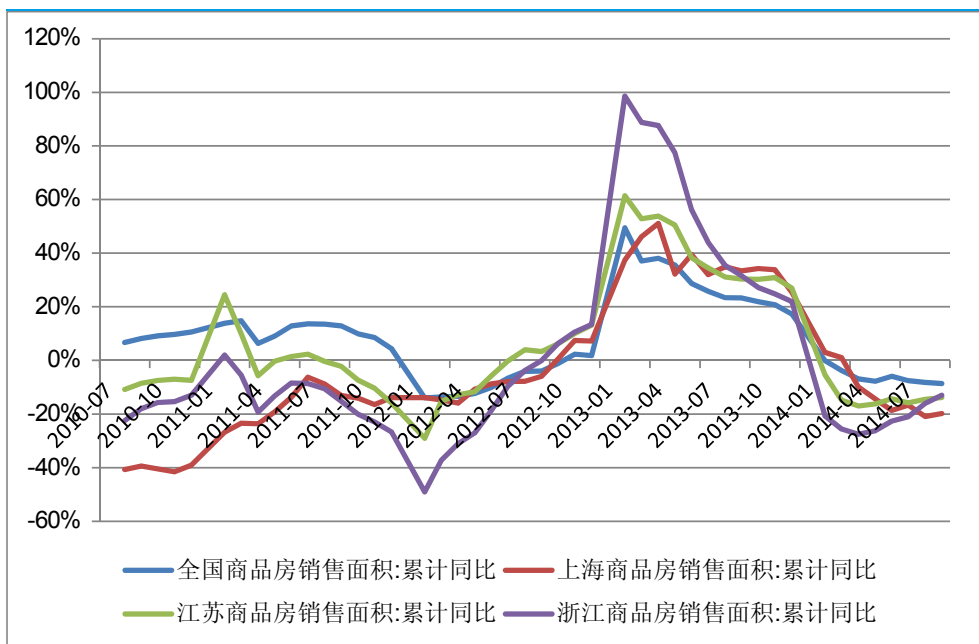
图表4: 公司净利润增长乏力



来源: 国金证券研究所

- **公司建筑型材面临房地产市场不景气的冲击。**公司的建筑型材主要以经销模式为主, 主要面向中小客户和零售市场。在近年房地产市场不景气的压力之下, 公司的建筑型材业务增长乏力, 销售量和盈利能力都有所下滑, 特别是在第三季度, 建筑型材市场低迷, 促使公司的毛利率水平下降到了 17.18%, 为近一年多来的低位。

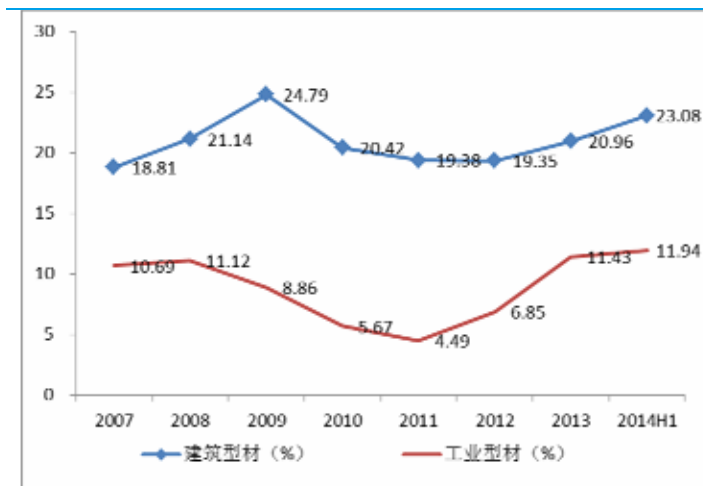
图表5: 自年初以来, 全国特别是长三角地区商品房销售同比大幅下降



来源: 国金证券研究所

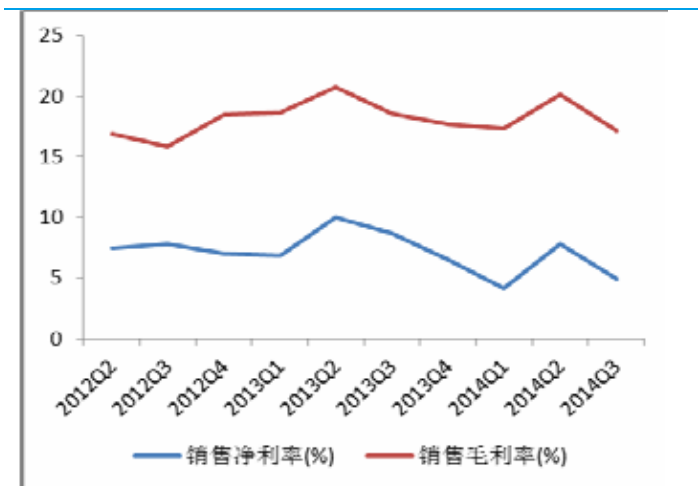
- 与此同时, 新产能处于投产初期, 折旧费用等成本较大。公司处于产能投放初期, 其中, 铭恒金属的 6 万吨铝熔铸产能在去年年底投产, 而募投的 5 万吨挤压产能也在今年的 8 月末投产。这些项目在投产初期, 效益贡献还不大, 折旧费用等成本较大, 导致铭恒金属出现了较大的亏损 (2014 年年中亏损了近 500 万)。

图表6: 公司工业型材毛利率稳步提升



来源: 国金证券研究所

图表7: 第三季度, 公司毛利率下滑



来源: 国金证券研究所

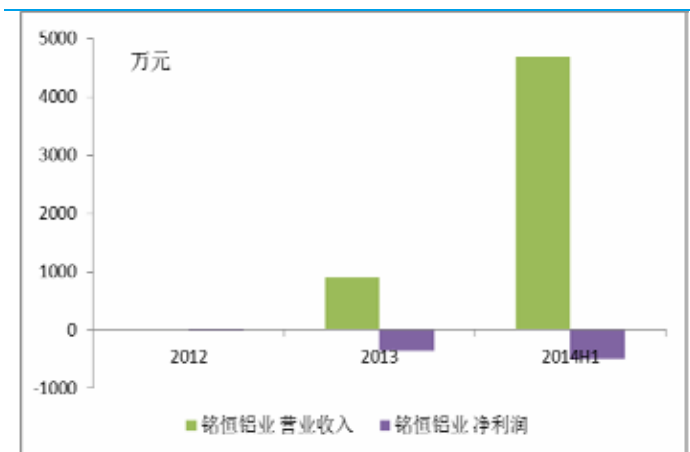
- 公司工业型材规模小、业务占比较低, 且一直面临着产能的制约, 对公司的业绩贡献不明显。公司工业型材业务从 2006 年起步, 但期初战略和目标市场不清楚, 以及铭德铝业主要通过租赁母公司的 1 万吨产能进行工业型材的生产, 产能的发挥还要受母公司建筑型材生产的束缚, 错过了前两年的发展机遇, 产品的毛利率也一定在低位徘徊。同时, 公司工业型材的产销量占比较低, 目前的产销量仍在 1 万吨以内, 虽然近年随着公司工业材料客户的稳步开拓和汽车用铝市场的增长, 铭德铝业的经营业绩不断改善, 产品毛利率也有所提升, 但对整个公司的业绩贡献仍不明显。

图表8：铭德铝业净利润不断上升



来源：国金证券研究所

图表9：铭恒金属拖累公司业绩



来源：国金证券研究所

转型：延伸产业链，重塑增长动力

公司熔铸产能 6 万吨，挤压产能已增至 10 万吨左右，产能消化成关键。2014 年公司原拥有 5.5 万吨挤压产能，首发募投项目年产 5 万吨铝合金挤压材也于今年 8 月末投产。公司铝型材挤压产能达到 10 万吨左右。但房地产市场又陷于低迷，此时，产能的消化成为公司业务与发展的关键。

转型，延伸产业链。在建筑材陷入困境的局面下，公司对发展重心进行了再定位：熔铸业务面向市场，向电子、汽车异型材进军；建筑材往下游成品门窗延伸，结合物联网技术，争取在产品智能化创新方面有所突破；工业材，主攻汽车铝型材市场，加快汽车用铝型材的新产品开发，拓展铝合金精密加工业务。

铭恒金属（熔铸）：面向市场，向电子、汽车行业进军

- **铭恒金属重新定位：面向市场。**子公司铭恒金属建立的初衷是解决公司内部铝型材废料回收再利用，降低公司原材料采购成本，但随着市场对高性能铝材的需求日益增大，公司在其定位上做了较大转变，加强了对铝合金材料的研发投入，加大了对销售力度，并单独进行绩效考核。目前铭恒金属在电子信息、车辆悬挂领域的客户开拓已有了较大突破，预计很快会产生出效益。如果进展顺利的话，明年即可盈利。
- **挖掘区位优势，打开电子铝棒市场。**重新定位后，铭恒金属着力挖掘江浙地区电子行业的区域优势，将积极进入电子铝棒材市场，以提升产能利用率。
- **公司以铝合金异型铸造技改项目切入汽车用锻件坯料市场。**铝合金锻件作为大受力承载件，在汽车领域得到大量应用，车用铝合金轮毂、独立悬架摇臂、前轮控制臂、转向节等零部件已大量应用铝合金锻件。2013 年末，公司再投入 1900 万元用于铝合金异型铸造技改项目，对熔铸产能进行技改，以切入汽车悬挂等系统用铝锻件坯料为目标市场。异型铸造技术项目利用现有生产设备及铸造工艺，使用水平重力直冷铸造法可生产出与所需锻件形状几乎相同的铝合金铸棒，将铸棒切割成一定厚度的片件，在进行倒圆角等简单加工及超声波探伤测试后，就可以成为锻造件毛坯。目前，公司异型铸造技术已较为成熟，产品也取得了日轻的认可，未来将进入到日系车的供应体系。预计，该业务将从明年开始放量。
- **“异型铸造技术”具有多重优势。**一，传统的铝合金锻件是采用铝合金圆形铸件作为锻造毛坯进行生产。与传统圆棒锻坯相比，异型铸造的片件锻坯可以使锻造工序简化，节省弯曲工序，极大地提高锻造的出材率。二，异型铸造采用快速冷却铸造方式，能够使铝铸件获得细密的金属晶粒结构，更能保证锻件合金品质。三，直接采用异型铸件进行锻造生产，可以改善锻造生产过程中原材料和废料的处理成本，减小所需锻造设备吨位。而传统圆棒锻坯因圆形铸件毛坯与所需锻件

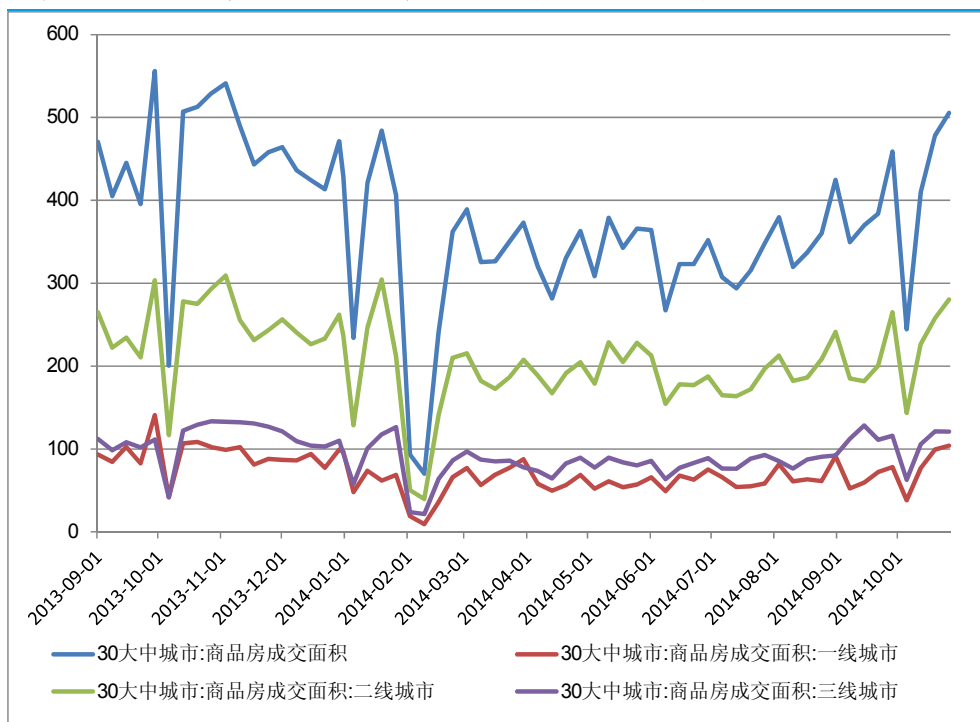
形状上的差异，因此需要付出较多的成本和复杂的锻造工序才可以完成整个锻造成型。

- 未来，公司可能进一步开拓汽车用铝锻件，延伸产业链，提升加工深度。

建筑材：延伸至门窗业务，结合物联网技术，争取在产品智能化创新方面有所突破

- **业务延伸至成品门窗。**在建筑型材业务不景气的局面下，公司正着力将业务延伸至门窗成品业务。为此，公司成立了苏州门窗和天津门窗两个子公司。特别是，公司拟使用超募资金 4,500 万元在天津投资新建年产 20 万平方米节能门窗生产项目，目前，天津节能门窗项目已完成项目建设前期手续，近期将开始动工建设，预计该项目能于 2015 年第三季度完工。我们预计，随着公司门窗公司的产能投放，公司建筑材的吨毛利有提升的空间。
- **结合物联网技术，争取在产品智能化创新方面有所突破。**智能家居是现代家居及材料的发展趋势，在这个趋势下，公司也在努力，寻求在当前建筑材的基础上，结合物联网技术，在智能化创新方面形成突破。
- **各地救市政策频现，建筑材业务有望回稳。**进入到 2014 年，全国各地的房地产市场普遍遭遇到冰封，土地出让收入的下降，促使各地政府先后放弃的限制政策，央行也在 9 月末放松了限贷政策，随着国务院常务会议，强调保障居民住房消费，市场预期营业税、契税等政策面临调整。从成效情况来看，改善性住房需求正在回归，商品房成交面积正在回暖。我们预期，随着房地产市场的回稳，公司的建筑材业务也有望走稳。

图表10：30个大中城市商品房周成交面积在10月份反弹



来源：国金证券研究所

铭德铝业：主攻汽车铝型材，搭车汽车轻量化

- **铭德铝业市场定位清晰：工业型材主攻汽车用铝型材市场。**公司在自 2006 年就进入到工业材市场，但起初四处开花，下游市场定位不清晰，加上产能的限制，工业材业务的发展一直不好。即便如此，公司仍然在汽车天窗导轨等市场中获得了广泛认可，汽车行业用铝材占公司工业材总产量的比例也位居前列。2014 年，铭德铝工业型材销量保持稳定增长，预计全年销量增长幅度约 20%-30%，其中，增长较多的依旧是汽车应用领域产

品。吸取了前期业务发展的经验与教训，在当前客户的基础上，公司明确，工业材将集中优势力量主攻汽车用铝型材市场，挖掘汽车轻量化产品市场。

- **汽车轻量化推动汽车用铝市场快速增长。**在全球各国不断提升汽车油耗标准的趋势下，汽车轻量化成为全球大汽车厂商满足油耗标准，提升汽车性能的主要手段。铝的比重只有铁的 1/3，以铝代钢，对汽车的减重效果非常显著。这促使各大汽车厂商加大对车用铝型材的研发，一些汽车厂商很早便推出了全铝汽车，如奥迪 A8，但因铝价且加工成本较高，铝的应用增长缓慢。近来，随着铝价的回落，加工工艺的成熟、成本下降，以及新能源汽车减重需求的驱动下，越来越多的汽车厂商开始青睐铝材，如特斯拉采用了全铝车身，更为大众的福特 150 新款也将采用全铝车身。汽车用铝材正面临着爆发机遇。
- **加快汽车用铝型材新产品开发。**为了搭上汽车轻量化的快车道，公司加快了汽车用铝型材的新产品开发，目前，已研发或具备市场潜力的品种包括汽车冷却系统用管材、汽车 ABS 铝阀、液压驱动系统用铝材等。未来这些产品有望驱动公司工业材产销量的增长。
- **产能瓶颈打破，为汽车等工业型材增长插上翅膀。**在公司募投项目投产后，公司的产能增长到 10 万吨（考虑到搬迁的影响，预计明年公司的综合产能也可达到 7 万吨），工业型材面临着的产能瓶颈被打破，有了产能保障，工业材客户的开发会更有针对性、更为便利，反应也将更为迅速。因此，我们对工业型材产量的持续提升持乐观态度。
- **同时，工业材的盈利能力也将提升。**汽车用铝型材毛利率在公司的产品体系中属于毛利较高的产品，汽车用铝材销量的增长也有助于公司工业材盈利能力的提升。

拆迁补偿在即，转型再获强援

- **拆迁补偿在即。**根据《苏州市相城区分区规划暨城乡协调规划（2007-2020）》，公司位于相城区阳澄湖中路 31 号的厂区属于新的城区，周围规划有政府、学校、医院等配套设施。界时，公司该厂区需整体搬迁。自 2011 年始，公司就开始与相关部门就搬迁及其补偿等相关问题进行协商。公司三季报披露，公司管理层正积极与地方政府相关部门就公司老厂区搬迁补偿事宜进行深入沟通，争取在近期能够与政府部门达成最终一致意见并签署补偿协议书。

图表 11：近年相城区相近地块的拍卖价格

拍卖时间	宗地编号	竞的单位	地块位置	面积(㎡)	用途	容积率	成交单价 (万元/亩)	成交总价 (万元)
2010年	苏地2010-G-34号	苏州白金汉爵大酒店有限公司	相城区元和街道阳澄湖中路北、万泾港南	10348	住宿餐饮用地 (宾馆)	≤3.3	298	4620
	苏地2009-B-103号	建平 吴俊江	相城区御窑路西、朝阳河北	47822	城镇住宅用地	≤1.6	697	50000
2010年	苏地2010-B-13	苏州南山置业有限公司	相城区元和街道万泾港北、纪元路南(原陆慕中学)	71536	城镇住宅用地	≤2	694	74500
2009年	苏地2009-B-58号	佳满企业有限公司	相城区元和街道春申湖路北、御窑路西1号	29505	批发零售和城镇住	≤2.5	682	129000
			相城区元和街道春申湖路北、御窑路西2号	58817	城镇住宅用地	≤1.8		
			相城区元和街道春申湖路北、御窑路西3号	37728	城镇住宅用地	≤2.5		
2009年	苏地2009-B-105号	苏州市相城区华成房地产开发有限公司	相城区御窑路东、实验中学西（北）	11181	批发零售、商务金融用地	≤1.6	775	13000
	苏地2009-B-106号	苏州恒博创业投资有限公司 苏州市盛元房地产开发有限公司 苏州市东方企业发展有限公司	相城区御窑路东、实验中学西（南）	9135	批发零售、商务金融用地	≤1.2	956	13100
2012年	苏地2012-G-40号	苏州市相城区燃气有限责任公司	相城区元和街道采莲路西、古元路南	3662.8	商务金融用地	≤3.0	564	3100
2013年	苏地2013-G-92	深圳市天虹置业有限公司	相城区元和街道相城大道东、纪元路南北两侧	38607.4	商服用地	≤6.0	460	26639
2013年	苏地2013-G-93	重庆华宇物业（集团）有限公司	相城区元和街道阳澄湖中路北、白金汉爵西	23450.6	商服用地	≥2.0 ≤2.5	546	19200
2013年	苏地2013-G-40	江苏苏南万科房地产有限公司	相城区元和街道御窑路东、安元路北	138601.2	城镇住宅用地	>1.0 ≤3.0	1000	208000
2013年	苏地2013-G-39	苏州市润城房地产开发有限公司	相城区元和街道阳澄湖中路北、采莲路东	10404	商服用地	≤3.0	564	8800

来源：国金证券研究所，苏州国土资源局

- **拆迁补偿数额可观。**近年来，公司所在地邻近地块的拍卖价格，不同的用途，土地价格有所差异，地价在 2009 年到 2010 年的范围为 300-800 万元/亩，2013 年以来，相近地块的拍卖价格范围为 460-1000 万元。若以拍卖价格为参考标准，公司土地的评估价格比较高。我们预计，公司获得的拆迁补偿可能会达数亿元。

- 若公司能获得数亿元的拆迁补偿，公司的转型将更值得期待。在获得补偿之后，公司资本实力将进一步增强，未来公司不论是内部扩张还是外部扩张，都有更坚实的支撑，公司转型获得突破的概率也将显著上升。

盈利预测与投资评级

- 我们预计，公司 2014 年，2015 年的 EPS 分别为 0.24 和 0.38 元，相当于当前股价的 58 倍和 37 倍。我们认为，搬迁补偿将增强公司的资本实力，公司转型基础坚实，且公司转型的方向，汽车用铝材、精深加工，电子铝材及产品智能化创新等业务符合了全球汽车轻量化、智能家居与消费电子用铝快速增长的发展趋势。为此，我们首次给予公司“增持”评级。

图表12：盈利预测关键假设

		2014	2015	2016
建筑材	销量（吨）	37800	44000	52000
	售价（元/吨）	20700	20800	20800
	毛利率	22.22%	22.12%	22.12%
工业材	销量（吨）	8600	12000	16000
	售价（元/吨）	20900	21000	21100
	毛利率	11.48%	12.14%	12.80%
铸棒	销量（吨）	6000	28000	36000
	售价（元/吨）	12700	13100	13300
	毛利率	-1.57%	1.98%	3.01%

来源：国金证券研究所

风险提示

- 公司拆迁进度不及预期
- 公司汽车业务开拓不及预期风险。
- 房地产市场持续低迷，而建筑材行业的竞争加剧。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	1,105	1,139	1,064	1,052	1,553	1,922
增长率		3.0%	-6.5%	-1.1%	47.6%	23.8%
主营业务成本	-921	-946	-863	-858	-1,311	-1,623
%销售收入	83.3%	83.1%	81.0%	81.6%	84.4%	84.4%
毛利	184	193	202	194	242	299
%销售收入	16.7%	16.9%	19.0%	18.4%	15.6%	15.6%
营业税金及附加	-5	-4	-4	-1	-2	-2
%销售收入	0.5%	0.4%	0.4%	0.1%	0.1%	0.1%
营业费用	-63	-62	-67	-64	-70	-73
%销售收入	5.7%	5.5%	6.3%	6.1%	4.5%	3.8%
管理费用	-35	-41	-39	-65	-68	-77
%销售收入	3.2%	3.6%	3.7%	6.2%	4.4%	4.0%
息税前利润 (EBIT)	81	85	91	63	103	148
%销售收入	7.3%	7.5%	8.6%	6.0%	6.6%	7.7%
财务费用	22	14	11	7	8	9
%销售收入	-2.0%	-1.3%	-1.0%	-0.7%	-0.5%	-0.5%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	103	100	102	70	111	157
营业利润率	9.3%	8.8%	9.5%	6.7%	7.1%	8.1%
营业外收支	0	1	2	1	1	1
税前利润	102	101	103	71	112	158
利润率	9.3%	8.8%	9.7%	6.8%	7.2%	8.2%
所得税	-16	-15	-16	-11	-17	-24
所得税率	15.2%	15.4%	15.3%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	87	85	87	61	95	134
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	87	85	87	61	95	134
净利率	7.9%	7.5%	8.2%	5.8%	6.1%	7.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	87	84	87	61	95	134
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	30	30	31	45	55	61
非经营收益	0	1	1	0	-1	0
营运资金变动	-29	21	0	54	-21	-14
经营活动现金净流	88	136	119	160	128	180
资本开支	-108	-315	-221	-118	-109	-69
投资	0	0	0	-1	0	0
其他	-4	2	-40	0	0	0
投资活动现金净流	-112	-313	-261	-119	-109	-69
股权募资	11	0	0	0	0	0
债权募资	-30	0	0	0	0	1
其他	-25	-39	-57	0	-5	-5
筹资活动现金净流	-45	-39	-57	0	-5	-4
现金净流量	-69	-215	-199	41	14	107

资产负债表 (人民币百万元)

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	748	533	332	373	387	494
应收款项	49	51	49	53	79	98
存货	111	102	115	118	180	222
其他流动资产	29	33	80	19	28	34
流动资产	937	719	576	563	673	848
%总资产	67.0%	49.6%	38.6%	36.3%	39.2%	44.6%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	327	563	736	806	866	879
%总资产	23.4%	38.8%	49.3%	51.9%	50.4%	46.2%
无形资产	123	159	155	150	145	141
非流动资产	461	732	916	989	1,044	1,053
%总资产	33.0%	50.4%	61.4%	63.7%	60.8%	55.4%
资产总计	1,399	1,451	1,491	1,552	1,717	1,901
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	119	123	134	133	197	243
其他流动负债	21	22	22	27	39	47
流动负债	141	145	156	160	236	290
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	141	145	156	160	236	291
普通股股东权益	1,258	1,306	1,336	1,391	1,481	1,610
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	1,399	1,451	1,491	1,552	1,717	1,901

比率分析

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标						
每股收益	0.344	0.337	0.348	0.242	0.377	0.533
每股净资产	4.985	5.178	5.315	5.537	5.894	6.407
每股经营现金净流	0.350	0.540	0.473	0.638	0.509	0.718
每股股利	0.150	0.200	0.200	0.020	0.020	0.020
回报率						
净资产收益率	6.90%	6.51%	6.54%	4.37%	6.40%	8.32%
总资产收益率	6.21%	5.86%	5.86%	3.92%	5.52%	7.04%
投入资本收益率	5.46%	5.53%	5.78%	3.87%	5.90%	7.78%
增长率						
主营业务收入增长率	14.65%	3.05%	-6.52%	-1.15%	47.59%	23.78%
EBIT增长率	11.23%	5.52%	6.77%	-30.50%	62.22%	43.42%
净利润增长率	31.70%	-2.08%	2.70%	-30.45%	56.14%	41.13%
总资产增长率	5.39%	3.77%	2.76%	4.05%	10.68%	10.71%
资产管理能力						
应收账款周转天数	2.3	4.1	7.2	7.3	7.3	7.3
存货周转天数	40.1	41.2	45.9	50.0	50.0	50.0
应付账款周转天数	9.4	10.9	12.6	12.0	12.0	12.0
固定资产周转天数	74.9	71.9	143.6	186.9	138.3	110.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-59.46%	-40.77%	-24.84%	-26.77%	-26.09%	-30.62%
EBIT利息保障倍数	-3.7	-6.0	-8.7	-8.7	-13.1	-16.2
资产负债率	10.05%	9.98%	10.44%	10.33%	13.75%	15.32%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	3	7	11	25
增持	0	1	2	5	12
中性	0	1	2	3	5
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.43	1.50	1.54	1.53

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4
层**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7BD