

2010年5月20日

# 罗普斯金

## 业绩增长不确定性加大

A

未有评级

002333.SZ- 人民币 20.20

罗普斯金是目前中国铝合金挤压生产行业中规模和实力一流的大型企业。公司营销能力处于行业领先水平，新产能的快速投放也将带动规模的快速增长，但是近期订单出现不利变动，其业务也受到地产市场下滑拖累，成本方面毛利率也存在不确定性。

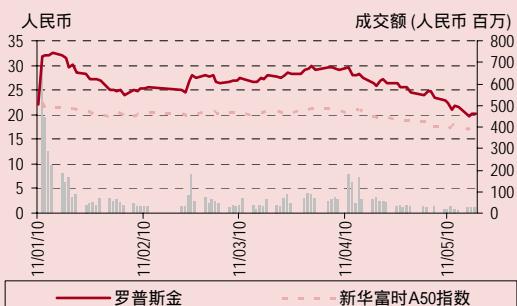
李攀

(8610) 6622 9073

pan.li@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300207090249

### 股价相对指数表现



资料来源：彭博及中银国际研究

### 股价表现

今年至今 1个月 3个月 12个月

绝对(%)	n.a	(24)	(21)	n.a
相对新华富时A50指数(%)	n.a	(12)	(5)	n.a

资料来源：彭博及中银国际研究

### 重要数据

发行股数 (百万)	157
流通股 (%)	25
流通股市值 (人民币 百万)	791
3个月日均交易额 (人民币 百万)	52
净负债比率 (%)	净现金
主要股东(%)	
罗普斯金控股有限公司	70

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司

### 主要发现：

- 营销能力处于行业前列**：罗普斯金销售模式一直是现货，有500-600名销售人员，强调对于经销商的控制力。大型工程是通过经销商去接单的，连续三年有业务往来的经销商目前有200多家。
- 新产能投放较快**：今年的总产能在5.25万吨左右。2011年将再增3.75万吨的新产能。公司募集资金超募4亿左右，仍可能追加投放更多产能。
- 原材料成本价格存在风险**：公司生产所需主要原材料基本取决于电解铝价格。未来国内电解铝价格存在的不确定性，其价格波动将对公司盈利水平带来一定影响。
- 近期形势并不乐观**：从近期市场形势来看，销售压力有所加大。东北气候寒冷导致的工程开工率水平使产品销售低于预期。公司在西南地区的销售亦有所放缓。同时成本存在上升压力，人工费和能源费用都有上涨趋势。

### 图表 1. 投资摘要 (市场一致预期)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万元)	813	935	1,196	1,554	2,160
增长率(%)	3	15	28	30	39
净利润(百万元)	55	100	124	159	249
增长率(%)	5	81	24	28	57
每股收益(元)	0.47	0.64	0.79	1.01	1.59
市盈率(倍)	43	32	26	20	13
每股经营现金流量(元)	0.83	0.81	-	-	-

资料来源：公司数据及万得资讯

图表 2. 2010 年 1 季度业绩摘要

(人民币, 百万)	09 年 1 季度	10 年 1 季度	同比变动%
营业收入	158	181	14.1
营业成本	(117)	(149)	27.7
营业税金及附加	(0)	(0)	(22.2)
销售费用	(11)	(10)	(6.9)
管理费用	(9)	(12)	29.2
资产减值损失	0	0	N.M
公允价值变动	1	0	N.M
投资收益	0	0	N.M
营业利润	21	9	(57.2)
营业外收入	0	0	42.9
营业外支出	(0)	(0)	(53.3)
利润总额	21	9	(55.9)
所得税费用	(3)	(1)	(46.3)
净利润	18	8	(57.3)
少数股东损益	0	0	N.M
归属于母公司所有者的净利润	18	8	(57.3)

资料来源：公司数据

整体来看，近期罗普斯金订单出现不利变动，其业务将受到地产市场下滑拖累，成本方面毛利率可能受到挤压。

**行业整体情况：**罗普斯金较可比的企业包括兴发铝业(0098.HK/港币 1.61, 未有评级)(包含建筑型材、工业型材业务)和栋梁新材(002082.SZ/人民币 10.39, 未有评级)(公司可能募集资金投向建筑型材，本身还多了一块 PS 板业务)。铝型材按照工艺分类一般分氧化、电泳、粉喷、湿喷等。氧化一般指普通铝型材，电泳处理的型材有几种颜色，粉喷和湿喷可以产生多种颜色选择。从隔热性分类来看，目前隔热铝型材主要是注胶铝型材和隔热断桥类铝型材，隔热断桥类型材的价格高于注胶铝型材，隔热性能也更好。铝型材门窗在福建和江浙的市场占有率高于塑钢，可能与铝合金的耐腐蚀性更强相关，上海市场的塑钢型材使用则更为广泛。铝型材挤压行业产能集中度不高，可能与资本投入大有关。相比较而言，塑钢型材单条生产线的投资要小很多，上马比较快，产能容易实现规模化集中投放。但就目前市场份额来看，铝合金和塑钢型材在市场上的比例比较稳定。

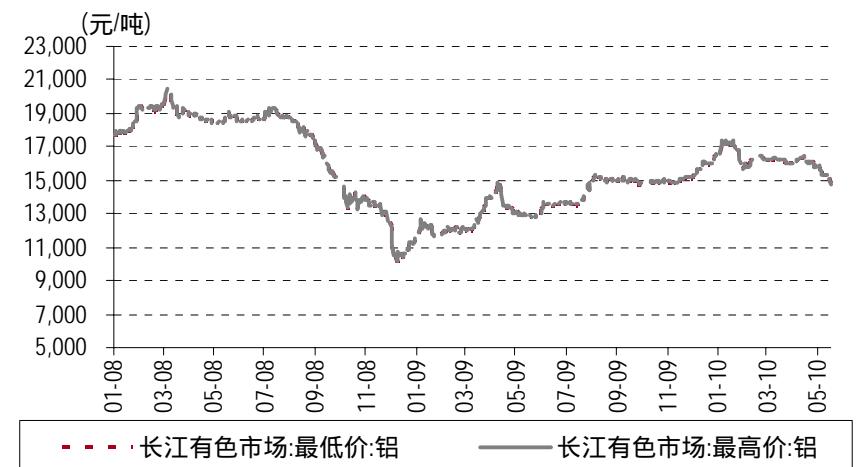
**营销能力处于行业前列：**行业内，罗普斯金销售模式一直是现款现货，不赊账。栋梁新材与罗普斯金销售方式不太一致。栋梁新材只有 50-60 名销售人员，而罗普斯金有 500-600 名销售人员，更加强调对于经销商的控制力，不层层设代理。栋梁新材的销售人员主要负责大型工程项目，应收款周期长。大型工程罗普斯金是通过经销商去接单的。罗普斯金目前国内设立了 40 多家形象展示厅，其中几家是公司自己出资做的，但是大多数是与经销商联合搭建的。经销商分类来看，一类是工程的，一类是终端零售的。罗普斯金的销售一方面协助当地经销商，一方面去直接了解跟进工程信息。连续三年有业务往来的经销商目前有 200 多家，对经销商有不同时销售其他品牌铝型材的要求。受到销售半径制约（通常 500 公里左右，运输费用按每次运输吨位分大概为：6 吨以下每百公里 90 元/吨；6 吨以上每百公里 85 元/吨），罗普斯金目前的销售主要还是集中在长三角地区，而去年东北、西南增速较快。

**独立生产模具提高市场控制能力：**铝型材挤压机的产地主要是日本、德国、台湾和国内。挤压机的技术含量并不高，而模具的技术含量相对较高。罗普斯金的模具以前基本外购，现在有 30% 是自产的，底下模具公司有 35 人的规模。通过自己提供模具，研发速度和对市场的反应可以得到强化。

**新产能投放较快：**从新产能投放进度来看，目前接近 50%。目前新挤压产能达到 2.5 万吨，但是新的表面处理产能只达到 1.25 万吨。（产能投放上，挤压机的部署较快，但是表面处理产能部署需要一年左右的时间，产能主要是受到表面处理制约）今年的总产能因此在 5.25 万吨左右。2011 年将再增 3.75 万吨的新产能。公司募集资金超募 4 亿左右，仍可能追加投放更多产能。新业务方面，公司的门窗业务未来可能重新来做。公司目前的厂区在居民区中，迟早涉及拆迁，目前公司的占地面积为 390 亩，同类地价达到 700 万每亩。

**原材料成本价格存在风险：**公司生产经营所需的主要原材料为铝棒，主要通过向电解铝厂商采购电解铝并委托其加工成铝棒，定价方式为“电解铝价格+加工费+合理利润”，其中电解铝价格参考上海长江现货市场价格确定。电解铝价格基本决定了铝棒的采购价格，铝棒的成本是公司主营业务成本的主要构成部分。未来国内电解铝价格存在不确定性，其价格波动将对公司的盈利水平带来一定影响。09年长江现货市场含税的铝锭价格从年初的1.2万元/吨上涨到年底的1.65万元/吨，公司去年通过提高产品价格转嫁了成本，毛利率还略有上升，但如果电解铝价格持续上行将对公司的毛利率产生一定的压力。公司强调以销定产，以产订货。每个月产量比较稳定，目前都是提货日定价。库存10天左右。订单到提货一般是6-10天。公司给客户的报价不是按吨报价，而是按“支”报价。

图表3. 长江有色市场铝价格



**近期市场并不乐观：**从近期市场形势来看，压力有所加大。与往年相比，今年自然灾害影响大。去年在西南销售增速很快，现在放缓了。今年东北气候异常寒冷，工程开工率低于预期水平。从铝型材业务的需求规律来看，通常旺季是五月至十月，其中六至九月这四个月最旺，旺季正常产能利用率80%左右。今年成本有上升压力，一方面是人工费涨价，一方面是能源费用涨价。目前挤压成本大约是每吨1,700元（含能耗每吨100元）。

## 披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv)他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

## **免责声明**

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本報告及其所載的任何信息、材料或內容只提供給閣下作參考之用，不能成為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據的邀請，亦並未考慮到任何特別的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司 (BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisers Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

## **中银国际证券有限责任公司**

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## **相关关联机构：**

### **中银国际研究有限公司**

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 2867 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065  
新加坡客户请拨打：800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### **中银国际证券有限公司**

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 2867 6333  
传真: (852) 2147 9513

### **中银国际控股有限公司北京代表处**

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 15 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### **中银国际(英国)有限公司**

英国伦敦嘉能街 90 号  
EC4N 6HA  
电话: (4420) 7022 8888  
传真: (4420) 7022 8877

### **中银国际(美国)有限公司**

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### **中银国际(新加坡)有限公司**

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371