

稳定建筑型材，拓展工业型材

中性(首次)

投资要点：

- 稳定建筑型材，维持高毛利水平
- 拓展工业型材，是公司未来主要增长点
- 工业型材收入占比逐步提高

报告摘要：

- **稳定建筑型材，维持高毛利水平。** 公司目前拥有铝型材产能 5.25 万吨/年，募投项目达成后将新增 4.15 万吨/年，届时公司总产能将达到 9.4 万吨/年，其中建筑型材产能 5.6 万吨。由于受房地产市场调控影响，建筑型材未来增长相对有限，公司本着稳定建筑型材规模的发展战略，加大销售渠道的投入和建设，同时积极开拓西藏、新疆和东北等气候恶劣区域的铝建筑型材市场，保持建筑型材的高毛利水平。
- **拓展工业型材，是公司未来主要增长点。** 工业型材目前和未来主要涉及的四大领域包括汽车、太阳能（边框和支架）、轨道交通和 LED 照明，公司目前正在积极开拓该项业务，产品涉及汽车天窗用导轨型材、户外各类 LED 照明设备用灯罩、太阳能设备支架及边框等，初步测算未来这三块业务年均增速分别为 10%、18% 和 20%。除此之外，未来也将考虑高铁领域铝型材的生产和加工，我们认为工业型材将是公司未来主要的增长点。
- **工业型材收入占比逐步提高，产量增速高达 50%以上。** 公司近三年工业型材收入占比逐步提升，2011 年公司计划生产铝型材 5.2 万吨，其中工业材产量预计为 1 万吨左右，占总产量的接近 20%。我们预期未来几年，公司工业型材产量会大幅增长，增速可能超过 50%甚至翻番，同时毛利率也有望得以提升。
- **2011 年 EPS0.33 元，给予“中性”评级。** 我们预测公司 11-13 年 EPS 分别为 0.33 元、0.41 元和 0.55 元，对应的动态 PE 分别为 38.5 倍、31 倍和 23.1 倍，估值基本合理，同时考虑到今明两年房地产调控可能还将延续，工业型材也尚处于起步阶段，首次给予“中性”评级。

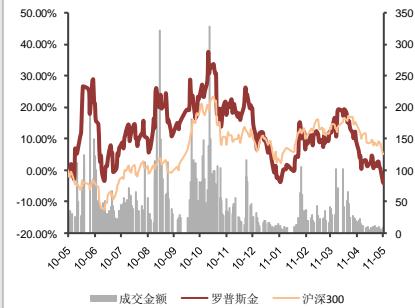
分析师

闵丹 (S1180511010010)
电话：010-88085977
Email：mindan@hysec.com

联系人

刘喆、周鹤（实习生）
电话：010-88085968
Email：liuzhe@hysec.com

市场表现



基本情况

总股本:	亿	2.51
流通股本:	亿	0.656
第一大股东		罗普斯金控股有限公司
第一大股东持股比例		70.35

数据来源：宏源证券

相关研究

宏源证券*行业报告*政策+技术，关注小金属与深加工 03.31

宏源证券*行业报告*五年规划促稀土行业健康发展 02.14

主要经营指标	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	93463.42	96379.70	117777.78	150769.23	203247.86
同比增长率	15.00%	3.12%	26.01%	28.01%	34.81%
净利润	9965.84	6622.63	8154.05	10273.36	13746.90
同比增长率	80.82%	-33.55%	23.12%	25.99%	33.81%
每股收益(元)	0.40	0.26	0.33	0.41	0.55

目录

一、公司概况	4
二、稳定建筑型材，维持高毛利水平.....	5
(一) 拟投项目进展顺利.....	5
(二) 房地产行业对公司建筑型材影响偏负面	5
(三) 建筑型材高毛利得以维持	7
三、拓展工业型材，是公司未来主要增长点.....	7
(一) 工业型材需求空间较大.....	7
1、汽车天窗用导轨年均增速约 10%.....	7
2、LED 照明灯具年需求铝型材 1.25 万吨，增速约为 18%	8
3、太阳能设备用铝型材年需求量约 10 万吨以上，年均增速 20% 以上	8
4、轨道交通制造业	8
(二) 公司工业型材未来占比有望达到 20% 以上	9
四、铝价走势对公司业绩影响明显.....	9
五、盈利预测.....	9

插图

市场表现	1
图 1: 2010 年收入构成	4
图 2: 2009 年收入构成	4
图 3: 2010 年利润构成	4
图 4: 2009 年利润构成	4
图 5: 毛利率	5
图 6: 1998 年我国门窗材质构成	6
图 7: 2005 年我国门窗材质构成	6
图 8: LME 铝价走势	10
图 9: SHFE 铝价走势	10

表格

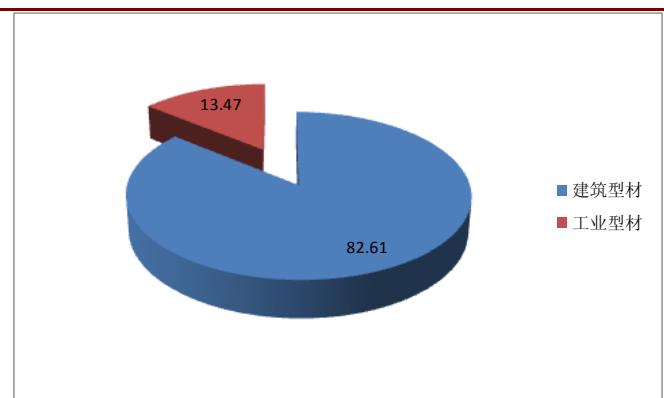
基本情况	1
表 1: 产量假设	10
表 2: 价格及毛利率假设	10
表 3: 盈利预测	10

一、公司概况

公司的主营业务为铝挤压材产品的研发、生产和销售。铝挤压材按其应用领域分为铝建筑型材和铝工业型材，其中铝建筑型材主要应用于各类民用及商用建筑领域，铝工业型材主要应用于除建筑领域外的其他工业领域，如汽车、高铁、LED 和太阳能领域。公司目前拥有铝挤压材产能为 5.25 万吨/年，其中主要以建筑型材为主，占比接近 80%，达到 4.25 万吨/年；工业型材产量较小，仅为不到 1 万吨。

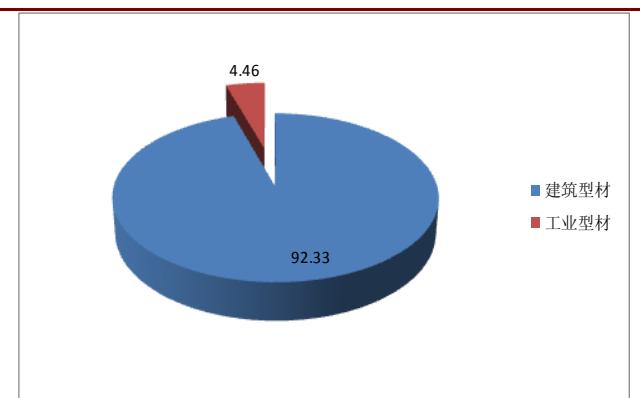
从公司近两年的收入和利润构成可见，建筑型材依然是公司主要的收入和利润来源，这主要得益于公司拥有一套完整的研发体系和一批经验丰富的研发人员，共申请有效专利 664 项，其中 15 项实用新型专利，649 项外观设计专利，在行业内遥遥领先，产品质量可靠，在新疆、东北等严寒地区拥有较好的市场环境，从而也保证了公司建筑型材的毛利率水平一直高达 20% 以上。但考虑到建筑型材行业受房地产调控影响较大，因此公司制定了“稳定建筑型材，拓展工业型材”的发展战略，逐步提高工业型材在公司产品中的占比，降低建筑型材的占比，目前公司铝建筑型材占比已由 2009 年的 92.33% 下降至 2010 年的 82.61%，降幅近 10 个百分点，但由于工业型材由于尚处于起步阶段，所以毛利率水平相对较低。

图 1：2010 年收入构成



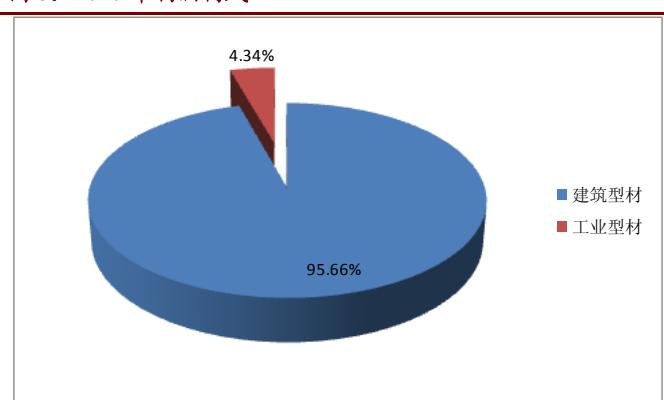
资料来源：Wind，宏源证券

图 2：2009 年收入构成



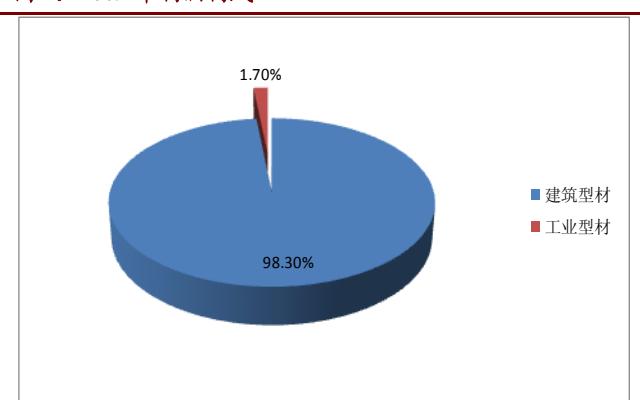
资料来源：Wind，宏源证券

图 3：2010 年利润构成



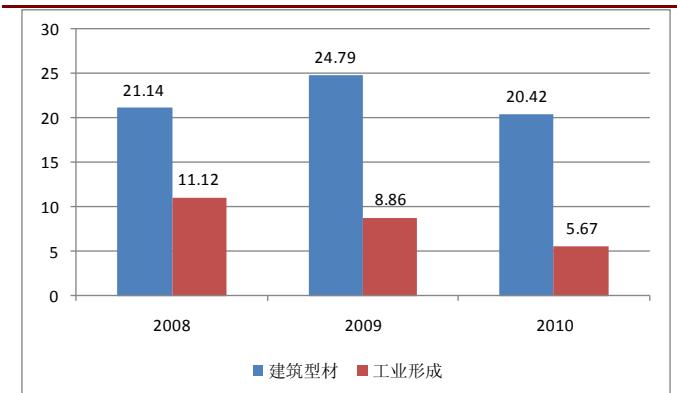
资料来源：Wind，宏源证券

图 4：2009 年利润构成



资料来源：Wind，宏源证券

图 5：毛利率



资料来源: Wind, 宏源证券

二、稳定建筑型材，维持高毛利水平

(一) 蓄投项目进展顺利

截至 2009 年 6 月 30 日，公司产能为 52500 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 12500 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 54000 吨/年。届时公司总产能将达到 94000 吨/年。2010 年，考虑到公司未来的发展规划，公司变更了募投项目实施地点，项目土建工作已在 2010 年底前展开，募投项目投产较之前的计划要延迟半年，预计在 2012 年一季度完成。2011 年，公司将严格按照项目建设周期，加快募投项目的建设进度，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。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 50000 吨。

(二) 房地产行业对公司建筑型材影响偏负面

2010 年受国家房地产市场一系列调控政策的影响，公司主要产品铝建筑型材多年来首次出现负增长。2010 年 4 月以来，国家对房地产的宏观调控力度不断加大，但同时中央加强保障性住房建设的决心和采取的措施也超市场预期。根据当前“十二五”规划的提案，未来两年中，保障性住房建设将是政府力推的重点工作。2010 年全国完成 580 万套保障房建设，而 2011 年要继续建设 1000 万套保障房，2012 年要建设 620 万套保障房。2011 年超预期的保障房建设将为建材市场带来巨大的推动力，但由于公司产品主要定位高端民用商品房市场和商业地产市场，因此保障性住房的超预期对公司影响甚微。

虽然房地产行业调控对公司建筑型材短期影响偏负面，但从长期来看，随着中国城镇化水平的不断提高、新农村建设的持续深入带来的新建住宅、各类公共及商业建筑的增加

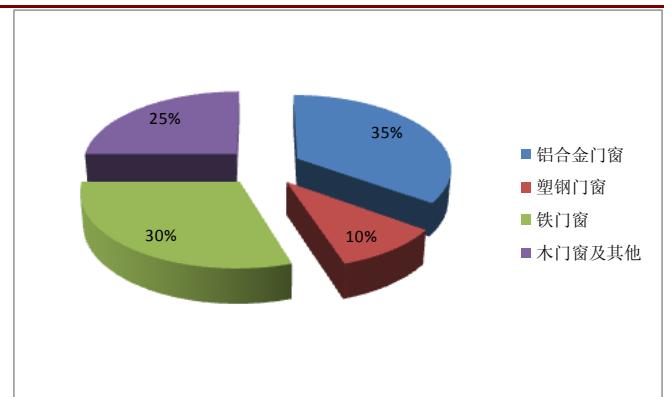
都将构成铝建筑型材行业长期向好的基础。根据《人口发展“十一五”和2020年规划》，2010年和2020年我国人口将分别达到13.6亿和14.5亿，建设部预计2010年和2020年我国城镇化率将分别达到47%和57%，人均住宅建筑面积将分别达到30和35平方米。假设门窗面积一般占房屋建筑面积15%，我国门窗材质约有55%使用铝合金，每平米门窗约需要8公斤铝建筑型材，据此测算，每年新增建筑面积约9亿平米，年新增建筑铝型材59.4万吨，相比于目前约500万吨的年产量来看，平均增速约为10%。

尽管如此，2011年公司同样会面临国家政策对房地产市场调控而产生的市场需求继续萎缩的影响，为此，公司一方面加大销售渠道的投入和建设，扩大产品在国内市场的销售面和渗透层次，依托分布广泛的经销商队伍，加大深度营销力度；另一方面，公司将积极开拓西藏、新疆和东北等气候恶劣区域的铝建筑型材市场，依托公司产品适应寒冷地区的独特性，加大销售量，以弥补房地产调控的负面影响。除此之外，未来也会考虑在现有生产型材的基础上直接生产门窗等。

由于铝合金门窗较塑钢门窗相比，具有耐老化、不易褪色和开裂等优良特性，因此公司生产的高品质铝合金门窗在气候条件比较恶劣的西藏和东北地区具有较强的竞争优势。比如西藏地区，由于海拔高，日照时间久，易老化、变色、变形和开裂，因此西藏地区几乎只能使用铝合金门窗，公司正是看到了这一发展机遇，加大了在该地区的销售投入力度，目前公司产品在该地区的市场占有率达到60%。除此之外，新疆和东北等地区由于气候寒冷，对保温性能要求比较高，因此公司生产的断桥隔热型材比较适合该地区的需求群体，公司也加大了对上述地区的销售投入力度，正在努力拓展该地区的市场，提高产品的市场占有率。

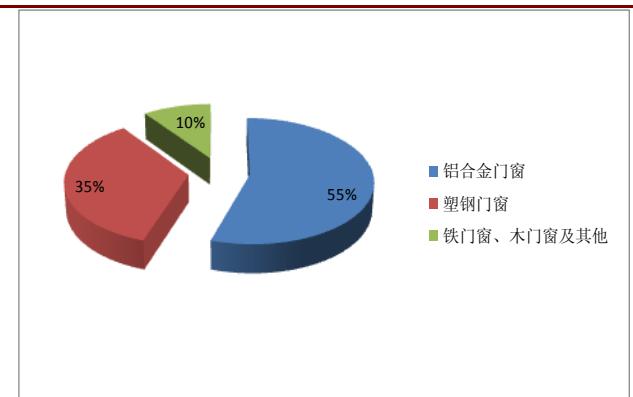
除了主动出击，应对房地产行业的不利影响外，我们更期待的是建筑型材行业的自身替代。目前市场上的门窗材料主要有两大类，铝合金门窗和塑钢门窗，分别占门窗比例的55%和35%，可见铝合金门窗近十年来占比不断提高，这主要是由于塑钢门窗对气候条件要求比较高，潮湿、高温、日照时间长都会加速其老化、变色及开裂，特别是塑钢窗耐火性差，因此，未来随着环保要求的提高和人们防火意识的增强，我们认为塑钢窗最终将会被铝合金门窗所代替。但由于目前塑钢门窗的价格优势还比较明显，每平米塑钢门窗约比铝合金门窗便宜50-200元，因此我们预计这个过程将相对较长，更多的将依赖于产品使用寿命的周期更换。

图6：1998年我国门窗材质构成



资料来源：招股说明书，宏源证券

图7：2005年我国门窗材质构成



资料来源：招股说明书，宏源证券

(三) 建筑型材高毛利得以维持

1、公司独特的营销渠道

为避免总经销商控制销售渠道、阻碍信息及时反馈，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权，确保公司始终处于相对优势地位。公司坚持以自主建设终端市场为中心运作渠道，而不单纯依赖于经销商完成销售。这样不仅增强了公司对销售渠道的控制力，更为重要的是确保公司能够及时、准确地洞悉市场变化，为企业的正确决策奠定了重要的信息基础。此外，公司采用伙伴式销售渠道，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。

2、公司的品牌优势

在品牌运作方面，公司坚持产品质量是塑造优秀品牌基石的理念：只有产品拥有良好的品质，品牌的塑造及运作才有意义。因此，公司严格按照 ISO9001 质量管理体系的要求，从原材料采购到最终完成销售，实施全面严格的质量控制。其中主要原材料供应商均是行业内的领先企业，主要生产设备挤压机生产线和表面处理生产线大部分都是进口设备，各种质量控制检测仪器也是采用国际先进水平。此外，公司以消费品模式进行品牌运作，公司通过在每支型材产品上都标有防伪标识和设立“罗普斯金形象展示厅”，来有效激发潜在消费者的需求，给消费者留下“罗普斯金”是优质门窗品牌而非单纯型材品牌的印象。

正是基于上述优势，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挣取“加工费”的盈利模式，而且有助于避免陷入行业的“价格战”，这是公司能保持较高毛利率的重要原因。

三、拓展工业型材，是公司未来主要增长点

在建筑型材遭遇房地产行业宏观调控的不利影响的同时，工业型材的发展空间正在不断凸显，工业型材目前和未来主要涉及的四大领域包括汽车、太阳能（边框和支架）、轨道交通和 LED 照明，公司也正是看到了未来工业型材的发展前景，目前正在积极开拓该项业务，产品涉及汽车天窗用导轨型材、户外各类 LED 照明设备用灯罩、太阳能设备支架及边框等，未来也将考虑高铁领域铝型材的生产和加工，我们认为工业型材将是公司未来主要的增长点。

(一) 工业型材需求空间较大

1、汽车天窗用导轨年均增速约 10%

目前公司铝工业材的应用领域之一为汽车天窗用导轨，2008 年公司共销售汽车天窗用导轨用工业材 95 吨。

根据工业和信息化部数据,2010 年中国乘用车累计产销 1389.71 万辆和 1375.78 万辆,同比增长 33.83% 和 33.17%,显示出强劲的增长前景。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 年就需要铝工业型材约 2.78 万吨。

根据罗兰贝格咨询公司预计,到 2015 年,中国乘用车销量将超过 1800 万辆,但增速将由两位数降至个位数。2011 年,中国乘用车市场增速将由 2010 年的近 35% 降至 15%,从 2012 年到 2015 年,增速将逐渐由 10% 降至 8%。若以此计算,在今后几年,乘用车天窗用导轨耗用铝工业材将在 2010 年 2.78 万吨的基础上,保持约 10% 的年增长速度。

2、LED 照明灯具年需求铝型材 1.25 万吨, 增速约为 18%

目前公司铝工业型材的另外一个应用领域为户外照明灯具,即户外各类 LED 照明设备用灯罩,通常用作 LED 路灯及隧道灯的灯罩,2008 年公司共销售 LED 照明灯具用铝工业材 406 吨。

据不完全统计,目前国内城市道路照明存量约为 2800 万盏,每年增长大约 200 万盏,其中约有 70% 的新增道路照明灯选用 LED 路灯。此外,若现有道路照明存量每年更换 10% 的路灯为 LED 路灯,则每年约增加 500 万盏 LED 路灯。目前每盏 LED 路灯灯罩耗用 1.5-3.5 公斤铝工业材,若以 2.5 公斤/盏计算,则每年约需要 1.25 万吨铝工业型材。

3、太阳能设备用铝型材年需求量约 10 万吨以上, 年均增速 20%以上

太阳能设备支架及边框也是公司铝工业型材产品之一,2008 年公司共销售太阳能设备用铝工业材 101 吨。

仅以太阳能设备中的太阳能热水器为例,据中国太阳能协会公布的数据显示,近年来,我国太阳能热水器的产量正在以每年 30% 的速度递增。2009 年,中国太阳能热水器的产量就突破了 4000 万平方米,占世界的 50%;2010 年太阳能热水器的产量为 4900 万平方米,实际使用量是 1.68 亿平方米,占全世界总量的 70% 以上,我国世界第一大太阳能热水器生产国和使用国的地位进一步巩固。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 年新增太阳能热水器 2450 万台,共需消耗铝工业材 9.8 万吨。

4、轨道交通制造业

轨道交通领域也是公司未来将大力拓展的新领域。当前,国内各大城市以国务院《关于优先发展城市公共交通的意见》(国办发[2005]46 号)作为指导方针,编制了各自的轨道交通战略发展规划。据不完全统计,目前国内已有 25 个百万人口以上特大城市正式提出申请建设地铁,总规划里程超过 5000 公里,总投资估算超过 8000 亿元。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,仅此一项就将新增 15 万吨铝挤压材需求量,市场容量巨大,也是未来增长前景最好的一个行业。

综上所述，上述四个行业 2010 年的铝工业材需求量接近 30 万吨，而公司目前在上述四个行业铝工业型材的销售量则微乎其微，由此可见，公司在工业型材市场的上升空间巨大，是公司未来的主要增长点和亮点。

(二) 公司工业型材未来占比有望达到 20%以上

公司进入铝工业型材市场相对比较晚，近三年铝工业型材收入占比逐步提升，10 年该块业务收入占全部收入的比例从 2009 年 4.46% 提升到 13.47%，增长了近 9 个百分点。2011 年公司计划生产铝型材 5.2 万吨，其中工业材产量预计为 1 万吨左右，占总产量的接近 20%。由于公司的工业型材还处于起步期，因此毛利率尚处于较低水平，未来，公司将借鉴其在建筑型材领域的技术研发优势和市场拓展经验，加大工业型材领域的投入和支持力度，大力发展工业型材，我们预期未来几年，公司工业型材会大幅增长，增速可能超过 50% 甚至翻番，同时毛利率也有望得以提升。

四、铝价走势对公司业绩影响明显

铝挤压材行业大量使用的直接原材料为铝棒。铝棒是在电解铝中添加镁、锰等金属加工而成的铝合金制品。因此，上游电解铝行业的价格波动对铝挤压材行业影响较大。公司主要产品的销售价格是原材料电解铝价格+加工费+合理利润的定价模式，主要产品铝建筑型材销售价格定价以客户“提货日”原材料电解铝价格作为定价基础，而铝工业型材则是每个客户按每个合同协商确定销售价格。

2010 年，公司主要原材料电解铝价格有较大幅波动，2010 年 1-6 月，电解铝价格呈单边持续下滑，最高点与最低点落差超过 3200 元/吨，公司铝建筑型材在销售过程中承担了一定的存货周期内存货价格下跌损失。自 2010 年 6 月 8 日起，原材料电解铝价格开始震荡回调，公司逐步摆脱了存货价格下跌带来的成本压力。因此铝价走势对公司业绩影响较大。

面对铝价格波动的风险，公司继续通过“以销定产”、“以产定购”的方式控制好原材料采购环节。在现有产品销售定价模式不变的情况下，公司将利用信息技术系统合理安排生产，加快原材料、半成品及产成品的流转，降低库存，减少因铝价单边下跌造成的在存货周期内库存价格下跌的风险。

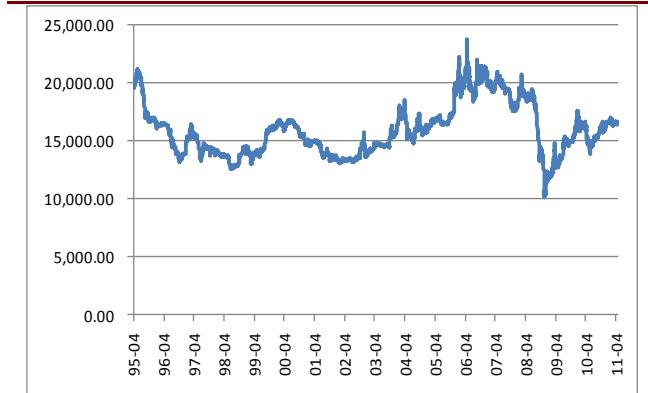
五、盈利预测

综上所述，我们假设公司 2011-2013 年建筑型材的产量分别为 4.2 万吨、4.3 万吨和 5.6 万吨；工业型材产量分别为 1 万吨、2 万吨和 2.7 万吨；电解铝价格分别为 16500 元 / 吨、18000 元/吨和 19000 元/吨。在上述假设下，我们预测公司 EPS 分别为 0.33 元、0.41 元和 0.55 元，对应的动态 PE 分别为 38.5 倍、31 倍和 23.1 倍，估值基本合理，同时考虑

到今明两年房地产调控可能还将延续，工业型材也尚处于起步阶段，因此我们首次给予公司“中性”评级。

图 8：LME 铝价走势


资料来源：Wind, 宏源证券

图 9：SHFE 铝价走势


资料来源：Wind, 宏源证券

表 1：产量假设

	2011E	2012E	2013E
建筑型材（万吨）	4.2	4.3	5.5
工业型材（万吨）	1.0	2.0	2.7

资料来源：宏源证券

表 2：价格及毛利率假设

	2011E	2012E	2013E
电解铝（元/吨）	16500	18000	19000
建筑型材毛利率	20%	20.5%	20%
工业型材毛利率	15%	16%	17%

资料来源：宏源证券

表 3：盈利预测

	2010E	2011E	2012E	2013E
单位（万元）				
一、营业收入	96379.70	117777.78	150769.23	203247.86
营业收入	96379.70	117777.78	150769.23	203247.86
二、营业总成本	88266.01	107984.56	138426.62	186729.51
营业成本	79403.04	95164.44	122015.38	164605.98
营业税金及附加	80.63	94.22	120.62	162.60
销售费用	5918.59	7420.00	9498.46	12804.62
管理费用	3699.00	4711.11	6030.77	8129.91
财务费用	-839.28	588.89	753.85	1016.24
三、其他经营收益	4.02	5.89	7.54	10.16

投资净收益	26.71	35.33	45.23	60.97
四、营业利润	8166.82	9828.56	12387.85	16579.32
加：营业外收入	256.40	353.33	452.31	609.74
减：营业外支出	568.18	588.89	753.85	1016.24
五、利润总额	7855.05	9593.00	12086.31	16172.83
减：所得税	1232.41	1438.95	1812.95	2425.92
六、净利润	6622.63	8154.05	10273.36	13746.90
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司所有者 净利润	6622.63	8154.05	10273.36	13746.90
七、每股收益				
股本（万股）	25088	25088	25088	25088
基本每股收益（元）	0.26	0.33	0.41	0.55

资料来源：宏源证券

分析师简介:

闵丹: 宏源证券有色行业研究员，金属学及金属加工专业硕士，管理学博士，2008年加盟宏源证券研究所。

刘喆: 宏源证券有色行业研究员，金融学硕士，3年证券从业经历，2011年加盟宏源证券。

主要研究覆盖公司: 铜陵有色、新疆众和、锡业股份、中金岭南、包钢稀土、中科三环、金钼股份、厦门钨业、中金黄金、宝钛股份、新华锦等。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张琨 010-88085978 zhang jun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wang junwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。