

鑫铂股份 (003038.SZ)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

光伏铝型材龙头迎量利齐升

投资逻辑

国内外同步布局，光伏铝型材产能持续扩张。随着公司产能扩张，公司产品销量自2017年的3.3万吨持续提升至2022年的17.6万吨，复合增速达39.6%。22年公司工业铝型材和铝部件营收占比超90%。公司拟出资建设越南和马来西亚的生产基地，有助于提升全球竞争力，目前正在办理ODI境外投资备案等前期准备工作。公司已具备的30万吨铝制品产能，随着公司海外铝边框项目的逐步建设投产，我们预计23-25年公司铝制品出货量分别为31.5/42/55万吨。

光伏组件需求高增，边框集中度有望提升。随着全球向光储平价迈进以及硅料供应释放驱动产业成本下行，预计全球光伏装机将迎来快速增长。参考国金电新组对全球光伏新增装机量预测，我们预计全球铝边框需求量将自2022年的158万吨增长至2025年的342万吨，复合增速达29%。22年全球光伏铝边框CR4约40%，行业内仍有较多中小型企业。考虑到行业存在资金、认证及设备壁垒，预计市场份额将持续向以公司为代表的龙头企业集中。

再生铝降本+产品结构优化驱动盈利能力上行。公司切入再生铝领域，再生铝较原铝成本更低且可以节约部分小金属成本。公司目前具备再生铝产能5万吨，23年5月公司拟非公开发行13.45亿元，用于60万吨再生铝项目，分三期分别在23-25年年底投产，目前项目已获深交所受理。随着公司再生铝自给率的持续提升以及公司规模效应的进一步发挥，原料成本将持续下降。

切入汽车轻量化，打造第二增长极。公司年产10万吨新能源汽车铝部件项目，分两期建设，一期项目产能约5万吨，预计23年6月实现量产，二期项目下半年开始建设，预计第四季度投产。汽车轻量化产品毛利率优于公司当前铝边框，新项目投产将带来公司产品结构优化。

盈利预测、估值和评级

预计公司23-25年营收分别为73/100/134亿元，预计实现归母净利润分别为3.35/4.31/5.46亿元，EPS分别为2.27/2.92/3.70元，对应PE分别为14.94/11.61/9.16倍。参考光伏辅材行业可比公司23年24倍PE估值，考虑到公司国内光伏铝边框龙头地位及未来成长性，给予23年20倍PE，目标价45.36元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

光伏装机低于预期，行业竞争加剧，项目建设进度不及预期、新技术替代。

金属材料组

分析师：李超 (执业S1130522120001)

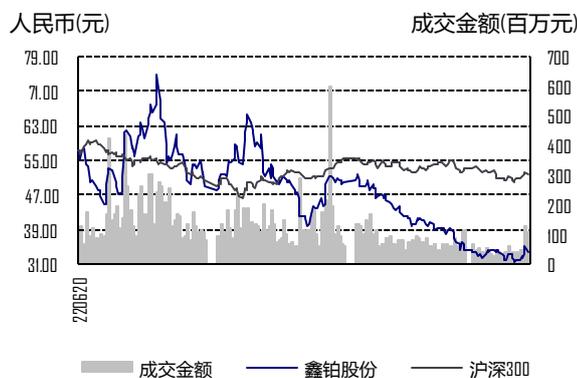
lichao3@gjzq.com.cn

联系人：宋洋

songyang@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：33.88元

目标价 (人民币)：45.36元



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,597	4,221	7,341	10,003	13,388
营业收入增长率	101.72%	62.58%	73.91%	36.26%	33.84%
归母净利润(百万元)	121	188	335	431	546
归母净利润增长率	33.01%	55.38%	78.05%	28.68%	26.76%
摊薄每股收益(元)	1.137	1.274	2.268	2.918	3.699
每股经营性现金流净额	-3.61	-2.29	0.39	0.43	0.60
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.66%	9.96%	14.97%	16.43%	17.48%
P/E	65.06	34.61	14.94	11.61	9.16
P/B	8.24	3.45	2.24	1.91	1.60

来源：公司年报、国金证券研究所

内容目录

一、鑫铂股份——光伏铝型材龙头迎量利齐升.....	4
1.1 聚焦光伏铝型材，实现快速增长.....	4
1.2 股权激励彰显管理层长期发展信心.....	5
二、光伏需求高增长，组件边框集中度有望提升.....	6
2.1 光伏铝边框需求迎高速增长.....	6
2.2 行业龙头市占率将持续提升.....	7
三、扩产与降本并行，迎量利齐升.....	8
3.1 全球化布局提升光伏铝边框竞争力.....	8
3.2 再生铝产能扩张打开成本下降空间.....	8
四、切入汽车轻量化，打造第二增长极.....	10
五、盈利预测与投资建议.....	11
5.1 核心假设.....	11
5.2 盈利预测.....	12
5.3 估值及投资建议.....	13
六、风险提示.....	13

图表目录

图表 1： 公司自成立以来主营铝加工材产品.....	4
图表 2： 2017-2022 年公司营收复合增速 48.6%.....	4
图表 3： 2017-2022 年公司归母净利润复合增速 44.3%.....	4
图表 4： 公司产品销量持续增长（单位：万吨）.....	5
图表 5： 铝价上涨导致公司毛利率被动下降.....	5
图表 6： 为适应外部环境变化公司调整股权激励计划业绩考核目标.....	5
图表 7： 铝边框起到固定、密封太阳能组件作用.....	6
图表 8： 铝边框占光伏组件成本比重约 9%.....	6
图表 9： 2025 年全球新增光伏装机对铝边框需求将达到 342 万吨.....	6
图表 10： 2022 年全球光伏铝边框行业 CR4 约为 40%.....	7
图表 11： 国内大型铝边框企业积极规划产能扩张.....	8
图表 12： 公司上市以来通过多种融资方式扩建产能.....	9
图表 13： 三电系统质量占整车质量的 25%-40%.....	10
图表 14： 三电系统轻量化发展趋势.....	10
图表 15： 部分车型电池包壳体示意图.....	10

图表 16: 铝价与公司毛利率波动方向关联性不强	11
图表 17: 广东地区 6063 铝棒加工费 (元/吨)	12
图表 18: 营收收入及毛利预测	12
图表 19: 可比公司估值 (收盘价: 元/股; EPS: 元; PE: 倍; 截至 23 年 6 月 19 日收盘)	13

一、鑫铂股份——光伏铝型材龙头迎量利齐升

1.1 聚焦光伏铝型材，实现快速增长

公司自成立以来专注于工业铝型材、工业铝部件和建筑铝型材产品，工业铝型材主要指的是应用于工业装备生产领域，通常用于加工成某种工业装备的零部件所需的铝合金材料，在功能上及结构上满足特定的要求。工业铝部件是对工业铝型材采用进一步的精加工工艺，加工成可供下游终端客户直接使用的铝合金部件，以满足下游客户对工业铝部件的特殊精度和规格要求。建筑铝型材主要指的是应用于房地产、建筑行业的铝合金材料。

公司光伏铝边框产品已成功切入光伏行业第一梯队企业晶科能源、隆基股份、晶澳科技的供应商体系，此外产品还应用于轨道交通、汽车轻量化、医疗环保、电子家电、系统门窗、节能建筑等领域。

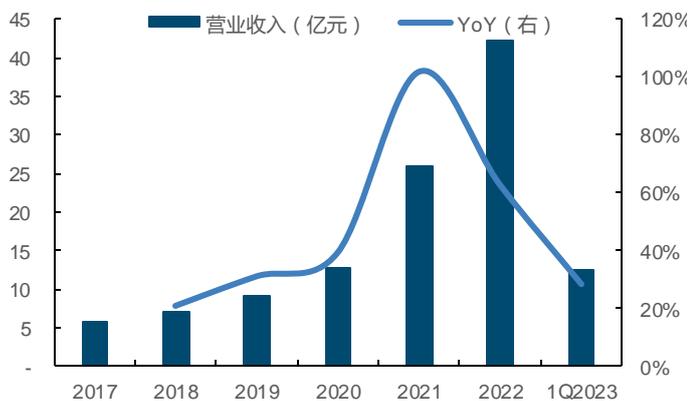
图表1：公司自成立以来主营铝加工材产品

类别	应用领域	主要合作企业
光伏新能源型材及部件	主要应用于光伏边框、光伏支架、路灯、新能源充电桩等领域。光伏铝边框起到保护玻璃边缘、加强光伏组件密封性能和提高光伏组件整体机械强度的作用，便于光伏组件的安装和运输。	晶科能源、隆基股份、晶澳科技、晋能集团、阳光电源、正信光电、上海华能、大恒能源等光伏组件生产商
轨道交通零部件型材	主要用于高铁及动车连接件、座椅、门窗、行李架、车体、广告架等轨道交通领域。	今创集团（轨道交通内装饰产品制造企业）、康尼机电（轨道交通自动门系统制造企业）、常州米汇（挤压铝型材与制品销售企业）
汽车零部件型材	主要用于汽车地板、连接件、门窗、行李架、广告架、车体等。在新能源汽车、消防车、槽罐车、有轨电车、大巴、货车、集装箱、通信车、工程车等都有广泛的应用。	中集集团（全球最大的半挂车制造企业）、无锡宏宇（比亚迪、宇通客车、金龙客车的铝部件主要供应商）
建筑型材	主要应用于房地产建筑行业，作为玻璃幕墙及系统门窗的铝合金材料。	金鹏集团、美沃门窗、南京长辉、江苏华发等

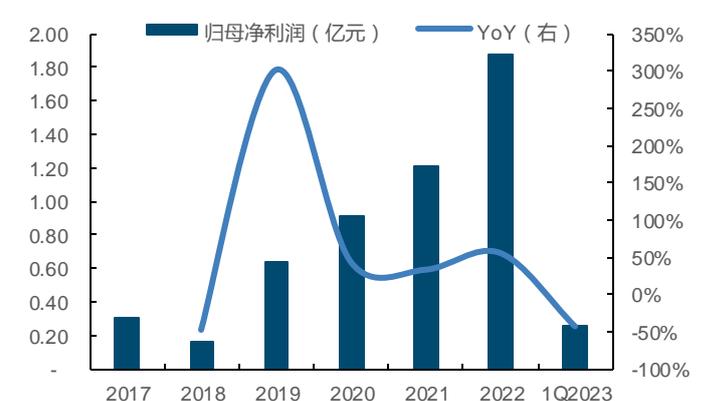
来源：公司招股说明书，公司年报，国金证券研究所

公司营收及利润规模随着产销量提升持续扩张，2017-2022 年营收复合增速达到 48.6%，归母净利润复合增速达到 44.3%，2022 年公司实现营收 42.21 亿元，同比+62.6%，实现归母净利润 1.88 亿元，同比+55.4%，业绩维持高增速。1Q2023 实现营收 12.44 亿元，同比+28.37%，实现归母净利润 0.26 亿元，同比-42.95%。一季度业绩同比下降的主要原因有以下几个方面：(1) 1Q23 年产 10 万吨光伏铝部件项目陆续投产，光伏铝边框产销量增加，期末应收账款较年初增加较多，1Q23 计提的信用减值损失相应增加；(2) 股权激励在 1Q23 摊销的股份支付影响；(3) 2022 年非公开发行募投年产 10 万吨光伏铝部件项目完全达产需要一定时间，产能爬坡基本上集中在 1Q23，固定资产折旧、无形资产摊销等固定成本支出大幅增加；(4) 新能源汽车零部件项目正处于建设期，对利润也有一定的影响；(5) 公司引进了部分管理人才，加大了研发投入，期间费用相应增加。

图表2：2017-2022 年公司营收复合增速 48.6%



图表3：2017-2022 年公司归母净利润复合增速 44.3%



来源：公司招股说明书，公司年报，国金证券研究所

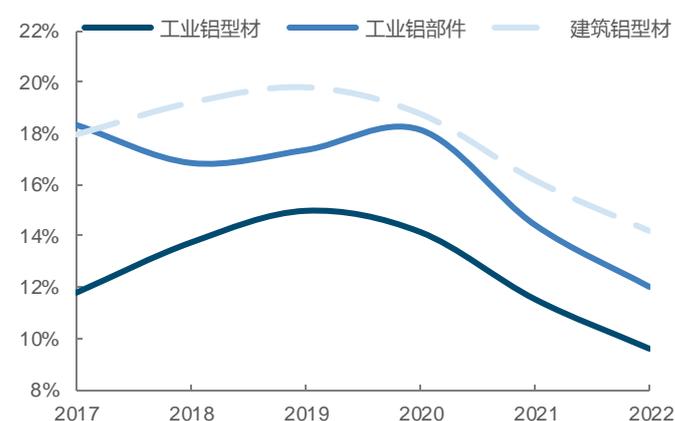
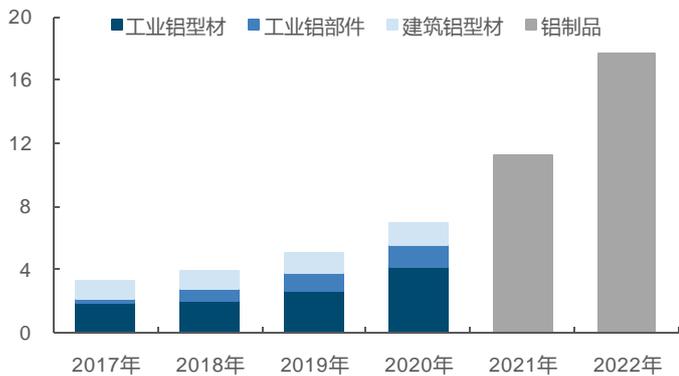
来源：公司招股说明书，公司年报，国金证券研究所

近年来随着公司产能扩张以及下游光伏行业需求快速增长,公司产品销量自2017年的3.3万吨持续提升至2022年的17.6万吨,复合增速达39.6%,主要增量来自于新能源光伏铝型材和铝部件产品的销量增长。

工业铝部件附加值及加工费水平高于工业铝型材及建筑铝型材,但由于生产成本相对较高,吨毛利及毛利率水平低于建筑铝型材。公司产品采用铝锭价格+加工费模式定价,2021-2022年铝价持续位于高位,虽然公司吨毛利水平维持相对稳定,但毛利率因高铝价被动下降。

图表4: 公司产品销量持续增长(单位:万吨)

图表5: 铝价上涨导致公司毛利率被动下降



来源: 公司招股说明书, 公司年报, 国金证券研究所

来源: 公司招股说明书, 公司年报, 国金证券研究所

1.2 股权激励彰显管理层长期发展信心

2022年9月公司向包括董事、高管、核心管理人员及核心技术人员在内的19名激励对象授予236.90万股限制性股票,授予价格为24.34元/股。

公司于2022年5月制定股权激励计划时,考虑到国内形势持续向好,以及对公司外部环境和业务发展尤其是扩产速度和规模的乐观预期,对2022-2024年3个考核年度设定了较高的业绩考核要求。但2023年以来,受经济下行、物流受阻、光伏行业硅料价格居高不下等多重外部因素影响,公司生产经营尤其是产能利用率和募投项目建设受到不同程度的影响,尽管相关业务仍保持一定增长,但增速和盈利水平未及预期。

因此公司对股权激励计划的公司层面业绩考核目标进行了调整,以公司调整后的业绩考核目标计算,23年净利润需要至少达到约3.27亿元或铝制品出货量至少达到约29.3万吨,才可达到第二个解除限售期条件;24年净利润需要至少达到约4.36亿元或铝制品出货量至少达到约41.7万吨,才可达到第三个解除限售期条件;25年净利润需要至少达到约5.45亿元或铝制品出货量至少达到约55.22万吨。

根据现行经营环境下的业绩预期制定挑战性与可达成性兼顾的业绩考核目标,有利于充分调动公司员工的工作积极性,避免外部不利条件影响导致激励计划失去激励效果,彰显对公司发展的信心。

图表6: 为适应外部环境变化公司调整股权激励计划业绩考核目标

解除限售期	解除限售比例	对应考核年度	调整前业绩考核目标	调整后业绩考核目标
第一个解除限售期	30%	2023年	以2021年净利润为基数,2023年净利润增长率不低于170%;	指标1:以2021年净利润为基数,2023年净利润增长率不低于170%;或指标2:以2021年公司铝制品出货量为基数,2023年公司铝制品出货量增长至不低于基数的260%;
第二个解除限售期	30%	2024年	以2021年净利润为基数,2024年净利润增长率不低于260%;	指标1:以2021年净利润为基数,2024年净利润增长率不低于260%;或指标2:以2021年公司铝制品出货量为基数,2024年公司铝制品出货量增长至不低于基数的370%;
第三个解除限售期	40%	2025年	以2021年净利润为基数,2025年净利润增长率不低于350%;	指标1:以2021年净利润为基数,2025年净利润增长率不低于350%;或指标2:以2021年公司铝制品出货量为基数,2025年公司铝制品出货量增长至不低于基数的490%;

来源: 2022年限制性股票激励计划(草案)2023年修订(更正后),国金证券研究所

二、光伏需求高增长，组件边框集中度有望提升

2.1 光伏铝边框需求迎高速增长

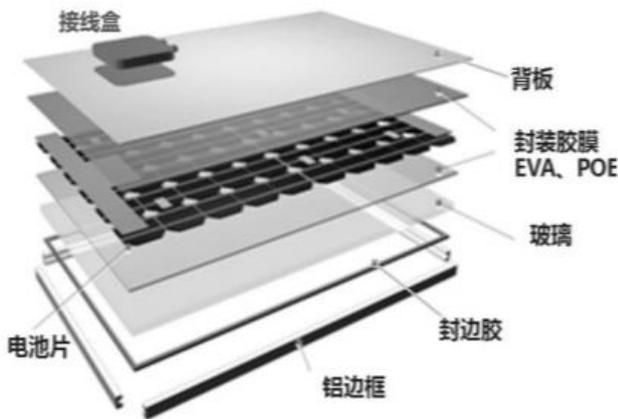
光伏边框主要起到固定、密封太阳能电池组件、增强组件强度、便于运输和安装等作用，其性能将影响到太阳能电池组件的寿命。按照使用的原材料可将太阳能组件边框分为三类：铝型材边框、不锈钢边框、玻璃钢型材边框。铝边框具有密度低、易强化、导电好、塑性好、易表面处理、抗腐蚀性强、耐候性强、使用寿命长、造型美观、运输安装便捷，同时易回收，且回收价值比高达 95% 以上。铝边框占光伏组件成本比例约 9%，是非硅成本中占比最高的原料。

橡胶卡扣边框：首先，主流组件尺寸的增加对边框载荷性能要求越来越高，卡扣橡胶边框载荷能力提升潜力有限；其次，卡扣边框使用寿命能否达到 25 年尚未得到验证，短期内很难成为主流产品。

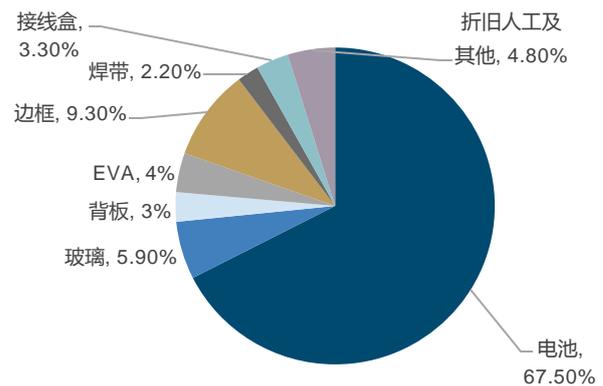
钢边框：全寿命周期计算铝边框的碳排放因子仅为钢边框的 52.35%，再生铝的碳排放为再生钢的 22.3%，且钢边框的回收率仅在 55%-65% 的水平，且回收价值比在仅为 22% 左右；此外钢边框在加工精度、接地、材料匹配性等方面不稳定，单位面积钢边框比铝铝边框重 2-2.5kg，加大了风压、雪载下的承重风险，限制了分布式光伏应用场景。

复合边框：从 2012 年就有厂家开发相关产品，由于其高分子材料特性限制，在实际应用中易出现老化现象，尤其在部件切口处更明显，同时复合材料产效低、投入大、综合成本高，一直未被主流组件厂家接纳，其应用场景受限，仍有很长一段路需要走。

图表7：铝边框起到固定、密封太阳能组件作用



图表8：铝边框占光伏组件成本比重约 9%



来源：海优新材招股说明书，国金证券研究所

来源：北极星太阳能光伏网，国金证券研究所

随着全球向光储平价迈进以及硅料供应释放驱动产业成本下行，预计全球光伏装机将迎来快速增长。在假设容配比维持 1.2，铝边框占光伏组件边框占比维持 95%，以及单 GW 组件铝边框单耗随着组件向大尺寸发展略有下降的基础上，据我们测算，全球铝边框需求量将自 2022 年的 158 万吨增长至 2025 年的 342 万吨，复合增速达 29%。

图表9：2025 年全球新增光伏装机对铝边框需求将达到 342 万吨

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
全球新增光伏装机	130	167.8	230	360	432	518
容配比	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
新增组件需求 (GW)	156	201	276	432	518	622
铝边框占比 (95%)	148	191	262	410	492	591
210mm	2%	16%	25%	36%	43%	50%
182mm	3%	29%	52%	53%	50%	46%
166mm 以下	95%	54%	24%	11%	7%	4%
单 GW 铝边框需求 (万吨)						
210mm	0.72	0.60	0.60	0.59	0.59	0.58
182mm	0.61	0.59	0.59	0.58	0.58	0.57

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
166mm 以下	0.63	0.62	0.61	0.61	0.60	0.59
铝边框需求量 (万吨)	94	117	158	242	287	342

来源: EPIA, CPIA, 索比光伏网, 中国光伏行业协会, 国金证券研究所测算

注: 全球新增光伏装机容量预测参考国金电新组预测, 单套边框重量假设参考参考索比光伏网单套组件铝边框重量进行测算。

2.2 行业龙头市占率将持续提升

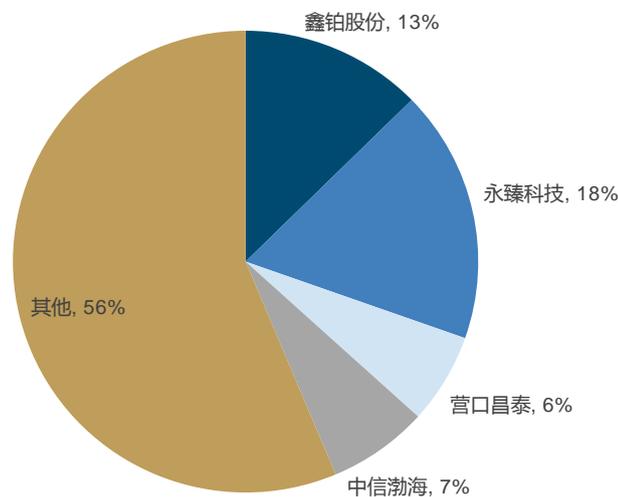
光伏铝边框行业内当前仍存在较多中小企业, 除公司外产能规模较大的企业为永臻科技、营口昌泰、中信渤海等, 均为非上市公司。测算得 2022 年全球光伏组件铝边框 CR4 约 40%。考虑到光伏铝边框行业的资金+认证+设备壁垒, 预计行业市场份额将持续向龙头企业集中。

(1) 资金壁垒。由于下游组件客户扩产力度较大, 为匹配下游客户需求增长, 铝型材企业需要持续投入资本开支进行扩产。此外, 铝加工材上游原材料通常采用现款现货或先款后货结算模式, 而下游组件客户通常开具一定期限承兑汇票, 对铝边框企业营运资金占用较多, 对企业资金实力要求较高。公司作为国内几家铝边框龙头企业中唯一一家上市公司, 融资渠道较为畅通, 资金实力保障公司后续扩张潜力。

(2) 认证壁垒。铝型材具有非标准化的定制性特征, 要进入大型客户的供应商体系, 需要经过较长的认证流程, 经历初步技术交流和商务洽谈, 然后验厂, 报价, 送样(小样、中样、大样)等过程。对于从其他铝型材切入到光伏铝边框领域的加工商, 导入下游组件客户大概需要 6-12 个月。导入供应商目录是下游组件客户综合供应商的产品性能、报价、产能、实地验厂情况等多种因素的结果。此外光伏组件客户正在缩减供应商家数, 对供应链安全更谨慎, 下游组件客户对产品质量管控越来越严格, 所以行业外企业导入周期会更长。

(3) 设备壁垒。光伏铝部件对设备要求较高, 建筑铝型材企业使用的挤压设备精度相对较低, 转型过程中需新购置高精度的设备, 吨设备资本开支额约 3500-4000 元, 此外新进入者需要 1-2 年时间实现良率爬坡。

图表10: 2022 年全球光伏铝边框行业 CR4 约为 40%



来源: 公司年报, 永臻科技、营口昌泰、中信渤海公司官网, 国金证券研究所

行业内几家大型铝边框生产企业正积极规划产能扩张, 由于公司以外的其他企业均为非上市公司, 考虑到资金压力, 实际扩产进度或低于预期。

图表11: 国内大型铝边框企业积极规划产能扩张

总产能 (万吨)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
永臻科技	28	28	28	48	55
营口-太阳能级铝型材	3	3	3	3	3
常州-新型轻量化铝镁合金材料	7	7	7	7	7
滁州-铝镁合金型材及太阳能光伏组件边框	18	18	18	18	18
芜湖-光伏边框支架与储能电池托盘项目 (38万吨总产能, 包括27万吨光伏边框+5万吨光伏支架+1万吨结构件及其他+5万吨新能源车电池托盘)				20	27
鑫铂股份	10.8	20	30	40	55
滁州-上市前产能	7	7	7	7	7
滁州-年产7万吨新型轨道交通及光伏新能源铝型材项目	部分达产	3.8	3.8	3.8	3.8
滁州-年产10万吨光伏铝部件项目		10	10	10	10
其他			9.2	19.2	34.2
昌泰铝材	10	10	10	10	10
营口-铝合金型材	10	10	10	10	10
中信渤海	6	11	16	16	16
秦皇岛-型材	6	6	6	6	6
滁州-光伏铝边框项目		5	10	10	10

来源: 公司年报, 永臻科技、营口昌泰、中信渤海公司官网, 国金证券研究所

三、扩产与降本并行, 迎量利齐升

3.1 全球化布局提升光伏铝边框竞争力

公司上市以后, 融资渠道进一步拓宽, 伴随着下游光伏行业需求的快速扩张, 公司通过多种方式融资扩建产能。

2023年4月, 为进一步提升公司在新能源光伏市场的国际竞争力, 借助国家“一带一路”的政策, 实现中国企业“走出去”战略, 开拓海外市场, 满足公司国际化发展战略需要, 公司拟以自筹资金出资12,000万美元在香港设立子公司“鑫铂(香港)有限公司”, 再以“鑫铂(香港)有限公司”分别出资5,000万美元、7,000万美元分别在越南和马来西亚设立子公司“鑫铂新材料(越南)有限公司”和“鑫铂新材料(马来西亚)有限公司”(暂定名, 最终结果以境外投资主管机关与投资所在地的主管机关最终核准或备案结果为准)。公司将根据市场需求和业务进展等具体情况分阶段实施建设越南和马来西亚的生产基地。

公司在海外建厂有助于提升全球竞争力, 是降低市场风险的必要手段, 也是更好的服务下游组件客户的重要举措。公司在考察了东南亚地区, 综合考虑各国的投资环境以及成本费用等因素后决定在越南和马来西亚建厂, 目前正在办理ODI境外投资备案等前期准备工作。据公司2023年5月披露的投资者关系活动记录表, 完成后就开始着手海外建厂的相关工作, 预计2024年下半年投产。拟规划越南和马来西亚的产能为: 铝边框12万吨, 再生铝12万吨, 主要就近配套一线组件客户的海外工厂。

3.2 再生铝产能扩张打开成本下降空间

2023年5月, 公司公告拟向特定对象发行股票募集资金总额不超过13.45亿元, 扣除发行费用后的净额将全部用于以下项目。目前项目已被深交所受理。

图表12: 再生铝募集资金项目 (元)

序号	项目名称	项目投资总额	募集资金投资金额
1	年产60万吨再生铝项目	204,039.46	89,295.28
2	数字化建设项目	4,921.90	4,921.90
3	补充流动资金	40,282.82	40,282.82
	合计	249,244.18	134,500.00

来源: 2023年5月募集说明书(修订稿), 国金证券研究所

年产 60 万吨再生铝项目通过全资子公司鑫铂环保实施，建设地点位于安徽省天长市安徽滁州高新技术产业开发区，项目建成后将可实现年产 60 万吨再生铝棒产能。项目总投资额 204,039.46 万元，其中固定资产投资额 89,295.28 万元，铺底流动资金 114,744.18 万元。项目建设周期 3 年。

2023 年 4 月 14 日，安徽省发展和改革委员会作出《安徽省发展改革委关于安徽鑫铂环保科技有限公司年产 60 万吨再生铝项目节能审查意见准予行政许可决定书》（皖发改许可〔2023〕49 号），对 60 万吨再生铝项目节能审查意见准予行政许可，本项目已经取得固定资产投资项目节能审查意见。

根据公司 2023 年 3 月披露的投资者关系活动记录表，项目规划产能约为 60 万吨，分三期投产，预计时间分别为 2023 年 12 月底、2024 年 12 月底和 2025 年底。

公司切入再生铝领域，不仅符合双碳政策发展方向，还能够发挥产业链协同效应，降低原料成本。公司当前采购主要产品为铝棒，其定价模式为铝锭价格+铝棒加工费。再生铝产能投产后，公司主要采购废铝，由于废铝价格对原铝具有一定贴水，且可以节约生产过程中的小金属成本，预计再生铝产能投产后公司原料成本将得到优化。

图表 13: 公司上市以来通过多种融资方式扩建产能

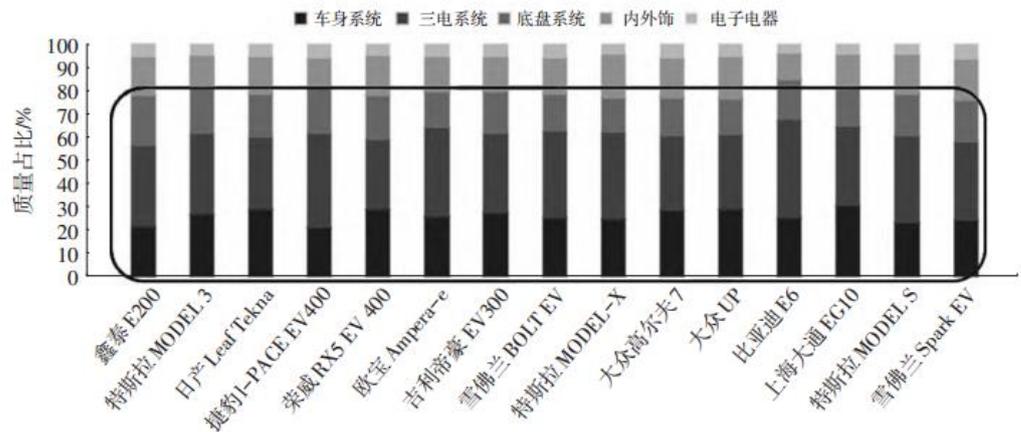
项目类型	项目名称	项目投资额 (亿元)	规划产能 类型	规划产能 (万吨)	项目实施必要性	项目进展
首次公开发行股票 (2021 年 2 月)	年产 7 万吨新型轨道 交通及光伏新能源 铝型材	3.87	工业铝型 材及铝部 件	7	突破产能限制；优化产品结构； 增强工业铝部件制造能力；提升 高端铝型材产品质量性能	于 2022 年 11 月提前达产
	研发中心升级建设	0.4	-	-		
	偿还银行贷款	0.5	-	-		
	技改项目	-	工业铝型 材及铝部 件	3		
签署投资协议 (2021 年 6 月)	高端节能系统门窗 铝型材项目	1.8	建筑铝型 材	2	突破现有生产瓶颈，优化公司产 品结构，扩大建筑铝型材业务优 势，增强公司议价能力	2022 年下半年投产
非公开发行 A 股 股票 (2022 年 6 月)	年产 10 万吨光伏铝 部件项目	6.9	光伏部件	10	支撑光伏铝边框深加工业务规模 快速扩大，提高光伏铝边框部件 销售占比，提高市场份额	2022 年底已全部实现投 产
	补充流动资金	2.3	-	-		
对外投资 (2022 年 5 月)	年产 10 万吨汽车轻 量化项目	10	新能源汽 车铝部件	10	突破现有生产瓶颈，优化产品结 构，提升核心竞争力，扩大规模 效应，提升议价能力。	一期 5 万吨预计 2023 年下 半年量产
非公开发行 A 股 股票 (2023 年 1 月)	年产 60 万吨再生铝 项目	8.9	再生铝棒	60	助力国家铝产业转型升级，符合 公司战略发展方向，实现原材料 自主可控，保障原材料供应质量 与供应效率，发挥产业链协同效 应，提高铝型材产品市场竞争力。	计划 3 年内建成投产
	数字化建设项目	0.5	-	-	全面提升信息化与智能化水平， 满足业务快速扩张的信息化需 求，加强集团化统一管控，增强 各业务板块协同性。	规划建设时间 2 年
	补充流动资金	4	-	-		
对外投资 (2023 年 4 月)	建设越南和马来西 亚的生产基地	1.2 (美元)	铝边框+ 再生铝	12+12	能够发挥当地有利的关税政策及 资源优势，更好地贴近市场、服 务客户，有利于公司海外客户的 开拓和份额的提升	预计 2024 年下半年投产

来源：公司招股说明书，高端节能系统门窗铝型材项目投资协议书，轻量化铝合金汽车零部件成产制造项目投资协议书，关于对外投资的公告，国金证券研究所

四、切入汽车轻量化，打造第二增长极

对新能源汽车来说，车身系统、三电系统、底盘系统是轻量化技术应用开发的重点。而包括电池、电驱、电控在内的三电系统占新能源汽车整车质量的 25%-40%，是整车质量最大的系统。其轻量化一般从集成化设计、电池壳体轻质材料应用、电机壳体轻质材料应用等方面展开。

图表14：三电系统质量占整车质量的 25%-40%

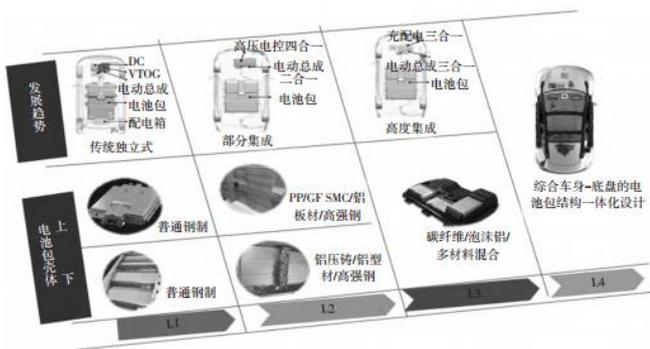


来源：王智文《新能源汽车轻量化技术路径及开发策略》，国金证券研究所

电池包为新能源纯电动汽车核心部件，电池包壳体为实现电池包轻量化的关键零件，同时起到保障电池包安全的作用。电池包壳体轻量化材料包括高强钢、铝合金、非金属复合材料三类，主要以铝合金为主。

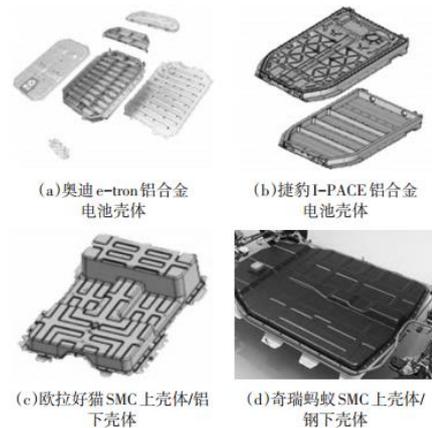
电池包下壳体对承载和碰撞性能要求较高，应用铝合金的电池包下壳体一般采用挤压成形，由于挤压铝合金型材的截面设计自由度高，可以通过对下壳体框架截面结构的优化，提升防撞性能。新能源汽车的发展将显著拉动对下壳体铝型材的需求。

图表15：三电系统轻量化发展趋势



来源：王智文《新能源汽车轻量化技术路径及开发策略》，国金证券研究所

图表16：部分车型电池包壳体示意图



来源：李光霖《汽车轻量化技术的研究现状综述》，国金证券研究所

2022年5月公司公告拟在安徽滁州建设年产10万吨新能源汽车铝部件项目，项目总投资为10亿元，项目分为两期。随着公司10万吨新能源汽车铝部件项目投产，预计公司盈利能力将得到持续优化。

据公司2023年5月披露的投资者关系活动记录表，公司年产10万吨新能源汽车铝部件项目，分两期建设，一期项目产能约5万吨，二期项目下半年开始建设，预计第四季度投产。主要产品方向以电池托盘、前后保险杠、门槛梁等产品为主，主要服务于新能源汽车整车厂商和动力电池客户。

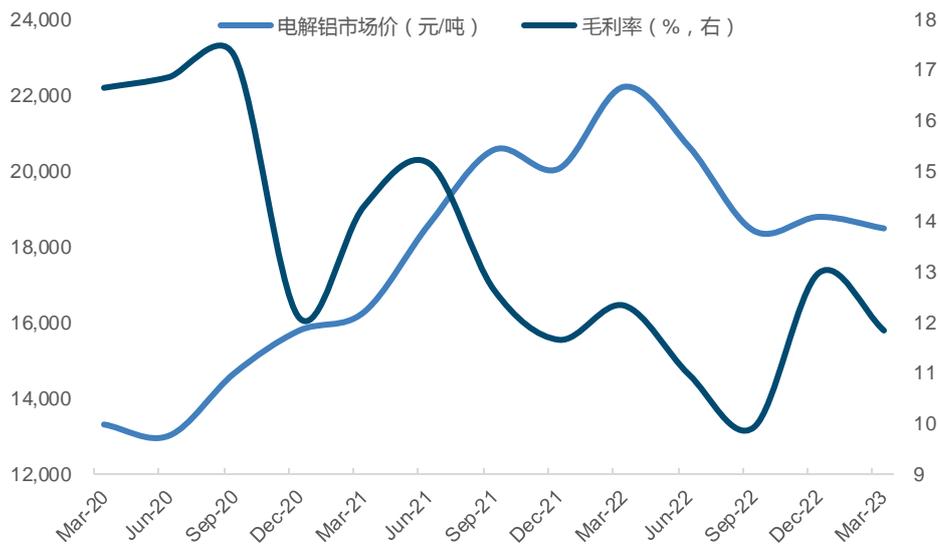
五、盈利预测与投资建议

5.1 核心假设

1. 价格假设

电解铝价格：2022 年电解铝含税价格为 1.99 万元/吨，当前电解铝运行产能已接近产能红线，电力紧张导致的限产或将常态化，增加供给端不确定性；地产竣工的改善以及疫后经济的复苏预期将有效拉动需求。供需紧平衡和成本端支撑将导致电解铝价格高位运行。预计 23-25 年电解铝含税均价分别为 1.90/1.95/2.00 万元/吨。（23 年 1-5 月电解铝含税均价为 18476 元/吨）

图表17：铝价与公司毛利率波动方向关联性不强



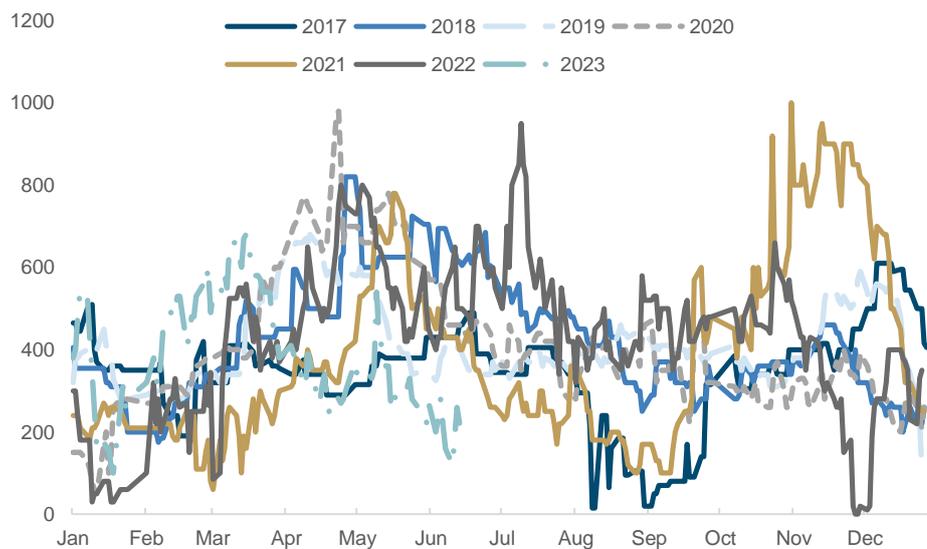
来源：Wind，国金证券研究所

铝制品加工费：公司产品售价定价形式为铝价+加工费，原材料为铝棒，因此铝价波动对公司产品单吨毛利影响较小。通过营收与销量倒算得到公司铝制品 2020-2022 年综合加工费分别为 0.60/0.62/0.62 万元/吨。铝制品主要由工业铝型材、工业铝部件以及建筑铝型材构成，其中工业铝部件加工费最高，而随着公司光伏产品占比持续提升，预计工业铝部件占比将逐步上升，因此预计 23-25 年铝制品综合加工费分别为 0.64/0.65/0.66 万元/吨。

2. 成本假设

铝棒加工费：2017-2020 年公司铝棒采购加工费分别为 512/422/480/601 元/吨。铝棒加工费具备淡旺季特征，但是年度均值变化不大，因此我们以公司 2017-2020 年的铝棒加工费均值作为 23-25 年预测值，即预计 23-25 年公司铝棒采购加工费分别为 504/504/504 元/吨。

图表18: 广东地区 6063 铝棒加工费 (元/吨)



来源: Wind, 国金证券研究所

3. 销量假设

随着公司“年产 10 万吨光伏铝部件项目”和“越南和马来西亚的生产基地 12 万吨铝边框项目”的逐步扩产，基于公司 25 年市占率指引以及股权激励考核目标，预计 23-25 年公司铝制品销量分别为 31.5/42/55 万吨。

4. 其他假设

营业税金及附加/销售收入：该比率在 20-22 年分别为 0.43%、0.40%、0.46%，该比率总体维持稳定，因此假设 23-25 年该比率维持 21-22 年均值 0.43%。

销售费用率：20-22 年分别为 0.79%、0.67%、0.42%，21 年下降主因会计准则变更，运费进入营业成本项目，近三年总体呈现下降趋势，保守起见，假设 23-25 年该比率维持 22 年的 0.42%。

管理费用率：20-22 年分别为 1.32%、1.32%、1.46%，总体呈现稳定状态，保守起见，假设 23-25 年该比例维持 21-22 年均值 1.39%。

研发费用率：20-22 年分别为 3.58%、4.33%、3.75%，总体呈现稳定状态，保守起见，假设 23-25 年该比例维持 21-22 年均值 4.04%。

5.2 盈利预测

根据上述核心假设，预计公司 23-25 年营收分别为 73/100/134 亿元，预计实现归母净利润分别为 3.35/4.31/5.46 亿元，EPS 分别为 2.27/2.92/3.70 元，对应 PE 分别为 14.94/11.61/9.16 倍。

图表19: 营业收入及毛利预测

单位: 百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入					
工业铝型材	1,440	1,758	2,293	2,832	3,298
工业铝部件	847	2,147	4,541	6,680	9,590
建筑铝型材	299	295	487	470	479
主营业务收入	2,586	4,201	7,321	9,982	13,368
其他业务收入	11	21	21	21	21
营业收入	2,597	4,221	7,341	10,003	13,388
营业成本					
工业铝型材	1,274	1,589	2,065	2,557	2,983
工业铝部件	724	1,889	3,978	5,871	8,455

单位：百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
建筑铝型材	251	253	416	403	412
主营业务成本	2,249	3,731	6,460	8,831	11,850
其他业务成本	7	2	2	2	2
营业成本	2,256	3,734	6,462	8,833	11,852
毛利率					
工业铝型材	12%	10%	10%	10%	10%
工业铝部件	14%	12%	12%	12%	12%
建筑铝型材	16%	14%	15%	14%	14%
主营业务毛利率	13%	11%	12%	12%	11%
其他业务毛利率	33%	88%	88%	88%	88%
综合毛利率	13%	12%	12%	12%	11%
营业税金及附加/销售收入	0.40%	0.46%	0.43%	0.43%	0.43%
销售费用率	0.67%	0.42%	0.42%	0.42%	0.42%
管理费用率	1.32%	1.46%	1.39%	1.39%	1.39%
研发费用率	4.33%	3.75%	4.04%	4.04%	4.04%

来源：Wind，国金证券研究所

5.3 估值及投资建议

光伏铝边框为光伏组件的辅助材料，我们选取了光伏辅材领域其他公司福斯特、福莱特、中信博以及汽车轻量化铝材生厂商和胜股份作为可比公司。参考光伏辅材行业可比公司23年24倍PE估值，考虑到公司国内光伏铝边框龙头地位及未来成长性，给予23年20倍PE，目标价45.36元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表20：可比公司估值（收盘价：元/股；EPS：元；PE：倍；截至23年6月19日收盘）

公司简称	股票代码	收盘价	EPS					PE				
			2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
福斯特	603806.SH	33.79	2.35	1.18	1.54	1.96	2.39	79	40	22	17	14
福莱特	601865.SH	37.44	0.99	0.99	1.41	1.87	2.28	76	34	27	20	16
中信博	688408.SH	79.88	0.11	0.33	2.39	4.05	5.17	84	888	33	20	15
和胜股份	002824.SZ	29.88	1.12	1.07	1.94	3.01	4.01	111	29	15	10	7
平均								88	248	24	17	13
鑫铂股份	003038.SZ	33.88	1.19	1.36	2.27	2.92	3.70	87	54	15	12	9

来源：Wind，国金证券研究所

注：可比公司EPS均为Wind一致预期。

六、风险提示

光伏装机低于预期。公司产品销量增长依赖于下游光伏行业装机持续增长，若光伏装机量低于预期，公司面临产能利用率不足以及销量低于预期风险。

行业竞争加剧。行业内龙头企业公告较多扩产计划，若竞争对手扩产幅度超预期，将加剧行业竞争，行业内企业或面临加工费下行风险。

项目建设进度低于预期。公司近几年扩产项目较多，盈利增长主要依赖于新项目放量，若扩产进度不及预期，将对业绩产生负面影响。

新技术替代风险。光伏边框材料除铝型材外，还包括钢边框及复合边框等其他材料。若新材料及新技术对铝边框形成大规模替代，将对公司业绩产生负面影响。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	1,287	2,597	4,221	7,341	10,003	13,388
增长率		101.7%	62.6%	73.9%	36.3%	33.8%
主营业务成本	-1,090	-2,256	-3,734	-6,462	-8,833	-11,852
%销售收入	84.6%	86.9%	88.4%	88.0%	88.3%	88.5%
毛利	198	341	488	879	1,170	1,536
%销售收入	15.4%	13.1%	11.6%	12.0%	11.7%	11.5%
营业税金及附加	-6	-10	-19	-31	-43	-57
%销售收入	0.4%	0.4%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%
销售费用	-10	-17	-18	-31	-42	-56
%销售收入	0.8%	0.7%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
管理费用	-17	-34	-61	-102	-139	-186
%销售收入	1.3%	1.3%	1.5%	1.4%	1.4%	1.4%
研发费用	-46	-113	-158	-297	-404	-541
%销售收入	3.6%	4.3%	3.8%	4.0%	4.0%	4.0%
息税前利润 (EBIT)	119	166	231	419	542	696
%销售收入	9.2%	6.4%	5.5%	5.7%	5.4%	5.2%
财务费用	-21	-32	-50	-75	-94	-122
%销售收入	1.6%	1.2%	1.2%	1.0%	0.9%	0.9%
资产减值损失	-6	-24	-19	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	-1	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	96	113	170	344	448	574
营业利润率	7.4%	4.3%	4.0%	4.7%	4.5%	4.3%
营业外收支	5	11	35	20	20	20
税前利润	101	124	204	364	468	594
利润率	7.8%	4.8%	4.8%	5.0%	4.7%	4.4%
所得税	-10	-3	-16	-29	-38	-48
所得税率	9.9%	2.5%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
净利润	91	121	188	335	431	546
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	91	121	188	335	431	546
净利率	7.1%	4.7%	4.5%	4.6%	4.3%	4.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	91	121	188	335	431	546
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	36	80	109	120	154	199
非经营收益	11	13	43	62	81	108
营运资金变动	-87	-598	-677	-459	-603	-764
经营活动现金净流	51	-385	-338	58	63	89
资本开支	-152	-339	-817	-410	-610	-810
投资	0	0	-9	0	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-152	-339	-826	-410	-610	-810
股权募资	0	444	829	58	0	0
债权募资	80	640	1,197	327	706	835
其他	39	-269	-701	-126	-145	-173
筹资活动现金净流	119	814	1,326	258	561	663
现金净流量	18	91	161	-94	14	-59

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	101	320	641	547	561	502
应收款项	323	762	1,281	1,714	2,336	3,127
存货	88	191	365	482	658	884
其他流动资产	9	40	166	224	238	254
流动资产	521	1,314	2,454	2,967	3,794	4,766
%总资产	57.1%	62.0%	55.3%	56.4%	57.8%	58.4%
长期投资	9	8	8	8	8	8
固定资产	330	572	1,338	1,622	2,072	2,677
%总资产	36.2%	27.0%	30.2%	30.8%	31.6%	32.8%
无形资产	30	47	75	104	133	161
非流动资产	391	804	1,982	2,292	2,768	3,399
%总资产	42.9%	38.0%	44.7%	43.6%	42.2%	41.6%
资产总计	912	2,117	4,436	5,259	6,562	8,165
短期借款	219	858	1,991	2,318	3,024	3,859
应付款项	160	208	372	503	687	922
其他流动负债	34	30	61	79	105	137
流动负债	413	1,097	2,424	2,899	3,815	4,917
长期贷款	27	25	70	70	70	70
其他长期负债	60	40	54	54	54	54
负债	501	1,161	2,548	3,023	3,939	5,041
普通股股东权益	411	956	1,888	2,236	2,623	3,124
其中：股本	80	106	148	148	148	148
未分配利润	174	291	445	735	1,122	1,623
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	912	2,117	4,436	5,259	6,562	8,165

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	1.140	1.137	1.274	2.268	2.918	3.699
每股净资产	5.149	8.981	12.789	15.147	17.765	21.164
每股经营现金净流	0.639	-3.614	-2.288	0.391	0.428	0.600
每股股利	0.000	0.300	0.200	0.300	0.300	0.300
回报率						
净资产收益率	22.13%	12.66%	9.96%	14.97%	16.43%	17.48%
总资产收益率	9.97%	5.72%	4.24%	6.37%	6.57%	6.69%
投入资本收益率	16.29%	8.80%	5.37%	8.32%	8.72%	9.07%
增长率						
主营业务收入增长率	39.31%	101.72%	62.58%	73.91%	36.26%	33.84%
EBIT增长率	38.01%	39.87%	38.88%	81.31%	29.57%	28.30%
净利润增长率	43.76%	33.01%	55.38%	78.05%	28.68%	26.76%
总资产增长率	54.20%	132.14%	109.51%	18.56%	24.77%	24.44%
资产管理能力						
应收账款周转天数	75.5	70.7	73.1	70.0	70.0	70.0
存货周转天数	23.2	22.6	27.2	27.2	27.2	27.2
应付账款周转天数	38.5	27.8	24.0	24.0	24.0	24.0
固定资产周转天数	76.1	76.4	89.8	60.8	53.7	48.5
偿债能力						
净负债/股东权益	35.33%	58.92%	75.22%	82.33%	96.58%	109.68%
EBIT利息保障倍数	5.7	5.2	4.7	5.6	5.8	5.7
资产负债率	54.93%	54.85%	57.44%	57.48%	60.03%	61.74%

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

来源：聚源数据

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

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

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%以上。

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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806