



Research and
Development Center

低碳先锋，共襄铝业

—豪美新材(002988)公司深度报告

2021年08月13日

娄永刚
S1500520010002
010-83326716
louyonggang@cindasc.com

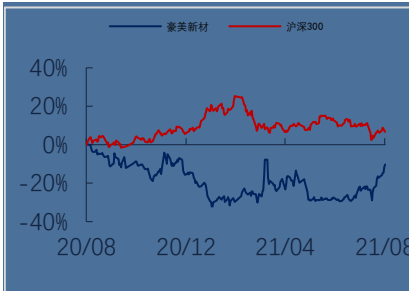
黄礼恒
S1500520040001
18811761255
huangliheng@cindasc.com

相关研究

证券研究报告

公司研究

公司深度报告

豪美新材(002988)
投资评级 **买入**
首次覆盖


资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	16.81
52周内股价波动区间(元)	18.76-12.71
最近一月涨跌幅(%)	-83.19
总股本(亿股)	2.33
流通A股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	39.13

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
 邮编：100031

豪美新材：低碳先锋，共襄铝业

2021年08月13日

本期内容提要：

- ◆公司聚焦汽车轻量化铝型材和系统门窗业务。**公司于2020年5月上市，专业从事铝合金型材和系统门窗研发、设计、生产及销售，主要业务有建筑用铝型材、一般工业用铝型材、汽车轻量化铝型材和系统门窗四大类，其中汽车轻量化铝型材和系统门窗是发展前景最大的领域，也是公司未来集中精力重点发展的业务。目前业绩贡献最大的是建筑铝型材（2020年营收占比45%），但增长潜力有限，未来业绩增长主要依赖于汽车轻量化铝型材和系统门窗业务。系统门窗盈利能力最强、汽车轻量化铝型材次之，2020年毛利率分别为37%、18%。公司将致力于低碳铝材的生产和推广，为“双碳”目标的实现贡献力量。
- ◆汽车轻量化：动力电池托盘材料是主攻方向。**在汽车轻量化领域，公司的主要产品包括防撞梁、悬置支架、新能源车电池托盘、动力总成托架等，目前规模和业绩贡献最大的是防撞梁，但未来增长最快、市场空间最大的是新能源车电池托盘业务，该项业务2021年业绩贡献将大幅提升。公司电池托盘业务只生产坯料，不做焊接总成，因此直接客户主要是凌云股份、和胜股份、航天工程等企业，终端供应的整车厂主要有比亚迪、广汽新能源、北汽新能源、吉利汽车和长城汽车等。2019年轻量化最大的客户为凌云股份，销售占比66%。随着新能源汽车行业快速发展，公司电池托盘材料业务将迎来高速增长，盈利有望大幅提升。
- ◆系统门窗：即将进入业绩爆发期。**系统门窗是建筑铝型材的下游应用领域之一，是系统化设计、制造、安装的建筑门窗。相比传统门窗，系统门窗以当地气候环境为基础，综合考虑了水密性、气密性、抗风压、隔热、隔音、防撬等一系列性能要求，可妥善应对如台风、沙尘暴、严寒等极端天气，并实现绿色节能降耗的作用，是低碳建筑的首选和标配。公司专注于门窗系统性设计和集成化供应，打造了“贝克洛”品牌，除了与B端地产客户深度绑定外，还在积极布局线下零售门店。该模式与坚朗五金的建筑配套件集成供应模式类似，随着零售端逐步完善并集中发力，公司系统门窗业务2021年起开始进入收获期，规模效应即将显现，营收增速和净利率将加速提升。系统门窗在欧洲市场的渗透率达到70%，而中国系统门窗的渗透率仅为2%-5%。在中国每年10亿平米的新房装修和二手房改造带来的门窗市场中，假设2025年系统门窗渗透率达到25%，以此测算，中国系统门窗的市场规模将从当前的700亿元，扩大至2025年的3500亿元，年复合增长率为49.5%。
- ◆盈利预测与投资评级：**结合公司主营业务发展规划及行业需求增速，我们预计公司2021-2023年归母净利润分别为1.55、2.47、3.80亿元，EPS分别为0.67、1.06、1.63元/股，当前股价对应的PE分别为25x、16x、10x。考虑公司未来业绩增长主要来自汽车轻量化铝型材（以新能源车电池托盘材料为主）和系统门窗业务，我们选取和胜股份（电池托盘龙头）和坚朗五金（门窗幕墙五金配件集成供应商）为可比公司。根据Wind一致预期，和胜股份和坚朗五金2022年平均PE为32x，考虑到公司汽车轻量化和系统门窗业务进入高速增长阶段、且是公司未来主要业绩增长点，我们认为给予公司2022年30倍PE较为合理，首次覆盖，给予公司“买入”评级。
- ◆股价催化剂：**公司汽车轻量化铝型材和系统门窗业务业绩增长超预期。
- ◆风险因素：**公司汽车轻量化铝型材产品产销量不及预期；公司系统门窗销售增长不及预期；铝价大幅上涨导致公司产品毛利率下滑。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	2,968	3,437	3,751	4,438	5,569
增长率 YoY %	10.6%	15.8%	9.1%	18.3%	25.5%
归属母公司净利润 (百万元)	167	116	155	247	380
增长率 YoY%	77.4%	-30.7%	33.8%	59.0%	54.0%
毛利率%	16.7%	14.8%	14.9%	16.2%	17.4%
净资产收益率ROE%	11.8%	5.5%	6.8%	9.7%	12.9%
EPS(摊薄)(元)	0.72	0.50	0.67	1.06	1.63
市盈率 P/E(倍)	0.00	29.46	25.22	15.86	10.30
市净率 P/B(倍)	0.00	1.61	1.71	1.53	1.32

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2021 年 08 月 13 日收盘价

目 录

与市场不同之处	6
公司聚焦汽车轻量化铝材和系统门窗业务	7
挤压铝材龙头，轻质高强铝合金材料专家	7
致力于重点发展汽车轻量化和系统门窗业务	8
公司未来业绩驱动力主要来自汽车轻量化铝型材和系统门窗	9
汽车轻量化：动力电池托盘材料是主攻方向	11
公司主要供应铝合金材料，直接客户为汽车零部件企业	11
公司在汽车轻量化业务未来市场最大、增长最快的是电池托盘材料	14
公司电池托盘材料业务将迎来高速增长，业绩贡献有望大幅提升	15
“双碳”背景下，汽车轻量化是大势所趋，市场空间广阔	16
系统门窗：即将进入业绩爆发期	17
公司专注于门窗系统性设计和集成化供应	17
B 端和 C 端客户同时发力，提升“贝克洛”品牌力	19
(1) B 端客户：深度绑定头部地产商，把握精装修趋势	20
(2) C 端零售：线上线下融合，加速渠道下沉	21
公司系统门窗零售端进入收获期，规模效应即将显现	22
中国系统门窗市场规模庞大，发展前景广阔	23
建筑和工业铝型材：战略性弱化	28
盈利预测、估值与投资评级	29
盈利预测及假设	29
估值与投资评级	30
风险因素	30

表 目 录

表 1: 公司汽车轻量化铝型材主要供应车型及直接客户	12
表 2: 电池托盘市场空间及成长性测算	17
表 3: 系统门窗和普通门窗综合对比	18
表 4: 公司子公司贝克洛 2020 年经营业绩 (万元)	22
表 6: 盈利预测关键条件假设	29
表 7: 可比公司估值比较表 (2021-8-13)	30

图 目 录

图 1: 豪美新材发展历程	7
图 2: 豪美新材股权结构及子公司 (截止 2021-07-22)	8
图 3: 公司主要产品及其应用范围	9
图 4: 公司年度经营业绩 (万元)	10
图 5: 公司季度业绩 (万元)	10
图 6: 公司盈利水平 (%)	10
图 7: 公司主营产品毛利率	10
图 8: 公司主营业务收入结构 (万元)	11
图 9: 2020 年公司主营产品营收结构	11
图 10: 公司主营业务毛利结构 (万元)	11
图 11: 2020 年公司主营业务毛利结构	11
图 12: 公司汽车轻量化铝材应用	12
图 13: 公司汽车轻量化铝型材盈利情况 (万元)	14
图 14: 2019 年公司汽车轻量化业务主要客户结构	15
图 15: 全球新能源汽车月度销量 (万辆)	17
图 16: 全球新能源汽车年度销量 (千辆)	17
图 17: 豪美新材系统门窗产品系列	18
图 18: 豪美新材系统门窗成品图及零部件分解图	18
图 19: 公司系统门窗和普通门窗拆解对比	19
图 20: 公司系统门窗先进的系统集成经营模式	19

图 21: 豪美新材系统材料销售模式.....	20
图 22: 贝克洛系统门窗线下零售门店分布	21
图 23: 贝克洛成品窗网店销售流程.....	21
图 24: 豪美新材系统门窗盈利情况 (万元)	22
图 25: 豪美新材营业收入和期间费用同比增速 (%)	22
图 26: 坚朗五金营业收入	23
图 27: 坚朗五金归母净利润	23
图 28: 坚朗五金主营业务利润率	23
图 29: 坚朗五金费用率变化	23
图 30: 全国新建房屋建筑竣工面积及增速	24
图 31: 全国二手房交易面积及 GMV	24
图 32: 当前中国和欧洲系统门窗渗透率对比	24
图 33: 2025 年中国系统门窗渗透率预测	24
图 34: 2018 中国门窗企业规模格局	25
图 35: 2018 年全国建筑全过程能耗	26
图 36: 2018 年全国建筑全过程碳排放	26
图 37: 2018 年全国建筑运行阶段能耗与碳排放	27
图 38: 建筑全过程能耗及碳排放占全国总量的比重变化趋势	27
图 39: 公司建筑用铝型材应用案例	28
图 40: 公司工业铝型材应用案例	28
图 41: 公司建筑用铝型材盈利情况 (万元)	29
图 42: 公司工业用铝型材盈利情况 (万元)	29

与市场不同之处

公司电池托盘材料业务是否与电池托盘具有同样的市场地位。2020年公司汽车轻量化铝型材毛利率为17.6%，与同行公司和胜股份同类产品毛利率基本一致（2020年和胜股份汽车零部件毛利率为17.3%）。2021年起，随着新能源汽车销量翻倍式增长以及公司在新能源车领域的积极布局，公司汽车轻量化铝型材尤其电池托盘材料盈利将会持续大幅提升，推动公司业绩快速增长。虽然公司只销售电池托盘坯料，不做焊接总成，但其盈利能力与销售电池托盘成品的和胜股份非常接近，同样可享受新能源汽车行业高速发展的红利。而且，托盘材料企业相比托盘总成企业更为灵活，受技术路线变更、整车车型变更的影响更小。公司电池托盘材料的直接客户主要是凌云股份、和胜股份、航天工程等企业，间接供应比亚迪、广汽新能源、北汽新能源、吉利汽车和长城汽车等整车厂，与电池托盘企业具有同等重要的市场地位。

公司系统门窗业务是否具备高速增长潜力。2017-2020年，公司系统门窗销售收入占主营业务收入的比重分别为7.34%、6.03%、11.02%、7.5%，总体上呈上升趋势；系统门窗毛利率整体保持稳定，维持在36%-40%。公司近几年快速布局线下零售门店，加大资本投入进行渠道下沉，导致期间费用提升较快，系统门窗毛利率较高但净利率很低，2020年贝克洛净利率只有4.4%。2021年Q1，公司营业收入增长明显快于期间费用增长，费用率被摊薄，利润大幅提升。随着零售端逐步完善并集中发力，公司系统门窗业务2021年起开始进入收获期，规模效应即将显现，营收增速和净利率将加速提升。公司系统门窗的模式可以类比坚朗五金的建筑配套件集成供应模式。坚朗五金定位于建筑配套件集成供应商，2017-2018年净利增速和净利率出现明显下滑，主要因为销售渠道下沉和品类拓展投入增加导致费用增长较快；2019年进入收获期，费用下降、收入高增带来显著的规模效应，净利润和净利率大幅提升，净利率由2018年的4.4%提升至2020年的12.9%。因此，我们预计豪美新材系统门窗业务也将经历类似的过程，净利润和净利率即将进入快速提升阶段。

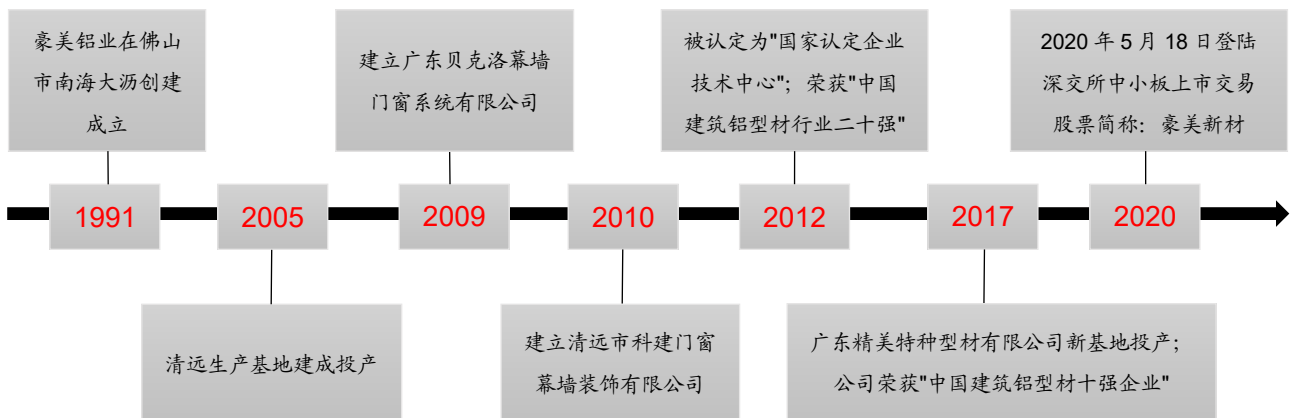
公司聚焦汽车轻量化铝型材和系统门窗业务

挤压铝材龙头，轻质高强铝合金材料专家

豪美新材前身为豪美铝业，成立于1991年，2017年更名为豪美新材，2020年5月于深交所上市。公司是一家专业从事建筑门窗系统产品集成以及汽车轻量化材料技术创新和产业化应用的高新技术企业。公司主要产品包括：建筑用铝型材、一般工业用铝型材、汽车轻量化铝型材和系统门窗；并从事门窗幕墙安装业务。公司形成从熔铸、模具设计与制造、挤压、喷涂到深加工完整的铝基新材料产业链；通过了CNAS（国家实验室认可），被认定为“国家认定企业技术中心”；成为广东省规模最大的汽车轻量化铝基新材料企业。

公司将致力于挤压铝型材产业链的延伸与价值提升，逐步发展成为行业内最具竞争力与影响力的系统门窗、汽车轻量化铝型材和高端铝合金型材的提供商。

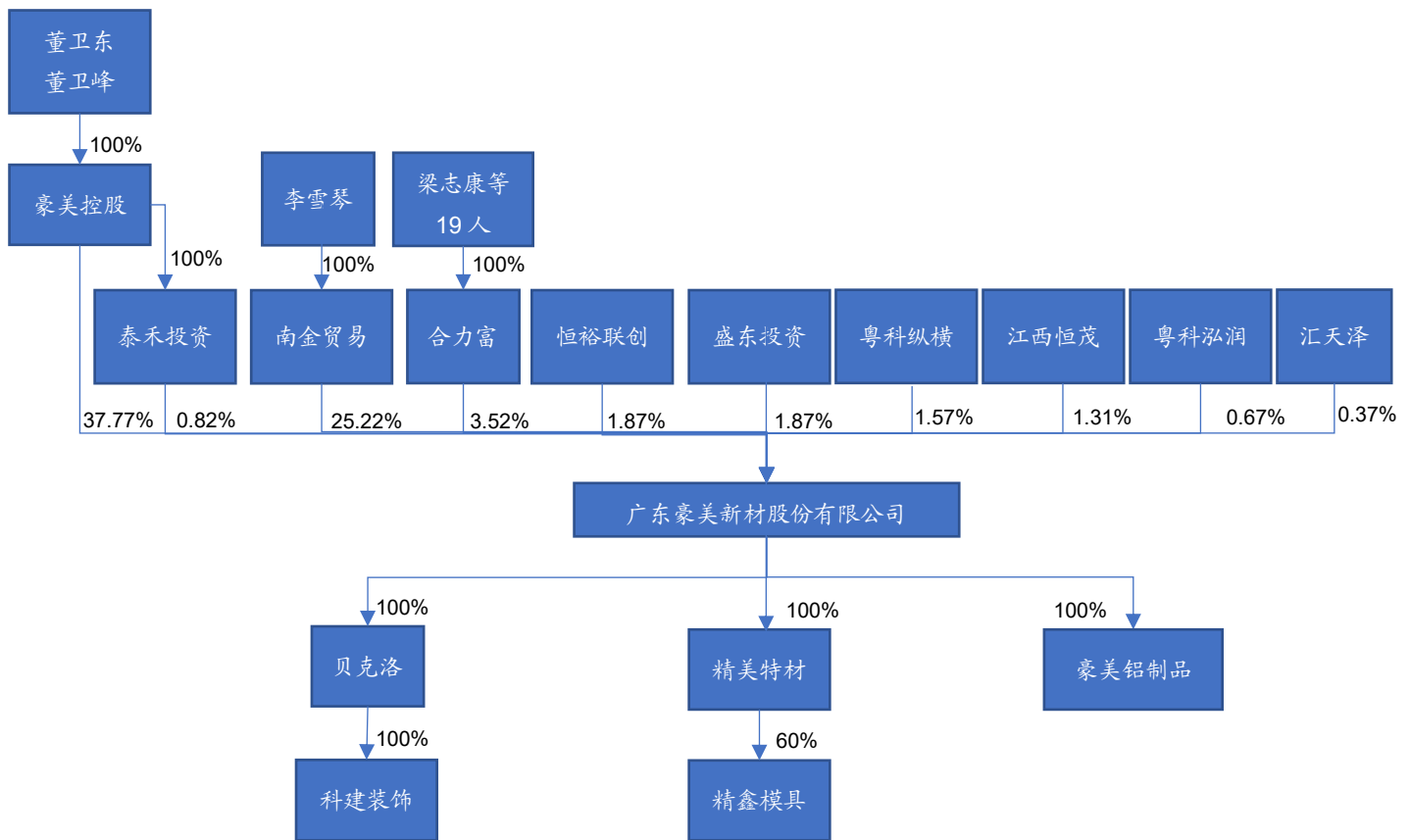
图 1：豪美新材发展历程



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

豪美控股直接控制公司 37.77% 的股份，为公司的控股股东。董卫峰、董卫东分别持有豪美控股 50% 的股权，另外豪美控股持有泰禾投资 100% 的股权，泰禾投资持有公司 0.82% 的股份；李雪琴持有南金贸易 100% 的股权，南金贸易持有公司 25.22% 的股份。董卫峰、董卫东、李雪琴共同间接控制公司 63.81% 的股份，为公司实际控制人。董卫峰与董卫东系兄弟关系，董卫东与李雪琴系配偶关系。其中董卫峰担任公司董事长、总经理，董卫东未在公司任职，李雪琴担任公司副董事长。

公司有四家全资子公司或孙公司，一家参股孙公司。其中公司重点发展的汽车轻量化业务和系统门窗业务分别由子公司精美特材和贝克洛运营。精美特材是公司下属的特种合金研发和制造基地，总投资 20 亿元，新工厂专注汽车防撞梁、电池托架、副车架、减震支架、锻造用棒材、硬质合金棒材等汽车轻量化新材料的研发及制造。贝克洛是公司旗下系统门窗事业部，专注于为不同应用环境建筑外立面的门窗及外围护结构提供产品应用解决方案。

图 2：豪美新材股权结构及子公司（截止 2021-08-12）


资料来源：公司年报，信达证券研发中心

致力于重点发展汽车轻量化和系统门窗业务

公司专业从事铝合金型材和系统门窗研发、设计、生产及销售，主要业务分为铝合金型材生产、系统门窗销售、门窗幕墙安装三大类，铝合金型材又分为建筑用铝型材、一般工业用铝型材、汽车轻量化铝型材。其中汽车轻量化铝型材和系统门窗是发展前景最大的领域，也是公司未来集中精力重点发展的业务。2020年，公司铝型材产量 17.25 万吨，同比增长 18.70%；销量 17.40 万吨，同比增长 21.27%。

(1) 建筑用铝型材：公司建筑用铝型材主要用于门窗、幕墙等方面。在门窗领域，铝门窗对传统的木门窗、塑料门窗形成持续的替代趋势；在幕墙领域，铝型材是幕墙的常用材质。随着商业地产不断增加、超高层建筑日渐增多，铝型材在幕墙领域的应用也不断增加。

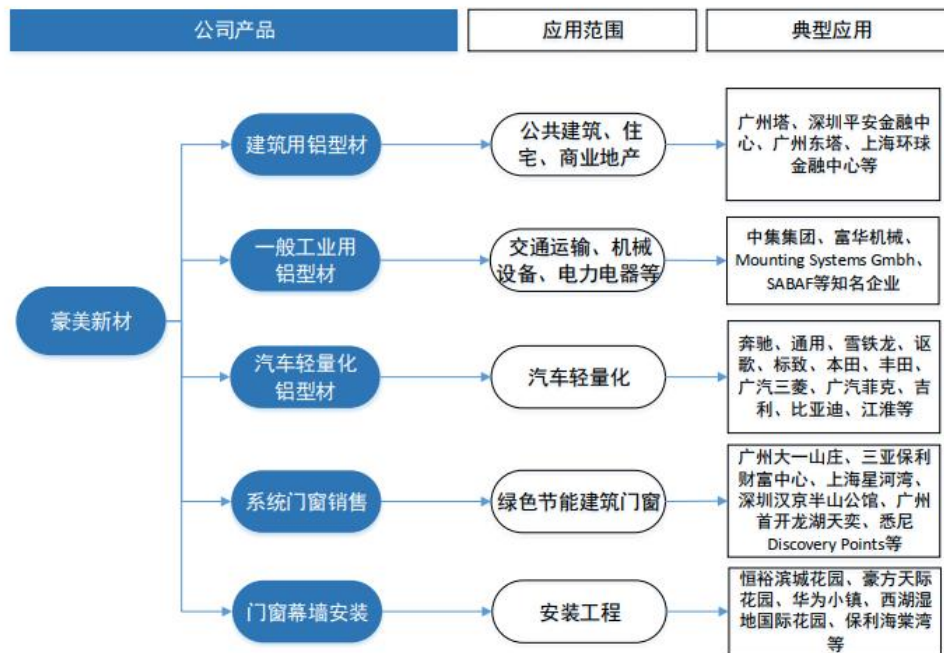
(2) 工业用铝型材：公司专注于高端工业材的研发、生产、加工和销售，形成了从熔铸、模具设计与制造、挤压到深加工的完整工业铝型材产业链。所生产的工业型材及产品广泛应用于特种集装箱、车厢底板等运输领域；5G 通讯、特高压等新基建领域；硬质合金零部件等高端装备领域。

(3) 汽车轻量化铝型材：公司专注于汽车零部件铝合金材料及部件研发和生产，包括电池托盘、副车架、减震支架、动力托架、电机部件和铝合金防撞梁等 10 余种产品，为包括奔驰、通用、本田、丰田、比亚迪、蔚来、小鹏等 25 个欧美、日韩、国内整车品牌 120 多款车型供应铝合金材料及部件，是华南地区最具规模的汽车轻量化铝基新材料企业。公司将继

续加大产品开发力度，不断提升自身能力，抓住新能源汽车发展浪潮，为汽车行业客户提供更好的产品和服务。

(4) 系统门窗：公司自有的“贝克洛”品牌系统门窗是传统模式改造者，解决了目前门窗市场需求零散、品质参差不齐的行业痛点。重新将分散的市场需求与无序的生产供给进行链接整合，运用互联网思维提供一站式标准服务，打造门窗产业链集成平台，提高上下游的效率与效益，为改善型需求提供高品质的门窗解决方案。

图 3：公司主要产品及其应用范围



资料来源：公司招股书，信达证券研发中心

公司未来业绩驱动力主要来自汽车轻量化铝型材和系统门窗

公司业绩呈现增长势头。2017年以来，公司营业收入逐年上涨，业绩整体较为稳定，2020年有所下滑，主要因为研发费用增加所致，公司继续加大在铝合金新型材料、汽车轻量化材料与部件、节能系统门窗等领域的研发与创新力度，2020年公司共投入研发费用1.21亿元，同比增长28.8%，占营业收入的3.52%。2021年Q1，公司实现归母净利润2586万元，同比增长62%，是过去几年同期最高水平。

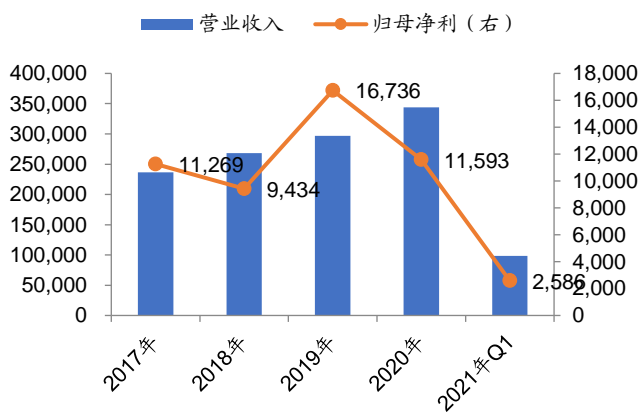
目前业绩贡献最大的是建筑铝型材，但增长潜力有限。从公司历史经营数据看，业绩贡献最大的业务是建筑铝型材，2017-2020年营收占比均在45%以上、毛利占比50%以上，但占比呈下降趋势，其他几块业务占比均呈上升趋势。公司建筑用铝型材相关的生产设备产能利用率均已达到较优水平，进一步深挖产量的潜力有限，基于产业优化升级的考虑，近几年主要投资于一般工业用铝型材、汽车轻量化铝型材产能，因此公司业绩增量主要体现在一般工业用铝型材、汽车轻量化铝型材等方面，建筑用铝型材销售增长较小。

未来业绩增长主要依赖汽车轻量化铝型材和系统门窗业务，系统门窗盈利能力最强。公司第二大业务是工业用铝型材，2020年营收占比36%，销售逐年增长主要依赖于集装箱、绿色

铝模板、光伏支架等领域需求的稳步提升。公司第三大业务是系统门窗销售，也是公司盈利能力最强、未来发展前景最大的业务，2020年营收占比8%、毛利占比21%、毛利率为37%，营收逐年稳定增长。公司另外一块最具发展潜力业务是汽车轻量化铝型材，2020年毛利占比为6%，毛利率为18%，盈利能力仅次于系统门窗；2017-2020年，公司汽车轻量化铝型材销售收入占主营业务收入的比重分别为2.19%、3.59%、4.85%、4.9%，呈现快速增长趋势。

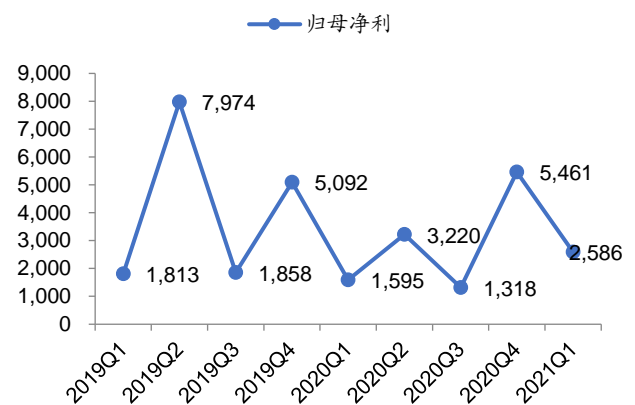
公司不同产品盈利水平差异较大。建筑用铝型材主要用于门窗、幕墙等，通常需具备美观性、抗褪色性、抗侵蚀性等特性，一般需进行电泳、喷涂等后序加工工序，加工费相对较高。一般工业用铝型材主要用于普通及特种集装箱、绿色铝模板、硬质合金零部件、散热器等工业领域，大部分不需要进行表面处理，加工费也相对较低。汽车轻量化铝型材对合金材料要求较高，且通常需经过CNC、锯切、拉弯等后序工序，其技术加工水平的要求最高，因此加工费也最高。系统门窗是建筑铝型材的下游应用之一，是系统化设计、制造、安装的建筑门窗，相比传统门窗，系统门窗以当地气候环境为基础，综合考虑了水密性、气密性、抗风压、隔热、隔音、防撬、耐候性等一系列性能要求，可妥善应对如台风、沙尘暴、严寒等极端天气，故此毛利率较高。

图 4：公司年度经营业绩（万元）



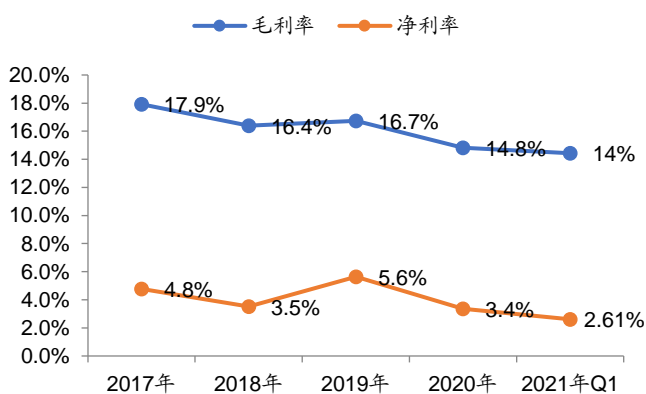
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 5：公司季度业绩（万元）



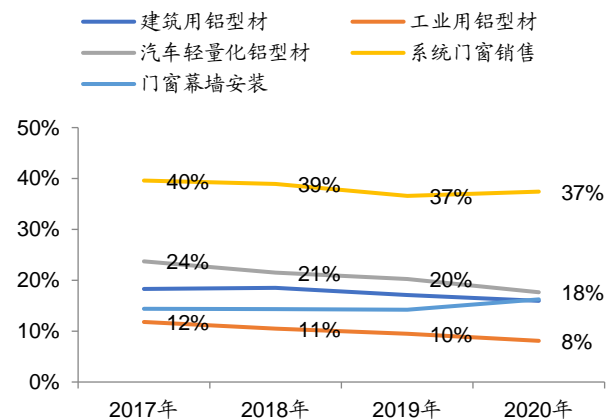
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 6：公司盈利水平（%）

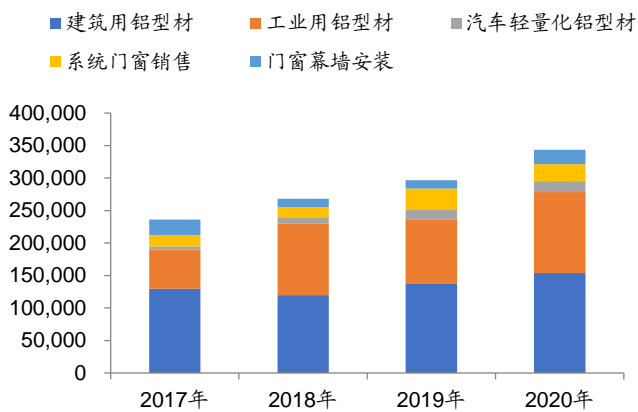


资料来源：Wind，信达证券研发中心

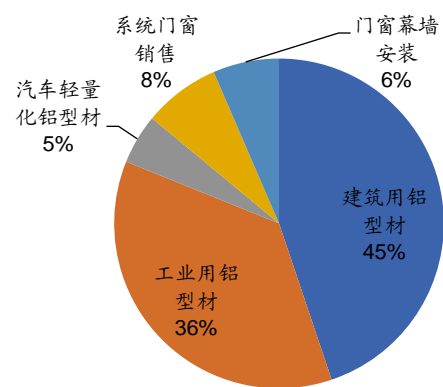
图 7：公司主营产品毛利率



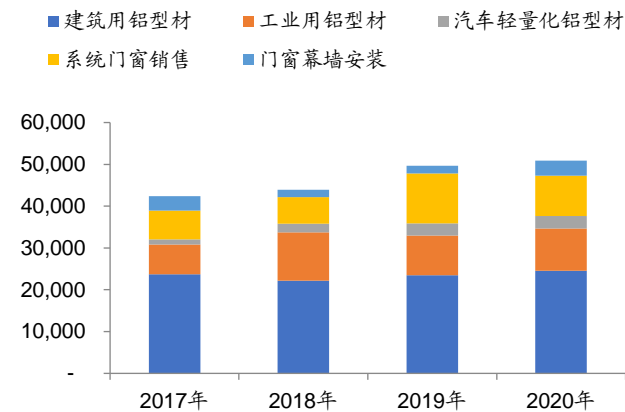
资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 8: 公司主营业务收入结构 (万元)


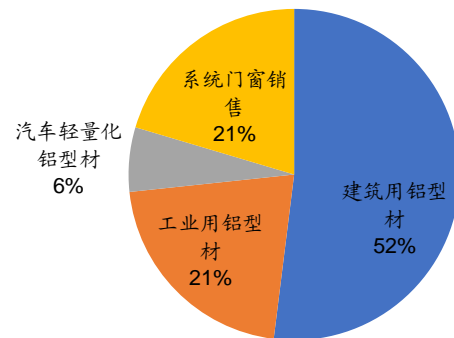
资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

图 9: 2020 年公司主营产品营收结构


资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

图 10: 公司主营业务毛利结构 (万元)


资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

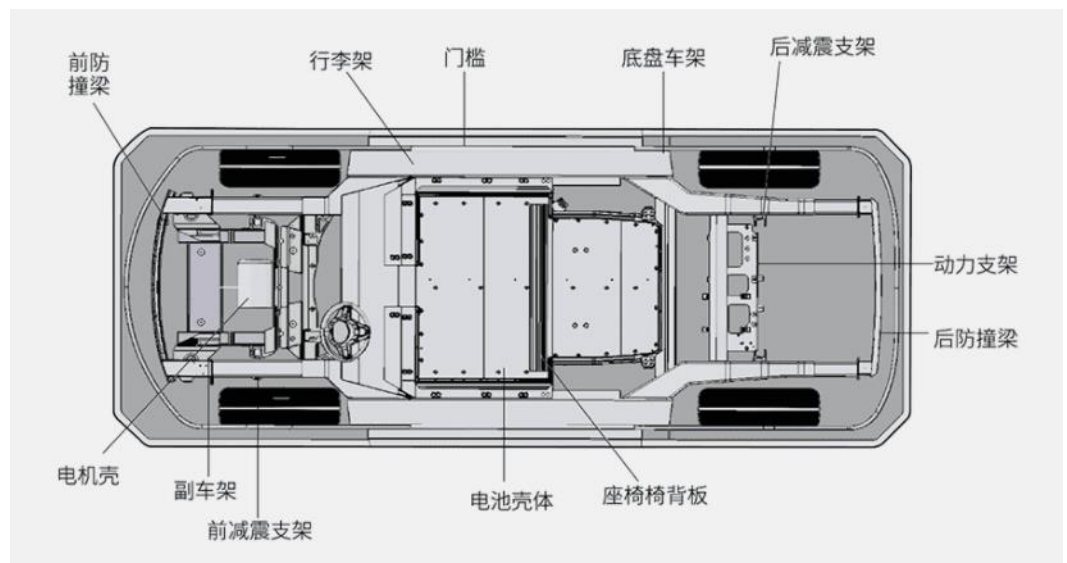
图 11: 2020 年公司主营业务毛利结构


资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

汽车轻量化: 动力电池托盘材料是主攻方向

公司主要供应铝合金材料, 直接客户为汽车零部件企业

铝合金具有质轻质优的特点, 其密度约为钢材的 30%, 使用铝合金替代钢材可有效减轻汽车重量, 且强度等各项指标满足替代钢材的需求。近年来, 使用铝合金在汽车领域代替钢材, 以实现汽车轻量化并达到节能化、环保化效果的趋势日趋明显。在汽车轻量化领域, 公司的主要产品包括防撞梁、悬置支架、新能源车电池托盘、动力总成托架等, 其中规模和业绩贡献最大的是防撞梁, 但未来增长最快、市场空间最大的是新能源车电池托盘业务, 公司未来将集中精力重点布局该领域。公司是国内业界唯一量产 7 系高强铝合金防撞梁材料的企业, 年产 300 万套, 是国内最大的铝合金防撞梁材料供应商之一。

图 12: 公司汽车轻量化铝材应用


资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

公司汽车铝型材技术成熟, 是整车厂二级供应商, 已通过奔驰、宝马、丰田、本田、吉利、蔚来、比亚迪等多家整车厂材料级认证, 应用车型广泛, 为欧美、日韩、国内等 25 个整车品牌、120 多款车型供应铝合金材料及部件。直接客户为拓普集团、凌云股份、卡斯马、祥鑫科技等汽车零部件企业。公司已经与吉利汽车、凌云股份签订战略合作协议, 对高强度铝合金材料、全铝合金车身、铝合金部件等新产品进行战略合作开发; 并与拓普集团、航天工程、英利汽车、发尔特克等客户形成紧密合作关系, 共同开拓铝合金材料在汽车轻量化领域的产业化应用。

表 1: 公司汽车轻量化铝型材主要供应车型及直接客户

汽车品牌/主机厂	直接客户	产品类型	供应车型
 Mercedes-Benz	凌云工业股份有限公司汽车零部件制造分公司	防撞梁	A-Class
 BUICK	宁波帅元电声元件有限公司	悬置支架	君威、君越、迈锐宝
 PEUGEOT 东风标致	凌云股份凌云中南工业有限公司	防撞梁	新 308、新 408
 CITROËN 东风雪铁龙		防撞梁	C4L
 ACURA	湖北发尔特克汽车零部件有限公司	行李架	CDX

		行李架	冠道
		防撞梁	CHR
	广州凌云汽车零部件有限公司	防撞梁	欧蓝德
		防撞梁	自由光、自由侠、大指挥官、指南者
	广州凌云汽车零部件有限公司、凌云工业股份有限公司宁德分公司	防撞梁、电池托架	Aion S、Aion LX 等 5 款新能源车型
	航天工程装备（苏州）有限公司	电池托架	6 款新能源车型
		电池托架	2 款新能源车型
	凌云工业股份有限公司汽车零部件制造分公司	副车架	皇冠
	河北凌云机电有限公司	防撞梁	RV4
	浙江远景汽配有限公司（吉利控股子公司）	防撞梁、动力总成托架	帝豪 GSe、几何 A、星越等 3 款车型
	航天工程装备（苏州）有限公司	电池托架	帝豪新能源
	张家港市博格机械有限公司	电池托架	帝豪新能源
	宁波拓普集团股份有限公司	副车架	博瑞
	苏州英利汽车部件有限公司	防撞梁	领克等 2 款车型
	宁波世纪东港机械有限公司	减震型材	帝豪 GS、帝豪 GL、博瑞、远景 X11/X12
	凌云工业股份（芜湖）有限公司	防撞梁	瑞虎 8
		防撞梁	S4



广州凌云汽车零部件有限公司

防撞梁

CS85


 凌云工业股份有限公司汽车零部件
制造分公司

电池托架

欧拉 IQ

上海和达汽车配件有限公司

防撞梁

H7



上海凌云工业科技有限公司

防撞梁

哪吒

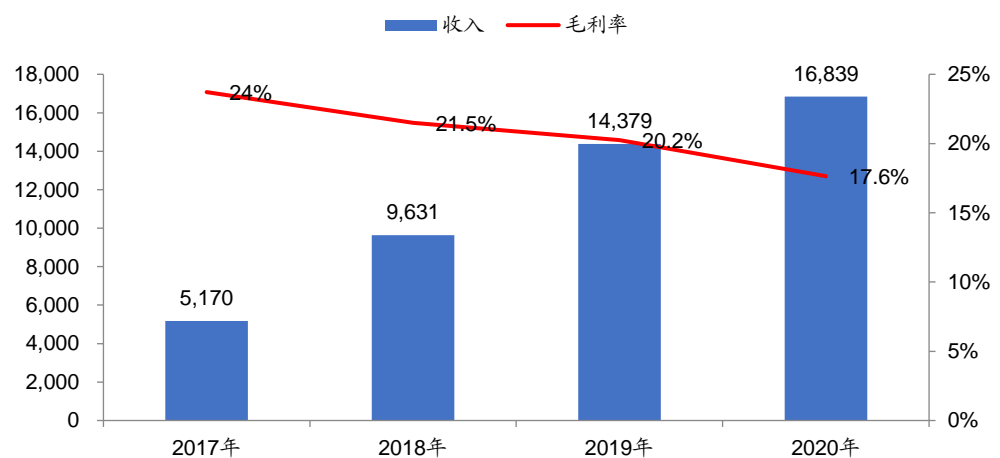
资料来源：公司招股意向书，信达证券研发中心

公司在汽车轻量化业务未来市场最大、增长最快的是电池托盘材料

公司全资子公司精美特材定位于生产汽车轻量化铝型材和一般工业用铝型材，现有 10 条熔铸生产线，**年熔铸产能 30 万吨**，18 条挤压机生产线（其中 4 条反向挤压生产线，挤压机吨位从 1450 吨到 10000 吨），**年挤压产能 20 万吨**，2 条精抽线，立式固溶淬火炉，CNC 加工中心数控机床等生产设备。

精美特材新生产线于 2017 年末及 2018 年上半年陆续投产，同时防撞梁、电池托架等材料与部件的销售规模和比例逐年扩大，推动公司汽车轻量化铝型材营收和营收占比快速提升。但随着新投入的设备产能逐步释放，新增产量需要分摊更多的固定成本，导致生产成本有所上升，汽车轻量化铝型材单位直接人工和制造费用由 2017 年的 0.23 万元/吨上升至 2019 年的 0.52 万元/吨，从而导致毛利率有所下降，同时公司材料级产品销售占比提升及深加工产品销售占比下滑也是导致毛利率下滑的主要原因。但相比其他工业铝型材，汽车轻量化铝型材毛利率目前仍然更高。

图 13：公司汽车轻量化铝型材盈利情况（万元）



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

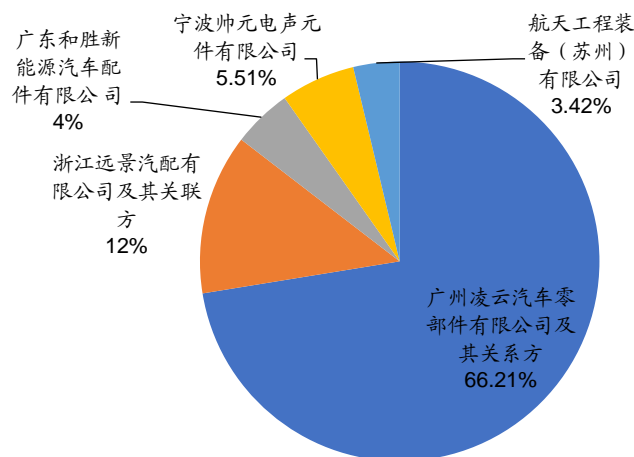
公司当前汽车轻量化业务中业绩贡献最大的产品是防撞梁，但未来增长最快、市场空间最大的是电池托盘。2021年，全球新能源汽车销量不断超预期增长，带动电池托盘需求快速提升，和胜股份、凌云股份、敏实集团等企业先后布局电池托盘业务并加速扩产。公司作为电池托盘铝合金材料主要供应商，同样受益明显，该业务盈利大幅提升。

公司电池托盘材料的直接客户主要是凌云股份、和胜股份、航天工程等企业，终端供应的整车厂主要有比亚迪、广汽新能源、北汽新能源、吉利汽车和长城汽车等。2019年，公司汽车轻量化铝型材业务前五大客户销售占比为91%，其中最大的客户为凌云股份，销售占比66%；和胜股份占比4%。

凌云股份紧跟电动化、轻量化的发展方向，重点布局了新能源汽车电池系统配套产品，主要以新能源电池壳产品为主，在中国沈阳、涿州、武汉、宁德和德国布局了电池壳生产基地，是保时捷、宝马、奔驰、奥迪、光束汽车、宁德时代、长城汽车的定点供应商，目前保时捷、宝马、PSA、宁德时代、长城汽车等项目已经实现量产。

和胜股份2017年开始新能源汽车零部件的产业布局，2020年下半年新能源汽车业务尤其动力电池托盘业务开始放量并实现正盈利，带动公司2020年下半年和2021年上半年业绩大幅提升。和胜股份目前是国内电池托盘龙头，最大的客户是宁德时代，拥有从铝挤压型材到弯曲成型到焊接的电池托盘一体化生产能力和技术储备，但由于下游需求旺盛，需要从豪美采购部分材料以满足其生产。

图 14：2019 年公司汽车轻量化业务主要客户结构



资料来源：公司招股意向书，信达证券研发中心

公司电池托盘材料业务将迎来高速增长，业绩贡献有望大幅提升

2020年，公司汽车轻量化铝型材占营业总收入5%、毛利占比6%，仍处于比较低的水平，但其毛利率相比其他铝型材要高一些。2020年公司汽车轻量化铝型材毛利率为17.6%（一般工业铝型材毛利率为8%），与同行公司和胜股份同类产品毛利率基本一致（2020年和胜股份汽车零部件毛利率为17.3%）。2021年起，随着新能源汽车销量翻倍式增长以及公司在新能源车领域的积极布局，公司汽车轻量化铝型材尤其电池托盘材料盈利将会持续大幅提升，推动公司业绩快速增长。虽然公司只销售电池托盘坯料，不做焊接总成，但其盈利能力与销

售电池托盘成品的和胜股份非常接近，同样可享受新能源汽车行业高速发展的红利。而且，托盘材料企业相比托盘总成企业更为灵活，受技术路线变更、整车车型变更的影响更小。

从产品结构上来看，公司汽车轻量化铝型材和工业铝型材共用厂房和设备，总挤压产能为 20 万吨/年，若汽车轻量化产品需求旺盛，公司可减少工业铝型材的生产，提高汽车轻量化铝型材的产量，以保证需求的提升。

“双碳”背景下，汽车轻量化是大势所趋，市场空间广阔

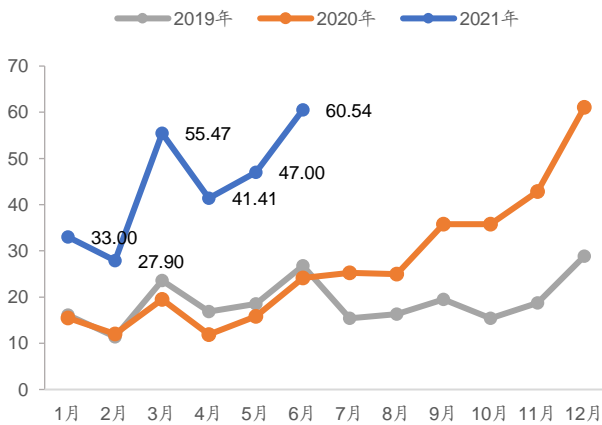
随着全球范围节能环保、可持续发展意识的提高及技术的发展，在各国政府推出“碳达峰、碳中和”等一系列政策驱动下，轻量化和新能源已成为汽车行业的重要发展趋势。据公司年报，燃油汽车整车重量降低 10%，可降低油耗 6%-8%，使排放降低 5%-6%。新能源电动汽车的续航里程跟汽车的自重直接相关，同等电池容量下，汽车自重越轻，续航里程越大。

铝合金具有质轻质优的特点，其密度约为钢材的 30%，相对于传统的钢铁材料，铝合金在减重效果、安全性能、回收利用性等方面具有显著优势，是现阶段最具可行性的轻量化材料。国内单车用铝量相对于欧美等国仍存在较大差距，特别是挤压铝材仍处于发展的初级阶段。随着汽车制造技术的进步和铝挤压技术的发展，铝挤压材产品在汽车上的使用将越来越普遍，尤其新能源车。其中价值量最大的是动力电池托盘。

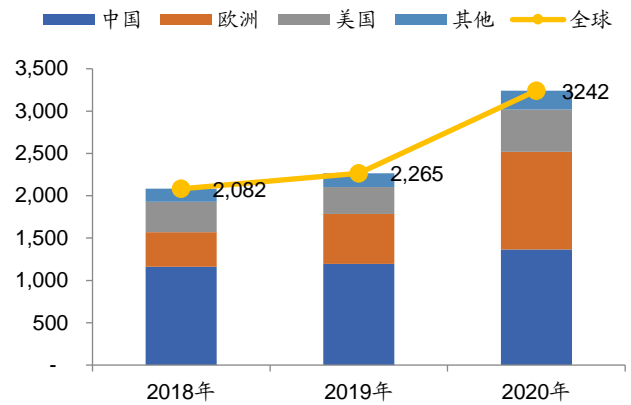
电池托盘是新能源汽车电池系统的骨架，是电池系统安全性的重要保障，起到抗冲击、抗震动及保护作用，其重量占电池系统的 20%-30%。它需要高精度、耐腐蚀、耐高温、抗冲击等性能，高强钢由于其低成本，在大众、丰田等车企中有较多的应用，而铝合金虽然可以减轻托盘的重量，但其成本较高，因此目前主要用于 A 级以上的车型。

动力电池托盘与新能源汽车行业发展密切相关。据 EV-Volumes，2020 年全球电动汽车销量为 324 万辆，同比增长 43%；其中 69% 为纯电动汽车，31% 为插电式混合动力车。全球电动汽车渗透率为 4.2%。2021 年，中国、欧美等全球主要经济体进入新能源汽车加速发展共振期，我们预计 2021 年全球电动车销量约 570 万辆，同比增长 76%。未来伴随越来越多的爆款新车型投放市场，电动车销量将持续高速增长，同时在碳资产扩张的推动下，企业运输车辆电动化率也将不断提升。我们预计到 2025 年，全球新能源车产量将超过 2000 万辆，中国产量接近 1000 万辆。

从 2020 年至 2025 年，5 年时间全球新能源汽车市场成长近 6 倍，复合增速约 46%。我们假设电池托盘单车价值 3000 元，则 2020 年中国市场规模约 41 亿元、全球市场规模不到 100 亿元，到 2025 年电池托盘中国市场规模将成长至近 300 亿元、全球市场规模超过 600 亿元。另外我们假设到 2025 年单车用铝量为 250kg，则全球新能源车用铝量将达 539 万吨，若按车用铝合金 4 万元/吨市场价计算，市场空间可达 2156 亿元。

图 15: 全球新能源汽车月度销量(万辆)


资料来源: EV-Volumes, 信达证券研发中心

图 16: 全球新能源汽车年度销量(千辆)


资料来源: EV-Volumes, 信达证券研发中心

表 2: 电池托盘市场空间及成长性测算

项目	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
中国新能源汽车产量(万辆)	136	252	423	576	765	983
全球新能源汽车产量(万辆)	324	570	900	1244	1667	2156
YOY	43%	76%	58%	38%	34%	29%
电池托盘单车价值(元)	3000	3000	3000	3000	3000	3000
中国电池托盘市场空间(亿元)	41	76	127	173	230	295
全球电池托盘市场空间(亿元)	97	171	270	373	500	647

资料来源: 中汽协, EV-Volumes, 信达证券研发中心

系统门窗：即将进入业绩爆发期

公司专注于门窗系统性设计和集成化供应

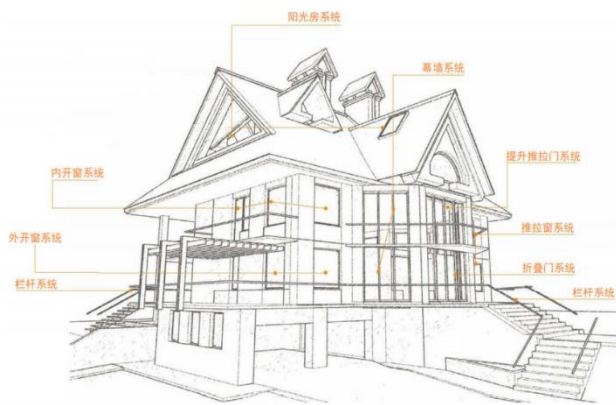
系统门窗是建筑铝型材的下游应用领域之一，是系统化设计、制造、安装的建筑门窗。相比传统门窗，系统门窗以当地气候环境为基础，综合考虑了水密性、气密性、抗风压、隔热、隔音、防撬、耐候性等一系列性能要求，可妥善应对如台风、沙尘暴、严寒等极端天气，并实现绿色节能降耗的作用。系统门窗对比普通门窗，类似于汽车产品中的“品牌汽车”对比“杂牌汽车”。前者有专业技术支撑且生产者持续对技术进行研发，相关售前售后服务完备，产品性能有保证，且能持久使用。后者产品同质化严重、市场混乱、以低价低质产品为主，无售后服务可言。

公司持续研发高品质系统门窗，有大量设计积累。系统门窗是由铝型材、五金配件、密封胶条、玻璃等一系列材料构件组合而成，其整体技术性能也受到各材料构件的个体性能及其相互配合集成效果的影响。公司多年来对各材料部件进行了大量的测试、研发及设计积累，形成了包括 5 项发明专利、94 项实用新型专利在内的大量技术储备，并为中国《建筑系统门窗技术导则》的编写单位之一，为系统门窗整体性能的持续提升奠定了基础。

旗下系统门窗品牌“贝克洛”产品种类丰富，应用项目广泛，市场认可度高。经过多年研发

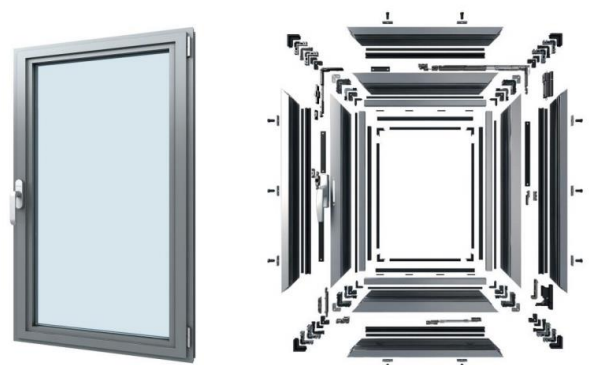
与实践，公司自有的“贝克洛”品牌系统门窗已涵盖外开窗、内开窗、推拉窗、推拉门、平开门、折叠门、阳光房及幕墙等多种系统，已广泛应用于高层住宅、酒店、别墅及各类商业地产项目。目前，“贝克洛”品牌系统门窗产品已应用于保利、万科、星河湾、华润、龙湖、招商等国内地产公司的地产项目中，并在国外参与了多个知名项目的门窗工程。子公司贝克洛 2014 年被中国建筑金属结构协会评为中国建筑门窗幕墙科技产业化应用基地，2016-2019 年连续被中国房地产业协会评为“中国房地产开发企业 500 强铝合金系统窗类首选供应品牌”、被中国建筑金属结构协会铝门窗幕墙委员会评选为“门窗十大首选品牌”，拥有较高的市场认知度。

图 17: 豪美新材系统门窗产品系列



资料来源: 公司招股书, 信达证券研发中心

图 18: 豪美新材系统门窗成品图及零部件分解图



资料来源: 公司招股书, 信达证券研发中心

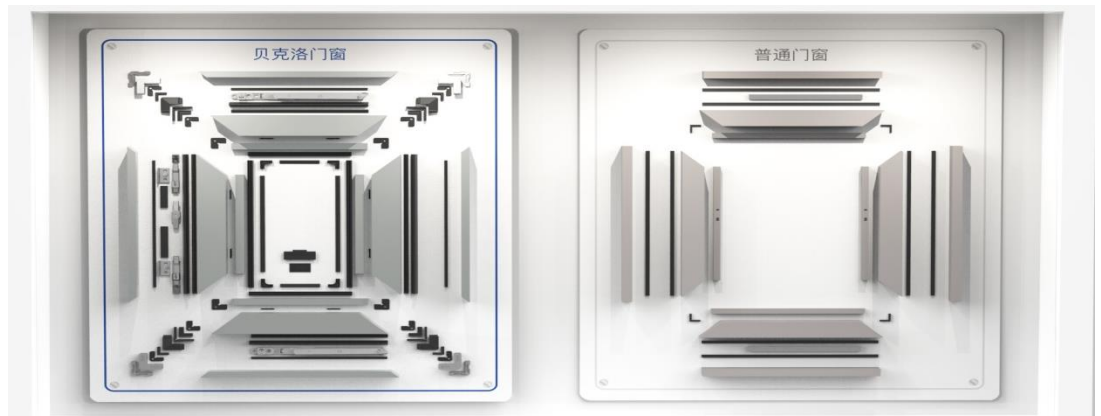
表 3: 系统门窗和普通门窗综合对比

序号	内容	普通门窗	系统门窗
1	责任主体	多责任主体或不明确(品牌所有者、门窗生产者、材料企业、设计方等)	明确: 品牌所有者、门窗生产者
2	品牌	一般无	一般有
3	认证	国内“自愿性产品认证”	国内“自愿性产品认证”、国外大多数强制认证
4	设计	无预设计, 在完成制造前, 性能不确定	有明确的功能、性能和质量设计及适用范围。完成制造前, 门窗性能确定
5	优化	在实践中, 较难有反复优化的机会	对材料、构造、工艺、性能、质量管理体系和技术经济指标进行反复优化
6	适用范围	凭经验, 适用范围界定不精准	经过理论分析和检测, 明确界定适用范围(气候地区、适用建筑等)
7	功能、性能和质量	边界条件不确定, 门窗功能、性能和质量不稳定	经过工业化大生产, 功能、性能和质量稳定可靠
8	技术体系	技术体系不完善	有明确的技术体系(固定的材料配置、制造与安装工艺和质量管理体系)
9	需求满足方式	需求后置。为了某具体需求(功能、性能和质量等需求)设计、制造产品, 需求满足度在完成门窗制造之前	需求前置。产品性能、功能和质量等需求前置, 产品系列化, 可满足多方面需要

资料来源: 《中国建筑金属结构》, 信达证券研发中心

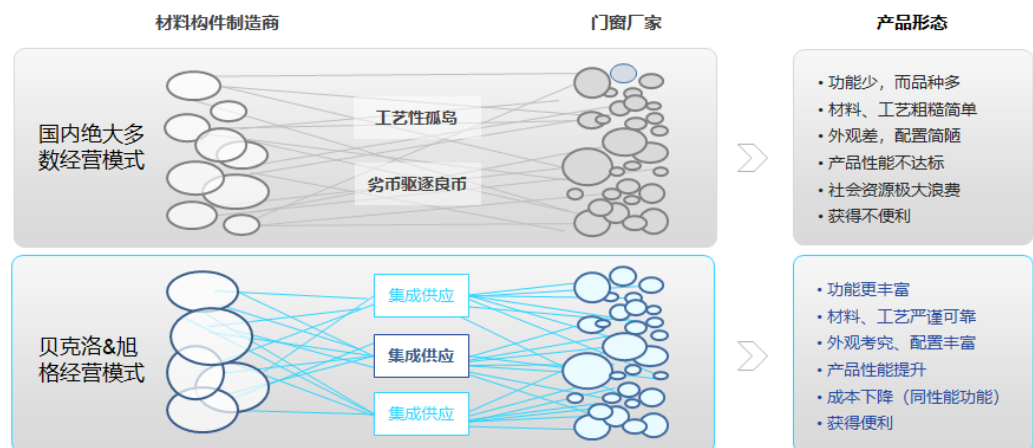
门窗，不再是各部件的简单拼接，而是每一环节，每一方面都周密严谨，精工制作。公司全资子公司贝克洛是国内系统门窗行业领军企业，专注于门窗系统性设计，并对每个部件进行严格检验与分析，将门窗制作变得更为科学与精密，确保门窗性能稳定，让居家生活更舒适和安心。同时，公司对标国际系统门窗龙头旭格，在经营和销售模式上进行创新，打造高质量集成化供应和直销的模式。国际系统门窗引领者旭格、YKK 等公司成功通过系统集成模式改善了行业经营痛点，成功占据细分市场主导地位，2019 年度旭格集团销售额达到 17.50 亿欧元，在欧洲门窗市场占有率约 70%。

图 19：公司系统门窗和普通门窗拆解对比



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 20：公司系统门窗先进的系统集成经营模式



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

B 端和 C 端客户同时发力，提升“贝克洛”品牌力

公司重新将零散的市场需求与零散的生产供给链接整合、集成供给。以系统化的思维，标准化、规模化、工业化的方式改善型住宅提供高品质的门窗产品。相比一般从事门窗加工与安装的企业，贝克洛致力于产业链的构建与管理。通过规模化的整合，提高上下游的效率与效益，提升产出能力与盈利能力。

公司除了与 B 端地产客户深度绑定外，还在积极布局线下零售门店，以客户需求为导向、自建营销渠道，直接面对客户提供产品和技术服务，并建立完善的仓储物流系统，以快速响应客户供货需求。从设计、生产、销售到售后打造系统性、标准化的高粘性品牌。

(1) B 端客户：深度绑定头部地产商，把握精装修趋势

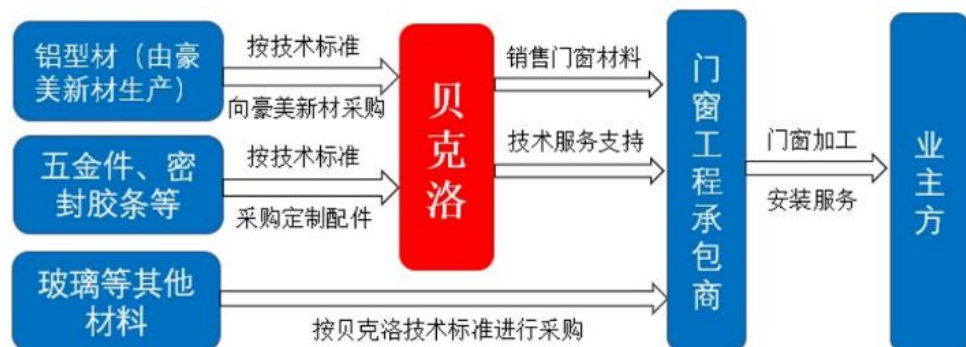
房地产行业强者愈强，行业集中度不断提高。根据中国房地产业协会统计，2020 年中国前 10 大房地产公司营业收入占全行业的 25.28%，前 20 强房地产公司营收占比为 37.64%，前 50 强房地产公司营收比例为 53.82%，前 100 强的房地产公司营收占更是高达 63.94%，行业集中度不断提升，并向龙头集中。

公司系统门窗将通过节能环保和品牌化优势深度绑定头部地产商，在新房精装修市场不断提升份额。门窗使用周期长，迭代更换次数少，对于大部分家庭而言门窗安装就是一次性行为。因此，在地产行业集中度逐渐提升的大前提下，公司将把握新房精装修的趋势，深度绑定头部地产商，获得更大的市场份额保证。对于地产企业来说，一方面，做精装和全装修时，地产商更愿意选择和行业内的头部品牌、龙头企业合作，通过在装修过程中使用的建材以及家具品牌来凸显房子的价值，因此它们往往更青睐大品牌。另一方面，系统门窗具有节能减碳的优势，在国家“双碳”目标和建筑行业低碳零碳建筑政策的推动下，地产企业选取系统门窗更符合政策导向和行业长期发展趋势。

对于国内工程客户（房地产项目的门窗工程承包商），贝克洛采用系统材料销售模式。根据与国内工程客户达成的系统门窗定制化方案，向其销售包括铝型材、五金、胶条等在内的整套门窗系统材料。贝克洛面向国内工程客户的业务模式不涉及成品窗的生产加工，而是向国内工程客户销售整套系统门窗材料；由国内工程客户将整套系统门窗材料加工为成品窗，并负责房地产项目的现场安装工作。贝克洛门窗系统材料中，铝型材是主要的组成部分，其成本约占贝克洛系统门窗材料的 55% 左右。贝克洛门窗的铝型材均由母公司豪美新材生产，其他五金、密封胶条等定制配件则由贝克洛向符合技术标准的供应商采购。玻璃等其他材料出于运输成本和安装便利性考虑，一般由国内工程客户按贝克洛技术标准自行采购。

整套门窗系统材料的销售定价模式为：根据系统门窗产品的技术含量、设计难度、原材料成本，综合考虑客户的信誉、规模、合作成熟度、需求量、付款方式等因素，交易双方协商定价。签订购销合同后，门窗工程承包商根据实际生产需求分批下达订货单；贝克洛在收到该批次货款后发货。

图 21：豪美新材系统材料销售模式



资料来源：公司招股书，信达证券研发中心

(2) C 端零售：线上线下融合，加速渠道下沉

对于 C 端市场，随着人们对于生活品质的要求不断提升，门窗更换需求越来越大。但是门窗行业呈现“大市场小企业”格局，门窗相关配件品质繁杂，选择成本很高。在“互联网+”的大背景下，消费者逐步习惯线上消费，越来越多的建筑装饰、装修企业的经营业态发生了迭代。对于门窗行业，也正在逐步运用互联网思维转变经营思路，典型如旭格，先后进驻京东、天猫、苏宁国内电商平台，消费者可通过线上旗舰店进行产品挑选、360°全方位了解，以及最后下单订购一气呵成。通过与授权合作伙伴线下零售专卖店结合，线上旗舰店已不局限于传统的订购服务，可实现定制化设计、快速响应的贴心服务、安装细节的把控和可信赖的售后服务。

公司近几年也快速布局线下零售门店，目前贝克洛门店已遍布全国各大主要省市。消费者可以从京东等电商渠道先下单支付定金，当地专业人员在预约的上门时间量测建筑尺寸数据，同时针对个性化需求进行产品定制，生产完成后进行配送和安装。此模式下，通过电商平台引流可以大幅降低获客成本，不受地域空间限制。从消费者层面，还能解决价格不透明的缺点，后续寻求售后服务像平常网购一样方便。而线下的专业人员则是工程质量的重要保障，围绕用户的需求，服务推向现场，解决门窗代理商的服务能力参差不齐的问题。家装领域与工程市场领域之间，由从前的壁垒分明，逐步实现了两者之间的融合发展。

图 22：贝克洛系统门窗线下零售门店分布



资料来源：京东贝克洛官方旗舰店，信达证券研发中心

图 23：贝克洛成品窗网店销售流程



资料来源：京东贝克洛官方旗舰店，信达证券研发中心

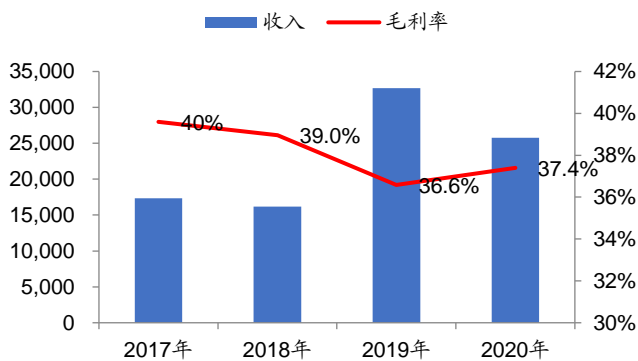
公司系统门窗零售端进入收获期，规模效应即将显现

2017-2020年，公司系统门窗销售收入占主营业务收入的比重分别为7.34%、6.03%、11.02%、7.5%，总体上呈上升趋势；系统门窗毛利率整体保持稳定，维持在36%-40%。公司近几年快速布局线下零售门店，加大资本投入进行渠道下沉，导致期间费用提升较快，系统门窗毛利率较高但净利率很低，2020年贝克洛净利率只有4.4%。2021年Q1，公司营业收入增长明显快于期间费用增长，费用率被摊薄，利润大幅提升。随着零售端逐步完善并集中发力，公司系统门窗业务2021年起开始进入收获期，规模效应即将显现，营收增速和净利率将加速提升。

公司系统门窗的模式可以类比坚朗五金的建筑配套件集成供应模式。坚朗五金定位于建筑配套件集成供应商，在2016-2018年集中进行渠道下沉，销售人员增长较快；从2019年开始，公司集中进行渠道下沉的阶段已经结束，开始进入有针对性的增加阶段；除西藏外所有的地级市都已覆盖，部分销售网点覆盖多个县级市或县城，当前公司国内外销售网络点超600个，销售团队5000余人。初步形成了以建筑门窗幕墙五金为核心的建筑配套件集成供应商的战略布局，从直营渠道深度布局、信息化管理系统搭建及直面客户服务三方面进行巨大投入及积累，逐步发展成目前国内建筑配套件集成供应商龙头。

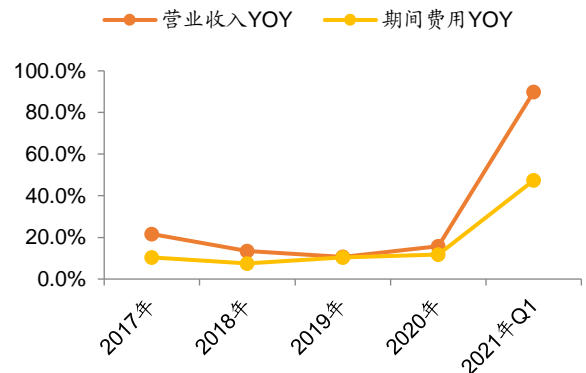
坚朗五金2017、2018年净利增速和净利率出现明显下滑，主要因为销售渠道下沉和品类拓展投入增加导致费用增长较快；2019年进入收获期，费用下降、收入高增带来显著的规模效应，净利润和净利率大幅提升，净利率由2018年的4.4%提升至2020年的12.9%。因此，我们预计豪美新材系统门窗业务也将经历类似的过程，净利润和净利率即将进入快速提升阶段。

图 24: 豪美新材系统门窗盈利情况(万元)



资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

图 25: 豪美新材营业收入和期间费用同比增速 (%)

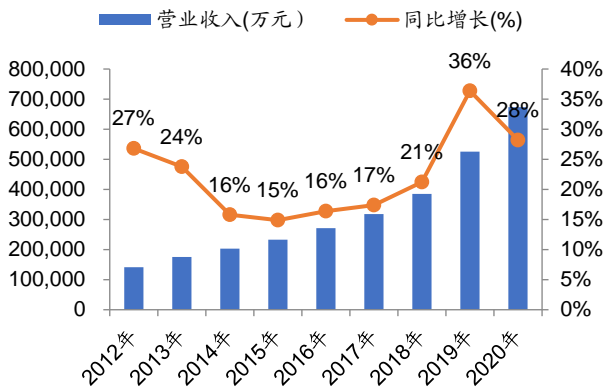


资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

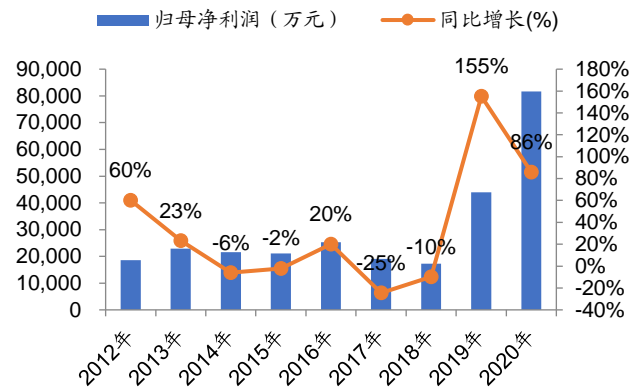
表 4: 公司子公司贝克洛 2020 年经营业绩 (万元)

子公司	公司持股	主营业务	营业收入	净利润	净利率
贝克洛	100%	系统门窗研发、生产、销售	24697	1092	4.4%

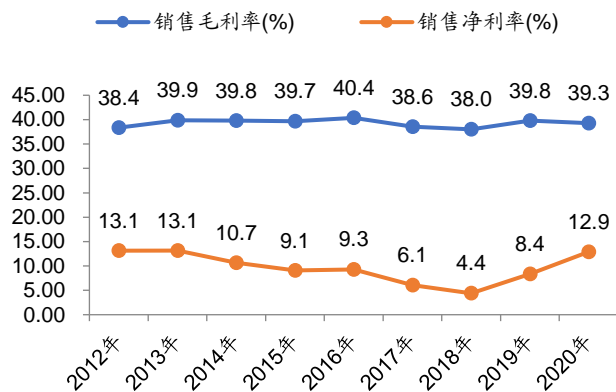
资料来源: 公司 2020 年报, 信达证券研发中心

图 26: 坚朗五金营业收入


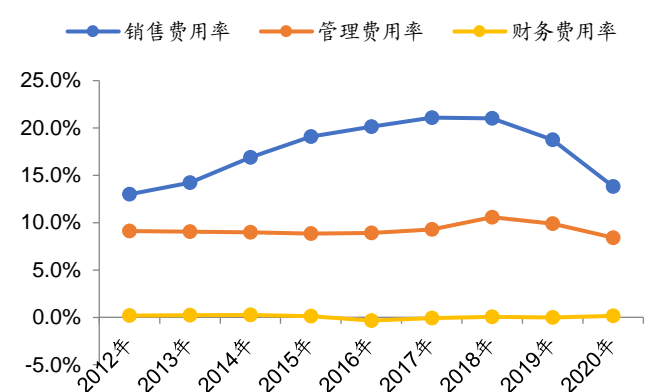
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 27: 坚朗五金归母净利


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 28: 坚朗五金主营业务利润率


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 29: 坚朗五金费用率变化


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

中国系统门窗市场规模庞大，发展前景广阔

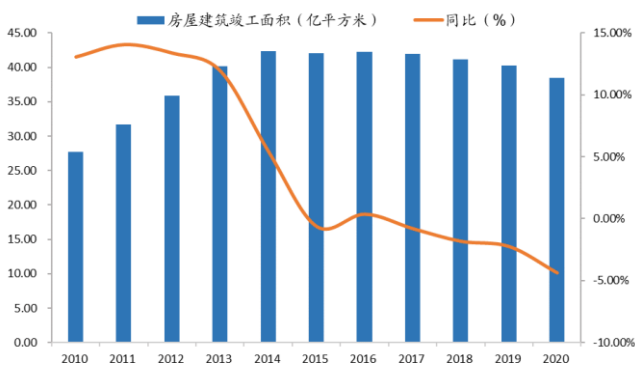
中国门窗市场规模庞大。根据国家统计局和贝壳研究院统计测算，2020年全国新建房屋建筑竣工面积达38.48亿平方米，二手房交易面积则为3.96亿平方米。按行业内实际工程情况，门窗面积约占建筑面积25%的比例，以此测算，中国每年的新房装修和二手房改造带来的门窗市场需求超10亿平方米。

中国与欧洲目前系统门窗渗透率差距较大，发展前景广阔。系统门窗在欧洲发达国家早已非新概念新产品，发展历史已有六十余年，系统供应商的运营模式及产品体系也已基本成熟。据中国建筑金属结构协会统计，系统门窗在欧洲市场上的渗透率达到70%，而中国系统门窗的渗透率仅为2%-5%，中国的系统门窗市场较欧洲系统门窗市场仍存在巨大发展空间。根据中国建筑金属结构协会铝门窗幕墙分会统计数据，我们选取十余家国内外典型系统门窗品牌的常规工程价进行测算，得出目前国内主流系统门窗品牌平均售价约为1400元/平方

米。在中国每年 10 亿平方米的新房装修和二手房改造带来的门窗市场中，以 5% 的渗透率进行测算，当前 2021 年中国系统门窗的市场规模约为 700 亿元。

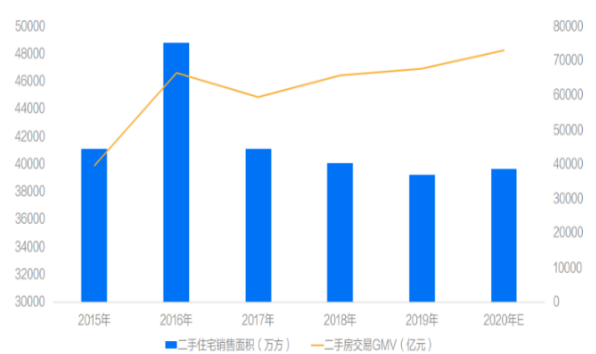
中国系统门窗市场培育初步完成，传统的门窗产品逐渐无法满足消费者需求，高品质的系统门窗即将迎来爆发期。门窗产品是生活中的必备产品，随着人均居民生活水平的提升，消费者在选购门窗产品时更加注重品质，即全面考察其功能性和性价比。同时随着消费主力的年轻化，个性化需求越来越大，这种转变为门窗品牌提供了自由成长的土壤。消费者对门窗产品的颜值设计和品牌价值的需求也开始显现，不再一味追求低价门窗产品，向品质化、系统化的目标转变，这种消费趋势难以逆转。我们预计到 2025 年，中国系统门窗渗透率有望达到 25%-30%。在中国每年 10 亿平方米的新房装修和二手房改造带来的门窗市场中，假设 2025 年系统门窗渗透率达到 25%，以此测算，中国系统门窗的市场规模将从当前的 700 亿元，扩大至 2025 年的 3500 亿元，年复合增长率为 49.5%。

图 30: 全国新建房屋建筑竣工面积及增速



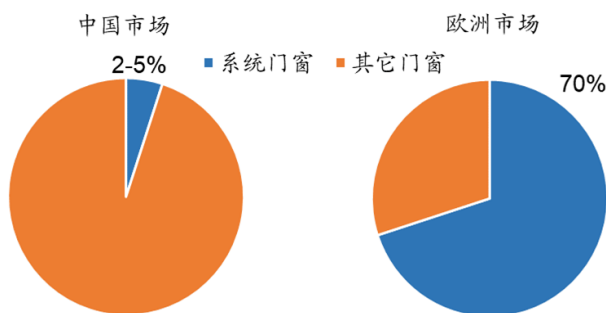
资料来源: 国家统计局, Wind, 信达证券研发中心

图 31: 全国二手房交易面积及 GMV



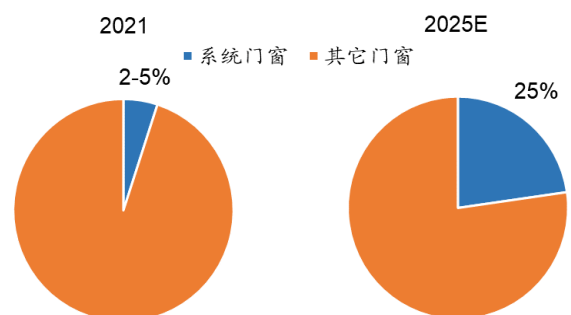
资料来源: 贝壳研究院, 信达证券研发中心

图 32: 当前中国和欧洲系统门窗渗透率对比



资料来源: 中国建筑金属结构协会, 信达证券研发中心

图 33: 2025 年中国系统门窗渗透率预测



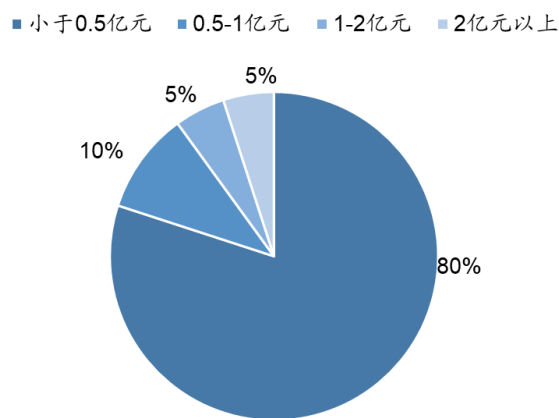
资料来源: 中国建筑金属结构协会, 信达证券研发中心

系统门窗行业集中度低，国产品牌处于高速扩张期。据中国建筑金属结构协会统计，中国现有建筑门窗企业数量超过 3 万家。市场占比情况显示，中小企业的数量超过 90%，但它们的总市场利润占比不到 50%。建筑门窗行业大中型企业数量少，总体产能不足，行业集中度低，呈现“大行业，小公司”的市场格局。建筑门窗行业发展模式大多都是“粗放式”发展，

这也为众多行业内人士诟病已久。行业内生产低端市场产品的小型企业通常使用通用的原材料,采取公开版模具进行简易生产加工,生产出来的产品质量与精度差强人意,无比较优势。低端市场产品同质化严重、竞争激烈,价格因素在竞争中占绝对主导地位。但是铝门窗产品需要高附加值与品牌化,才能创造较高的利润,而能够持续研发技术、推动高质量转型的力量,主要来自于大中型铝门窗企业。

在经济全球化的影响下,建筑门窗行业马太效应显现,行业整合成为大势所趋。通过行业内资源整合,一批规模小、设备落后以及产品质量低劣的企业将会被逐步淘汰,龙头企业将向着集团化、大型化、品牌化的方向发展。不论是工程市场还是家装市场,市场内整合能力和产品竞争力,都与品牌的开拓程度成正比。预计行业内头部国产品牌将加大技术研发力度,加快推动高质量转型,同时深耕新经营渠道,进入高速扩张期。

图 34: 2018 中国门窗企业规模格局



资料来源: 产业信息网, 信达证券研发中心

“双碳”目标助推系统门窗行业加速发展

中国提出“碳达峰、碳中和”两大中长期目标。2020年9月22日,习近平主席在联合国一般性辩论时宣布中国2030年前碳排放达峰,2060年前实现碳中和。碳达峰是指二氧化碳的排放不再增长,达到峰值之后逐步降低。碳中和是指企业、团体或个人测算在一定时间内直接或间接产生的温室气体排放总量,通过植物造树造林、节能减排等形式,抵消自身产生的二氧化碳排放量,实现二氧化碳“零排放”。为落实“双碳”目标,2020年12月18日,中央经济工作会议将“做好碳达峰、碳中和工作”作为2021年八大重点任务之一进行了部署。2021年3月,十三届全国人大四次会议政府工作报告中提出,要扎实做好碳达峰、碳中和各项工作,制定2030年前碳排放达峰行动方案。

建筑行业的节能减排是中国实现“双碳”目标的关键一环。建筑全过程能耗包括建筑业(含基础设施)消耗主要建材的生产能耗,建筑业施工能耗,以及存量建筑运行能耗。根据中国建筑节能协会发布的《中国建筑能耗研究报告2020》统计,2018年全国建筑全过程能耗总量为21.47亿吨标准煤,占全国能源消费总量比重为46.5%;全国建筑全过程碳排放总量为49.3亿吨二氧化碳,占全国碳排放的比重为51.3%。在建筑运行阶段,不少既有建筑也存在高耗能、高排放的现状。以2018年为例,全国建筑运行阶段建筑能耗占全国能源消费比

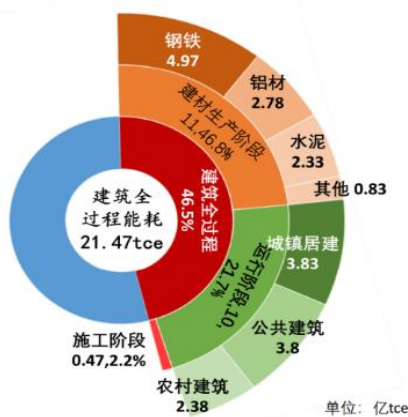
重 21.7%，建筑碳排放（含直接碳排放和间接碳排放）约为 21 亿吨二氧化碳，占全国能源碳排放 21.9%。因此，无论是建造出来的房屋或基础设施，还是整个建造使用过程，都需要在全面转型升级基础上实现绿色、循环、低碳发展。建筑领域的减碳已成为中国实现碳达峰、碳中和目标的关键一环，对全方位迈向低碳社会，实现高质量发展具有重要意义。

“双碳”目标背景下，绿色建筑将在未来相当长的时期内成为主旋律。为实现碳中和目标，由住建部、发改委等 7 部门印发的《绿色建筑创建行动方案》明确，到 2022 年城镇新建建筑中绿色建筑面积占比达到 70%，既有建筑能效水平不断提高，装配化建造方式占比稳步提升，绿色建材应用进一步扩大。由此可见，通过提升节能减排标准来合理引导用能方式、降低用能需求，或者通过政策设计加快高效减碳技术产品的推广，都是实现建筑行业综合减排、实现碳中和的关键。因此，近年来国家及地方政府相关部门出台了一系列设计标准或新节能规定，对以往建筑节能的性能提出了更高的要求。

其中，建筑设计是引导建筑用能行为的关键，其节能性的优劣将直接影响整个建筑的节能水平。建筑门窗作为建筑物保温性能最薄弱的部分，高性能的外围护结构（外墙、门窗、屋顶、遮阳等）是从源头降低建筑用能需求的较为成熟的关键技术，是实现建筑行业碳中和的关键方向之一。建筑企业需要理解这一趋势是未来发展不可逆转的趋势，应当抓住机遇快速推进业务创新和技术创新，达到绿色建材的高性能节能标准。建筑领域中门窗行业的“碳中和”通过两个方面来实现：一是降低原料生产过程中消耗的能量，二是降低门窗使用中的能耗需求，通过增强保温隔热节能性能，减少建筑热量的损失。2021 年系统门窗新国家标准的推出，更将门窗保温隔热等关键性能的标准提升到欧洲发达国家水平，加速了行业转折。国家标准《系统门窗通用技术条件》规定了系统门窗的系统研发、产品设计制造、检验、直到安装和维护全寿命周期的技术要求，推动门窗行业实现系统门窗的标准化、系列化、产业化的大规模制造，从而全面提高中国建筑门窗整体的质量水平。

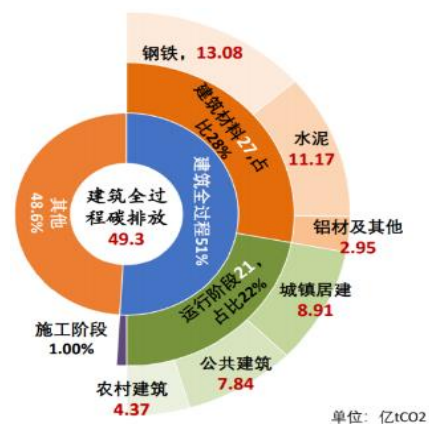
未来，在“双碳”目标导向下，预计国家将持续颁布一系列环保政策和设计标准，规范企业生产建造全流程，助推系统门窗行业健康快速发展。门窗行业通过开发高性能围护结构新材料和新产品，同时根据各地气候特点确定不同围护结构优化方向，打造适应气候的建筑，合理降低用能需求，将成为节能系统门窗作用建筑行业实现双碳目标的主要路径。大力发展节能门窗为降低建筑能耗提供了一条出路，推广节能门窗对提高建筑寿命、实现建筑节能有重要意义，系统门窗有望迎来新的发展机遇。

图 35：2018 年全国建筑全过程能耗

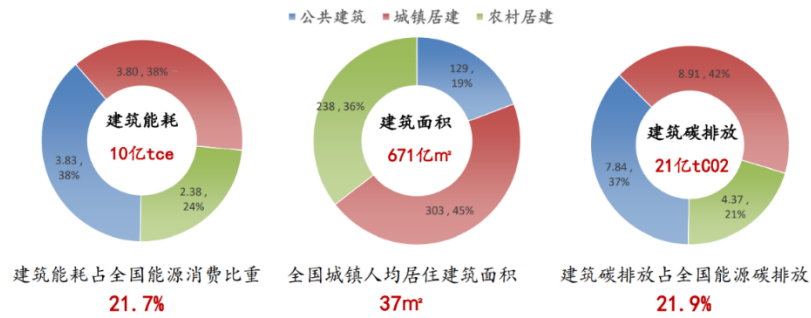


资料来源：中国建筑节能协会能耗统计专委会，信达证券研发中心

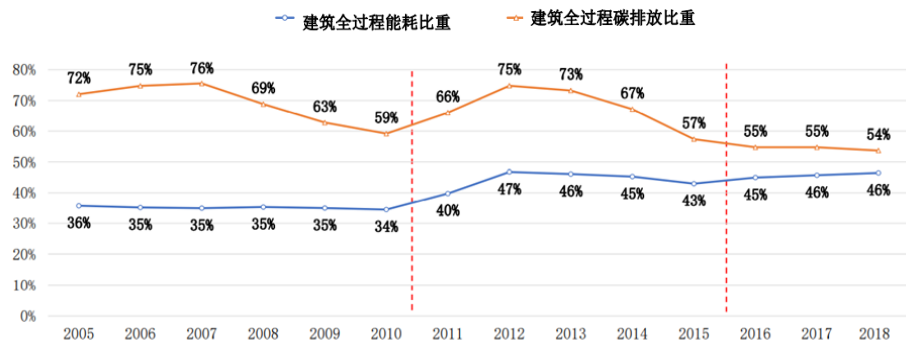
图 36：2018 年全国建筑全过程碳排放



资料来源：中国建筑节能协会能耗统计专委会，信达证券研发中心

图 37: 2018 全国建筑运行阶段能耗与碳排放


资料来源: 中国建筑节能协会能耗统计专委会, 信达证券研发中心

图 38: 建筑全过程能耗及碳排放占全国总量的比重变化趋势


资料来源: 中国建筑节能协会能耗统计专委会, 信达证券研发中心

表 5: 与建筑门窗行业相关的节能政策/规定或标准

时间	相关部门	政策/监管规定
2010年6月	住建部等7部门	印发《绿色建筑创建行动方案》，推动超低能耗建筑、近零能耗建筑发展，提高住宅健康性能，明确到2022年城镇新建建筑中绿色建筑面积占比达到70%，既有建筑能效水平不断提高，绿色建材应用进一步扩大。
2017年3月	市场监督管理总局等3部委	发布《关于加快推进绿色建材产品认证及生产应用的通知》，把建筑门窗及配件等51种产品，纳入绿色建材产品认证实施范围，按照《实施方案》要求实施分级认证
2017年3月	住建部	编制《建筑节能与绿色建筑发展“十三五”规划》，要求加快提高建筑节能标准及执行质量，部分地区及建筑门窗等关键部位节能标准达到或接近国际先进水平
2020年7月	住建部	发布《关于进一步加强建筑门窗节能性能标识工作的通知》，要求进一步加强门窗标识工作，促进门窗行业技术进步，确保建筑节能取得实效
2020年7月	住建部	编写《建筑系统门窗技术导则》，准确定义系统门窗和门窗系统的概念，详细列出门窗系统研发的技术路线，以及系统门窗工程设计、制造和安装的技术要求，是国内系统门窗领域技术性指导文件
2020年8月	市场监督管理总局	发布《系统门窗通用技术条件》，完善了系统门窗标准体系，进一步规范和提升产品质量和行业水平
2020年12月	北京规划和自然资源委员会、北京质量技术监督局	颁布《居住建筑节能设计标准》，提高建筑节能目标，对门窗保温性能做出严格规定，要求北京市所有新建、改建和扩建的居住建筑必须强制执行
2021年6月	广东省住建厅	发布《广东省建筑业“十四五”发展规划》，明确要全面推进绿色建筑高质量发展，在珠三角率先试点示范岭南特色超低能耗建筑和近零能耗建筑。

资料来源: 住建部, 市场监督管理总局, 北京市规划和自然资源委员会, 广东省住建厅, 信达证券研发中心

建筑和工业铝型材：战略性弱化

建筑领域是铝型材的主要应用领域之一。相比传统的建筑用钢材，铝合金具有方便运输、易于加工为不同形状、容易着色并体现出时尚的外观、耐腐蚀使建筑外表面持久如新等一系列优点。具体而言，铝型材在建筑领域主要用于门窗、幕墙等方面。在门窗领域，铝门窗对传统的木门窗、塑料门窗形成持续的替代趋势；在幕墙领域，铝型材是幕墙的常用材质。随着商业地产不断增加、超高层建筑日渐增多，铝型材在幕墙领域的应用也不断增加。公司产品已广泛应用于广州塔、深圳平安金融中心、广州东塔、上海环球金融中心等地标建筑。

公司生产的工业铝型材和产品广泛应用于交通（控制臂、车厢板、阀体）、电子通讯（电力系统、电器系统、5G基站、散热系统）、新基建（铝模板、篷房、智慧路灯、人行天桥）、木工机械、高端装备、机械机电等领域，供应中集集团、富华机械、中天集团、志特集团、云南科保、深圳泰日升、珠海丽日、Mounting SystemsGmbh、SABAF 等海内外客户；公司生产的无铅易切削硬质合金等特殊高端铝合金材已在欧洲市场实现规模销售。

图 39：公司建筑用铝型材应用案例

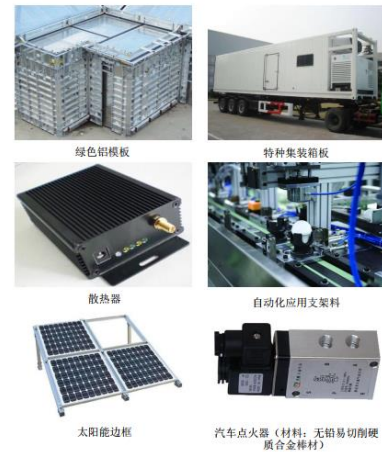


广州-广州塔

深圳-平安金融中心

资料来源：豪美新材招股说明书，信达证券研发中心

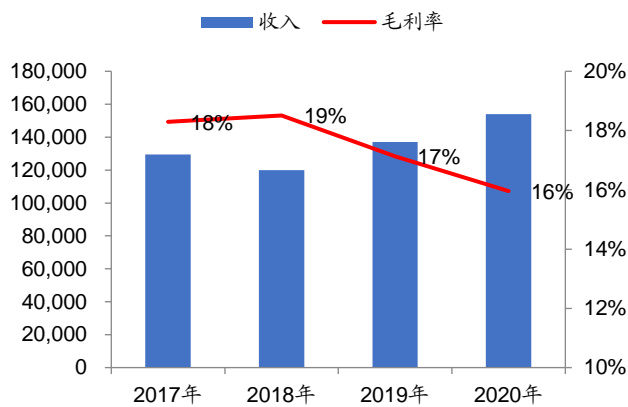
图 40：公司工业铝型材应用案例



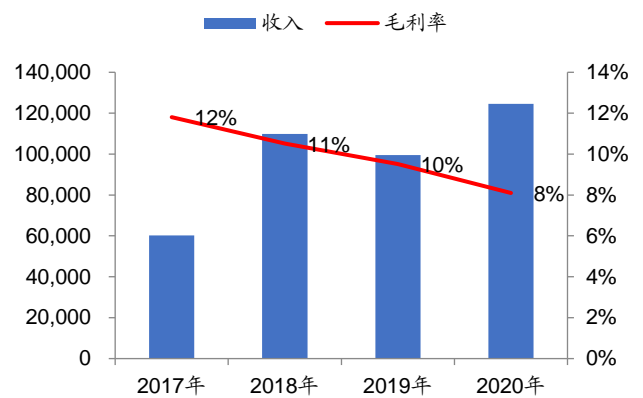
资料来源：豪美新材招股说明书，信达证券研发中心

铝型材产品售价采用“铝锭价格+加工费”的形式确定，毛利率波动受铝锭的市场价格和加工费的影响。因此，铝锭价格波动对各类铝型材的毛利率影响程度并不完全一致。单位加工费越高的产品，铝锭价格波动对其毛利率变动的的影响越小。公司建筑用铝型材和工业用铝型材面对的是相对成熟的市场，加工费整体保持稳定，毛利率波动主要受铝价波动影响。

公司建筑用铝型材和系统门窗用的铝型材主要由母公司负责生产，产线共用，未来公司将重点发展系统门窗业务，建筑用铝型材业务基本维持稳定。另外公司工业铝型材和汽车轻量化铝型材主要由子公司精美特材负责生产，产线共用，未来公司将重点发展汽车轻量化业务，工业铝型材业务逐步弱化。

图 41: 公司建筑用铝型材盈利情况 (万元)


资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

图 42: 公司工业用铝型材盈利情况 (万元)


资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

盈利预测、估值与投资评级

盈利预测及假设

公司 IPO 募投项目投产后, 挤压铝型材生产能力将达到 20 万吨, 可满足汽车轻量化产品未来较长时间的产量增长需求, 另外公司原有建筑用铝型材的产能也可保证系统门窗业务快速拓展带来的材料需求。公司建筑用铝型材未来以稳定发展为主, 我们假设 2021-2023 年营收增速维持 10%, 毛利率基本与 2020 年保持一致。汽车轻量化铝型材在新能源汽车快速发展的带动下, 需求将迎来快速增长, 我们假设 2021-2023 年营收均维持 100% 的增长, 毛利率与 2020 年基本一致。为保证汽车轻量化产品的需求, 工业铝型材未来几年假设维持 2020 年水平。系统门窗方面, 公司持续不断投入资本, 重点在全国布局零售端线下门店, 未来几年销售有望进入快速增长阶段, 我们假设 2021-2023 年营收增速为 40%、50%、50%, 毛利率维持 2020 年的水平。

表 6: 盈利预测关键条件假设

产品	项目	单位	2020A	2021E	2022E	2023E
建筑用铝型材	收入	万元	153,987	169,386	186,324	204,957
	YOY	%	12%	10%	10%	10%
	毛利	万元	24,572	25,408	27,949	30,744
	毛利率	%	16%	15%	15%	15%
工业用铝型材	收入	万元	124,626	124,626	124,626	124,626
	YOY	%	25%	0%	0%	0%
	毛利	万元	10,093	9,970	9,970	9,970
	毛利率	%	8%	8%	8%	8%
汽车轻量化铝型材	收入	万元	16,839	33,678	67,356	134,712
	YOY	%	17%	100%	100%	100%
	毛利	万元	2,971	5,388	12,124	24,248
	毛利率	%	17.6%	16%	18%	18%

系统门窗	收入	万元	25,788	36,103	54,155	81,232
	YOY	%	-21%	40%	50%	50%
	毛利	万元	9,643	13,358	20,037	30,056
	毛利率	%	37.4%	37%	37%	37%
合计	营业收入	万元	343,714	375,134	443,802	556,868
	毛利	万元	50,984	56,021	71,977	96,914
	毛利率	万元	15%	15%	16%	17%

资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

估值与投资评级

结合公司主营业务发展规划及行业需求增速, 我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 1.55、2.47、3.80 亿元, EPS 分别为 0.67、1.06、1.63 元/股, 当前股价对应的 PE 分别为 25x、16x、10x。考虑公司未来业绩增长主要来自汽车轻量化铝型材(以新能源汽车电池托盘材料为主)和系统门窗业务, 我们选取和胜股份和坚朗五金为可比公司, 其中和胜股份主营电池托盘, 下游客户为宁德时代等企业, 而公司电池托盘铝材也通过凌云股份间接供应宁德时代等; 另外公司系统门窗业务模式与坚朗五金集成供应模式类似。根据 Wind 一致预期, 和胜股份和坚朗五金 2022 年平均 PE 为 32x, 考虑到公司汽车轻量化和系统门窗业务进入高速增长阶段、且是公司未来主要业绩增长点, 我们认为给予公司 2022 年 30 倍 PE 较为合理, 首次覆盖, 给予公司“买入”评级。

表 7: 可比公司估值比较表 (2021-8-13)

公司名称	公司代码	主营业务	市值 (亿元)	净利润 (百万元)			PE (x)		
				2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E
和胜股份	002824.SZ	挤压铝材、电池托盘等	67	75	203	310	83	33	21
坚朗五金	002791.SZ	门窗幕墙五金配件	715	817	1191	1644	87	60	43
平均 PE								46	32

资料来源: Wind 一致预期, 信达证券研发中心

风险因素

公司汽车轻量化铝型材产品产销量不及预期; 公司系统门窗销售增长不及预期; 铝价大幅上涨导致公司产品毛利率下滑。

会计年度	单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1,717	2,467	2,014	2,363	2,941
货币资金	386	789	188	222	278
应收票据	103	155	169	200	252
应收账款	729	864	943	1,115	1,400
预付账款	16	16	18	21	26
存货	413	462	504	587	726
其他	70	180	192	217	259
非流动资产	1,211	1,546	1,848	2,153	2,463
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产(合计)	858	1,017	1,189	1,366	1,547
无形资产	218	262	307	351	396
其他	135	267	352	436	521
资产总计	2,928	4,014	3,861	4,516	5,404
流动负债	1,252	1,703	1,382	1,772	2,258
短期借款	899	1,206	847	1,161	1,520
应付票据	8	0	0	0	0
应付账款	218	316	344	401	496
其他	127	181	191	210	243
非流动负债	259	189	189	189	189
长期借款	58	44	44	44	44
其他	201	146	146	146	146
负债合计	1,510	1,892	1,571	1,962	2,448
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	1,418	2,121	2,290	2,554	2,956
负债和股东权益	2,928	4,014	3,861	4,516	5,404

会计年度	单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	2,968	3,437	3,751	4,438	5,569
同比(%)	10.6%	15.8%	9.1%	18.3%	25.5%
归属母公司净利润	167	116	155	247	380
同比(%)	77.4%	-30.7%	33.8%	59.0%	54.0%
毛利率(%)	16.7%	14.8%	14.9%	16.2%	17.4%
ROE%	11.8%	5.5%	6.8%	9.7%	12.9%
EPS(摊薄)(元)	0.72	0.50	0.67	1.06	1.63
P/E	0.00	29.46	25.22	15.86	10.30
P/B	0.00	1.61	1.71	1.53	1.32
EV/EBITDA	2.49	17.29	19.53	15.07	11.36

会计年度	单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	2,968	3,437	3,751	4,438	5,569
营业成本	2,471	2,927	3,191	3,718	4,600
营业税金及附加	16	13	15	17	22
销售费用	130	128	140	165	208
管理费用	79	88	96	113	142
研发费用	94	121	132	156	196
财务费用	50	57	49	45	45
减值损失合计	0	0	0	0	0
投资净收益	50	4	4	5	6
其他	5	11	28	33	41
营业利润	184	117	160	259	403
营业外收支	0	8	7	7	7
利润总额	183	125	167	266	410
所得税	16	9	12	20	30
净利润	167	116	155	247	380
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	167	116	155	247	380
EBITDA	237	228	240	329	463
EPS(当年)(元)	0.72	0.50	0.67	1.06	1.63

会计年度	单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	137	20	160	120	118
净利润	167	116	155	247	380
折旧摊销	59	69	62	62	62
财务费用	48	50	64	62	83
投资损失	-50	-4	-4	-5	-6
营运资金变动	-94	-225	-110	-239	-394
其它	8	15	-7	-7	-8
投资活动现金流	-5	-437	-339	-338	-337
资本支出	-57	-443	-343	-343	-343
长期投资	50	0	0	0	0
其他	2	6	4	5	6
筹资活动现金流	-13	839	-423	252	276
吸收投资	0	609	0	0	0
借款	65	296	-359	315	358
支付利息或股息	-46	-50	-64	-62	-83
现金流净增加额	119	415	-602	34	57

研究团队简介

姜永刚，金属和新材料行业首席分析师。中南大学冶金工程硕士。2008 年就职于中国有色金属工业协会，曾任中国有色金属工业协会副处长。2016 年任广发证券有色行业研究员。2020 年 1 月加入信达证券研究开发中心，担任金属和新材料行业首席分析师。

黄礼恒，金属和新材料行业资深分析师。中国地质大学（北京）矿床学硕士，2017 年任广发证券有色金属行业研究员，2020 年 4 月加入信达证券研究开发中心，从事有色及新能源研究。

董明斌，中国科学技术大学物理学硕士，2020 年 4 月加入信达证券研究开发中心，从事建材及钢铁研究。

云琳，乔治华盛顿大学金融学硕士，2020 年 3 月加入信达证券研究发展中心，从事贵金属及小金属研究。

白紫薇，吉林大学区域经济学硕士，2021 年 7 月加入信达证券研究开发中心，从事钛镁等轻金属及锂钴等新能源金属研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南区销售	焦扬	13032111629	jiaoyang@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。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：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。