

豪美新材 (002988)

证券研究报告

2022年08月11日

铝型材应用领域升级，系统门窗十年磨一剑

传统铝加工业升级，聚焦系统门窗和汽车轻量化

公司目前主营业务铝型材（21FY 营收占 89.8%），其中以建筑和一般工业铝型材为主，定价模式为“铝锭+加工费”，因此毛利率水平较低（10%出头），铝材方面公司向壁垒更高的汽车用铝型材拓展，建材下游延伸至偏定制化的系统门窗业务。目前公司拥有建筑铝型材产能和一般工业（包括汽车轻量化）产能各 15 万吨，随着产能利用率及高毛利业务占比提升，我们看好公司未来的营收/利润的双成长性，给予“买入”评级。

产品/品牌优势显著，系统门窗渠道发力进行时

公司由建材用铝材业务向下游延伸至系统门窗。行业层面看，目前我国系统门窗渗透率仅 5%，绿色建筑相关政策和消费者主观升级促进门窗消费升级需求。公司系统门窗品牌为“贝克洛”，09 年建立，前期深耕工程业务，进入保利、绿地、中海等头部房企集采，后续 C 端业务有望快速发力。22H1 系统门窗业务工程中标量 44.86 万平方米，yoy+86.77%，其中 Q2 中标 39.65 万平方米，同比增长 156.47%；公司产品&品牌力均位于行业头部，22 年开始大力度拓展 C 端零售渠道，目前在渠道建设上已取得初步成果。此外，此业务毛利率维持在 30%以上（远高于传统业务），给公司带来成长性的同时增厚利润，公司现金流也有望优化。

早期汽车轻量化布局，新能源催化喜迎收获期

行业层面，节能减排相关政策推动下不论是燃油还是新能源车对轻量化均有需求，从而拉动行业对铝材的需求，其中，我们测算 2022 年我国车用铝型材需求空间约 74.3 万吨，2025 年约 109.6 万吨，相对 22 年增幅 48%，远超整体用铝量的需求增速（29%）。

公司 2014 年起布局汽车轻量化业务，公司各轻量化产品通过汽车零部件企业在汽车上应用（目前以电池托盘和防撞梁为主）。客户方面，21FY 末，公司汽车轻量化领域已取得 170 多个定点项目，其中已量产项目 70 余个，覆盖车型包括奔驰、宝马、本田、丰田、比亚迪、长城、吉利、小鹏、蔚来等，向约 30 家汽车零部件一级供应商提供铝合金材料和部件。汽车产业链认证周期较长，新能源车的发展将给公司业务拓展带来新契机，随着产能扩张，21FY 汽车用铝型材销售收入 4.45 亿元，yoy+164%。公司精美工厂受 22 年 4 月安全事件影响，业绩释放或将延后，明年有望取得较高增速。

投资建议：公司系统门窗渠道不断拓展，下游认证及高景气下汽车轻量化业务有望保持高增，同时产品结构变化将带动公司整体盈利能力提升，我们预计 22-24 年公司归母净利润 1.54/3.35/5.30 亿元，对标可比公司 16x PE，23 年目标价 23 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：汽车销量下滑、原材料价格大幅上涨、贸易政策、地产开工不及预期、文中测算具有一定主观性仅供参考、安全风险

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,437.14	5,599.51	5,980.27	7,301.36	8,011.09
增长率(%)	15.82	62.91	6.80	22.09	9.72
EBITDA(百万元)	352.10	519.01	402.08	613.52	816.14
净利润(百万元)	115.93	139.15	154.15	335.46	530.15
增长率(%)	(30.73)	20.03	10.78	117.62	58.04
EPS(元/股)	0.50	0.60	0.66	1.44	2.28
市盈率(P/E)	32.19	26.82	24.21	11.12	7.04
市净率(P/B)	1.76	1.67	1.56	1.37	1.15
市销率(P/S)	1.09	0.67	0.62	0.51	0.47
EV/EBITDA	10.96	11.82	12.00	9.05	5.39

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业 有色金属/工业金属

6 个月评级 买入（首次评级）

当前价格 16 元

目标价格 23 元

基本数据

A 股总股本(百万股) 232.77

流通 A 股股本(百万股) 84.22

A 股总市值(百万元) 3,724.32

流通 A 股市值(百万元) 1,347.51

每股净资产(元) 9.72

资产负债率(%) 59.90

一年内最高/最低(元) 23.77/9.77

作者

鲍荣富 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

杨诚笑 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517020002
yangchengxiao@tfzq.com

王涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521010001
wangtao@tfzq.com

熊可为 联系人
xiongkewei@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

内容目录

1. 专注铝型材，应用范围不断拓宽.....	4
2. 铝型材应用广阔，碳中和催生新需求	7
2.1. 建筑为主要应用领域，系统门窗附加值高.....	8
2.1.1. 门窗企业众多，产值超 2000 亿元	9
2.2. 铝合金性能优越，为汽车轻量化的理想材料	10
3. 厚积薄发，公司品牌认知度不断提升	11
3.1. 注重研发，智能制造铸就品质产品	11
3.2. 贝克洛专注高性能门窗，品牌逐渐树立	12
3.3. 汽车轻量化铝型材：华南最具规模，客户拓展顺利	14
4. 盈利预测与估值	16
5. 风险提示.....	17

图表目录

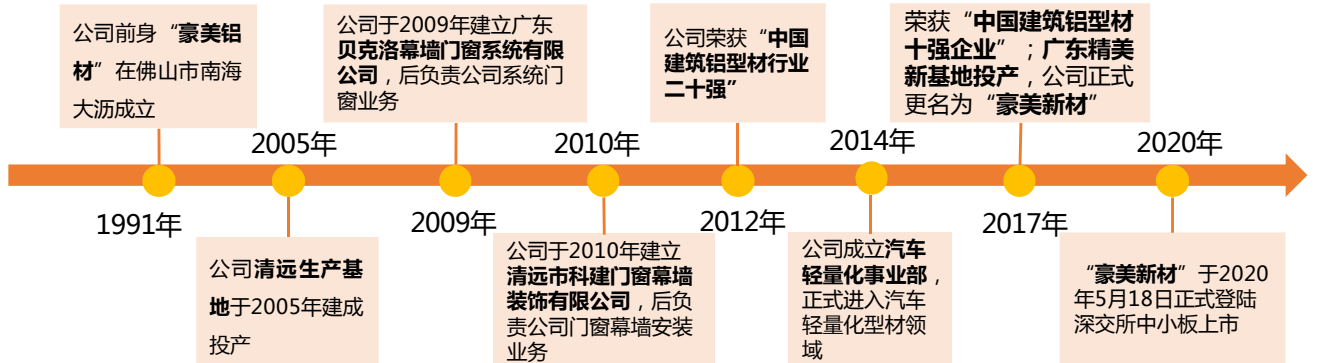
图 1：公司发展历程	4
图 2：2017-2022Q1 公司营收及增速	4
图 3：2017-2022Q1 公司归母净利及增速	4
图 4：公司业务概览.....	5
图 5：2017-2021 年公司各业务营收占比	5
图 6：2017-2021 年公司各业务毛利率走势.....	5
图 7：2013 年以来铝锭价格走势	6
图 8：豪美新材股权结构（截止 2022 年二季度）	6
图 9：铝型材产业链.....	7
图 10：2016-2021E 铝门窗行业产值（单位：亿元）	9
图 11：断桥铝门窗市场规模测算	9
图 12：不同材料的性能.....	10
图 13：汽车轻量化部件.....	11
图 14：2017-2021 年研发费用及研发费用率	12
图 15：公司所获认证.....	12
图 16：公司门窗销售模式与主要客户	13
图 17：国内部分上市门窗企业销售金额	13
图 18：国内部分上市企业门窗业务毛利率	13
图 19：贝克洛营收及净利润.....	14
图 20：汽车轻量化产品产能.....	15
图 21：公司汽车轻量化业务营收及增速	15
图 22：豪美新材汽车业务 vs. 亚太科技毛利率.....	15

表 1: 主要铝加工企业	7
表 2: 与豪美新材业务趋同的铝加工企业	8
表 3: 建筑节能相关政策.....	8
表 4: 《2021-2022AlSurvey 门窗幕墙行业大型读者调查活动》“门窗十大首选品牌”排行	10
表 5: 汽车轻量化用铝空间测算.....	11
表 6: 系统门窗的优势（以贝克洛 NOW55 系列为例）	12
表 7: 主要业务营收预测.....	16
表 8: 各项费用率预测	17
表 9: 可比公司估值	17

1. 专注铝型材，应用范围不断拓宽

豪美新材前身为成立于 1991 年的豪美铝业，2020 年 5 月登陆深交所中小板上市。公司为国内大型铝型材制造商，具备从熔铸到深加工的完整铝基新材料产业链，近年来转型发展成为一家专业从事汽车轻量化材料技术创新和产业化应用以及建筑门窗系统产品集成的国家重点高新技术企业，目前已经是华南地区最具规模的汽车轻量化铝基新材料企业之一。

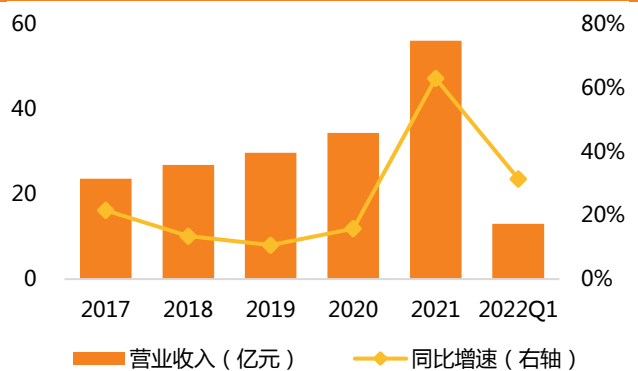
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，天风证券研究所

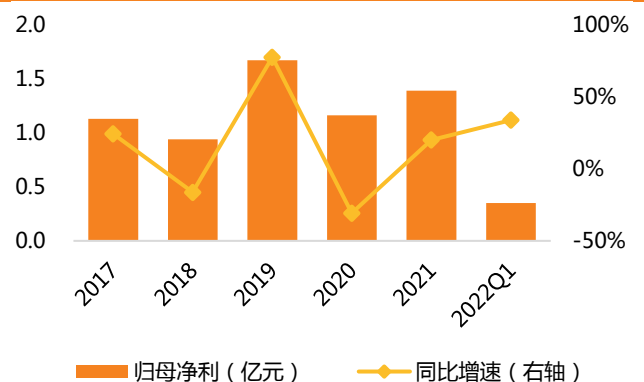
公司营收稳中向好，2021 年整体实现高增。2017 年以来公司营业收入保持稳定增长，2017-2020 年 CAGR 为 13.3%；公司业绩在 2021 年实现大幅增长，全年营业收入达到 56 亿元，规模大幅高于往年水平，同比增长 62.91%；主要系公司募投项目产能释放，叠加上游铝锭涨价，促使公司铝型材业务量价齐升。公司 2021 年归母净利润同比增长 20.03% 至 1.39 亿元，22Q1 仍然维持了 33.9% 的较高增速。

图 2：2017-2022Q1 公司营收及增速



资料来源：wind，天风证券研究所

图 3：2017-2022Q1 公司归母净利润及增速



资料来源：wind，天风证券研究所

公司业务可分为两大块，铝型材及系统门窗。铝型材业务可分为工业用铝型材、建筑用铝型材、汽车轻量化铝型材，系统门窗业务可分为系统门窗销售业务、门窗幕墙安装业务。其中铝型材的生产销售部分由子公司精美特材负责运营，系统门窗业务由公司自有的“贝克洛”子公司及其同名品牌负责销售，门窗幕墙安装业务由孙公司科建装饰负责。公司目前铝型材加工总产能约 30 万吨，其中建材约 15 万吨，工业材（含汽车材）约 15 万吨。进一步看，汽车轻量化 > 建筑用 > 工业用铝型材毛利率，工业用的铝材对称且方正标准化程度更高、表面处理工艺简单，因此毛利率低于建筑用铝材，而汽车产业链认证壁垒高、产品要求也更高（通常需经过 CNC、锯切、拉弯等后道工序），其技术加工水平的要求最高，因此加工费也最高，盈利能力也最高。

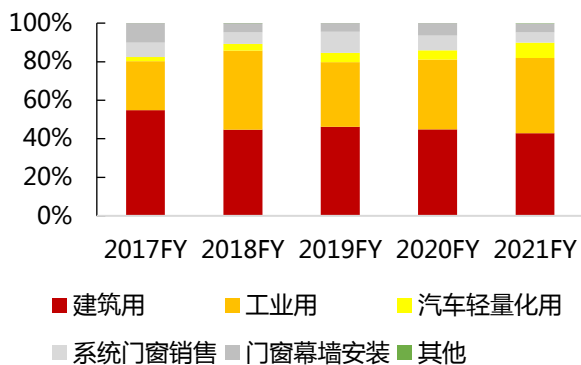
图 4：公司业务概览

业务分类	细分产品	产品样式	产品特点	加工费			
				(万元/吨)	2017	2018	2019
铝型材	建筑用 (42.88%)		可塑性强、密闭性能好、使用寿命长、耐候性优良、装饰效果优雅、节能环保等特点	建筑用	0.65	0.7	0.68
	一般工业用 (39%)		主要产品：异型材、水冷板、棒材、管材等 主要合金：6063、6061、6082等	一般工业用	0.46	0.5	0.48
	汽车轻量化 (7.94%)		质量轻、强度高、耐腐蚀、抗压溃性能高等 主要合金：6063、6061、6082、7003、7046、7H46等	汽车轻量化	0.82	1.1	1.1
				平均	0.59	0.62	0.61
系统门窗	门窗销售 (5.39%)		断桥铝、专用五金、汽车胶条、专用附件等 型材合金号6060-T6	公司营收分区域/渠道			
	门窗幕墙安装 (4.64%)		公司拥有更为全面的产业链，无需外购铝材和委托安装等				
				国内	89%		
			出口	11%			
			经销	25%			
			直销	75%			

资料来源：公司官网，招股说明书，天风证券研究所
注：括号中为 2021 年不同业务营收占比

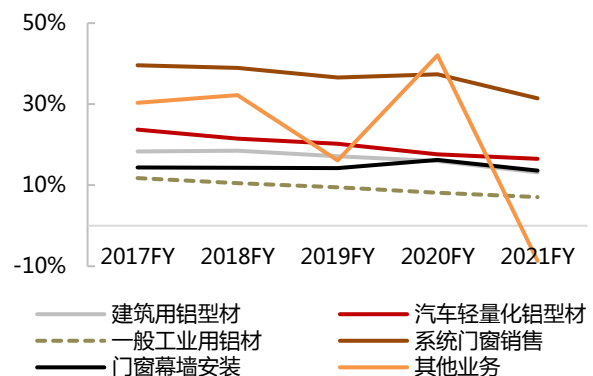
根据 2021 年报，铝型材销售占公司主营业务收入的 89.82%（建筑用、工业用、汽车轻量化用分别为 43%、39%、8%），系统门窗销售占 5.39%，门窗幕墙安装业务占 4.64%。分区域看，21FY 为例，公司营收 89%在国内，11%为出口；分销售渠道，公司以直销为主，2021 年占比 75%，经销占比 25%。**成本加成（铝锭价格+加工费）定价模式使得各项铝型材业务毛利率波动较小**，2021FY 各铝型材业务毛利率存在明显下降，主要在于 21 年铝锭价格涨幅较大所致，今年以来铝锭价格有所下降，我们预计毛利率有望回升；此外，系统门窗业务由于高定制化，历年毛利率均保持在 30%以上。

图 5：2017-2021 年公司各业务营收占比



资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：2017-2021 年公司各业务毛利率走势



资料来源：wind，天风证券研究所

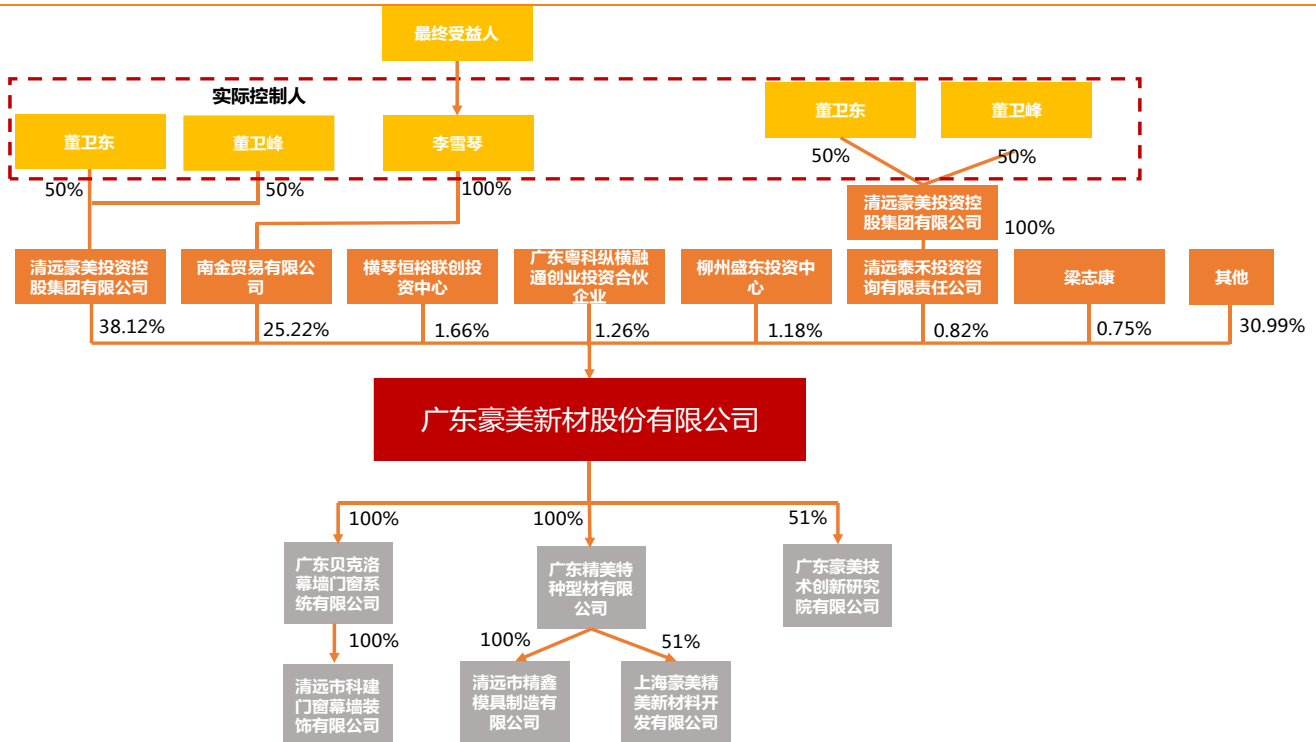
图 7：2013 年以来铝锭价格走势



资料来源：wind，天风证券研究所

公司股权结构稳定。截止 2022 年二季度，公司控股股东豪美投资控股集团有限公司直接持有公司 38.12%的股权，并通过泰禾投资间接持有公司 0.82%的股权，合计持有公司 38.94%的股权。董卫峰、董卫东、李雪琴（南金贸易公司实际控制人，100%持股）三人为公司实控人，通过豪美控股、南金贸易和泰禾投资合计持有公司 64.16%的股权；其中，董卫峰、董卫东为兄弟关系，李雪琴、董卫东系夫妻关系。此外，公司下设两个全资子公司，侧重于不同业务范围，贝克洛专注重门窗业务的生产销售，精美特材专注工业型材的生产销售。

图 8：豪美新材股权结构（截止 2022 年二季度）



资料来源：wind，天风证券研究所
注：南金贸易有限公司现已告解散

2. 铝型材应用广阔，碳中和催生新需求

上游原材料看，生产原料单一。我国铝材的来源是电解铝，氧化铝是生产电解铝的唯一原材料，铝土矿几乎是生产氧化铝的唯一原料。2021 年全球电解铝总产量超 6700 万吨，其中我国电解铝产量 3850 万吨，占比超 50%，电解铝的主要生产企业有云铝、神火股份等。

下游应用看，铝型材主要应用于建筑领域和工业领域，可分为建筑型材和工业型材两大类。建筑型材主要用于建筑及房地产业，在建筑铝型材的分品种消费领域中，铝合金门、窗、幕墙型材又占其中的主体。工业铝型材主要应用于交通运输、机电设备、耐用品、电子电器四个领域。铝制品在建筑及房地产行业为玻璃幕墙及系统门窗的材料，在汽车轻量化领域，可用于包括汽车地板、连接件、门窗、行李架车体等。

图 9：铝型材产业链



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

中游主要是各种铝加工厂，其中铝型材的需求为主导。铝加工产品主要可以分为铝挤压材、铝箔材、铝板带材、铝锻件、铝压铸件等。我国铝材行业集中度较低，铝加工和行业根据企业的产能划分，可分为三个梯队。其中，铝加工制品产能超过 100 万吨的企业有南山铝业、云铝股份；产能在 40-100 万吨之间的企业有宏创控股、鼎盛新材和 St 中孚等；产能低于 40 万吨的企业有新疆众和、豪美新材、亚太科技和万邦德等。

表 1：主要铝加工企业

公司名称	铝加工业务比 (%)	内销比 (%)	21FY 营收 (亿元)	铝加工相关业务/产品
南山铝业	97.39	54.02	287.25	动力电池箔、香烟包装箔、医药包装箔、空调箔等
云铝股份	53.00	98.83	416.69	铝土矿开采、氧化铝生产、铝冶炼、铝加工及铝用碳素生产
中孚实业	70.14	65.03	152.83	煤炭开采、火力发电、电解铝和铝精深加工产品的生产、销售及技术研发
宏创控股	99.20	71.20	31.91	高精度铝板带
鼎盛新材	96.96	61.93	181.68	铝板带箔
新疆众和	12.13	94.79	82.26	电极箔、电子铝箔
豪美新材	89.92	89.33	56.00	铝合金型材和系统门窗
亚太科技	95.15	86.05	60.17	主营高性能铝挤压材的研发、生产和销售

资料来源：前瞻产业研究院，wind，天风证券研究

注：上述表格中铝加工业务占比及内销比为 2021 年数据

2.1. 建筑为主要应用领域，系统门窗附加值高

根据中国有色金属加工工业协会，2021 年全国铝型材产量约 2059 万吨，同比增长 2.3%，其中建筑铝型材产量 1380 万吨，占铝型材产量的 67.02%，工业铝型材产量 679 万吨，占铝型材产量的 32.98%。

一般建筑用的铝型材，主要应用于门窗、幕墙、采光顶、雨棚、隔断、装饰材料及结构部件等。如中国忠旺主要产品为铝模板（20 年该业务营收 98 亿元）、兴发铝业主要产品为门窗幕墙铝材，从整体规模看，豪美新材处于中等水平。

表 2：与豪美新材业务趋同的铝加工企业

	销量 (吨)	21FY 营收 (亿)	产品类型
中国忠旺	767,392	204.0	铝模板、工业铝挤压材料、建筑铝型材
兴发铝业	685,006	154.3	门窗幕墙铝材
亚太科技	225,903	15.5	管材类、型材类、棒材类、铸棒类
闽发铝业	91,252	4.1	建筑、工业铝型材
和胜股份	55,800	6.8	电子消费品类、耐用消费品类、汽车部件类等
豪美新材	246,646	56.0	建筑、工业、汽车轻量化铝型材

资料来源：wind，各公司年报，天风证券研究所

注：中国忠旺的数据为 2020 年

向更下游延申，不同于一般的建筑用铝型材，系统门窗制作精细化，由多个零部件相互配合集成（主要包括铝型材、五金配件、密封胶条、玻璃等）。相对传统门窗性能较为优异，功能更多元化，系统门窗因密封性、隔热性优越，具有节能减排效果，潜在市场庞大，以系统门窗为代表的中高端门窗行业市场利润较高。

绿色建筑催生门窗新需求。建筑能耗占我国全国社会总能耗的 30% 左右，而通过门窗损失的能量约占建筑物外围护结构能量损失的 50%。2022 年以来绿色节能相关政策频出，《“十四五”建筑节能与绿色建筑发展规划》指出到 2025 年，城镇新建建筑全面建成绿色建筑。城镇新建居住建筑能效水平提升 30%，城镇新建公共建筑能效水平提升 20%。建筑节能减排已成为时下热点问题，系统门窗作为“绿色建材”品种，有望迎来发展期。

表 3：建筑节能相关政策

政策名称	日期	颁布主体	政策要点
《“十三五”节能减排综合工作方案》	2017 年	国务院	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
《绿色建筑创建行动方案》	2020 年	住建部、发改委	力争到 2022 年，当年城镇新建建筑中绿色建筑面积占比达到 70%；既有建筑能耗水平需进一步提升，住宅健康性能不断完善，装配化建筑方式占比稳步提升，绿色建材应用将进一步扩大
《“十四五”建筑节能与绿色建筑发展规划》	2022 年	住房城乡建设部	到 2025 年，城镇新建建筑全面建成绿色建筑。城镇新建居住建筑能效水平提升 30%，城镇新建公共建筑能效水平提升 20%。
《“十四五”住房和城乡建设科技发展规划印发》	2022 年	住房城乡建设部	在城乡建设绿色低碳技术研究方面，以支撑城乡建设绿色发展和碳达峰碳中和为目标，聚焦能源系统优化、市政基础设施低碳运行、零碳建筑及零碳社区、城市生态空间增汇减碳等重点领域。

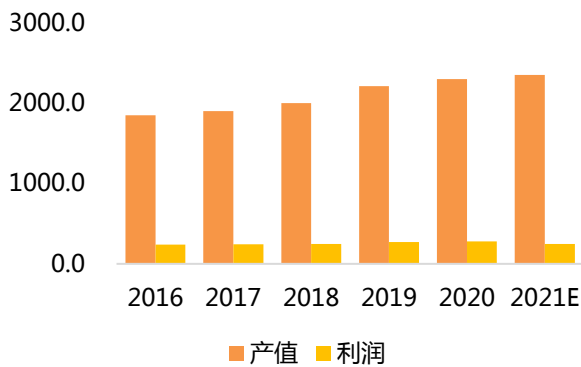
资料来源：国务院，住建部，发改委，天风证券研究所

2.1.1. 门窗企业众多，产值超 2000 亿元

我国门窗市场的需求量约为每年 5 亿平方米，我国的建筑门窗产品市场上，铝门窗产品占的比例最大，为 55%，2017 年，绝大部分的铝门窗依然是普通铝型材安装单层玻璃，有断桥功能配有中空玻璃的铝门窗占整个铝窗市场的比例不足 20%，但由于环保节能，安全系数远超于普通单层玻璃窗，断桥铝门窗也越来越受市场青睐。对于更高端的系统门窗，渗透率更低，国内市场渗透率仅为 2%-5%（欧洲 70%以上），国内系统门窗行业仍处于发展初期。

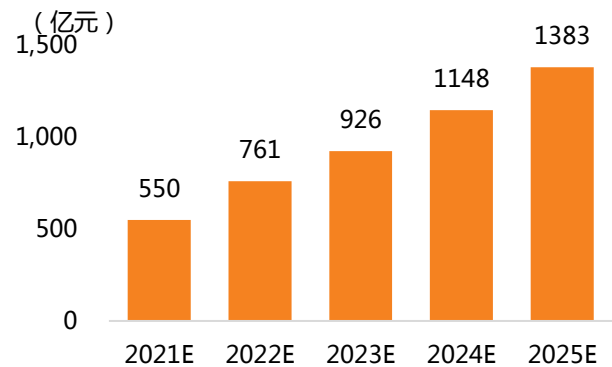
铝门窗随着房地产近几年产值缓慢增长，目前总产值维持在 2500 亿左右。进一步，我们对更为节能的断桥铝门窗的市场规模进行测算，假设 1) 22-25 年门窗需求以 5%的速度增长；2) 铝门窗占比从 21 年的 55%缓慢增长至 65%；3) 断桥铝门窗占比从 21 年的 20%增长至 25 年的 35%；4) 断桥铝门窗单价为 1000 元/平米。由此我们测算得到 2025 年断桥铝门窗市场规模有望达到 1383 亿元，2021-2025 年 CAGR 达 26%。

图 10：2016-2021E 铝门窗行业产值（单位：亿元）



资料来源：中国幕墙网，天风证券研究所

图 11：断桥铝门窗市场规模测算



资料来源：中国门窗网，天风证券研究所预测

据中国幕墙网，2021 年铝门窗企业高达 9000 家，幕墙企业 1200 家，门窗幕墙行业前 100 强企业占据行业约 75%的市场份额和优势资源。**从事铝门窗幕墙的企业数量较多，但具有一定规模及品牌效应的企业相对较少。**根据门窗行业统计调查数据，YKKAP、北京嘉寓、广东贝克洛、阿鲁克等品牌，在市场内的接受度越来越高，品牌度与日俱增。国内的铝门窗市场依然以差异化竞争为主，断桥隔热的高端铝外开下悬、折叠等功能，以及集成防火、新风、排烟等功能和专利的产品，将成为主要的市场增长点。从国内品牌看，除了已经上市的豪美新材，即将上市的系统门窗企业有皇派家居、索菲亚携手圣保罗进军系统门窗。

供给端的进一步规范化有望带动行业发展。除已有国外品牌外（YKK、旭格），国内家居龙头也跨界进入该领域，龙头有望引领行业高质量发展。此外，2021 年出台的 GB/T8478《铝合金门窗》，和 2021 年开始实施的 GB/T 39529《系统门窗通用技术条件》也为铝门窗行业的规范发展加上“紧箍咒”。需求端看，根据上文绿色建筑的政策梳理，叠加中长期消费者的品质需求，系统门窗有望加速放量，据《2022 中国定制门窗行业发展趋势研究报告》，2019 -2021 年，高端系统门窗市场增速分别高达 43%、30%和 40%。

企业众多，如何脱颖而出？—— 1) 渠道；2) 产品开发和资源整合能力。

1) **产品力是基础，公司在国内市场相对国外品牌有针对性优势，同时过往工程业绩奠定了较好的产品研发和快速迭代优势。**具体看，相比于国外品牌，豪美产品有针对性优势（台风、酸雨场景下的应用），公司工程业务起家，且承接多个地标性建筑相关业务，产品积累深厚，拥有研发和快速迭代能力。

2) **渠道方面，标志性工程的经验积累，未来 B/C 双轮驱动。**国内系统门窗市场，销售渠道主要可分为经销、直营及大宗业务。类似大家居，我们认为零售渠道的建设最为重要，目前家居行业的上市公司也多为零售渠道起家。以知名品牌皇派门窗为例，皇

派门窗是一家专注于研发、设计、生产和销售定制化系统门窗的高新技术企业，凭借多年的技术和行业一线客户数据积累，形成了丰富的产品矩阵，渠道经销商布局超过 800 家。同时，跨界入场的巨头索菲亚也拥有一定渠道优势。公司虽然当前在传统零售渠道方面并不占优，但依托在 B 端高端地产领域积累的品牌优势，以及能够给经销商进行的工程段赋能，未来有望在渠道端快速追赶。

- 3) **资源整合能力：**与皇派、索菲亚等竞争对手相比，贝克洛拥有从上游原材料到中游加工再到下游销售/服务的全产业链能力，产品可追溯至最前端的铝型材，并且实现了系统门窗关键部件的自产，这些有望使得公司积累成本优势，并且提升产品品质感。

表 4：《2021 - 2022 AISurvey 门窗幕墙行业大型读者调查活动》“门窗十大首选品牌”排行

企业名称	品牌	综合评定
威可楷爱普建材有限公司	YKKAP	★★★★★
北京嘉寓门窗幕墙股份有限公司	嘉寓	★★★★★
广东贝克洛幕墙门窗系统有限公司	贝克洛	★★★★★
阿鲁克幕墙门窗系统（上海）有限公司	AluK	★★★★☆
浙江墅标智能家居科技有限公司	墅标	★★★★
四川华夏建辉门窗幕墙装饰有限公司	华夏建辉	★★★★
辽宁雨虹门窗有限公司	雨虹	★★★★
北京和平铝业有限公司	和平	★★★☆☆
飞宇门窗有限公司	飞宇	★★★☆☆
广东高登幕墙门窗工程有限公司	高登	★★★

资料来源：中国幕墙网，天风证券研究所

2.2. 铝合金性能优越，为汽车轻量化的理想材料

从性能上看，铝型材是交通轻量化最理想的材料之一。从密度上看，铝合金密度仅为钢材和铜合金的 30-40%，使用铝合金替代钢材可有效减轻汽车重量。同时，铝合金在强度、加工性能、耐腐蚀性方面都具备优势，是代替钢材的首选材料。

图 12：不同材料的性能

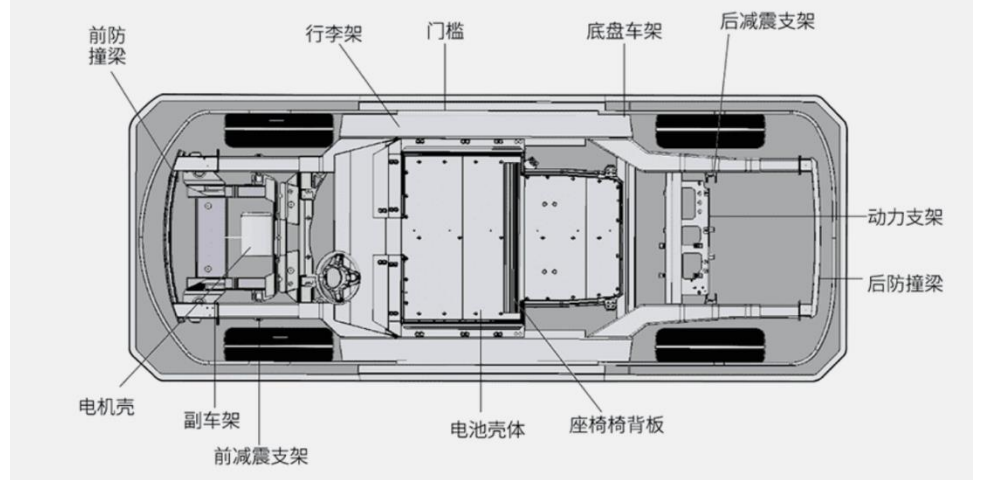
	铝	钢	铜
密度	密度低 2.7g/cm ³	密度较高 7.9g/cm ³	密度较高 8.5-8.9g/cm ³
比强度 (强度/密度)	高	较高	一般
加工性能	加工性能好， 可通过挤压 生产型材	加工性能一般， 必须通过机械 加工或焊接实 现复杂形状	加工性能一般， 必须通过机械 加工或焊接实 现复杂形状
耐腐蚀性	难以腐蚀， 在空气中自 然形成防腐 蚀的氧化膜	容易腐蚀	在湿度高、酸 或碱性介质下 会产生腐蚀

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

汽车轻量化对于节能减排具有重要意义，根据美国铝业协会，车重每减轻 25%，就能够使汽车加速到 96.56 km/h 的时间从原来的 10 s 减少到 6 s，同时可以降低动力和动力传动系统的负荷，能够使汽车在较低的牵引负荷状态下即可表现出同样的或者更好的性能。对于传统燃油车，约 75% 的油耗与整车重量有关，汽车重量每下降 10%，油耗下降 8%，尾气排放下降 4%；此外，新能源车的出现给铝合金等汽车轻量化材料提供了更广阔的市场空间，纯锂电力汽车因为锂电池自身重量较重、占用空间大，导致整体车身较重，因此需要更多的轻量化材料达到减重目的。

政策推动汽车轻量化发展，2021年6月，工业和信息化部、科技部、财政部、商务部印发《汽车产品生产者责任延伸试点实施方案》中明确，到2023年，报废汽车再生资源利用水平稳步提升，资源综合利用率达到75%；汽车可回收利用率达到95%，汽车材料使用中增加铝合金的使用将成为必由之路。

图 13：汽车轻量化部件



资料来源：公司官网，天风证券研究所

我们测算汽车轻量化用铝型材 2025 年将达到近 110 万吨，相对 2022 年需求量增幅 48%。具体看，主要测算假设：（1）根据中国汽车工业协会的预测假设 2022 年中国汽车总销量为 2700 万辆，2025 年为 3000 万辆。其中 2022 年乘用车的销量为 2300 万辆，商用车销量为 400 万辆，新能源汽车销量为 550 万辆。根据《新能源汽车产业发展规划(2021—2035 年)》，2025 年我国新能源汽车销量占比 20%左右。（2）根据 CM Group 预测，我国 2022 年乘用车/纯电动车/插电混动车的单车平均用铝量分别是 153.9/188.2/215.5kg，商用燃油车/纯电动车的单车平均用铝量分别是 111.2/257.7kg。2025 年乘用车/纯电动车/插电混动车的单车平均用铝量分别是 179.8/226.8/238.3kg，商用燃油车/纯电动车的单车平均用铝量分别是 133/303.6kg。综上，我们测算 2022 年我国车用铝材需求空间约 613.6 万吨，2025 年约 799.5 万吨，相对 22 年增幅 30%。（3）进一步看对铝型材的需求量，同样根据 CM Group 对单车用量的预测，我们测算 2022 年我国车用铝型材需求空间约 74.3 万吨，2025 年约 109.6 万吨，相对 22 年增幅 48%，远超整体用铝量的需求。

表 5：汽车轻量化用铝空间测算

	2022E					2025E				
	乘用车			商用车		乘用车			商用车	
	燃油	纯电	混动	燃油	纯电	燃油	纯电	混动	燃油	纯电
汽车产量（万辆）	1820	320	160	330	70	2040	340	170	360	90
单车平均用铝量（kg/辆）	153.9	188.2	215.5	111.2	257.7	179.8	226.8	238.3	133	303.6
其中：铝型材	20.4	21.5	32.8	3.9	20.6	28.1	25.8	40.9	4.2	24.2
车用铝材耗损率	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
车用铝材需求量（万吨）	400.14	86.03	49.26	52.42	25.77	523.99	110.16	57.87	68.40	39.03
铝型材需求量（万吨）	53.0	9.8	7.5	1.8	2.1	81.9	12.5	9.9	2.2	3.1
合计需求量（万吨）	613.62					799.46				
合计铝型材需求量（万吨）	74.26					109.63				

资料来源：中研网，CM Group，中国汽车工业协会，盖世汽车研究院，《新能源汽车产业发展规划(2021—2035 年)》，立鼎产业研究网等，天风证券研究所

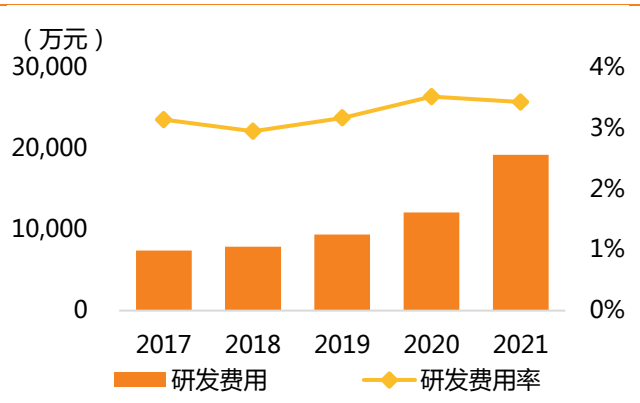
3. 厚积薄发，公司品牌认知度不断提升

3.1. 注重研发，智能制造铸就品质产品

公司拥有 700 多项技术专利，为国标主要参编单位。公司参与制修订国家标准 44 项，产品先后通过 ISO9001 质量管理体系认证、ISO14001 环境管理体系、欧盟 CE 认证与欧盟 QUALICOAT 认证，检测中心通过了国家认可实验室 CNAS 认证。

研发费用角度，公司重视新产品研发，持续加大研发投入，研发费用率维持在 3% 以上，21 年研发费用达 1.92 亿元。公司实行产学研合作协同，与中南大学、北京科技大学、北京有色金属研究总院等国内知名院校合作，组建广东省铝镁轻金属材料产学研联盟，在铝合金等温挤压、汽车防撞梁型材设计加工、阶梯型双腔三道密封平开铝合金窗系统等产品技术领先。

图 14：2017-2021 年研发费用及研发费用率



资料来源：wind，天风证券研究所

图 15：公司所获认证



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

设备满足大尺寸及中高端市场。公司共拥有现代化挤压机 30 台。其中，挤压力超过 15MN 的挤压机共 16 台，90MN、55MN 超大型挤压机各一台，反向挤压机 1 台，同时配置了含氟碳喷涂、粉末喷涂、阳极氧化及电泳生产线，型材生产长度可达到 16 米，阳极氧化产品可达到 13.5 米，氟碳及粉末喷涂最大长度可达到 10 米，以满足客户大尺寸定制需求。（仅为招股说明书数据，实际或更多）

3.2. 贝克洛专注高性能门窗，品牌逐渐树立

建筑材料领域，除了一般的建筑铝材，公司已将产业链延伸至铝型材下游的系统门窗行业。公司拥有从检测、研发、设计、原材料提供、产品生产到安装的一体化业务，是全国较早取得建筑门窗幕墙科技产业化应用基地称号的企业。

从产品性能上看，贝克洛系统门窗的气密性能较普通门窗可提升达 10 倍，隔热性能可提升 1 倍。夏季可阻隔室外高温的侵入，冬季亦可阻隔室内热量的流失，由此实现节能减排。在华南区域夏季，贝克洛系统门窗较使用普通门窗的家庭可降低空调耗电量 20% 以上，有效降低建筑使用能耗，真正实现绿色建筑节能。

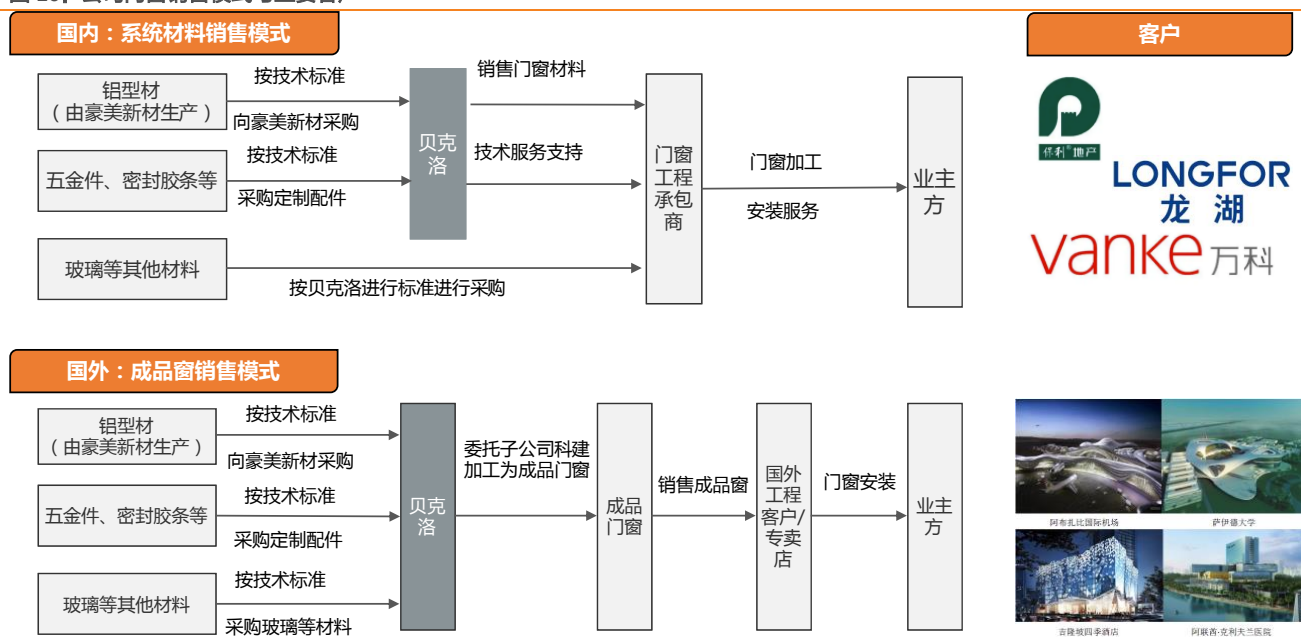
表 6：系统门窗的优势（以贝克洛 NOW55 系列为例）

门窗性能	贝克洛 NOW55 系列（系统门窗）	HM50 系列（非系统门窗）	与普通门窗对比	性能说明
隔音性能	32dB	16dB	隔音性能提升一倍	可将室外噪音从闹市水平（60-70dB）降至低语水平，有效隔绝交通噪音等污染。
抗（台）风压性	9 级 (>5000Pa)	4-6 级 (2000-4000Pa)	防风性能大幅提高	一般能够抵御 17 级强风。
水密性	6 级 (>700Pa)	1-3 级 (<300Pa)	防水性能大幅提高	通过门窗内外壁间的多层腔室设计，使渗过外壁的雨水在重力作用下向外流出，不接触内壁，从而消除雨水渗漏。
气密性	8 级 (<0.5m ³ /m ² ·h)	1-3 级 (>10 m ³ /m ² ·h)	气密性能提升达 10 倍	降低灰尘以及 PM2.5 颗粒侵扰，也能减轻大风天气的风哨声。
隔热 Uf 值	2.48w/m ² ·k	k 6.04w/m ² ·k	室内外能量交换速率减缓至 1/2	夏季阻隔室外高温的侵入，冬季阻隔室内热量的流失，可有效实现节能减排。

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

从销售模式看，公司系统门窗经营模式有两种类型：1) 面向国内工程客户贝克洛采用系统材料销售模式，即向工程客户提供系统门窗定制化方案和整套系统门窗材料，由其加工为成品窗并负责现场安装；2) 面向国外客户采用成品窗销售模式，将全套系统材料发至子公司科建装饰，由其加工为产品并进行销售。客户方面，“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、招商等国内房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。**销售单价方面**，经销模式面向终端消费者和国外工程客户的产品主要为成套门窗，面向国内工程的产品主要为定制化的包括铝型材、五金、胶条等在内的整套门窗系统材料，因此，国外工程客户和经销模式面向终端消费者销售价格较高。2019 年公司产品的销售单价依次为：直销海外（1297 元/平米）>经销（870 元/平米）>直销国内（322 元/平米）。**成本方面**，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约 55%，贝克洛门窗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。

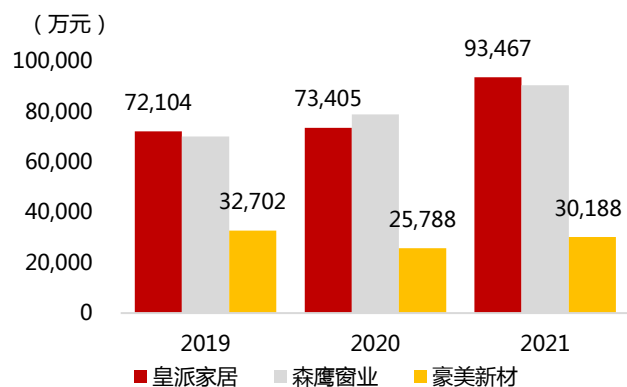
图 16：公司门窗销售模式与主要客户



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

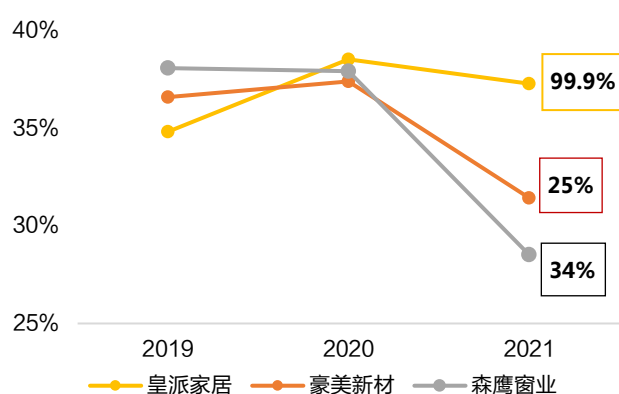
具体经营情况看，2019-2021 年公司门窗销售规模较为平稳，22H1 系统门窗业务工程中 44.86 万平方米，yoy+86.77%，其中 Q2 中标 39.65 万平方米，同比增长 156.47%，公司业务拓展顺利。除去旭格、YKK 两家国外可比公司，公司系统门窗业务目前收入规模较小，不及森鹰窗业及皇派家居；21 年由于原材料价格上涨，毛利率出现不同程度下滑，由于豪美和森鹰经销商占比较小，毛利率下滑较大，21 年豪美系统门窗业务毛利率 31.4%，同比下滑 5.96pct。

图 17：国内部分上市门窗企业销售金额



资料来源：Wind，皇派家居招股说明书，森鹰窗业招股说明书，天风证券研究所，注：森鹰窗业仅为铝包木窗

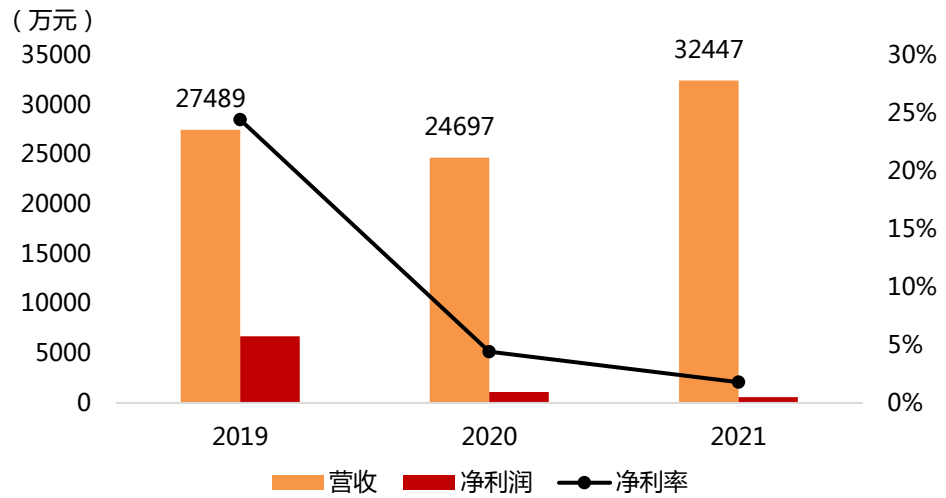
图 18：国内部分上市企业门窗业务毛利率



资料来源：Wind，皇派家居招股说明书，森鹰窗业招股说明书，天风证券研究所，注：方框内为经销商占比

子公司贝克洛经营数据看，2021 年实现营业收入 3.24 亿元，同比上升 31.38%，实现净利润 580 万元，同比下降 46.86%，净利率为 1.79%（20 年 4.42%），主要是为提高品牌知名度，宣传费用增加所致。

图 19：贝克洛营收及净利润



资料来源：历年财报，天风证券研究所

3.3. 汽车轻量化铝型材：华南最具规模，客户拓展顺利

汽车下游客户认证周期长、壁垒更高，公司较早转型具备优势。公司于 2014 年开始组建团队开启汽车轻量化事业，汽车轻量化产品通过 IATF16949 认证（耗时 1 年）。车企供应商体系进驻壁垒高，企业进入需要通过**整车企业和部件企业的双重认证**，而传统材料及部件企业对铝挤压材料在汽车领域应用的技术积累相对较弱。另外，汽车研发周期长，包括合金配方、制造技术、工艺流程等，零部件供应商需要长期配合客户做好配套产品的研发设计，对新进入者壁垒较高。

公司目前客户拓展较为顺利，防撞梁、电池托盘等部件占比较高。公司汽车轻量化材料通过凌云股份、拓普集团、和胜股份、祥鑫科技、卡斯马等汽车零部件企业在多款新能源汽车中应用。产品已进入奔驰、通用、雪铁龙、讴歌、标致、本田、丰田、广汽三菱、广汽菲克等汽车品牌的供应商体系，同时为比亚迪、蔚来、理想、小鹏等品牌多款车型供应包括电池托盘、副车架、电机部件和铝合金防撞梁等 10 余种铝合金材料及部件。

产能方面，目前公司大部分工业材以及汽车材由子公司精美特材进行生产、加工，总产能约 15 万吨，通过对设备进行一定程度的升级和改造，部分工业型材和汽车轻量化产品可以相互切换。公司可转债项目在建产能 3-4 万吨，其中汽车轻量化方面的一些后加工设备（如 CNC 等）已经投入使用。具体看，公司具有电池托盘、防撞梁、减震支架产能分别为 200、500、2000 万套。对比来看，亚太科技汽车铝挤压材产能产量均位居国内首位，2021 年汽车铝材产量达 18 万吨，21H1 市占率达到 31%，但亚太目前主要汽车产品为热交换系统和底盘车身，与公司的产品目前暂无直接竞争。

图 20：汽车轻量化产品产能

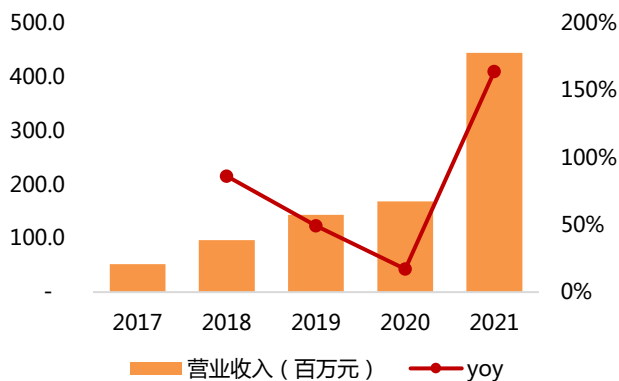
	产能	应用	图例
电池托盘	200万套	15个整车品牌80款新能源车	
防撞梁	500万套	16个整车品牌60款新能源车型	
电机壳	3万吨	12+整车厂40+车型	
减震支架	2000万套	终端应用客户：通用全球、PSA全球、沃尔沃、福特、吉利、长城、柳汽等	
副车架		沃尔沃、吉利、福特、东风乘用车等	
动力支架等		大众、保时捷、PSA、吉利等	
锻造异型材		宝马、奔驰、奥迪、大众、日产、沃尔沃等	

注：副车架、动力支架、锻造异型材未披露产能情况

资料来源：精美特材，天风证券研究所

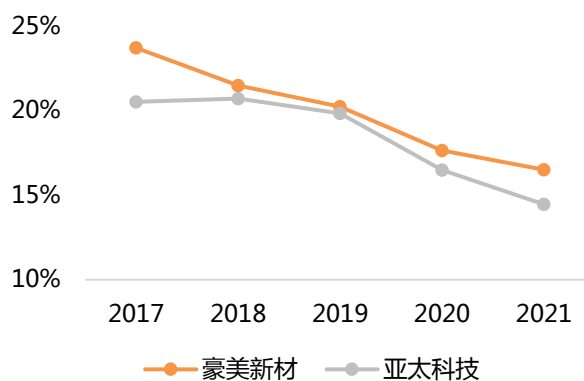
从经营情况看，2021 年公司汽车轻量化铝型材收入同比增长 164%，主要系募投产能释放；公司 2021 年汽车材平均加工费约 0.9-1 万元/吨，以型材交付为主，加工费远高于一般工业材及建筑用材。从毛利率来看，随着产能释放、竞争加剧以及 21 年的铝锭涨价，车用铝材毛利率均有所下滑，公司毛利率仍长期高于亚太科技。

图 21：公司汽车轻量化业务营收及增速



资料来源：wind，天风证券研究所

图 22：豪美新材汽车业务 vs. 亚太科技毛利率



资料来源：wind，天风证券研究所

4. 盈利预测与估值

根据上述分析，我们对公司盈利预测做出如下核心假设：

1) 铝型材业务

公司铝型材 2021 年产能释放，业务销量及营收在 2021 年实现全面增长。我们基于 2021 各项业务数据以及对于 2023 年铝型材原材料价格下调的推测，在成本加成的定价模式下，我们预计 22-24 年铝型材业务营收增速为 1.5%/16.4%/5.4%。其中，由于地产需求端的低迷以及汽车轻量化铝材需求的激增，我们预计 22-24 年公司建筑用铝型材销量保持稳定，但通过技术升级毛利率有望提升，对应营收为 2146/1967/1878 百万元，毛利率为 13.0%/13.5%/14.0%。一般工业用铝型材业务方面公司向高附加值的高端应用发展，我们预计 22-24 年营收为 2014/2014/1626 百万元，毛利率为 7.0%/7.3%/7.5%。汽车轻量化铝型材为公司近年重点发力方向，叠加扩产，我们预计增速较快，但今年由于精美工厂的安全事故，扩张进程或将延迟，预计 22-24 年营收为 945/1960/2760 百万元，毛利率为 16.8%/17.0%/18.0%。

2) 系统门窗业务

根据公司 2022 年上半年系统门窗业务工程中标量的数据来看，我们预计系统门窗销售业务有望在 22-23 年实现较快增长。目前，公司系统门窗业务规模仍较小，经销商数量仍有提升空间，因此我们预测未来 22-24 年营业收入分别为 558/949/1234 百万元，增速为 85%/70%/30%，整体毛利率水平有望保持稳定，预计分别为 31.5%/32.0%/32.0%。

表 7：主要业务营收预测

		2022E	2023E	2024E
铝型材收入 (百万元)		5105	5941	6264
	yoy	1.5%	16.4%	5.4%
	销量 (吨)	220325	270121	295014
建筑用铝型材 (百万元)		2146	1967	1878
	销量 (吨)	89410	89410	89410
	单价 (元/吨)	24000	22000	21000
	毛利率	13.0%	13.5%	14.0%
一般工业用铝材 (百万元)		2014	2014	1626
	销量 (吨)	95915	100711	85604
	单价 (元/吨)	21000	20000	19000
	毛利率	7.0%	7.3%	7.5%
汽车轻量化铝型材 (百万元)		945	1960	2760
	销量 (吨)	35000	80000	120000
	单价 (元/吨)	27000	24500	23000
	毛利率	16.8%	17.0%	18.0%
系统门窗销售 (百万元)		558	949	1234
	毛利率	31.5%	32.0%	32.0%
门窗幕墙安装 (百万元)		306	398	498
	毛利率	14.0%	14.0%	14.0%

资料来源：wind，天风证券研究所预测

3) 费用假设

我们预计公司铝型材及系统门窗业务未来会有明显放量，其中离不开销售渠道的大力拓展，因此，公司在销售费用率或将有所增长。伴随未来对汽车轻量化、系统门窗业务发展方向的确立，我们预计公司后期仍会加大对相关业务的研发投入。综上我们预计 22-24 年公司期间费用率 9.60%、9.44%、9.19%。

表 8：各项费用率预测

	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	2.16%	2.50%	2.60%	2.70%
管理费用率	1.90%	2.40%	2.20%	2.10%
研发费用率	3.43%	3.40%	3.35%	3.30%
财务费用率	1.27%	1.30%	1.29%	1.09%
期间费用率	8.77%	9.60%	9.44%	9.19%

资料来源：wind，天风证券研究所

根据上述假设，我们预计公司 22-24 年归母净利润为 1.54/3.35/5.30 亿元，21-24 年 CAGR+56%。随着公司在汽车轻量化业务及系统门窗业务的迅速发展，未来有望为公司持续贡献业绩，我们选取和胜股份及亚太科技作为可比公司，给予 23 年 16 倍 PE，23 年目标价 23 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 9：可比公司估值

代码	公司名称	股价	市值 (亿元)	EPS				PE			
				2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
002824.SZ	和胜股份	46.1	92.0	1.03	1.61	2.54	3.56	44.61	28.56	18.13	12.96
002540.SZ	亚太科技	6.5	82.2	0.36	0.44	0.53	0.65	17.95	14.70	12.21	9.95
	平均				平均值			31.28	21.63	15.17	11.46
002988.SZ	豪美新材	16.0	37.2	0.60	0.66	1.44	2.28	26.67	24.16	11.10	7.03

资料来源：wind，天风证券研究所预测

注：除豪美新材 22-24 年为天风预测外，其余公司 22-24 年为 Wind 一致预测，截至 20220811

5. 风险提示

- 1) 汽车销量下滑风险：汽车轻量化铝型材用于替代传统钢制汽车零部件，以降低汽车整体重量。若汽车销量不及预期，将不利于公司汽车轻量化业务的发展。
- 2) 原材料价格大幅上涨风险：公司对于铝型材业务采用“铝锭价+加工费”的定价模式，若上游铝锭价格大幅上涨，涨价所带来的滞后性则会影响公司短期利润。
- 3) 贸易政策风险：公司出口业务整体占比较高，若关税及反倾销税上涨，则会影响公司海外收入。
- 4) 地产开工不及预期风险：公司核心建筑用铝型材业务客户均为房地产公司，若地产投资开工不及预期，会影响公司在此业务的收入。
- 5) 文中测算具有一定主观性，仅供参考：文中分业务测算仅为我们预测值，结果或有一定出入。
- 6) 安全风险：子公司精美近期安全事故，若出现意外，短期将影响公司业绩。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	789.36	420.39	478.42	584.11	640.89
应收票据及应收账款	1,019.19	1,792.54	1,334.66	2,471.39	1,657.89
预付账款	16.31	129.81	48.92	74.16	77.48
存货	462.25	637.03	827.93	833.70	882.15
其他	62.54	119.92	120.95	319.51	160.71
流动资产合计	2,349.65	3,099.69	2,810.87	4,282.87	3,419.13
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,016.65	1,462.61	1,555.21	1,590.32	1,570.43
在建工程	185.48	14.57	114.57	164.57	164.57
无形资产	262.41	260.22	254.46	248.70	242.94
其他	81.72	69.81	61.09	69.70	66.22
非流动资产合计	1,546.25	1,807.20	1,985.33	2,073.29	2,044.16
资产总计	4,013.61	5,033.29	4,796.21	6,356.16	5,463.28
短期借款	1,206.12	1,706.09	1,575.91	2,257.50	1,308.27
应付票据及应付账款	315.54	527.91	375.76	719.91	438.22
其他	137.01	335.70	296.62	358.33	313.77
流动负债合计	1,658.67	2,569.70	2,248.29	3,335.74	2,060.26
长期借款	43.83	33.86	0.00	149.73	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	145.63	147.84	164.66	152.71	155.07
非流动负债合计	189.45	181.69	164.66	302.44	155.07
负债合计	1,892.19	2,806.17	2,412.95	3,638.18	2,215.33
少数股东权益	0.40	(1.01)	(1.01)	(1.01)	(1.01)
股本	232.77	232.77	232.77	232.77	232.77
资本公积	1,036.70	1,036.70	1,036.70	1,036.70	1,036.70
留存收益	850.90	959.78	1,113.93	1,449.39	1,979.54
其他	0.66	(1.12)	0.87	0.13	(0.04)
股东权益合计	2,121.42	2,227.12	2,383.26	2,717.98	3,247.96
负债和股东权益总计	4,013.61	5,033.29	4,796.21	6,356.16	5,463.28

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	115.93	137.74	154.15	335.46	530.15
折旧摊销	68.74	89.41	113.15	120.65	125.65
财务费用	49.79	70.09	77.94	94.33	87.70
投资损失	(3.72)	(1.87)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(314.63)	(537.31)	282.16	(993.41)	598.60
其它	104.17	(90.87)	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	20.28	(332.82)	627.40	(442.98)	1,342.09
资本支出	410.74	358.97	283.17	211.95	97.64
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(847.95)	(755.29)	(583.17)	(411.95)	(197.64)
投资活动现金流	(437.21)	(396.32)	(300.00)	(200.00)	(100.00)
债权融资	280.19	440.40	(271.36)	749.40	(1,185.14)
股权融资	557.23	(52.99)	1.99	(0.73)	(0.17)
其他	1.69	(89.43)	0.00	(0.00)	(0.00)
筹资活动现金流	839.11	297.99	(269.37)	748.67	(1,185.31)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	422.18	(431.16)	58.03	105.69	56.78

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	3,437.14	5,599.51	5,980.27	7,301.36	8,011.09
营业成本	2,927.30	4,926.30	5,182.44	6,195.02	6,650.21
营业税金及附加	13.49	16.43	17.54	21.42	23.50
销售费用	128.15	121.13	149.51	189.84	216.30
管理费用	87.88	106.49	143.53	160.63	168.23
研发费用	121.12	192.26	203.33	244.60	264.37
财务费用	57.40	71.16	77.94	94.33	87.70
资产/信用减值损失	(14.24)	(41.47)	(35.00)	(28.00)	(22.00)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	3.72	1.87	0.00	0.00	0.00
其他	(4.35)	66.95	0.00	0.00	0.00
营业利润	116.66	138.39	170.98	367.54	578.79
营业外收入	11.98	1.74	0.84	0.95	1.10
营业外支出	3.51	2.93	5.18	5.84	6.76
利润总额	125.13	137.19	166.65	362.66	573.13
所得税	9.20	(0.55)	12.50	27.20	42.99
净利润	115.93	137.74	154.15	335.46	530.15
少数股东损益	0.00	(1.41)	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	115.93	139.15	154.15	335.46	530.15
每股收益(元)	0.50	0.60	0.66	1.44	2.28

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	15.82%	62.91%	6.80%	22.09%	9.72%
营业利润	-36.45%	18.62%	23.55%	114.96%	57.48%
归属于母公司净利润	-30.73%	20.03%	10.78%	117.62%	58.04%
获利能力					
毛利率	14.83%	12.02%	13.34%	15.15%	16.99%
净利率	3.37%	2.49%	2.58%	4.59%	6.62%
ROE	5.47%	6.25%	6.47%	12.34%	16.32%
ROIC	8.17%	8.20%	6.46%	12.29%	13.58%
偿债能力					
资产负债率	47.14%	55.75%	50.31%	57.24%	40.55%
净负债率	24.78%	63.14%	48.45%	69.64%	22.74%
流动比率	1.45	1.23	1.25	1.28	1.66
速动比率	1.18	0.99	0.88	1.03	1.23
营运能力					
应收账款周转率	3.71	3.98	3.82	3.84	3.88
存货周转率	7.86	10.19	8.16	8.79	9.34
总资产周转率	0.99	1.24	1.22	1.31	1.36
每股指标(元)					
每股收益	0.50	0.60	0.66	1.44	2.28
每股经营现金流	0.09	-1.43	2.70	-1.90	5.77
每股净资产	9.11	9.57	10.24	11.68	13.96
估值比率					
市盈率	32.19	26.82	24.21	11.12	7.04
市净率	1.76	1.67	1.56	1.37	1.15
EV/EBITDA	10.96	11.82	12.00	9.05	5.39
EV/EBIT	13.58	14.24	16.70	11.27	6.38

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com