

# 鑫铂股份 (003038.SZ)

## 光伏铝挤压材龙头，拓展汽车轻量化和再生铝业务

买入

### 核心观点

**公司是光伏铝边框行业龙头，上市后业绩保持高增速。**公司成立于2013年，主营业务包括工业铝型材（光伏铝边框型材和汽车轻量化型材等）、工业铝部件（光伏铝边框和光伏支架等），以及建筑铝型材三大板块。2021年上市后，公司营收和归母净利润均保持高增速，随着两次光伏用铝项目的投产，工业铝部件逐渐成为公司最主要的产品，2022年上半年在营收中的占比为52%，在毛利中的占比达到55%。目前，公司已经成为光伏铝边框细分赛道市占率最高的企业，预计2023年市占率能够达到15%。

**光伏铝边框行业格局较为稳定，产品不可替代性强。**铝边框为光伏组件的封装辅材，占组件成本的9%左右，为成本构成中占比第二的环节，组件厂家希望在边框环节降低成本，因此行业经历了一轮较为激烈的竞争，产品加工费目前已经到达低位，行业格局较为稳定。此外，铝边框在性能、寿命、成本等方面具备不可替代性，随着铝价企稳，钢边框、卡扣边框等替代品的热度有望下降。经测算，我们认为2023-2025年全球铝边框需求量分别为202/263/323万吨，对应市场空间分别为468/609/746亿元。

**轻量化趋势加速，汽车铝挤压材市场空间较大。**近年来，交通工具节能减排需求提升，新能源汽车加速渗透，汽车轻量化需求更加紧迫。铝挤压材除具备轻量化、耐腐蚀等铝材共性优点外，模具成本低、截面形状灵活调节以满足不同刚度需求、有较强的密闭性和隔音效果，适用于底盘车身多个安全部件，目前渗透率较低，未来市场空间广阔。

**光伏铝边框产能扩张迅速，同时切入汽车轻量化和再生铝领域。**公司是光伏铝边框行业内目前仅有的上市公司，借助融资优势，上市后陆续扩张产能，市占率一跃成为行业第一，且未来几年将稳定提升。此外，公司自2021年切入附加值较高的汽车轻量化铝材领域，2023年具备2万吨产能，2024年具备10万吨产能。整体来看，公司2022-2024年铝制品产量分别为19/35/45万吨。同时，公司布局60万吨再生铝项目，预计2023年释放20万吨产能，2024年释放25万吨产能，2025年可达产，产能预计能够实现内部消化。

**盈利预测与估值：**公司具备确定的成长性，我们预计2022-2024年归母净利润分别为1.99/3.86/5.65亿元（+64.35%/93.99%/46.50%），EPS分别为1.35/2.61/3.83元。通过多角度估值，预计公司合理估值62.72-66.74元，相对目前股价有27.56%-35.73%溢价空间，首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示：**估值的风险；盈利预测的风险；新能源汽车产销增速不及预期风险；铝价大幅波动风险；市场竞争激烈导致产品毛利率下滑风险。

### 盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,287	2,597	4,518	7,888	10,147
(+/-%)	39.3%	101.7%	74.0%	74.6%	28.6%
净利润(百万元)	91	121	199	386	565
(+/-%)	43.8%	33.0%	64.3%	94.0%	46.5%
每股收益(元)	1.14	1.14	1.35	2.61	3.83
EBIT Margin	9.2%	6.4%	5.3%	6.1%	6.8%
净资产收益率(ROE)	22.1%	12.7%	18.4%	25.8%	28.3%
市盈率(PE)	43.1	43.2	36.5	18.8	12.8
EV/EBITDA	29.6	30.4	23.6	14.6	10.2
市净率(PB)	9.55	5.47	4.58	3.52	2.63

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

### 公司研究·深度报告

#### 有色金属·工业金属

证券分析师：刘孟峦

010-88005312

liumengluan@guosen.com.cn

S0980520040001

证券分析师：焦方冉

021-60933177

jiaofangran@guosen.com.cn

S0980522080003

#### 基础数据

投资评级	买入(首次评级)
合理估值	62.72 - 66.74元
收盘价	49.17元
总市值/流通市值	7259/3350百万元
52周最高价/最低价	77.11/36.23元
近3个月日均成交额	121.86百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

## 内容目录

公司概况	5
光伏铝边框龙头，股权结构清晰	5
上市后公司业绩保持高增速	6
行业分析：光伏和车用铝材需求进入增长期	9
铝挤压材行业概况	9
光伏铝边框：行业格局较稳定，产品不可替代性强	10
汽车轻量化铝材：需求空间广阔	13
业务分析：借助上市快速扩产，盈利能力提升	15
公司业务概况	15
竞争优势一：上市后快速扩张光伏用铝产能，持续实现降本	16
竞争优势二：加大研发投入，新建高盈利能力汽车轻量化产能	18
竞争优势三：切入再生铝领域，打造全产业链布局	19
财务分析：营运能力行业领先	21
盈利能力	21
营运能力	22
偿债能力	23
盈利预测	24
假设前提	24
未来3年业绩预测	25
估值与投资建议	26
绝对估值：46.35-66.74元	26
相对估值：62.72-67.95元	27
投资建议	28
风险提示	29
附表：财务预测与估值	30
免责声明	31

## 图表目录

图 1: 公司历史沿革	5
图 2: 公司股权结构及主要子公司 (截至 2022 年三季度)	6
图 3: 营业收入分产品 (亿元)	7
图 4: 各类产品营收占比	7
图 5: 毛利分产品 (亿元)	7
图 6: 各类产品毛利占比	7
图 7: 公司营业收入变化	7
图 8: 公司归母净利润变化	7
图 9: 公司毛利率和净利率变化	8
图 10: 公司分产品毛利率 (%)	8
图 11: 中国铝挤压材年产量及同比 (单位: 万吨, %)	9
图 12: 2021 年中国各类铝加工材占比	9
图 13: 2021 年中国铝挤压材细分品种产量	9
图 14: 铝型材在光伏中的应用	10
图 15: 光伏组件构成示意图	11
图 16: 2021 年光伏组件成本构成	11
图 17: 2019-2025 年全球光伏新增装机容量 (GW)	12
图 18: 轻质合金应用技术体系	13
图 19: 新能源纯电动汽车各系统质量占比	14
图 20: 公司主要产品生产工艺	15
图 21: 公司铝制品分产品销量 (单位: 吨)	16
图 22: 2023 年光伏边框行业格局 (按产能)	17
图 23: 公司铝制品产量规划及增速 (单位: 万吨, %)	17
图 24: 公司光伏产品部分客户	18
图 25: 公司研发费用及增速 (百万)	18
图 26: 公司技术研发人员数量及增速	18
图 27: 中国再生铝产量 (单位: 万吨)	20
图 28: 中国废铝回收量 (单位: 万吨)	20
图 29: 电解铝与废铝回收的价差提供了丰厚的利润空间	20
图 30: 行业内公司营业收入对比 (单位: 亿元)	21
图 31: 行业内公司净利润对比 (单位: 亿元)	21
图 32: 行业内公司毛利率对比	21
图 33: 行业内公司净利率对比	21
图 34: 行业内公司 ROE 对比	22
图 35: 行业内公司 ROA 对比	22
图 36: 行业内公司存货周转天数对比	22
图 37: 行业内公司应收账款周转天数对比	22

图 38: 行业内公司总资产周转率对比 .....	23
图 39: 行业内公司净营业周期对比 .....	23
图 40: 行业内公司资产负债率对比 .....	23
图 41: 行业内公司 EBITDA/带息债务对比 .....	23
图 42: 行业内公司货币资金/短期债务对比 .....	23
图 43: 行业内公司现金流量利息保障倍数对比 .....	23
表 1: 股权激励计划解锁条件 .....	6
表 2: 光伏铝边框需求测算 .....	12
表 3: 常见铝合金工艺对应材料性能对比 .....	13
表 4: 铝合金型材构件应用案例 .....	14
表 5: “年产 10 万吨光伏铝部件项目”设备购置及安装费 .....	17
表 6: 主营业务经营情况预测 (单位: 百万元) .....	25
表 7: 未来 3 年盈利预测表 (单位: 百万元) .....	25
表 8: 公司盈利预测假设条件 (%) .....	26
表 9: 资本成本假设 .....	27
表 10: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元) .....	27
表 11: 可比公司估值情况 .....	27

## 公司概况

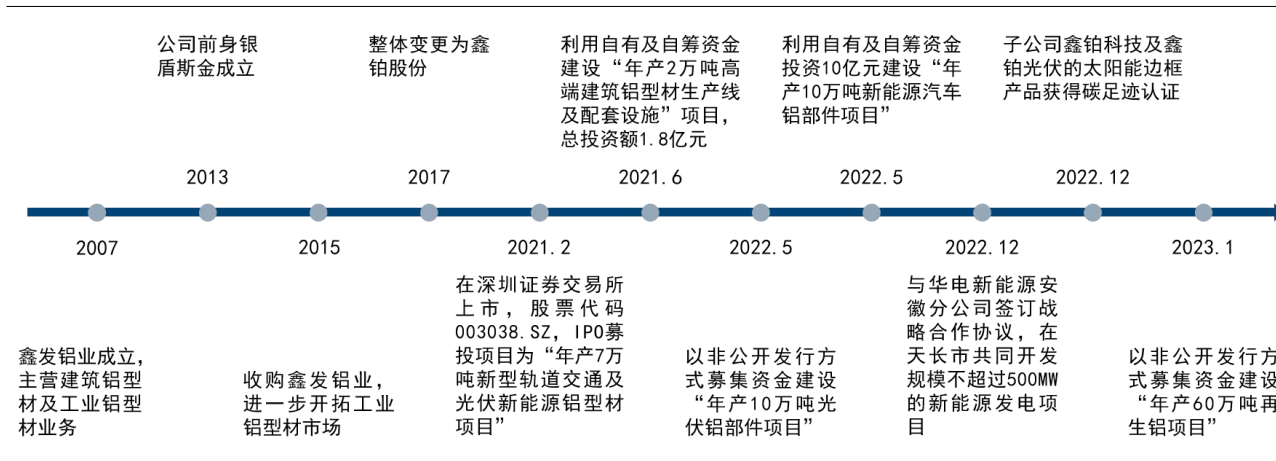
### 光伏铝边框龙头，股权结构清晰

鑫铂股份的前身银盾斯金成立于 2013 年，2017 年整体变更设立为目前的股份公司，自成立以来一直从事铝挤压型材业务，产品主要用于新能源光伏、汽车轻量化、建筑、轨道交通等领域，主营业务自成立以来未发生过较大变动。公司于 2021 年 2 月在深交所主板上市，成为了光伏铝边框行业内唯一一家上市公司。

上市后，公司利用融资成本的优势，共经历了 3 次较大规模的产能扩张：2021 年的“年产 7 万吨新型轨道交通及光伏新能源铝型材项目”、2022 年的“年产 10 万吨光伏铝部件项目”以及“年产 10 万吨新能源汽车铝部件项目”。2023 年，随着各项目的投产，公司在光伏边框这一细分领域的市占率有望提升至行业第一的水平。

发展至今，公司已经成为了光伏铝边框细分赛道的龙头企业，与 TOP 15 的下游组件客户形成了紧密的合作关系，成为以晶科、晶澳、隆基、天合、通威等光伏组件制造商为代表的多家大型优质客户的光伏用铝材供应商。

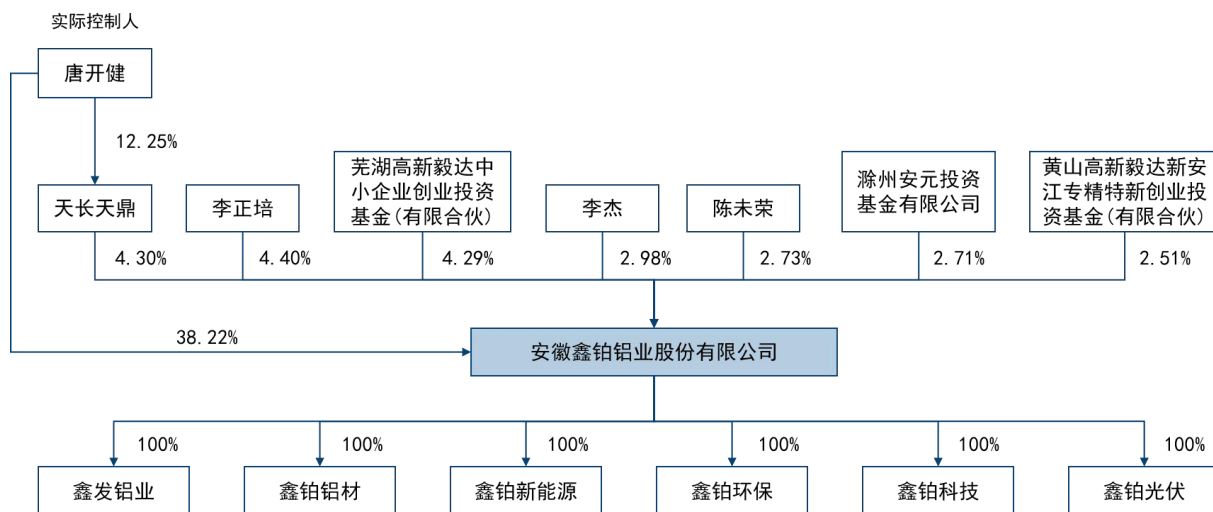
图1：公司历史沿革



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**管理层具备丰富的行业经验。**公司实控人为董事长唐开健先生，截至 2022 年三季度末直接持有公司 38.22% 股权，并持有天长天鼎 12.25% 股权，直接和间接合计持有公司 38.75% 股权。以董事长唐开健、董事兼总经理陈未荣、董事李杰等为代表的高级管理层人员，大多属于公司的创业员工，拥有超过 15 年以上的铝加工行业从业经验，在铝加工技术的研发、市场开拓、行业发展方向的判断、企业现代化管理等方面具备扎实的理论基础并积累了充分的实践经验，是公司未来发展的重要保障。

图2：公司股权结构及主要子公司（截至 2022 年三季度）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**推出股权激励计划，绑定公司核心骨干。**2022 年公司向 19 名核心员工授予限制性股票 236.9 万股，占公司总股本的 1.63%，授予价格为每股 24.34 元/股。股权激励计划的顺利实施进一步健全了公司的长效激励机制，有利于绑定核心团队的利益，提高了员工积极性，彰显出公司对未来发展的信心。

表 1：股权激励计划解锁条件

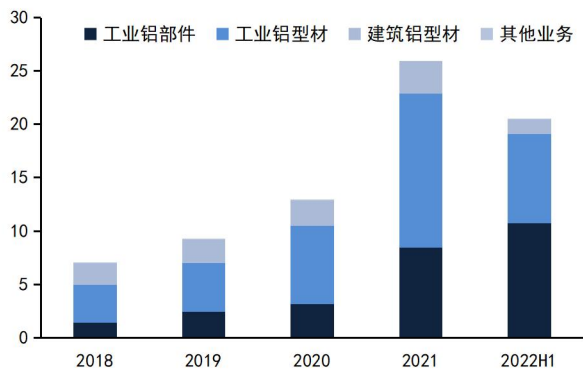
解除限售期	业绩考核目标	解除限售比例
第一个解除限售期	以 2021 年净利润为基数，2022 年净利润增长率不低于 70%	30%
第二个解除限售期	以 2021 年净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 170%	30%
第三个解除限售期	以 2021 年净利润为基数，2024 年净利润增长率不低于 260%	40%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

## 上市后公司业绩保持高增速

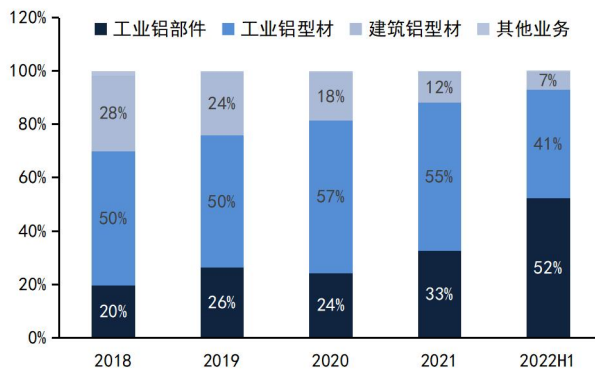
上市以来，工业铝部件对公司业绩的重要性明显提升。公司 2021 年上市前，工业铝部件、工业铝型材、建筑铝型材三类产品在营收和毛利中的占比较为稳定，工业铝型材为公司最主要的产品类型。上市后随着两次光伏用铝项目的投产，工业铝部件逐渐成为了公司最主要的产品，2022 年上半年在营收中的占比为 52%，在毛利中的占比达到 55%。

图3: 营业收入分产品 (亿元)



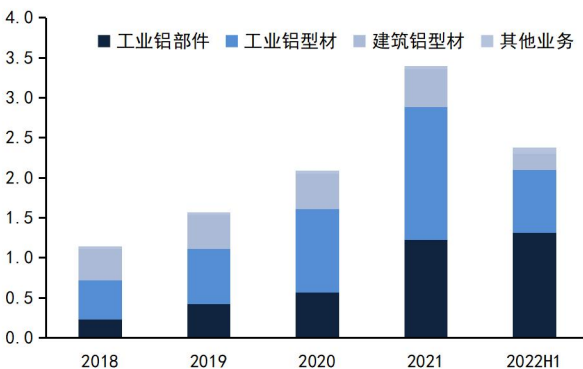
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图4: 各类产品营收占比



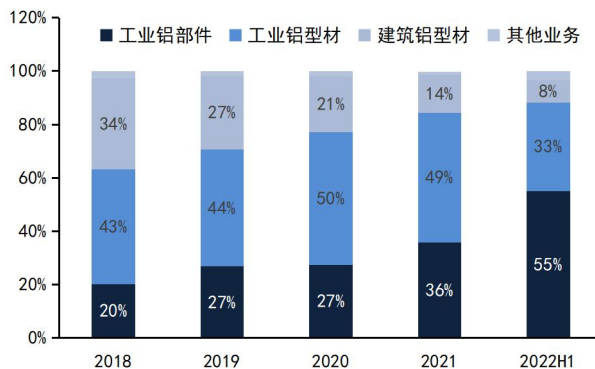
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图5: 毛利分产品 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

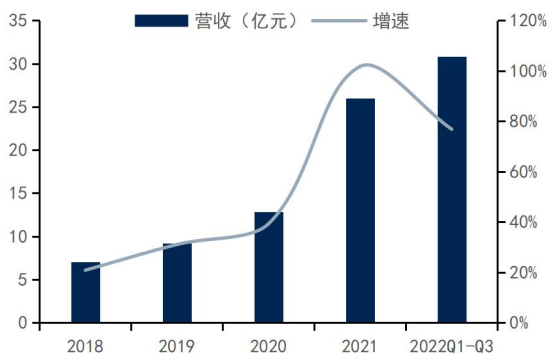
图6: 各类产品毛利占比



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

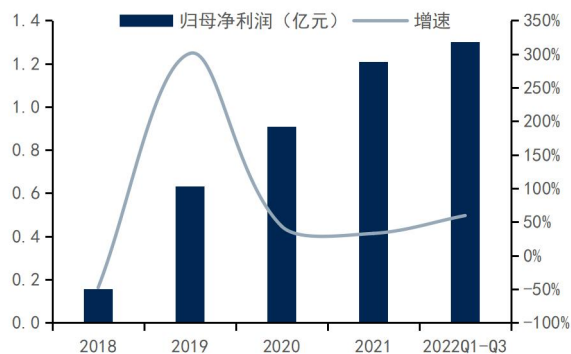
**公司营收和归母净利润均保持高增速。**2022 年前三季度, 公司实现营业收入 30.84 亿元, 同比增加 76.8%; 实现归母净利润 1.30 亿元, 同比增加 59.6%。公司营收主要来自光伏用铝材, 因此受光伏行业影响较大, 光伏行业的高景气有望带动公司未来业绩的稳步提升。

图7: 公司营业收入变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

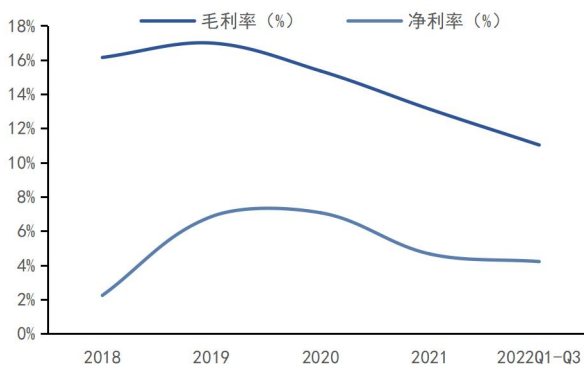
图8: 公司归母净利润变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

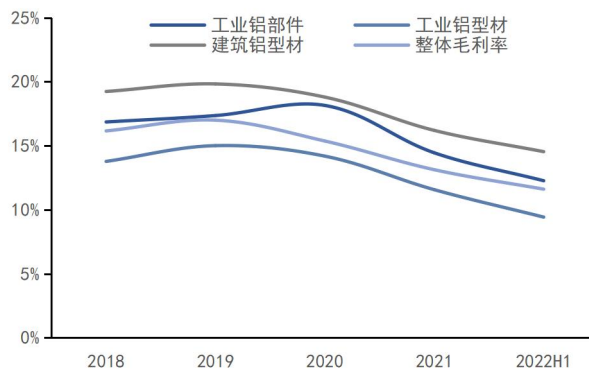
**公司产品利润率变化。**公司采用以销定产、以产订购的采购模式，主要生产原料为铝棒，铝棒定价模式为铝锭价格+加工费，因此铝价波动对公司产品的毛利率影响很大，铝价高企阶段毛利率相对较低。2022年前三季度，公司销售毛利率为11.03%，销售净利率为4.22%，未来随着新产线达产和使用再生铝原料而带来的降本，以较高附加值的汽车轻量化项目的投产，公司的毛利率和净利率有望得到提升。

图9：公司毛利率和净利率变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图10：公司分产品毛利率 (%)



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 行业分析：光伏和车用铝材需求进入增长期

### 铝挤压材行业概况

铝挤压材是铝加工材最大的门类，2021 年我国铝加工材年产量 4470 万吨，其中铝挤压材产量 2202 万吨，占比接近 50%。同时我国铝挤压材产量长期居世界首位，2020 年产量占全球 72%。2021 年我国铝挤压材中，建筑铝型材产量 1380 万吨，占比 63%；工业铝型材产量 679 万吨，占比 31%。房地产行业是铝挤压材最大应用领域，我国铝挤压材需求跟房地产行业景气度息息相关。

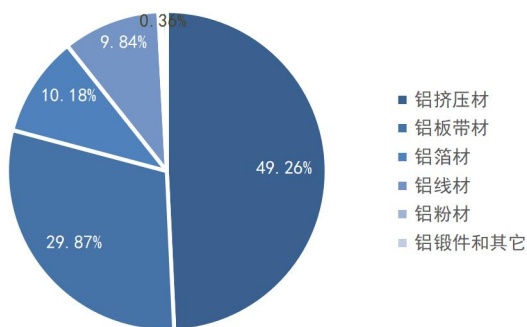
图 11：中国铝挤压材年产量及同比（单位：万吨，%）



资料来源：中国有色金属工业协会，国信证券经济研究所整理

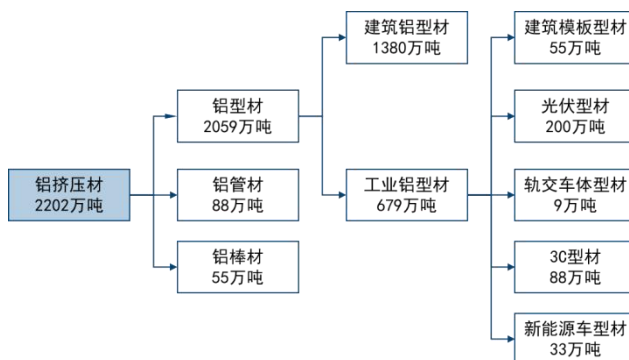
公司产品对应的细分门类分别是光伏型材、轨道交通车体型材、新能源汽车型材，和建筑铝型材。近 10 年以来我国房地产领域铝型材需求增速下滑，带动铝挤压材产量增速下降，但新能源产业和交通领域的铝挤压材需求方兴未艾。光伏产业在政策支持下得到快速发展，2021 年光伏型材产量增速高达 41%，加之交通工具节能减排、新能源汽车发展带来的汽车轻量化需求，将使光伏和车用铝挤压材的需求进入新一轮增长期。

图 12：2021 年中国各类铝加工材占比



资料来源：中国有色金属工业协会，国信证券经济研究所整理

图 13：2021 年中国铝挤压材细分品种产量

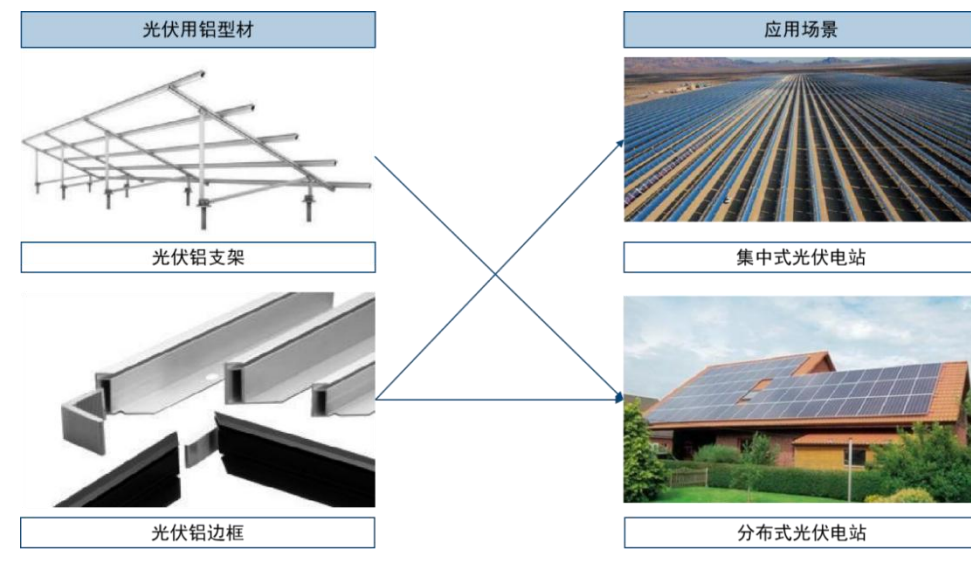


资料来源：中国有色金属工业协会，国信证券经济研究所整理

## 光伏铝边框：行业格局较稳定，产品不可替代性强

铝型材在光伏领域主要可用作光伏组件边框以及分布式光伏电站支架。边框用于固定、密封太阳能电池组件，能够保护玻璃边缘、加强光伏组件密封性能、提高光伏组件整体机械强度，还便于光伏组件的运输和现场安装，目前普遍采用铝型材制作。支架是光伏发电系统中为摆放、安装、固定太阳能面板而设计的支撑结构，材质一般采用铝合金或热浸镀锌碳钢，目前集中式电站以钢支架为主，而分布式电站则以铝支架为主。

图 14: 铝型材在光伏中的应用



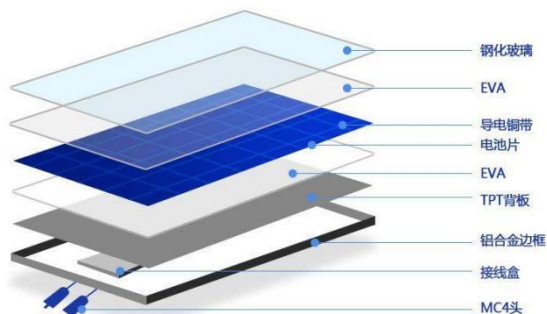
资料来源：《光伏用铝——“双碳”背景下最具增长潜力的铝应用领域》<sup>1</sup>，国信证券经济研究所整理

**铝边框为光伏组件的封装辅材，占组件成本的 9%左右。**光伏组件由电池片、焊带、接线盒、玻璃、背板、EVA、铝边框等材料构成。核心部件电池片为光伏组件成本构成中占比最大的环节，2021 年占比 61.2%；封装辅材铝边框为成本占比第二的环节，占成本的 9.0%。

**光伏铝边框行业格局较为稳定。**由于铝边框在光伏组件成本中的占比较大，加之硅料价格此前大幅上涨，组件厂家希望在边框环节降低成本，因此铝边框行业经历了一轮较为激烈的竞争，产品加工费目前已经到达低点。较低的加工费和毛利率水平使得行业吸引力相对不足，新进入行业的企业有限，行业格局稳定，头部企业的规模和成本优势得以凸显，行业集中度将进一步提升。此外，铝型材标准分为普通级、高精级、超高精级，建筑用铝是普通级，光伏用铝是超高精级，从建筑型材转型需要购买新的挤压和氧化设备，具备一定的资金壁垒。

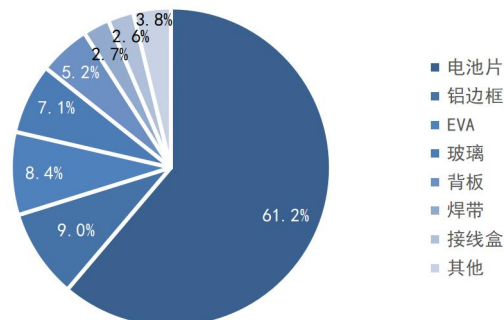
<sup>1</sup> 张琪，《光伏用铝——“双碳”背景下最具增长潜力的铝应用领域》，新材料产业，2022，2022(01)：48-54

图 15: 光伏组件构成示意图



资料来源：鸿发有色，国信证券经济研究所整理

图 16: 2021 年光伏组件成本构成



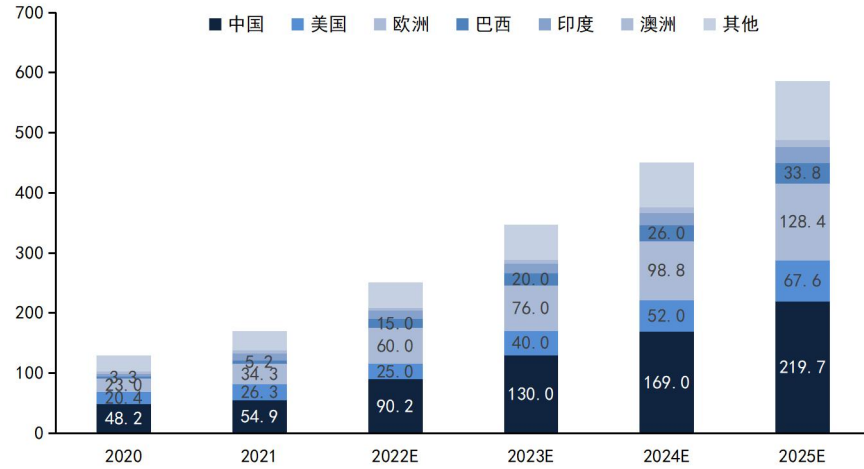
资料来源：华经产业研究院，国信证券经济研究所整理

**铝价大涨拉动了其他光伏边框品种的热度。**由于 2022 年铝价大幅波动，国内铝锭现货价格一度高达 2.39 万元/吨，对于光伏组件企业来说铝边框成本大幅上升，因此钢边框、卡扣边框等替代品的热度抬升。目前来看，这几种光伏边框的市占率仍然很低，钢边框市占率不足 5%，卡扣边框市占率可忽略不计。

**铝边框具有很强的不可替代性。**1) **使用性能**，经过多年的使用验证，铝与玻璃等其他辅材具有良好的兼容性，在承载风雪时能够与玻璃保持同步形变，而钢边框不仅加工精度低，且与玻璃弹性模量差异较大，在恶劣天气下易产生局部应力集中，造成组件爆板。2) **使用寿命**，光伏电池安装在户外或野外地区，常年累月经受自然天气考验，使用寿命应达到 25-30 年，铝边框的寿命能够符合要求，而钢边框在表面镀锌处理后，如果不经过再加工，寿命不足 15 年，卡扣边框目前更是只有 10 年左右的寿命。3) **使用成本**，虽然铝边框的初始投入高，但维护成本低，且铝的回收效率能达到 95%，退役光伏组件中的铝完全可实现闭环回收；而钢边框 10-15 年后的回收效率是 10%，卡扣边框回收效率 20%左右，综合来看铝边框的使用成本很低。此外，随着 2023 年铝价企稳，铝边框替代品的热度将有所下降。

**光伏行业在政策支持和自身技术推动下快速发展。**在各国逐步完善的法律法规政策的推动下，光伏发电全面进入规模化发展阶段，中国、美国、欧洲等传统光伏发电市场继续保持快速增长，东南亚、拉丁美洲、中东和非洲等地区光伏发电新兴市场也快速启动。据 CPIA 数据，预计 2022-2025 年全球光伏新增装机容量分别为 251/347/451/586GW，CAGR 为 32.71%。光伏行业的快速发展给光伏铝边框行业带来了巨大的发展空间。

图17: 2019-2025 年全球光伏新增装机容量 (GW)



资料来源: CPIA, 国信证券经济研究所整理及预测

**2023 年光伏铝边框需求有望达到 202 万吨, 对应 468 亿市场空间。**为测算全球光伏铝边框市场空间, 我们对容配比、单 GW 装机铝边框用量、铝边框市场价格进行了假设。1) **单 GW 铝边框用量假设:** 单 GW 装机对应光伏铝边框用量近年来呈下降趋势, 据安泰科数据, 2019-2020 年单 GW 装机用量为 6500 吨, 随着硅片尺寸自 166 到 182 再到 210 的更新, 铝边框消耗量有所下降, 目前 182 和 210 硅片的单 GW 装机平均铝边框用量约为 5300 吨。2) **容配比假设:** 容配比是指光伏电站中组件标称功率与逆变器额定输出功率的比例, 2020 年及以前, 我国光伏系统设计容配比为 1:1, 2020 年底国家能源局发布的《光伏发电系统效能规范》正式放开了容配比限制, 且根据城乡建设部 2019 年发布的《光伏发电站设计规范(征求意见稿)》, 国内 I、II、III 类太阳能资源地区的容配比分别不宜超过 1.2、1.4 和 1.8, 我们保守假设容配比为 1.1。3) **铝边框价格假设:** 光伏铝边框定价模式为铝价+加工费, 假设 2023-2025 年加工费均为 5500 元/吨。综合以上三点假设, 我们认为 2023-2025 年全球铝边框需求量分别为 202/263/323 万吨, 对应市场空间分别为 468/609/746 亿元。

表2: 光伏铝边框需求测算

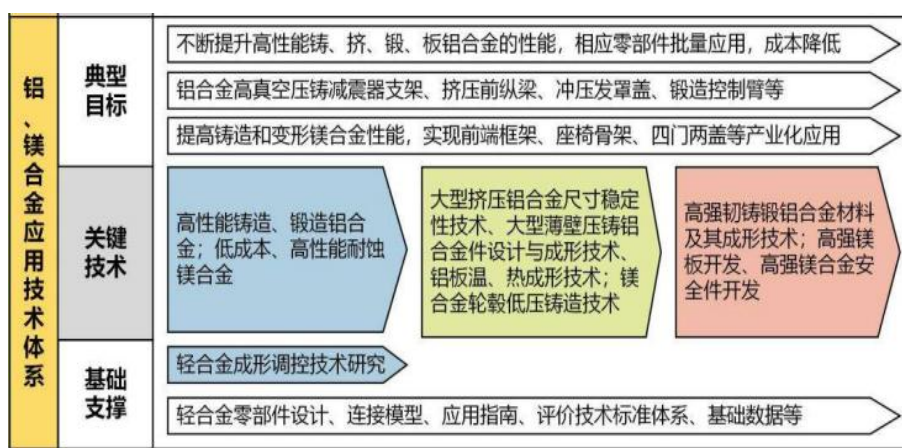
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
中国新增光伏装机容量 (GW)	30.11	48.20	54.88	90.21	130.00	169.00	219.70
全球新增光伏装机容量 (GW)	115.00	130.00	170.00	250.88	347.00	451.10	586.43
容配比	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
单 GW 铝边框用量 (吨)	6500	6500	6000	5500	5300	5300	5000
中国铝边框需求量 (万吨)	21.53	34.46	36.22	54.58	75.79	98.53	120.84
全球铝边框需求量 (万吨)	82.23	92.95	112.20	151.78	202.30	262.99	322.54
光伏铝边框价格 (万元/吨)	1.88	1.91	2.29	2.34	2.31	2.31	2.31
全球铝边框市场空间 (亿元)	154.91	177.14	256.65	355.81	468.18	608.63	746.43

资料来源: CPIA, 国信证券经济研究所整理及预测

## 汽车轻量化铝材：需求空间广阔

铝的密度仅为钢的 1/3 左右，汽车用铝量提升主要是为了实现轻量化。根据《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》，汽车轻量化是节能汽车、新能源汽车和智能网联汽车的共性基础技术，不但可以实现有效减排、还能提升车辆加速性、制动性、操稳性等诸多性能。汽车轻量化在近期以完善高强度钢应用体系为重点，在中期以形成轻质合金应用体系为方向，在远期形成多材料混合应用体系为目标。铝在轻质合金应用当中居于主体地位。根据国际铝业协会数据，2020 年我国乘用车单车用铝量约 140kg，而根据 2017 年发布的汽车工业轻量化技术路线，到 2025 年单车用铝量超过 250kg，到 2030 年单车用铝量超过 350kg，汽车用铝增长空间广阔。

图 18: 轻质合金应用技术体系



资料来源：中国汽车工程学会，国信证券经济研究所整理

**车用铝材。**铝合金按照工艺可以分为铸造铝合金和变形铝合金，变形铝合金又可以分为铝挤压材、铝压延材、铝锻件。在汽车用铝当中，不同加工工艺的铝合金材料性能不同，适用于车辆的不同部位，如下表所示。铸造铝合金多用于汽车发动机缸体缸盖、底盘部件等；铝板带多用于车身覆盖件，如四门两盖；铝挤压材可以实现断面复杂的中空薄壁结构，可用于制造车身结构件和保险杠等。铝锻件常用于对强度要求较高的部件。

表 3: 常见铝合金工艺对应材料性能对比

成型工艺	屈服强度/MPa	抗拉强度/MPa	延伸率/(%)	典型应用
型砂铸造	120-150	180-200	>3	副车架
重力铸造	200-220	270-290	>8	摆臂、支架
锻造成型	260-345	380-420	>10	摆臂、转向节
挤压成型	210-245	220-270	>10	副车架、摆臂

资料来源：《汽车底盘悬架关键部件轻量化设计探讨》<sup>2</sup>，国信证券经济研究所整理

汽车工业常用的挤压铝合金型号有 3003、3103、5049、6N01、6005、6005A、6061、6082、6063、7N01、7003、7021、7029、7129 等。3 系铝合金用于挤压管材，而 6 系、7 系铝合金多用于生产车身框架、保险杠等。

<sup>2</sup> 王彧等，《汽车底盘悬架关键部件轻量化设计探讨》，中国汽车工程学会会议论文集，2016，1554-1557

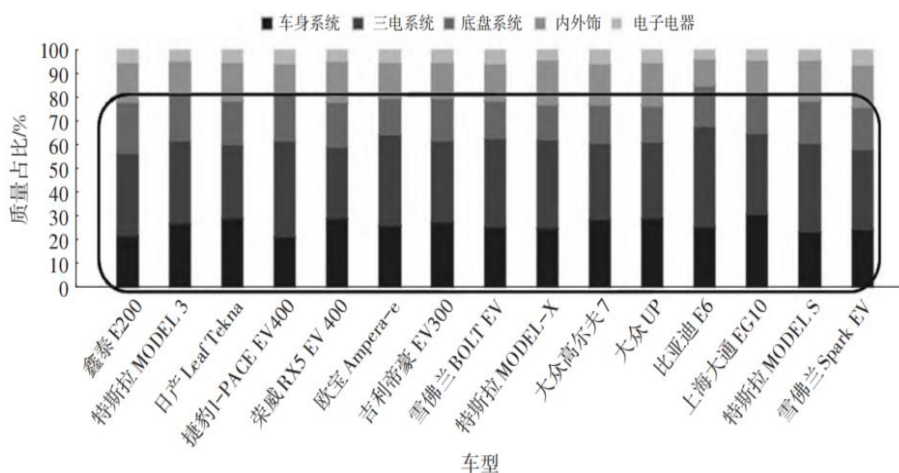
表4: 铝合金型材构件应用案例

零部件	使用车型	铝合金牌号
仪表板加强梁支架	凯迪拉克 CT6	6063T6A
前纵梁	凯迪拉克 CT7	7003T6
地板横梁	凯迪拉克 CT8	6063T6A
前端框架	凯迪拉克 CT9	6063T6A
副车架	蔚来 ES8	7003T6
门槛梁	蔚来 ES9	6082T6
防撞梁	蔚来 ES10	7003T6
前防撞梁、吸能盒	长安 CX55	6082T6、6系
衬套、连杆	大众	6060、6063、6061等
行李架、座椅导轨	奔驰	6082-T6、6063-T6

资料来源:《轻质合金在汽车轻量化中的应用》<sup>3</sup>, 国信证券经济研究所整理

铝挤压材在车身、底盘、三电系统应用空间最大。如下图所示, 北汽研究院统计的多个新能源车型各系统质量占比, 其中车身、三电和底盘系统质量占整车75-85%, 最具备轻量化提升空间。

图19: 新能源纯电动汽车各系统质量占比



资料来源:《新能源汽车轻量化技术路径及开发策略》<sup>4</sup>, 国信证券经济研究所整理

<sup>3</sup> 杨甄鑫等,《轻质合金在汽车轻量化中的应用》, 汽车零部件, 2021, 2021(01): 107-113

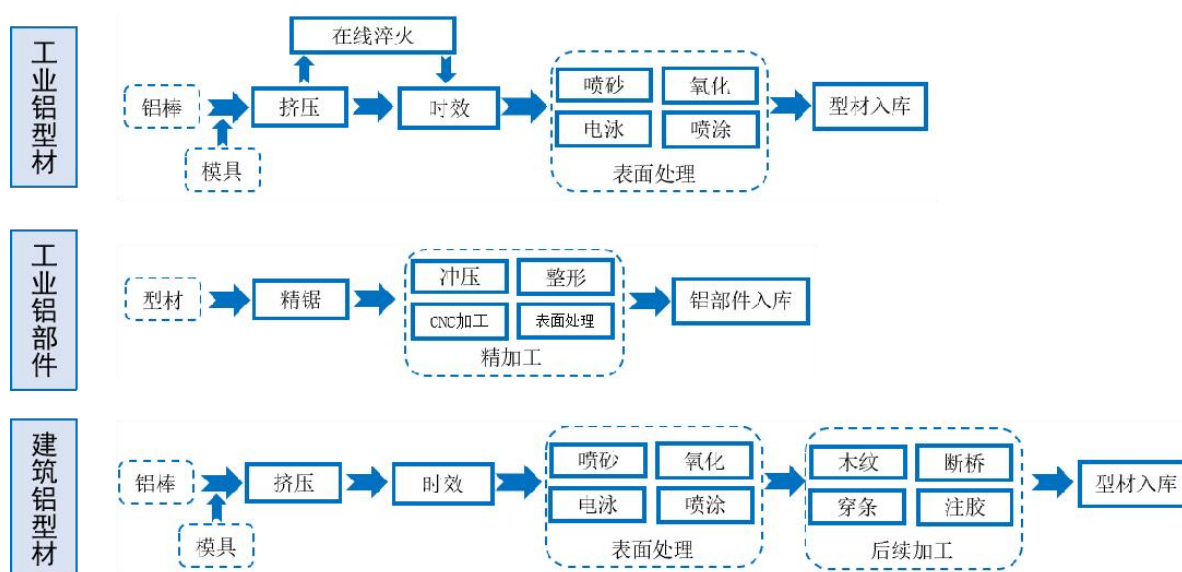
<sup>4</sup> 王智文等,《新能源汽车轻量化技术路径及开发策略》, 汽车工艺与材料, 2021, 2021(06): 1-12

## 业务分析：借助上市快速扩产，盈利能力提升

### 公司业务概况

公司主营铝型材业务，产品可分为工业铝部件、工业铝型材以及建筑铝型材三大类。具体而言，**工业铝型材**主要包括光伏边框型材、汽车轻量化型材、轨道交通型材、环保型材、电子型材等产品，应用于光伏、汽车、交通、家用电子产品等领域；**工业铝部件**指的是将铝型材经精锯、冲压、CNC 加工中心及表面处理等工艺进一步加工后，可直接用于产品组装的铝制品零部件或产品，主要包括光伏边框和光伏支架等产品；**建筑铝型材**主要应用于节能建筑、系统性门窗、幕墙等领域。同时，公司向产业链上游延伸，布局再生铝产能。

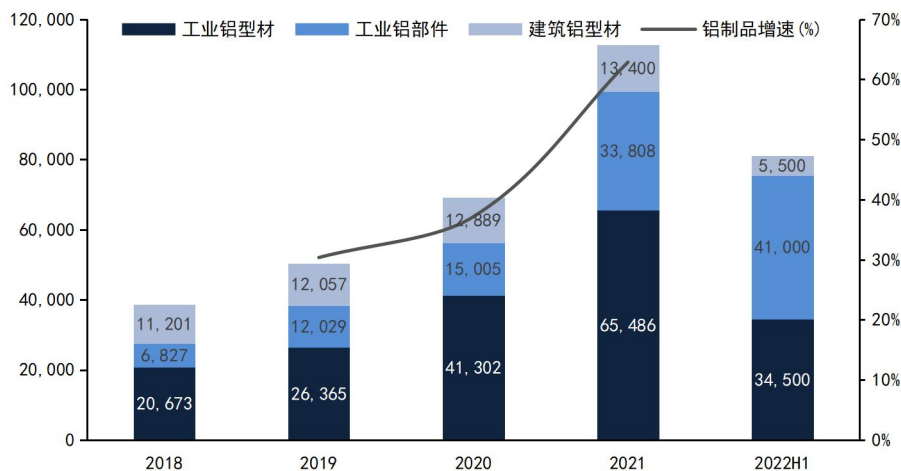
图20：公司主要产品生产工艺



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

**2021 年公司铝制品销量合计 11.27 万吨，同比增速 63%**。分产品来看，根据招股书所披露，公司 2018-2020 年工业铝型材销量分别为 2.1/2.6/4.1 万吨，工业铝部件销量分别为 0.7/1.2/1.5 万吨，建筑铝型材销量分别为 1.1/1.2/1.3 万吨。除 2021 年投资 1.8 亿元用于“年产 2 万吨高端建筑铝型材生产线及配套设施”项目外，公司上市以来新建的项目均主要集中在光伏和新能源汽车用铝领域，因此未来公司产品的增量也主要集中在工业铝型材和工业铝部件上，建筑铝型材的产能不会发生较大改变。

图 21：公司铝制品分产品销量（单位：吨）



资料来源：公司招股说明书，公司公告，国信证券经济研究所整理

### 竞争优势一：上市后快速扩张光伏用铝产能，持续实现降本

铝加工行业为资金驱动型行业，上市后公司扩产能力提升。铝加工作为产业链中游环节，上游原料端为现款现货或先款后货，而下游客户端又有账期，因此铝加工行业是很典型的资金驱动型行业。截至目前，公司仍是光伏铝边框行业内唯一一家上市公司，上市后融资成本相较于上市前降低了一个百分点以上，显著低于同行其他公司。更低的融资成本使得公司规模扩张得更快，在细分赛道的市占率迅速提升，未来几年的产能规划也更为清晰，能够与下游快速发展的组件企业进行配套，带来了更高的客户粘性。上市以来，公司共投建了 2 个光伏铝边框项目：

#### ◆ 年产 7 万吨新型轨道交通及光伏新能源铝型材项目

2021 年公司首次公开发行股票，募集资金 4.8 亿元，投资 3.9 亿元用于“年产 7 万吨新型轨道交通及光伏新能源铝型材项目”，实施主体为公司的全资子公司鑫铂科技，项目地点位于滁州高新技术产业开发区内。该项目通过引进高端设备，提升了公司大型设备的自动化制造能力，降低了生产成本。该项目已于 2021 年底全部达产，同时也对已有产线进行技术改造，小幅扩张了产能。

#### ◆ 年产 10 万吨光伏铝部件项目

2022 年 5 月，公司通过非公开发行募资 7.8 亿元，投资 6.9 亿元用于建设“年产 10 万吨光伏铝部件项目”，其中设备购置和安装费为 3.6 亿元，实施主体为全资子公司鑫铂光伏，地点位于安徽省天长市经济开发区。该项目的设计产能中包括 1.5 万吨的光伏型材和 8.5 万吨的光伏部件，其投产能够帮助公司稳固在光伏铝边框行业的龙头地位。同时，由于项目产线设备的自动化程度较 IPO 募投项目得到了提升，生产成本能够进一步降低，盈利能力得以增强。这一项目预计建设期为 12 个月，自 2021 年底开始建设，已于 2022 年底投产，预计 23 年能够通过扩产为公司新贡献 13 万吨左右产能。

表5：“年产10万吨光伏铝部件项目”设备购置及安装费

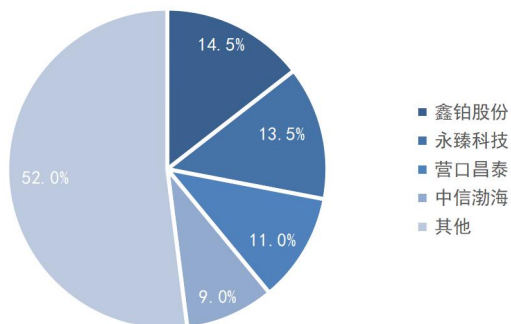
设备名称	单价(万元/台、万元/套)	数量(台/套)	总价(万元)
<b>1,100T 挤压机及其配套设备</b>		<b>180</b>	<b>11,826</b>
主机	150	36	5,400
冷床校正系统	130	36	4,680
冷却系统	1.5	36	54
自动铝棒炉	42	36	1,512
模具炉	5	36	180
<b>800T 挤压机及其配套设备</b>		<b>50</b>	<b>2,685</b>
主机	117	10	1,170
冷床校正系统	105	10	1,050
冷却系统	1.5	10	15
自动铝棒炉	40	10	400
模具炉	5	10	50
<b>喷涂线</b>	<b>260</b>	<b>1</b>	<b>260</b>
<b>自动喷砂线</b>	<b>70</b>	<b>20</b>	<b>1,400</b>
<b>全自动氧化线</b>	<b>5,000</b>	<b>2</b>	<b>10,000</b>
<b>全自动边框线</b>	<b>175</b>	<b>20</b>	<b>3,500</b>
<b>其他配套设备</b>		<b>21</b>	<b>4,500</b>
配电房 35000KV	2,000	1	2,000
CNC 机器人	125	20	2,500
<b>安装调试费</b>		<b>5%</b>	<b>1,708.55</b>
<b>合计</b>			<b>35,879.55</b>

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理与预测

**成本控制能力为公司综合竞争力的关键因素。**光伏部件加工涉及的工艺较多，各工艺（挤压、氧化、喷涂、电泳、精加工等）的成品率是控制成本的主要手段。公司通过收集各阶段成品率的数据，对各阶段工艺中影响成品率的因素进行分析，与研发中心及产品技术中心一起对生产过程的各阶段工艺进行优化，建立时间、温度、频率、力度等数据参数，提升各阶段的成品率，减少物料消耗，优化工艺流程，提高生产效率和自动化程度。预计“年产10万吨光伏铝部件项目”全部达产后，该项目的生产成本相较于IPO募投项目可降低300元/吨左右，未来公司竞争力将越来越强。

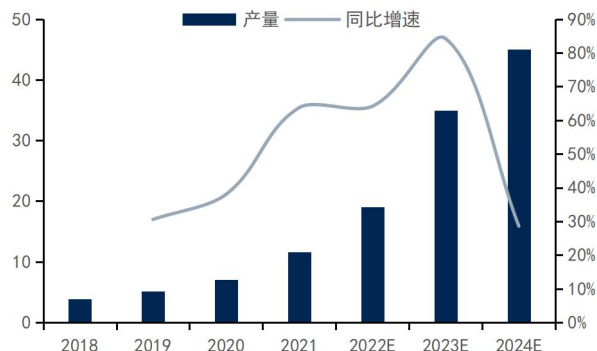
**随着10万吨光伏铝部件项目的投产，公司市占率有望稳步提升。**2021年公司铝制品产量为12万吨，2022年预计可实现产量19万吨，同比增加58%。目前光伏铝部件行业有四家主要企业：鑫铂股份、永臻科技、营口昌泰、中信渤海，其余都是小产能，上市前公司产能并不是这四家企业中最高的，2021年产能市占率10%左右，预计2023年能够提升到15%，未来还会稳步提升。

图22：2023年光伏边框行业格局（按产能）



资料来源：公司公告，各公司官网，国信证券经济研究所整理

图23：公司铝制品产量规划及增速（单位：万吨，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理与预测

公司保供能力和技术储备强，客户对公司具有一定依赖性。公司凭借在工业铝型材领域积累的丰富技术和经验，凭借严格的质量控制、持续的研发投入和有效的品牌建设，依托优异的产品质量性能和良好的品牌口碑，是国内较早布局光伏部件的企业，在光伏领域已经积累丰富优质的客户资源，公司已成为隆基股份、晶科能源、晶澳科技、晋能集团、无锡尚德、通威股份、正信光电等光伏行业内主要组件企业的供应商，已建立稳定的合作关系。随着下游光伏组件企业不断大幅扩充产能，公司将以现有客户为基础，在努力提升产品品质的同时，运用精加工的服务措施满足客户的需求，同时以优质的产品质量和行业口碑，逐步开发现有行业内其他大型客户群体，挖掘新的销售市场，提升产品的整体竞争力。

图24：公司光伏产品部分客户

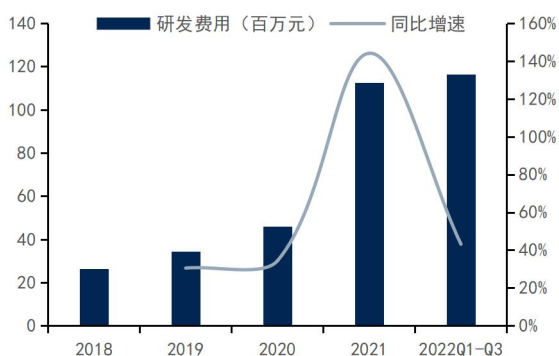


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### 竞争优势二：加大研发投入，新建高盈利能力汽车轻量化产能

2021年公司研发费用同比增加144%，积极储备汽车轻量化型材技术。为突破现有生产瓶颈，公司准备在汽车轻量化领域提高市场份额。为此，公司投入了大量的研发费用和精力在汽车轻量化铝型材的技术储备上。上市后公司对研发持续投入，2021年研发费用112.51亿元，同比增加144%，在营收中的占比为4.3%；2022年前三季度研发费用116.30亿元，同比增加43%。

图25：公司研发费用及增速（百万）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图26：公司技术研发人员数量及增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### ◆ 年产10万吨新能源汽车铝部件项目

项目概况：2022年5月，公司发布公告称，拟在滁州高新技术产业开发区投建轻

量化铝合金汽车零部件生产制造项目，项目计划总投资额 10 亿元左右，资金来源为自有或自筹资金，设计产能为 10 万吨/年，包括电池托盘、前后保险杠、防撞梁三种主要产品，项目实施主体为全资子公司鑫铂新能源。

**项目进度：**该项目分为两期，其中每期产能 5 万吨，预计一期在今年一季度末可投产，年中可实现量产。该项目的产品主要服务于安徽区域的新能源汽车整车厂商，目前公司已开始给整车厂商供应部分铝型材产品。根据投产进度测算，公司今年新能源汽车铝部件产量能够达到 2 万吨；明年有望实现满产，即产量 10 万吨。

### 竞争优势三：切入再生铝领域，打造全产业链布局

**公司拥有从原料研发开始的完整生产体系，能够优化成本管控。**对铝加工企业来说，具备从原材料研发、模具设计与制造、生产加工、表面处理至精加工工艺的完整工业生产体系的企业数量较少，部分企业只生产铝型材而不涉及精加工工艺，另一部分企业则外购铝型材进行精加工。因此，建立一体化生产体系的企业具备较强的竞争优势：1) 可将更多的加工环节纳入自身的生产体系，从而降低客户的整体采购成本，优化成本管控；2) 能够及时地对客户的需求作出响应，产品开发和交货的前置期更短；3) 对产品的质控要求和终端客户的标准一致，可以将质量管控前置到原材料采购环节，提高产品质量。

**公司布局 60 万吨再生铝项目，产能可与自身铝制品生产完全配套。**2022 年 10 月，公司发布公告称拟与天长市政府签订投资协议书，在滁州高新技术产业开发区投建再生铝项目，并于 2023 年 1 月发布了非公开发行 A 股股票预案，募集资金不超过 13.45 亿元，其中 8.93 亿元用于投建“年产 60 万吨再生铝项目”，项目计划总投资 20.40 亿元，实施主体为全资子公司鑫铂环保。该项目设计建设期为 3 年，预计今年底可释放至少 20 万吨产能，明年可释放 25 万吨左右产能，2025 年可达产。据公司生产进度测算，再生铝项目达产后，公司铝制品产能可达到 60 万吨以上，因此该项目的再生铝铝棒产能预计能够实现内部消化。

**我国加大再生铝使用更迫切。**据国际铝协数据，2019 年全球电解铝能源结构中，煤电占 60%，水电站 24.8%。我国能源禀赋决定了我国铝工业用电以火电为主，我国电解铝行业中煤电占比高达 88%，远高于全球平均水平，导致我国电解铝单位排放量偏高，具有更大的减排压力。

**扩大再生铝应用是全球趋势。**全球铝压延材龙头企业诺贝丽斯，是全球最大的再生铝回收利用企业，2020-2021 财年诺贝丽斯采购原铝 137.8 万吨，采购再生铝达 220.3 万吨。其产品中的再生铝用量，从 2011 财年的 33%，提高到 2021 财年的 61%。诺贝丽斯全球 33 座工厂中有 15 座可以回收处理再生铝，每年回收铝易拉罐超过 740 亿个。挪威铝业公司海德鲁单独推出 CIRCAL 品牌，保证其中至少 75%是回收的旧废铝，并力求该产品产量从 2020 年 1.6 万吨提升至 2021 年 5 万吨，以帮助公司实现到 2030 年降低碳排放 30 的目标。美国铝业公司推出再生铝品牌 EcoDura，保证其中 50%是再生铝。美国铝业公司也不断增加其铝加工产品中的再生铝使用比例，2020 年旗下 Warrick 工厂的平轧材产品使用了 38.3%再生铝，比 2019 年提高 2.8 个百分点。

图27: 中国再生铝产量 (单位: 万吨)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图28: 中国废铝回收量 (单位: 万吨)

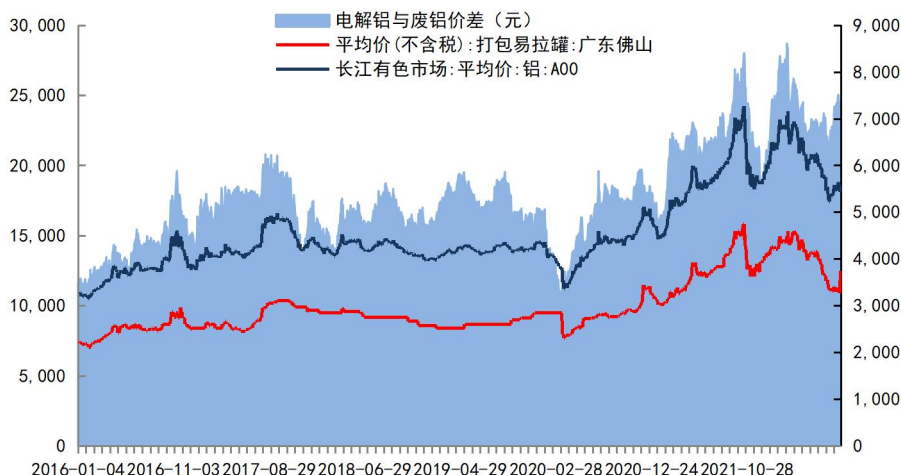


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**布局再生铝项目可构建绿色循环产业链, 并增厚主营业务业绩。**使用再生铝为公司带来的主要竞争优势有: 1) **保障原料供应**, 电解铝面临产能天花板, 再生铝因其低能耗、低污染的特点成为了新的发展趋势, 公司使用自产和外购废铝进行再生铝的产业化生产, 在实现向上游产业链延伸和自身废铝料回收利用的同时, 充分保障原材料的供应质量与供应效率, 增强可持续发展; 2) **实现成本节约**, 利用废铝生产的铝棒进行后续生产, 具备显著的经济性, 能够贯通上下游产业, 充分发挥产业链中不同业务的协同效应, 实现成本节约、优化资源配置的目标。

**再生铝经济效益主要来自精废价差和政府补贴。****精废价差:** 废铝回收价格通常是电解铝价格乘以固定的折扣系数, 含铝量越高, 折扣系数越高, 而像带漆易拉罐这种含有其它杂质过多的废铝, 折扣系数较低, 并且价格常年保持稳定, 因此使用再生铝生产铝合金锭, 精废价差可为公司提供丰厚的利润空间。**政府补贴:** 政府对发展再生铝实施政策补助, 按照产量对企业进行补助, 估计每利用 1 吨再生铝, 获得的政府补贴可增厚 200 元/吨左右的利润。此外, **使用再生铝还能够省去部分金属添加费用:** 回收的废铝中含有少量镁、硅、锰、铁、铜等金属元素, 在保级利用的过程中可节省一部分金属添加剂的支出。

图29: 电解铝与废铝回收的价差提供了丰厚的利润空间



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

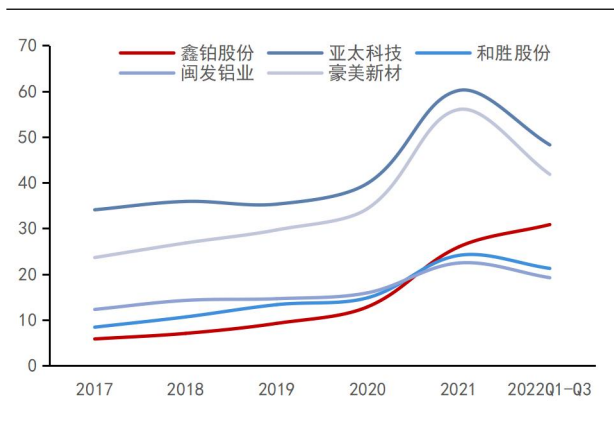
## 财务分析：营运能力行业领先

公司主营业务为铝挤压型材，我们选取同样主要从事铝型材业务的亚太科技、和胜股份、闽发铝业、豪美新材 4 家企业作为可比公司。

### 盈利能力

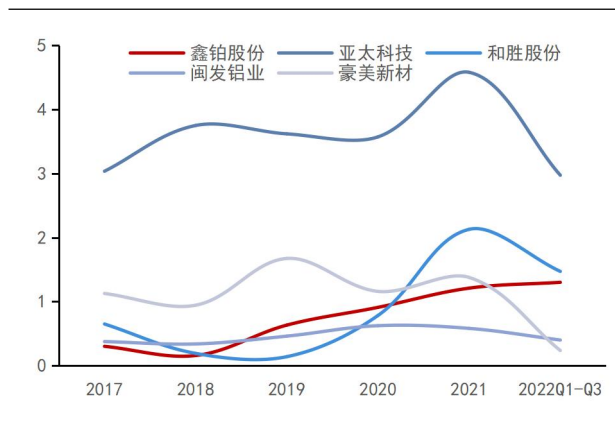
从收入体量上来看，鑫铂股份可比公司的平均收入规模均不到百亿级，公司总体收入体量在可比公司中处于平均水平，但公司是可比公司中唯一一家 2022 年前三季度营收和归母净利润已经超过 2021 年全年的公司。在盈利能力方面，公司的毛利率和净利率均位于可比公司平均水平，2022 年前三季度毛利率和净利率分别为 11.0%和 4.2%；公司的净资产收益率位于可比公司第二名，2022 年前三季度 ROE 为 9.4%。

图30：行业内公司营业收入对比（单位：亿元）



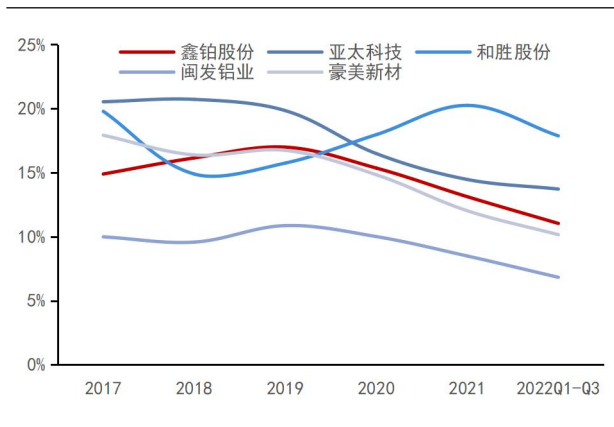
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图31：行业内公司净利润对比（单位：亿元）



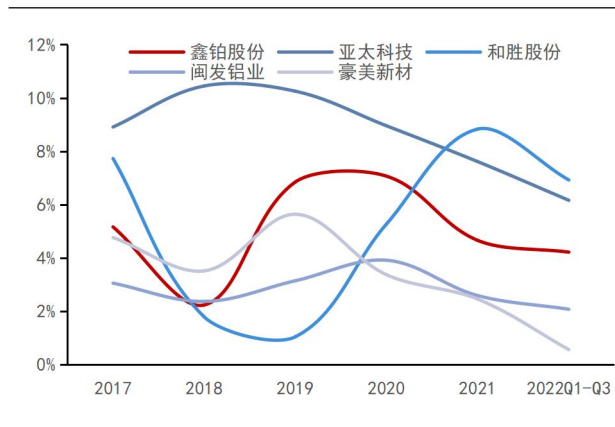
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图32：行业内公司毛利率对比



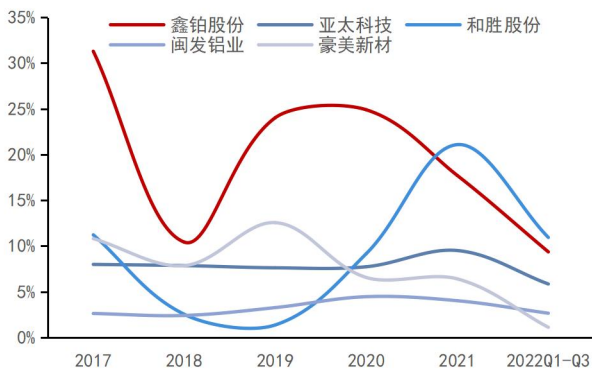
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图33：行业内公司净利率对比



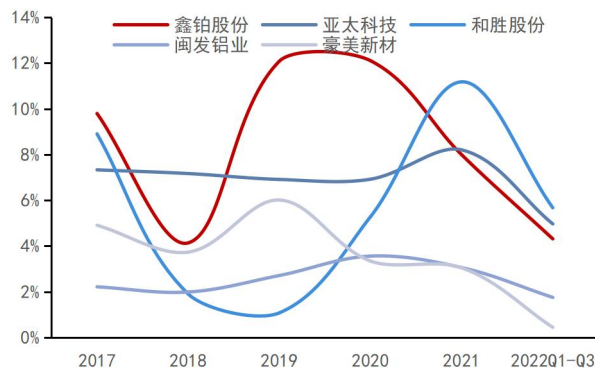
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图34: 行业内公司 ROE 对比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图35: 行业内公司 ROA 对比

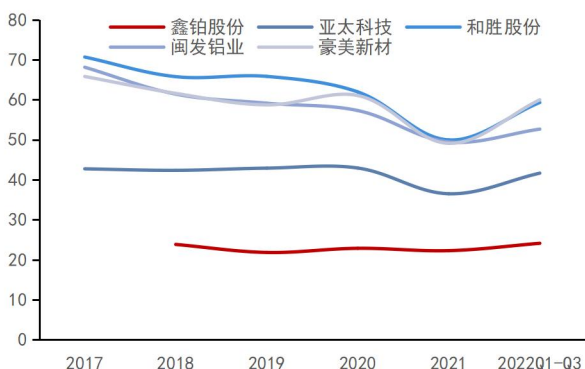


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 营运能力

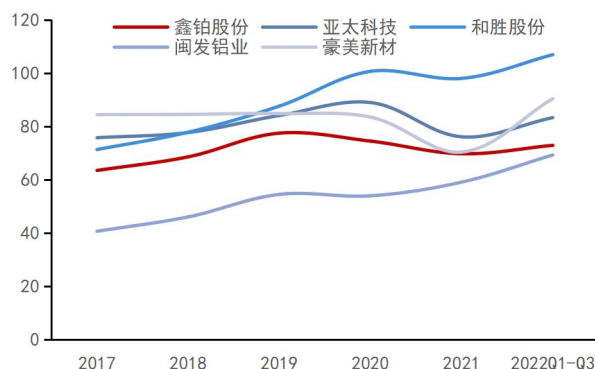
公司拥有行业领先的营运能力。公司的存货周转天数是可比公司中最低的，2022年前三季度的存货周转天数为24天，且多年来保持稳定，显著低于可比公司。同时，公司的总资产周转率也常年位于可比公司的第一位，优秀的营运资金周转能力保障了公司产能建设投入及日常经营中的资金需求。

图36: 行业内公司存货周转天数对比



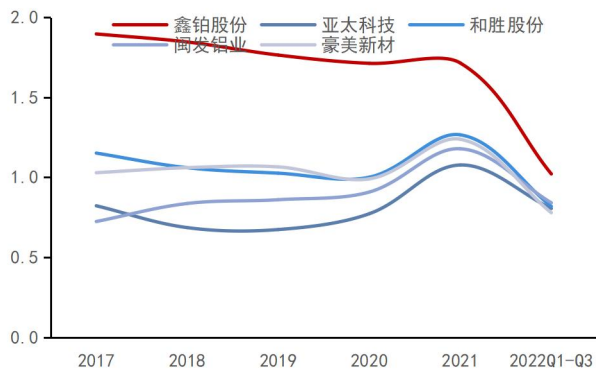
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图37: 行业内公司应收账款周转天数对比



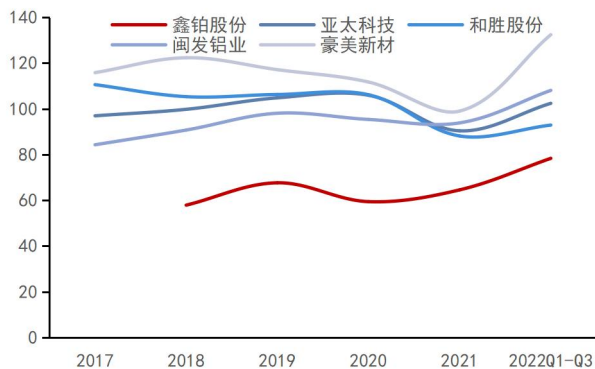
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图38: 行业内公司总资产周转率对比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图39: 行业内公司净营业周期对比

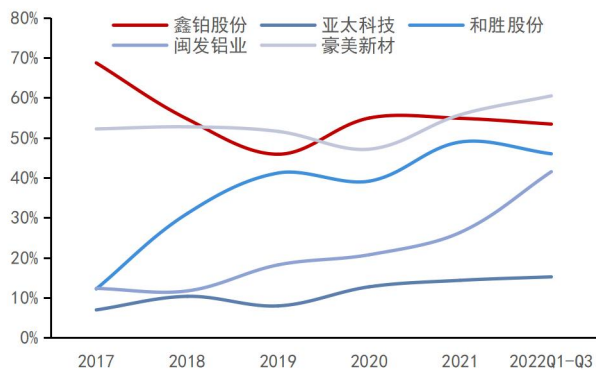


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 偿债能力

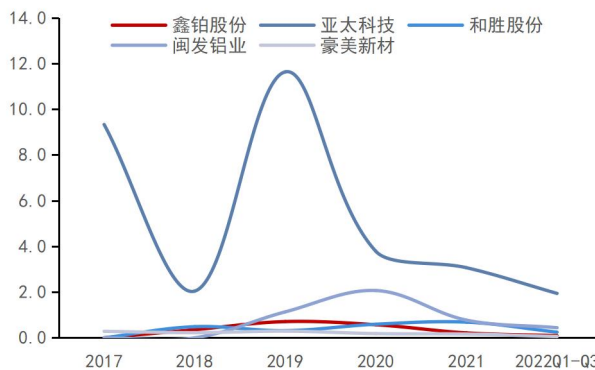
公司资产负债率偏高, 截至 2022 年三季度末, 资产负债率为 53.41%, 近年来略有下降, 但仍在可比公司中处于较高水平。较高的资产负债率是由于公司处于扩大经营阶段造成的。

图40: 行业内公司资产负债率对比



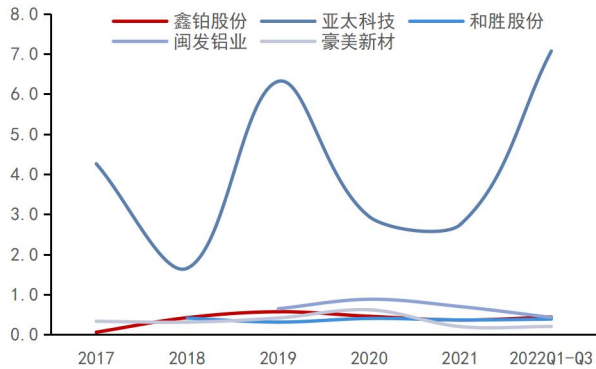
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图41: 行业内公司 EBITDA/带息债务对比



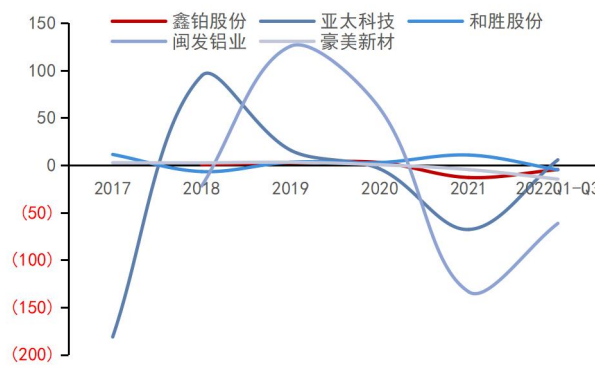
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图42: 行业内公司货币资金/短期债务对比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图43: 行业内公司现金流量利息保障倍数对比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 盈利预测

### 假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

#### 1、工业铝部件

**销量：**2023 年随着“年产 10 万吨光伏铝部件项目”的投产，公司光伏铝边框产销量大幅增加。我们预计 2022-2024 年公司工业铝部件的销量分别为 10/21/23 万吨。

**营收：**工业铝部件定价模式为“铝价+加工费”，我们假设公司 2022-2024 年工业铝部件加工费分别为 0.70/0.71/0.71 万元/吨，销售单价分别为 2.46/2.33/2.33 万元/吨，营业收入分别为 24.62/48.86/53.52 亿元。

**毛利：**伴随光伏铝边框加工费回升，以及公司低成本产能的落地，公司工业铝部件产品的毛利率有望提高。我们假设 2022-2024 年公司毛利润分别为 2.84/6.16/6.78 亿元，毛利率分别为 11.54%/12.18%/12.24%。

#### 2、工业铝型材

**销量：**2024 年“年产 10 万吨新能源汽车铝部件项目”投产，公司汽车轻量化铝材放量，带动工业铝型材产量大幅提升。我们假设公司 2022-2024 年销量分别为 7.2/12/20 万吨。

**营收：**工业铝型材定价模式为“铝价+加工费”，伴随加工费更高的汽车轻量化铝材的投产，我们假设公司 2022-2024 年工业铝型材加工费分别为 0.52/0.53/0.57 万元/吨，销售单价分别为 2.28/2.14/2.18 万元/吨，营业收入分别为 16.42/25.70/43.64 亿元。

**毛利：**伴随高附加值产品汽车轻量化铝材的投产，工业铝型材产品的毛利率有望提高。我们假设 2022-2024 年公司毛利润分别为 1.60/3.12/5.77 亿元，毛利率分别为 9.75%/12.14%/13.75%。

#### 3、建筑铝型材

**销量：**公司近期无建筑铝型材的大量扩产计划，我们假设 2022-2024 年销量分别为 1.75/2/2 万吨。

**营收：**建筑铝型材定价模式为“铝价+加工费”，我们假设公司建筑铝型材加工费保持稳定，2022-2024 年加工费分别为 0.47/0.49/0.49 万元/吨，销售单价分别为 2.23/2.11/2.11 万元/吨，营业收入分别为 3.91/4.21/4.21 亿元。

**毛利：**我们假设公司 2022-2024 年建筑铝型材的毛利润分别为 0.52/0.54/0.54 亿元，毛利率分别为 13.30%/12.82%/12.82%。

**表6: 主营业务经营情况预测 (单位: 百万元)**

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>工业铝部件</b>						
营收	242.97	311.77	846.74	2,462.03	4,886.44	5,351.82
毛利润	42.16	56.55	122.25	284.22	595.00	655.00
毛利率	17.35%	18.14%	14.44%	11.54%	12.18%	12.24%
净利润	18.68	30.45	56.77	117.77	260.06	288.03
<b>工业铝型材</b>						
营收	458.32	735.74	1,440.02	1,641.94	2,570.25	4,363.75
毛利润	68.77	104.32	166.49	160.12	312.00	600.00
毛利率	15.00%	14.18%	11.56%	9.75%	12.14%	13.75%
净利润	25.52	45.62	56.17	49.88	135.86	298.15
<b>建筑铝型材</b>						
营收	217.63	233.31	298.91	390.59	421.38	421.38
毛利润	43.14	43.83	48.39	51.95	54.00	54.00
毛利率	19.82%	18.79%	16.19%	13.30%	12.82%	12.82%
净利润	21.59	24.15	25.15	25.36	25.01	25.01

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理和预测

### 未来3年业绩预测

根据上述假设条件, 我们得到公司 2022-2024 年实现营业收入分别为 45.18/78.88/101.47 亿元, 归属母公司净利润分别为 1.99/3.86/5.65 亿元, 年增速分别为 64.35%/93.99%/46.50%, 每股收益分别为 1.35/2.61/3.83 元。

**表7: 未来3年盈利预测表 (单位: 百万元)**

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	2596.55	4,518.19	7,888.07	10,146.95
营业成本	2255.88	4,011.88	6,923.57	8,834.45
销售费用	17.35	19.14	33.41	42.98
管理费用	34.19	62.08	108.38	139.42
研发费用	112.51	170.54	297.74	383.01
财务费用	32.25	47.91	83.65	107.61
营业利润	112.81	186.79	401.87	588.76
利润总额	124.13	205.25	401.87	588.76
归属于母公司净利润	121.01	198.88	385.80	565.21
EPS	1.14	1.35	2.61	3.83
ROE	13%	18%	26%	28%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

## 估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

### 绝对估值：46.35-66.74 元

光伏行业在政策支持和自身技术推动下快速发展，光伏铝边框为光伏组件的重要辅材，需求增速快，且由于行业已经经历过一轮较为激烈的竞争，加工费趋于稳定，行业格局未来出现大幅变化的可能性较小。

公司作为目前光伏铝边框行业内唯一一家上市公司，相较于同行企业而言拥有明显的融资成本优势，并因此实现了快速扩产，产能规模一跃成为行业领先水平。未来公司在光伏铝型材行业的市占率将保持稳步提升，同时公司积极投入汽车轻量化铝型材的研发和生产，并布局再生铝产能，可在提高产品附加值的同时实现降本，业绩有望实现持续且大幅的提升。

估值假设条件见下表：

表8：公司盈利预测假设条件（%）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入增长率	31.07%	39.31%	101.72%	74.01%	74.58%	28.64%	28.00%
营业成本/营业收入	83.01%	84.64%	86.88%	88.79%	87.77%	87.07%	87.88%
管理费用/营业收入	1.41%	1.28%	1.29%	1.37%	1.37%	1.37%	1.37%
研发费用/营业收入	3.71%	3.58%	4.33%	3.77%	3.77%	3.77%	3.77%
销售费用/销售收入	2.01%	0.79%	0.67%	0.42%	0.42%	0.42%	0.42%
营业税及附加/营业收入	0.49%	0.43%	0.40%	0.33%	0.50%	0.50%	0.50%
所得税税率	9.70%	9.91%	2.52%	2.61%	4.00%	4.00%	4.00%
股利分配比率	12.34%	9.84%	10.60%	10.60%	10.60%	10.60%	10.60%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

需注意的是，公司拥有较低的所得税税率，2020-2022H1 分别为 9.91%/2.52%/4.03%，2022 年三季度低至 1.4%，主要是由于：1) 子公司鑫发铝业已通过高新技术企业认定，按 15% 税率征收企业所得税；2) 子公司鑫发铝业和鑫铂科技的研发费用在计算应纳税所得额时，享受加计扣除优惠。

根据《财政部 税务总局 科技部关于提高研究开发费用税前加计扣除比例的通知》以及《财政部 税务总局关于延长部分税收优惠政策执行期限的公告》，在 2018.1.1-2023.12.31 期间，企业开展研发活动中实际发生的研发费用，未形成无形资产计入当期损益的，在按规定据实扣除的基础上，再按照实际发生额的 75% 在税前加计扣除。此外，根据《财政部 税务总局 科技部关于加大支持科技创新税前扣除力度的公告》，在 2022.10.1-2022.12.31 期间，研发费用税前加计扣除比例由 75% 提高至 100%。我们假设公司 2023-2025 年可延续研发费用加计扣除的优惠，所得税税率均为 4%。

**表9：资本成本假设**

无杠杆 Beta	1.183	T	3.11%
无风险利率	2.17%	Ka	9.86%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	1.50
公司股价（元）	49.17	Ke	11.94%
发行在外股数（百万）	106	E/(D+E)	78.17%
股票市值（E，百万元）	5234	D/(D+E)	21.83%
债务总额（D，百万元）	1462	WACC	10.45%
Kd	5.30%	永续增长率（10年后）	1.50%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上假设条件，采用 FCFF 估值方法，得出公司价值区间为 46.35–66.74 元。

### 绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

**表10：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）**

		WACC 变化				
		9.50%	10.00%	10.46%	11.00%	11.50%
永续 增长 率变 化	2.50%	81.42	71.73	63.36	56.08	49.69
	2.00%	75.47	66.74	59.13	52.47	46.59
	1.50%	70.26	62.33	55.38	49.25	43.81
	1.00%	65.68	58.42	52.02	46.35	41.29
	0.50%	61.60	54.92	49.00	43.72	39.00

资料来源：国信证券经济研究所分析

### 相对估值：62.72–67.95 元

在可比公司方面，由于光伏铝边框行业目前仅鑫铂股份一家上市公司，因此我们选取生产光伏卡扣边框的海达股份、生产光伏支架的中信博，以及从事汽车轻量化铝材业务的和胜股份、文灿股份、祥鑫科技作为比较，采用 PE 法估值。可比公司 2023 年 PE 倍数算数平均值为 27.1x，考虑公司未来扩产规划带来的具有确定性的产销量和业绩增速，我们认为给予公司 2023 年 24–26 倍 PE 是合理的，对应股价区间 62.72–67.95 元。

**表11：可比公司估值情况**

代码	简称	股价	EPS（元）					PE				PB	总市值 百万元
			2023Q206	2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E		
003038.SZ	鑫铂股份	49.17	1.19	1.35	2.61	3.83	41.3	36.5	18.8	12.8	4.0	7,259	
可比公司：													
300320.SZ	海达股份	11.19	0.25	0.24	0.40	0.57	44.8	46.0	28.1	19.7	3.3	6,728	
688408.SH	中信博	103.60	0.11	0.37	2.34	3.96	941.8	279.2	44.2	26.2	5.8	14,060	
002824.SZ	和胜股份	35.20	1.12	1.36	2.23	3.14	31.4	25.9	15.8	11.2	4.7	7,030	
603348.SH	文灿股份	64.40	0.38	1.14	2.27	3.22	169.5	56.4	28.4	20.0	5.7	16,971	
002965.SZ	祥鑫科技	64.80	0.43	1.38	3.38	4.80	152.4	47.0	19.2	13.5	4.4	11,553	

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

备注：海达股份、中信博、和胜股份、文灿股份、祥鑫科技盈利预测采用 Wind180 天一致预测

## 投资建议

综合上述几个方面的估值，我们认为公司股票合理估值区间在 62.72-66.74 元之间，2023 年动态市盈率 24-26 倍，相对于公司目前股价有 27.56%-35.73%溢价空间。考虑公司具备较好的成长性，首次覆盖给予“买入”评级。

## 风险提示

### 估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 62.72-66.94 元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.17%、风险溢价 6.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 1.5%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面，由于光伏铝边框行业目前仅鑫铂股份一家上市公司，因此我们选取了生产光伏卡扣边框的海达股份、生产光伏支架的中信博，以及从事汽车轻量化铝材行业的和胜股份、文灿股份、祥鑫科技作为相对估值的参考，同时考虑公司的行业地位和成长性，给予公司 23 年 24-26 倍 PE 估值，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

### 盈利预测的风险

我们假设公司 2022-2024 年收入增长 74.01%/74.58%/28.64%，可能存在对公司产品销量及售价预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。

我们预计公司未来 3 年毛利率分别为 11.21%/12.23%/12.93%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。

我们预计公司 2023、2024 年光伏铝边框和汽车轻量化铝材产量有大幅提升，若实际产销量不及预期，存在未来 3 年业绩预期高估的风险。

### 经营风险

应收账款、应收票据等经营性资金占用较大。公司下游客户货款结算存在一定周期，未来随着公司销售规模继续扩大，应收款项可能进一步增长。如果公司应收账款的催收不利或者客户不能按合同及时支付，将影响公司的资金周转速度和经营活动现金流量，从而对公司的生产经营及业绩水平造成不利影响。

### 市场风险

公司未来 3 年内的主营产品为光伏铝型材及铝部件、汽车轻量化铝型材，产品下游应用于光伏行业以及新能源汽车行业，若行业不景气，产品需求下滑，将对公司的业绩产生较大影响。此外，若铝价波动剧烈，或将推动光伏铝边框的替代品钢边框及卡扣边框等产品的研发进度，可能挤占掉一部分光伏铝边框的市场份额，导致需求下滑。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	101	320	320	320	320	营业收入	1287	2597	4518	7888	10147
应收款项	309	726	1238	2161	2224	营业成本	1090	2256	4012	6924	8834
存货净额	88	191	326	566	602	营业税金及附加	6	10	15	39	51
其他流动资产	23	77	133	233	299	销售费用	10	17	19	33	43
<b>流动资产合计</b>	<b>521</b>	<b>1314</b>	<b>2017</b>	<b>3279</b>	<b>3445</b>	管理费用	17	34	62	108	139
固定资产	330	572	824	1042	1194	研发费用	46	113	171	298	383
无形资产及其他	30	46	44	42	40	财务费用	21	32	48	84	108
投资性房地产	31	186	186	186	186	投资收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	1	0	16	0	0
<b>资产总计</b>	<b>912</b>	<b>2117</b>	<b>3070</b>	<b>4549</b>	<b>4865</b>	其他收入	(3)	(21)	(21)	0	0
短期借款及交易性金融负债	219	858	1437	2260	1867	营业利润	96	113	187	402	589
应付款项	157	203	363	630	804	营业外净收支	5	11	18	0	0
其他流动负债	38	35	62	108	138	<b>利润总额</b>	<b>101</b>	<b>124</b>	<b>205</b>	<b>402</b>	<b>589</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>413</b>	<b>1097</b>	<b>1862</b>	<b>2997</b>	<b>2809</b>	所得税费用	10	3	6	16	24
长期借款及应付债券	27	25	25	25	25	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	60	40	40	40	40	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>91</b>	<b>121</b>	<b>199</b>	<b>386</b>	<b>565</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>88</b>	<b>65</b>	<b>65</b>	<b>65</b>	<b>65</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>501</b>	<b>1161</b>	<b>1927</b>	<b>3062</b>	<b>2874</b>	净利润	91	121	199	386	565
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	0	(0)	0	0	0
股东权益	411	956	1144	1487	1991	折旧摊销	31	44	66	84	100
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>912</b>	<b>2117</b>	<b>3070</b>	<b>4549</b>	<b>4865</b>	公允价值变动损失	(1)	(0)	(16)	0	0
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	21	32	48	84	108
每股收益	1.14	1.14	1.97	3.61	5.29	营运资本变动	(4)	(705)	(516)	(950)	39
每股红利	0.11	0.12	0.21	0.38	0.56	其它	(0)	0	11	(2)	(2)
每股净资产	5.15	8.98	10.75	13.97	18.70	<b>经营活动现金流</b>	<b>117</b>	<b>(541)</b>	<b>(256)</b>	<b>(482)</b>	<b>703</b>
ROIC	15.88%	10.53%	8%	12%	15%	资本开支	0	(285)	(300)	(300)	(250)
ROE	22.13%	12.66%	18%	26%	28%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	15%	13%	11%	12%	13%	<b>投资活动现金流</b>	<b>0</b>	<b>(285)</b>	<b>(300)</b>	<b>(300)</b>	<b>(250)</b>
EBIT Margin	9%	6%	5%	6%	7%	权益性融资	0	444	0	0	0
EBITDA Margin	12%	8%	7%	7%	8%	负债净变化	27	(3)	0	0	0
收入增长	39%	102%	74%	75%	29%	支付股利、利息	(9)	(13)	(22)	(41)	(60)
净利润增长率	44%	33%	74%	83%	47%	其它融资现金流	(134)	631	579	823	(393)
资产负债率	55%	55%	63%	67%	59%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(97)</b>	<b>1044</b>	<b>556</b>	<b>782</b>	<b>(453)</b>
股息率	0.2%	0.2%	0.4%	0.8%	1.1%	<b>现金净变动</b>	<b>20</b>	<b>219</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
P/E	43.1	43.2	36.5	18.8	12.8	货币资金的期初余额	81	101	320	320	320
P/B	9.5	5.5	4.6	3.5	2.6	货币资金的期末余额	101	320	320	320	320
EV/EBITDA	29.6	30.4	23.6	14.6	10.2	企业自由现金流	0	(784)	(520)	(702)	556
						权益自由现金流	0	(155)	15	48	80

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032