豪美新材（002988.SZ）

铝材龙头转型升级，聚焦系统门窗和汽车轻量化

公司作为铝型材龙头，战略转型提升高端铝材结构占比，募资扩大自有产能，高毛利率的汽车轻量化铝型材和系统门窗业务有望贡献业绩增量。对应 21 年的 PE、PB 分别为 35.6x、2.2x，首次覆盖，给予“强烈推荐-A”评级。

- **华南区域铝型材龙头，战略转型新业务。**豪美新材于 2020 年 5 月上市，股权结构稳定。2021 年前三季度收入 40.25 亿元，同比+71%，归母净利润 1.04 亿元，同比+70%。公司共有 6 个厂区，均位于广东清远，现有产能超 16 万吨/年，IPO 募投项目达产后可达 20.5 万吨/年。其中，工业用铝型材和建筑用铝型材业务料将随下游市场平稳发展，核心聚焦于战略转型，未来汽车轻量化铝型材和系统门窗业务或将伴随行业共迎高速发展。

- **加码布局汽车轻量化铝型材，关注订单放量。**2021 年我国新能源车景气度较高，续航制约激发轻量化需求，节能减排政策加速推进汽车轻量化，铝合金代替部分钢制零件可有效为车减重 30%-40%。当前铝合金在燃油车中渗透率为 3%，纯电动车中为 8%，测算 2021-2022 年我国车用铝材需求空间达到 67.6 万吨/78.8 万吨。公司铝型材业务由子公司“精美特材”负责，21H1 汽车轻量化铝型材收入为 1.38 亿元，同比+199%；测算得 2020 年公司车用铝材市占率为 1.5%。收入中防撞梁和电池托架产品占比约 70%，受到奔驰、宝马、通用、比亚迪等知名客户认可，未来随着研发投入实现转化、自有产能释放，汽车轻量化业务有望快速增长。

- **建筑门窗系统集成供应商，多渠道塑造品牌价值。**系统门窗的发展受益于建筑节能和消费升级，有助于改善门窗行业低品质无序竞争环境，目前我国系统门窗渗透率仅 2%-5%。公司系统门窗业务由子公司“贝克洛”负责，轻资产运营模式可对标坚朗五金的门窗五金配套集成供应模式。21H1 系统门窗业务收入为 1.30 亿元，同比+28%。“贝克洛”系统门窗终端品牌力强劲，在 B 端首选率达 12%，在 C 端通过定制化服务+线上线下多渠道营销，品牌知名度高；但目前在铝门窗行业市占率仅 0.04%。系统门窗业务可依托现有建筑用铝型材产能发展，且毛利率高达 37%，2020 年贝克洛净利率为 4.4%，随着线下门店扩张，未来有望贡献较大业绩增量。

- **首次覆盖，给予“强烈推荐-A”评级。**未来核心关注公司战略转型进展，考虑公司汽车轻量化和系统门窗业务有望在产能和订单释放下高增长，我们预计公司 2021-2022 年 EPS 分别为 0.59 元、1.06 元，对应 PE 分别为 35.6x、19.8x，首次覆盖，给予“强烈推荐-A”评级。

- **风险提示：地产投资增速下滑、汽车销量下滑、原材料价格大幅上涨、出口反倾销风险。**

财务数据与估值

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入(百万元)	2968	3437	3978	4825	5833
同比增长	11%	16%	16%	21%	21%
营业利润(百万元)	184	117	139	258	363
同比增长	75%	-36%	19%	85%	41%
归母净利润(百万元)	167	116	137	246	344
同比增长	77%	-31%	18%	80%	40%
每股收益(元)	0.96	0.50	0.59	1.06	1.48
PE	21.8	41.9	35.6	19.8	14.1
PB	2.6	2.3	2.2	2.0	1.8

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐-A（首次）

中游制造/建材
目标估值：NA
当前股价：20.88 元

基础数据

总股本（万股）	23277
已上市流通股（万股）	8422
总市值（亿元）	49
流通市值（亿元）	18
每股净资产（MRQ）	9.4
ROE（TTM）	7.2
资产负债率	51.4%
主要股东	清远市豪美投资控股集团有
主要股东持股比例	37.77%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	5	54	22
相对表现	6	59	23



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

郑晓刚 S1090517070008
zhengxiaogang@cmschina.com.cn
汪刘胜 S1090511040037
wangls@cmschina.com.cn
于泽群 S1090518080002
yuzequn@cmschina.com.cn

正文目录

一、华南区域铝型材龙头，战略转型新业务 6
1、铝基新材产业链优势突出，股权结构稳定 6
2、汽车轻量化和系统门窗将为发展重点 7
二、铝型材为传统主业，产能布局加速产品结构优化 9
1、我国为铝型材生产大国，公司市占率有提升空间 10
2、供需增长匹配，募资扩大自有产能 12
三、汽车轻量化业务已具备技术和客户基础 14
1、汽车轻量化铝型材发展空间巨大 14
2、加码布局汽车轻量化，订单起量助力业绩释放 16
（1）车用铝材发展有望带动公司毛利率、市占率双升 17
（2）研发投入巩固技术优势，量产能力逐渐增强 18
（3）聚焦直销渠道，电池托架和防撞梁受高度认可 19
四、系统门窗业务轻资产运营，多渠道塑造品牌价值 21
1、建筑节能和消费者习惯共促系统门窗行业发展 21
2、贝克洛品牌力较强，系统门窗业务有望迎来快增 23
（1）线上+线下全渠道销售，树立 C 端品牌价值 25
（2）中长期 B 端业务有望受益于地产集采 26
五、投资建议 27
六、风险提示 28

图表目录

图 1：公司发展历程 6
图 2：公司股权结构图 6
图 3：豪美新材营收增速及同比增速 7
图 4：豪美新材归母净利润及同比增速 7
图 5：豪美新材的建筑用铝型材业务收入占比收缩 7
图 6：2020 年豪美新材 48%的毛利由建筑用铝型材贡献 7
图 7：豪美新材各业务的收入同比增速 8

图 8：豪美新材各业务毛利率对比 8
图 9：豪美新材净利率维持在 3%-6% 8
图 10：豪美新材毛利率介于传统铝材和新型业务之间 8
图 11：2016 年以来豪美新材期间费用率整体下降 9
图 12：豪美新材销售费用率自 2019 年来大幅改善 9
图 13：豪美新材收付现比维持在 0.8 以上 9
图 14：2021 年前三季度公司现金流季节性承压 9
图 15：豪美新材偿债能力良好 9
图 16：截至 2021Q3，豪美新材资产负债率为 51% 9
图 17：铝及铝制品加工产业链 10
图 18：2021M10 起铝锭价格开始高位回落 10
图 19：铝型材占 2020 年我国铝加工材总产量的 48% 10
图 20：铝挤压材在铝加工材中占比最大且增速最高 10
图 21：2020 年我国铝型材下游主要消费于建筑领域 10
图 22：我国建筑用铝型材和工业用铝型材产量占比约 7:3 10
图 23：我国铝型材进口数量持续下降 11
图 24：我国铝型材出口具备周期性 11
图 25：2020 年豪美新材市占率（以产量计）约 0.86% 11
图 26：2020 年豪美新材出口市占率高增 3.21pct 11
图 27：2020 年豪美新材铝型材产量达到 17.25 万吨 12
图 28：2020 年豪美新材铝型材销量达到 17.40 万吨 12
图 29：公司铝型材提速增产，21H1 产量同比+64% 13
图 30：公司铝型材 21H1 销量同比+62% 13
图 31：豪美新材铝型材产销率基本在 100%左右 13
图 32：随着产能释放，产能利用率有所下降 13
图 33：我国汽车保有量稳增，21 年增速回升至 8% 14
图 34：2021 年我国新能源车市场景气度高涨 14
图 35：2020 年起我国新能源车销量占比显著提升 14
图 36：新能源车特有部件增加车重 5%-25% 14
图 37：交通碳排放周期中燃料占比 74% 15
图 38：车重与燃油利用率呈负相关 15
图 39：公司汽车轻量化铝型材收入增速高于亚太科技 17

图 40：公司汽车轻量化铝型材毛利率优于亚太科技 17
图 41：豪美新材所有铝型材平均加工费有所上升 17
图 42：豪美新材铝材售价较亚太科技低约 20% 17
图 43：豪美新材研发费用同比增长较快 18
图 44：豪美新材研发费用率升至与亚太科技相当 18
图 45：2020 年末豪美新材技术人员占比提升至 17% 18
图 46：亚太科技技术人员占比稳定在 20%-22% 18
图 47：汽车轻量化铝型材生产对部件加工要求较高 19
图 48：建筑用铝型材生产步骤相对简易 19
图 49：豪美新材主做的汽车轻量化材料 19
图 50：诸多知名汽车品牌均为豪美新材的终端客户 19
图 51：2019 年公司前五大汽车轻量化业务客户 20
图 52：2021 年前三季度公司应收账款周转达 3.7 次 20
图 53：2018 年建筑能耗占全国能源消费比重的 21.7% 21
图 54：我国建筑运行阶段碳排放量维持正增长 21
图 55：夏热冬冷区建筑能耗占比提高 21
图 56：我国门窗行业当前的主要发展趋势 22
图 57：贝克洛系统门窗成品图及零部件分解图 22
图 58：2020 年我国门窗行业中铝门窗占比过半 22
图 59：2020 年我国铝合金门窗供给达到 4.2 亿平方米 22
图 60：2020 年铝门窗产品结构中铝合金门窗占比 71% 23
图 61：2020 年我国铝门窗行业整体润达 279 亿元 23
图 62：2020 年我国房屋竣工面积达 9.12 亿平米 23
图 63：二手房交易呈现景气下行态势 23
图 64：贝克洛的系统材料销售模式 24
图 65：贝克洛的成品窗销售模式 24
图 66：2019 年公司系统门窗收入中直销海外占比提升 24
图 67：2018-2019 年豪美新材直销毛利率低于经销 24
图 68：豪美新材 2021H1 系统门窗收入同比+28% 24
图 69：门窗类业务毛利率基本稳定在 35%-40%区间 24
图 70：贝克洛发源于公司系统门窗事业部 25
图 71：贝洛克广告出现在全国各大机场 25

图 72：贝克洛在全国覆盖有 200 多家线下门店 25
图 73：贝洛克有完备的定制化服务 25
图 74：公司销售费用率低于坚朗五金和森鹰窗业 26
图 75：2017-2020 年公司应收账款周转率保持平稳 26
图 76：贝克洛系统门窗产品系列示意图 26
图 77：贝克洛系统门窗被用于中高端地产项目中 26

表 1：豪美新材各业务及可比公司 8
表 2：2020-2021 年豪美新材的品牌首选率升至第六，达 9% 12
表 3：豪美新材六大厂区均坐落于广东清远，现有合计产能约 16 万吨 13
表 4：重量减少有助于传统客车节油减排、电动车降耗延长续航 15
表 5：关于推动汽车轻量化发展政策 15
表 6：国外轻量化市场发展较早 16
表 7：国外轻量化材料平均渗透率较高 16
表 8：测算得 2021 年我国车用铝材需求量约 68 万吨 16
表 9：公司通过直供客户为诸多知名车企供应铝合金产品 20
表 10：政策推动绿色建筑和系统门窗发展 21
表 11：预计 2021 年铝合金门窗需求空间达到 5.57 亿平米 23
表 12：2020-2021“门窗十大首选品牌”调查中贝克洛获得五星评定 26
表 13：中国房地产开发企业综合实力 TOP500 首选供应商（系统门窗类）中贝克洛排名第三 27
表 14：主营业务盈利预测拆分 28
表 15：盈利预测简表 28

一、华南区域铝型材龙头，战略转型新业务

1、铝基新材产业链优势突出，股权结构稳定

具备铝基新材全产业链能力，向汽车轻量化与建筑门窗系统集成转型。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，并具备一条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。

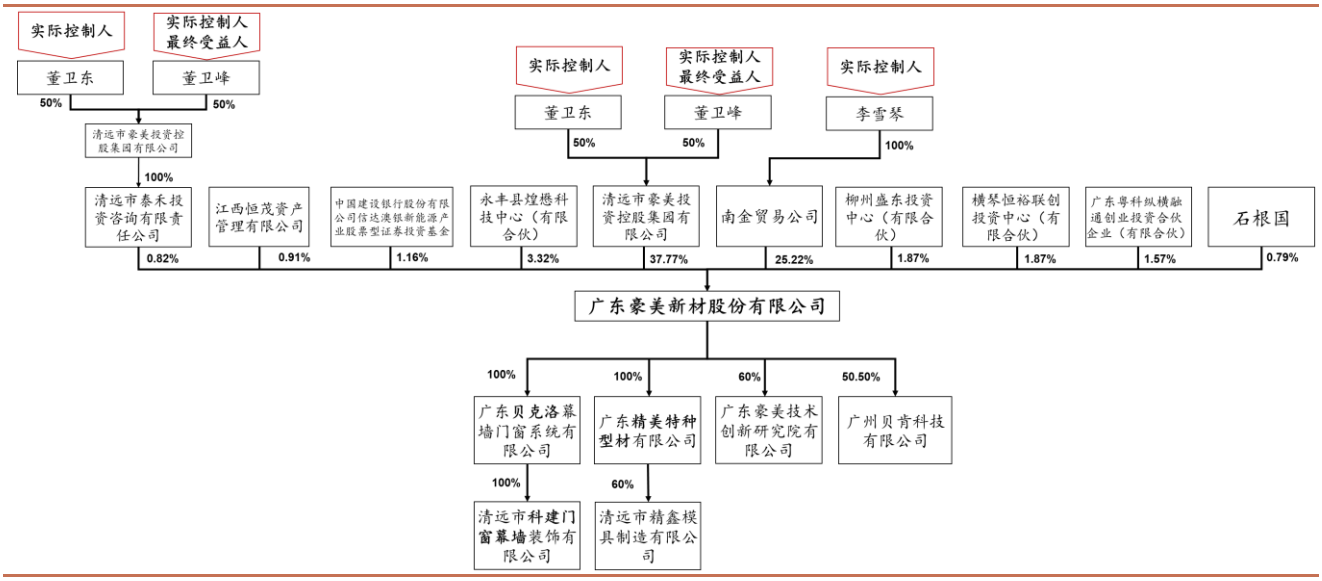
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网整理、招商证券

公司股权结构稳定。截至 2021 年三季度，公司控股股东清远市豪美投资控股集团有限公司（简称“豪美控股”）直接持有公司 37.77%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 38.59%的股权。董卫峰、董卫东、李雪琴三人为公司的共同实控人，通过豪美控股、南金贸易和泰禾投资合计持有公司 63.81%的股份；其中，董卫峰、董卫东为兄弟关系、李雪琴、董卫东系夫妻关系。

图 2：公司股权结构图

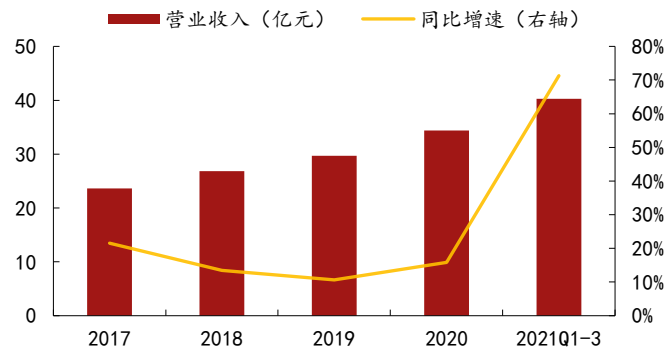


资料来源：Wind、招商证券；截至 2021Q3

2、汽车轻量化和系统门窗将为发展重点

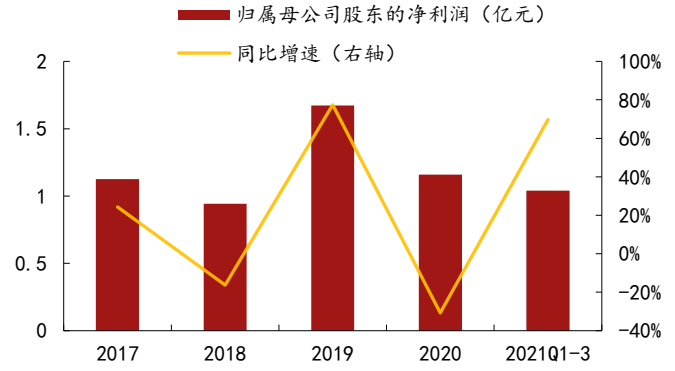
公司营收增长稳健，2021 年或迎拐点。2017 年以来公司每年营收都保持增长趋势，2017-2020 年 CAGR 为 13.3%；2021 年前三季度营收达到 40.25 亿元，规模超往年全年水平，同比增长 71.29%，增速陡然上行，主因公司募投项目产能释放，叠加铝锭涨价，促使公司铝型材业务量价齐升。公司 2021 年前三季度归母净利润同比增长 69.71%至 1.04 亿元，净利润增速匹配收入增长。

图 3：豪美新材营收增速及同比增速



资料来源：Wind、招商证券

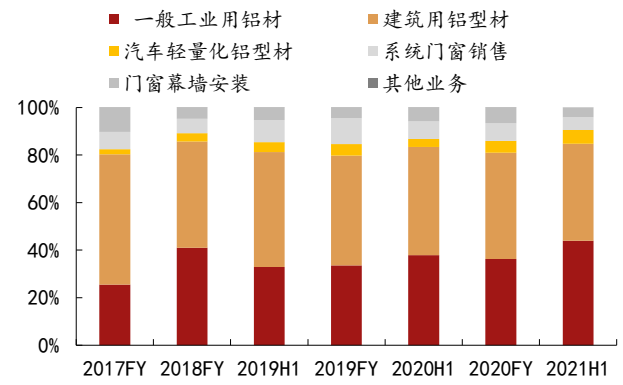
图 4：豪美新材归母净利润及同比增速



资料来源：Wind、招商证券

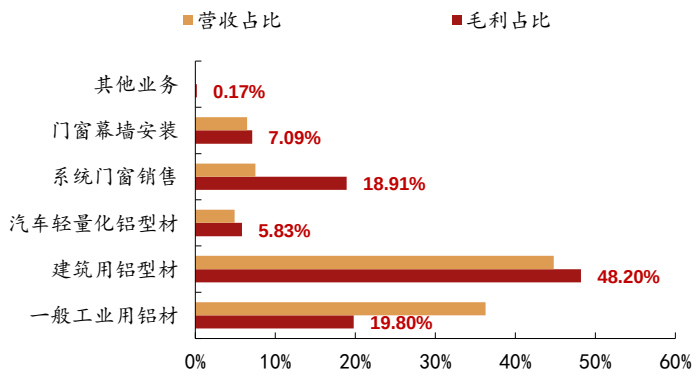
公司主营三项业务，子公司分工明确。公司目前核心业务主要有三类：铝型材业务（又分为一般工业用铝型材、建筑用铝型材、汽车轻量化铝型材）、系统门窗销售业务和门窗幕墙安装业务。其中，铝型材的生产销售由公司子公司精美特材负责运营；系统门窗业务由公司自有的“贝克洛”子公司及其同名品牌负责销售；门窗幕墙安装业务由孙公司科建装饰负责。2021H1，铝型材销售占公司主营业务收入的 90.5%，系统门窗业务占 5.4%，门窗幕墙业务占 4.0%；其中，汽车轻量化铝型材业务仅占总收入的 5.7%。

图 5：豪美新材的建筑用铝型材业务收入占比收缩



资料来源：Wind、招商证券

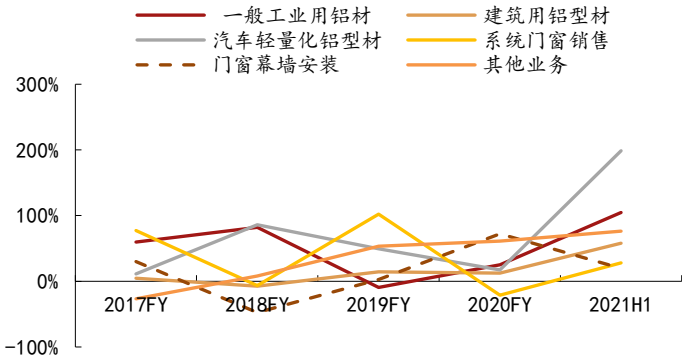
图 6：2020 年豪美新材 48%的毛利由建筑用铝型材贡献



资料来源：Wind、招商证券

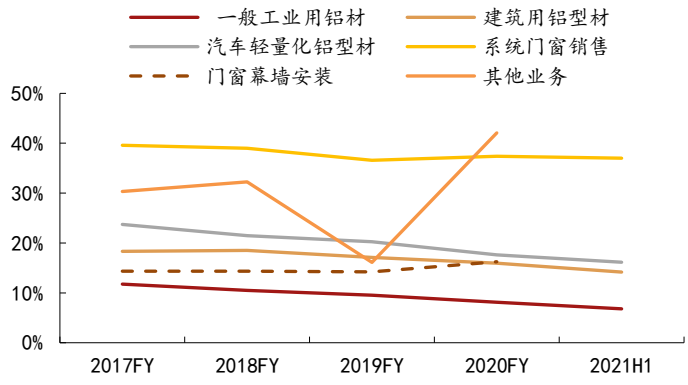
汽车轻量化铝材业务快速发展，系统门窗销售利润远超传统业务。2021 年上半年，公司各项业务收入均正向增长，其中汽车轻量化铝材以 198.71%的增长率远超公司其他产品的水平快速发展。除占比极小的其他业务外，各项主要业务的毛利率在过去几年基本变化比较平缓，其中系统门窗销售业务的毛利率水平最高，2021H1 为 36.97%，远高于其他业务的毛利率；一般用工业铝材毛利率最低，21H1 仅为 6.80%。

图 7：豪美新材各业务的收入同比增速



资料来源：Wind、招商证券

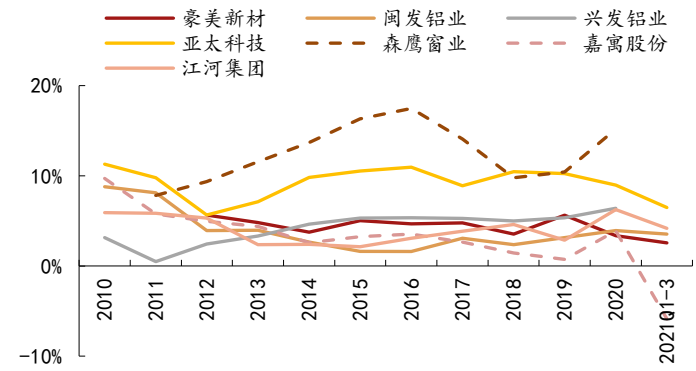
图 8：豪美新材各业务毛利率对比



资料来源：Wind、招商证券

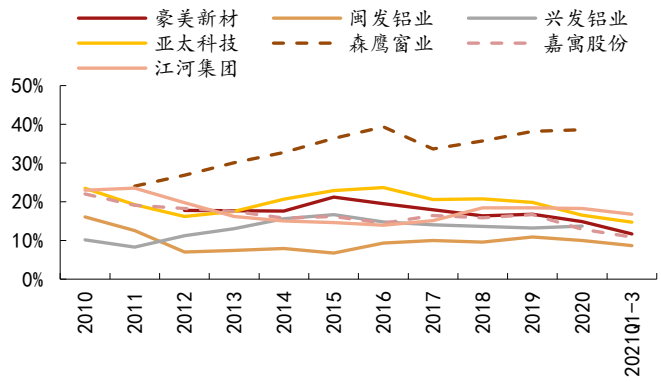
公司各业务与行业龙头相比，体量仍有成长空间。考虑到闽发铝业、兴发铝业产品均包含工业用铝型材和建筑用铝型材，与公司的铝型材产品业务较为相近；亚太科技主要产品为车用铝型材，是汽车轻量化材料重要供应商，与公司的汽车轻量化铝型材产品业务较为相近；而中国忠旺铝型材主要定位于高端铝模及高端工业材，在产品类型、结构和市场定位上与公司有所差异，因而未选择为可比公司。

图 9：豪美新材净利率维持在 3%-6%



资料来源：Wind、招商证券

图 10：豪美新材毛利率介于传统铝材和新型业务之间



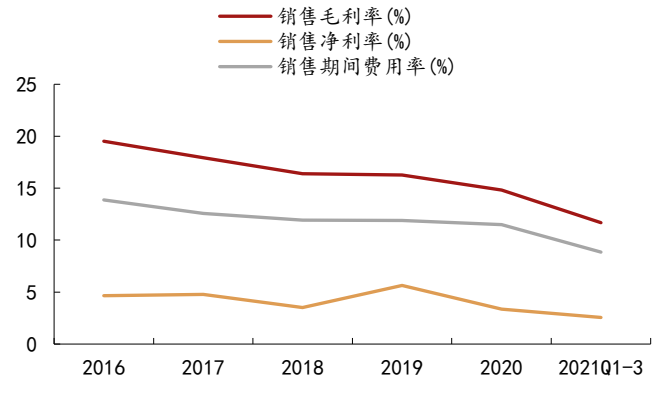
资料来源：Wind、招商证券

表 1：豪美新材各业务及可比公司

主营业务	定义	可比公司	2020 年收入规模	2020 年豪美新材相关业务收入
建筑&工业用铝型材	·建筑用铝型材：由铝和铝合金材料制的建筑制品。 ·工业用铝型材：除建筑门窗、幕墙、室内外装饰及建筑结构用铝型材以外的所有铝型材。	闽发铝业（002578.SZ）	15.93 亿元	27.86 亿元
		兴发铝业（0098.HK）	119.00 亿元	
汽车轻量化	在保证汽车的强度和安全性能的前提下，尽可能地降低汽车的整备质量，从而提高汽车的动力性，减少燃料消耗，降低排气污染。	亚太科技（002540.SZ）	39.90 亿元	1.69 亿元
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，最终形成的高耐候性能的全候系统门窗。	德国旭格	16.95 亿欧元（折合 123 亿元人民币）	2.58 亿元
		吉田工业 YKK	4028 亿日元（折合 224 亿元人民币）	
		阿鲁克	超 3.67 亿欧元（超 26 亿元人民币）	
		森鹰窗业（A20742.SZ）	8.37 亿元	
门窗幕墙安装	提供全系列的系统门窗、幕墙解决方案，制定标准化、体系化的生产与现场施工工艺及服务流程。	嘉寓股份（300117.SZ）	20.79 亿元，其中门窗幕墙 16.07 亿元	2.23 亿元
		江河集团（601886.SH）	86.96 亿元，其中建筑装饰 82.18 亿元	

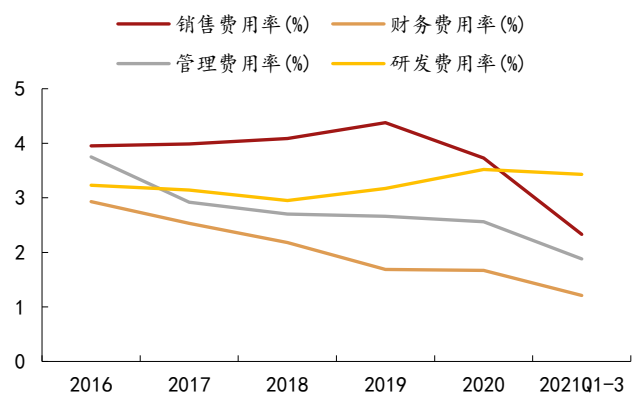
资料来源：公开资料整理、Wind、招商证券；注：外国企业收入采用 2021/11/18 日汇率换算

图 11：2016 年以来豪美新材期间费用率整体下降



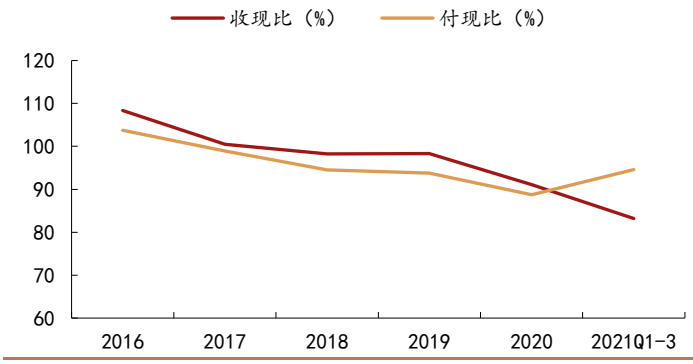
资料来源：Wind、招商证券

图 12：豪美新材销售费用率自 2019 年来大幅改善



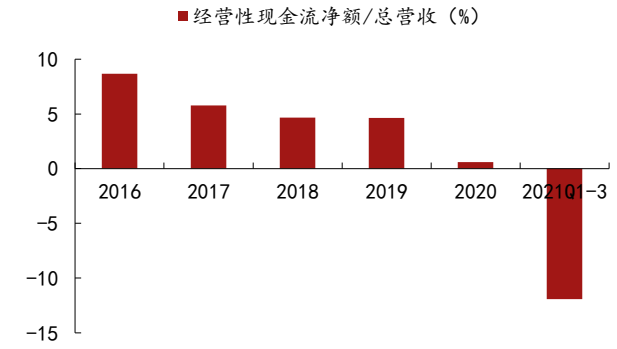
资料来源：Wind、招商证券

图 13：豪美新材收付现比维持在 0.8 以上



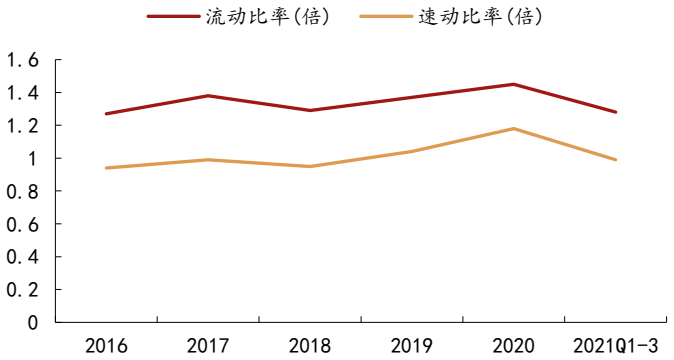
资料来源：Wind、招商证券

图 14：2021 年前三季度公司现金流季节性承压



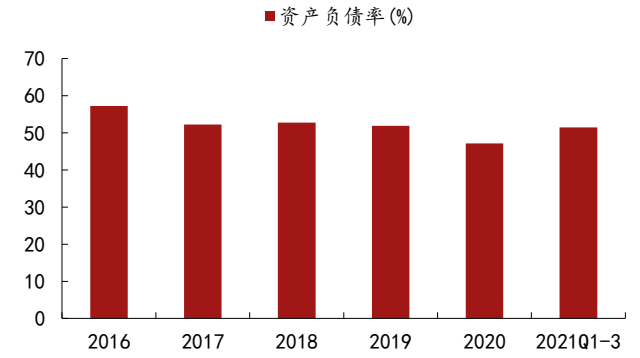
资料来源：Wind、招商证券

图 15：豪美新材偿债能力良好



资料来源：Wind、招商证券

图 16：截至 2021Q3，豪美新材资产负债率为 51%

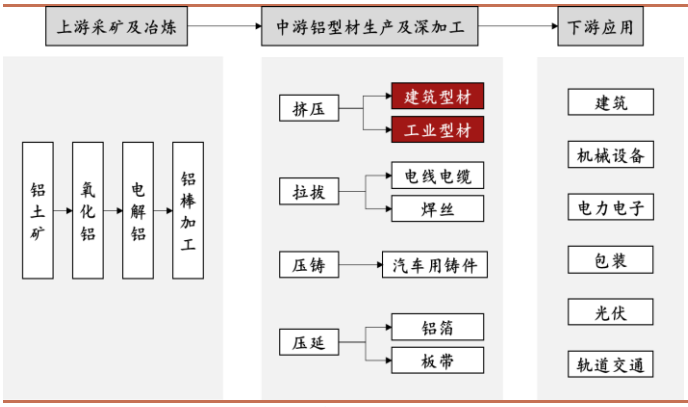


资料来源：Wind、招商证券

二、铝型材为传统主业，产能布局加速产品结构优化

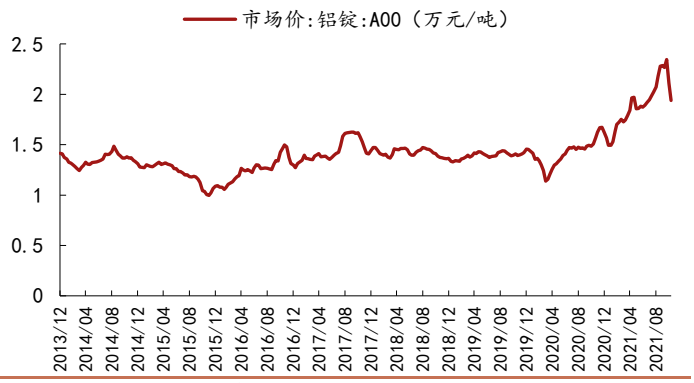
铝加工产品上游主要为铝矿采集与冶炼，上游电解铝和再生铝生产行业提供原材料后，经过中游的铝型材行业加工产出不同的产品，应用在下游包括建筑、交通、电力、机械、包装等领域。铝加工产品主要可以分为六类，分别是铝挤压材、铝箔材、铝板带材、铝锻件、铝粉、铝线材，建筑型材和一般工业型材就属于挤压材。

图 17：铝及铝制品加工产业链



资料来源：公开资料整理、招商证券

图 18：2021M10 起铝锭价格开始高位回落

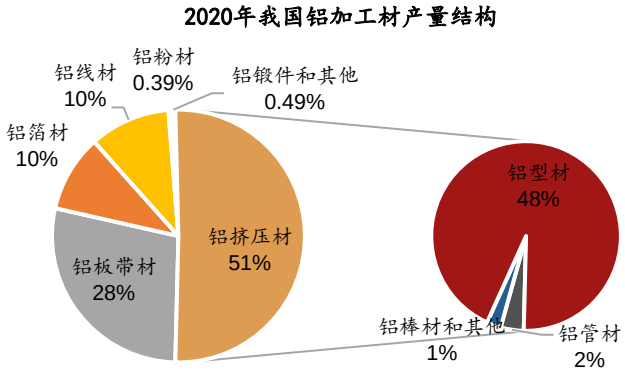


资料来源：Wind、招商证券

1、我国为铝型材生产大国，公司市占率有提升空间

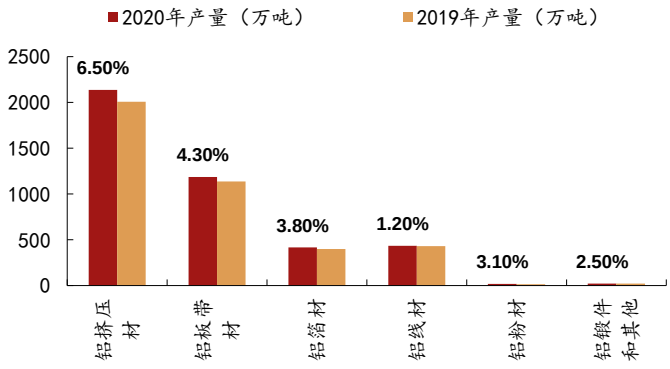
铝型材应用领域较为广阔，我国产量稳健增长。铝型材以铝锭为原材料，经过“挤压工艺”制成，是铝挤压材中的一种。据中国有色金属加工工业协会数据，2020 年我国铝加工材总产量为 4210 万吨，同比增长 5%；其中，铝型材产量约 2002 万吨，占比 47.6%，同比增长 6.6%；铝型材为我国铝加工材中占比最大，且增速最高的品类。

图 19：铝型材占 2020 年我国铝加工材总产量的 48%



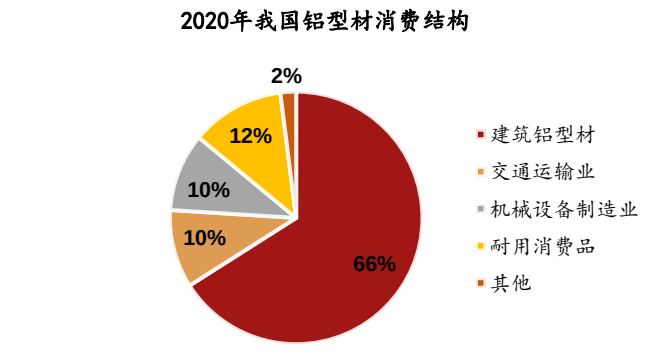
资料来源：中国有色金属加工工业协会、招商证券

图 20：铝挤压材在铝加工材中占比最大且增速最高



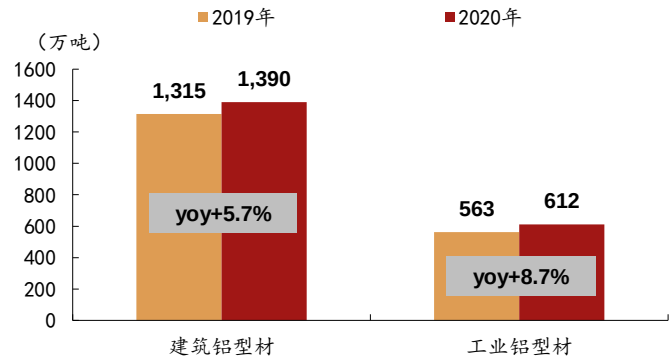
资料来源：中国有色金属加工工业协会、招商证券；注：百分比为 2020 年产量同比增速

图 21：2020 年我国铝型材下游主要消费于建筑领域



资料来源：中国有色金属加工工业协会、招商证券

图 22：我国建筑用铝型材和工业用铝型材产量占比约 7:3



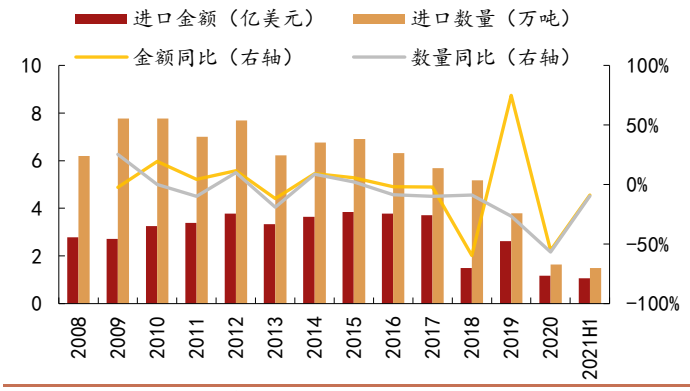
资料来源：中国有色金属加工工业协会、招商证券

建筑行业为铝型材的主要下游市场。铝型材具备材质坚硬、设计灵活、轻巧耐磨等优点，应用领域广阔。在建筑领域，铝型材由于其易于组装、上漆，同时也兼备美观性和实用性，多用作门窗框、室外幕墙材料等，也可用作建筑结构的

巩固和防护。在工业领域，铝型材由于比很多物料更轻但更坚硬，常被使用在机械设备、电力设备、基建、航空航天等工程中。因此，根据下游用途可区分为“建筑用铝型材”和“工业用铝型材”。从产量来看，2020 年我国建筑用铝型材和工业用铝型材的产量占比约 7:3。从消费量来看，2020 年我国 66%的铝型材被使用于建筑领域，工业用铝型材消费量占比约 32%。

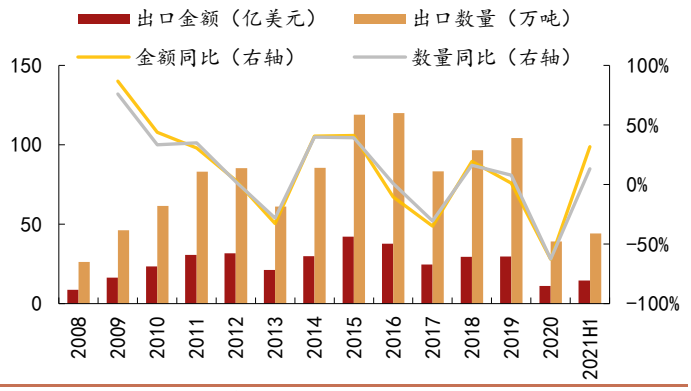
我国为铝型材出口大国，但以低附加值产品为主。我国铝型材进口量从 2016 年起连年下降，出口量则在 2015-2016 年创出新高，2020 年疫情影响我国铝型材出口，2021 年以来出口有所回升。2021 年上半年，我国共进口铝型材 1.49 万吨，同比下降 10%，出口 44.21 万吨，同比增长 13%。但我国出口产品以中低端产品为主，进口铝型材则多是高端产品，测算 2021H1 进出口铝型材均价得出，进口铝型材平均价格约 7140 元/吨，出口铝型材平均价格仅约 3295 元/吨。

图 23：我国铝型材进口数量持续下降



资料来源：Wind、招商证券

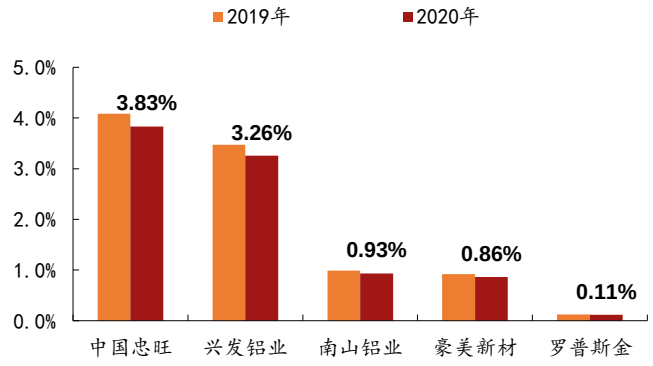
图 24：我国铝型材出口具备周期性



资料来源：Wind、招商证券

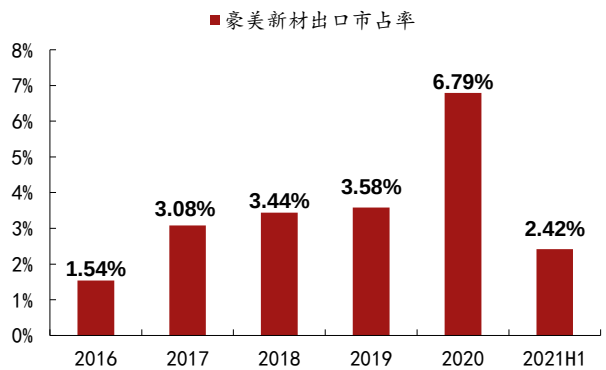
豪美新材市占率尚且不到 1%。我国铝型材龙头为中国忠旺和兴发铝业，截至 2020 年底其市占率分别为 3.83%和 3.26%，体现行业低集中度；豪美新材市占率由 2018 年的 0.71%提升至 2020 年的 0.86%。其中，2019 年我国头部的铝型材加工企业市占率均有提升主因 2019 年在多国反倾销政策下国内小型铝材加工出口企业减产，致使行业产能阶段性下滑，而头部企业维持较好增长，致使市占率有明显阶段性跃升。

图 25：2020 年豪美新材市占率（以产量计）约 0.86%



资料来源：中国有色金属加工工业协会、Wind、招商证券；注：中国忠旺和兴发铝业以销量测算

图 26：2020 年豪美新材出口市占率高增 3.21pct



资料来源：Wind、招商证券

豪美新材的产品出口以铝型材销售为主，远销欧洲、非洲、东南亚等多个国家和地区。公司出口业务主要以美元定价和结算，2020 年公司出口收入达 5.19 亿元，占总收入比例的 15%，尽管受疫情影响同比下降 29%，但降幅小于全行业出口降幅（63%），**公司出口市占率高增 3.21pct 至 6.79%**。2021 年 3 月 30 日，欧盟委员会裁定对原产于中国的进口铝型材征收 21.2%-31.2%的反倾销税，其中公司及子公司精美特材的税率为 21.2%，位于区间下限。公司和海外客户的销售订单主要以 FOB、CIF 和 CFR 等贸易定价方式进行，关税由客户自行承担。

铝型材销售以直销为主，经销、居间代理为辅。公司面向国内客户的铝型材销售渠道以直销为主，部分辅以经销模式；

而面向海外客户的销售模式则通过直销+居间代理模式共同实施，通过居间代理商的区域性优势，公司可快速引入当地客户。2019 年公司直销/经销/居间代理渠道收入占比分别为 72%/9%/19%。

表 2：2020-2021 年豪美新材的品牌首选率升至第六，达 9%

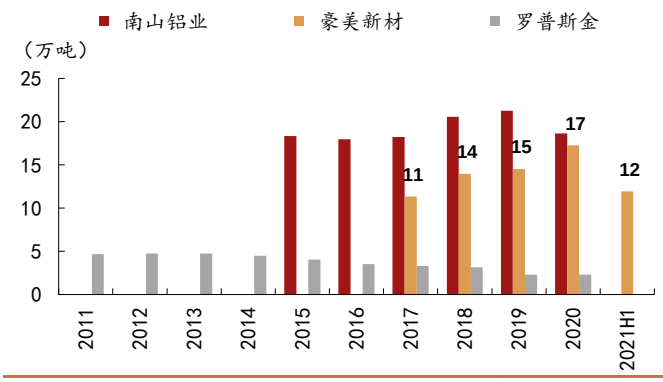
	2021		2020		2019	
	品牌	首选率	品牌	首选率	品牌	首选率
1	兴发	13%	兴发	15%	兴发	16%
2	华建	12%	华建	13%	伟业	15%
3	伟业	12%	伟业	13%	华建	15%
4	广亚铝业	11%	广亚	12%	凤铝	12%
5	奋安	10%	亚洲铝厂	12%	亚洲铝厂	12%
6	**豪美**	**9%**	**豪美**	**9%**	广亚	7%
7	伟昌铝材	9%	伟昌铝材	8%	坚美	6%
8	AAG 亚铝	6%	坚美	5%	奋安	5%
9	金鹏铝材	5%	中德铝业	4%	中德铝业	4%
10	华一	4%	华一	4%	华一	3%
11	栋梁铝业	4%	凤铝	2%	科蓝特	1%
12	坚美	3%	栋梁铝业	1%	风美	1%

资料来源：优采、招商证券

2、供需增长匹配，募资扩大自有产能

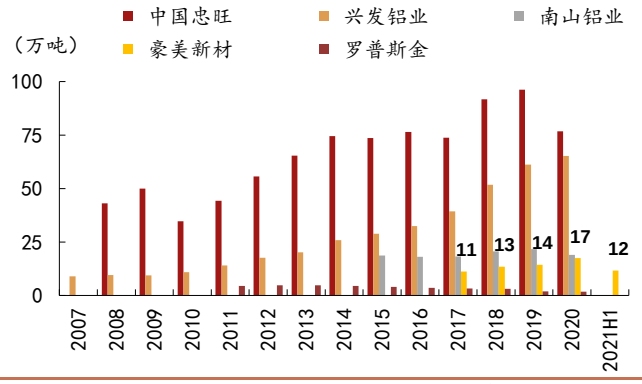
高产销率和产能利用率，看好产能释放助力业绩增长。截至 2019 年底，公司铝型材产能达到 16 万吨，产能利用率为 90.81%，为 2016-2019 年内新低。公司目前共有六大厂区，均位于广东清远，包括 3 个豪美新材厂区、1 个精美特材厂区、1 个科建厂区和 1 个贝克洛厂区。2020 年，公司铝型材产量为 17.25 万吨，同比增长 64%，销量达到 17.40 万吨，同比增长 62%，公司产量与销量增速较为匹配，产销率基本维持在 96%-98%，产能利用率较高，体现供给能力处于紧平衡，未来扩产或有助于业绩进一步释放。

图 27：2020 年豪美新材铝型材产量达到 17.25 万吨



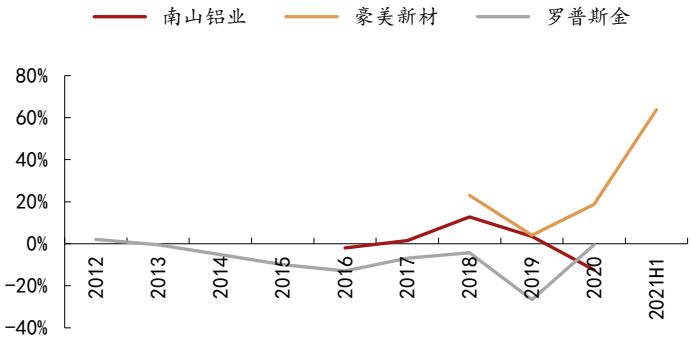
资料来源：Wind、招股说明书、定期报告、招商证券

图 28：2020 年豪美新材铝型材销量达到 17.40 万吨



资料来源：Wind、招股说明书、定期报告、招商证券

图 29：公司铝型材提速增产，21H1 产量同比+64%



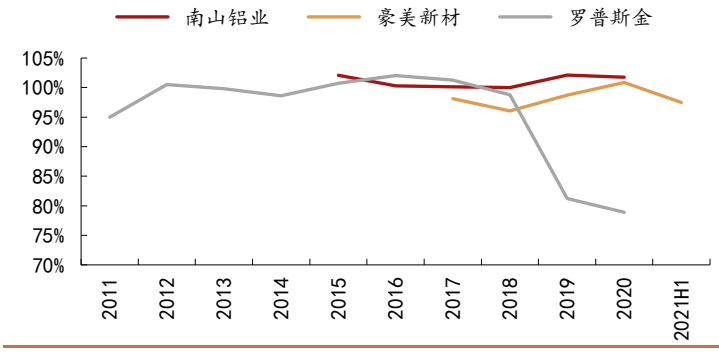
资料来源：Wind、招股说明书、定期报告、招商证券

图 30：公司铝型材 21H1 销量同比+62%



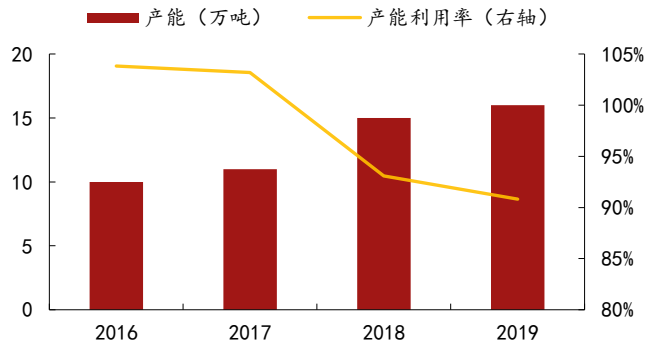
资料来源：Wind、招股说明书、定期报告、招商证券

图 31：豪美新材铝型材产销率基本在 100%左右



资料来源：Wind、招股说明书、定期报告、招商证券

图 32：随着产能释放，产能利用率有所下降



资料来源：招股说明书、招商证券

表 3：豪美新材六大厂区均坐落于广东清远，现有合计产能约 16 万吨

厂区	地址	产品类型	年产能（万吨）	未来规划
豪美新材现有厂区	清远市高新技术开发区泰基工业城	建筑铝型材、般工业铝型材	11	公司将结合豪美新材目前厂区所在土地的政府统一规划，统筹安排将豪美新材目前厂区现有产能分步骤地搬迁（豪美新材目前厂区共有 5 条熔铸生产线、22 条挤压生产线、6 条喷涂生产线及 5 条氧化生产线）。
豪美新材泰基工业城新厂区	清远市高新技术开发区泰基工业小区豪美新材现有厂区北侧	建筑铝型材、一般工业铝型材	-	满足豪美新材现有厂区的产能缺口，减少外协加工量。
豪美新材莲湖工业园新厂区	清远市高新技术产业开发区莲湖工业园	-	-	1、豪美新材所持有的 137,609.33 ㎡土地使用权部分将作为募投项目“45,000 吨高性能铝合金材料生产线”用地； 2、精美特材所持有的 18,300.66 ㎡土地使用权部分将作为募投项目“研发中心建设项目”用地； 3、上述募投项目用地之外的其他面积，将作为豪美新材现有厂区的搬迁用地，承接豪美新材目前约 10 万吨/年的产能。
精美特材现有厂区		汽车轻量化铝型材、一般工业铝型材	5	
科建厂区	清远市高新技术产业开发区莲湖工业园	门窗幕墙生产及安装	-	该厂区主要从事门窗幕墙生产及安装。
贝克洛厂区	清远市清城区横荷开发区创兴大道 42 号	系统门窗研发设计	-	该厂区主要从事系统门窗的研发和设计，不从事生产。

资料来源：招股说明书、公司公告、公开资料整理、招商证券；注：统计截至 2021M11

IPO+发行可转债募投项目进一步扩大自有产能，降低外协比例。公司 IPO 募投项目中的“铝合金新材建设项目”总投资额 5.77 亿元，运用募集资金 4.97 亿元，规划建成年产 4.5 万吨高性能铝合金材料及制品的产能，建设期预计 18 个月，T+3 年后达产，预计达产后可每年贡献营收 9.00 亿元、净利润 8284.30 万元；税后 IRR 为 14.71%，回报期为 6.65 年（含建设期）。截至 2021H1，该项目尚有部分生产线未建成投产，若建成后公司铝型材的总设计产能可达约 20.5 万吨/年。此外，公司拟发行可转债募资不超过 8.24 亿元，其中 4.94 亿元拟投向“高端工业铝型材扩产项目”

和“高端节能系统门窗幕墙生产基地建设项目”，建设期均为 1 年，税后 IRR 分别为 15.16%和 18.73%。

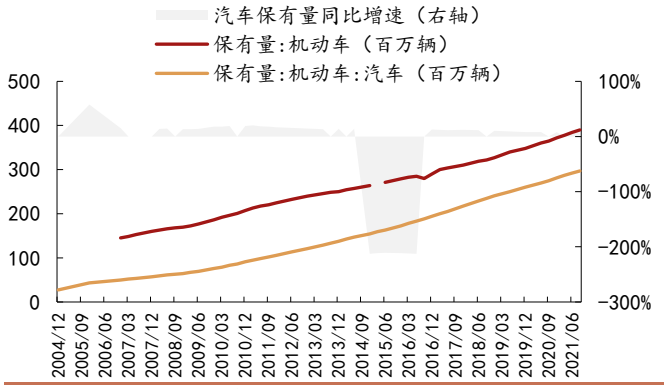
三、汽车轻量化业务已具备技术和客户基础

1、汽车轻量化铝型材发展空间巨大

汽车的轻量化，指的是不改变汽车的强度和安全性能的前提下，尽可能地降低汽车的整备质量，有利于实现同等动力性下燃料消耗减少，从而实现 1）提升续航能力，2）降低碳排和能耗。

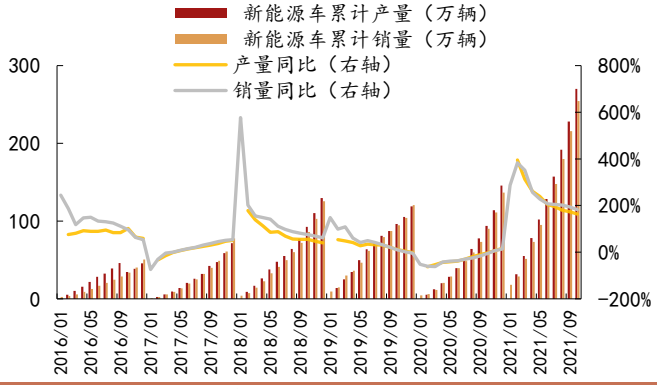
我国新能源车市场景气抬头，有望支撑铝挤压材需求长足发展。我国机动车保有量呈现出较为稳定的增长趋势，截至 2021M9 我国乘用车保有量达到 2.97 亿辆，其中汽油车仍然为最主要的燃料类型，保有量占比达 96%以上。2021 年起，我国新能源车市场景气度回升；截至 2021M10，新能源车累计销量已经占到我国汽车今年累计销量的 12%，比例较 2020 年底的 5%显著提高。相对于传统燃油车，新能源车新增电池外壳、电机等部件所用铝材主要为铝挤压材。新能源汽车发展，将有助于提升挤压铝材在汽车领域的用量。

图 33：我国汽车保有量稳增，21 年增速回升至 8%



资料来源：Wind、招商证券

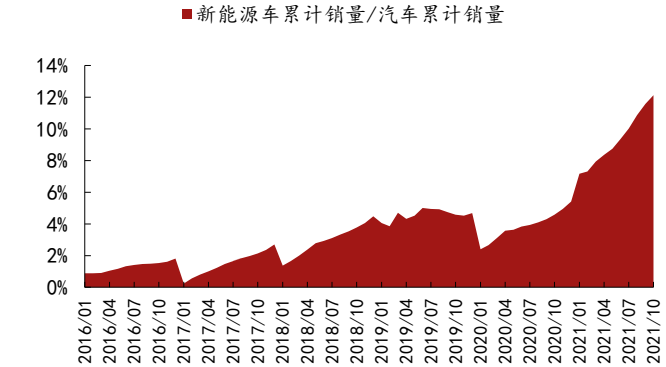
图 34：2021 年我国新能源车市场景气度高涨



资料来源：Wind、招商证券

新能源汽车续航制约促进汽车轻量化材料需求增长。首先，新能源汽车普及过程中主要制约因素为续航问题，汽车轻量化可通过降低汽车负重能耗有效提高续航里程；其次，新能源汽车的动力电池系统，普遍较同等燃油车重 10%-20%因此对轻量化材料需求更为迫切。据清华大学苏州汽车研究院数据，对于新能源纯电动汽车，汽车整备质量每减少 10%，电耗下降 5.5%，续航里程增加 5.5%。因此汽车轻量化趋势在新能源汽车领域更加明显。

图 35：2020 年起我国新能源车销量占比显著提升



资料来源：Wind、招商证券

图 36：新能源车特有部件增加车重 5%-25%



资料来源：耿金华.《新能源汽车轻量化设计探讨》[J]、招商证券

双碳目标下汽车轻量化进程加速推进。据《中国汽车低碳行动计划报告（2021）》公布数据，2020 年我国乘用车车

队生命周期碳排放总量约为 6.7 亿吨二氧化碳，其中燃料周期占比约 74%；绝大部分碳排放来自汽油车，占比约 98%，由此引起的交通运输二氧化碳排放量仅次于电力工业燃料排放。实验证明，若汽车整车重量降低 10%，燃油效率可提高 6%-8%；汽车整备质量每减少 100kg，百公里油耗可降低 0.3-0.6 升；汽车重量降低 1%，油耗可降低 0.7%。因此推动汽车工业轻量化以及新能源汽车节能减排对于实现 2030 年前碳达峰、2060 年前碳中和的目标具有重要意义。

图 37：交通碳排放周期中燃料占比 74%

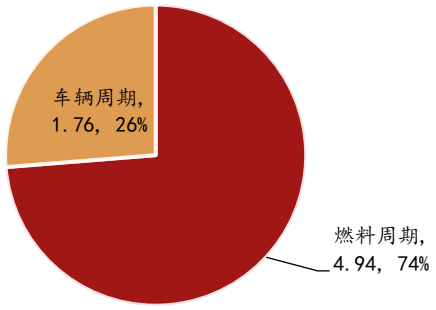
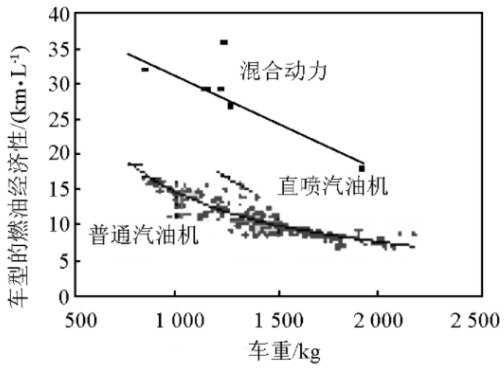


图 38：车重与燃油利用率呈负相关



资料来源：《中国汽车低碳行动计划研究报告（2021）》、招商证券　资料来源：马鸣图.《论汽车轻量化》[J]、招商证券

表 4：重量减少有助于传统客车节油减排、电动车降耗延长续航

	传统客车		纯电动客车	
	节油率	减少二氧化碳排放量	电耗减少率	续驶里程提高率
重量减少 10%	7%	2.50%	5%	10%
重量减少 50%	40%	13%	30%	30%

资料来源：《新能源客车轻量化技术评析》尚占军[J]、招商证券

政策端推动轻量化材料应用。《中国制造 2025》指出，到 2030 年，高强度钢、铝/镁合金复合材料等轻量化材料技术方面取得较大突破，轻量化多材料体系达到较好的应用水平，具备先进的制造和连接工艺技术，拥有完善的零部件优化设计和结构-材料-性能-成本一体化设计能力，大幅提升我国汽车轻量化技术水平，形成汽车轻量化整车产品和关键零部件自主开发和生产能力。轻量化技术综合应用进入国际先进行列，由轻量化带动的节能减排效果显著呈现。

表 5：关于推动汽车轻量化发展政策

时间	文件	内容
2021	《新能源汽车产业发展规划（2021—2035 年）》	**到 2025 年，**我国新能源汽车市场竞争力明显增强，动力电池、驱动电机、车用操作系统等关键技术取得重大突破，安全水平全面提升。**纯电动乘用车新车平均电耗降至 12.0 千瓦时/百公里。**
2020	《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》	我国自主轻量化技术开发和应用体系的构建，近期以完善高强度钢应用体系为重点，中期以形成轻质合金应用体系为方向，远期形成多材料混合应用体系为目标。**到 2035 年，燃油乘用车整车轻量化系数降低 25%，纯电动乘用车整车轻量化系数降低 35%。**
2016	《节能与新能源汽车技术路线图 1.0》	**2020 年、2025 年、2030 年整车比 2015 年减重 10%、20%、35%。**
2015	《中国制造 2025》	推广轻量化、低功耗、易回收等技术工艺。提升动力电池、驱动电机、高效内燃机、先进变速器、轻量化材料、智能控制等核心技术的工程化和产业化能力。
2014	《乘用车燃料消耗量限值》	**到 2020 年，所有车企生产的乘用车平均油耗要从 2015 年的 6.9L/100km（第三阶段）降至 5.0L/100km（第四阶段），对应的二氧化碳排放量约为 120g/km，年均降幅达 6.2%左右。**
2012	《节能与新能源汽车产业发展规划（2012-2020 年）》	掌握混合动力、先进内燃机、高效变速器、汽车电子和轻量化材料等汽车节能关键核心技术。重点开展动力电池系统安全性、可靠性研究和轻量化设计。**到 2020 年，当年生产的乘用车平均燃料消耗量降至 5.0 升/百公里，节能型乘用车燃料消耗量降至 4.5 升/百公里以下；商用车新车燃料消耗量接近国际先进水平。**

资料来源：工信部、公开信息整理、招商证券

铝合金为汽车轻量化的较理想材料。（1）从有效性来看，铝材的密度仅为钢材的约 30%。据美国铝业公司数据，汽

车中典型的铝质零件的一次减重效果可达 30-40%，二次减重可进一步提高到 50%。铝型材主要用于汽车的安全件、结构件，燃油车铝型材部件主要包括防撞梁、控制臂、车架、减震支架、天窗导轨、行李架等产品，若均以铝型材代替钢材制成，减重可达 40-50kg；此外，若电池托盘、电机壳等材料全部使用铝型材，减重可达约 100kg。（2）从可得性来看，根据 Wind 数据，2020Q1-3 我国铝土矿产量约为全球的 19%，基础储量在 2016 年达到 10 亿吨，我国铝材采集难度较低。因此，铝合金作为当前汽车轻量化的理想材料之一，以铝代钢为趋势。

表 6：国外轻量化市场发展较早

车型	特点	上市时间
BMWi8	铝合金+混合动力	2013
奥迪 R8	减重 50kg	2014
保时捷 817	全碳纤维热塑	2017
劳斯莱斯 Ghost	碳纤维，减重 200kg	2018

资料来源：马琳.《国外汽车轻量化材料应用经验借鉴》[J]、招商证券

对比发达国家，我国轻量化技术起步晚。目前海外多种车型已在部分零件大量使用了铝合金材料，铝锻件数量呈快速增长的趋势，宝马 5 系、7 系和路虎揽胜等车型已推出了全铝悬架，凯迪拉克 CT6 也是采用了占比高达 64%的铝合金车。据中国产业信息网数据，2020 年国内控制臂、副车架、转向节的铝合金渗透率为 15%、8%、40%，预计到 2025 年分别可达 30%、25%、80%，整体提升空间较大。国际铝业协会数据表明，当前燃油车的车身结构件铝合金渗透率为 3%，纯电动汽车为 8%，铝合金渗透率整体较低。目前机动车尤其新能源车体由钢结构向钢铝混合趋势较为明显，**铝合金的渗透率有望进一步提升。**

表 7：国外轻量化材料平均渗透率较高

	2015 年	2020 年	代表性企业
德国	25%	34%	宝马、奥迪
美国	15%	20%	特斯拉、GM、福特
日本	7%	20%	丰田、本田

资料来源：马琳.《国外汽车轻量化材料应用经验借鉴》[J]、招商证券

我们测算 2021 年我国车用铝材需求量约 68 万吨。测算依据：（1）以 2021年前十月国内各类车型产量的同比增速估算 2021M11-12 的产量，并以此估计 2021 年全年产量；（2）据国际铝业协会统计，2019 年我国燃油车/纯电动车/插电混动车的单车平均用铝量分别为 128kg/143kg/189kg，据亚太科技公开交流纪要预测，2020 年我国燃油车/纯电动车/插电混动车的单车平均用铝量分别为 136kg/158kg/198kg，并假设 2021 年单车用量持平；（3）Ducker Worldwind 调研称 2016 年欧洲汽车单车铝材占比为 11%，我们结合亚太科技口径假设 2019-2021 年我国车用铝材渗透率分别为 11%/13%/14%。最终测得 2020 年我国车用铝材需求空间约 54 万吨，2021 年有望超 67 万吨。

表 8：测算得 2021 年我国车用铝材需求量约 68 万吨

	2019A			2020A			2021E			2022E		
	燃油	纯电	混动	燃油	纯电	混动	燃油	纯电	混动	燃油	纯电	混动
汽车产量（万辆）	2112	88	41	1989	99	41	2202	310	117	2422	465	152
单车平均用铝量（kg/辆）	128	143	189	136	158	198	136	158	198	136	158	198
车用铝材渗透率	11%	11%	11%	14%	14%	14%	14%	14%	14%	14%	14%	14%
车用铝材损耗率	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
车用铝材需求量（万吨）	38.67	1.79	1.11	49.22	2.85	1.48	54.50	8.92	4.22	59.95	13.38	5.48
合计需求量（万吨）		**41.57**			**53.55**			**67.64**			**78.81**	

资料来源：亚太科技公司公告、Wind、国际铝业协会、Ducker Worlwide、招商证券

2、加码布局汽车轻量化，订单起量助力业绩释放

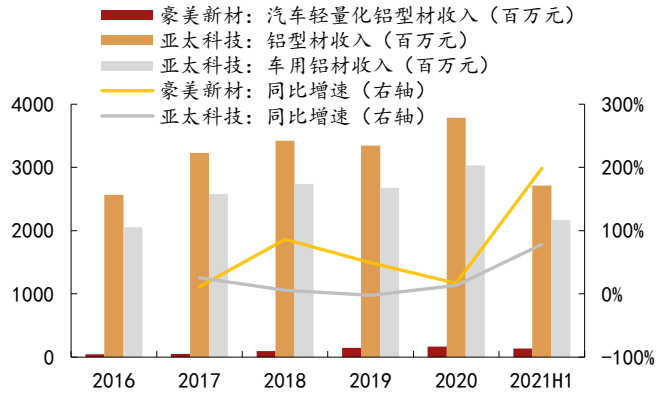
豪美新材于 2017 年末成立全资子公司**精美特材，**定位于生产“一般工业用铝型材”、“汽车轻量化铝型材”，新生产线于 2018 年上半年逐步投产，公司汽车轻量化铝型材生产能力有望得到进一步提升，匹配订单增速。

（1）车用铝材发展有望带动公司毛利率、市占率双升

亚太科技为国内车用铝材龙头，豪美新材市占率较低。尽管当前我国铝材加工企业数量较多，但大多以建筑铝型材企业为主，进入汽车轻量化领域的铝材企业较少。其中，亚太科技（002540.SZ）主要产品为汽车铝型材及其他工业铝型材，主要应用于汽车热交换系统、底盘系统等，与豪美新材轻量化产品类型相近。考虑我们估算 2020 年我国车用铝材需求量为 53.55 万吨，则以销量测算，2020 年亚太科技的车用铝材市占率约为 26%，豪美新材约为 1.5%。

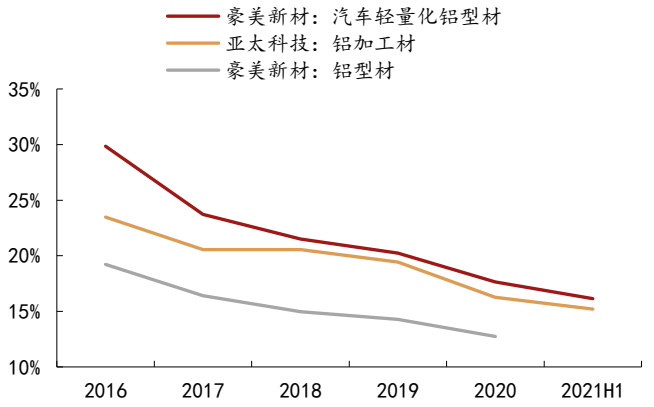
车用铝材业务刚起步，经营质量显优。据亚太科技 2020 年年报披露，其服务于非汽车工业领域铝材产能仅占总产能的 20%，假设铝材价格差异不大，我们以“0.8x 铝材总收入”测算亚太科技的车用铝材收入。从收入规模来看，亚太科技的份额约为豪美新材的 22 倍；从收入增速来看，豪美新材的增速自 2018 年起始终高于亚太科技，体现出小体量的高成长。

图 39：公司汽车轻量化铝型材收入增速高于亚太科技



资料来源：Wind、招商证券；注：亚太科技车用铝材收入=0.8x 铝材总收入=0.8x（铝型材+铝棒材+铝管材+铝铸棒+铝锻件）收入

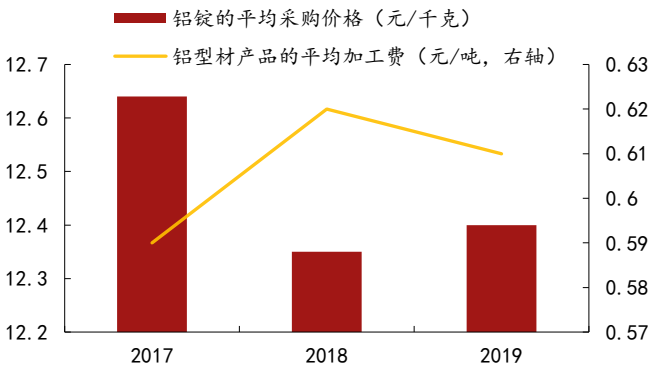
图 40：公司汽车轻量化铝型材毛利率优于亚太科技



资料来源：Wind、招商证券；注：亚太科技毛利率以铝材总毛利/铝材总收入测算

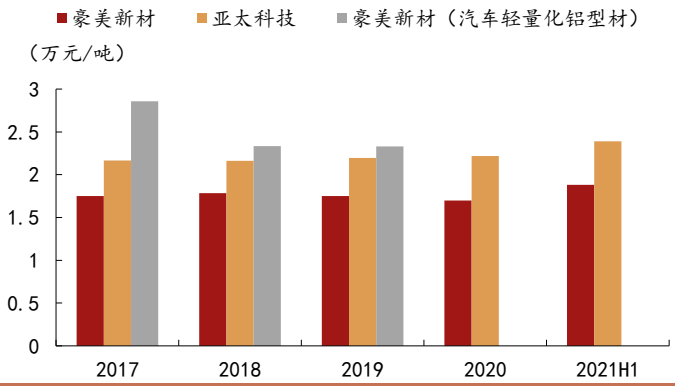
人工与加工成本上升，毛利率呈趋势性下滑。公司和亚太科技对于铝材产品均采用“铝锭价格+加工费”的定价策略。从毛利率来看，随着技术成熟、产能释放、竞争加剧、加工费上涨，车用铝材毛利率均有所下滑。豪美新材汽车轻量化铝型材单位直接人工和制造费用由 2017 年的 0.23 万元/吨上涨至 2019 年的 0.52 万元/吨。截至 2021H1 豪美新材的汽车轻量化铝型材毛利率为 16.41%，较亚太科技高 0.94pct。

图 41：豪美新材所有铝型材平均加工费有所上升



资料来源：招股说明书、招商证券

图 42：豪美新材铝材售价较亚太科技低约 20%



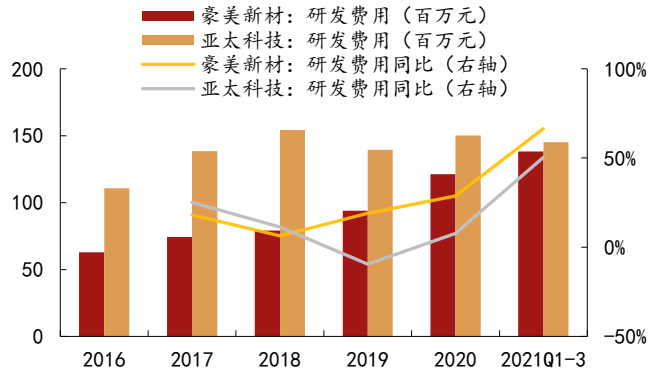
资料来源：Wind、定期报告、招股说明书、招商证券

毛利率彰显车用铝材相对溢价更高。亚太科技 2021H1 铝材均售价为 2.39 万元/吨，豪美新材为 1.88 万元/吨，考虑 2017-2020 年均售价，公司的价格基本较亚太科技相比低 20%左右，而从 2018-2019 年豪美新材汽车轻量化铝型材价格来看，其均售价相对公司综合均售价溢价约 30%。截至 2021H1，车用铝材占亚太科技铝加工材总收入的约 80%，而公司的占比仅 6.3%。**未来公司汽车轻量化业务起量后，有望带动产品均售价和综合毛利率上行。**

（2）研发投入巩固技术优势，量产能力逐渐增强

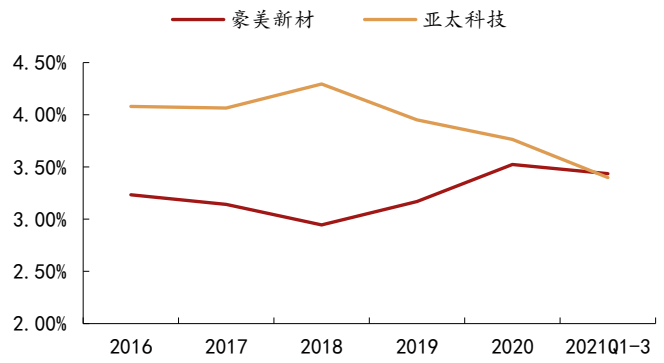
公司进行战略转型，加码高端工业材及汽车轻量化材料研发投入。（1）在资金上给予研发支持。2021 年前三季度研发费用同比高增 66.44%至 1.38 亿元。公司 2018-2020 年研发费用率持续稳增，2021 年前三季度研发费用率水平与亚太科技相当，达到 3.4%。据公司官网数据，目前公司拥有专利共计 228 项，其中发明专利 17 项。（2）在制度上也为研发服务。公司在研究机构组织架构中特设“创新层”，包括联合研发机构、试验机构、新技术研究、新材料开发、新装备研发和门窗研究院六个部分；此外，公司还与北京科技大学、中南大学等知名学府设立合作研究中心，通过联合研发机构促进产学研发展，以快速实现科研成果的转化，巩固公司技术优势。

图 43：豪美新材研发费用同比增长较快



资料来源：Wind、招商证券；注：2016-2017 年亚太科技研发费用选用费用化研发支出

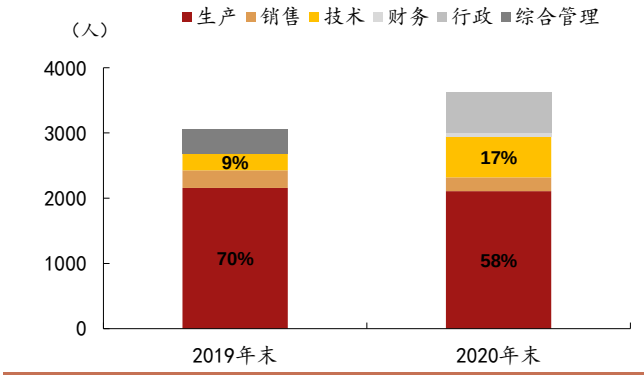
图 44：豪美新材研发费用率升至与亚太科技相当



资料来源：Wind、招商证券

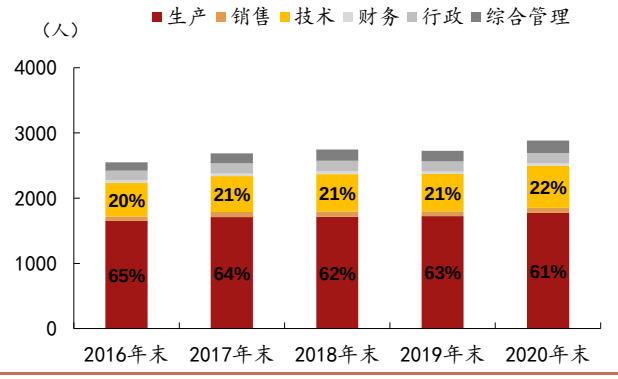
招募技术人员，扩大研发团队。公司 2019 年底共有 269 名技术人员，占员工总人数的 8.79%，截至 2020 年末，技术人员已增至 627 人，同比增长 133%，占员工总人数的 17.31%。目前公司的专家委员会共有 15 位专家，均为知名教授、高级工程师，其中包括中国工程院院士 1 名、国家千人计划特聘专家 1 名、享受国务院特殊津贴专家 5 名。

图 45：2020 年末豪美新材技术人员占比提升至 17%



资料来源：Wind、招商证券

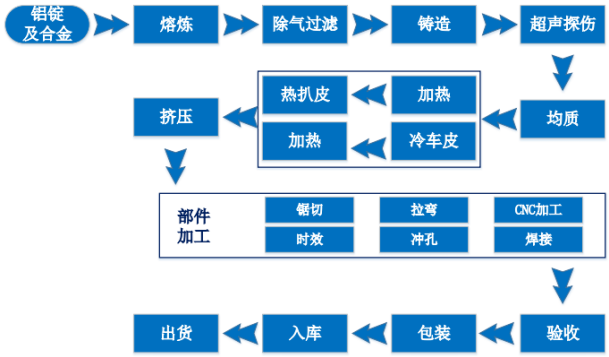
图 46：亚太科技技术人员占比稳定在 20%-22%



资料来源：Wind、招商证券

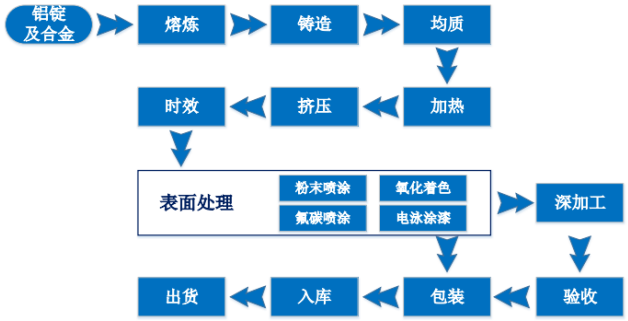
高端铝材相对壁垒较高，公司量产能力逐渐增强。汽车轻量化铝材多采用高端铝材，因此技术壁垒较高。公司经过十多年的自主创新路线和技术沉淀，掌握了多项核心技术，并且募集资金聚焦于高性能铝合金新材料研发、特种铝合金新产品开发、特种铝加工工艺研究与产业化。公司设立专业研发中心，先后开发出了乘用车结构用高性能铝合金及型材制备技术、高强高淬透新型 7 系铝合金及其制备工艺技术、2 系 7 系等高合金成分熔炼、铸造、挤压及热处理等核心技术，广泛运用于公司的汽车轻量化铝型材等主要产品。截至 2021Q3，公司已取得 140 多个定点项目，其中 60 余个项目为量产，随着更多项目陆续进入量产阶段，未来有望持续释放业绩。

图 47：汽车轻量化铝型材生产对部件加工要求较高



资料来源：招股说明书、招商证券

图 48：建筑用铝型材生产步骤相对简易



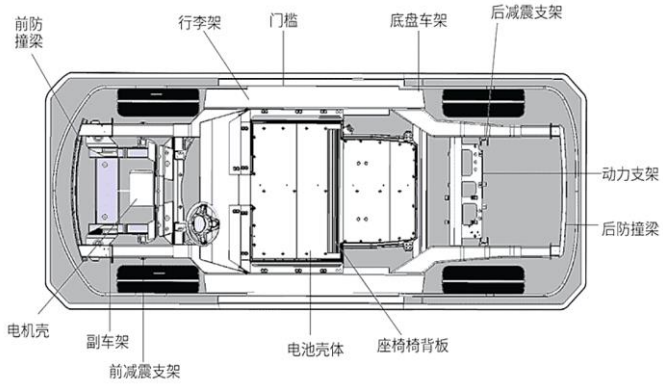
资料来源：招股说明书、招商证券

（3）聚焦直销渠道，电池托架和防撞梁受高度认可

公司的汽车轻量化产品结构向工艺复杂产品调整。自 2017 年公司成立精美特材子公司以来，汽车轻量化铝型材产品中，加工工艺较为简单的行李架比重逐步减小，而加工工艺较为复杂的防撞梁、电池托架等材料与部件的销售规模和比例逐年扩大。据公司招股说明书，当前占销售收入较高主要产品为防撞梁和电池托架材料，占比超过 70%。

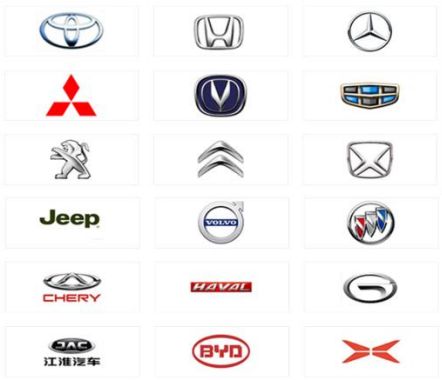
防撞梁和电池托架产品受主机厂认可度高。公司主要产品为汽车零部件铝合金材料及部件，包括电池托盘、防撞梁、副车架、减震支架、动力托架、电机部件等 10 余种,；对比之下，亚太科技主要生产高性能精密铝管、专用型材和高精度棒材等汽车材，工艺相对更复杂。目前，公司汽车轻量化产品已进入奔驰、宝马、丰田、本田、上汽通用、广汽菲亚特、广汽三菱等汽车品牌的供应商体系，取得多个欧美、日韩、国内整车品牌的 140 多个铝合金材料及部件项目定点并形成完备稳定供货链条，是华南地区最具规模的汽车轻量化铝基新材料企业。

图 49：豪美新材主做的汽车轻量化材料



资料来源：公司官网、招商证券

图 50：诸多知名汽车品牌均为豪美新材的终端客户



资料来源：公司官网、招商证券

战略合作捆绑直销客户，未来订单或有保障。公司汽车轻量化铝型材销售方式基本均为直销，而亚太科技则以直销为主，辅以少量经销。公司已经与吉利汽车（0175.HK）、凌云股份（600480.SH）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（601689.SH）、航天工程（603698.SH）、英利汽车、发尔特克等客户形成紧密合作关系。公司每年与长期合作客户签订产品销售框架合同，“以销定产”，有利于在保障供货量的同时降低库存。

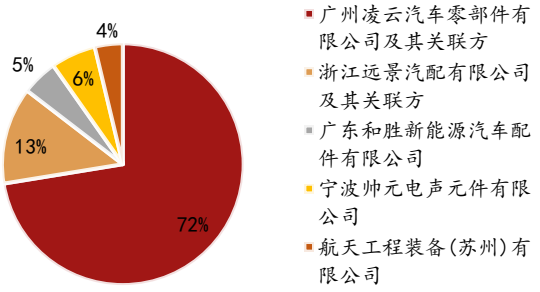
表 9：公司通过直供客户为诸多知名车企供应铝合金产品

汽车品牌/主机厂	直接客户	产品类型	供应车型
梅赛德斯奔驰	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
别克	宁波帅元电声元件有限公司	悬置支架	君威、君越、迈锐宝
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
东风雪铁龙		防撞梁	C4L
广汽 Acura	湖北发尔特克汽车零部件有限公司	行李架	CDX
广汽 HONDA		行李架	冠道
广汽丰田	广州凌云汽车零部件有限公司	防撞梁	CHR
广汽三菱		防撞梁	欧蓝德
广汽菲克		防撞梁	自由光、自由侠、大指挥官、指南者
广汽新能源	广汽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	AionS、AionLX 等 5 款新能源车型
比亚迪	航天工程装备（苏州）有限公司	电池托架	6 款新能源车型
北汽新能源		电池托架	2 款新能源车型
一汽丰田	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
	河北凌云风电	防撞梁	RV4
吉利汽车	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
奇瑞	凌云工业股份（芜湖）有限公司	防撞梁	瑞虎 8
江淮汽车		防撞梁	S4
长安汽车	广州凌云汽车零部件有限公司	防撞梁	CS85
长城汽车	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
合众新能源	上海凌云工业科技有限公司	防撞梁	哪吒

资料来源：招股说明书、招商证券

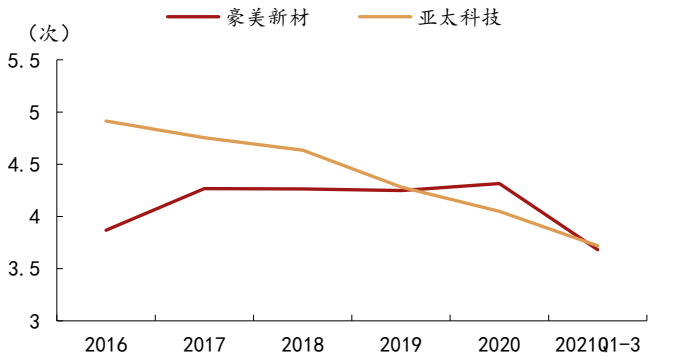
货款结算方面，公司的信用政策一般为 0-3 个月；亚太科技对于长期合作大客户一般给予不超过 2 个月的信用期，对其他客户实行“订金+余款结清发货”的结算方式。2016-2018 年可明显看到亚太科技的应收账款周转率高于豪美新材，但 2019 年以来公司的周转率有反超亚太科技之势，2021 年前三季度均为 3.7 次。

图 51：2019 年公司前五大汽车轻量化业务客户



资料来源：招股说明书、招商证券

图 52：2021 年前三季度公司应收账款周转达 3.7 次



资料来源：公司官网、招商证券

合设技术创新研究院，加码布局汽车轻量化业务。2021 年 10 月 7 日，公司披露设立控股子公司公告，继续加强汽车轻量化等领域的研发布局。公司与广东腐蚀科学与技术创新研究院及腐创院副院长王俭秋共同投资设立的广东豪美技术创新研究院有限公司已完成工商注册登记。其中，公司对豪美研究院投资额为 510 万元，占比 51%。此次设立的豪美研究院，是目前为止腐创院在铝合金材料领域对外合作的唯一机构及技术优先转化合作机构。对于公司创新能力与研发水平提升具有重要战略意义。

四、系统门窗业务轻资产运营，多渠道塑造品牌价值

1、建筑节能和消费者习惯共促系统门窗行业发展

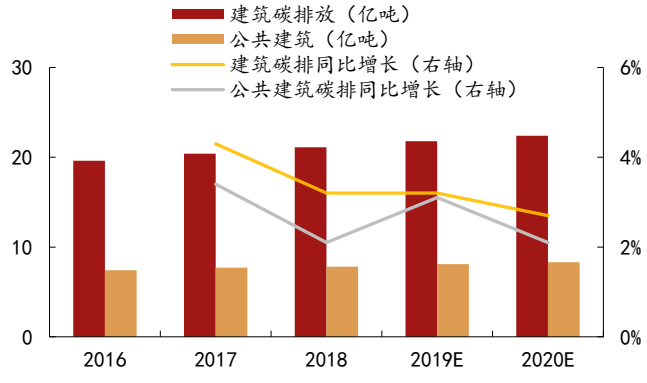
节能减排和“双碳”目标促进系统门窗行业发展。随着我国节能减排要求不断提高，传统通过采用普通中空玻璃+断桥铝合金型材的节能方式已不能满足要求，我国建筑碳排放依然呈现正增长态势。2018 年我国建筑能耗占全国社会总能耗的 21.7%；据相关学术论文统计，通过门窗损失的能量约占建筑物外围护结构能量损失的 50%；2000-2018 年间，夏热冬冷地区建筑能耗占比提高了 6%。现有的建筑门窗因隔热性能较差而造成了大量的能源浪费，而系统门窗除了可以选取性能大幅优化的玻璃和型材外，还可以从开启方式、暖边间隔条、长隔热条等多方位提高装配性能，助力打造绿色建筑符合现阶段我国节能减排的要求。

图 53：2018 年建筑能耗占全国能源消费比重的 21.7%



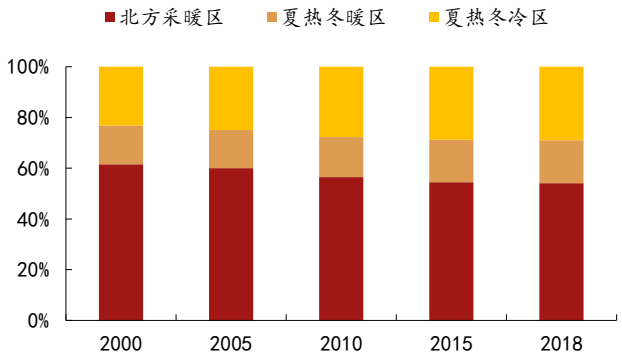
资料来源：《中国建筑能耗研究报告（2020）》、招商证券

图 54：我国建筑运行阶段碳排放量维持正增长



资料来源：中国建筑节能协会、招商证券

图 55：夏热冬冷区建筑能耗占比提高



资料来源：中国建筑节能协会能耗统计专委会、招商证券

表 10：政策推动绿色建筑和系统门窗发展

日期	文件	内容
2010 年	《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。
2013 年	《国务院办公厅关于转发发展改革委住房城乡建设部绿色建筑行动方案的通知》	“十二五”期间，完成新建绿色建筑 10 亿平方米，北方采暖地区既有居住建筑供热计量和节能改造 4 亿平方米以上，夏热冬冷地区既有居住建筑节能改造 5000 万平方米，公共建筑和公共机构办公建筑节能改造 1.2 亿平方米
2015 年	《被动式超低能耗绿色建筑技术导则（试行）》	借鉴国外被动式超低能耗建筑建设经验并结合我国工程实践的基础上，进一步提高建筑节能与绿色建筑发展水平。
2017 年	《“十三五”节能减排综合工作方案》	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

日期	文件	内容
		关键部位节能标准达到或接近国际先进水平
2020 年	《关于政府采购支持绿色建材促进建筑品质》	选择一批绿色发展基础较好的城市，在政府采购工程中探索支持绿色建筑和绿色建材推广应用的有效模式，形成可复制、可推广的经验。
2020 年	《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

资料来源：工信部、公开信息整理、招商证券

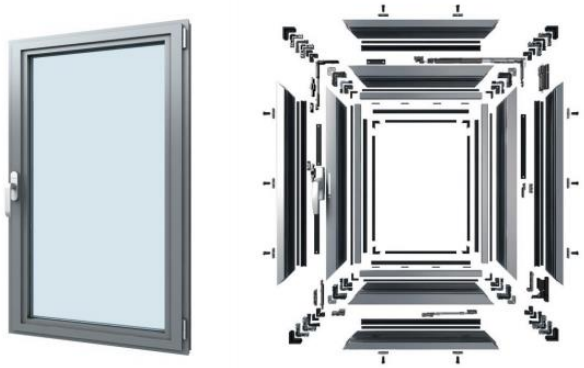
系统门窗产品符合我国门窗行业发展趋势，本质是工业化。考虑到 1）我国地域辽阔，气候环境变化多；2）环保督察持续趋严，碳中和、碳达峰目标持续推进；3）我国人民生活水平日益提高，对居住环境有了明确要求；现阶段我国门窗行业主要的发展趋势可归为三类：我国多样化地理气候环境的应对方案能力提升、门窗节能效率的要求提高、门窗产品向定制化需求转变。系统门窗的优势得以凸显，一方面，系统门窗在设计、制造和安装环节具备系统性，后期不容易开裂脱落，也拥有更佳的密闭性，从而隔热性能、隔音性能、抗风压性、水密性和气密性等性能均更为优异。另一方面，系统门窗的出品需要经过反复测算和集成研发，最终形成标准化、模块化的解决方案，**可有效降低重复设计成本，提高生产效率和规模效应。**

图 56：我国门窗行业当前的主要发展趋势



资料来源：公开资料整理、招商证券

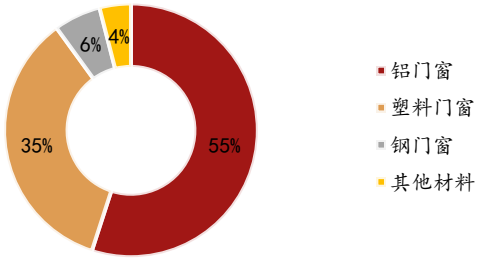
图 57：贝克洛系统门窗成品图及零部件分解图



资料来源：招股说明书、招商证券

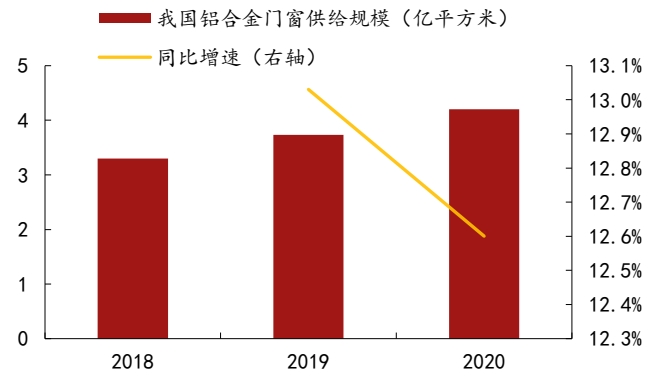
我国系统门窗行业起步较晚。我国对于系统门窗的概念形成时间较短，发展较为成熟的系统门窗部件主要为门窗型材和中空玻璃，而其余关键材料大多仍处发展初期；欧洲则早在上世纪 80 年代就已研发出了高性能的系统门窗，据公开资料显示，目前国内系统门窗的渗透率仅为 2%-5%，在欧洲市场的渗透率达到 70%。

图 58：2020 年我国门窗行业中铝门窗占比过半



资料来源：中研普华、招商证券

图 59：2020 年我国铝合金门窗供给达到 4.2 亿平方米

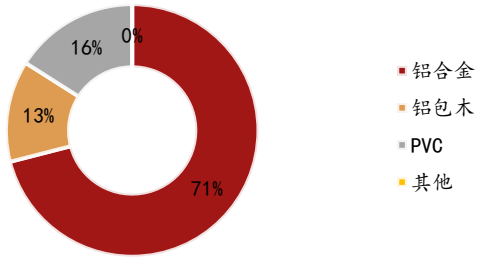


资料来源：中研普华、招商证券

终端业主对于系统门窗接受度逐渐提高。对于建筑企业来说，随着我国城镇化进程的推进，建筑行业亟需践行高质量

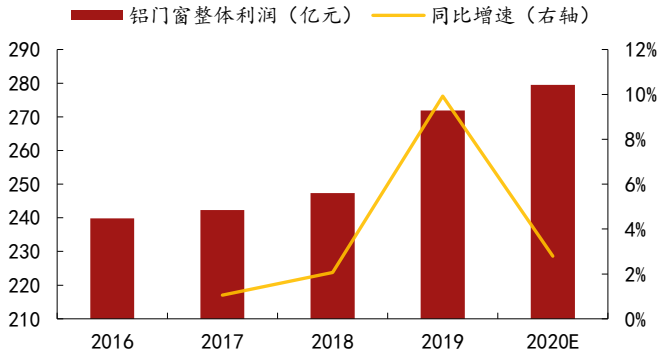
发展模式。对于业主来说，系统门窗从选材、技术支持、售后服务实行一条龙服务，具有传统门窗所没有的系统化优势，相对传统门窗而言，具备很好的隔音效果，门窗的外观设计更美观，并且隔热性能良好，具有较大产品吸引力。近年来，“喜爱幕墙入围工程”和“首选品牌参评企业”中，中高档门窗幕墙的市场增长率连年提升，随着门窗市场产品结构变化，2016-2020 年铝门窗利润整体已呈稳态上升趋势。

图 60：2020 年铝门窗产品结构中铝合金门窗占比 71%



资料来源：中国幕墙网、招商证券

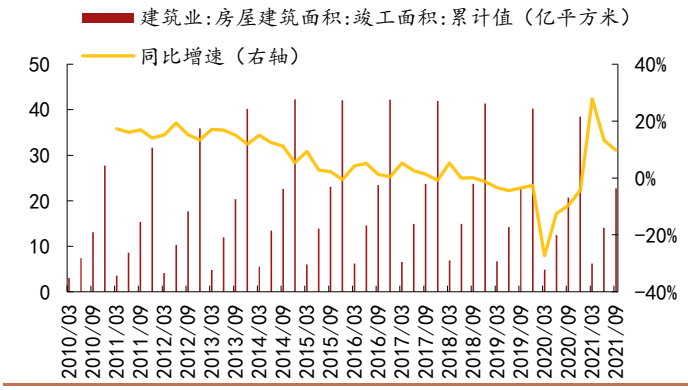
图 61：2020 年我国铝门窗行业整体润达 279 亿元



资料来源：中国幕墙网、招商证券

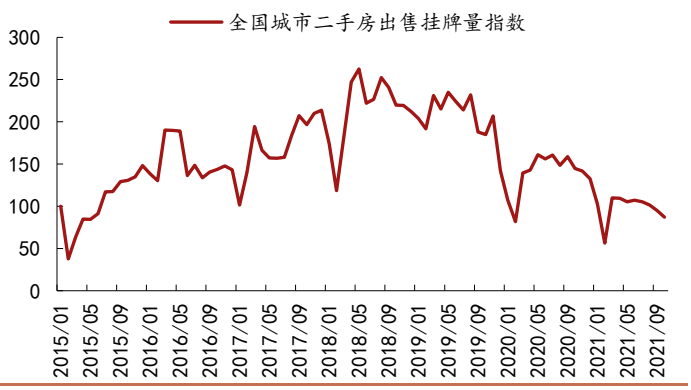
铝门窗市场空间巨大，集中度较低，市场潜在需求或超 5 亿方。据中国幕墙网《2021 全国铝门窗幕墙行业年会工作报告》中称，2020 年我国建筑铝门窗企业数量超 8000 家，从业人员有 4383 人，行业竞争激烈，集中度较低。根据国家统计局统计测算，2020 年全国新建房屋建筑竣工面积达 38.48 亿平方米（建筑业口径）。按门窗面积约占建筑面积 25%的比例测算，**我国每年的新房装修门窗市场需求达 9.62 亿平方米，铝门窗市场超 5.29 亿平方米。**存量建筑改造方面，2020 年度二手房交易面积为 3.96 亿平方米，我国既有建筑面积约为 720 亿平方米，其中约 40%已使用 15 年或以上，对门窗等装饰结构的更新改造需求日益迫切。

图 62：2020 年我国房屋竣工面积达 9.12 亿平米



资料来源：Wind、招商证券

图 63：二手房交易呈现景气下行态势



资料来源：iFinD、招商证券

表 11：预计 2021 年铝合金门窗需求空间达到 5.57 亿平米

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
建筑业房屋竣工面积（亿平方米）	40.24	38.48	40.50	37.34	37.14
门窗占建面比例	25%	25%	25%	25%	25%
铝门窗占比	55%	55%	55%	57%	60%
铝门窗需求面积（亿平方米）	5.53	5.29	5.57	5.32	5.57

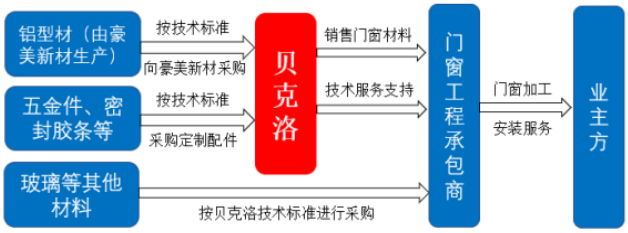
资料来源：Wind、招商证券

2、贝克洛品牌力较强，系统门窗业务有望迎来快增

贝克洛为业内首家将轻资产模式实现规模化应用的系统门窗企业。公司全资子公司广东贝克洛幕墙门窗系统有限公司

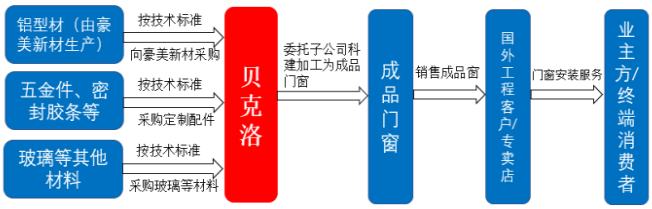
作为系统门窗整体解决方案提供商，负责公司同名系统门窗品牌“贝克洛”的销售和运营。其中，（1）贝克洛的系统材料销售模式主要面向国内工程客户（房地产项目的门窗工程承包商），通过与其达成系统门窗定制化方案向其销售整套门窗系统材料，包括铝型材、五金、胶条等。在该模式下并不涉及成品窗的生产和加工，生产加工和现场安装均由工程客户自己完成。（2）贝克洛的成品窗销售模式主要面向国外工程客户和经销客户，其中成品门窗系统的加工由贝克洛的子公司科建装饰完成。由于面向不同客户所售产品不同，2019 年公司产品的销售单价依次为：直销海外（1297 元/平米）>经销（870 元/平米）>直销国内（322 元/平米）。

图 64：贝克洛的系统材料销售模式



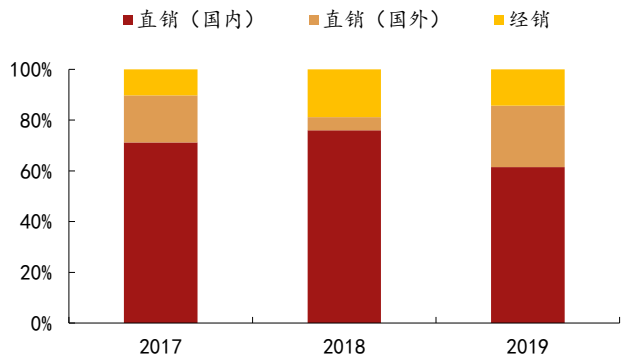
资料来源：招股说明书、招商证券

图 65：贝克洛的成品窗销售模式



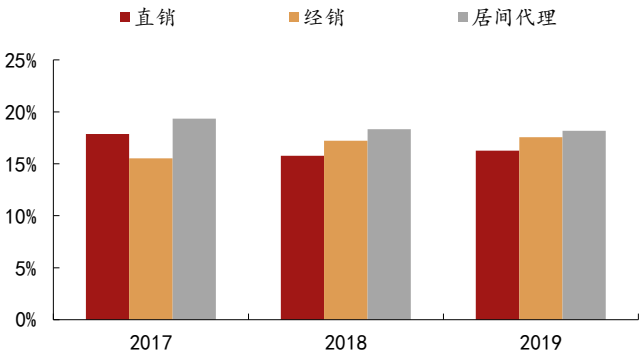
资料来源：招股说明书、招商证券

图 66：2019 年公司系统门窗收入中直销海外占比提升



资料来源：招股说明书、招商证券

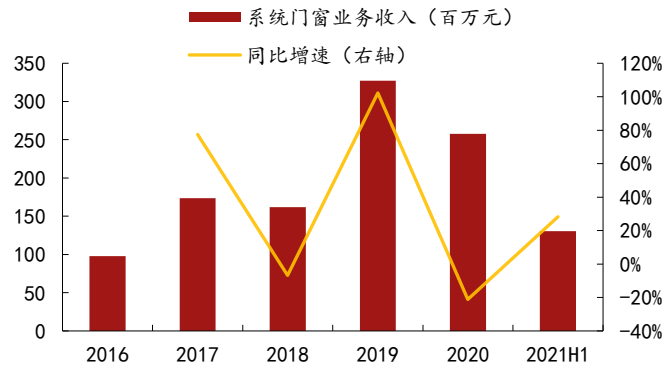
图 67：2018-2019 年豪美新材直销毛利率低于经销



资料来源：招股说明书、招商证券

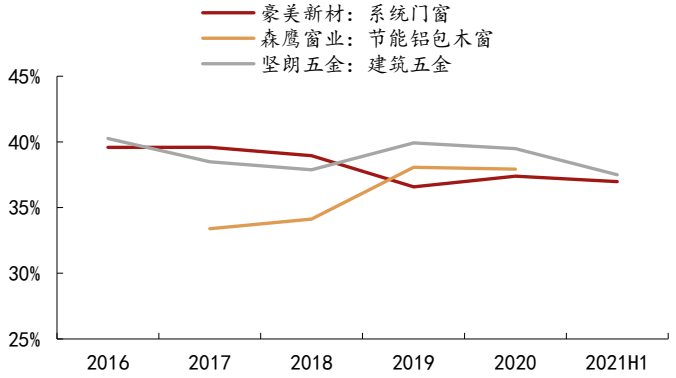
在销售模式上，公司可对标国内建筑门窗五金龙头坚朗五金（002791.SZ）的配套件集成供应模式；在产品上，公司可对标国内拟上市的定制化节能铝包木窗企业森鹰窗业（A20742.SZ）。

图 68：豪美新材 2021H1 系统门窗收入同比+28%



资料来源：Wind、招商证券

图 69：门窗类业务毛利率基本稳定在 35%-40%区间



资料来源：Wind、招商证券

贝克洛 2020 年实现营业收入 2.47 亿元，同比下降 11.31%，实现净利润 1091.84 万元，同比下降 83.76%，净利率为 4.42%；2021H1 贝克洛收入为 1.33 亿元，同比增长 34.72%，净利润为 66.52 万元，同比下滑 88.72%。贝克洛业绩下滑主要考虑疫情影响海外收入，并且 2019 年处置派生分立子公司科建投资实现收益 5047.70 万元。据中国幕墙网测算，2020 年我国铝门窗幕墙行业的生产总值约在 6300-6400 亿元之间。我们分别以 2020 年“贝克洛收入/铝门窗幕墙生产总值”和“贝克洛净利润/铝门窗行业整体利润”均测算出**贝克洛在铝门窗行业市占率为 0.04%**，若假设我国系统门窗渗透率 5%，则**贝克洛在系统门窗行业市占率为 0.78%。**

（1）线上+线下全渠道销售，树立 C 端品牌价值

品质优先+定制化服务，打开 C 端市场。贝克洛诞生于 2009 年，2013 年进行产业升级，推出第三代高性能系统门窗，发展至今其产品包括外立面门窗、阳光房及户外维护系统等，贝克洛系统门窗达到 30 年免维护和 50 年的设计使用寿命。秉承“耐用门窗贝克洛”这一理念，提供高性能系统门窗，并能为零售客户提供免费的测量、设计、上门安装服务，获得较高市场认可度。

图 70：贝克洛发源于公司系统门窗事业部



资料来源：贝克洛京东官方旗舰店、招商证券

图 71：贝洛克广告出现在全国各大机场



资料来源：贝克洛官方公众号、招商证券

全渠道营销模式，快速打入零售市场。贝克洛依据全新品牌传播战略布局，在 C 端采用“线上+线下”的全渠道营销模式，于 2020 年 9 月正式上线“贝克洛京东旗舰店”，同年 10 月“贝克洛天猫旗舰店”也正式上线，线上门店有助于引流，此外，“系统门窗”产品的标准化、系统化、模块化特征也助益于通过线上渠道销售；而在线下，公司一方面加码零售门店布局，目前在全国已有超 200 多家线下门店，另一方面在核心机场大量投放广告，提高品牌传播度。

图 72：贝克洛在全国覆盖有 200 多家线下门店



资料来源：贝克洛京东官方旗舰店、招商证券

图 73：贝洛克有完备的定制化服务



资料来源：贝克洛京东官方旗舰店、招商证券

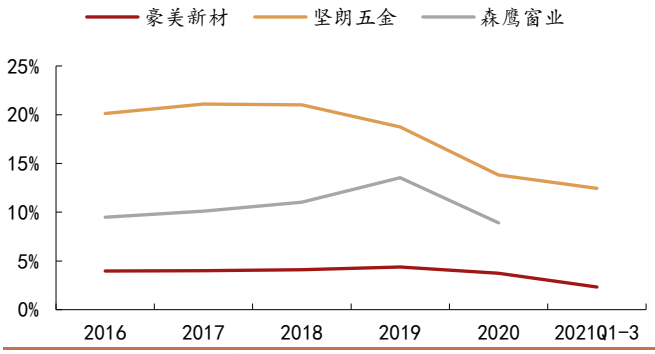
表 12：2020-2021“门窗十大首选品牌”调查中贝克洛获得五星评定

品牌	综合评定
YKKAP	☆☆☆☆☆
嘉寓	☆☆☆☆☆
贝克洛	☆☆☆☆☆
Aluk	☆☆☆☆
易欧思	☆☆☆☆
墅标	☆☆☆☆
华厦建辉	☆☆☆☆
和平	☆☆☆☆
飞宇	☆☆☆☆
贝思乐	☆☆☆☆

资料来源：《2020-2021 第 16 届 AL-Survey 门窗幕墙行业大型读者调查活动》、招商证券

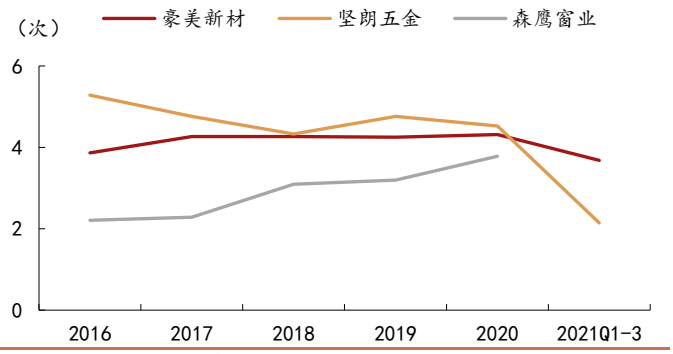
考虑到公司系统门窗业务占比较小，在和坚朗五金、森鹰窗业对比销售费用率时公司显著较优，随着后续收入占比提升+持续投入全渠道营销，销售费用率或将有所提升；待渠道布局完善、信息化系统搭成、营销投入到位，公司规模优势有望显现，从而改善利润率。

图 74：公司销售费用率低于坚朗五金和森鹰窗业



资料来源：Wind、招商证券

图 75：2017-2020 年公司应收账款周转率保持平稳

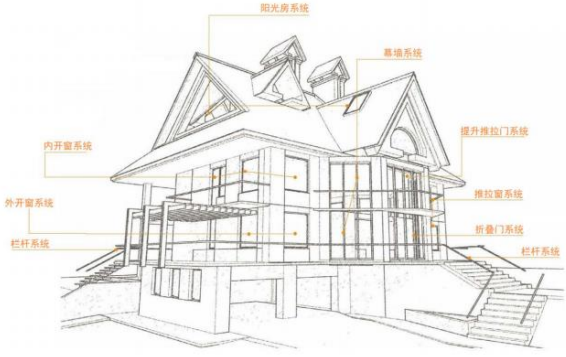


资料来源：Wind、招商证券

（2）中长期 B 端业务有望受益于地产集采

系统门窗纳入地产集采，行业集中度有望提升。贝克洛的系统门窗体系中包括了阳光房系统、幕墙系统、提升推拉门系统、折叠门系统、内/外开窗系统、栏杆系统等多系列，为大型地产工程客户的一站式采购提供便利，并为后续权责维护问题省去麻烦。此外，系统门窗的优质隔音效果有利于提高精装房居住体验，从而提高终端溢价能力。一般门窗成本占房屋建安成本的 4%-10%，价格敏感度相对较低。多数地产商已将系统门窗部品纳入集采品类中。中长期看，考虑到供应链优势、品牌知名度、资金链实力等，在地产集采趋势下我国门窗行业有望出清落后产能，提升集中度。

图 76：贝克洛系统门窗产品系列示意图



资料来源：招股说明书、招商证券

图 77：贝克洛系统门窗被用于中高端地产项目中



资料来源：贝克洛京东官方旗舰店、招商证券

竞争赛道集中于高附加值与品牌化，公司竞争力较强。不同于传统铝门窗，系统门窗对铝材要求更高，注重将配件材料结合并且对技术的要求较高，具有一定技术壁垒，因此系统门窗市场可有效加快技术不足的中小型企业出清，加快市场向头部集中。中高端铝材较低端铝材价格敏感度底，市场竞争多集中于对品牌认知度与服务质量等软因素。公司作为国内较早进入系统门窗行业的企业之一，具备技术经验和品牌优势，产品广泛应用于保利、万科、星河湾、华润、龙湖、招商等国内地产公司的地产项目。2021 年在地产 500 强首选供应商中，贝克洛排名第三，首选率达 12%。

表 13：中国房地产开发企业综合实力 TOP500 首选供应商（系统门窗类）中贝克洛排名第三

	2021		2020		2019	
	品牌	首选率	品牌	首选率	品牌	首选率
1	旭格	16%	旭格	17%	旭格	17%
2	YKKAP	15%	YKKAP	15%	YKKAP	15%
3	**贝克洛**	**12%**	**贝克洛**	**12%**	**贝克洛**	**11%**
4	易欧思	9%	兴发	9%	兴发	8%
5	兴发系统	9%	伟业	8%	伟业	7%
6	伟业	8%	海德鲁	7%	海德鲁	6%
7	奋安	8%	阿鲁克	6%	阿鲁克	5%
8	海德鲁	5%	伟昌	4%	艾尔	3%
9	阿鲁克	4%	艾尔	4%	法米恩	2%
10	伟昌	4%	易欧思	2%	易欧思	2%

资料来源：优采、招商证券

五、投资建议

公司为华南区域铝型材龙头企业，现有产能超 16 万吨/年，预计 IPO 募投项目达产后产能可超 20 万吨/年。其中，工业用铝型材和建筑用铝型材业务料将随下游市场平稳发展，**核心聚焦于战略转型，未来汽车轻量化铝型材和系统门窗业务或将伴随行业共迎高速发展。**

行业层面，（1）我国新能源车市场景气度高涨，续航能力的提升和国家双碳目标共同推进汽车轻量化发展，目前我国燃油车铝合金渗透率为 3%，纯电动车为 8%，对标发达国家的 20%以上渗透率仍有较大发展空间。测算 2021-2022 年我国车用铝材需求空间达到 67.6 万吨/78.8 万吨。（2）门窗市场空间大，我们以建筑业竣工测算铝门窗行业市场潜在需求超 5 亿平方米，但行业集中度低。在建筑节能和消费升级趋势下，具备工业化、模块化、系统化和规模化优势的系统门窗行业料将持续扩容增长。

公司层面，（1）汽车轻量化铝型材业务上，公司注重研发投入和人才招募，已取得 140 多个定点项目，量产能力持续提升，2020 年市占率仅约 1.5%，车用铝材收入中防撞梁和电池托架产品占比 70%，受到奔驰、宝马、通用、比亚迪等知名客户认可，叠加售价较高，未来自有产能释放后汽车轻量化业务市占率有望进一步提升。（2）公司系统门窗业务由子公司“贝克洛”负责，轻资产运营模式可对标坚朗五金的门窗五金配套集成供应模式。“贝克洛”系统门窗终端品牌力强劲，在 B 端首选率达 12%，在 C 端通过定制化服务+线上线下多渠道营销，品牌知名度高；但目前在铝门窗行业市占率仅 0.04%。系统门窗业务可依托现有建筑用铝型材产能发展，且毛利率高达 37%，随着线下门店扩张，未来有望贡献较大业绩增量。

我们预计公司 2021-2022 年 EPS 分别为 0.59 元、1.06 元，对应 PE 分别为 35.6x、19.8x，首次覆盖，给予“强烈推荐-A”评级。

表 14：主营业务盈利预测拆分

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	**3437**	**3978**	**4825**	**5833**
一般工业用铝材	1246	1309	1309	1309
建筑用铝型材	1540	1694	1863	2050
汽车轻量化铝型材	168	404	970	1649
系统门窗销售	258	335	436	567
门窗幕墙安装	223	234	245	258
营收增速	**3%**	**18%**	**31%**	**27%**
一般工业用铝材	7%	0%	6%	2%
建筑用铝型材	5%	7%	14%	11%
汽车轻量化铝型材	2%	135%	147%	72%
系统门窗销售	-19%	32%	32%	30%
门窗幕墙安装	97%	5%	8%	5%
毛利率	**15%**	**15%**	**16%**	**17%**
一般工业用铝材	8%	8%	8%	8%
建筑用铝型材	16%	16%	16%	16%
汽车轻量化铝型材	18%	17%	18%	18%
系统门窗销售	37%	38%	38%	38%
门窗幕墙安装	16%	16%	17%	17%

资料来源：招商证券

表 15：盈利预测简表

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入(百万元)	3437	3978	4825	5833
同比增长	16%	16%	21%	21%
营业利润(百万元)	117	139	258	363
同比增长	-36%	19%	85%	41%
净利润(百万元)	116	137	246	344
同比增长	-31%	18%	80%	40%
每股收益(元)	0.50	0.59	1.06	1.48
P/E(倍)	41.9	35.6	19.8	14.1
P/B(倍)	2.3	2.2	2.0	1.8

资料来源：招商证券

六、风险提示

1、地产投资增速下滑：公司主营的建筑用铝型材、系统门窗产品下游均为房地产或业主，若地产投资增速下滑，下游需求不景气，会对公司业绩产生消极影响。

2、汽车销量下滑：汽车轻量化铝型材用于替代部分钢制汽车零部件，以减轻汽车整备质量。若下游汽车销量下降，尤其是新能源汽车销售下滑，不利于汽车轻量化铝型材业务的发展。

3、原材料价格大幅上涨：面对铝锭价格上涨，公司采用“铝锭价格+加工费”的定价模式，在中期具备成本转嫁能力，但若铝锭价格大幅上涨，调价滞后性或将影响短期利润。

4、出口反倾销风险：公司出口业务占比较高，若反倾销税上涨，或出口贸易政策发生变动，或将影响公司海外收入。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	1717	2467	2295	2764	3330
现金	386	789	387	458	550
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	103	155	180	218	264
应收款项	729	864	977	1186	1433
其它应收款	11	10	11	14	16
存货	413	462	524	627	750
其他	75	187	216	262	316
非流动资产	1211	1546	1671	1788	1899
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	858	1017	1168	1309	1441
无形资产	218	262	236	213	191
其他	135	267	267	267	266
资产总计	**2928**	**4014**	**3966**	**4552**	**5228**
流动负债	1252	1703	1549	1930	2336
短期借款	899	1206	1061	1359	1665
应付账款	226	316	364	435	521
预收账款	44	44	51	61	73
其他	82	137	73	75	77
长期负债	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	**1510**	**1892**	**1739**	**2119**	**2526**
股本	175	233	233	233	233
资本公积金	505	1037	1037	1037	1037
留存收益	738	852	958	1163	1433
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	1418	2121	2227	2433	2702
负债及权益合计	**2928**	**4014**	**3966**	**4552**	**5228**

现金流量表

单位：百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	137	20	99	79	141
归母净利润	167	116	137	246	344
折旧摊销	59	69	95	102	109
财务费用	48	50	68	72	89
投资收益	(50)	(4)	(29)	(29)	(29)
营运资金变动	(83)	(210)	(178)	(321)	(382)
其它	(4)	(0)	6	9	10
投资活动现金流	(5)	(437)	(193)	(193)	(193)
资本支出	(179)	(444)	(222)	(222)	(222)
其他投资	174	7	29	29	29
筹资活动现金流	(13)	839	(308)	185	143
借款变动	14	362	(210)	298	306
普通股增加	0	58	0	0	0
资本公积增加	0	532	0	0	0
股利分配	0	0	(30)	(41)	(74)
其他	(27)	(112)	(68)	(72)	(89)
现金净增加额	120	422	(403)	72	92

利润表

单位：百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2968	3437	3978	4825	5833
营业成本	2471	2927	3378	4038	4832
营业税金及附加	16	13	16	19	23
营业费用	130	128	152	180	212
管理费用	79	88	106	119	137
研发费用	94	121	148	170	206
财务费用	50	57	68	72	89
资产减值损失	(9)	(14)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	13	25	25	25	25
投资收益	51	4	4	4	4
营业利润	184	117	139	258	363
营业外收入	4	12	12	12	12
营业外支出	4	4	4	4	4
利润总额	183	125	148	266	372
所得税	16	9	11	20	28
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	167	116	137	246	344

主要财务比率

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
年成长率					
营业收入	11%	16%	16%	21%	21%
营业利润	75%	-36%	19%	85%	41%
归母净利润	77%	-31%	18%	80%	40%
获利能力					
毛利率	16.7%	14.8%	15.1%	16.3%	17.2%
净利率	5.6%	3.4%	3.4%	5.1%	5.9%
ROE	11.8%	5.5%	6.1%	10.1%	12.7%
ROIC	8.6%	4.7%	5.7%	7.9%	9.5%
偿债能力					
资产负债率	51.6%	47.1%	43.8%	46.6%	48.3%
净负债比率	33.4%	32.8%	27.8%	30.8%	32.7%
流动比率	1.4	1.4	1.5	1.4	1.4
速动比率	1.0	1.2	1.1	1.1	1.1
营运能力					
资产周转率	1.0	0.9	1.0	1.1	1.1
存货周转率	6.1	6.7	6.8	7.0	7.0
应收帐款周转率	3.8	3.7	3.7	3.8	3.8
应付帐款周转率	12.0	10.8	9.9	10.1	10.1
每股资料(元)					
EPS	0.96	0.50	0.59	1.06	1.48
每股经营现金	0.79	0.09	0.42	0.34	0.61
每股净资产	8.12	9.11	9.57	10.45	11.61
每股股利	0.00	0.13	0.18	0.32	0.44
估值比率					
PE	21.8	41.9	35.6	19.8	14.1
PB	2.6	2.3	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA	21.3	25.8	20.2	14.2	10.9

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

郑晓刚：毕业于英国东安吉利亚大学，经济学硕士，2017 年 1 月加入招商证券，从事建材行业研究，2019 年开始负责建筑与建材行业。所带团队入选 2019 年、2020 年建筑材料行业最佳行业分析团队金牛奖。

于泽群：华东师范大学金融学硕士，2018 年 5 月加入招商证券，从事建筑工程行业研究，2019 年开始从事建材行业研究。所在团队入选 2019 年、2020 年建筑材料行业最佳行业分析团队金牛奖。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。