



Research and  
Development Center

# 全产业链布局逐步落地，产能扩张

## 助力增长

— 豪美新材（002988.SZ）深度报告

江宇辉 地产行业首席分析师

姜永刚 金属新材料行业首席分析师

执业编号：S1500522010002

执业编号：S1500520010002

联系电话：+86-18621759430

联系电话：010-83326716

邮 箱： [jiangyuhui@cindasc.com](mailto:jiangyuhui@cindasc.com)

邮 箱： [louyonggang@cindasc.com](mailto:louyonggang@cindasc.com)

## 证券研究报告

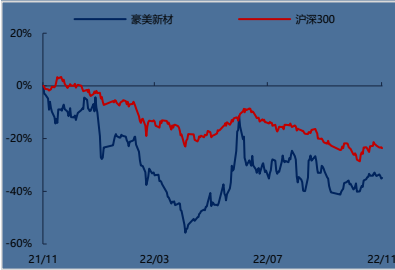
### 公司研究

#### 深度报告

#### 豪美新材 (002988.SZ)

投资评级 **买入**

上次评级 **买入**



资料来源：万得，信达证券研发中心

#### 公司主要数据

收盘价 (元)	14.65
52 周内股价	9.58-23.30
波动区间 (元)	
最近一月涨跌幅 (%)	6.34
总股本 (亿股)	2.33
流通 A 股比例 (%)	34.56
总市值 (亿元)	34.10

资料来源：万得，信达证券研发中心

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编：100031

## 豪美新材：全产业链布局逐步落地，产能扩张助力增长

2022 年 11 月 25 日

### 本期内容提要：

- ◆ **铝加工全产业链先发布局，汽车轻量化和系统门窗业务收入高速增长。** 成立于 1991 年的豪美新材聚焦于铝挤压板块已 30 年有余，目前聚焦汽车轻量化材料技术创新和建筑门窗系统高技术集成产品领域。新能源汽车轻量化趋势下用铝量持续增长，传统门窗向系统门窗更新升级需求维持高位，公司营收和利润有望快速放量增长。公司先发布局铝加工全产业链，2022-2023 年上半年产能逐步释放，将进一步确立行业内竞争优势。年初以来国际大宗商品价格回落，上游铝原料涨价的不利影响或随之消退，毛利率与净利率也有望企稳回升。铝金属性能优良，铝制品应用范围广泛，公司一般工业和建筑类铝加工业务也将进入高速成长阶段。
- ◆ **定点先发优势构建汽车轻量化铝型材领域护城河。** 定点认证模式下，供应商负责汽车零部件全生命周期的供货。定点项目认证周期长，生产质量要求高，同业难以通过价格战抢占市场。先发布局让公司驶入新能源汽车行业的快车道，取得业内领先的竞争优势。豪美已取得了包括一线外资、合资品牌、自主品牌、造车新势力等多类车企的 170 多个铝合金项目定点并稳步实现量产。豪美已成为华南地区较具规模的汽车轻量化铝基新材料企业，同时向 30 多家汽车零部件一级供应商提供铝合金材料和部件。2022 年新能源汽车产销量持续高增，有望带动汽车轻量化用铝收入快速增长。
- ◆ **贝克洛系统门窗由工程端高品质产品下沉至消费端，单店快速扩张增大市场份额，平台模式绕过自有产能瓶颈。** 公司建筑用铝型材在多个地标项目中应用，为自有的“贝克洛”品牌系统门窗竖立高端品牌形象。贝克洛单店向全国快速扩张，将带动系统门窗业务快速增长，在低集中度市场中快速抢占市场份额。平台型运营模式下，贝克洛输出专利技术、标准化铝型材产品并组织培训，保证产品质量和客户体验，绕过产能扩张瓶颈，带动业务范围持续扩大。2022 年地产竣工增速修复，二手住宅交易热度率先回暖，11 月地产支持政策力度加大，公司建筑和门窗类业务收入有望持续改善。
- ◆ **盈利预测与投资评级：** 预测公司 2022-2024E 归母净利润分别为 0.89/2.79/3.88 亿元，EPS 分别为每股 0.38/1.20/1.67 元，对应 11 月 24 日收盘价的 PE 分别为 38.51/12.24/8.79 倍，维持“买入”评级。
- ◆ **风险因素：** 铝锭等原材料价格上行、房地产竣工/二手房销售增速、新能源汽车销售增速下行幅度超预期、应收账款占比过高及坏账风险；股权质押比例较高风险；政府补助退坡速度超预期。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	3,437.14	5,599.51	6,657.00	9,162.48	11,322.18
增长率 YoY %	15.8%	62.9%	18.9%	37.6%	23.6%
归属母公司净利润(百万元)	115.93	139.15	88.55	278.71	387.87
增长率 YoY%	-30.7%	20.0%	-36.4%	214.7%	39.2%
毛利率%	14.0%	12.0%	11.8%	12.1%	12.3%
净资产收益率 ROE%	5.5%	6.2%	3.9%	11.0%	13.2%
EPS(摊薄)(元)	0.50	0.60	0.38	1.20	1.67
市盈率 P/E(倍)	29.42	24.51	38.51	12.24	8.79
市净率 P/B(倍)	1.61	1.53	1.51	1.34	1.16

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 11 月 24 日收盘价

投资聚焦 .....	5
1 铝加工产业全链布局，硬核业务持续增长 .....	6
1.1 深耕精作高技术集成铝加工业务 .....	6
1.2 全产业链布局落地，毛利率有望企稳回升 .....	7
1.3 铝制品应用场景广泛，收入增长可持续 .....	10
2 汽车轻量化：收入高增，向高技术集成方向发展 .....	12
2.1 新能源汽车销售高增，轻量化趋势长期不改 .....	12
2.2 专业优势：专业铝加工工艺构建竞争优势 .....	13
2.3 未来前景：汽车轻量化前景广阔 .....	16
3 系统门窗：B端打造标杆项目，平台模式绕过增长瓶颈 .....	18
3.1 地产修复期内短期需求有望企稳，节能环保趋势更新置换持续 .....	18
3.2 广阔前景：系统门窗标准严格，市场容量较大 .....	19
3.3 竞争优势：C端下沉与平台模式，引领业务高速扩张 .....	21
4 股权结构稳定，公司治理逐步完善 .....	25
4.1 股权结构结构稳定 .....	25
4.2 公司治理体系逐步完善 .....	25
4.3 管理层专注铝挤压行业多年 .....	26
盈利预测 .....	27
风险因素 .....	30

## 图表目录

图表 1: 豪美新材由建筑用铝向工业用铝转型 .....	6
图表 2: 建筑和工业用铝型材营收占比超过 70%，汽车轻量化铝型材占比持续提升 .....	6
图表 3: 2021 年汽车轻量化与工业用铝型材营收加速增长 .....	6
图表 4: 铝加工产业链和主要上市公司 .....	8
图表 5: 豪美 2020 年投资增速超过行业平均水平 .....	8
图表 6: 2020-2021 年，公司铝型材市占率快速提升 .....	8
图表 7: 豪美新材 2020-2022 年主要投资项目 .....	9
图表 8: 豪美新材产能持续扩张，产能利用率维持高位 .....	9
图表 9: 系统门窗毛利率最高，汽车轻量化、建筑和工业用铝型材居后 .....	10
图表 10: 直接材料占营业收入的比例持续上升，导致铝型材毛利率下降 .....	10
图表 11: 豪美新材研发费用率处在高位，三费占比下行 .....	10
图表 12: 2021 年资产周转率和权益乘数推动 ROE 回升 .....	10
图表 13: 铝加工工艺中，挤压材和铝型材占比较高(%) .....	11
图表 14: 铝挤压材占比较高，且保持快速增长(万吨) .....	11
图表 15: 2020 年后新能源汽车产销量加速增长 .....	12
图表 16: 汽车、工业用铝型材营收与新能源车产量增速、工业增加值名义增速相关 .....	12
图表 17: 新能源汽车渗透率和保有量占比持续上升，但仍有较大提升空间 .....	13
图表 18: 铝挤压材在汽车中的含量有望稳步提升 .....	13
图表 19: 豪美新材汽车轻量化产品以电池托架和防撞梁为主 .....	13
图表 20: 汽车零件产品丰富，以防撞梁和电池托盘为主 .....	14
图表 21: 工业用铝型材包括管材、棒材、异型材等 .....	14
图表 22: 公司汽车轻量化、工业用铝型材主要产品型号和应用领域 .....	14
图表 23: 材料认证过程较长 .....	16
图表 24: 获得的汽车车型材料商定点认证项目数快速增加 .....	16
图表 25: 汽车轻量化的主要途径 .....	17
图表 26: 2022 年二手房率先回暖，新房销售持续修复 .....	18
图表 27: 豪美建筑、系统门窗营收与地产关联度较高 .....	18
图表 28: 住建部持续提升对绿色节能建筑的政策目标 .....	19
图表 29: 系统门窗部分通用技术条件 .....	20
图表 30: 贝克洛窗系列产品 .....	20
图表 31: 贝克洛门系列产品 .....	20
图表 32: 国内门窗行业资产和营收规模均值较低 .....	21
图表 33: 国内家居企业积极布局门窗行业 .....	21
图表 34: 全国高楼地标建筑豪美新材参与情况 .....	21
图表 35: 中国房地产 500 强首选系统门窗供应商中，贝克洛排名保持在前 5 .....	22

图表 36: 系统门窗与建筑用铝型材 C 端营收 (经销) 占比逐步提升.....	23
图表 37: 系统门窗毛利率常年维持在较高水平 .....	23
图表 38: 贝克洛消费端轻资产商业模式 .....	24
图表 39: 系统门窗厂商消费端重资产模式.....	24
图表 40: 豪美新材股权结构 (截至 2022Q3) .....	25
图表 41: 豪美新材内部组织结构 (截至 2020/4) .....	26
图表 42: 豪美新材主要高管和职务 (截至 2022/9) .....	26
图表 43: 公司各项业务预测 .....	28
图表 44: 可比公司市盈率 (PE) 估值情况 .....	29

## 投资聚焦

### 报告亮点:

阐述公司汽车轻量化和系统门窗业务投资逻辑,采用分部估值法对公司各业务板块进行估值预测。

### 投资逻辑:

- 2022 年底-2023 年中,公司可转债募投的高端工业铝型材项目有望建设完毕并落地投产,将为公司带来工业铝型材新增产能,产能可与汽车产能切换,预计将显著缓解公司产能紧张的情况。到 2023 年末,节能系统门窗幕墙生产基地项目也有望建设完毕,将弥补公司后续扩张 C 端门店数量导致的产能空缺,为公司带来利润提升。
- 2022 年新能源汽车产销量快速增长,新能源车用铝量较传统能源汽车显著增加,将带动公司汽车轻量化和工业用铝型材业务营收高增。得益于汽车轻量化领域的较早布局和持续研发投入,2022 年公司汽车车型的材料商定点认证进一步增加。定点认证模式下,供应商负责汽车零部件全生命周期的供货,与供应商形成良好合作关系,为业务构建宽护城河。随着认证的车型逐步转入量产阶段,公司将跟随汽车的生产销售计划,开始批量供应汽车用轻量化铝型材,公司营收和利润有望获得持续增长。
- 下半年各地政府保交楼政策措施不断发力,9 月地产竣工面积增速同比跌幅显著收窄。9 月末地产刺激政策密集出台,二手房成交热度率先回暖。11 月 8 日中债增扩大民营企业债券融资支持工具(“第二支箭”),支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资。11 月 23 日央行和银保监会发布“16 条”房地产行业融资支持政策。随着支持力度加大,优质民营房企的信用危机和行业出清或已接近尾声,有助于推动公司系统门窗工程端与消费端业务收入同步回升。公司系统门窗品牌贝克洛销售网点持续扩张。凭借豪美新材的铝型材质量保证和贝克洛在 B 端地产高端项目的品牌加持,销售网点数量的增长有助于提升系统门窗销量,门窗消费端业务有望成为公司长期的利润增长点。

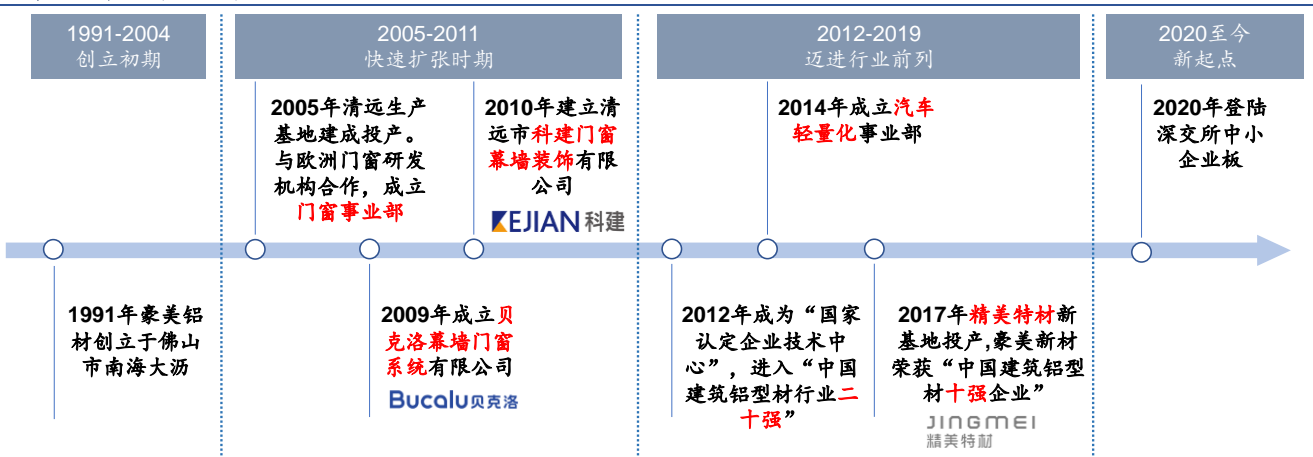
# 1 铝加工产业全链布局，硬核业务持续增长

## 1.1 深耕精作高技术集成铝加工业务

豪美新材是一家集专业研发、制造、销售于一体的铝型材制造商。豪美新材创立于1991年，公司一直致力于向产业链上下游拓展，从传统铝加工全产业链，向下游汽车轻量化用铝、消费端系统门窗领域拓宽延伸。根据2021年年报，公司的5大类主营业务为：建筑用/一般工业用/汽车轻量化铝型材、系统门窗销售、门窗幕墙安装。其中建筑用铝型材营收占比43%，一般工业用铝型材营收占比39%，二者合计超过80%，构成公司的主要营收来源。

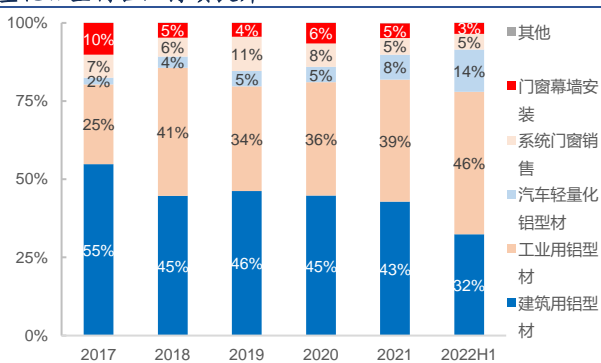
2022年上半年一般工业用和汽车轻量化铝型材营收占比继续提升。一方面，受到地产调整周期影响，与地产相关的系统门窗、建筑用铝型材营收占比下降。公司系统门窗销售营收占比从2021年的5.39%下降至2022H1的5%。而另一方面，汽车和工业相关营收占比提升。新能源汽车销量高增，带动公司汽车轻量化铝型材占比大幅提升，从21年末的7.94%大幅提高至22H1的13.52%，成为公司近年来主营业务中的最大增长点。一般工业用铝型材营收占比也从39%提升至45.57%。

图表 1：豪美新材由建筑用铝向工业用铝转型



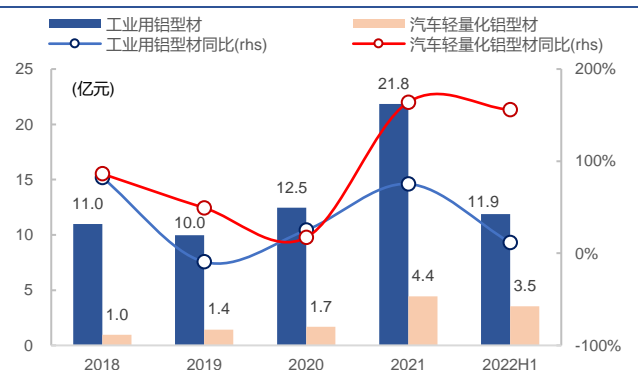
资料来源：豪美新材、精美特材、贝克鲁、科建装饰官网，信达证券研发中心

图表 2：建筑和工业用铝型材营收占比超过 70%，汽车轻量化铝型材占比持续提升



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图表 3：2021 年汽车轻量化与工业用铝型材营收加速增长



资料来源：Wind，信达证券研发中心。数据说明：2022H1 同比为年化增速



### 1.1.1 汽车轻量化铝型材布局较早，成长空间较大

拥有行业领先的铝加工工艺，为众多车企提供高品质防撞梁与电池托盘产品。豪美汽车轻量化产品中，防撞梁和电池托盘生产工艺领先，具有较大研发优势。其他产品包括副车架、减震支架、动力托架、电机部件等，汽车轻量化产品共计 10 余种。2021 年汽车轻量化业务营业收入 4.45 亿元，占比 7.94%，同比增速达 164%。公司汽车轻量化铝型材主要由精美特材厂生产，精美特材厂停工整改后将确立新的安全规范，提高生产效率和产品质量。

定点先发优势构建汽车轻量化铝型材领域护城河，确立华南地区最具规模的铝加工企业地位。定点认证模式下，供应商负责汽车零部件全生命周期的供货。定点项目认证周期长，对供应商生产质量要求高，同业难以通过价格战抢占市场份额。豪美早在 2014 年即成立汽车轻量化事业部，2017 年精美特材新厂房投产，较早布局使公司与车企形成良好合作关系。汽车轻量化铝型材方面，豪美已取得了包括奔驰、宝马、丰田、本田等一线外资、合资品牌，比亚迪、广汽、长城、吉利等自主品牌，小鹏、蔚来等造车新势力的 170 多个铝合金材料及部件项目定点。先发布局新能源快车道，助力成为华南地区最具规模的汽车轻量化铝基新材料企业。

### 1.1.2 系统门窗单店快速扩张，置换需求支撑业务增长

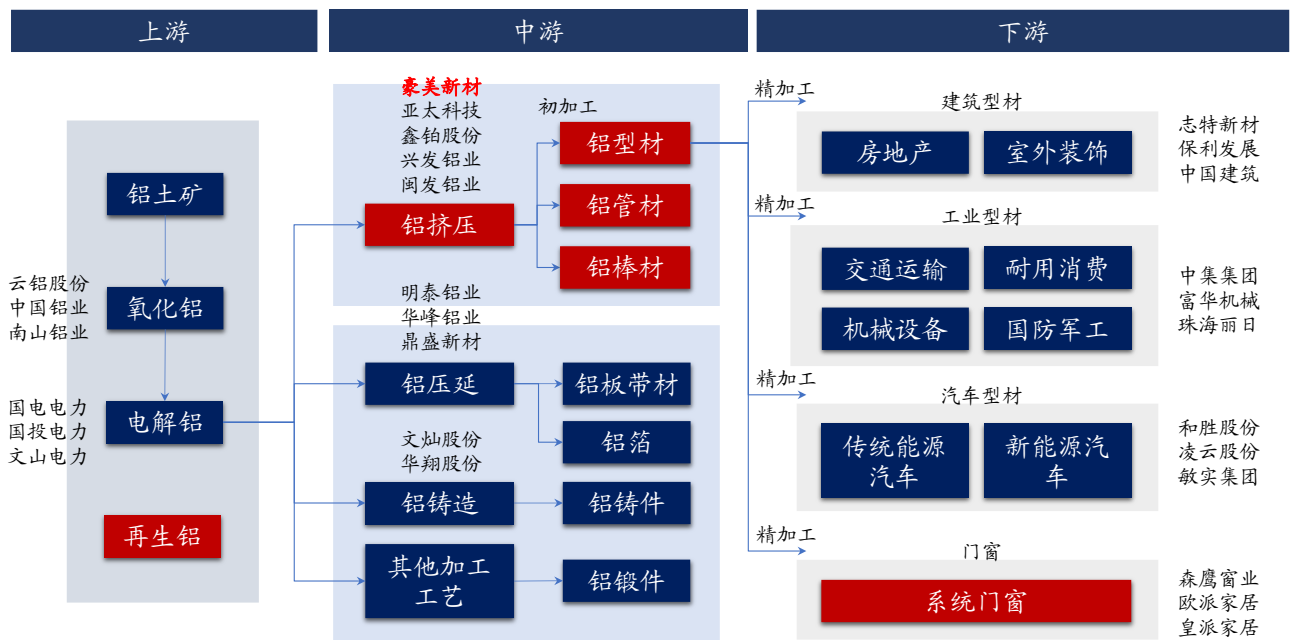
发力消费端门窗业务，置换需求有望成为新增长点。豪美新材成立子公司贝克洛门窗后，原先布局偏重于工程端，下游对接住宅、商业地产、写字楼等门窗需求。尽管 2021 年新建商品住宅销售增速放缓，工程端业务承压。顺应建筑节能环保趋势，存量住宅门窗更新置换的消费端需求，有望接力成为新的增长点。消费端与工程端同步发力，保证公司收入长期可持续。

贝克洛工程端竖立高品质门窗品牌形象，单店扩张助力市场份额扩大。贝克洛产品在国内多个标志性项目中应用，工程段高品质系统门窗为产品竖立高端品牌形象。单店向全国快速扩张，有望带动系统门窗业务快速增长，在低集中度市场中快速抢占市场份额。

经营模式绕开门窗产能瓶颈和运输半径限制，同时保证产品质量。贝克洛针对不同客户群体，灵活采用系统材料或成品门窗的输出模式。一方面，与当地铝材和窗厂建立联系，绕过产能瓶颈和运输半径限制。另一方面，安装流程标准化后，通过对工人提供专业培训，保证产品质量。轻资产运营模式助力门窗业务快速发展。

## 1.2 全产业链布局落地，毛利率有望企稳回升

豪美新材主要业务居于产业链的中游，覆盖铝加工全产业链。铝加工产业链可以大致分为上中下游三部分，产业链上游包括电力、电解铝等行业，中游包括铝挤压型材、铝压铸等行业，下游包括建筑工程、汽车零部件供应商、工业铝型材采购商、门窗生产商等。目前，豪美新材业务范围包括上游再生铝回收、中游铝棒熔铸、型材挤压初加工、精细深加工、下游面向消费端的系统门窗等，实现了铝加工全产业链覆盖。

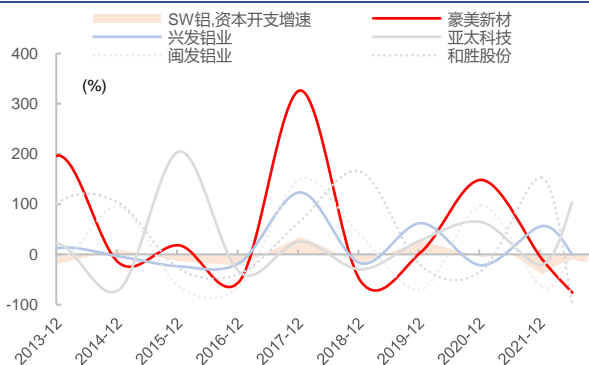
**图表 4：铝加工产业链和主要上市公司**


资料来源：豪美新材招股书，中国有色金属加工工业协会，信达证券研发中心

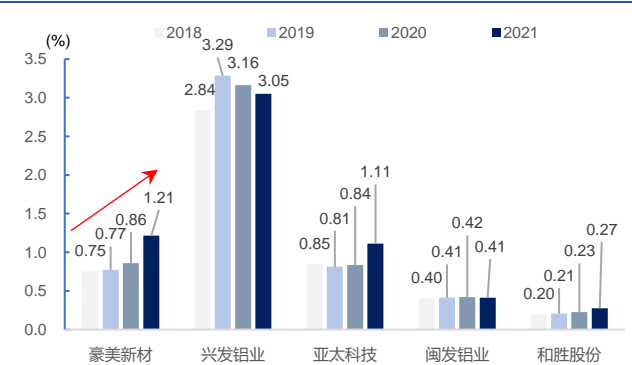
### 1.2.1 积极扩张投产，巩固先发优势

**投资增速超过行业主要竞争对手，2019年后投资时点更加灵活。**豪美新材上市之前，资本性支出扩张节奏与行业类似，在营收和利润增速较高时期，同步扩大投资规模，呈现“以销定投”的特点。例如2017年公司投资大幅增加，与行业其他公司同步。2019年之后，公司通过IPO、可转债等方式募资，投资时点也更加灵活。2020-2021年，行业投资增速放缓，而公司资本性支出继续稳步扩张，跟上新能源汽车轻量化和系统门窗消费升级趋势。

**投资策略助力市占率快速提升。**运用灵活的投资策略，公司铝型材市占率从2020年的0.86%，大幅提升至1.21%。2019-2021年市占率分别提升0.02/0.09/0.35pct，2021年上升幅度领先兴发铝业（-0.11pct）、闽发铝业（-0.01pct）、和胜股份（0.05pct），与亚太科技（0.28pct）接近。随着IPO和可转债募投项目逐步落地投产，预计豪美新材市占率将进一步提高。

**图表 5：豪美 2020 年投资增速超过行业平均水平**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

**图表 6：2020-2021 年，公司铝型材市占率快速提升**


资料来源：各公司公告，中国有色金属加工工业协会，信达证券研发中心。数据说明：2018年协会未披露铝型材产量数据，我们以2021年铝型材占挤压材比例（93.5%）推算2018年铝型材产量



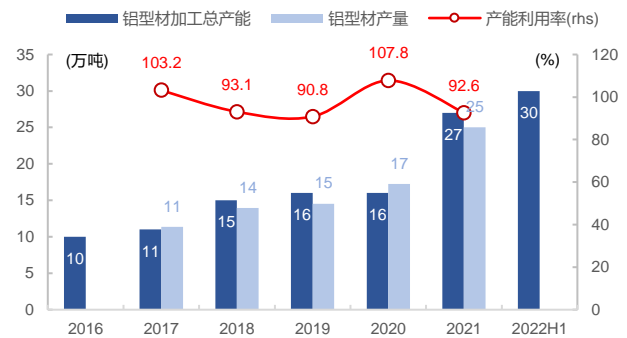
公司铝型材生产工厂有两个：豪美型材厂与精美特材厂。豪美厂主要负责建筑用铝型材、光伏支架等初级工业铝型材、系统门窗用铝型材的加工与生产，豪美厂较精美厂多了喷涂的生产工序。精美厂主要负责工业用铝型材、汽车轻量化用铝型材的生产与加工。截至 2022 年 6 月，公司产能进一步扩张，铝挤压产能接近 30 万吨，其中豪美型材厂产能大致为 15 万吨、精美特材厂产能约 15 万吨。

图表 7：豪美新材 2020-2022 年主要投资项目

公告时间	项目	产品	投资总额 (亿元)	2020	2021	2022
2020/5	铝合金新材建设项目	工业用/汽车轻量化铝型材	5.77	IPO 募资	投产	
	研发中心建设项目	高端铝合金材料开发	0.63	IPO 募资		
2022/1	高端工业铝型材扩产项目	汽车轻量化材料 & 部件、高端工业铝型材	2.74			可转债募资
	高端节能系统门窗幕墙生产基地建设项目		2.20			可转债募资
	信息化与营销运营中心建设项目		0.90			可转债募资

资料来源：豪美新材公告，信达证券研发中心

图表 8：豪美新材产能持续扩张，产能利用率维持高位

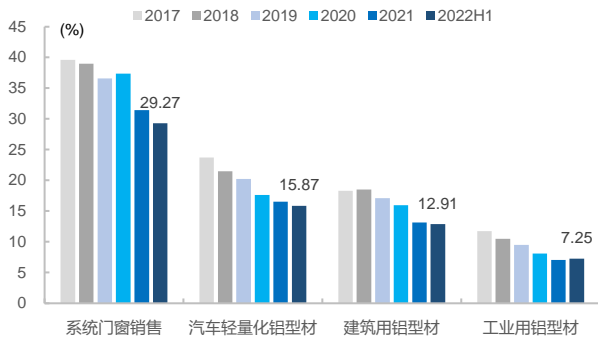


资料来源：豪美新材招股书，投资者关系活动记录表，信达证券研发中心。数据说明：(1) 2020 年产能数据来自 2020/5/6 发布的招股说明书，(2) 2022H1 产能数据来自 2022/6/24 活动记录

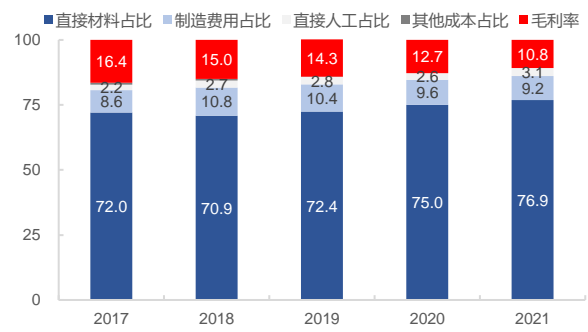
## 1.2.2 上游价格下行，有望助力毛利率企稳回升

豪美新材系统门窗和汽车轻量化毛利率较高。拆解毛利率构成来看，豪美新材系统门窗毛利率较高，汽车轻量化、建筑和工业用铝型材居后。2021 年系统门窗销售毛利率为 31.43%，汽车轻量化铝型毛利率为 16.51%，建筑用铝型材 13.16%，一般工业用铝型材 7.07%。传统建筑和工业用铝毛利率趋于稳定。

产能释放叠加上游价格回落，铝型材销售毛利率有望企稳回升。铝型材销售业务营收占比接近 90%，对公司整体毛利率有决定性影响。2021 年全年和 2022 年上半年铝型材销售业务毛利率分别为 10.81%、10.53%。2018-2019 年产能快速扩张，增加并扩充了汽车材的后加工设备，制造费用占营收比例有所上升。2021 年度铝型材销售毛利率较 2020 年的 12.74% 下滑 2.21pct。一方面原因是子公司精美特材的“铝合金新材建设项目”于 2021 年建成投产，开始计提折旧并导致制造费用加大；另一方面，原材料价格上涨压缩了公司盈利空间。上游电解铝行业集中度提高，而铝加工行业集中度低，毛利易受上游侵蚀。2021-2022 年初，国际大宗商品价格上涨，铝价持续攀升。2022 年上游涨价压力有所缓解。公司积极探索再生铝业务，也有助于降低成本，助力毛利率企稳回升。

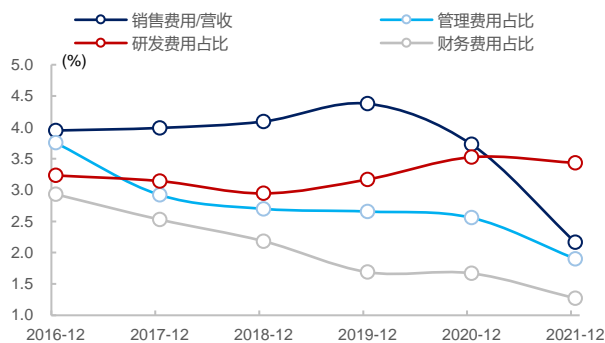
**图表 9：系统门窗毛利率最高，汽车轻量化、建筑和工业用铝型材居后**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

**图表 10：直接材料占营业收入的比例持续上升，导致铝型材毛利率下降**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

研发费用长期保持在 3% 以上，销售费用率和管理费用率下行。公司在 2021 年年报中提出 2022 年年度经营计划，“优化业务结构”与“管理精细化、降本增效”成为公司未来提升竞争力的重要目标。除了研发费用占营收比例长期超过 3% 之外，2021 年公司销售/管理/财务费用占营收比例均有所降低。从杜邦分解来看，尽管 2021 年毛利率和净利率有所下行，但资产周转率和权益乘数提升，使公司 ROE 由 2020 年的 5.47% 上升至 2021 年的 6.25%。

**图表 11：豪美新材研发费用率处在高位，三费占比下行**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

**图表 12：2021 年资产周转率和权益乘数推动 ROE 回升**

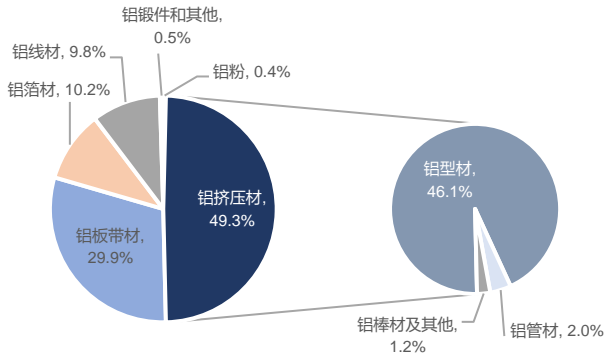
豪美新材	2017	2018	2019	2020	2021
ROE(%)	9.76	7.55	11.80	5.47	6.25
净利率(%)	4.77	3.52	5.64	3.37	2.46
总资产周转率	1.03	1.06	1.07	0.99	1.24
权益乘数	2.09	2.12	2.07	1.89	2.26

资料来源：Wind，信达证券研发中心

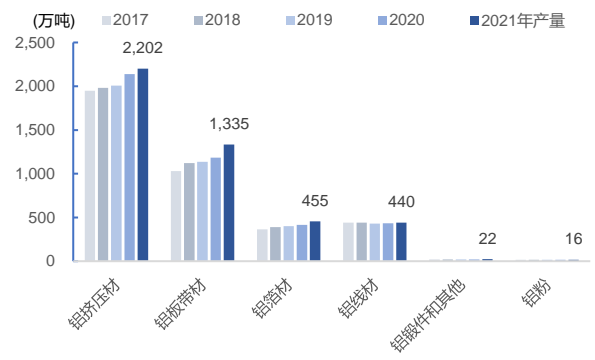
### 1.3 铝制品应用场景广泛，收入增长可持续

金属铝质轻而强度高，是国民经济重要原材料。铝具有良好的延展性且易于锻造，它既可以制成铝箔，用于包装食品、药品，也可以通过挤压等方式加工成不同的铝材，广泛应用于建筑、汽车和机械设备等行业。此外，通过添加其它元素还可以将铝制成合金使它硬化，强度甚至可以超过钢，但仍保持着质轻的优点。铝应用广泛，是经济发展的重要基础原材料。

铝的加工方式大致可以分为四类：挤压、压铸、轧制、锻造，豪美新材聚焦于铝挤压加工工艺。挤压是将铝棒从挤压筒中挤出成形的加工工艺，通常用于生产型材、管材和棒材，型材是具有不同截面形状的长条状产品。据中国有色金属加工工业协会 2021 年统计数据，铝型材在我国铝加工材中占比最大，比例约为 46.1%。铝型材主要应用于建筑领域与工业领域，2021 年建筑用铝型材产量约为 1380 万吨，工业用铝型材产量约为 679 万吨。建筑和工业用铝需求持续高增，有助于公司营收的长期稳定增长。

**图表 13: 铝加工工艺中, 挤压材和铝型材占比较高(%)**


资料来源: 中国有色金属加工工业协会, 信达证券研发中心。数据说明: 统计时点为 2021 年

**图表 14: 铝挤压材占比较高, 且保持快速增长(万吨)**


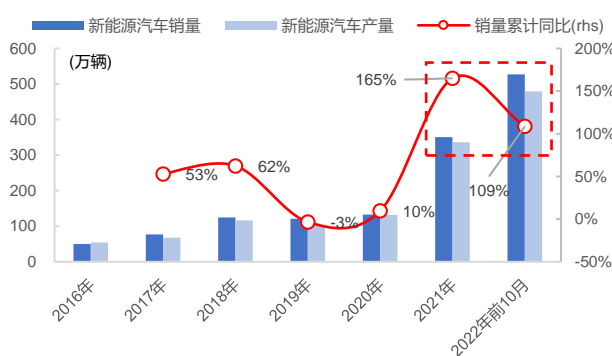
资料来源: 中国有色金属加工工业协会, 信达证券研发中心

## 2 汽车轻量化：收入高增，向高技术集成方向发展

### 2.1 新能源汽车销售高增，轻量化趋势长期不改

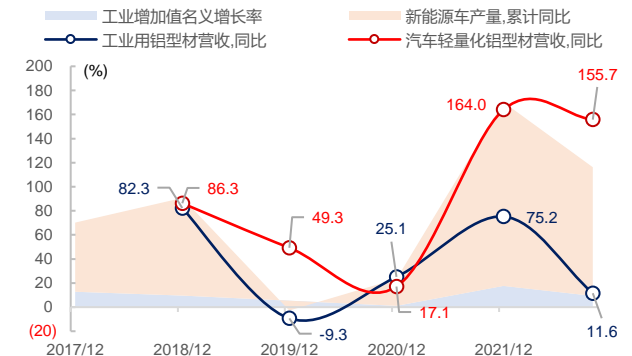
2022年上半年新能源汽车销量高增，公司汽车轻量化铝型材营收大幅增长。根据统计局数据，2021年我国新能源汽车产量达到350.72万辆，同比增长165.1%。2022年，新能源汽车下乡、免征购置税等政策推动新能源汽车销量大幅增长。2022年9-10月，单月新能源汽车销量均超过70万辆。2022年1-10月累计销量达到527.26万辆，相比去年同期增长108.7%。公司汽车轻量化、一般工业用铝型材营收增速与新能源汽车产量同比增速、工业增加值名义增速等关系密切，汽车产销双旺推动公司汽车轻量化铝型材营收大幅增长。2022年6-10月新能源汽车产销量累计同比保持在100%以上的高增速，而9月工业增加值增速回升至6.4%，制造业回暖有望提振工业用铝型材需求。

图表 15: 2020年后新能源汽车产销量加速增长



资料来源: Wind, 信达证券研发中心。数据说明: 销量数据来自汽车工业协会, 产量数据来自统计局

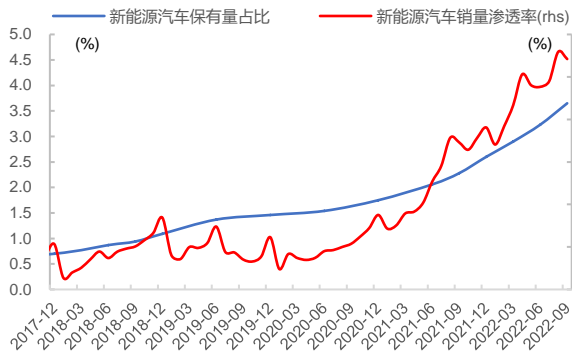
图表 16: 汽车、工业用铝型材营收与新能源车产量增速、工业增加值名义增速相关



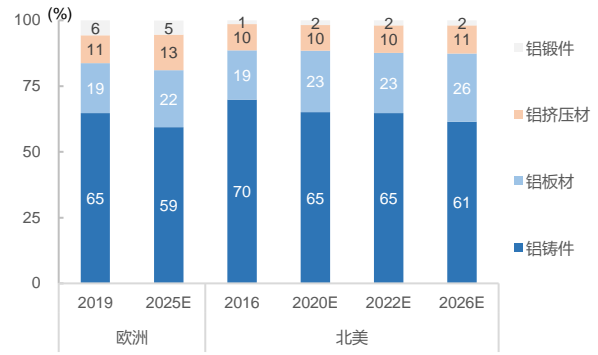
资料来源: Wind, 豪美新材年报, 信达证券研发中心。数据说明: 工业用/汽车轻量化铝型材营收截至2022H1, 工业增加值名义增速/新能源车产量截至2022/10

汽车轻量化趋势长期不改，电车用铝量持续上升。当前新能源汽车销量渗透率已接近30%，未来新能源车占汽车销量比重有望进一步提升。新能源汽车因电池和电机系统较重，轻量化需求迫切，与传统能源汽车相比，新能源车用铝量明显上升。根据国际铝业协会发布的《中国汽车工业用铝量评估报告(2016-2030)》。2017年中国纯电单车用铝量已达到118千克，与2018年传统能源汽车单车用铝量119千克接近。

汽车铸件重要性下降，挤压材占比逐步提高。根据达克国际(Ducker Frontier)对欧洲和北美市场的统计,2019年欧洲乘用车单车铝挤压材用量达到19千克,占总用铝量的11%。2016年北美单车铝挤压材用量为41磅,占比也接近10%。在汽车轻量化趋势下,中国汽车轻量化铝型材的市场规模也将持续增长。

**图表 17: 新能源汽车渗透率和保有量占比持续上升, 但仍有较大提升空间**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心。数据说明: (1) 左轴: 保有量占比=新能源汽车保有量/汽车总量。(2) 右轴: 销量渗透率=单月新能源汽车销量/汽车总销量

**图表 18: 铝挤压材在汽车中的含量有望稳步提升**


资料来源: Ducker Frontier “Aluminum Content in European Passenger Cars” (2019 年), “2020 North America Light Vehicle Aluminum Content and Outlook” (2020 年), 信达证券研发中心

## 2.2 专业优势: 专业铝加工工艺构建竞争优势

### 2.2.1 主要产品: 由电池托盘、防撞梁向其他汽车零部件延伸

汽车轻量化铝型材工艺复杂, 公司产品线丰富。汽车轻量化铝型材属工业用铝型材的分支。汽车轻量化铝型材对合金材料要求较高, 通常需经过 CNC、锯切、拉弯等后续工序。豪美新材于 2017 年末设立精美特材子公司, 扩大汽车轻量化铝型材产能, 能够生产包括电池托架、防撞梁、副车架、减震支架、动力托架、电机部件等 10 余种产品。

电池托盘、防撞梁为豪美汽车轻量化的主要产品。2017-2020 年, 豪美新材减少了加工工艺较为简单的行李架产品, 工艺复杂的防撞梁、电池托架等材料部件销售规模持续扩大。电池托架方面, 公司与一级供应商航天工程、凌云股份等合作, 为比亚迪、吉利、北汽蓝谷、长城等整车厂商提供产品。防撞梁方面, 主要通过凌云股份向奔驰、长安等整车厂商提供产品。公司已取得了包括奔驰、宝马、丰田、本田等一线外资、合资品牌, 比亚迪、广汽、长城、吉利等自主品牌, 小鹏、蔚来等造车新势力的铝合金材料及部件项目定点。

**图表 19: 豪美新材汽车轻量化产品以电池托架和防撞梁为主**

产品类型	一级供应商	整车厂商
电池托架	航天工程装备 (苏州)	比亚迪、吉利、北汽蓝谷
	凌云股份	长城
	张家港市博格机械	吉利
防撞梁	凌云股份	奔驰、长安、广汽丰田、广汽三菱、广汽菲克、一汽丰田、奇瑞、江淮、东风标致、东风雪铁龙、合众新能源
	上海和达汽车配件	长城
	苏州英利汽车部件	吉利
防撞梁、电池托架	凌云股份	广汽埃安
防撞梁、动力总成托架	浙江远景汽配	吉利
副车架	凌云股份	一汽丰田
	拓普集团	吉利
减震型材	宁波世纪东港机械	吉利
行李架	发尔特克	广汽本田、广汽讴歌
悬置支架	宁波帅元电声元件	别克

数据来源: 豪美新材招股书 (2020 年), 信达证券研发中心





**电池托架是公司目前汽车轻量化业务的重点发展方向。**新能源汽车电池箱体位于车底，电池托架需要满足散热快、防护力强、质量轻等要求。铝制电池托架(下箱体)有铝板冲压、铝型材拼焊和铝压铸等制造工艺。铝型材焊接电池托盘是目前主流的设计方案，挤压性能好，强度高，且具备成本优势。

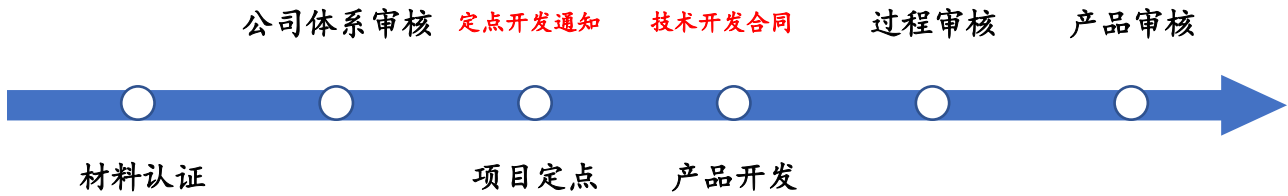
**电池托架一体化压铸技术尚不成熟，铝型材拼焊具备低成本和灵活定制优势。**文灿股份、力劲科技等上市公司在积极探索电池托盘一体化压铸工艺。不过铝合金铸造托盘尚未成为主流。目前一体化压铸的压铸机投资成本较高，同时，一体化压铸需要针对特定车型进行定制化设计，在新能源汽车新车型快速推出的背景下，其设计和成本优势并不明显。

**工业用铝覆盖行业范围不断扩大。**一般工业用铝型材主要应用于集装箱、绿色铝模板、散热器、自动化设备结构件、光伏支架、篷房等领域。除汽车制造业之外，公司也在积极拓展传统工业用铝型材的应用场景。公司工业用铝型材产品涵盖从传统的铝模板、车厢板、空调外壳、电机外壳等，逐步向 5G 通讯、光伏支架、新能源充电桩建设等“新基建”领域，加工产品从铝型材扩大至硬质合金零部件等。2021 年工业用铝型材营业收入 21.84 亿元，占比为 39%，同比增速达 75%。2021 年销量为 11.6 万吨，毛利率为 7.07%。

### 2.2.2 厂商认证：程序严格周期长，已取得较多定点项目

**下游汽车厂商的材料认证程序复杂、认证周期长，形成较高客户资源壁垒。**从地域上看，汽车零部件制造企业通常围绕整车厂商建立，形成大规模的产业集群。豪美立足以广州为核心的珠三角产业集群，为车企提供汽车轻量化铝型材。从资质上看，公司若要成为汽车厂商的材料供应商，需要通过“材料认证、公司体系审核、项目定点、产品开发、过程审核、产品审核”等一系列流程，经过客户认证后进入其供应商体系。从时间维度来看，认证的周期非常长。体系认证方面，公司取得 IATF16949 体系认证用了近 1 年的时间。材料认证方面，不同品牌车企要求及所需时间不同，公司通过部分知名车企材料认证所需时间超过 2 年。但一旦材料认证通过，项目定点后整车企业很少去更换供应商，行业内其他企业难以通过价格优势争夺订单。尽管在造车新势力的冲击下，认证周期或有变短趋势。但认证体系的高标准，将为公司高品质汽车轻量化型材构建宽护城河。

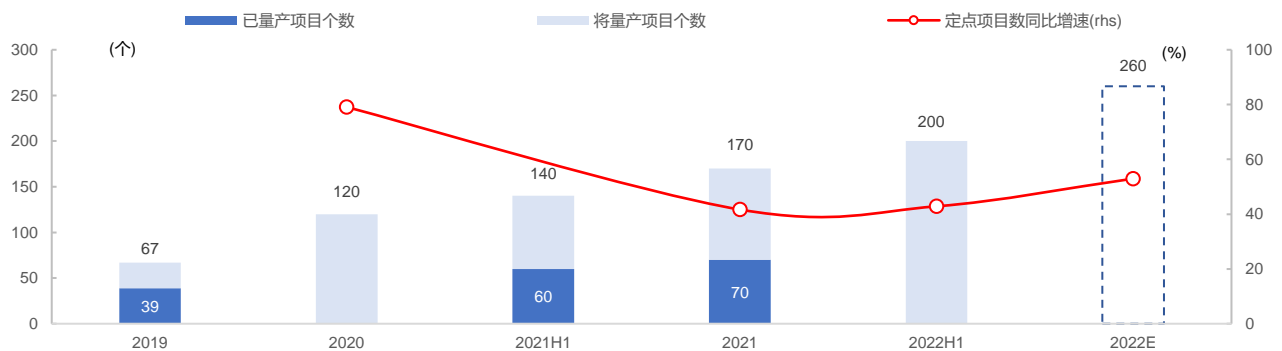
**豪美新材作为二级供应商 (Tier2)，产品容易涵盖较多车型。**豪美新材汽车轻量化业务客户主要为一级供应商 (Tier1)，如凌云股份、和胜股份等。进入供应体系后，公司采用“以销定产”的经营模式。作为二级供应商，公司产品容易涵盖较多车型，降低单款车型的影响，享受新能源汽车高速发展红利。车企通常认证一级供应商，由一级供应商认证二级供应商。部分车企对供应商进行穿透认证，也即整车企业直接认证二级供应商。因此二级供应商也保持较高门槛。

**图表 23: 材料认证过程较长**


资料来源: 豪美新材招股书(2020年), 信达证券研发中心

汽车轻量化领域定点项目快速增加, 将逐步进入量产阶段。公司向 30 多家汽车零部件一级供应商提供铝合金材料和部件, 已成为华南地区具有一定规模的汽车轻量化铝基新材料企业。2021 年底公司已取得 170 余个汽车材料定点项目, 较 2020 年末增加 50 余个, 同比增长 42%。定点项目中, 已量产项目 70 余个。

2022 年定点项目数有望继续加速增长。2022 年上半年, 豪美新增导入 32 个定点项目, 累计已取得 200 余个定点项目, 相比 2021H1 增长 43%。至 2022 年末, 公司预计新增 90 款汽车车型的材料商定点认证, 获得的定点认证数量有望从 2021 年的 170 款, 同比增长 53% 到 260 款。公司将跟随量产汽车的生产销售计划, 批量供应汽车用轻量化铝型材, 带来营收和利润的提升。

**图表 24: 获得的汽车车型材料商定点认证项目数快速增加**


资料来源: 豪美新材招股书、历年中报和年报, 信达证券研发中心。数据说明: 2020 年末披露定点项目数, 图中为应用车型数量

## 2.3 未来前景: 汽车轻量化前景广阔

### 2.3.1 应用范围: 铝合金在汽车轻量化领域获得广泛应用

目前铝合金材料是运用广泛的汽车轻量化材料。“双碳”目标指引下, 汽车轻量化顺应节能环保趋势。轻量化的方向主要集中在材料、工艺、结构的轻量化上, 其中轻型材料替代钢铁是汽车轻量化的重要手段。

铝合金在汽车轻量化应用范围广泛。铝合金的密度低、质量轻、可加工性强, 能够根据特定需求加工成不同的形状尺寸, 叠加其拥有价格优势, 是目前实现整车轻量化的重要材料。主要运用于前后防撞梁、电池托盘、机器盖、翼子板、前后悬挂的摆臂、副车架等。

**图表 25: 汽车轻量化的主要途径**

分类	内容	目标
材料轻量化	铝合金	铝合金与钢铁相比, 具有质量轻、耐腐蚀性好、易于加工等特点, 是应用较早且技术日趋成熟的轻量化材料
	高强度钢	高强度钢已大量应用于汽车车身、底盘、悬架和转向零件上
	镁合金	镁是目前工业应用材料中最轻的一种金属, 镁合金具有很高的比强度和比刚度, 而且镁资源非常丰富, 被认为是当今最有发展前景的汽车轻量化材料之一
	增强塑料	从1977年到2001年, 单车塑料用量由76kg提高到115kg, 增幅达50%, 2013年则已经超过了150kg。占汽车总质量的12%-20%
	复合材料	单一塑料已无法满足汽车工业中高应力件、高温件等部件的使用要求, 复合材料(如玻纤增强热塑性复合材料、长纤维增强热塑性复合材料、碳纤增强复合材料)在汽车零部件上的应用显示出越来越强大的生命力
工艺轻量化	液压成型	管件液压成型的技术原理是将管坯置于模具中, 对管腔内施加液压并对管坯施加轴向载荷, 使其在模具型腔内发生塑性变形, 直到管壁与模具内表面贴合, 从而得到所需形状的零件
	激光焊接	从20世纪60年代发展起来的以高能量密度的激光为热源的精密焊接技术。采用激光焊接技术, 车身冲压件的搭接边宽度减少, 降低了钢板使用量, 减轻了车身质量
	激光拼焊	板材的激光拼焊, 将不同厚度、不同材质、不同强度、不同冲压性能和不同表面处理状况的板坯拼焊在一起, 用来压制大型覆盖件。采用这种拼焊板坯既可使冲压件强度合理又可减轻质量
结构轻量化	拓扑优化	以事先指定的设计空间的材料分布为优化对象, 通过优化算法自动给出最佳传力路径, 从而节省最多的材料。拓扑优化方法被认为是最具有潜力的结构优化方法
	尺寸优化	结构尺寸优化是应用最早, 也是应用最成熟的一种汽车轻量化技术。以汽车零部件的尺寸如冲压件的壁厚、梁截面尺寸、减重孔的尺寸等参数为设计变量, 以满足不同工况下的刚度、强度、振动、吸能等为约束条件, 以结构质量最小为目标函数构建优化模型
	形状优化	改变结构的整体或者局部外形, 使得结构受力更加均匀, 从而更加充分地利用材料
	多学科优化	需要同时考虑多个学科性能, 如刚度、强度、舒适性、碰撞安全性、疲劳等。理论上讲, 为了获得全局最优解, 在进行轻量化优化设计时需要同时考虑所有学科的影响

数据来源: 范子杰等《汽车轻量化技术的研究与进展》(2014年), 信达证券研发中心

### 2.3.2 产能扩张: 汽车零部件产能持续扩张, 与新能源赛道共同成长

**2022-2023年, 下游需求支撑电池托盘订单需求。**公司下游主要的一级供应商客户在未来数年均有扩产新能源汽车零部件的计划。例如凌云股份2022年计划在江苏盐城新设子公司, 主营汽车零部件业务。和胜股份2021年末公告将在安徽当涂投资建设新工厂, 推进新能源汽车高端部件项目。下游客户积极扩产, 公司有望收获更多汽车用铝型材订单。

**2021年精美特材厂铝型材加工产能达到15万吨/年。**精美特材主要生产制造工业铝型材和汽车轻量化铝型材, 包括新能源汽车生产电池托盘等。设备进行升级改造后, 两者的产能可以互换。截至2022年6月, 精美特材总产能约15万吨。精美特材厂在7月末有序复工, 产能有望逐步恢复。

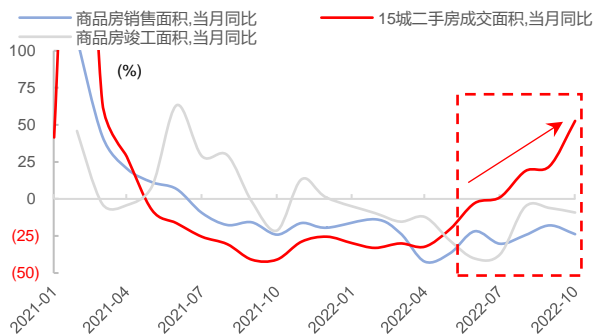
### 3 系统门窗：B 端打造标杆项目，平台模式绕过增长瓶颈

#### 3.1 地产修复期内短期需求有望企稳，节能环保趋势更新置换持续

**新房销售持续修复，二手房交易率先回暖。**2022 年，受疫情冲击和房企信用风险等事件影响，4 月后新房销售面积同比跌幅超 40%，7 月停贷风波后新房成交热度再度转弱。不过二手房交易热度已率先回暖，7 月开始，15 城二手房单月成交面积连续 4 个月保持正增。9 月末地产政策密集出台，新房销售面积同比跌幅收窄。2022 年第四季度，新房销售和二手房成交有望延续改善趋势。

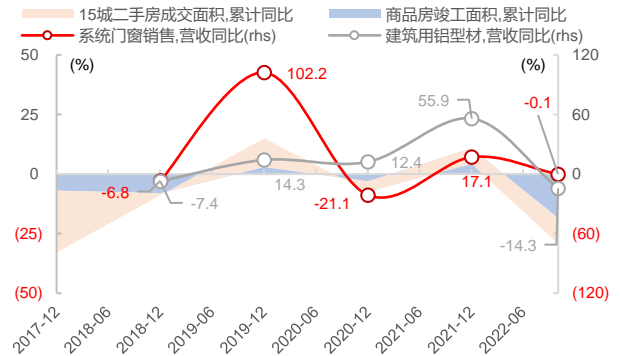
**公司建筑类业务营收与地产周期关联度高，修复期内营收和利润有望持续改善。**从历史数据来看，商品房竣工和二手住宅成交面积同比增速，与公司建筑用铝型材、系统门窗销售收入关系密切。在保交楼政策推动下，10 月商品住宅累计竣工面积跌幅收窄至 9.2%。债券增信、地产融资 16 条新政逐步落地，预计到 2022 年底，地产竣工跌幅将进一步收窄。在行业修复期内，豪美建筑类业务营收有望持续改善。

图表 26: 2022 年二手房率先回暖，新房销售持续修复



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图表 27: 豪美建筑、系统门窗营收与地产关联度较高



资料来源: Wind, 信达证券研发中心。数据说明: 系统门窗销售/建筑用铝型材营收截至 2022H1, 商品房竣工面积累计同比/15 城二手房成交面积截至 2022/10

**新建绿色建筑占比已至高位，存量建筑更新置换需求迫切。**住建部不断提升绿色建筑占比要求，2017 年发布的《建筑节能与绿色建筑发展“十三五”规划》中提出，到 2020 年城镇新建建筑中绿色建筑面积比重超过 50%，绿色建材应用比重超过 40%。2022 年 3 月发布的“十四五”发展规划中提到，城镇新建绿色建筑占比已提高至 77%，圆满完成“十三五”发展规划目标，同时提出了加强对既有建筑的节能绿色改造的未来方向。在“重点任务”部分，规划将“高性能门窗推广工程”列为新建建筑节能标准提升重点工程之一。未来对存量建筑的门窗更新置换需求仍然紧迫。



**图表 28: 住建部持续提升对绿色节能建筑的政策目标**

时间	发布机构	主要内容	文件名称
2017年3月	住房和城乡建设部	<ul style="list-style-type: none"> <li>工作基础: 城镇新建建筑执行节能强制性标准比例基本达到100%, 累计增加节能建筑面积70亿平方米, 节能建筑占城镇民用建筑面积比重<b>超过40%</b>。北京、天津、河北、山东、新疆等地开始在城镇新建居住建筑中实施节能75%强制性标准</li> <li>主要目标: 2020年, 城镇新建建筑能效水平比2015年提升20%, 部分地区及建筑门窗等关键部位建筑节能标准达到或接近国际现阶段先进水平。城镇新建建筑中绿色建筑面积比重<b>超过50%</b>, 绿色建材应用比重<b>超过40%</b></li> </ul>	《建筑节能与绿色建筑发展“十三五”规划》
2018年3月	住房和城乡建设部	引导有条件地区和城市新建建筑全面执行绿色建筑标准, 扩大绿色建筑强制推广范围, 力争到今年底, 城镇绿色建筑占新建建筑比例 <b>达到40%</b>	《住房和城乡建设部建筑节能与科技司2018年工作要点》
2019年3月	住房和城乡建设部	新版绿色建筑评价标准将绿色建筑定义为在建筑的全寿命周期内, <b>节约资源</b> 、保护环境、减少污染, 为人们提供健康、适用、高效的使用空间, 最大限度地实现人与自然和谐共生的高质量建筑	《绿色建筑评价标准》
2020年7月	住建部、发改委等7部门	到2022年, 当年城镇新建建筑中绿色建筑面积占比 <b>达到70%</b> , 星级绿色建筑持续增加, 既有建筑能效水平不断提高, 住宅健康性能不断完善, 装配化建造方式占比稳步提升, 绿色建材应用进一步扩大	《绿色建筑创建行动方案》
2022年3月	住房和城乡建设部	<ul style="list-style-type: none"> <li>发展基础: 截至2020年底, 全国城镇新建绿色建筑占当年新建建筑面积比例<b>达到77%</b>, 节能建筑占城镇民用建筑面积比例<b>超过63%</b>。国务院确定的各项工作任务和“十三五”建筑节能与绿色建筑发展规划目标圆满完成</li> <li>重点任务: 开展<b>高性能门窗推广工程</b>。根据我国门窗技术现状、技术发展方向, 提出不同气候地区门窗节能性能提升目标, 推动高性能门窗应用。<b>提高既有居住建筑节能水平</b>。引导居民在更换门窗、空调、壁挂炉等部品及设备时, 采购高效产品</li> </ul>	《“十四五”建筑节能与绿色建筑发展规划》

数据来源: 住房和城乡建设部网站, 中国政府网, 信达证券研发中心

## 3.2 广阔前景: 系统门窗标准严格, 市场容量较大

### 3.2.1 专业要求: 系统门窗标准严格, 对制造商提出较高要求

系统门窗是建筑铝型材的下游应用领域之一, 是系统化设计、制造和安装的建筑门窗, 具有较严格的设计制造标准。根据国家标准化委员会 2020 年发布的《系统门窗通用技术条件》(GB/T 39529-2020), 系统门窗是采用系统化技术设计制造、满足功能和性能要求、可直接选用的定型门窗产品, 系统门窗综合考虑了水密、气密、隔热、隔音、抗风压等一系列性能要求, 可妥善应对极端天气。在铝合金系统门窗产品中, 广泛采用隔热断桥铝型材作为主要材料, 通过铝型材复杂腔体结合多道密封胶条, 实现优异的隔热性能。

贝克洛系统门窗产品包括系统门和系统窗两大类。门系列产品以推拉门为主, 也有平开和折叠门产品。窗系列产品以平开窗(外开、内开窗)为主, 也有推拉窗产品。产品种类丰富, 满足客户的不同需求。

**图表 29: 系统门窗部分通用技术条件**

分类	细分	要求
一般规定	研发评价流程	应按照系统技术要求研发, 包括目标设定、方案设计、性能模拟优化、加工工艺设计、性能测试优化、安装工艺设计和系统文件总结
	制造	产品制造应按相应产品标准执行, 提供配置、材料替换规则、物理性能相似性覆盖范围
	性能	产品性能应满足目标工程技术要求; 门窗对应洞口尺寸应符合建筑门窗洞口尺寸系列(GB/T5824)规定, 并应优先选用建筑门窗洞口尺寸协调要求(GB/T30591)规定的常用标准规格门窗洞口尺寸
	确认	应通过声明或第三方评价方式确认, 并将相应证书放入随行文件
	制造商	应具备系统门窗制造能力, 应按照技术供应商提供的技术文件制造产品, 并根据相应的检验计划和检验程序对材料、构建加工、部件加工、整窗装配以及门窗产品进行检测, 出具检测报告
	供应商	应对制造商进行培训、指导和监督
	使用	应依据使用要求和产品性能选用
设定目标	抗风压性能	确定依据: 建筑结构荷载规范(GB50009)、塑料门窗工程技术规范(JGJ103)、铝合金门窗工程技术规范(JGJ214)
	水密性能	
	气密性能	公共建筑节能设计标准(GB50189)、近零能耗建筑技术标准(GB/T51350)、严寒和寒冷地区居住建筑节能设计标准(JGJ26)、夏热冬暖地区居住建筑节能设计标准(JGJ75)、夏热冬冷地区居住建筑节能设计标准(JGJ134)、温和地区居住建筑节能设计标准(JGJ475)
	保温性能	
	隔热性能	
	空气声隔声性能	民用建筑隔声设计规范(GB50118)
	采光性能	建筑采光设计标准(GB50033)

数据来源: 国家标准化管理委员会《系统门窗通用技术条件》(2020年), 信达证券研发中心

**图表 30: 贝克洛窗系列产品**


资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

**图表 31: 贝克洛门系列产品**

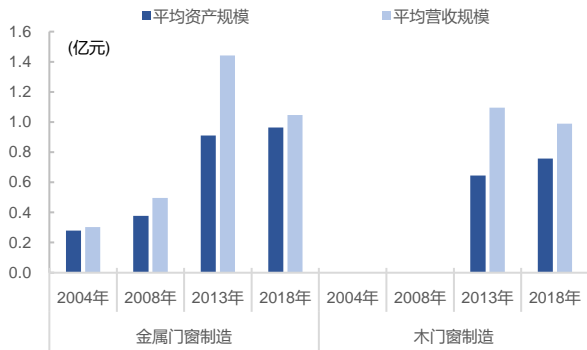

资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

### 3.2.2 广阔空间: 系统门窗渗透率处在低位, 国内置换需求较大

中国专业门窗市场潜在空间较大, 门窗企业规模偏小。一方面, 从市场容量来看, 根据公司 2021 年报援引行业数据, 中国系统门窗渗透率仅 2%-5%, 与欧洲系统门窗 70% 渗透率相比, 具有较大差距, 中国门窗市场的潜在上升空间较大。另一方面, 当前门窗企业规模偏小。统计局经济普查数据显示, 2018 年我国规模以上金属门窗制造行业平均资产规模 9600 万, 平均营收 1.05 亿, 处在统计局定义的“中型企业”范围内, 木制门窗行业资产和营收均值更低, 表明我国金属和木制门窗制造企业可能都以中小企业为主。

门窗行业集中度低，竞争格局尚未确定。目前门窗领域的上市公司依然较少。2010年嘉寓股份登陆创业板，2022年皇派家居和森鹰窗业均提交了上市申请，其中森鹰窗业已于2022年登陆创业板。门窗企业嘉寓股份、森鹰窗业2018年市场份额分别为0.6%、0.1%，行业整体集中度明显偏低。近年来，众多家居品牌相继拓展门窗品类，好莱客于2018年底携手雷拓门窗进军门窗领域，欧派家居于2019年发展欧铂尼装甲门、金属门窗产业，索菲亚也于2022年正式发布索菲亚门窗品类，家居品牌纷纷入局，行业格局仍未确定。

图表 32: 国内门窗行业资产和营收规模均值较低



资料来源: 国家统计局《经济普查年鉴》(2004、2008、2013、2018年), 信达证券研发中心

图表 33: 国内家居企业积极布局门窗行业



资料来源: 信达证券研发中心整理

### 3.3 竞争优势: C 端下沉与平台模式, 引领业务高速扩张

#### 3.3.1 C 端下沉: 地标案例助力贝克洛 C 端品牌认知形成

豪美新材建筑用铝型材参与著名地标建筑, 助力贝克洛形成高端品牌认知。豪美新材较早布局建筑用铝型材, 曾参与多个著名地标的建筑材料生产制造。截至 2020 年, 中国已建成的知名高楼中, 4 座采用了豪美新材的建筑用铝型材, 分别为广州塔 (2010 年竣工)、深圳平安金融中心 (2017 年)、广州东塔 (2016 年)、上海环球金融中心 (2008 年)。地标建筑本身建造难度大, 对材料要求高。参与地标建筑建设竖立的形象, 将助力贝克洛在消费端形成高端的品牌认知。

图表 34: 全国高楼地标建筑豪美新材参与情况



	上海中心大厦	广州塔	深圳平安金融中心	广州东塔	天津周大福金融中心	北京中国尊中信大厦	台北101大厦	上海环球金融中心	香港环球贸易广场
高度	632米	600米	600米	530米	530米	528米	508米	492米	490米
建成时间		2010	2017	2016				2008	2010
豪美新材		√	√	√				√	

数据来源: 豪美新材《2022年半年度报告》, 各高楼地标网站, 平安不动产, KPF, 新世界中国, 中信和业, 信达证券研发中心整理

早在 2009 年即布局系统门窗，12 年深耕助力公司进入 B 端市场前列。2009 年，豪美凭借优质建筑用铝型材与多家地产商展开深度合作的同时，协同推出系统门窗。依靠良好的品牌认知与产品质量，豪美的系统门窗逐渐在 B 端打开市场。短短 12 年时间，贝克洛系统门窗已经跻身 B 端市场前列。根据中房网评选的“中国房地产 500 强首选系统门窗类供应商”中，贝克洛连续多年排名前 5。2022 年排名仅落后于老牌门窗企业德国旭格与日本 YKKAP，国内兴发系统和伟业门窗。

贝克洛品牌在工程端高速发展。贝克洛采用的豪美铝型材不仅应用于高楼和地标性建筑，贝克洛产品还在国内多个标志性商业住宅项目中应用。

图表 35: 中国房地产 500 强首选系统门窗供应商中，贝克洛排名保持在前 5

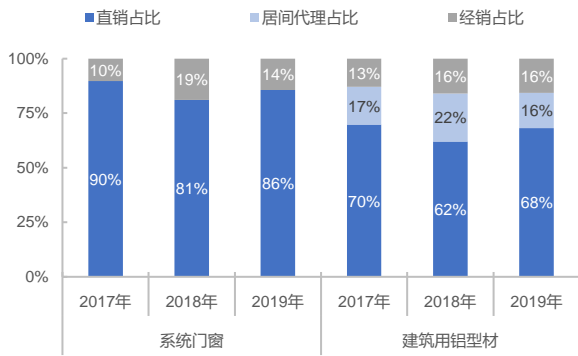
	2019		2020		2021		2022	
	品牌	首选率	品牌	首选率	品牌	首选率	品牌	首选率
1	旭格	17%	旭格	17%	旭格	16%	旭格	17%
2	YKKAP	15%	YKKAP	15%	YKKAP	15%	YKKAP	16%
3	贝克洛	11%	贝克洛	12%	贝克洛	12%	兴发系统	10%
4	兴发	8%	兴发	9%	易欧思	9%	伟业	9%
5	伟业	7%	伟业	8%	兴发系统	9%	贝克洛	9%
6	威克纳	6%	威克纳	7%	伟业	8%	阿鲁克	9%
7	阿鲁克	5%	阿鲁克	6%	奋安	8%	奋安	6%
8	艾尔	3%	伟昌	4%	威克纳	5%	威克纳	4%
9	法米恩	2%	艾尔	4%	阿鲁克	4%	易欧思	3%
10	易欧思	2%	易欧思	2%	伟昌	4%	法米恩	2%

数据来源：中房网“中国房地产 500 强测评”首选供应商（2019-2022 年），信达证券研发中心

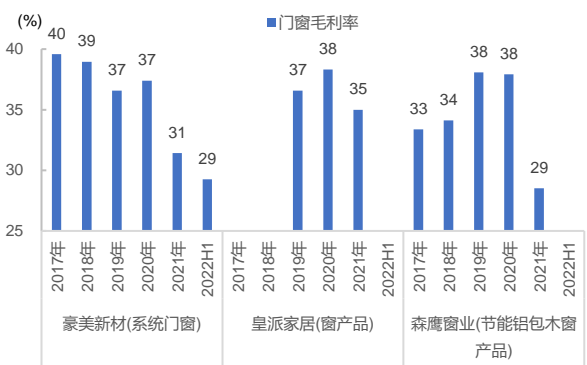
系统门窗 C 端业务销售收入占比稳步提升，对冲工程端需求下行风险。通过两类销售模式满足不同客户需求。贝克洛的销售模式包括系统材料销售和成品窗销售两类，以满足国内工程客户、零售客户及国外工程客户的差异化需求。公司招股书中披露了直销、经销和居间代理三类销售方式的销售额数据，其中工程端客户（B 端）对应直销、消费端客户（C 端）对应经销方式。2017-2019 年，系统门窗经销销售金额占比从 10% 上升至 14%，建筑用铝型材经销金额占比从 13% 上升至 16%，消费端占比稳步提升。在地产业调整周期中，新建商品房住宅增速下滑，但存量房门窗置换需求保持稳定，C 端业务占比提升也有助于对冲地产下行风险。

定制模式保证高附加值，母公司生产降低采购成本，系统门窗业务毛利率维持高位。一方面，贝克洛通过“针对地区和项目需求”的定制模式，保证系统门窗产品具备高附加值。国内门窗市场需求零散、品质参差不齐，贝克洛定制模式具备相对较高的溢价能力。另一方面，贝克洛发挥铝加工全产业链覆盖优势，根据客户订单状况，进行模块化采购。目前主要向母公司豪美新材采购所需铝型材。发挥销售和采购两方面优势，公司将系统门窗毛利率保持在较高水平。系统门窗销售额从 2020 年的 2.58 亿元，增长 17.06% 至 2021 年的 3.02 亿元。2021 年系统门窗销售毛利率 31.43%，长期维持在 30% 以上的高位。在产能逐步扩张的基础上，系统门窗业务有望实现营收和利润的同步增长。



**图表 36: 系统门窗与建筑用铝型材 C 端营收 (经销) 占比逐步提升**


资料来源: 豪美新材招股书 (2020 年), 信达证券研发中心。数据说明: 根据招股书, 居间代理主要针对海外客户

**图表 37: 系统门窗毛利率常年维持在较高水平**


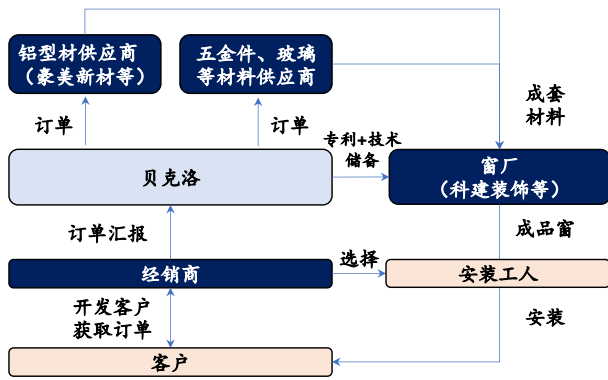
资料来源: Wind, 豪美新材、皇派家居、森鹰窗业年报, 信达证券研发中心

**“线上+线下”业务模式, C 端市场切入成功, 有助于贝克洛门店快速扩张。**线上方面: 2020 年 9 月和 11 月, 贝克洛分别正式上线贝克洛京东和天猫旗舰店; 线下方面: 贝克洛 2019 年全国经销商数量已达 88 家, 覆盖全国多地。单店盈利能力较强, 线下门店具有较大的利润空间, 商户拥有较强的加盟意愿, 预计未来门店数量将继续增长。凭借豪美新材的铝型材质量保证和贝克洛在地产端的品牌加持, 贝克洛销售网点数量的增长, 有望继续提升系统门窗的销售量。

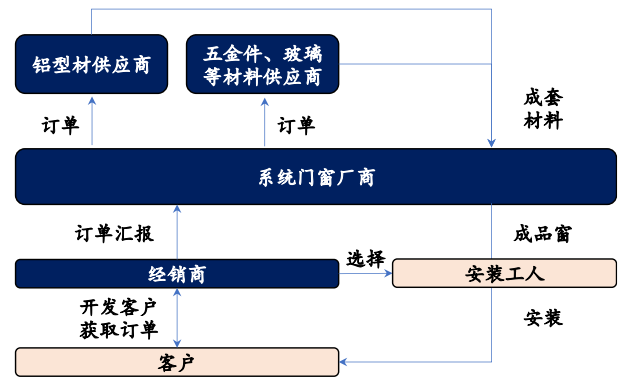
### 3.3.2 平台模式: 介于重资产与轻资产之间, 绕过业务扩张瓶颈

贝克洛采用类似的平台型商业模式, 介于重资产和轻资产模式之间, 减少业务扩张瓶颈。传统门窗企业经营模式中, 交由专业窗厂组装系统门窗后再交付, 将有效提升门窗的性能。但成品窗的运输费用高昂, 窗厂通常只能服务于一定运输半径内的客户。贝克洛采用平台型商业模式, 输出专利技术、提供标准化产品并进行专业培训。一方面, 挑选优质铝型材供应商作为外协加工厂商, 减少公司受自有产能限制的影响。另一方面, 与全国各地窗厂、合格材料供应商合作, 就近发货、就近组装, 降低了运输成本, 减少运输半径的影响。平台模式介于重资产与轻资产之间, 既保证了成品窗产品质量, 又能有效减少业务扩张瓶颈。



**图表 38: 贝克洛消费端轻资产商业模式**


资料来源: 豪美新材招股书 (2020 年), 信达证券研发中心

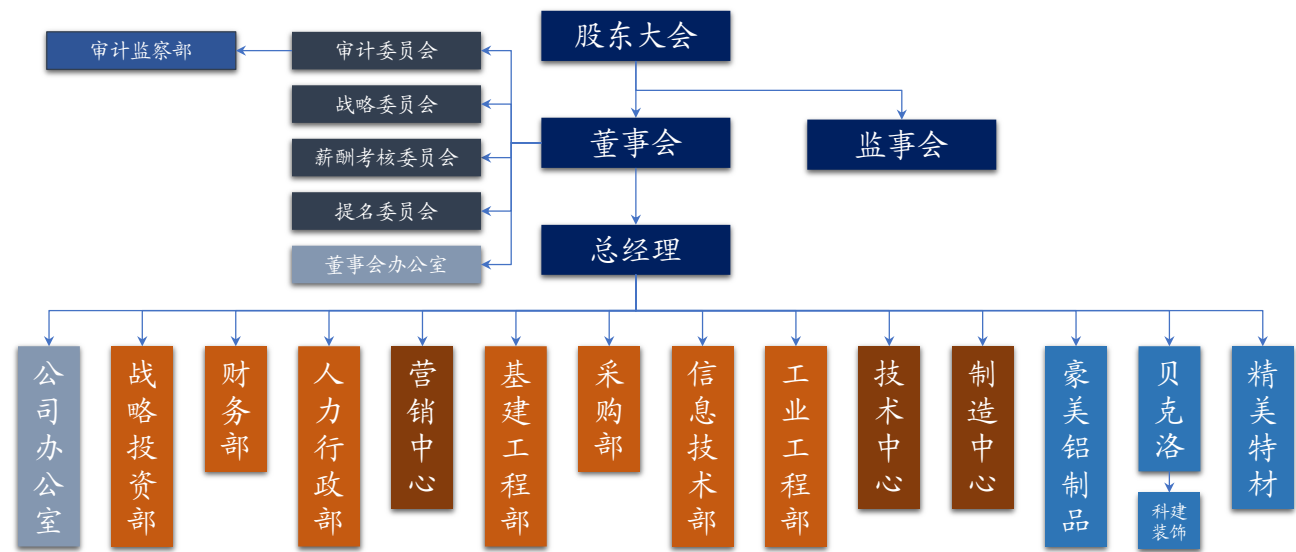
**图表 39: 系统门窗厂商消费端重资产模式**


资料来源: 豪美新材招股书 (2020 年), 信达证券研发中心

**可转债融资加强窗厂本地化生产能力。**2023 年, 公司可转债募投的“高端节能系统门窗幕墙生产基地建设项目”有望于清远市清城区科建装饰新厂区建设完毕落地投产。新工厂落地预计将继续提高公司系统门窗产能。贝克洛轻资产平台大规模运营前, C 端门店数量大幅扩张可能导致科建装饰厂组装产能紧张。新厂区落地投产将有效弥补产能空缺, 并为公司带来利润提升。

**区域营销运营中心助力全国市场份额提升。**2021 年可转债募集说明书披露, 贝克洛将通过在上海、郑州和成都设置营销运营中心, 加强公司在华东、华中和西南地区的市场推广。项目的逐步落地将通过现场感官体验打动客户, 进一步提高客转率, 形成稳定订单流, 加深贝克洛与外地窗厂的合作关系。



**图表 41: 豪美新材内部组织结构 (截至 2020/4)**


数据来源: 豪美新材招股书 (2020 年), 信达证券研发中心

### 4.3 管理层专注铝挤压行业多年

公司管理层稳定, 多年专注于铝合金型材领域, 实现产业链往高附加值延伸。董事长董卫峰先生已专注铝型材 18 年, 期间曾担任中国有色金属工业协会铝业分会理事、中国有色金属加工工业协会副理事长等社会职务, 在实践中挖掘铝型材前沿发展需求。

**图表 42: 豪美新材主要高管和职务 (截至 2022/9)**

主要高管	职务	简介
董卫峰	董事长、总经理	<ul style="list-style-type: none"> <li>2004年8月至2012年9月任豪美有限公司董事长、总经理, 2012年9月公司改制至今, 继续担任公司董事长、总经理</li> <li>曾被评为广东省创新杰出企业家、中国创新型杰出企业家。曾担任《轻合金加工技术》编辑委员会副主任编委</li> </ul>
李雪琴	副董事长	1999年至今任南金贸易负责人, 2004年8月至2012年9月任豪美有限副董事长, 2012年9月改制至今继续担任公司副董事长
郭慧	董事	2008年至今历任公司客户支持部主管、国内营销部总监助理、贝克洛公司总经理助理、总经理办公室主任、精美特材营销部总监、副总经理等职。2017年12月至今任公司职工代表监事
曹娜	董事	2008年加入公司, 历任国际营销客户支持经理、国际营销总监助理、国际营销副部长、综合管理部总监、型材事业部副总经理等职。硕士研究生学历
董颖瑶	董事	2015年加入公司, 先后担任总经理助理、科建筑装饰外销经理、副总经理等职务, 2017年8月至今任公司董事。硕士研究生学历
董卓轩	董事	2021年10月加入公司, 先后担任总经理助理、品牌管理经理等职务, 2022年7月至今任贝克洛副总经理
郑德理	独立董事	2019年2月至今任公司独立董事。经济学博士, 高级经济师
卫建国	独立董事	2019年2月至今任公司独立董事。硕士研究生学历
黄继武	独立董事	2019年7月至今任公司独立董事。材料物理学博士、教授
罗文谦	董事会秘书	2022年4月加入公司, 担任董事长助理。曾任嘉峪投资投资总监

数据来源: 豪美新材招股书 (2020 年), 公司公告 (2022/9/9), 信达证券研发中心

## 盈利预测

汽车轻量化铝型材产能扩张，叠加系统门窗 C 端门店布局，为豪美新材打开新的发展空间。公司精美特材厂区的产能持续扩张，满足近年来高涨的汽车轻量化铝型材需求。同时在豪美新材铝型材的质量认证和贝克洛 B 端的品牌加持下，系统门窗 C 端业务初步成型，销售网点加速扩展，厂区建设与产能快速增加。全产业链布局和产能快速扩张，公司多元化发展战略逐步落地，有望支持公司各项业务长期增长。

### 我们对公司 2022-2024 年盈利预测做如下假设：

汽车轻量化铝型材方面，在新能源汽车下乡和税收优惠政策支持下，2022 年上半年新能源汽车产销量创历史新高。税收优惠政策进一步延长到 2023 年，新能源车销量有望在未来 2 年保持中高速增长，汽车轻量化铝型材需求或将保持在高位。考虑到 2022H1 汽车轻量化业务营收同比已达到 155.73%，而精美工厂产能已在 2022 年 7 月底有序恢复。我们预计 2022 年-2024 年本项业务收入增速分别为 100%/80%/50%。

工业用铝型材方面，业务营收与制造业景气度密切相关。受疫情影响，2022 年制造业 PMI 均值为 49.5，相比 2021 年有所下降。预计 2022 年-2024 年本项业务收入增速分别为 20%/30%/20%。

系统门窗销售方面，2022 年上半年房地产行业继续深度调整，2022 年 1-8 月商品住宅竣工面积累计同比下跌 20.8%，超过 2018 年下跌幅度。从历史数据来看，2017 年至今，公司系统门窗营收增速与当年商品住宅竣工面积增速保持一定相关性。考虑到今年地产修复节奏偏慢，保交楼政策见效尚需时日，明年上半年住宅竣工增速有望改善。类比 2019 和 2021 年，竣工或二手房成交面积较高年份，系统门窗营收增速均值约 50%，我们预计 2022 年-2024 年本项业务收入增速分别为 10%/50%/30%。

建筑用铝型材方面，建筑用铝营收同比增速与地产投资增速有一定相关性。预计 2022 年-2024 年本项业务收入增速分别为 5%/30%/15%。

假设其他业务营收增速保持在 2021 年水平不变。加总来看，我们预计 2022 年公司营业收入将同比增长 18.89%，达到 66.57 亿元。

**图表 43: 公司各项业务预测**

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>汽车轻量化铝型材</b>								
收入(亿元)	0.52	0.96	1.44	1.68	4.45	8.89	16.00	24.01
YoY		86.3%	49.3%	17.1%	164.0%	100.0%	80.0%	50.0%
成本(亿元)	0.39	0.76	1.15	1.39	3.71	7.56	13.60	20.41
毛利率	23.7%	21.5%	20.2%	17.6%	16.5%	15.0%	15.0%	15.0%
毛利(亿元)	0.12	0.21	0.29	0.30	0.73	1.33	2.40	3.60
<b>系统门窗销售</b>								
收入(亿元)	1.73	1.62	3.27	2.58	3.02	3.32	4.98	6.48
YoY		-6.8%	102.2%	-21.1%	17.1%	10.0%	50.0%	30.0%
成本(亿元)	1.05	0.99	2.07	1.61	2.07	2.32	3.49	4.53
毛利率	39.6%	39.0%	36.6%	37.4%	31.4%	30.0%	30.0%	30.0%
毛利(亿元)	0.69	0.63	1.20	0.96	0.95	1.00	1.49	1.94
<b>工业用铝型材</b>								
收入(亿元)	6.03	10.99	9.96	12.46	21.84	26.20	34.06	40.88
YoY		82.3%	-9.3%	25.1%	75.2%	20.0%	30.0%	20.0%
成本(亿元)	5.32	9.83	9.01	11.45	20.29	24.37	31.68	38.02
毛利率	11.8%	10.5%	9.5%	8.1%	7.1%	7.0%	7.0%	7.0%
毛利(亿元)	0.71	1.16	0.95	1.01	1.54	1.83	2.38	2.86
<b>建筑用铝型材</b>								
收入(亿元)	12.95	11.99	13.71	15.40	24.01	25.21	32.78	37.69
YoY		-7.4%	14.3%	12.4%	55.9%	5.0%	30.0%	15.0%
成本(亿元)	10.58	9.77	11.36	12.94	20.85	21.93	28.52	32.79
毛利率	18.3%	18.5%	17.1%	16.0%	13.2%	13.0%	13.0%	13.0%
毛利(亿元)	2.37	2.22	2.35	2.46	3.16	3.28	4.26	4.90
<b>综合收入与成本</b>								
综合收入(亿元)	23.63	26.82	29.68	34.37	56.00	66.57	91.62	113.22
YoY		13.5%	10.6%	15.8%	62.9%	18.9%	37.6%	23.6%
综合成本(亿元)	19.40	22.43	24.71	29.27	49.26	58.70	80.54	99.32
毛利率	17.9%	16.4%	16.7%	14.8%	12.0%	11.8%	12.1%	12.3%
综合毛利(亿元)	4.23	4.39	4.97	5.10	6.73	7.87	11.09	13.90

数据来源: Wind, 信达证券研发中心

按照分部估值法,选择各个主营业务的可比公司。汽车用铝方面,我们选择和胜股份、凌云股份作为可比公司,截至2022年11月24日,2022E平均PE为21.85。系统门窗业务方面,我们选取欧派家居作为可比上市公司,2022E的PE为22.04倍。工业类业务方面,选取亚太科技、鑫铂股份作为可比公司,2022E平均PE为24.09倍。建筑类业务方面,选取志特新材作为建筑用铝板块的可比上市公司,2022E的PE为26.03倍。

维持豪美新材“买入”评级。根据财务模型,我们预测公司2022-2024E归母净利润分别为0.89/2.79/3.88亿元,EPS分别为每股0.38/1.20/1.67元,对应11月24日收盘价的PE分别为38.51/12.24/8.79倍。而根据各类业务可比公司估值,按业务占比加权后,2023E对应PE为16.65x。未来公司估值有一定提升空间,维持“买入”评级。



**图表 44: 可比公司市盈率 (PE) 估值情况**

主要业务	可比公司	2020	2021	2022E	2023E	2024E
汽车用铝	和胜股份	82.36	30.12	20.34	12.64	9.00
	凌云股份	71.02	26.07	23.36	17.15	13.84
	均值	<b>76.69</b>	<b>28.10</b>	<b>21.85</b>	<b>14.90</b>	<b>11.42</b>
系统门窗	欧派家居	29.91	23.15	22.04	18.73	15.90
	均值	<b>29.91</b>	<b>23.15</b>	<b>22.04</b>	<b>18.73</b>	<b>15.90</b>
工业用铝	亚太科技	19.00	14.82	13.56	10.76	8.80
	鑫铂股份	86.86	65.30	34.62	19.73	14.71
	均值	<b>52.93</b>	<b>40.06</b>	<b>24.09</b>	<b>15.25</b>	<b>11.75</b>
建筑用铝	志特新材		33.99	26.03	19.27	14.60
	均值		<b>33.99</b>	<b>26.03</b>	<b>19.27</b>	<b>14.60</b>
<b>预测豪美新材PE</b>				<b>24.23</b>	<b>16.65</b>	<b>12.82</b>

数据来源: Wind, 信达证券研发中心。数据说明: (1) 2022-24E 市盈率为 Wind 一致预测, 数据截至 2022/11/24; (2) 根据 2022H1 豪美新材各项业务营收占比, 对四项业务估值取加权平均, 得到预测的公司整体市盈率

## 风险因素

---

**市场风险：**铝锭等原材料价格上行、房地产竣工/二手房销售增速、新能源汽车销售增速下行幅度超预期、应收账款占比过高及坏账风险。

**融资风险：**股权质押比例较高风险。

**政策风险：**政府补助退坡速度超预期。

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>流动资产</b>	2,467	3,226	4,070	4,233	4,683	
货币资金	789	420	795	468	617	
应收票据	155	468	271	390	239	
应收账款	864	1,324	1,634	1,929	1,845	
预付账款	16	130	294	242	99	
存货	462	637	765	801	1,406	
其他	180	246	311	404	476	
<b>非流动资产</b>	1,546	1,807	1,928	2,309	2,395	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产(合计)	1,017	1,463	1,550	1,898	1,948	
无形资产	262	260	298	335	372	
其他	267	84	80	77	75	
<b>资产总计</b>	4,014	5,033	5,998	6,543	7,077	
<b>流动负债</b>	1,703	2,624	2,775	3,041	3,188	
短期借款	1,206	1,706	1,706	1,706	1,706	
应付票据	0	284	10	259	17	
应付账款	316	244	618	565	893	
其他	181	390	442	511	571	
<b>非流动负债</b>	189	182	959	959	959	
长期借款	44	34	34	34	34	
其他	146	148	925	925	925	
<b>负债合计</b>	1,892	2,806	3,734	4,000	4,146	
少数股东权益	0	-1	-1	-1	-1	
归属母公司股东	2,121	2,228	2,265	2,544	2,932	
<b>负债和股东权益</b>	4,014	5,033	5,998	6,543	7,077	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	3,437.14	5,599.51	6,657.00	9,162.48	11,322.18	
同比(%)	15.8%	62.9%	18.9%	37.6%	23.6%	
归母净利润	115.93	139.15	88.55	278.71	387.87	
同比(%)	-30.7%	20.0%	-36.4%	214.7%	39.2%	
毛利率(%)	14.0%	12.0%	11.8%	12.1%	12.3%	
ROE%	5.5%	6.2%	3.9%	11.0%	13.2%	
EPS(摊薄)(元)	0.50	0.60	0.38	1.20	1.67	
P/E	29.42	24.51	38.51	12.24	8.79	
P/B	1.61	1.53	1.51	1.34	1.16	
EV/EBITDA	16.51	20.46	11.95	8.99	7.31	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>营业总收入</b>	3,437	5,600	6,657	9,162	11,322	
营业成本	2,957	4,926	5,870	8,054	9,932	
营业税金及附加	13	16	20	27	33	
销售费用	99	121	144	198	245	
管理费用	88	106	127	174	215	
研发费用	121	192	229	315	389	
财务费用	57	71	131	127	131	
减值损失合计	0	0	0	0	0	
投资净收益	4	2	0	0	0	
其他	11	-30	23	32	40	
<b>营业利润</b>	117	138	160	300	417	
营业外收支	8	-1	-65	0	0	
<b>利润总额</b>	125	137	95	300	417	
所得税	9	-1	7	21	29	
<b>净利润</b>	116	138	89	279	388	
少数股东损益	0	-1	0	0	0	
<b>归母净利润</b>	116	139	89	279	388	
EBITDA	239	304	421	595	712	
EPS(当年)(元)	0.56	0.60	0.38	1.20	1.67	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>经营活动现金流</b>	20	-333	99	359	535	
净利润	116	138	89	279	388	
折旧摊销	69	97	129	169	164	
财务费用	50	70	136	136	136	
投资损失	-4	-2	0	0	0	
营运资金变动	-225	-673	-319	-224	-153	
其它	15	37	65	0	0	
<b>投资活动现金流</b>	-437	-396	-315	-550	-250	
资本支出	-443	-400	-315	-550	-250	
长期投资	0	0	0	0	0	
其他	6	4	0	0	0	
<b>筹资活动现金流</b>	839	298	590	-136	-136	
吸收投资	609	0	0	0	0	
借款	1,724	1,809	0	0	0	
支付利息或股息	-50	-100	-187	-136	-136	
<b>现金净增加额</b>	415	-432	374	-327	150	

## 研究团队简介

**江宇辉**，信达证券房地产行业首席分析师，中南财经政法大学管理学学士，上海财经大学金融硕士，从事地产行业研究六年，先后供职于中信建投证券、中梁地产集团。曾获 2015 年第十三届新财富房地产最佳分析师第二名，2016 年第十四届新财富房地产最佳分析师第五名，2017 年第十五届新财富房地产最佳分析师第三名。

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

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	sun tong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。