

鑫铂股份(003038)

报告日期: 2023年01月04日

鑫铂股份: 可持续能源铝材的领跑者

——鑫铂股份深度报告

投资要点

- 国内铝边框头部企业，布局光伏/新能源汽车板块。已成功进入新能源光伏行业第一梯队企业晶科能源、隆基股份、晶澳科技的供应商体系，在新能源光伏行业客户中具有较高的认可度。22年公司切入新能源汽车轻量化领域，拟投资10万吨新能源汽车铝型材产能，主要产品是电池托盘，前后保险杠，门槛梁。
- 产品种类丰富，应用领域广。主要产品包括三大类，分别为工业铝型材、工业铝部件及建筑铝型材。工业铝型材主要指的是应用于工业装备生产领域，通常用于加工成某种工业装备的零部件所需的铝合金材料，在功能上及结构上满足特定的要求。工业铝部件是工业铝型材精加工产品，可供下游终端客户直接使用，进而满足下游客户对工业铝部件的特殊精度和规格要求。建筑铝型材主要指的是应用房地产、建筑行业的铝合金材料。
- 营收及业绩增长迅速，股权高度集中。近年来，光伏领域的广阔机会与转型高端工业铝加工的成功使得公司的业绩保持高速增长。22年第三季度实现营业收入30.8亿元，同比增长77%，归属于上市公司股东的净利润为1.30亿元，同比增长60%。2017-2021年，公司营业收入由5.83亿元增长至25.97亿元，CAGR达45.26%；归母净利润由0.3亿元提升至1.21亿元，CAGR为41.58%。
- 加工费模式下毛利净利较低，随着盈利模式向原材料端延伸及再生铝的材料升级，盈利水平有望进一步提高。18-20年，毛利率较为稳定，维持在16%左右，21年由于原材料铝棒的价格上涨，加工费模式下毛利率下跌至13.12%。
- 产能持续扩张，渗透率有望进一步提高。产能持续扩张，光伏和新能源汽车同时发力：1) 光伏方面，公司已规划2023年产能27万吨（包括原有产能17万吨）；2) 汽车零部件铝合金方面，2023年6月规划产能5万吨，2025年规划产能10万吨；3) 2025年拟实现原材料替换，60万吨再生铝投产，这部分产能主要是光伏方面，随着产能释放顺利，光伏铝板块渗透率有望达到25%。
- 盈利预测与估值
盈利预测及评级。我们预计公司2022-2024年公司归母净利润分别为2.09/3.97/6.06亿元，EPS分别为1.41/2.69/4.11元/股。
基于公司在光伏铝边框的行业地位结合新能源汽车铝部件成长性及可比公司估值，我们给予公司2023年25倍合理PE估值，对应公司合理价值为67元/股，首次覆盖给予公司“买入”评级。
- 风险提示
需求不及预期、扩产进度不及预期、铝价快速上涨。

投资评级: 买入(首次)

分析师: 施毅
执业证书号: S1230522100002
shiyi@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥44.74
总市值(百万元)	6,604.61
总股本(百万股)	147.62

股票走势图



相关报告

财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2,597	4,593	8,032	10,826
(+/-)(%)	101.72%	76.90%	74.86%	34.79%
归母净利润	121	209	397	606
(+/-)(%)	33.01%	72.48%	90.17%	52.72%
每股收益(元)	0.82	1.41	2.69	4.11
P/E	53.77	31.18	16.39	10.73

资料来源: 浙商证券研究所

投资案件

● 盈利预测、估值与目标价、评级

- 1) 我们预计公司 2022-2024 年公司归母净利润分别为 2.09/3.97/6.06 亿元，EPS 分别为 1.41/2.69/4.11 元/股。
- 2) 基于公司在光伏铝边框的行业地位结合新能源汽车铝部件成长性及可比公司估值，我们给予公司 2023 年 25 倍合理 PE 估值，对应公司合理价值为 67 元/股，首次覆盖给予公司“买入”评级。

● 关键假设

(1) 根据公司募投项目以及预测的进度情况，对 2022-2024 年各个业务板块的产能进行预测：a) 预计 2022-2024 年工业铝型材产能为 13.25/17.75/24.75 万吨；a) 预计 2022-2024 年建筑铝型材产能为 3.30/3.30/3.30 万吨；a) 预计 2022-2024 年工业铝部件产能为 3.68/12.18/12.18 万吨；

(2) 公司产品销售采用“公开市场铝锭价格+加工费”的定价模式”，根据公司披露数据及当前市场情况，2022 年光伏铝型材和铝部件产品加工费均值约为 5500 元/吨，铝锭均值约为 20000 元/吨；2022 年新能源汽车铝型材产品加工费均值约为 25000 元/吨，叠加 20000 元/吨铝锭价格，销售价格大约在 40000 元/吨。

(3) 2022 年工业铝部件产品结构未发生根本性变化，预计毛利率保持 14.44%，工业铝型材和建筑铝型材单吨毛利 2500 元，预计毛利率为 11.08%；2023 年新增汽车零部件轻量化铝合金产能，预计单吨毛利 6000 元/吨，预计 2023 年工业铝型材、建筑铝型材、工业铝部件的毛利率为 12.50%/11.08%/11.08%；预计 2024 年工业铝型材、建筑铝型材、工业铝部件的毛利率为 11.76%/11.72%/12.59%；

结合关键假设，我们预计 2022-2024 年公司营业收入合计达到 45.93/80.32/108.26 亿元，同比增长 76.90%/74.86%/34.79%，综合毛利率分别达到 11.76%/11.91%/13.13%。

● 风险提示

- 1) 需求不及预期。公司目前成长主要依靠光伏和新能源汽车需求成长带动铝边框销量的大幅增长，如果需求不及预期，对于公司盈利有较大影响。
- 2) 扩产进度不及预期。我们对于公司的盈利预测基于公司扩产项目顺利进行，如果扩产不顺利，公司销量增速可能不及预期。
- 3) 铝价快速上涨。如果受供需关系及国际市场环境影响，铝价在短时间内快速上涨，有可能对公司盈利产生一定的不利影响。

正文目录

1 鑫铂股份: 聚焦可持续能源铝材, 产能迅速扩张	5
1.1 国内铝边框头部企业, 布局光伏/新能源汽车板块	5
1.2 营收及业绩增长迅速, 股权高度集中	6
1.3 产能持续扩张, 渗透率有望进一步提高	8
2 可持续能源双线发力, 市场放量推进优势明显	9
2.1 光伏空间和发展潜力	10
2.2 新能源汽车市场空间和发展潜力	12
3 盈利预测与投资建议	12
3.1 盈利预测	12
3.2 投资建议	14
4 风险提示	14

图表目录

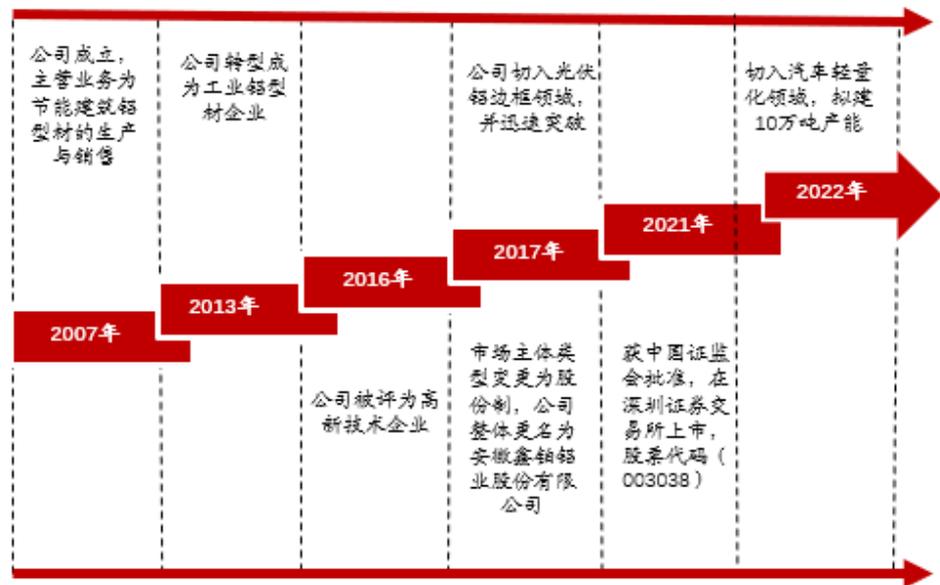
图 1: 公司发展历史.....	5
图 2: 公司主要产品及应用领域.....	6
图 3: 公司 2017-2022Q3 营业收入(亿元).....	6
图 4: 公司 2017-2022Q3 归母净利润(亿元).....	6
图 5: 公司 2017-2022Q3 整体毛利率(%)、净利率(%).....	7
图 6: 公司 2017-2022Q3 归母净利润(亿元)、归母净利率(%).....	7
图 7: 公司 2017-2022Q3 三费占比(%).....	7
图 8: 公司 2017-2022Q3 分项费用率(%).....	7
图 9: 公司 2017-2021 分产品收入(亿元).....	8
图 10: 公司 2017-2021 分产品毛利率.....	8
图 11: 公司股权结构图.....	8
图 12: 铝及铝制品行业加工产业链.....	10
图 13: 光伏组件结构.....	11
表 1: 产能规划整合.....	9
表 2: 单 GW 铝边框需求测算.....	11
表 3: 新能源车铝材需求测算.....	12
表 4: 分业务拆分盈利预测.....	13
表 5: 可比公司估值(单位: 亿元、元/股、倍).....	14
表附录: 三大报表预测值.....	15

1 鑫铂股份: 聚焦可持续能源铝材, 产能迅速扩张

1.1 国内铝边框头部企业, 布局光伏/新能源汽车板块

公司业务5-6年一次转型, 2017年转型光伏板块, 2022年转型汽车轻量化板块, 与行业发展共振。公司前身是安徽银盾斯金铝业, 于2013年成立, 主营业务为建筑铝型材及高端装备工业型材业务。2017年银盾斯金整体变更设立为鑫铂股份, 成立时承继了银盾斯金的全部资产、业务和生产经营体系, 并专注于工业铝型材、工业铝部件和建筑铝型材的研发、生产与销售, 建立了从原材料研发、模具设计与制造、生产加工、表面处理至精加工工艺的完整的工业生产体系, 具备全流程生产制造能力。随着光伏产业的崛起, 公司迅速切入光伏铝边框的布局, 是当前光伏铝边框行业唯一上市公司, 已成功进入新能源光伏行业第一梯队企业晶科能源、隆基股份、晶澳科技的供应商体系, 在新能源光伏行业客户中具有较高的认可度。2021年, 公司在深圳证券交易所挂牌上市。2022年公司切入新能源汽车轻量化领域, 拟投资10万吨新能源汽车铝型材产能, 主要产品是电池托盘, 前后保险杠, 门槛梁。

图1: 公司发展历史

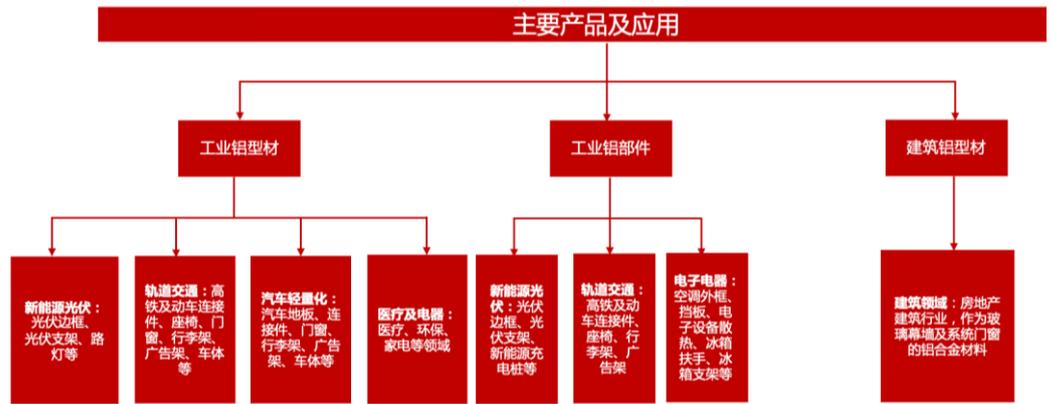


资料来源: 公司公告, 华经产业研究院, 浙商证券研究所

公司产品种类丰富, 应用领域广。公司的主要产品包括三大类, 分别为工业铝型材、工业铝部件及建筑铝型材。工业铝型材主要指的是应用于工业装备生产领域, 通常用于加工成某种工业装备的零部件所需的铝合金材料, 在功能上及结构上满足特定的要求。工业铝部件是工业铝型材精加工产品, 可供下游终端客户直接使用, 进而满足下游客户对工业铝部件的特殊精度和规格要求。建筑铝型材主要指的是应用房地产、建筑行业的铝合金材料。

公司产品性能好, 下游应用领域广泛。目前公司生产的铝型材及铝部件具备高强度、质量轻、易加工、耐腐蚀等优良物理及化学性能, 已成为新能源光伏产业链中的重要供应商, 同时公司的产品应用领域有轨道交通、汽车轻量化、医疗环保、电子家电、系统门窗、节能建筑等。

图2: 公司主要产品及应用领域

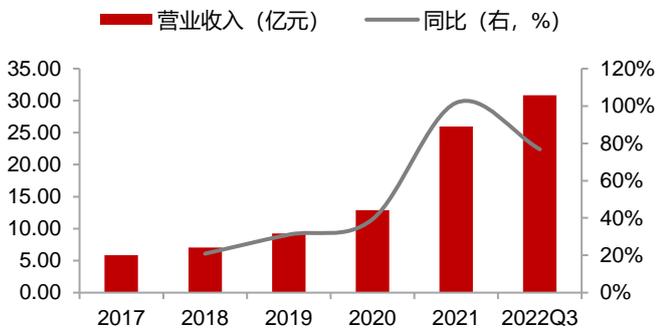


资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

1.2 营收及业绩增长迅速, 股权高度集中

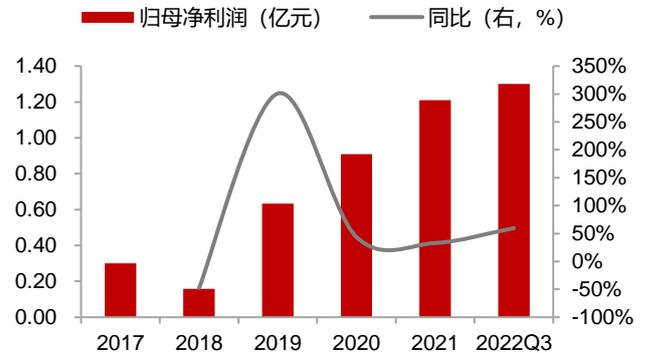
收入利润保持高速增长。近年来, 光伏领域的广阔机会与转型高端工业铝加工的成功使得公司的业绩保持高速增长。2022 年第三季度实现营业收入 30.8 亿元, 同比增长 77%, 归属于上市公司股东的净利润为 1.30 亿元, 同比增长 60%。2017-2021 年, 公司营业收入由 5.83 亿元增长至 25.97 亿元, CAGR 达 45.26%; 归母净利润由 0.3 亿元提升至 1.21 亿元, CAGR 为 41.58%。

图3: 公司 2017-2022Q3 营业收入(亿元)



资料来源: iFind, 浙商证券研究所

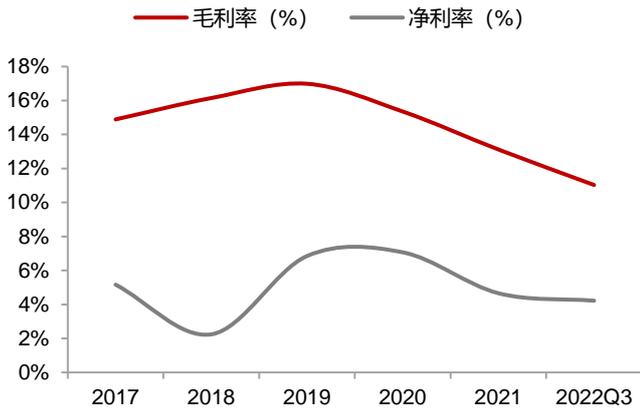
图4: 公司 2017-2022Q3 归母净利润(亿元)



资料来源: iFind, 浙商证券研究所

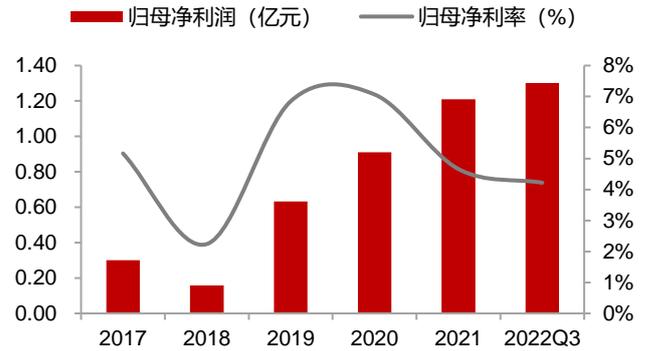
加工费模式下毛利净利较低, 随着盈利模式向原材料端延伸及再生铝的材料升级, 盈利水平有望进一步提高。2018-2020 年, 毛利率较为稳定, 维持在 16%左右, 2021 年由于原材料铝棒的价格上涨, 加工费模式下毛利率下跌至 13.12%。2018 年至 2020 年, 公司净利率稳中有升, 分别为 2.24%、6.85%、7.07%。从 2021 年和 2022 年 Q3 的净利率来看, 公司净利率稳定在 5%左右。

图5: 公司 2017-2022Q3 整体毛利率 (%)、净利率 (%)



资料来源: iFind, 浙商证券研究所

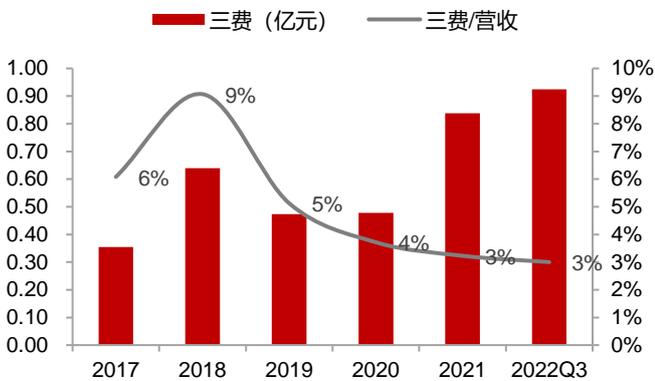
图6: 公司 2017-2022Q3 归母净利润(亿元)、归母净利率 (%)



资料来源: iFind, 浙商证券研究所

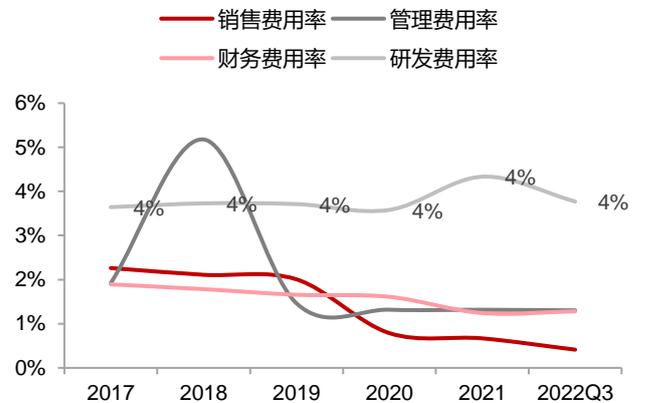
费用率稳中有降, 研发费用占比增加。公司的费用占营收比重从 2018 年的 9.07% 下降至 2021 年的 3.23%, 同比下降 5.84pct, 公司产能提升的规模效应凸显。近年来公司整体期间费用率均维持低位, 销售费用率不足 1%, 管理费用率和财务费用率维持在 1.3% 左右, 并呈逐年下降趋势, 2018 年由于公司实施员工股权激励而需要支出股份支付导致费用率较高。2021 年, 期间费用合计 1.96 亿元, 其中, 研发费用作为主要费用, 近年来占比逐步增大, 持续的研发能力是保持公司核心竞争力的关键要素之一。

图7: 公司 2017-2022Q3 三费占比 (%)



资料来源: iFind, 浙商证券研究所

图8: 公司 2017-2022Q3 分项费用率 (%)



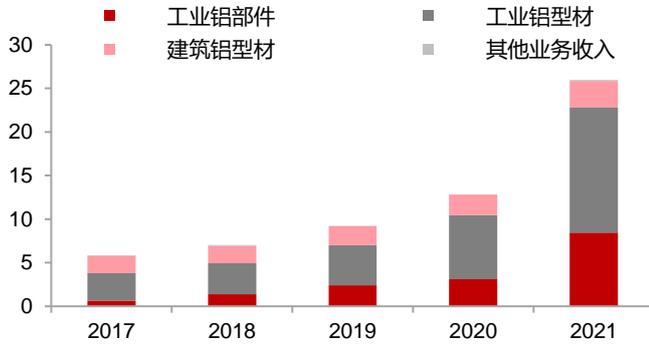
资料来源: iFind, 浙商证券研究所

从收入结构看, 从建筑铝型材为主逐渐变为工业铝型材&铝部件为主, 工业铝部件占比在不断提升。结构化特征明显, 产品价值量较高。新能源光伏行业、轨道交通行业、汽车行业稳步发展, 铝合金在上述领域中的应用深入推进, 带动了公司工业铝型材及铝部件销售收入的逐年增长。

2021 年度新能源光伏铝边框销售规模占主营业务收入的比重约为 69%, 目前光伏行业的发展趋势比较明确的, 2022 年度光伏领域的占比还会得到持续提升, 公司预计占比将达到 75% 左右。公司除了光伏业务以外, 目前轨道交通份额占到 5%, 汽车轻量化铝型材在 4% 左右, 还在做储备工作, 包括产能的改造和技术研发; 建筑型材领域占到约 12% 左右, 建筑型材领域产品毛利高于铝型材, 未来将继续围绕节能环保的建筑铝型材, 也会布局走光电

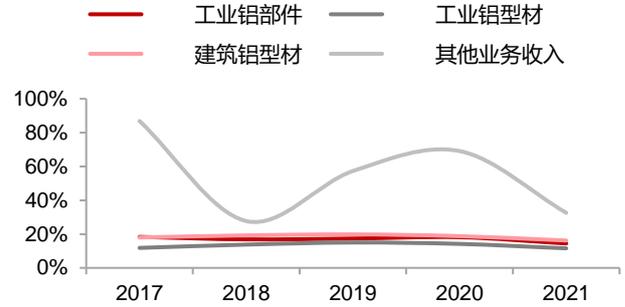
一体化方向。同时，凭借可靠的产品品质和产能的扩充获得了下游客户的认可，成功导入多家龙头客户，产品收入呈现快速增长趋势。

图9：公司 2017-2021 分产品收入(亿元)



资料来源：iFind，浙商证券研究所

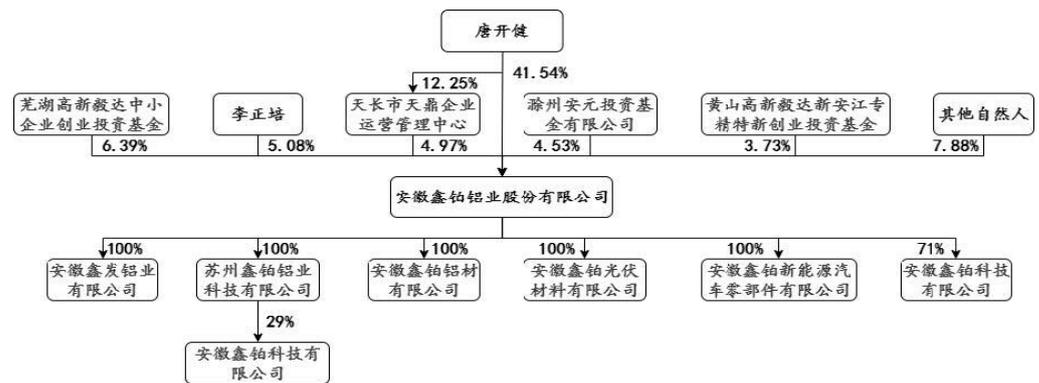
图10：公司 2017-2021 分产品毛利率



资料来源：iFind，浙商证券研究所

股权结构合理清晰，利益绑定凝聚力强。唐开健先生是公司创始人、实控人，直接持有公司 41.54%股份，通过天长市天鼎企业运营管理中心间接持有公司 0.61%股份。唐开健先生 1978 年 4 月出生，中国国籍，长江商学院 EMBA 在读，现任公司董事长。唐开健先生曾获得安徽省“特支计划”第四批创业领军人才、滁州市“全市优秀退役军人”、天长市“2018 年度优秀企业家”、滁州市“2019 年度优秀民营企业企业家”等奖项。股份公司设立前，发起人唐开健、李正培、李杰、陈未荣、张培华均为银盾斯金董事、监事及高级管理人员，控股人员稳定。

图11：公司股权结构图



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

1.3 产能持续扩张，渗透率有望进一步提高

产能持续扩张，光伏和新能源汽车同时发力：1) 光伏方面，公司已规划 2023 年产能 27 万吨（包括原有产能 17 万吨）；2) 汽车零部件铝合金方面，2023 年 6 月规划产能 5 万吨，2025 年规划产能 10 万吨；3) 2025 年拟实现原材料替换，60 万吨再生铝投产，这部分产能主要是光伏方面，随着产能释放顺利，光伏铝板块渗透率有望达到 25%。

2021年1月，公司首次公开发行股票招股说明书，拟投资3.74亿元用于与主营业务相关的“年产7万吨新型轨道交通及光伏新能源铝型材”项目，目前该项目于2021年底已陆续投产。

2021年6月，公司公告称已与滁州高新管委会关于投资建设高端节能系统门窗铝型材项目达成一致，主要建设内容为年产2万吨高端建筑铝型材生产线及配套设施，该项目计划总投资额1.8亿元，此次投资资金来源为公司自有资金及自筹资金，以货币资金形式投入。

2021年12月，公司发布《2021年度非公开发行A股股票预案》，预计募集资金总额不超过7.8亿元，在扣除发行费用后的募集资金净额全部用于“年产10万吨光伏铝部件项目”和补充流动资金，据非公开发行股票发审委会议准备工作函的回复报告，其中光伏型材约占1.5万吨产能，光伏部件约占8.5万吨产能。随着2022年5月底非公开发行募集的资金到位，年产10万吨光伏铝部件项目建设进度加快，部分生产线已陆续开始试生产。

2022年5月31日，公司发布《轻量化铝合金汽车零部件成产制造项目投资协议书》，拟投资10亿元，在安徽滁州高新技术产业开发区投资建设轻量化铝合金汽车零部件生产项目，一年建成投产。该项目的进展情况具体如下：目前已经完成设计规划和发改委的备案，土地在招拍挂的过程中，计划分2期建设，一期项目产能约5万吨，预计量产时间2023年6月份左右。主要产品方向以电池托盘、前后保险杠、门槛梁等新能源汽车铝部件为主，主要服务于安徽区域的新能源汽车整车厂商。截止目前，公司已开始给整车厂商供应部分铝型材产品。新能源汽车铝部件产品已陆续开始送样。

2022年10月12日，公司发布《年产60万吨再生铝项目投资协议书》，拟生产60万吨再生铝，公司全资子公司安徽鑫铂环保科技有限公司计划投入年产60万吨再生铝的相关产能，该项目已经天长市发改委备案完成，目前正在环评审批中，项目规划产能约为60万吨，分三期投产，预计时间分别为2023年12月底、2024年12月底和2025年底。公司的目标是2025年实现铝边框市场占有率25%的目标，对应铝边框的用量约为60万吨，目前公司规划再生铝产能60万吨产能，足以实现原材料优化，2025年达成满产满销。

表1: 产能规划整合

项目类型	项目名称	项目投资金额(亿元)	产能类型	规划产能(万吨)	项目实施必要性
首次公开发行股票	年产7万吨新型轨道交通及光伏新能源铝型材	3.74	工业铝型材及铝部件	7	突破产能限制;优化产品结构;增强工业铝部件制造能力;提升高端铝型材产品质量性能
	研发中心升级建设	0.3	-	-	
	偿还银行贷款	0.2	-	-	
签署投资协议	高端节能系统门窗铝型材项目投资协议书	1.8	建筑铝型材	2	突破现有生产瓶颈,优化公司产品结构,扩大建筑铝型材业务优势,增强公司议价能力
非公开发行A股股票	年产10万吨光伏铝部件项目	6.9	光伏铝部件	10	支撑光伏铝边框深加工业务规模快速扩大,提高光伏铝边框部件销售占比,提高市场份额
	补充流动资金	2.3	-	-	
汽车零部件签订投资协议	轻量化铝合金汽车零部件生产制造项目	10	铝合金汽车零部件	10	转型汽车零部件
投资协议书	再生铝项目	20	再生铝项目	60	光伏板块

资料来源:公司公告,浙商证券

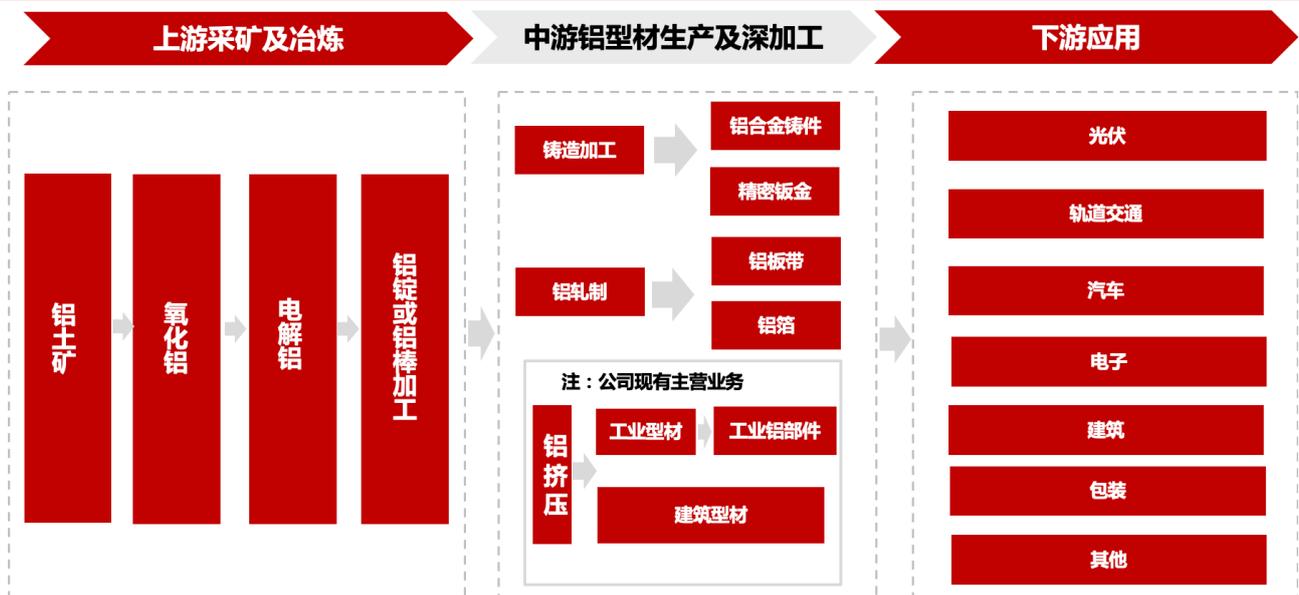
2 可持续能源双线发力,市场放量推进优势明显

2.1 光伏空间和发展潜力

铝加工产业链可分解为上游采矿及冶炼、中游铝型材生产及精加工、下游各行业应用三个环节。公司所处行业为铝压延加工业，所属于行业为挤压铝型材行业，处于产业链的中间位置。公司的上游行业为氧化铝、电解铝行业，下游应用领域主要为新能源光伏、轨道交通、汽车轻量化、医疗环保、电子家电、建筑等行业。

公司采购铝棒主要采用“以销定产、以产定采”的模式，产品销售采用“公开市场铝锭价格+加工费”的定价模式，公开市场铝锭价格通过长江有色金属网、上海有色金属网等公开交易市场的铝锭现货价格的均价确定，加工费则为主要盈利方式。铝锭生产周期较短且存在价格波动风险，公司可通过在期货市场的套期保值方式将价格上涨的风险转嫁给下游。

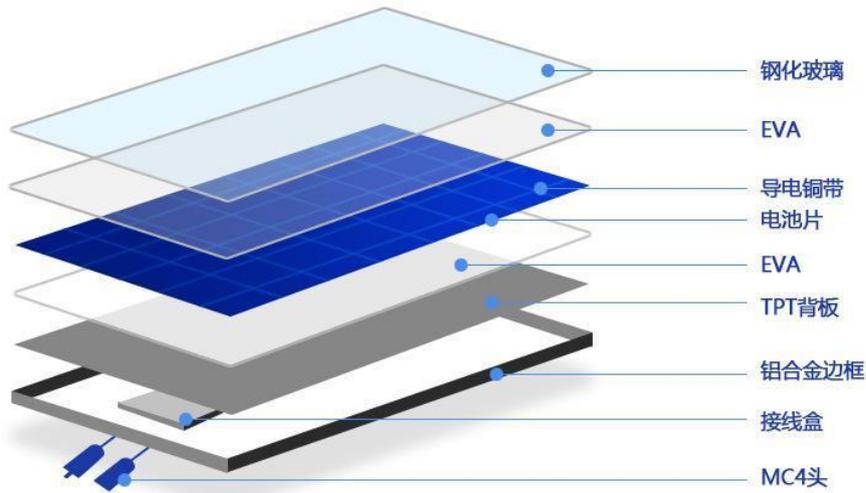
图12: 铝及铝制品行业加工产业链



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

光伏行业发展迅速发展, 铝边框是光伏主流代替难度大。太阳能光伏边框在太阳能组件中主要起到 1) 增强组件强度, 2) 便于运输和安装等作用。根据公司披露, 目前铝边框在光伏组件中渗透率 95%左右。由于相较于钢边框, 铝边框拥有重量轻、耐腐蚀性强、易加工的特点, 相较于橡胶边框, 铝边框拥有寿命长且更加环保的特点, 因此应用最为普遍。

图13: 光伏组件结构



资料来源: 鹏尧新能源, 浙商证券研究所

2021年铝边框单GW用量6500吨, 铝边框用量逐年下降, 结合行业发展规律, 目前铝边框单GW用量5500吨。大尺寸组件的边框单耗小于小尺寸组件。但随着大尺寸组件的普及, 以及目前的尺寸基本接近运输、搬运和安装的物理极限, 单GW铝边框用量未来不会有太大的降幅。

当前规模360亿左右, 市场空间跟随光伏成长。铝边框属于光伏不可或缺的辅材, 且在大尺寸组件成主流后, 单位耗量变化不大, 因此铝边框市场空间跟随光伏装机需求持续增长。我们预测光伏铝边框2022年市场规模在360亿左右, 到2025年增长至700亿左右。具体假设如下:

- (1) 新增装机: 光伏新增装机逐年增长, 预计2025年新增装机550GW。
- (2) 铝边框单吨价格: 铝价+加工费, 碳中和背景下是电解铝成本较高叠加海外供给扰动, 预计未来铝价保持在高位。
- (3) 加工费: 随着产能提升成本下降, 同时行业格局仍维持在较好状态, 预计未来加工费缓慢下降。

表2: 单GW铝边框需求测算

		2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
装机	GW	145	175	250	350	450	550
容配比		1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
组件需求	GW	159.5	192.5	275	385	495	605
铝边框占比	吨/GW	95%	95%	95%	95%	95%	95%
单GW铝边框需求	万吨	6500	6500	5500	5500	5000	5000
铝边框总需求	万吨	98	119	144	201	235	287
边框单吨价格	万元/吨	2.65	2.54	2.54	2.55	2.55	2.55
铝价		2.00	1.89	1.99	2.00	2.05	2.05
加工费		0.65	0.65	0.55	0.55	0.5	0.5
市场空间	亿元	260.5	302.0	365.0	513.0	599.6	732.8

资料来源: IEA, 《太阳能杂志社》, 2021年年报, 投资者平台, SMM, 浙商证券研究所

从公司目前光伏产能来看，2022年已有产能20万吨，其中建筑铝型材产能3万吨左右，随着2023年1月年产10万吨光伏铝部件产能全部投产释放，2023年光伏方面产能将达到27万吨，在全球光伏铝边框的市占率可以达到10%左右。

2.2 新能源汽车市场空间和发展潜力

新能源汽车销量预计持续增长，铝部件是良好轻量化材料。在双碳政策下，预计新能源汽车产量仍将保持较快速度增长，而铝是较为理想的轻量化材料。铝密度仅有钢的1/3左右，在具有较好强度的同时，具有耐腐蚀性、高导电性和易加工性，同时可以回收利用，因此铝是汽车轻量化改造的重要途径，目前在汽车的轮毂、称身、底盘、支架等部位已逐渐应用。根据我国《节能与新能源汽车发展技术路线图》，2020/2025/2030年三个关键节点，我国汽车单车铝用量达190/250/350kg，对应单车减重目标10%/20%/35%。据此估算2025年，我国新能源汽车铝部件市场空间600万吨，大约相当于2021年的5倍。

表3：新能源车铝材需求测算

	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
我国新能源汽车产量（万辆）	331	670	1027	1330	1828	2537
单车铝用量（kg）	190	190	205	220	235	250
新能源汽车铝部件需求（万吨）	62.89	127.3	210.535	292.6	429.58	634.25

资料来源：招股说明书，EVTank，浙商证券研究所

转型新能源汽车零部件，产能规划提上日程。公司规划新能源汽车产能10万吨，2023年6月预计第一期达产5万吨，2024年产能爆发，下半年满产，汽车零部件达产10万吨左右。公司主要产品铝托盘和前后保险杠和边梁，涉及工艺挤压工艺和后道精加工和焊接工艺，2021年公司已经完成对于挤压工艺的储备，未来汽车方面的业务会迅速发展。新能源汽车铝部件方面目前处于一片蓝海，公司有望凭借先进的技术储备进一步提高市占率。

3 盈利预测与投资建议

3.1 盈利预测

关键假设：

(1) 根据公司募投项目以及预测的进度情况，对2022-2024年各个业务板块的产能进行预测：a) 2023年6月规划光伏铝型材产能5万吨，预计2023年底3万吨产能达产，因此预计2022-2024年工业铝型材产能为13.25/17.75/24.75万吨；a) 预计2022-2024年建筑铝型材产能为3.30/3.30/3.30万吨；a) 预计2022-2024年工业铝部件产能为3.68/12.18/12.18万吨；

(2) 公司产品销售采用“公开市场铝锭价格+加工费”的定价模式，根据公司披露数据及当前市场情况，2022年光伏铝型材和铝部件产品加工费均值约为5500元/吨，铝锭均值约为20000元/吨；2022年新能源汽车铝型材产品加工费均值约为25000元/吨，叠加20000元/吨铝锭价格，销售价格大约在45000元/吨。

(3) 2022年工业铝部件产品结构未发生根本性变化，预计毛利率保持14.44%，工业铝型材和建筑铝型材单吨毛利2500元，预计毛利率为11.08%；2023年新增汽车零部件轻

量化铝合金产能，预计单吨毛利 6000 元/吨，预计 2023 年工业铝型材、建筑铝型材、工业铝部件的毛利率为 12.50%/11.08%/11.08%；预计 2024 年工业铝型材、建筑铝型材、工业铝部件的毛利率为 11.76%/11.72%/12.59%；

结合关键假设，我们预计 2022-2024 年公司营业收入合计达到 45.93/80.32/108.26 亿元，同比增长 76.90%/74.86%/34.79%，综合毛利率分别达到 11.76%/11.91%/13.13%。

表4：分业务拆分盈利预测

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
收入(百万元)							
工业铝型材	355.46	458.32	735.74	1,440.02	2,990.10	4,523.28	7,310.89
建筑铝型材	200.34	217.63	233.31	298.91	744.10	744.10	744.10
工业铝部件	137.70	242.97	311.77	846.74	846.74	2,747.50	2,747.50
其他业务	11.46	5.09	6.41	10.87	12.31	16.78	23.43
合计	704.95	924.01	1,287.23	2,596.55	4,593.26	8031.66	10825.93
成本(百万元)							
工业铝型材	306.51	389.56	631.42	1,273.54	2,658.84	3,974.53	6,342.14
建筑铝型材	161.82	174.48	189.48	250.52	661.67	661.67	661.67
工业铝部件	114.50	200.81	255.22	724.50	724.50	2,443.12	2,443.12
其他业务	8.29	2.18	1.98	7.33	8.30	11.31	15.80
合计	591.12	767.02	1,078.10	2,255.88	4,053.31	7,090.62	9,462.72
毛利(百万元)							
工业铝型材	48.95	68.77	104.32	166.49	331.26	548.76	968.76
建筑铝型材	38.52	43.14	43.83	48.39	82.43	82.43	82.43
工业铝部件	23.20	42.16	56.55	122.25	122.25	304.38	304.38
其他业务	3.17	2.92	4.43	3.54	4.01	5.47	7.64
合计	113.83	156.98	209.12	340.67	539.95	941.04	1,363.21
毛利率							
工业铝型材	13.77%	15.00%	14.18%	11.56%	11.08%	12.13%	13.25%
建筑铝型材	19.23%	19.82%	18.79%	16.19%	11.08%	11.08%	11.08%
工业铝部件	16.85%	17.35%	18.14%	14.44%	14.44%	11.08%	11.08%
其他业务	27.69%	57.28%	69.09%	32.58%	32.58%	32.58%	32.58%
合计	16.15%	16.99%	16.25%	13.12%	11.76%	11.72%	12.59%
营业收入-同比							
工业铝型材	12.61%	28.94%	60.53%	95.72%	107.64%	51.28%	61.63%
建筑铝型材	-0.12%	8.63%	7.20%	28.12%	148.94%	0.00%	0.00%
工业铝部件	111.23%	76.45%	28.32%	171.59%	0.00%	224.48%	0.00%
其他业务	541.04%	-55.58%	25.96%	69.49%	13.29%	36.25%	39.68%
合计	20.88%	31.07%	39.31%	101.72%	76.90%	74.86%	34.79%
营业成本-同比							
工业铝型材		27.09%	62.09%	99.53%	108.78%	49.48%	59.57%
建筑铝型材		7.82%	8.59%	30.74%	164.12%	0.00%	0.00%
工业铝部件		75.38%	27.10%	181.13%	0.00%	237.22%	0.00%
其他业务		-73.76%	-8.86%	269.63%	13.29%	36.25%	39.68%

资料来源：公司公告，iFind，浙商证券研究所

3.2 投资建议

公司是国内领先的可持续能源材料供应商，光伏新能源汽车双线布局打开成长空间。选择铭利达和文灿股份作为可比公司，铭利达专业从事精密结构件及模具的设计、研发、生产及销售，主要包括合金压铸模具、压铸产品、铝型材、五金制品，从生产工艺划分主要包括精密压铸结构件、精密注塑结构件和型材冲压结构件，与鑫铂股份传统业务相近。文灿股份主营业务是汽车铝合金精密压铸件的研发、生产和销售，主要产品为汽车用铝合金压铸件，伴随鑫铂股份新能源汽车募投项目投产，增长曲线将有所相关。我们预计公司2022-2024年公司归母净利润分别为2.09/3.97/6.06亿元，EPS分别为1.41/2.69/4.11元/股。

表5：可比公司估值（单位：亿元、元/股、倍）

证券代码	公司名称	2022年1月4日 股价（元）	EPS(元/股)（可比公司按Wind一致预期）				P/B			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021 A	2022 E	2023 E	2024 E
301268	铭利达	50.21	0.41	0.82	1.55	2.39	-	61	32	21
300724	文灿股份	57.57	0.37	1.40	2.36	3.36	158	41	24	17
可比公司 平均							158	51	28	19
003038	鑫铂股份	44.74						50	25	20

资料来源：wind，浙商证券研究所

基于公司在光伏铝边框的行业地位结合新能源汽车铝部件成长性及可比公司估值，我们给予公司2023年25倍合理PE估值，对应公司合理价值为67元/股，首次覆盖给予公司“买入”评级。

4 风险提示

需求不及预期。公司目前成长主要依靠光伏和新能源汽车需求成长带动铝边框销量的大幅增长，如果需求不及预期，对于公司盈利有较大影响。

扩产进度不及预期。我们对于公司的盈利预测基于公司扩产项目顺利进行，如果扩产不顺利，公司销量增速可能不及预期。

铝价快速上涨。如果受供需关系及国际市场环境影响，铝价在短时间内快速上涨，有可能对公司盈利产生一定的不利影响。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1,314	2,629	4,134	4,367
现金	320	1,237	1,854	2,273
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	719	1,028	1,627	1,406
其它应收款	7	10	24	21
预付账款	10	14	21	44
存货	191	311	578	593
其他	66	30	30	30
非流动资产	804	851	1,445	1,753
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	543	590	1,176	1,472
无形资产	46	61	76	91
在建工程	29	14	7	4
其他	186	186	186	186
资产总计	2,117	3,480	5,579	6,120
流动负债	1,097	1,499	1,812	1,732
短期借款	832	832	832	832
应付款项	203	536	781	730
预收账款	1	2	3	4
其他	60	129	195	166
非流动负债	65	79	93	108
长期借款	25	25	25	25
其他	40	54	69	83
负债合计	1,161	1,578	1,905	1,840
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	956	1,902	3,674	4,280
负债和股东权益	2,117	3,480	5,579	6,120

现金流量表

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	(385)	293	(36)	862
净利润	121	209	397	606
折旧摊销	55	41	102	108
财务费用	17	39	40	41
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	(598)	4	(575)	107
其它	21	0	0	0
投资活动现金流	(339)	(88)	(696)	(416)
资本支出	(339)	(88)	(696)	(416)
长期投资	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
筹资活动现金流	814	712	1,350	(27)
短期借款	644	0	0	0
长期借款	(3)	0	0	0
其他	174	712	1,350	(27)
现金净增加额	91	917	617	419

利润表

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2,597	4,593	8,032	10,826
营业成本	2,256	4,053	7,091	9,463
营业税金及附加	10	20	35	48
营业费用	17	28	48	68
管理费用	34	60	104	141
研发费用	113	193	337	476
财务费用	32	33	18	19
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
其他经营收益	3	8	10	11
营业利润	113	214	407	622
营业外收支	11	0	0	0
利润总额	124	214	407	622
所得税	3	5	10	16
净利润	121	209	397	606
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	121	209	397	606
EBITDA	200	288	528	749
EPS (最新摊薄)	0.82	1.41	2.69	4.11

主要财务比率

	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	101.72%	76.90%	74.86%	34.79%
营业利润	17.83%	89.80%	90.17%	52.72%
归属母公司净利润	33.01%	72.48%	90.17%	52.72%
获利能力				
毛利率	13.12%	11.76%	11.72%	12.59%
净利率	4.66%	4.54%	4.94%	5.60%
ROE	12.66%	10.98%	10.80%	14.16%
ROIC	7.63%	8.57%	9.02%	11.77%
偿债能力				
资产负债率	54.85%	45.35%	34.15%	30.06%
净负债比率	121.50%	82.99%	51.85%	42.99%
流动比率	1.20	1.75	2.28	2.52
速动比率	0.99	1.52	1.94	2.14
营运能力				
总资产周转率	1.71	1.64	1.77	1.85
应收账款周转率	5.16	5.54	6.55	8.00
应付账款周转率	13.11	11.13	11.01	13.11
每股指标(元)				
每股收益	0.82	1.41	2.69	4.11
每股经营现金	-2.61	1.98	-0.25	5.84
每股净资产	6.48	12.88	24.89	28.99
估值比率				
P/E	53.77	31.18	16.39	10.73
P/B	6.81	3.42	1.77	1.52
EV/EBITDA	42.26	21.44	10.58	7.01

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621)80108518

上海总部传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>