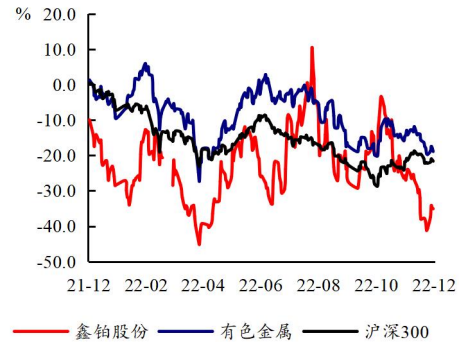


评级 推荐（首次覆盖）

## 报告作者

 作者姓名 郑倩怡  
 资格证书 S1710521010002  
 电子邮箱 zhengqy@easec.com.cn  
 联系人 高嘉麒  
 电子邮箱 gaojq700@easec.com.cn

## 股价走势



## 基础数据

总股本(百万股)	147.62
流通A股/B股(百万股)	147.62/0.00
资产负债率(%)	53.41
每股净资产(元)	12.37
市净率(倍)	3.58
净资产收益率(加权)	9.55
12个月内最高/最低价	82.19/37.38

## 相关研究

## 铝型材领先企业，光伏及汽车轻量化驱动成长

——鑫铂股份（003038.SZ）首次覆盖报告

## 核心观点

公司深耕铝型材领域，2021年业绩大幅增长。公司是国内少数具备全流程生产制造铝材产品能力的企业之一，产品主要包括工业铝型材、工业铝部件和建筑铝型材。2021年公司新能源光伏铝型材和铝部件的产销量均大幅提升，公司实现归母净利润1.21亿元，同比增长33.01%。

受益于光伏行业高速发展和汽车轻量化等，铝材需求将持续提升。我国铝型材行业集中度低，低端产品相对饱和，但中高端铝材需求旺盛，国产替代空间广阔。光伏领域，铝型材可用于电池组件固定框架和支架等，2021年全球和中国光伏新增装机量分别为183GW、54.88GW，分别同比增长27.08%、13.86%，处于快速发展期。据中国光伏行业协会预测，2025年全球新增光伏装机将达270GW，2022-2025年我国光伏发电年均新增装机量将达83-99GW，光伏用铝材需求空间广阔。汽车轻量化方面，铝是理想的汽车轻量化材料，根据《节能与新能源汽车发展技术路线图1.0》设定目标，2025年、2030年我国单车用铝量将分别达250kg、350kg，根据2020年发布的技术路线图2.0版，预计到2025年我国汽车年产销规模将达到3,200万辆，其中新能源汽车年产销规模为640万辆，由此测算，到2025年我国汽车用铝需求量约800万吨，其中新能源汽车用铝需求量约160万吨。

扩产光伏用铝材及铝部件进一步打开盈利空间，布局再生铝延伸产业链。2021年2月公司上市，拟将IPO募集的约3.74亿元用于建设年产7万吨新型轨道交通及光伏新能源铝型材项目，2022年起产能将逐步释放。2021年12月，公司进行增发募资，拟用于投资建设年产10万吨光伏铝部件项目等，预计2022年底或2023年初建成投产。2023年1月，公司发布非公开发行A股股票预案，拟定增募资用于“年产60万吨再生铝项目”等，进一步延伸产业链。

## 投资建议

光伏等下游行业需求快速增长，公司扩产项目逐步释放产能，预计公司未来业绩将持续增长。我们预期2022/2023/2024年公司归母净利润分别为2.23/3.62/4.87亿元，对应的EPS分别为1.51/2.45/3.30元。以2023年1月9日收盘价51.8元为基准，对应PE分别34.29/21.11/15.70倍。结合行业景气度，看好公司发展。首次覆盖，给予“推荐”评级。

## 风险提示

环保政策调整风险、下游光伏等领域需求不及预期、扩产项目建设和产能释放进度以及收益不及预期。

## 盈利预测

项目(单位:百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2596.55	4508.93	6351.92	8187.92
增长率(%)	101.72	73.65	40.87	28.90
归母净利润	121.01	223.01	362.31	487.13
增长率(%)	33.01	84.30	62.46	34.45
EPS(元/股)	1.19	1.51	2.45	3.30
市盈率(P/E)	62.16	34.29	21.11	15.70
市净率(P/B)	8.24	3.99	3.36	2.77

资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所预测, 股价基准为2023年1月9日收盘价51.8元

## 正文目录

1. 聚焦铝型材领域，公司业绩大幅增长	4
1.1. 铝型材行业龙头，大力发展光伏新能源铝型材业务	4
1.2. 专注铝型材和铝部件，产品产销量双双提升	5
1.3. 整体费用率持续下行，公司收入高速增长	6
2. 受益于光伏和汽车轻量化，铝材供需有望双升	8
2.1. 概述：铝型材是铝的精深加工产品	8
2.2. 供给：行业集中度低，我国铝材产量逐年增长	10
2.3. 需求：应用广泛，光伏与汽车市场将带来持续增量	12
2.3.1. 新能源光伏高速发展，铝型材需求空间广阔	13
2.3.2. 汽车轻量化拉动铝材需求增长，轨道交通贡献一定增量	16
2.3.3. 消费电子与建筑行业稳步发展，提供基本需求支撑	18
3. 多优势巩固领先地位，募投扩产提升竞争力	20
3.1. 掌握核心技术，加大研发投入	20
3.2. 募投扩产提高市占率，进一步打开盈利空间	22
3.3. 募资布局再生铝业务，优秀生产体系再完善	23
4. 盈利预测	27
5. 风险提示	27

## 图表目录

图表 1. 鑫铂股份公司实景图	4
图表 2. 公司历史沿革	4
图表 3. 公司股权结构图	5
图表 4. 公司主营产品及其应用领域	5
图表 5. 2018-2021 年公司铝制品产量持续增长	6
图表 6. 2018-2021 年公司铝制品销量逐年上升	6
图表 7. 近 5 年公司营业收入水平	6
图表 8. 2021 年工业铝型材营收占比最大	6
图表 9. 2018-2022Q1-Q3 公司毛利润保持增长	7
图表 10. 2018-2022Q1-Q3 公司毛利率水平	7
图表 11. 近 5 年公司费用水平	7
图表 12. 公司整体费用率持续下降	7
图表 13. 2018-2022Q1-Q3 公司归母净利润	8
图表 14. 2018-2022Q1-Q3 公司净利率	8
图表 15. 铝及铝制品行业的加工产业链	9
图表 16. 铝型材发展历程	9
图表 17. 铝型材分类	10
图表 18. 全球原铝产量呈现稳步上升趋势	10
图表 19. 2021 年中国原铝产量占全球比例约 57.76%	10
图表 20. 国内主要铝型材生产企业介绍及其国内市占率	11
图表 21. 中国铝材产量连年增长	11
图表 22. 2020 及 2021 年我国未锻造的铝及铝材进口量大增	12
图表 23. 2016-2022H1 我国未锻造的铝及铝材出口量稳中有升	12
图表 24. 中国铝及铝材销量连年增长	12
图表 25. 光伏用铝型材支架	13
图表 26. 光伏用铝型材组件	13
图表 27. 各国能源气候战略目标	13

图表 28. 2016-2021 年全球光伏新增装机量逐年增长 .....	14
图表 29. 2022E-2030E 全球光伏新增装机量预测 .....	14
图表 30. 我国光伏发电相关政策 .....	15
图表 31. 2016-2021 年中国光伏新增装机量 .....	16
图表 32. 2022E-2030E 中国光伏新增装机量预测 .....	16
图表 33. 到 2035 年我国新能源乘用车轻量化系数计划降低 35% .....	16
图表 34. 2016-2021 年中国汽车销量总体较为稳定 .....	17
图表 35. 中国新能源汽车销量高速增长 .....	17
图表 36. 2030 年汽车、新能源汽车用铝量将分别达 1330 吨、532 吨 .....	17
图表 37. 铝型材在轨道交通方面的应用 .....	18
图表 38. 2016-2021 年全球地铁、轻轨及市域快轨运营线路长度 (单位: 公里) .....	18
图表 39. 我国铁路和高铁运营总里程持续增长 .....	18
图表 40. 全球消费电子市场规模稳步增长 .....	19
图表 41. 中国消费电子市场规模呈上升趋势 .....	19
图表 42. 2018-2021 年中国各消费电子产品出货量 .....	19
图表 43. 2021 年我国 5G 手机出货量大幅增长 .....	19
图表 44. 铝在建筑领域的应用逐步拓展 .....	20
图表 45. 房屋竣工面积存在提升预期 (单位: 亿平方米) .....	20
图表 46. 公司工业铝型材及铝部件生产工艺流程图 .....	20
图表 47. 公司建筑铝型材生产工艺流程图 .....	20
图表 48. 2021 年公司研发投入加大 .....	21
图表 49. 近 5 年公司研发投入占营收的比例 .....	21
图表 50. 公司主要客户介绍 .....	21
图表 51. 公司首次公开发行股票募集资金用途 .....	22
图表 52. 年产 7 万吨新型轨道交通及光伏新能源铝型材项目实施计划 .....	23
图表 53. 2021 年 12 月公司非公开发行 A 股股票募集资金用途 .....	23
图表 54. 2023 年 1 月公司非公开发行 A 股股票募集资金用途 .....	24
图表 55. 再生铝生产工艺 .....	24
图表 56. 公司具备完整的铝型材生产体系 .....	25
图表 57. 再生铝行业相关政策 .....	26
图表 58. 2016 年我国铝生命周期各环节能耗占比 .....	26
图表 59. 2020 年我国铝行业碳排放情况 .....	26
图表 60. 公司分业务情况测算 .....	27

## 1. 聚焦铝型材领域，公司业绩大幅增长

### 1.1. 铝型材行业龙头，大力发展光伏新能源铝型材业务

公司是国内铝型材龙头企业之一。公司主要从事工业铝型材、工业铝部件和建筑铝型材的研发、生产与销售，是少数具备全流程生产制造能力的企业之一，工业生产体系完整覆盖了从原材料研发，到模具设计与制造、生产加工、表面处理，以及精深加工等。

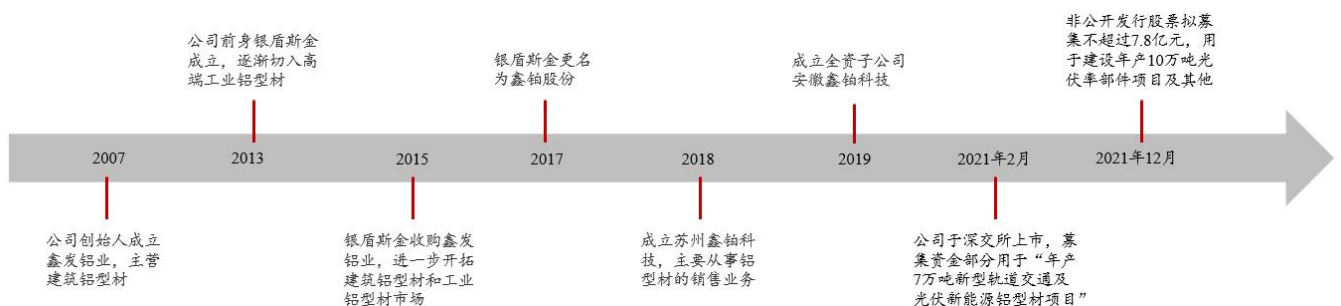
图表 1. 鑫铂股份公司实景图



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

**深耕铝型材领域，大力发展光伏新能源铝型材业务。**公司创始人于 2007 年成立鑫发铝业，开始主营建筑铝型材。2013 年，公司前身安徽银盾斯金铝业有限公司成立，并在 2017 年更名为鑫铂铝业股份有限公司。此后公司收购鑫发铝业，并成立多家全资子公司以扩大公司的业务种类和规模。2021 年 2 月，公司于深交所上市，募集资金部分用于年产 7 万吨新型轨道交通及光伏新能源铝型材项目。2021 年 12 月，公司非公开发行股票拟募集不超过 7.8 亿元，用于投资建设年产 10 万吨光伏铝部件项目及其他，进一步扩大光伏铝部件产能，提升市场份额。

图表 2. 公司历史沿革

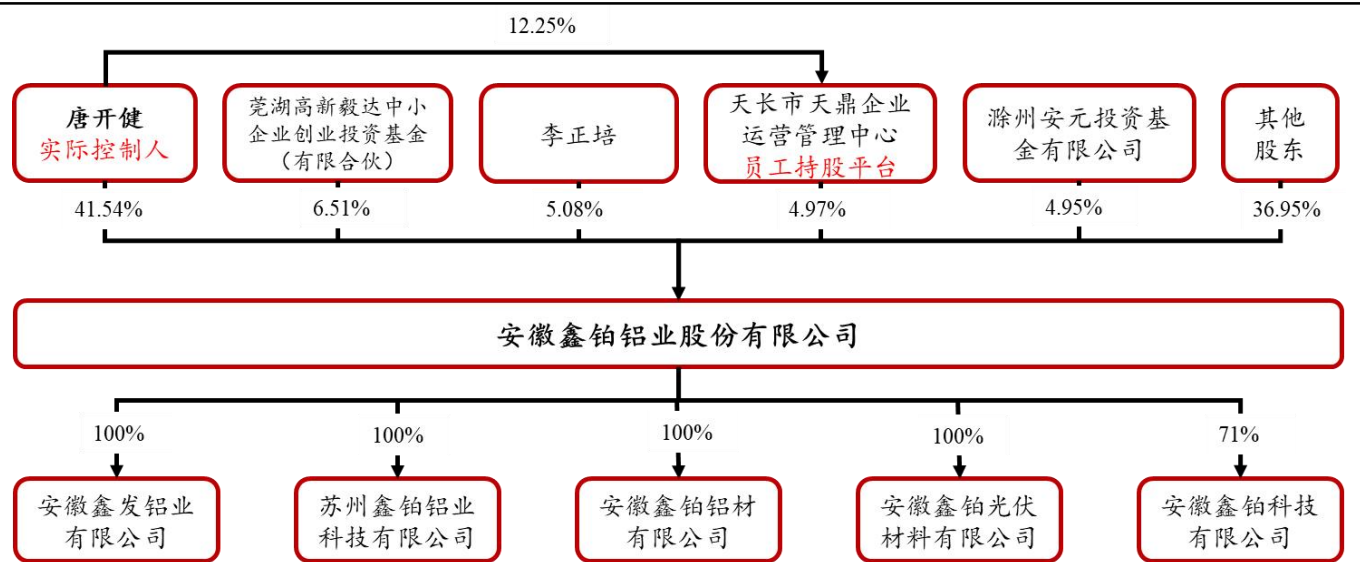


资料来源：公司官网，公司招股说明书，东亚前海证券研究所

公司股权较为集中，唐开健为公司实际控制人。截至 2021 年 12 月 31 日，公司的前三大股东分别为唐开健、芜湖高新毅达中小企业创业投资基

金（有限合伙）和李正培，持股比例分别为 41.54%、6.51%、5.08%，其中唐开健为公司实际控制人，同时持有公司员工持股平台天长市天鼎企业运营管理中心 12.25% 股权，为该员工持股平台的实际控制人。此外，李正培为唐开健妹妹的配偶，二人互为关联方。

图表 3. 公司股权结构图



资料来源：公司公告，同花顺 ifind，东亚前海证券研究所

## 1.2. 专注铝型材和铝部件，产品产销量双双提升

公司主营产品包括工业铝型材、工业铝部件及建筑铝型材。公司生产的工业铝型材主要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。工业铝部件是对工业铝型材进一步精加工形成的铝合金部件，可供下游新能源、轨道交通及电子电器等领域的终端客户直接使用。建筑铝型材则指主要应用房地产、建筑行业的铝合金材料。

图表 4. 公司主营产品及其应用领域

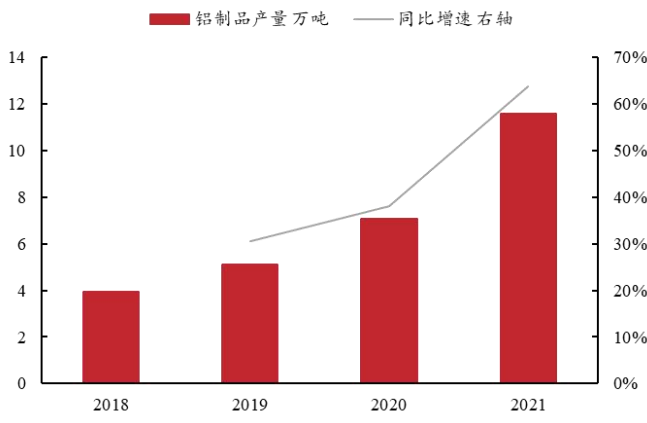
类型	应用领域	主要用途
工业型铝材	新能源光伏	光伏边框、光伏支架、路灯等
	轨道交通	高铁及动车连接件、座椅、行李架、广告架、车体
	汽车轻量化	汽车地板、连接件、门窗、行李架、车体等
	医疗及电器	医疗床椅、医用及家用净化器、冰箱、空调、电力设备散热、电子设备散热、LED 照明灯产品、及电脑数码产品
工业铝部件	新能源光伏	光伏边框、光伏支架、新能源充电桩等
	轨道交通	高铁及动车连接件、座椅、行李架、广告架等
	电子电器	空调外框、挡板、电子设备散热、冰箱扶手、冰箱支架等
建筑铝型材	建筑领域	为玻璃幕墙及系统门窗的铝合金材料

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

2021 年公司铝制品产销量均大幅增加。产量方面，2018-2021 年公司铝制品产量持续增长，其中 2021 年产量为 11.57 万吨，同比增长 63.75%。销

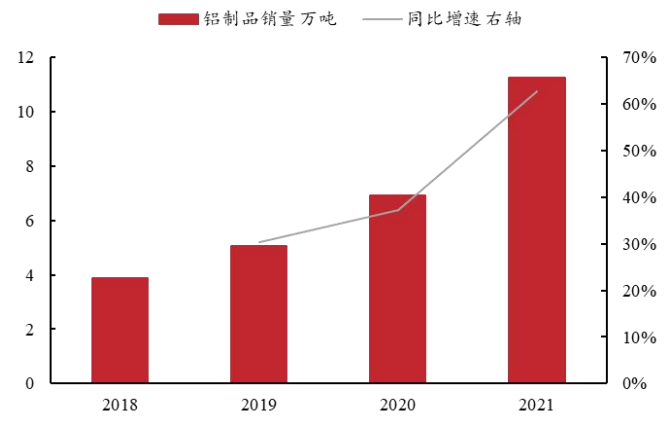
量方面，2018-2021 年公司铝制品销量呈逐年上升趋势，其中 2021 年销量为 11.27 万吨，同比增长 62.86%。公司 2021 年产销量均大幅增长，主要受益于新能源光伏行业的快速发展以及产能的扩张，使得新能源光伏铝型材和铝部件的产销量均大幅提升。

图表 5. 2018-2021 年公司铝制品产量持续增长



资料来源：同花顺 ifind，东亚前海证券研究所

图表 6. 2018-2021 年公司铝制品销量逐年上升

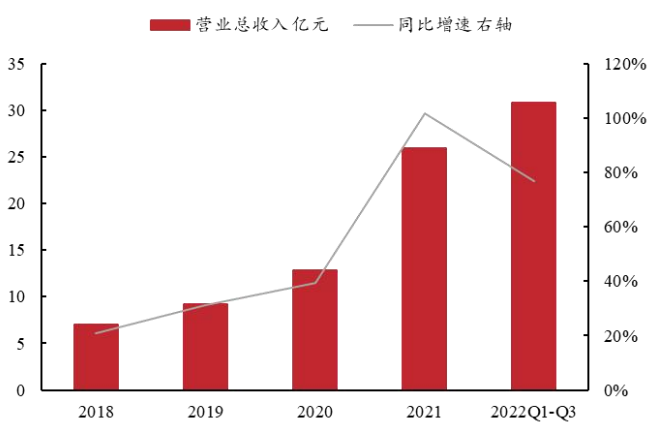


资料来源：同花顺 ifind，东亚前海证券研究所

### 1.3. 整体费用率持续下行，公司收入高速增长

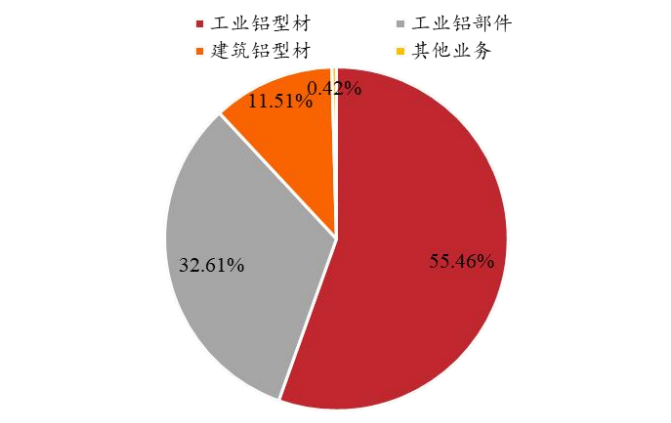
2021 年公司收入高速增长，主要收入来源于工业铝型材。营收方面，2021 年公司营业收入为 25.97 亿元，同比增长 101.72%，2022 年前三季度公司实现营业收入 30.84 亿元，同比增长 76.81%，营业收入大幅上涨的主要原因为新能源光伏板块产品销量持续增长。营收结构方面，2021 年公司的营业收入主要来源于工业铝型材，其营收占比达 55.46%，其次为工业铝部件和建筑铝型材，其营收占比分别为 32.61%、11.51%。

图表 7. 近 5 年公司营业收入水平



资料来源：同花顺 ifind，东亚前海证券研究所

图表 8. 2021 年工业铝型材营收占比最大

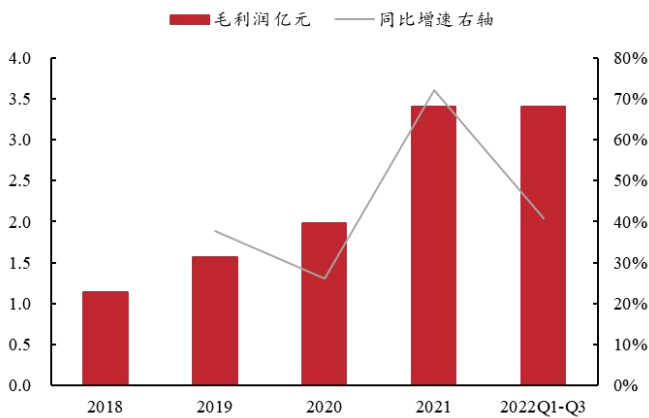


资料来源：同花顺 ifind，东亚前海证券研究所

2021 年公司毛利润大幅增长，毛利率略有下滑。毛利润方面，2018-2021 年公司毛利润保持增长，其中 2021 年公司毛利润为 3.41 亿元，同比增长 73.10%，2022 年前三季度公司实现毛利润 3.40 亿元，同比增长 40.91%，

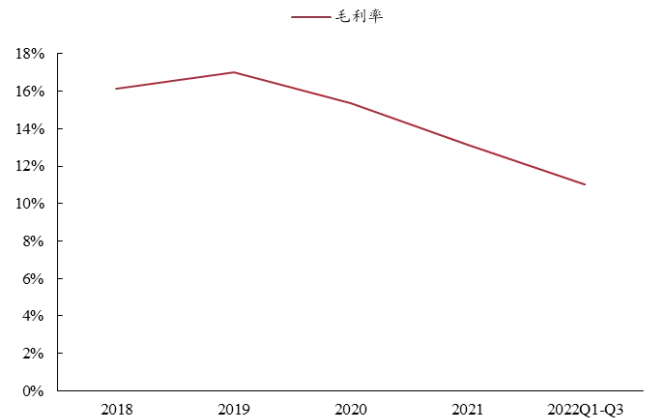
发展势头强劲。毛利率方面,2022年前三季度公司毛利率为11.03%,较2021年的13.12%有所下降。

图表 9. 2018-2022Q1-Q3 公司毛利润保持增长



资料来源: 同花顺 ifind, 东亚前海证券研究所

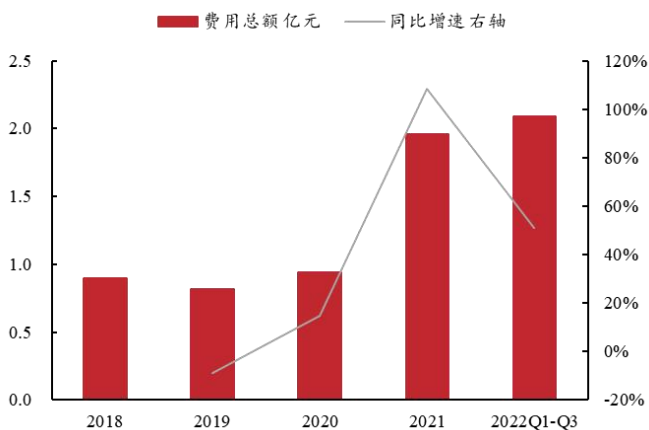
图表 10. 2018-2022Q1-Q3 公司毛利率水平



资料来源: 同花顺 ifind, 东亚前海证券研究所

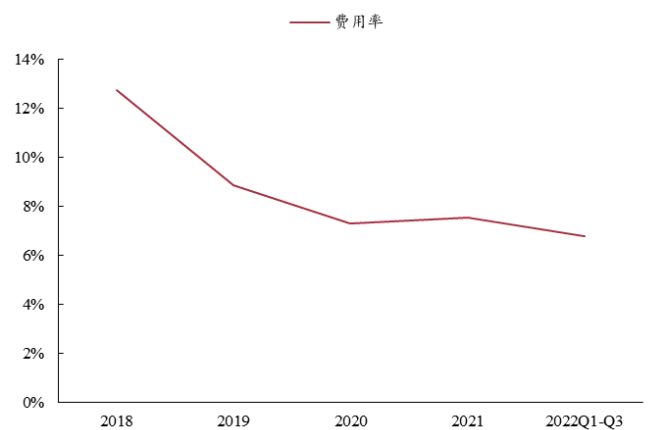
**2022年前三季度公司费用总额上涨,费用率整体持续下行。**从费用总额来看,2022年前三季度公司费用总额为2.09亿元,同比增长51.13%,公司费用增长的主要原因为管理人员薪资及人数增加、研发投入增加以及利息费用增加。从费用率的变动情况来看,2018-2021年公司整体费用率呈下降趋势,2022年前三季度费用率为6.77%,较2021年的7.55%下降了0.78个百分点,近年来公司降本控费措施实施效果明显。

图表 11. 近5年公司费用水平



资料来源: 同花顺 ifind, 东亚前海证券研究所

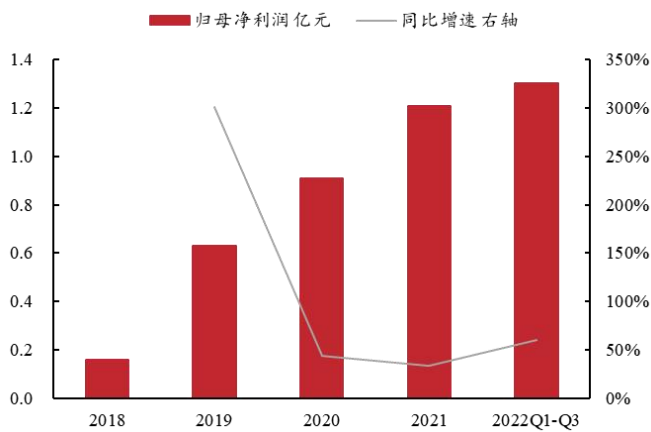
图表 12. 公司整体费用率持续下降



资料来源: 同花顺 ifind, 东亚前海证券研究所

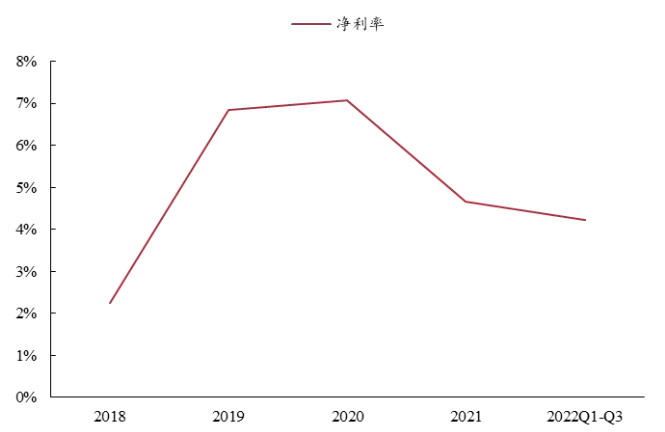
**2022年前三季度归母净利润持续高速增长,净利率小幅下降。**归母净利润方面,2021年公司归母净利润为1.21亿元,同比增长33.01%,2022年前三季度公司实现归母净利润1.30亿元,同比增长59.58%,继续保持增长趋势。净利率方面,2021年公司净利率为4.66%,较2020年小幅下降,2022年前三季度公司净利率为4.22%,略有下降。

图表 13. 2018-2022Q1-Q3 公司归母净利润



资料来源：同花顺 ifind，东亚前海证券研究所

图表 14. 2018-2022Q1-Q3 公司净利率



资料来源：同花顺 ifind，东亚前海证券研究所

## 2. 受益于光伏和汽车轻量化，铝材供需有望双升

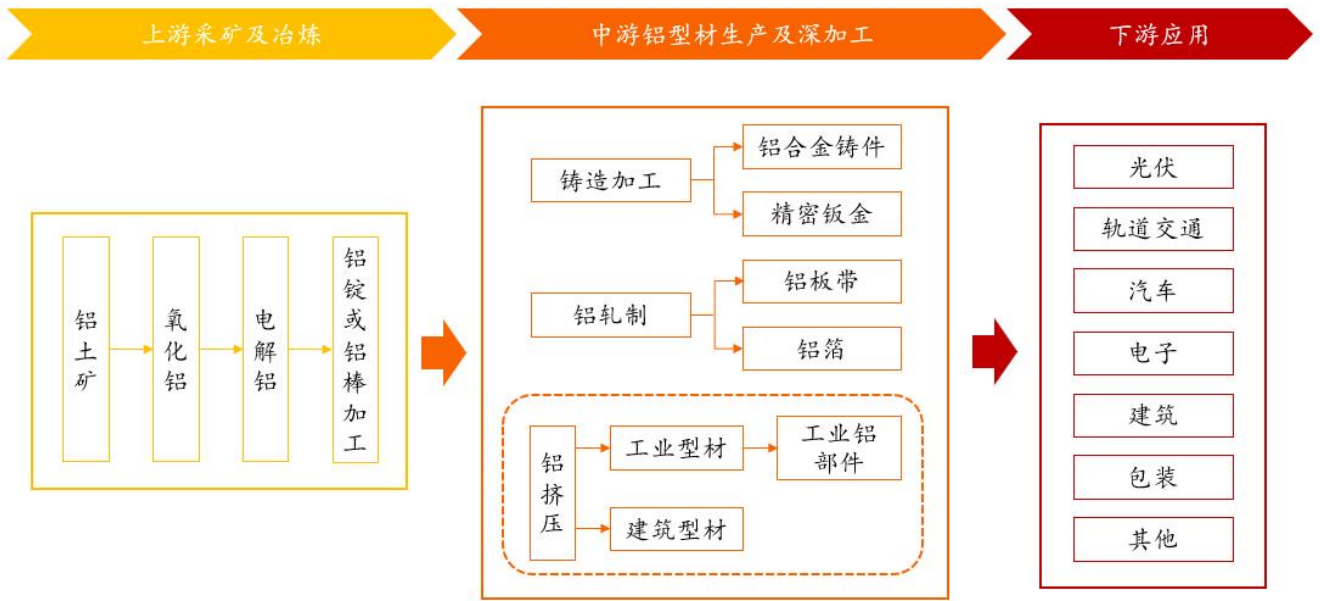
### 2.1. 概述：铝型材是铝的精深加工产品

铝是一种较软的易延展的银白色金属。铝元素在地壳中的丰度在所有元素中位列第三，仅次于氧和硅，且是丰度最大的金属，在地球固体表面中约占 8% 的质量。目前全球已发现超过 270 种含铝矿物，其中铝土矿是最主要的含铝矿石。

铝型材生产与精加工处于铝及铝制品产业链中游。铝加工产业链上游为采矿及冶炼，指从铝土矿提取氧化铝，而后制成电解铝，中游为铝型材生产及精加工，下游则是将生产的各种铝材应用于各个行业。因为铝及铝合金具有质量轻、易加工、导热导电、耐腐蚀以及可回收性强等优良性能，故而广泛应用于建筑、消费电子、轨道交通、汽车以及光伏新能源等领域。



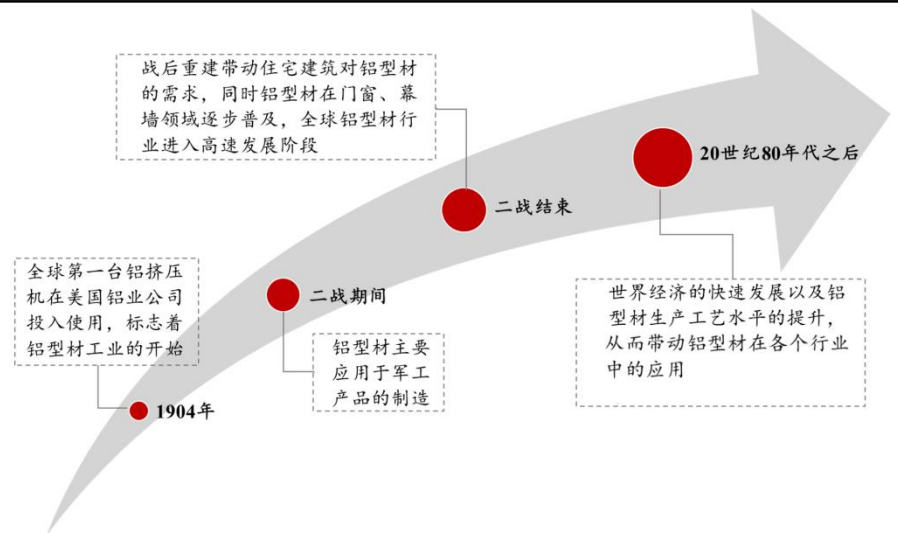
图表 15. 铝及铝制品行业的加工产业链



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

铝型材行业历史悠久，发展快速。1904年，全球第一台铝挤压机在美国铝业公司投入使用，标志着铝型材工业的开始。随着铝型材种类增多，其应用领域也逐渐拓广。二战期间及结束后，铝型材先后用于制造军工产品以及住宅建筑，同时铝型材在门窗、幕墙的应用逐渐普及，全球铝型材行业进入高速发展阶段。20世纪80年代之后，世界经济的快速发展以及铝型材生产工艺水平的提升，带动铝型材在各个行业中的应用和深度进一步提升。

图表 16. 铝型材发展历程



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

铝型材按照不同的标准可分为不同种类。按照加工方式不同，可分为铸造加工和变形加工，其中变形加工的轧制工艺可生产铝板带和铝箔，挤

压工艺生产建筑铝型材和工业铝型材；按照表面处理工艺不同，铝型材可分为阳极氧化铝材、电泳涂装铝材、粉末喷涂铝材、木纹转印铝材、氟碳喷涂铝材和抛光铝材等；按照合金中的其他元素主要成分不同，可分为1-8个系列的合金牌号铝型材，其中1系列表示纯铝，即含铝量不少于99%。

图表 17. 铝型材分类

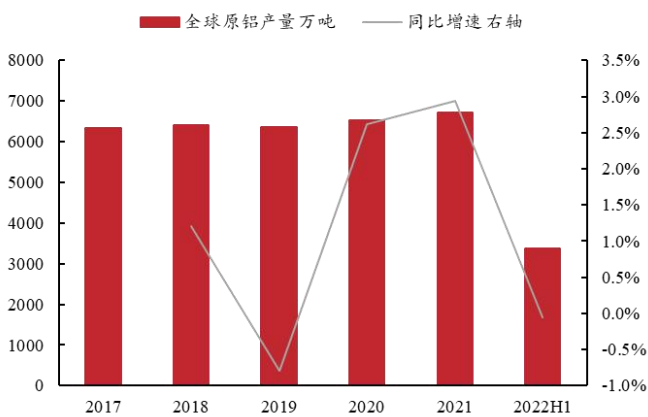
分类标准	产品
按加工方式	铸造加工 铝合金铸件，精密钣金
	变形加工 轧制工艺可生产铝板带和铝箔，挤压工艺生产建筑铝型材和工业铝型材等
按表面处理工艺	阳极氧化铝材；电泳涂装铝材；粉末喷涂铝材；木纹转印铝材；氟碳喷涂铝材；抛光铝材
按合金成分	根据合金中的其他元素主要成分，可分为1-8个系列的合金牌号铝型材【1系列（表示纯铝，含铝量不少于99%）、2系列（主要含铜）、3系列（主要含锰）、4系列（主要含硅）、5系列（主要含镁）、6系列（主要含镁与硅）、7系列（主要含锌）、8系列（主要含其他元素）】，1-8各系列根据各元素具体含量的不同还可继续细分。

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

## 2.2. 供给：行业集中度低，我国铝材产量逐年增长

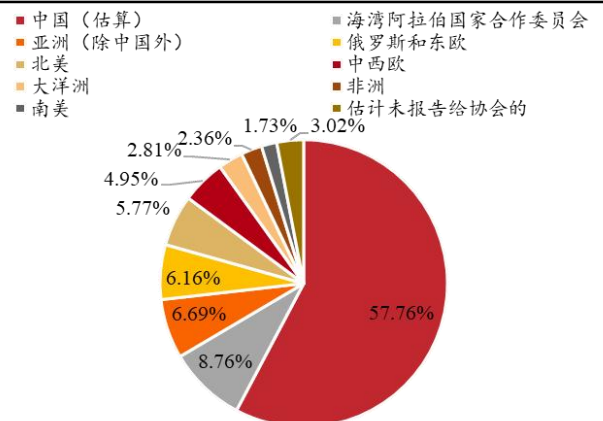
全球原铝产量稳步提升，2021年中国原铝产量居全球第一。随着铝制品在各行各业的应用拓宽，全球原铝产量逐年稳步增长，据国际铝业协会数据，2021年全球原铝产量为6,724.3万吨，同比增长2.94%。从原铝的生产地区来看，据国际铝业协会估算，2021年中国原铝产量约3,883.7万吨，占全球总产量的57.76%，位居全球第一，其次为海湾阿拉伯国家合作委员会、亚洲（除中国以外），分别占全球总产量的比例为8.76%、6.69%。

图表 18. 全球原铝产量呈现稳步上升趋势



资料来源：国际铝业协会，东亚前海证券研究所

图表 19. 2021年中国原铝产量占全球比例约57.76%



资料来源：国际铝业协会，东亚前海证券研究所

我国铝型材行业集中度低，高端铝型材国产替代空间广阔。我国铝型材行业低端产品门槛低，相对饱和，小企业众多，竞争激烈，大中型企业则主要面向门槛较高的中高端市场，但数量较少且每家企业的市占率较低，整体铝型材行业集中度较低。国内铝型材主要生产企业包括中国忠旺、兴发铝业、亚太科技、豪美新材、鑫铂股份、闽发铝业等。目前我国铝型材

行业面临“中低端产品大量出口，高端产品依赖进口”的格局，随着大型企业逐步扩大规模、提升技术水平和产品质量等，行业集中度和高端产品市场份额有望进一步提升。

图表 20. 国内主要铝型材生产企业介绍及其国内市占率

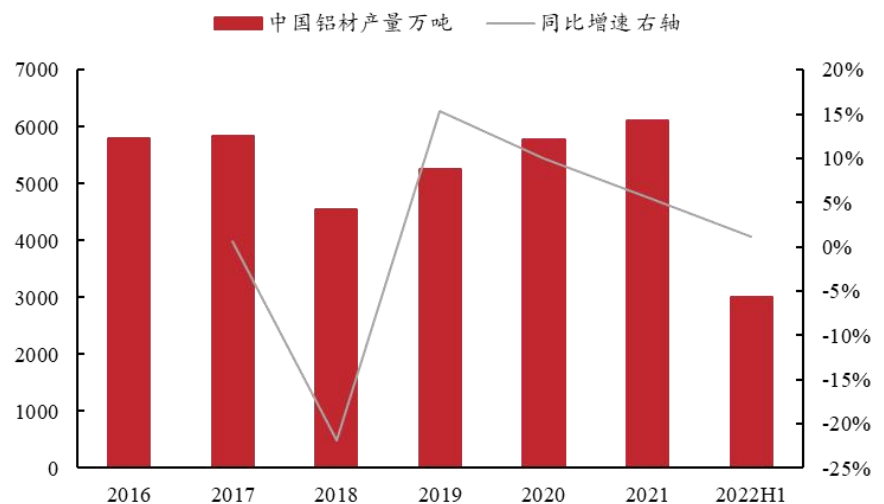
公司名称	产品类型	2021年产量 万吨	2021年国内市占率
兴发铝业	建筑铝型材、工业铝型材	68.50	1.12%
亚太科技	管材类、型材类、棒材类、铸棒类	22.93	0.38%
豪美新材	建筑铝型材、一般工业用铝型材、汽车轻量化铝型材	24.99	0.41%
鑫铂股份	建筑铝型材、工业铝型材	11.57	0.19%
闽发铝业	铝型材销售	9.13	0.15%
和胜股份	电子消费品类、耐用消费品类、汽车部件类等铝型材	5.65	0.09%

资料来源：公司公告，同花顺 ifind，东亚前海证券研究所

注：兴发铝业和闽发铝业 2021 年末披露铝型材产量数据，故用销量数据替代

**国内铝材产量逐年增长。**受环保政策调整的影响，2018 年我国铝型材产量有所下降，但随着光伏产业复苏以及铝型材在汽车、电子电力及高端装备制造等领域的应用逐渐深入，对铝型材需求的扩大使得产量水平快速恢复提升，连年增长，2021 年国内铝材产量达 6,105.20 万吨，同比增长 5.64%，2022 年上半年铝材产量为 2,999.40 万吨，同比增长 1.13%，继续保持稳步增长态势，逐步摆脱了环保政策调整的影响。

图表 21. 中国铝材产量连年增长

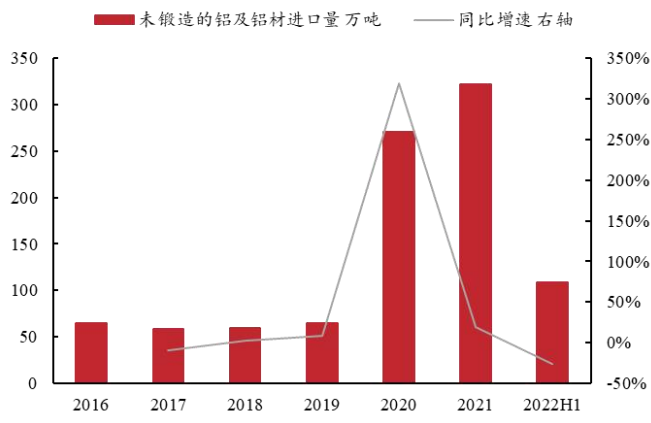


资料来源：同花顺 ifind，东亚前海证券研究所

**2020 年及 2021 年我国铝及铝材进口量大增，出口量保持稳中有升趋势。**进口方面，我国为铝及铝材生产大国，铝及铝材进口量一直较少，2020 年和 2021 年进口量大幅增长，主要因需求从疫情中迅速复苏导致国内铝价高于海外，2020 年我国铝现货均价达 14,190 元/吨，LME 铝现货结算均价为

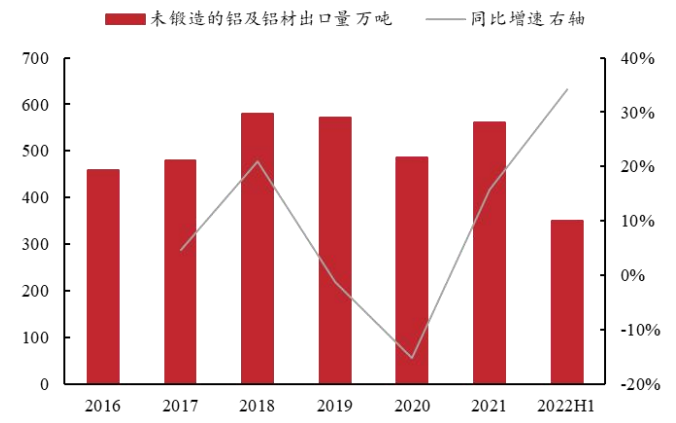
1,704 美元/吨，铝价内强外弱提供了套利机会。2022 年国内铝价回落，上半年铝及铝材进口量较 2021 年同期下降。出口方面，我国未锻造的铝及铝材出口量多年来稳中有升，2021 年出口量为 561.91 万吨，同比增长 15.68%，2022 年上半年出口量为 350.91 万吨，同比增长 34.13%，继续保持增长态势。

图表 22. 2020 及 2021 年我国未锻造的铝及铝材进口量大增



资料来源：同花顺 ifind，东亚前海证券研究所

图表 23. 2016-2022H1 我国未锻造的铝及铝材出口量稳中有升

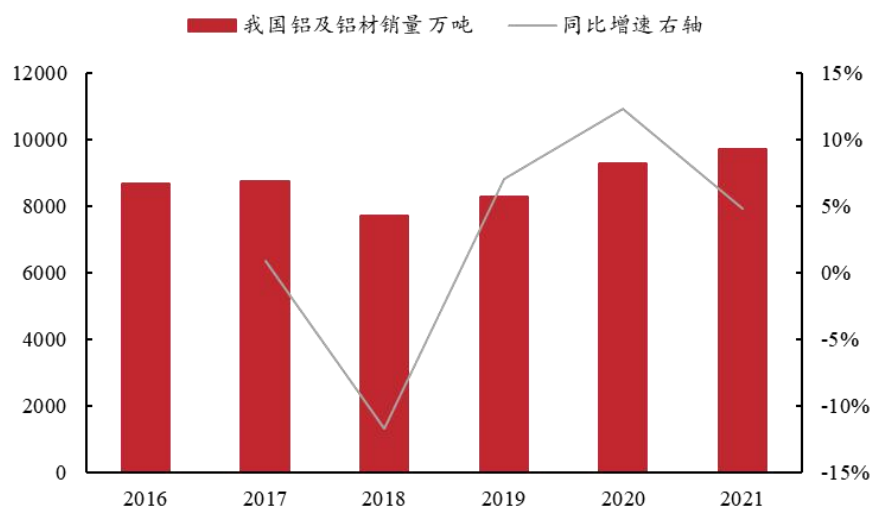


资料来源：同花顺 ifind，东亚前海证券研究所

### 2.3. 需求：应用广泛，光伏与汽车市场将带来持续增量

**我国铝及铝材销量连年增长。**我国铝型材下游应用领域极为广泛，包括家电电子、建筑行业、医疗环保、轨道交通等传统应用领域，以及新能源光伏、汽车轻量化等新兴市场。随着下游各领域需求提升，铝材销量逐年增长。据计算，2021 年我国铝及铝材销量约为 9,714.97 万吨，同比增长 4.78%，呈现出稳步增长趋势。

图表 24. 中国铝及铝材销量连年增长

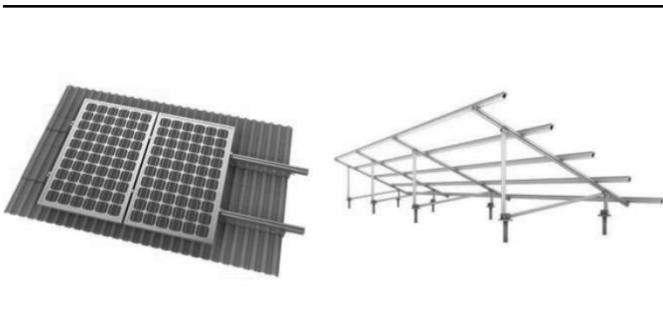


资料来源：同花顺 ifind，东亚前海证券研究所

### 2.3.1. 新能源光伏高速发展，铝型材需求空间广阔

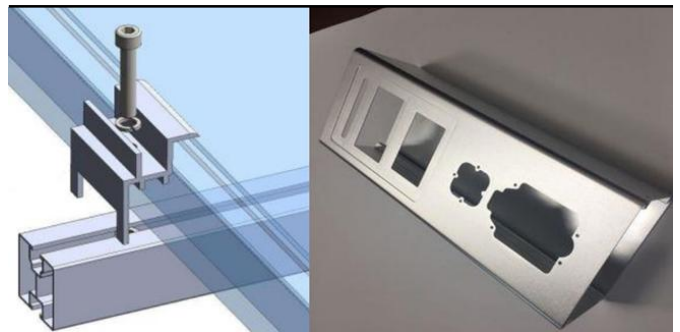
铝型材可用于光伏固定框架和支架等组件，使用率高达95%。太阳能组件边框的主要作用是固定、密封太阳能电池组件、增强组件强度以及便于运输与安装等，其性能对电池组件的寿命有影响。根据原材料的不同，可将太阳能组件边框分为铝型材边框、不锈钢边框和玻璃钢型材边框。铝型材具备重量轻、易成形、易切削和加工、强度高、可回收、耐腐蚀性强等优点。根据工信部与中国光伏行业协会发布的《中国光伏产业发展路线图》，铝边框在目前电池组件市场中应用最普遍，使用率高达95%。

图表 25. 光伏用铝型材支架



资料来源：《光伏用铝——“双碳”背景下最具增长潜力的铝应用领域》（张琪），东亚前海证券研究所

图表 26. 光伏用铝型材组件



资料来源：公司招股说明书，东亚前海证券研究所

环保政策支持下全球各国加速发展可再生能源发电，碳中和已成为全球共识。一次能源尤其是化石能源的大规模开发利用，温室效应增强，导致环境破坏越来越严重，对国家的经济发展和人类的日常生活造成了极大的负面影响，因此应对气候变化已成为各国政府的核心议题之一。截至目前，全球超过130个国家和地区提出了净零排放或碳中和的目标。

图表 27. 各国能源气候战略目标

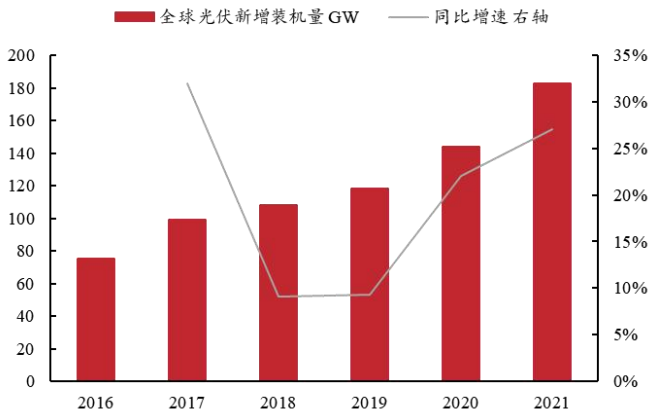
国家	能源气候战略目标
美国	2035 年实现电力行业净零排放，2050 年实现温室气体净零排放
欧盟	2050 年前实现碳中和，到 2030 年欧盟温室气体净排放总量与 1990 年相比至少减少 55%
德国	2045 年实现碳中和，比原计划提前 5 年；2030 年温室气体排放比 1990 年减少 65%，超过欧盟减排 55% 的目标
英国	2035 年温室气体排放量较 1990 年减少 78%；2035 年电力系统实现 100% 清洁无碳供电
加拿大	2035 年起禁止销售燃油新车，2050 年实现净零排放
俄罗斯	到 2050 年前温室气体净排放量在 2019 年排放水平上减少 60%，同时比 1990 年排放水平减少 80%，并在 2060 年前实现碳中和
日本	2050 年实现净零排放；2050 年可再生能源发电占比提升至 50%~60%
韩国	2030 年温室气体排放量较 2018 年下降 35%，2050 年实现净零排放
印度	2030 年前减少碳排放 100 亿吨，2070 年实现净零排放

资料来源：中能传媒能源安全新战略研究院，东亚前海证券研究所

全球光伏新增装机量快速上升，将拉动全球光伏组件市场需求增长。

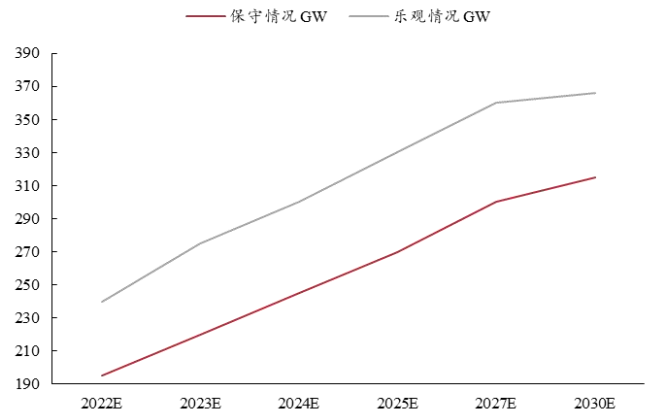
为共同应对气候变化，建立以可再生能源为主的能源体系是实现温室气体净零排放目标的首要选择，光伏已经成为可再生能源中的重要力量。根据BNEF数据，2021年全球光伏新增装机量为183GW，同比增长27.08%，2016-2021年全球光伏新增装机量年均复合增长率为19.53%，处于快速发展期。在可再生能源技术突破和全球各国大力支持绿色低碳能源转型的政策驱动下，全球光伏市场规模预期将继续保持较高增速，据中国光伏行业协会保守预测，2025年全球新增光伏装机将达到270GW。

图表 28. 2016-2021 年全球光伏新增装机量逐年增长



资料来源：BNEF，东亚前海证券研究所

图表 29. 2022E-2030E 全球光伏新增装机量预测



资料来源：中国光伏行业协会，东亚前海证券研究所

**国家政策支持大力建设光伏发电。**2021年10月，国务院发布《2030年前碳达峰行动方案》，指出要全面推进风电、太阳能发电大规模开发和高质量发展，坚持集中式与分布式并举，加快建设风电和光伏发电基地。此外，国家发改委和能源局2022年5月发布的《关于促进新时代新能源高质量发展的实施方案》指出，要实现到2030年风电、太阳能发电总装机容量达到12亿千瓦以上的目标。

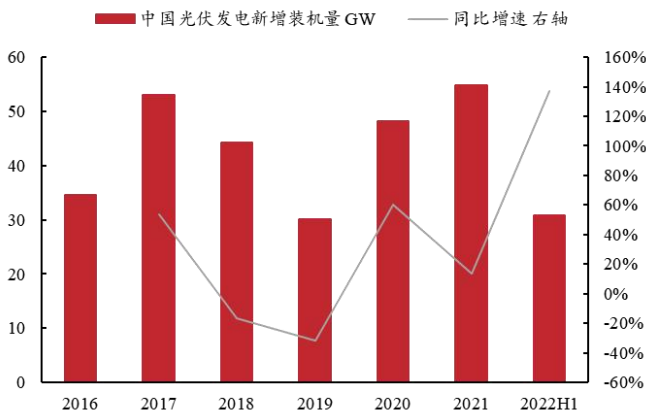
图表 30. 我国光伏发电相关政策

发布日期	颁布单位	文件名称	主要内容
2020.12	国务院	《关于引导加大金融支持力度 促进风电和光伏发电等行业健康有序发展的通知》	大力发展可再生能源是推动绿色低碳发展、加快生态文明建设的重要支撑，我国实现 2030 年前碳排放达峰和努力争取 2060 年前碳中和的目标任务艰巨，需要进一步加快发展风电、光伏发电、生物质发电等可再生能源。
2021.02	国务院	《国务院关于加强建立健全绿色低碳循环发展经济体系的指导意见》	推动能源体系绿色低碳转型，坚持节能优先，完善能源消费总量和强度双控制度，提升可再生能源利用比例，大力推动风电、光伏发电发展，因地制宜发展水能、地热能、海洋能、氢能、生物质能、光热发电。
2021.03	全国人民代表大会	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	加快发展非化石能源，坚持集中式和分布式并举，大力提升风电、光伏发电规模，加快发展东中部分布式能源，有序发展海上风电，加快西南水电基地建设。
2021.10	国务院	《2030 年前碳达峰行动方案》	全面推进风电、太阳能发电大规模开发和高质量发展，坚持集中式与分布式并举，加快建设风电和光伏发电基地。加快智能光伏产业创新升级和特色应用，创新“光伏+”模式，推进光伏发电多元布局。
2022.05	国家发改委、能源局	《关于促进新时代新能源高质量发展的实施方案》	要实现到 2030 年风电、太阳能发电总装机容量达到 12 亿千瓦以上的目标，加快构建清洁低碳、安全高效的能源体系。

资料来源：中国政府网，国家发改委网站，东亚前海证券研究所

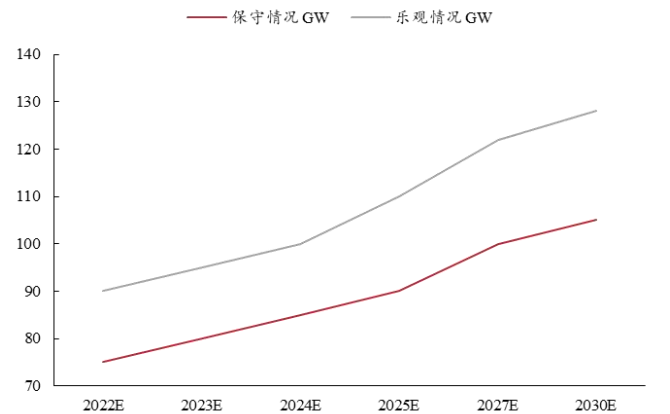
**2021 年中国新增光伏装机量居全球第一，光伏发电建设的高速发展将促使光伏组件用铝型材需求大幅提升。**中国是全球最大的光伏应用市场，新增光伏装机量自 2013 年以来连续 9 年位居全球首位。2021 年中国光伏发电新增装机量为 54.88GW，同比增长 13.86%，2022 年上半年中国光伏发电新增装机量为 30.88GW，较 2021 年上半年同比增长 137.32%，继续保持高增态势。在光伏发电基地建设快速推进的背景下，我国光伏发电市场将持续快速增长，据中国光伏行业协会预测，2022-2025 年我国光伏发电年均新增装机量将达到 83-99GW。

图表 31. 2016-2021 年中国光伏新增装机量



资料来源: BNEF, 东亚前海证券研究所

图表 32. 2022E-2030E 中国光伏新增装机量预测

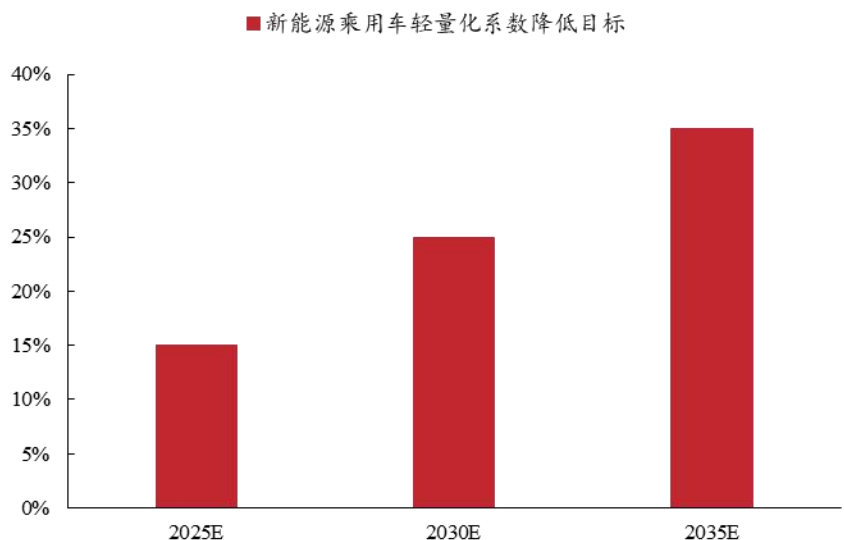


资料来源: 中国光伏行业协会, 东亚前海证券研究所

### 2.3.2. 汽车轻量化拉动铝材需求增长, 轨道交通贡献一定增量

**汽车轻量化趋势明显。**由于汽车重量每降低 10%，可降低油耗 6-8%，在全球致力于实现温室气体净零排放的背景下，汽车轻量化是大势所趋。铝的密度仅为钢的 1/3，且具有耐腐蚀、易加工、可回收等多重优点，是理想的汽车轻量化材料，铝及铝合金在变速器箱体、车身、底盘等区域使用率逐渐提高。2020 年底，由工信部指导、中国汽车工程学会编制的《节能与新能源汽车发展技术路线图 2.0》发布，指出到 2025 年、2030 年、2035 年新能源乘用车轻量化系数分别降低 15%、25%、35%，到 2035 年燃油乘用车轻量化系数降低 25%。

图表 33. 到 2035 年我国新能源乘用车轻量化系数计划降低 35%



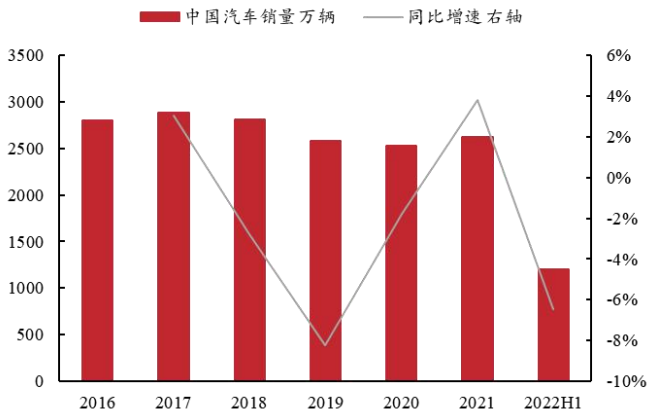
资料来源: 《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》，东亚前海证券研究所测算

我国汽车销量较为稳定，新能源汽车市场高速发展。2021 年中国汽车销量为 2,627.5 万辆，同比增长 3.8%，进入平稳增长期。其中，新能源汽车



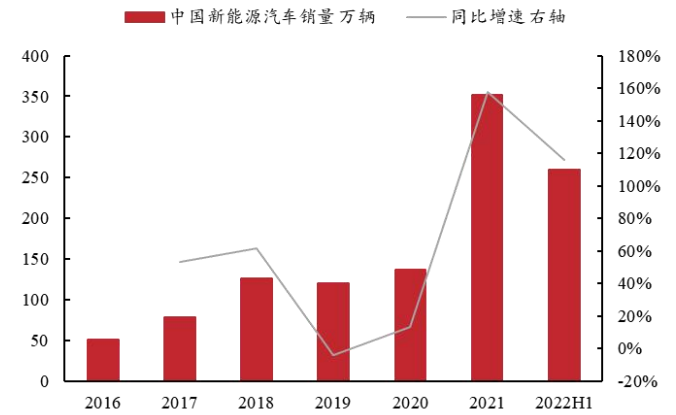
销量为 352.1 万辆，同比增长 157.6%，2016-2021 年 5 年 CAGR 为 47.34%，2022 年上半年我国新能源汽车销量为 260 万辆，同比增长 115.6%，继续保持高增态势。

图表 34. 2016-2021 年中国汽车销量总体较为稳定



资料来源：同花顺 ifind，东亚前海证券研究所

图表 35. 中国新能源汽车销量高速增长



资料来源：同花顺 ifind，东亚前海证券研究所

汽车轻量化叠加新能源汽车快速发展，汽车行业用铝需求量持续增长。根据 2016 年发布的《节能与新能源汽车发展技术路线图 1.0》设定目标，2025 年、2030 年我国单车用铝量将分别达 250kg、350kg，而 2020 年发布的《节能与新能源汽车发展技术路线图 2.0》预计，到 2025 年、2030 年我国汽车年产销规模将分别达 3,200 万辆、3,800 万辆，其中新能源汽车占汽车总销量比例分别约为 20%、40%，计算得出 2025 年、2030 年我国新能源汽车年产销规模将分别为 640 万辆、1,520 万辆，由此测算，到 2025 年我国汽车用铝需求量约 800 万吨，其中新能源汽车用铝需求量将达 160 万吨。

图表 36. 2030 年汽车、新能源汽车用铝量将分别达 1330 吨、532 吨

	2025E	2030E
单车用铝量 (千克)	250	350
汽车年产销规模预测 (万辆)	3,200	3,800
新能源汽车占汽车总销量比例	20%	40%
新能源汽车年产销规模预测 (万辆)	640	1,520
汽车用铝需求总量预测 (万吨)	800	1,330
新能源汽车用铝需求总量预测 (万吨)	160	532

资料来源：《节能与新能源汽车技术路线图》1.0 与 2.0 版，东亚前海证券研究所测算

铝型材大量应用于轨道车辆车体。在地铁、轻轨、市域快轨等城市轨道交通领域，铝型材可用于车身（车顶、侧壁、地板等）、配件（空调部件、结构板、列车门、上落踏板等）、装饰件（座椅骨架及部件、行李架等）等多处。在高铁领域，高铁及动车的座椅、门窗、行李架、车体等大量使用铝合金，按照相关规定，运行速度大于 250km/h 的列车必须采用铝合金车体，大于 350km/h 的列车车厢除底盘外全部使用铝型材，目前国产和谐号动车组中 CRH2、CRH3、CRH5 均为大型中空型材铝合金车体。

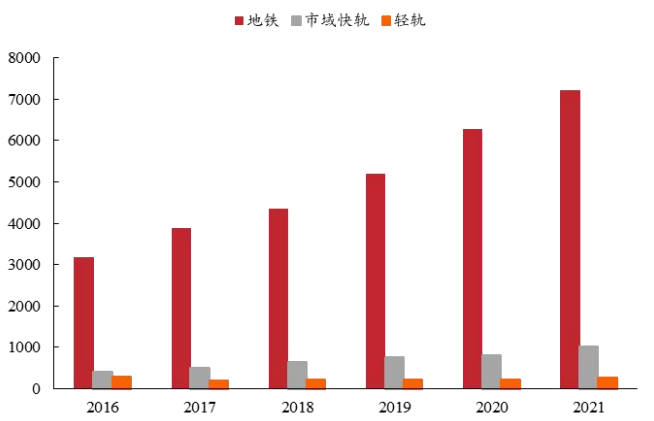
图表 37. 铝型材在轨道交通方面的应用



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

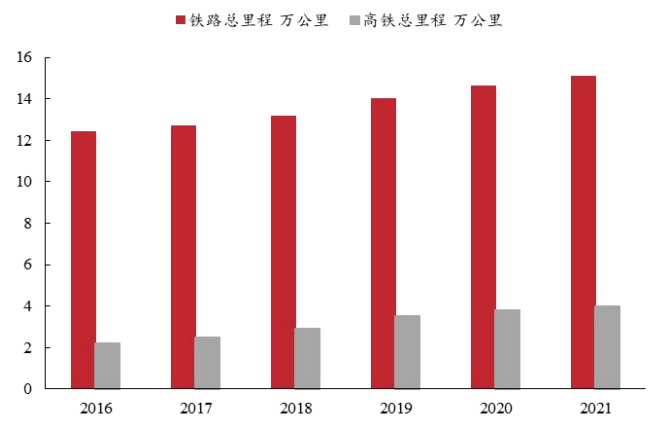
城市化和铁路建设的快速推进，将持续带动轨道交通铝型材需求增长。城市轨道交通方面，2021 年我国地铁、市域快轨、轻轨的运营线路分别达到 7,210 公里、1,011 公里和 263 公里，整体均呈现出快速增长趋势。铁路方面，2021 年我国铁路运营总里程突破 15 万公里，高铁运营总里程突破 4 万公里，高铁建设依然处于快速发展阶段，铝型材仍有较大的需求空间。

图表 38. 2016-2021 年全球地铁、轻轨及市域快轨运营线路长度（单位：公里）



资料来源：同花顺 ifind，东亚前海证券研究所

图表 39. 我国铁路和高铁运营总里程持续增长



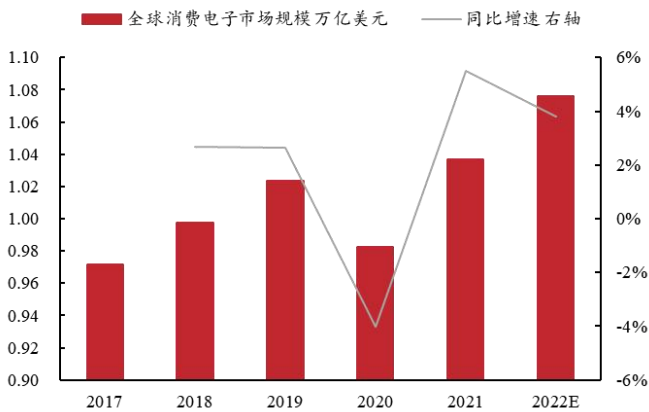
资料来源：同花顺 ifind，人民网，东亚前海证券研究所

### 2.3.3. 消费电子与建筑行业稳步发展，提供基本需求支撑

铝材广泛用于消费电子领域，全球及中国消费电子市场规模不断扩大。铝合金具有易加工和着色、散热效果好、材质轻便等特点，可用于手机、笔记本和平板电脑等产品的外壳、支架、结构件等。随着居民消费水平提高，全球及中国的消费电子行业均呈现出持续稳定的增长趋势。全球市场方面，据 Statista 数据，2021 年全球消费电子市场规模超过 1 万亿美元，并

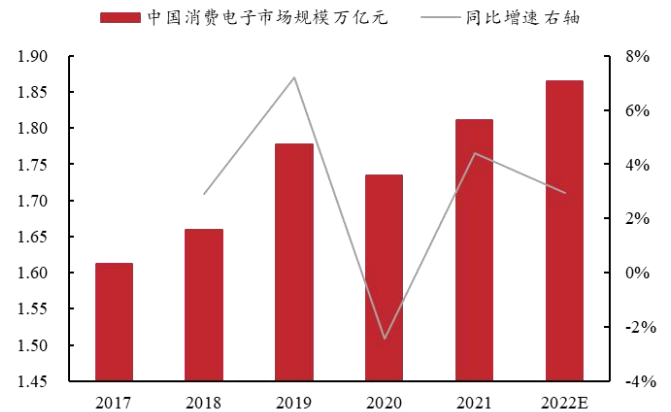
预测 2023 年市场规模将达 1.11 万亿美元。中国市场方面，2021 年中国消费电子市场规模估算约为 1.81 万亿元，同比增长 4.42%，据 Statista 预测，2022 年中国消费电子市场规模将达 1.86 万亿元，继续保持增长态势。

图表 40. 全球消费电子市场规模稳步增长



资料来源：Statista，东亚前海证券研究所

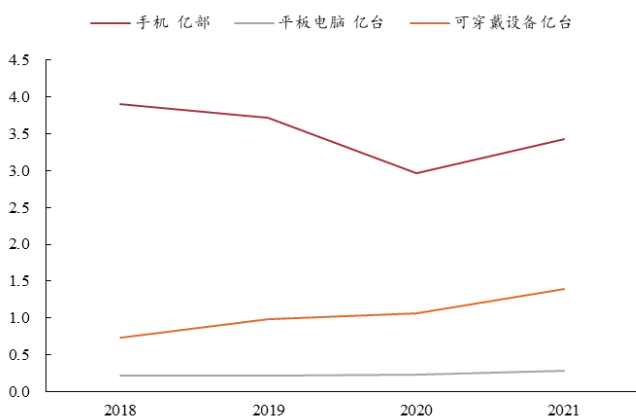
图表 41. 中国消费电子市场规模呈上升趋势



资料来源：Statista，东亚前海证券研究所

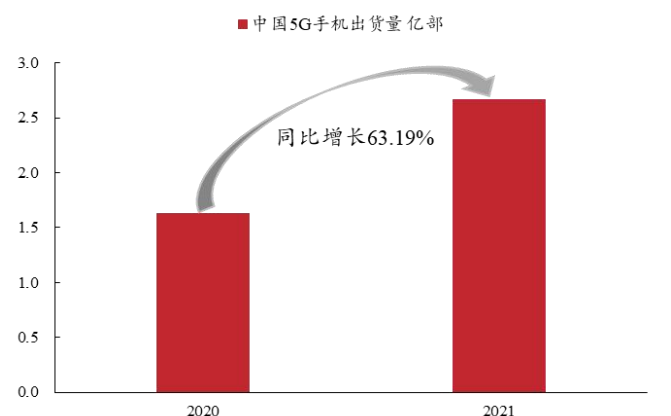
消费电子市场持续活跃，铝合金等铝材制品需求广阔。手机方面，2021 年我国智能手机出货量为 3.43 亿部，同比增长 15.88%，其中 5G 手机出货量为 2.66 亿部，同比增长 63.19%，占全国智能手机总出货量的 77.55%，随着 5G 通信的建设加快，5G 手机出货量有望持续增长。平板电脑出货量稳步增长，2021 年出货量为 0.28 亿台，同比增长 21.74%。可穿戴设备近年来发展迅猛，2021 年国内可穿戴设备出货量近 1.40 亿台，同比增长 25.4%，据 IDC 预计，2022 年我国可穿戴设备出货量将超过 1.6 亿台。

图表 42. 2018-2021 年中国各消费电子产品出货量



资料来源：同花顺 ifind，东亚前海证券研究所

图表 43. 2021 年我国 5G 手机出货量大幅增长

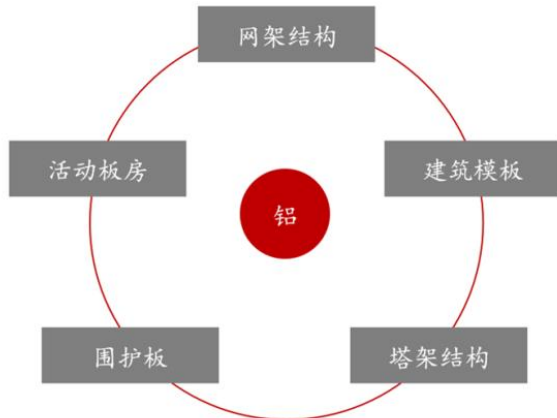


资料来源：同花顺 ifind，东亚前海证券研究所

铝材用途扩展及房屋竣工面积快速增长，驱动建筑业用铝量持续提升。用途方面，随着铝材轻量化、易于缩短工期等特点被发掘，铝材在建筑行业的用途逐渐扩展至活动板房、网架结构、建筑模板等多个领域。从地产竣工情况来看，房屋竣工面积相对房屋新开工面积具有 3 年左右的滞后期。国内房屋新开工面积从 2015 年的 15.45 亿平方米连续增长至 2019 年的 22.72 亿平方米，年均复合增长率达 10.12%。2020 年竣工面积受疫情影响有所下

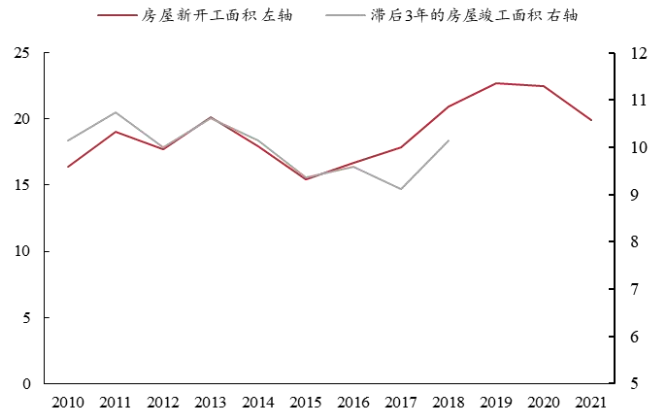
滑，但 2021 年竣工面积回升，预期未来 1-2 年国内房地产竣工面积仍将保持较高的增速。

图表 44. 铝在建筑领域的应用逐步拓展



资料来源：东亚前海证券研究所

图表 45. 房屋竣工面积存在提升预期 (单位：亿平方米)



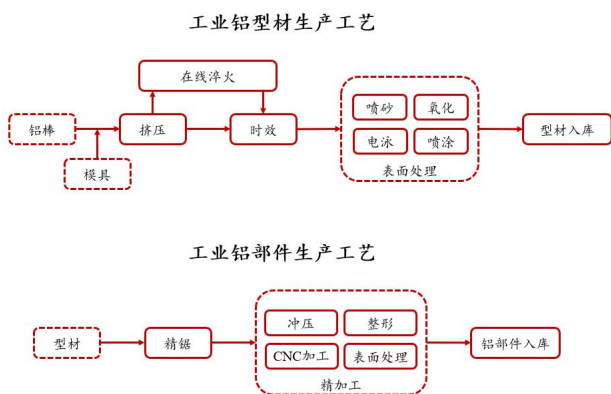
资料来源：同花顺 ifind, 东亚前海证券研究所

### 3. 多优势巩固领先地位，募投扩产提升竞争力

#### 3.1. 掌握核心技术，加大研发投入

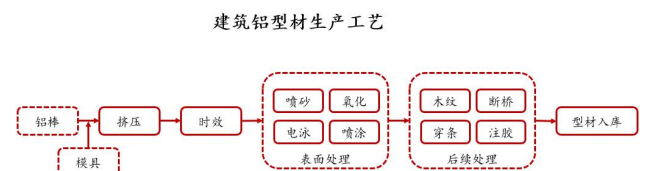
公司定位于中高端铝型材及铝部件市场，掌握多项核心技术。经过多年的技术积累，公司已掌握差异化挤压工艺技术、表面处理工艺技术、温度控制技术和合金成分配比等多项核心技术，可全流程独立生产工业铝型材及铝部件，以及建筑铝型材。截至 2020 年底，公司及其子公司共拥有 32 项已授权专利，其中 27 项发明专利，5 项实用新型专利。

图表 46. 公司工业铝型材及铝部件生产工艺流程图



资料来源：公司招股说明书，东亚前海证券研究所

图表 47. 公司建筑铝型材生产工艺流程图

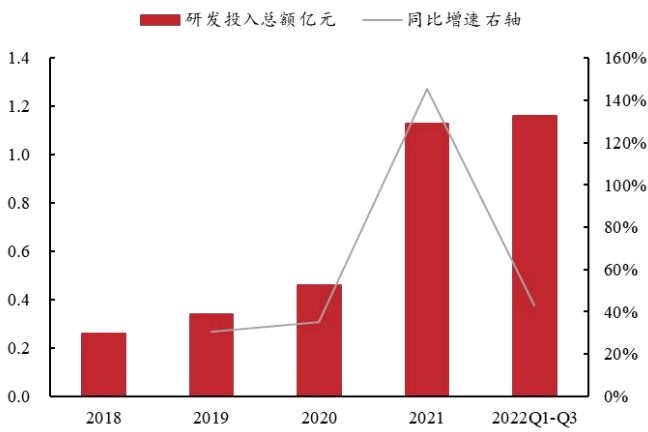


资料来源：公司招股说明书，东亚前海证券研究所

2021 年公司研发投入大增，并呈现出持续加大趋势。研发投入方面，2021 年公司研发投入为 1.13 亿元，同比增长 145.65%，2022 年前三季度公司研发投入为 1.16 亿元，同比增长 43.14%，继续加大研发投入。从研发投入占营收比重来看，2021 年公司研发投入占营业收入的比例为 4.33%，2022

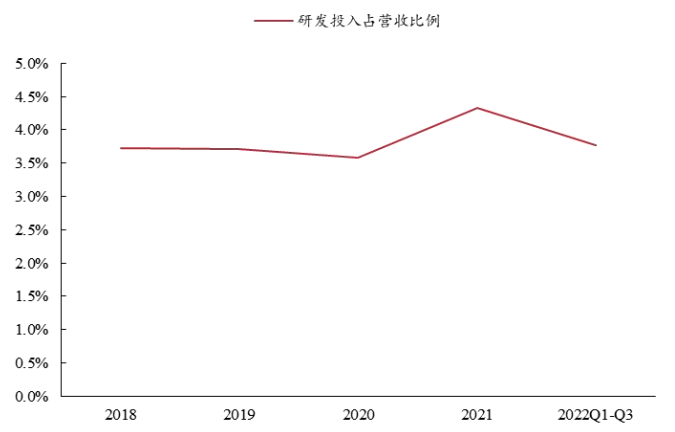
年前三季度公司研发投入占营业收入的比例为 3.77%，小幅下降。

图表 48. 2021 年公司研发投入加大



资料来源：同花顺 ifind，东亚前海证券研究所

图表 49. 近 5 年公司研发投入占营收的比例



资料来源：同花顺 ifind，东亚前海证券研究所

**客户资源丰富，主要为各细分行业的龙头企业。**公司铝型材和铝部件产品覆盖建筑领域和多个工业领域。在新能源光伏领域，公司已成功进入光伏行业第一梯队企业晶科能源、隆基绿能和晶澳科技的供应商体系，产品具有较高的认可度。此外，公司的主要客户还包括轨道交通领域部件制造业领先企业今创集团和康尼机电，汽车领域的全球最大的半挂车制造商中集集团、汽车整车厂的铝部件主要供应商无锡宏宇，医疗及电器细分领域的龙头企业美埃集团、英飞特，以及建筑领域的知名企业金鹏集团、美沃门窗等。

图表 50. 公司主要客户介绍

分类	领域	客户名称	客户市场地位
新能源光伏		晶科能源 (JSK.US)	全球最大的光伏产品制造商和光伏电力供应商之一
		隆基绿能 (601012.SH)	全球最大的太阳能单晶硅片制造商
		晶澳科技	全球光伏组件一体化龙头企业
		晋能集团	山西省属重点国有企业、山西最大的清洁能源企业，多年世界 500 强企业
工业领域	轨道交通	今创集团 (603680.SH)	全国轨道交通内装饰产品制造业单项冠军企业
		康尼机电 (603111.SH)	全国轨道交通自动门系统制造业单项冠军企业
汽车轻量化		中集集团 (2039.HK)	全球最大的半挂车制造商
		无锡宏宇	比亚迪、宇通客车、金龙客车的铝部件主要供应商
医疗及电器		美埃集团	国内乃至全球空气净化行业中的顶尖品牌之一
		英飞特 (300582.SZ)	中大功率 LED 照明驱动电源行业的全球性龙头企业之一
建筑领域	/	金鹏集团	安徽地区大型民营企业，安徽省民营企业 10 强
		美沃门窗	华东地区知名的系统性门窗公司

资料来源：公司招股说明书，东亚前海证券研究所

### 3.2. 募投扩产提高市占率，进一步打开盈利空间

IPO 募集资金拟主要用于铝型材扩产和研发中心升级建设项目。2021 年初，公司拟将 IPO 的部分募集资金用于建设“年产 7 万吨新型轨道交通及光伏新能源铝型材项目”、“研发中心升级建设项目”，拟投入募集资金分别约为 3.74 亿元、0.3 亿元。“年产 7 万吨新型轨道交通及光伏新能源铝型材项目”建设期为 12 个月，将引进更先进的挤压设备、氧化设备和精加工设备，提高中高端铝型材产能；“研发中心升级建设项目”建设期为 18 个月，将为公司引进更多高端研发人员，进一步提升公司的研发实力。截至 2021 年 12 月 31 日，这两个项目均已完成建设并已验收交付，达到预定可使用状态。

图表 51. 公司首次公开发行股票募集资金用途

序号	项目	总投资金额(万元)	拟投入募集资金金额(万元)	项目建设期
1	年产 7 万吨新型轨道交通及光伏新能源铝型材项目	38,740.14	37,383.60	12 个月,截至 2021 年 12 月 31 日,项目已达到预定可使用状态
2	研发中心升级建设项目	4,385.25	3,000.00	18 个月,截至 2021 年 12 月 31 日,项目已达到预定可使用状态
3	偿还银行贷款	5,000.00	2,000.00	/
	合计	48,125.39	42,383.60	/

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

项目投产后可增强公司盈利能力。“年产 7 万吨新型轨道交通及光伏新能源铝型材项目”预计 2022 年可投产，根据公司经济效益分析，投产后年均销售收入约为 12.31 亿元（不含税），年均净利润可达约 0.82 亿元，投资回收期为 6.57 年（税后），内部收益率为 18.36%（税后），具备较强的经济效益，可大幅提升公司在新能源光伏和轨道交通领域高端铝材的产能，增强公司的竞争力。

图表 52. 年产 7 万吨新型轨道交通及光伏新能源铝型材项目实施计划

序号	项目	建设期				投产期		
		T+1				T+2	T+3	T+4
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1-Q4	Q1-Q4	Q1-Q4
1	建筑工程							
2	设备购置安装							
3	人员招聘培训							
4	试运行, 竣工验收							
5	投产释放 50%产能							
6	释放 80%产能							
7	释放 100%产能							

资料来源: 公司公告, 东亚前海证券研究所

**增发募资以扩张太阳能组件边框产能。**2021 年 12 月, 公司发布非公开发行 A 股股票预案, 拟募集不超过 7.8 亿元用于投资建设“年产 10 万吨光伏铝部件项目”以及补充流动资金。“年产 10 万吨光伏铝部件项目”建设期为 1 年, 建成后将实现年产 10 万吨太阳能组件边框。公司与隆基股份、晶科能源、晶澳科技、晋能集团、无锡尚德、通威股份及正信光电等光伏行业主要组件企业已建立稳定的合作关系, 2021 年公司光伏铝边框产能均处于满负荷状态, 随着下游光伏组件企业不断扩充产能, 此项目将有利于公司突破产能瓶颈, 抓住光伏行业快速发展的机遇, 提升公司盈利能力。经测算, 此项目税后内部收益率为 17.03%, 经济效益良好。

图表 53. 2021 年 12 月公司非公开发行 A 股股票募集资金用途

序号	项目	项目投资总额 (万元)	募集资金投资金额 (万元)	项目建设期
1	年产 10 万吨光伏铝部件项目	68,786.28	54,800.00	1 年
2	补充流动资金	23,200.00	23,200.00	/
	合计	91,986.28	78,000.00	/

资料来源: 公司公告, 东亚前海证券研究所

### 3.3. 募资布局再生铝业务, 优秀生产体系再完善

**定增募资布局再生铝业务。**2023 年 1 月, 公司发布非公开发行 A 股股票预案, 拟通过定增募集资金不超过 13.45 亿元, 用于“年产 60 万吨再生铝项目”和“数字化建设项目”等。其中“年产 60 万吨再生铝项目”募集资金投资额为 8.93 亿元, 投资总额约为 20.40 亿元, 计划建设周期为 3 年, 预计可实现再生铝铝棒年产能 60 万吨; “数字化建设项目”募集资金投资额约为 0.49 亿元, 建设周期为 2 年, 项目将推进公司数字化、平台化、智

能化发展。

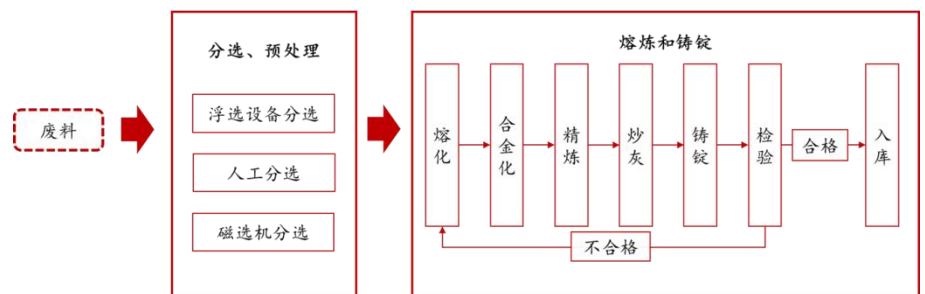
图表 54. 2023 年 1 月公司非公开发行 A 股股票募集资金用途

序号	项目名称	项目投资总额 (万元)	募集资金投资金额 (万元)	项目建设周期 (万元)
1	年产 60 万吨再生铝项目	204,039.46	89,295.28	3 年, 预计可实现年产 60 万吨再生铝铝棒产能
2	数字化建设项目	4,921.90	4,921.90	2 年
3	补充流动资金	40,282.82	40,282.82	/
	合计	249,244.18	134,500.00	/

资料来源: 公司公告, 东亚前海证券研究所

**再生铝项目产能可内部消化。**据测算, 再生铝项目内部收益率为 12.52%, 静态投资回收期为 10 年。下游光伏、轨道交通、汽车轻量化需求增长拉动铝型材产量提升, 保障再生铝的内部消化。项目达产时, 预计公司铝型材产量可达 60 万吨, 原材料约为 70 万吨铝棒, 本项目再生铝铝棒新增产能可内部消化。

图表 55. 再生铝生产工艺

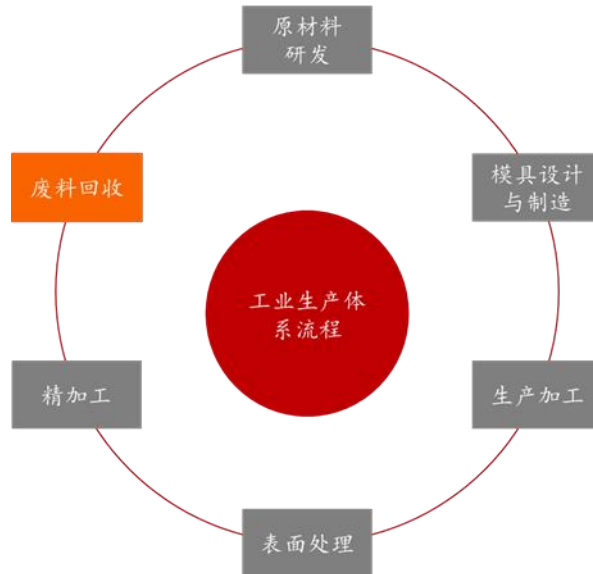


资料来源: 顺博合金招股说明书, 东亚前海证券研究所

**公司是少数具有全流程生产、一体化供应铝型材能力的企业之一，布局再生铝进一步延伸产业链。**在铝型材行业中, 仅少数企业具备从原材料开发到精深加工的全流程生产工艺体系, 公司是拥有完整的铝材生产体系的企业之一。再生铝项目将公司产业链进一步向上延伸, 形成包含材料研发、模具研制、生产加工以及废料回收等的完整产业链, 可保证原材料质量, 降低成本, 实现产业链协同。



图表 56. 公司具备完整的铝型材生产体系



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

国家各部门出台政策支持再生铝行业发展，2021-2025 年我国再生铝产量 CAGR 或达 9.5%。2021 年 7 月，国家发改委印发《“十四五”循环经济发展规划》，提出到 2025 年再生铝产量达 1150 万吨的目标。2021 年 10 月，国务院发布《2030 年前碳达峰行动方案》，指出要提高再生有色金属产量。2021 年 12 月，中国工业和信息化部、科技部、自然资源部发布《“十四五”原材料工业发展规划》，鼓励企业建立再生铝回收基地和产业集群区。2022 年 11 月，工业和信息化部、发展改革委、生态环境部发布《有色金属行业碳达峰实施方案》，指出要完善再生有色金属资源回收和综合利用体系，再次提出，到 2025 年再生铝产量 1150 万吨的目标。据中国有色金属工业协会测算，2021-2025 年我国再生铝产量 CAGR 有望达 9.50%。

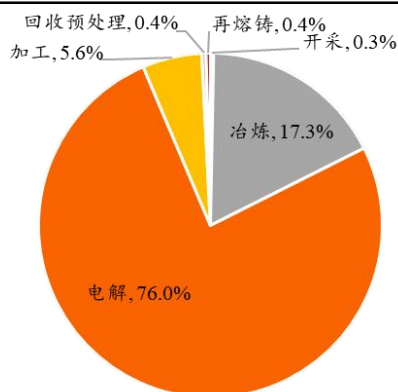
图表 57. 再生铝行业相关政策

时间	部门	文件	内容
2021/7	国家发改委	《“十四五”循环经济发展规划》	到 2025 年，再生有色金属产量达到 2000 万吨，其中再生铝产量达 1150 万吨。
2021/10	国务院	《2030 年前碳达峰行动方案》	巩固化解电解铝过剩产能成果，提高再生有色金属产量。到 2025 年，废钢铁、废铜、废铝、废铅、废锌、废纸、废塑料、废橡胶、废玻璃等 9 种主要再生资源循环利用量达到 4.5 亿吨，到 2030 年达到 5.1 亿吨。
2021/12	中国工业和信息化部、科技部、自然资源部	《“十四五”原材料工业发展规划》	支持企业建立再生铝回收基地和产业集群，推进再生金属回收、拆解、加工、分类、配送一体化发展。提高国内铁金属自给率，到 2025 年，再生铝产量比例达 20%。
2022/11	工业和信息化部、发展改革委、生态环境部	《有色金属行业碳达峰实施方案》	完善再生有色金属资源回收和综合利用体系，布局回收预处理配送中心，完善再生有色金属原料标准。到 2025 年再生铝产量 1150 万吨。

资料来源：环资司，国务院，工信部，东亚前海证券研究所

**再生铝节能环保优势显著，生产单吨再生铝较原铝节约 3.4 吨煤、14 立方米水，减少排放固体废物 20 吨。**据欧洲铝业协会的数据，生产 1 吨再生铝仅排放 0.5 吨 CO<sub>2</sub>，所需能耗仅为原铝的 5%；据我国的数据，生产 1 吨再生铝较原铝节约 3.4 吨煤、14 立方米水，减少排放固体废物 20 吨。从铝生命周期来看，2016 年我国铝的电解环节能耗占 76.0%，而铝的回收预处理和再熔铸能耗仅各占 0.4%。从铝生产环节的碳排放来看，2020 年，生产 1 吨再生铝仅排放二氧化碳 0.2 吨，远低于电解铝的 11.7 吨；2020 年我国电解铝 CO<sub>2</sub> 排放量占铝行业排放总量的 76.6%，而再生铝仅占 0.2%。

图表 58. 2016 年我国铝生命周期各环节能耗占比



资料来源：《中国铝生命周期能耗与碳排放的情景分析及减排对策》（卢浩浩），东亚前海证券研究所

图表 59. 2020 年我国铝行业碳排放情况

生产环节	CO <sub>2</sub> 单位排放量 吨 CO <sub>2</sub> /吨产品	CO <sub>2</sub> 总排放量 亿吨	占比
铝土矿	0.01	0.02	0.4%
氧化铝	1.08	0.8	14.6%
电解铝	11.7	4.2	76.6%
再生铝	0.2	0.01	0.2%
铝材	1.1	0.45	8.2%
铝行业总计		5.5	100.0%

资料来源：中国有色金属工业协会，东亚前海证券研究所

## 4. 盈利预测

当前光伏及其他下游领域需求旺盛，公司扩建项目逐步落地。我们假设：（1）公司年产7万吨新型轨道交通及光伏新能源铝型材项目以及年产10万吨光伏铝部件项目，新增产能将分别自2022年、2023年起逐步释放；（2）公司所处铝型材行业普遍采取“铝锭市场公开价格+加工费”的定价模式，主要以加工费为盈利，毛利率较为稳定。则公司2022年工业铝型材、建筑铝型材、工业铝部件业务板块的毛利水平将分别为3.33亿元、0.51亿元、1.83亿元。

图表 60. 公司分业务情况测算

业务	单位：亿元	2021A	2022E	2023E	2024E
工业铝型材	营业收入	14.40	28.80	35.42	42.51
	毛利	1.66	3.33	4.10	4.91
建筑铝型材	营业收入	2.99	3.43	3.77	4.15
	毛利	0.48	0.51	0.57	0.62
工业铝部件	营业收入	8.47	12.70	24.13	34.99
	毛利	1.22	1.83	3.48	5.05

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

光伏等下游行业需求快速增长，公司扩产项目逐步释放产能，预计公司未来业绩将持续增长。我们预期2022/2023/2024年公司归母净利润分别为2.23/3.62/4.87亿元，对应的EPS分别为1.51/2.45/3.30元。以2023年1月9日收盘价51.8元为基准，对应PE分别34.29/21.11/15.70倍。结合行业景气度，看好公司发展。首次覆盖，给予“推荐”评级。

## 5. 风险提示

**环保政策调整风险、下游光伏等领域需求不及预期、扩产项目建设和产能释放进度以及收益不及预期。**

**环保政策调整风险：**若环保政策趋严，或将影响公司生产从而影响产品产销量，进一步影响收益。

**下游光伏等领域需求不及预期：**下游光伏、汽车轻量化、轨道交通等行业发展或不及预期，从而降低对铝型材等产品的需求。

**扩产项目建设和产能释放进度以及收益不及预期：**年产7万吨新型轨道交通及光伏新能源铝型材项目于2021年底已达预定可使用状态，若2022年产能释放不及预期；年产10万吨光伏铝部件项目尚在建设中，若因资金及其他不可抗力因素导致进度不及预期，将影响公司收益。

利润表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2596.55	4508.93	6351.92	8187.92
%同比增速	101.72%	73.65%	40.87%	28.90%
营业成本	2255.88	3936.36	5531.64	7122.12
毛利	340.67	572.57	820.29	1065.79
%营业收入	13.12%	12.70%	12.91%	13.02%
税金及附加	10.36	17.79	24.17	30.69
%营业收入	0.40%	0.39%	0.38%	0.37%
销售费用	17.35	41.89	54.06	65.78
%营业收入	0.67%	0.93%	0.85%	0.80%
管理费用	34.19	46.18	57.67	71.14
%营业收入	1.32%	1.02%	0.91%	0.87%
研发费用	112.51	219.07	298.76	378.62
%营业收入	4.33%	4.86%	4.70%	4.62%
财务费用	32.25	17.57	15.35	17.76
%营业收入	1.24%	0.39%	0.24%	0.22%
资产减值损失	-0.29	0.00	0.00	0.00
信用减值损失	-23.46	0.00	0.00	0.00
其他收益	2.55	7.71	8.55	12.51
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
净敞口套期收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	0.00	0.01	0.01	0.01
营业利润	112.81	237.78	378.85	514.33
%营业收入	4.34%	5.27%	5.96%	6.28%
营业外收支	11.32	0.00	0.00	0.00
利润总额	124.13	237.78	378.85	514.33
%营业收入	4.78%	5.27%	5.96%	6.28%
所得税费用	3.12	14.77	16.53	27.19
净利润	121.01	223.01	362.31	487.13
%营业收入	4.66%	4.95%	5.70%	5.95%
归属于母公司的净利润	121.01	223.01	362.31	487.13
%同比增速	33.01%	84.30%	62.46%	34.45%
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
EPS (元/股)	1.19	1.51	2.45	3.30

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	1.19	1.51	2.45	3.30
BVPS	8.98	12.98	15.43	18.73
PE	62.16	34.29	21.11	15.70
PEG	1.88	0.41	0.34	0.46
PB	8.24	3.99	3.36	2.77
EV/EBITDA	42.26	21.18	15.38	11.58
ROE	12.66%	11.64%	15.90%	17.62%
ROIC	7.63%	8.45%	11.72%	13.54%

资产负债表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	320	844	442	581
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款及应收票据	719	1110	1430	1867
存货	191	302	387	503
预付账款	10	12	21	24
其他流动资产	73	98	129	155
流动资产合计	1314	2366	2409	3130
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	8	8	8	7
固定资产合计	543	775	974	1145
无形资产	46	62	78	94
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	10	10	10	10
其他非流动资产	196	261	311	374
资产总计	2117	3482	3790	4761
短期借款	832	852	872	892
应付票据及应付账款	203	528	428	849
预收账款	1	1	2	2
应付职工薪酬	17	34	45	60
应交税费	3	22	32	41
其他流动负债	40	64	69	88
流动负债合计	1097	1501	1447	1931
长期借款	25	25	25	25
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	2	2	2	2
其他非流动负债	38	38	38	38
负债合计	1161	1566	1511	1995
归属于母公司的所有者权益	956	1916	2278	2765
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	956	1916	2278	2765
负债及股东权益	2117	3482	3790	4761

现金流量表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	-385	208	-3	549
投资	0	-4	-4	-4
资本性支出	-339	-417	-395	-406
其他	0	0	0	0
投资活动现金流净额	-339	-422	-399	-410
债权融资	-209	0	0	0
股权融资	444	769	0	0
银行贷款增加(减少)	849	20	20	20
筹资成本	-13	-51	-20	-20
其他	-256	0	0	0
筹资活动现金流净额	814	738	0	0
现金净流量	91	525	-402	139

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

郑倩怡，东亚前海证券研究所轻工组组长。华威大学金融数学硕士。2019年加入东亚前海证券。

## 投资评级说明

### 东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

### 东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。东亚前海证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

## 联系我们

### 东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>