

## 高端铜合金乘势而上，光伏组件持续发力

### 投资要点

- **事件:** 6月2日, 国务院常务会议提出继续延续和优化新能源汽车车辆购置税减免政策。6月16日, 国家发改委表示将推动出台促进新能源汽车产业发展政策举措, 重点推动开展新能源汽车下乡等活动, 促进新能源汽车市场持续平稳增长。公司铜合金业务有望持续受益于政策刺激。
- **下游多点开花, 铜合金需求长期向好。** 公司产品主要应用于汽车连接器和半导体封测引线框架材料。根据 LMC Automotive 预测, 新能源汽车汇流排及高压连接器用铜合金带材需求量将从 2022 年 6.5 万吨增长到 2030 年 29.7 万吨, CAGR+20.9%。中商产业研究院根据 Frost&Sullivan 数据预测, 2022 年中国先进封装行业市场规模将达 507.5 亿元, 2022-2025 年中国先进封装行业市场规模 CAGR+30.8%。
- **铜合金产品结构不断优化, 重点项目产能放量在即。** 量: 22 年公司铜合金销量 17.6 万吨, 5 万吨特殊合金带材项目将于 23Q2 投产, 贝肯霍夫(越南) 31800 吨棒线项目中线材产线已进入批量销售阶段, 棒材产线正在安装调试。公司预计 23 年铜合金销量 24.6 万吨, 同比+39.8%。高端产品(线材+带材+精密细丝) 销量占比 56.3%, 同比+5.1pp, 产品结构持续优化。价: 22 年公司铜合金均价 5.6 万元/吨, 同比+12.0%; 单吨毛利 6737 元, 同比+7.0%。预计 23 年公司铜合金均价 5.7 万元/吨, 同比+1.6%; 单吨毛利 6999 元, 同比+3.9%。
- **美国市场竞争力凸显, 新能源业务持续高增。** 根据 Infolink 最新全球光伏需求报告, 2023-2025 年美国光伏组件需求分别为 26GW/40GW/50GW, CAGR+31.5%。另一方面, 美国商务部初步认定包括越南博威尔特在内的 4 家强制应诉企业不构成反规避, 使得美国市场对公司光伏组件产品的需求大幅增长。量: 1GW 电池片扩产项目将在 23Q2 投产, 公司预计 23 年光伏组件销量达到 2.2GW, 同比+87.1%。价: 22 年公司光伏组件均价 2.8 元/W, 23 年硅料持续下跌, 使得公司盈利有所改善, 预计 23 年光伏组件单 W 毛利 0.3 元。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 10.0 亿元/11.7 亿元/13.0 亿元, 对应 EPS 分别为 1.27 元/1.48 元/1.65 元, 未来三年归母净利润将保持 34.3% 的复合增长率。考虑到公司高端铜合金产品稀缺性且产能持续释放, 给予公司 2023 年 15 倍 PE, 对应目标价 19.05 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格波动风险、项目投产或不达预期、下游需求或不及预期。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	13447.84	17217.43	19696.49	22045.63
增长率	33.97%	28.03%	14.40%	11.93%
归属母公司净利润(百万元)	537.07	1003.89	1166.29	1301.90
增长率	73.11%	86.92%	16.18%	11.63%
每股收益 EPS(元)	0.68	1.27	1.48	1.65
净资产收益率 ROE	8.93%	14.61%	4.88%	14.62%
PE	21	11	10	9
PB	1.89	1.66	1.45	1.28

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 郑连声  
执业证号: S1250522040001  
电话: 010-57758531  
邮箱: zlsns@swsc.com.cn

联系人: 黄腾飞  
电话: 13651914586  
邮箱: htengf@swsc.com.cn

联系人: 朱善颖  
电话: 18810685324  
邮箱: zsyf@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	7.90
流通 A 股(亿股)	7.90
52 周内股价区间(元)	13.25-21.8
总市值(亿元)	113.85
总资产(亿元)	124.18
每股净资产(元)	7.03

### 相关研究

1. 博威合金(601137): Q3 业绩符合预期, 新能源业务持续高景气 (2022-11-02)
2. 博威合金(601137): 加快扩产步伐, 双轮驱动后劲十足 (2022-09-02)

## 盈利预测

### 关键假设：

**铜合金线材：**根据公司产能投产节奏，考虑到公司产能处在爬坡阶段和下游需求情况，预计 2023-2025 年公司产能利用率分别为 90%/95%/85%，对应销量分别为 31050/32775/46325 吨。根据原材料均价同比平稳走势，考虑到 23 年下游汽车市场竞争加剧，预计 2023-2025 年单位售价分别-1%/+3%/+3%，单位成本分别-1%/+2.5%/+2.5%，对应毛利率分别为 12.0%/12.4%/12.8%。

**铜合金棒材：**根据公司产能投产节奏，考虑到公司产能处在爬坡阶段和下游需求情况，预计 2023-2025 年公司产能利用率分别为 90%/95%/100%，对应销量分别为 95400/100700/106000 吨。根据原材料均价同比平稳走势，考虑到 23 年下游汽车市场竞争加剧，预计 2023-2025 年单位售价分别-2%/+3%/+2%，单位成本分别-1%/+2.5%/+2.5%，对应毛利率分别为 5.8%/6.2%/5.8%。

**铜合金板带材：**根据公司产能投产节奏，考虑到公司产能处在爬坡阶段和下游需求情况，预计 2023-2025 年公司产能利用率分别为 70%/85%/95%，对应销量分别为 60368/74800/83600 吨。根据原材料均价同比平稳走势，考虑到公司 23 年新增铜合金板带材高端产能，产品竞争力较强，预计 2023-2025 年单位均价分别+1%/+3%/+3%，单位成本分别-1%/+2%/+2%，对应毛利率分别为 13.7%/14.6%/15.4%。

**精密细丝：**根据公司产能投产节奏，考虑到公司新产品竞争力较强，预计 2023-2025 年公司产能利用率均为 95%，对应销量均为 31350 吨。根据原材料均价同比平稳走势，考虑到公司精密细丝技术高端，产品竞争力较强，预计 2023-2025 年单位售价分别+2%/+3%/+2%，单位成本分别+1%/+2.5%/+2%，对应毛利率分别为 22.8%/23.1%/23.1%。

**光伏组件：**根据公司产能投产节奏，考虑到公司产能处在爬坡阶段且美国市场需求旺盛，预计 2023-2025 年公司产能利用率分别为 100%/110%/110%，对应销量分别为 2GW/2.2GW/2.2GW。根据硅料下降趋势，预计 2023-2025 年单位售价分别-20%/3%/2%；单位成本分别-23.1%/+2.9%/+2.3%，对应毛利率分别为 20.5%/20.6%/20.4%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
铜合金线材	收入	1915.5	1963.1	2134.4	3107.3
	增速	9.4%	2.5%	8.7%	45.6%
	毛利率	12.0%	12.0%	12.4%	12.8%
铜合金棒材	收入	3216.1	3922.2	4264.3	4578.5
	增速	-4.3%	22.0%	8.7%	7.4%
	毛利率	6.7%	5.8%	6.2%	5.8%
铜合金板带材	收入	3048.8	4774.7	6093.7	7014.9
	增速	33.3%	56.6%	27.6%	15.1%
	毛利率	12.0%	13.7%	14.6%	15.4%
精密细丝	收入	1688.5	1800.7	1854.8	1891.9

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
	增速	-3.9%	6.6%	3.0%	2.0%
	毛利率	22.0%	22.8%	23.1%	23.1%
光伏组件	收入	3257.7	4432.3	5021.8	5122.2
	增速	324.5%	36.1%	13.3%	2.0%
	毛利率	17.3%	20.5%	20.6%	20.4%
其他业务	收入	321.2	324.4	327.6	330.9
	增速	118.3%	1.0%	1.0%	1.0%
	毛利率	-1.8%	10.0%	10.0%	10.0%
合计	收入	13447.8	17217.4	19696.5	22045.6
	增速	33.8%	28.0%	14.4%	11.9%
	毛利率	12.9%	14.3%	14.8%	14.8%

数据来源：wind, 西南证券

## 相对估值

我们选取了行业中与博威合金铜合金业务最为相近的三家公司楚江新材、海亮股份、斯瑞新材和光伏组件可比公司 TCL 中环，2023-2025 年平均 PE 为 23/17/13 倍。博威合金未来最大的看点有两个：1) 公司作为国内高端铜合金龙头，产品高端，具备较高的技术壁垒及认证壁垒且盈利能力远超同行；2) 公司募投项目产能持续释放，光伏组件在美国市场竞争力强，需求旺盛。结合对标公司的估值和目前博威合金产能释放进度及高端铜合金产品的稀缺性，给予公司 2023 年 15 倍 PE，对应目标价 19.05 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值（截止至 6.16 收盘价）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
002171.SZ	楚江新材	7.04	0.10	0.51	0.62	0.74	73.38	13.70	11.36	9.50
600282.SH	海亮股份	12.04	0.61	0.86	1.18	1.51	18.55	14.04	10.16	7.98
688102.SH	斯瑞新材	12.50	0.20	0.24	0.34	0.46	84.55	52.12	36.47	27.18
002129.SZ	TCL 中环	31.90	2.11	2.45	2.97	3.45	17.85	13.02	10.75	9.25
平均值							48.58	23.22	17.19	13.48
601137.SH	博威合金	14.41	0.68	1.27	1.48	1.65	21.20	11.34	9.76	8.74

数据来源：Wind, 西南证券整理

## 风险提示

原材料价格波动风险、项目投产或不达预期、下游需求或不及预期。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	13447.84	17217.43	19696.49	22045.63	净利润	537.07	1003.89	1166.29	1301.90
营业成本	11707.63	14747.81	16779.78	18785.76	折旧与摊销	352.86	326.45	379.66	406.47
营业税金及附加	22.59	42.78	44.74	49.47	财务费用	15.56	265.38	310.64	343.31
销售费用	168.81	272.22	281.32	319.75	资产减值损失	-205.25	-20.00	-10.00	-10.00
管理费用	360.08	740.35	886.34	992.05	经营营运资本变动	-677.18	-1613.59	-1486.61	-2026.64
财务费用	15.56	265.38	310.64	343.31	其他	507.27	63.64	59.87	72.13
资产减值损失	-205.25	-20.00	-10.00	-10.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>530.32</b>	<b>25.77</b>	<b>419.85</b>	<b>87.17</b>
投资收益	-0.69	0.00	0.00	0.00	资本支出	-329.03	-341.00	-411.22	-461.44
公允价值变动损益	-31.45	-15.68	-18.25	-19.59	其他	-564.60	-27.33	-14.36	-20.89
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-893.63</b>	<b>-368.33</b>	<b>-425.58</b>	<b>-482.33</b>
<b>营业利润</b>	<b>614.01</b>	<b>1153.22</b>	<b>1385.42</b>	<b>1545.70</b>	短期借款	-1404.00	1098.01	646.54	1091.76
其他非经营损益	-13.65	-12.44	-13.32	-14.05	长期借款	1693.23	50.00	50.00	50.00
<b>利润总额</b>	<b>600.37</b>	<b>1140.78</b>	<b>1372.10</b>	<b>1531.65</b>	股权融资	18.20	0.00	0.00	0.00
所得税	63.30	136.89	205.82	229.75	支付股利	-94.65	-107.41	-200.78	-233.26
净利润	537.07	1003.89	1166.29	1301.90	其他	109.67	-457.69	-242.12	-278.42
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>322.45</b>	<b>582.91</b>	<b>253.64</b>	<b>630.08</b>
归属母公司股东净利润	537.07	1003.89	1166.29	1301.90	<b>现金流量净额</b>	<b>156.01</b>	<b>240.35</b>	<b>247.91</b>	<b>234.91</b>
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1481.40	1721.74	1969.65	2204.56	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1702.92	2549.54	3283.12	4097.73	销售收入增长率	33.97%	28.03%	14.40%	11.93%
存货	4781.66	4994.81	6021.50	7495.25	营业利润增长率	103.98%	87.82%	20.14%	11.57%
其他流动资产	699.59	507.05	607.29	697.50	净利润增长率	73.11%	86.92%	16.18%	11.63%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	35.32%	77.63%	18.95%	10.59%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	5273.06	5331.32	5407.43	5507.81	毛利率	12.94%	14.34%	14.81%	14.79%
无形资产和开发支出	293.82	259.17	223.68	187.33	三费率	4.05%	7.42%	7.51%	7.51%
其他非流动资产	250.99	240.93	230.87	220.81	净利率	3.99%	5.83%	5.92%	5.91%
<b>资产总计</b>	<b>14483.44</b>	<b>15604.57</b>	<b>17743.55</b>	<b>20411.01</b>	ROE	8.93%	14.61%	14.88%	14.62%
短期借款	1376.40	2474.41	3120.95	4212.71	ROA	3.71%	6.43%	6.57%	6.38%
应付和预收款项	2328.77	3073.87	3462.39	3835.05	ROIC	6.05%	11.43%	11.30%	10.89%
长期借款	2397.58	2447.58	2497.58	2547.58	EBITDA/销售收入	7.31%	10.14%	10.54%	10.41%
其他负债	2364.27	736.43	824.83	909.23	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>8467.02</b>	<b>8732.28</b>	<b>9905.76</b>	<b>11504.57</b>	总资产周转率	1.02	1.14	1.18	1.16
股本	790.04	790.04	790.04	790.04	固定资产周转率	4.16	4.08	3.88	4.15
资本公积	2651.29	2651.29	2651.29	2651.29	应收账款周转率	10.29	9.31	7.59	6.58
留存收益	2548.74	3445.21	4410.72	5479.36	存货周转率	2.87	3.01	3.04	2.77
归属母公司股东权益	6016.42	6872.28	7837.79	8906.43	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	108.90%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>6016.42</b>	<b>6872.28</b>	<b>7837.79</b>	<b>8906.43</b>	资产负债率	58.46%	55.96%	55.83%	56.36%
负债和股东权益合计	14483.44	15604.57	17743.55	20411.01	带息债务/总负债	44.57%	56.37%	56.72%	58.76%
					流动比率	1.51	1.65	1.69	1.70
					速动比率	0.68	0.80	0.83	0.82
					股利支付率	17.62%	10.70%	17.22%	17.92%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	982.43	1745.05	2075.71	2295.48	每股收益	0.68	1.27	1.48	1.65
PE	21.20	11.34	9.76	8.74	每股净资产	7.62	8.70	9.92	11.27
PB	1.89	1.66	1.45	1.28	每股经营现金	0.67	0.03	0.53	0.11
PS	0.85	0.66	0.58	0.52	每股股利	0.12	0.14	0.25	0.30
EV/EBITDA	14.22	8.41	7.31	7.02					
股息率	0.83%	0.94%	1.76%	2.05%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	刘中一	销售经理	19821158911	19821158911	lzhongy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyyf@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	徐铭婉	销售经理	15204539291	15204539291	xumw@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn

**西南证券机构销售团队**

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn