

进军中高端铜合金材料，产能持续扩张

2012年2月20日

推荐/首次

博威合金

调研快报

——博威合金（601137）调研快报

| | | |
|-----|------------------|-----------------------|
| 林阳 | 有色金属行业首席分析师 | 执业证书编号：S1480510120003 |
| | liny@dxzq.net.cn | 010-6655 4024 |
| 李晨辉 | lich@dxzq.net.cn | 010-6655 4028 |

事件：

近日我对公司进行了实地调研,并针对公司业务的发展情况和今后经营的重点与公司高层进行了交流。

观点：

1. 高端铜合金材料龙头，产能稳步增长

公司是国内铜合金棒材行业的领导企业之一，产品主要定位于中高铜合金领域。公司主要从事铜合金棒、线材料的研究、生产和销售，主要产品涵盖铜合金棒、线两大类合金材料。目前，公司现有铜合金棒产能 4.8 万吨，国内市场占有率 4.97%；铜合金线产能 1.2 万吨，国内市场占有率 7.47%。公司 2012 年订单充足，特殊铜合金线材和高强高导铜合金棒需求增长较快，目前的开工率接近 100%。

公司目前正积极实施募投项目，以期在较短时间内扩充产能，公司 1 万吨环保铜合金棒项目预计于 2012 年底建成投产，1.5 万吨新型锌合金棒项目预计于 2013 年底建成投产。年产 2 万吨高性能高精度铜合金板带生产线项目也预计于 2013 年底建成。

表 1：公司主要产品以及用途

| 产品类别 | 产品名称 | 主要用途 | 产能(万吨) |
|----------|----------|--|--------|
| 高强高导铜合金棒 | 铬锆铜 | 用作点焊材料、冶金连续结晶器、IC 框架引线材料。 | 0.48 |
| | 铬青铜 | 同上 | |
| | 锆青铜 | 同上 | |
| 精密铜合金棒 | 易切削黄铜 | 适用于自动车床、数控车床加工产品，如五金件、电气接插件、连接器。 | 4.00 |
| | 无铅黄铜 | 电子、电讯、接插件和家电、五金、饮用水工程的零部件。 | |
| 环保铜合金棒 | 卫浴环保黄铜 | 专用于卫浴水龙头、挂件，充分满足卫浴领域对环保合金产品的需求，是铅黄铜理想替代品。 | 0.40 |
| | 无镍白铜棒 | 眼镜配件、拉链、纽扣、衣物饰品、首饰等，亦可用于金属构件。 | |
| 特殊铜合金线 | 钎焊材料 | 专用于钎焊材料。 | 1.20 |
| | 其他特殊铜合金线 | 适用于航天航空接插件、仪表游丝、电弧钎焊料；眼镜配件、电子电器元件、光学仪器、电阻线等。 | |
| 黄铜替代合金 | 易切削新型锌合金 | 广泛应用于制笔、接插件、电工、灯具、锁具、电容器、阀门、水暖管接件、卫浴水暖等。 | |

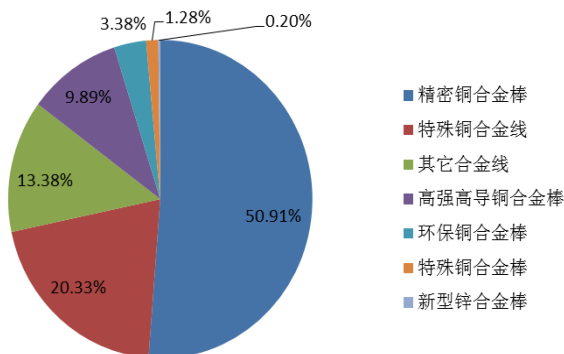
资料来源：公司资料、东兴证券

2. 公司主要利润来源于高品质、高性能新型合金材料

目前，公司基本形成以易切削精密铜合金棒为主、以高强高导铜合金棒、环保铜合金棒以及特殊铜合金线为辅的主要产品架构。公司自产自销产品的定价模式为“原材料+约定加工费”，受托加工产品的定价模式为“固定盈利+加工损耗成本”。因此，公司的盈利模式为主要赚取较为稳定的约定加工费。公司高强高导铜合金棒材加工费在 8000 元~10000 元之间，精密铜合金棒加工费在 4000~5000 之间，特殊铜合金线加工费在 8000 元左右。

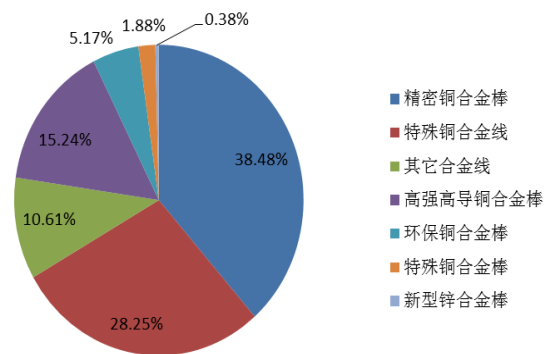
公司募投项目环保铜合金棒目前暂时没有产能，但预计加工费在 8000 元左右，属于中高端铜合金产品。相比中低档产品精密铜合金棒，公司高强高导铜合金棒、环保铜合金棒以及特殊铜合金线等高品质、高性能合金材料能获得更高的加工费。因此，在公司产能利用率接近 100%和“以销定产”的生产方式下，公司的主要利润来自于高品质、高性能新型合金材料。

图 1：2011 年上半年公司主营产品收入占比



资料来源：公司资料，东兴证券

图 2：2011 年上半年公司主营产品利润占比



资料来源：公司资料，东兴证券

3. 环保铜合金棒和新型锌合金棒提升公司业绩

公司未来业绩的主要增长点在于募投项目的逐步达产和产能提升，公司 1 万吨环保铜合金棒项目预计于 2012 年底建成投产，公司预计国内环保铜合金棒（无铅）的市场需求量在 7 万吨左右，而目前国内具备专利生产技术的仅博威合金一家。公司 2 万吨特殊铜合金板带也将于 2013 年底建成投产，2012 年预计会有 0.5 万吨的产能释放，特殊铜合金板带材主要用于电子信息行业，下游行业的潜在需求预计在 6 万吨左右。新型锌合金材项目是公司主导的国家科技支撑计划成果之一，材料性能与传统铅黄铜相当，成本比铅黄铜低 1/3 左右。随着铜价的高企，以及环保要求的提高，我们看好变形锌合金材对低端黄铜的替代需求。根据安泰科的测算，目前国内锌合金产品市场需求量超过 13 万吨。

表 2：公司主要产品产量预测（单位：万吨）

| | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E | 2015E |
|-------------|------|-------|-------|-------|-------|
| 高强高导铜合金棒材 | 0.48 | 1.00 | 1.50 | 2.00 | 2.00 |
| 精密铜合金棒及其他棒材 | 4.00 | 4.00 | 4.50 | 5.00 | 5.00 |
| 环保铜合金棒 | 0.40 | 0.60 | 1.00 | 1.50 | 2.00 |
| 新型锌合金棒 | 0.00 | 0.40 | 1.00 | 1.50 | 2.00 |
| 特殊铜合金板带 | 0.00 | 0.50 | 1.00 | 2.00 | 2.00 |

资料来源：公司资料，东兴证券

结论：

随着公司募投项目的逐步建成达产，未来 1-2 年公司产能瓶颈有望得以缓解，并实现产业链的横向延伸。2012-2013 年公司总产能预计将到达 7.7 万吨和 10.2 万吨。预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为：0.554 元、0.817 元和 1.106 元，同比增长 24%、27%和 29%，对应的 PE 为 30 倍、20 倍和 15 倍，公司估值水平与行业平均水平相比略微偏低，由于公司主要产品为高端合金产品，这将进一步提升公司估值水平，首次给予公司“推荐”投资评级。

风险提示：

- 1) 铜价大幅价格波动对业绩造成的影响
- 2) 公司产能扩张速度低于预期

表 3：公司盈利预测

| 指标 | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|-----------|----------|----------|----------|----------|
| 主营收入（百万元） | 2,016.08 | 2,769.60 | 3,582.00 | 4,659.00 |
| 主营收入增长率 | 72.17% | 37.38% | 29.33% | 30.07% |
| 净利润（百万元） | 119.70 | 119.01 | 175.72 | 237.73 |
| 净利润增长率 | 28.65% | -0.58% | 47.66% | 35.29% |
| EPS（元） | 0.750 | 0.554 | 0.817 | 1.106 |
| P/E | 22.1 | 30.1 | 20.0 | 15.2 |

资料来源：公司资料，东兴证券

| 利润表（百万元） | 2010A | 2011E | 增长率% | 2012E | 增长率% | 2013E | 增长率% |
|--------------|----------|----------|---------|----------|---------|----------|---------|
| 营业收入 | 2,016.08 | 2,769.60 | 37.38% | 3,582.00 | 29.33% | 4,659.00 | 30.07% |
| 营业成本 | 1,799.20 | 2,521.60 | 40.15% | 3,230.00 | 28.09% | 4,190.00 | 29.72% |
| 营业费用 | 34.03 | 44.31 | 30.21% | 57.31 | 29.33% | 74.54 | 30.07% |
| 管理费用 | 44.68 | 60.93 | 36.36% | 78.80 | 29.33% | 102.50 | 30.07% |
| 财务费用 | 23.00 | 27.63 | 20.13% | 35.91 | 29.95% | 40.98 | 14.12% |
| 投资收益 | 1.83 | 0.00 | N/A | 0.00 | N/A | 0.00 | N/A |
| 营业利润 | 115.75 | 113.74 | -1.74% | 178.18 | 56.66% | 248.65 | 39.55% |
| 利润总额 | 136.83 | 135.24 | -1.17% | 199.68 | 47.66% | 270.15 | 35.29% |
| 所得税 | 17.14 | 16.23 | -5.30% | 23.96 | 47.66% | 32.42 | 35.29% |
| 净利润 | 119.70 | 119.01 | -0.58% | 175.72 | 47.66% | 237.73 | 35.29% |
| 归属母公司所有者的净利润 | 119.70 | 119.01 | -0.58% | 175.72 | 47.66% | 237.73 | 35.29% |
| NOPLAT | 121.38 | 124.41 | 2.50% | 188.40 | 51.44% | 254.87 | 35.28% |
| 资产负债表（百万元） | 2010A | 2011E | 增长率% | 2012E | 增长率% | 2013E | 增长率% |
| 货币资金 | 74.90 | 83.09 | 10.93% | 107.46 | 29.33% | 139.77 | 30.07% |
| 交易性金融资产 | 0.00 | 0.00 | N/A | 0.00 | N/A | 0.00 | N/A |
| 应收帐款 | 175.21 | 237.88 | 35.77% | 307.66 | 29.33% | 400.16 | 30.07% |
| 预付款项 | 64.23 | 94.49 | 47.11% | 133.25 | 41.02% | 183.53 | 37.73% |
| 存货 | 340.76 | 476.69 | 39.89% | 610.60 | 28.09% | 792.08 | 29.72% |
| 流动资产合计 | 683.22 | 928.97 | 35.97% | 1,205.14 | 29.73% | 1,574.09 | 30.62% |
| 非流动资产 | 271.55 | 369.08 | 35.92% | 453.24 | 22.80% | 406.20 | -10.38% |
| 资产总计 | 954.77 | 1,298.05 | 35.95% | 1,658.38 | 27.76% | 1,980.30 | 19.41% |
| 短期借款 | 349.56 | 449.25 | 28.52% | 577.94 | 28.65% | 613.86 | 6.22% |
| 应付帐款 | 143.05 | 193.44 | 35.23% | 247.78 | 28.09% | 321.42 | 29.72% |
| 预收款项 | 13.90 | 20.83 | 49.80% | 29.78 | 43.00% | 41.43 | 39.11% |
| 流动负债合计 | 549.27 | 712.44 | 29.71% | 912.20 | 28.04% | 1,043.93 | 14.44% |
| 非流动负债 | 62.39 | 92.29 | 47.91% | 112.29 | 21.67% | 112.29 | 0.00% |
| 少数股东权益 | 0.00 | 0.00 | N/A | 0.00 | N/A | 0.00 | N/A |
| 母公司股东权益 | 343.11 | 493.32 | 43.78% | 633.89 | 28.50% | 824.08 | 30.00% |
| 净营运资本 | 133.96 | 216.53 | 61.64% | 292.94 | 35.29% | 530.16 | 80.98% |
| 投入资本 IC | 677.77 | 949.47 | 40.09% | 1,214.37 | 27.90% | 1,408.17 | 15.96% |
| 现金流量表（百万元） | 2010A | 2011E | 增长率% | 2012E | 增长率% | 2013E | 增长率% |
| 净利润 | 119.70 | 119.01 | -0.58% | 175.72 | 47.66% | 237.73 | 35.29% |
| 折旧摊销 | 19.49 | 0.00 | N/A | 65.84 | N/A | 67.04 | 1.82% |
| 净营运资金增加 | 21.59 | 82.57 | 282.39% | 76.42 | -7.46% | 237.22 | 210.44% |
| 经营活动产生现金流 | 130.08 | 20.99 | -83.86% | 96.74 | 360.85% | 104.91 | 8.45% |

| | | | | | | | |
|-----------|----------|----------|-----|----------|---------|---------|--------|
| 投资活动产生现金流 | (156.80) | (145.37) | N/A | (150.00) | N/A | (20.00) | N/A |
| 融资活动产生现金流 | (17.06) | 132.57 | N/A | 77.64 | -41.44% | (52.60) | N/A |
| 现金净增(减) | (43.78) | 8.19 | N/A | 24.37 | 197.69% | 32.31 | 32.57% |

东兴证券

分析师简介

林阳

中国社科院金融专业硕士，有色金属行业首席分析师，研究所投资品组负责人，2011年天眼最佳分析师“金属与采矿”行业第二名。

联系人简介

李晨辉

中国科学院工学硕士，武汉大学工学学士，2011年加盟东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。