

# 募投项目产能2014年逐步释放,产品结构调整渐入佳境

## ——博威合金（601137）调研报告

### 报告摘要:

- **公司主营中高端铜合金材料,产品结构逐步改善。**公司专注于中高端铜合金材料的研发制造,现有产品包括铜合金棒材、线材两大类。铜合金棒材以易切削精密铜合金棒材为主、高强高导铜合金棒材和环保铜合金棒材等为辅;铜合金线材主要是特殊铜合金线。目前公司不断优化产品结构,精密铜合金棒的毛利贡献率不断下降,高强高导铜合金棒和特殊铜合金线等高端产品的毛利贡献率不断提高。
- **结构转型和消费升级带来增长空间。**公司当前产品定位于高端的铜合金棒材和铜合金线材,产品符合国家产业政策鼓励和支持。根据安泰科预测,未来3年我国铜合金棒材的消费量保持5%的增长,而在中高端领域,则有更高的增速。精密铜合金棒、环保铜合金、特殊铜合金线未来3年增速在8%、20%和8%左右。
- **募投项目2014年进入释放期。**公司募投资金建设3个项目进展情况:(1)年产1万吨无铅易削黄铜棒生产项目今年9月27日正式投产,明年年底可以完全达产。(2)年产2万吨高性能高精度铜合金板带生产项目目前已经进入期调试,对公司来说铜板带项目是新品,投入最大,设备运行基本正常,预计明年下半年投产。(3)年产1.5万吨变形锌合金材料生产项目是公司自主研发的产品,目前进行设备的调试,预计明年3月份可以投产。公司目前营业收入主要由精密铜合金棒项目贡献,但其毛利率仅仅为6.08%。募投项目达产后,毛利率15%以上的无铅环保铜合金和新型锌合金在营业收入中的占比大大提高,将显著提升公司整体盈利能力。
- **公司盈利预测及评级。**我们预计公司2013-2015年营业收入分别为25.2亿元、31.4亿元和38.1亿元,增速分别为6.31%、24.75%和21.2%;净利润分别为0.95亿元、1.31亿元和1.73亿元,增速分别为-11.15%、37.55%和32.24%;EPS分别为0.44元、0.61元和0.81元,对应动态PE分别为31倍、22倍和17倍。公司主要产品为高端合金产品,我们维持公司“推荐”评级,给予公司6个月目标价15.25元,对应2014年25倍PE。

### 财务指标预测

指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	2,380.07	2,369.41	2,518.91	3,142.42	3,808.76
增长率(%)	18.05%	-0.45%	6.31%	24.75%	21.20%
净利润(百万元)	134.50	107.27	95.31	131.11	173.37
增长率(%)	12.37%	-20.24%	-11.15%	37.55%	32.24%
净资产收益率(%)	7.28%	5.61%	4.83%	6.36%	7.98%
每股收益(元)	0.64	0.50	0.44	0.61	0.81
PE	21.44	27.44	30.95	22.50	17.01
PB	1.60	1.54	1.49	1.43	1.36

2013年11月13日

推荐/维持

博威合金

调研报告

分析师:张方

010-66554023

zhangfang@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480512040003

### 交易数据

52周股价区间(元)	13.72-13.64
总市值(亿元)	29.5
流通市值(亿元)	13.03
总股本/流通A股(万股)	21500/9500
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	1.14

### 52周股价走势图



资料来源: 东兴证券研究所

### 相关研究报告

- 1、《博威合金(601137)深度报告:进军中高端铜合金材料,产能提升带动业绩高速增长》2012-05-28
- 2、《博威合金(601137)调研快报:进军中高端铜合金材料,产能持续扩张》2012-02-22

## 目 录

1. 公司主营中高端铜合金材料，产品结构逐步改善.....	3
2. 结构转型和消费升级带来增长空间.....	5
3. 募投项目 2014 年进入释放期.....	5
4. 盈利预测及评级.....	6
5. 风险提示.....	7

## 图表目录

图表 1: 公司主要产品结构.....	3
图表 2: 公司主要产品以及用途.....	3
图表 3: 公司产品营业收入占比变化.....	4
图表 4: 公司产品毛利占比变化.....	4
图表 5: 公司产品毛利率变化.....	4
图表 6: 我国铜合金棒线材需求量预测（万吨）.....	5
图表 7: 公司募投项目进展情况.....	6
图表 8: 公司主要产品营收预测.....	6
图表 9: 公司盈利预测表.....	8

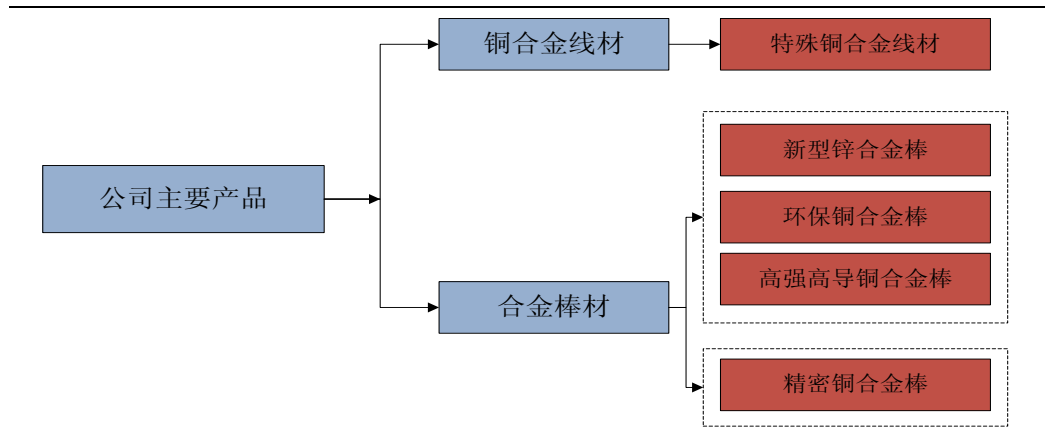
## 1. 公司主营中高端铜合金材料，产品结构逐步改善

公司专注于中高端铜合金材料的研发制造，现有产品包括铜合金棒材、线材两大类。铜合金棒材以易切削精密铜合金棒材为主、高强高导铜合金棒材和环保铜合金棒材等为辅；铜合金线材主要是特殊铜合金线。

精密铜合金棒相对于普通黄铜棒，其切削性能、表面光洁度、直度、材质致密度等方面性能更突出，尤其适于高速自动数控车床的加工，可以大大提高切削效率和产品质量，并提高产品成材率，降低下游客户的生产成本；高性能铜合金棒则是指具有高强度、高导电率、高耐磨、环保、节能等特殊性能的合金棒。从产业链角度来看，公司产品主要集中在铜合金材料产业链的中高端领域。公司产品被广泛应用于电子电气、通讯、交通等众多领域。

目前公司拥有铜合金棒材年产能 5.2 万吨（年产 1 万吨无铅易削黄铜棒募投项目今年 9 月底正式投产），铜合金线材年产能 1.2 万吨。

图表 1：公司主要产品结构



资料来源：东兴证券研究所

图表 2：公司主要产品以及用途

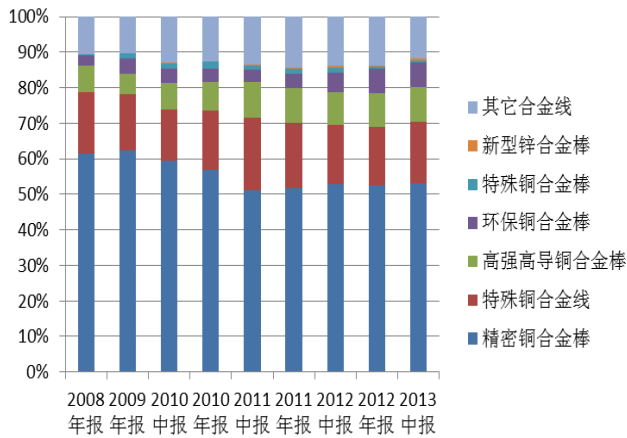
产品类别	产品名称	主要用途	产能(万吨)
高强高导铜合金棒	铬锆铜	用作点焊材料、冶金连续结晶器、IC 框架引线材料。	0.48
	铬青铜	同上	
	锆青铜	同上	
精密铜合金棒	易切削黄铜	适用于自动车床、数控车床加工产品，如五金件、电气接插件、连接器。	4.00
环保铜合金棒	无铅黄铜	电子、电讯、接插件和家电、五金、饮用水工程的零部件。	0.40
	卫浴环保黄铜	专用于卫浴水龙头、挂件，充分满足卫浴领域对环保合金产品的需求，是铅黄铜理想替代品。	
	无镍白铜棒	眼镜配件、拉链、纽扣、衣物饰品、首饰等，亦可用于金属构件。	

	钎焊材料	专用于钎焊材料。	
特殊铜合金线	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。	1.20
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。	

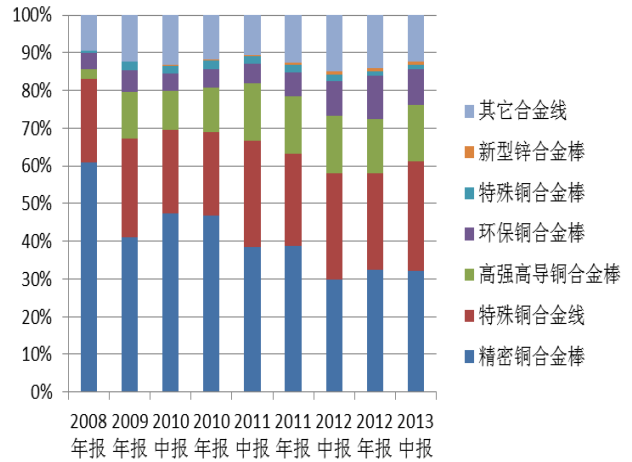
资料来源: 公司资料, 东兴证券

公司的毛利主要来源于精密铜合金棒、高强高导铜合金棒和特殊铜合金线。目前公司不断优化产品结构, 精密铜合金棒的毛利贡献率不断下降, 高强高导铜合金棒和特殊铜合金线等高端产品的毛利贡献率不断提高。毛利率较低的精密铜合金棒毛利占比由 2008 年的 61% 下降到 32%, 毛利率较高的特殊铜合金线、高强高导铜合金棒毛利占比则分别从 22.2%、2.4% 上升到 29.2% 和 14.9%。

图表 3: 公司产品营业收入占比变化

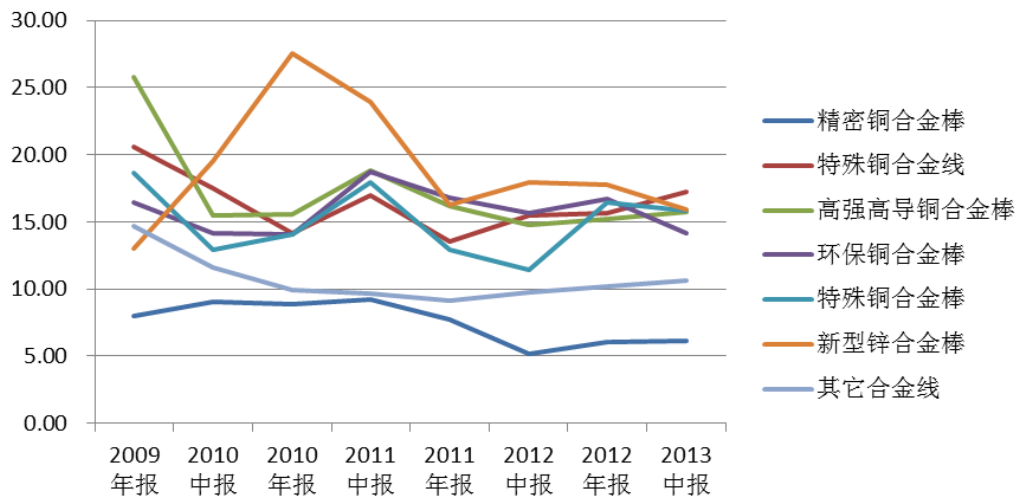


图表 4: 公司产品毛利占比变化



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图表 5: 公司产品毛利率变化



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

公司拥有环保无铅黄铜棒、高强高导合金、特殊铜合金线和变形锌合金等产品的专利技术，这些高端铜合金产品未来市场空间巨大，具有很强的竞争力。由于技术壁垒较高，因此加工费水平一直处于行业同类公司前列。公司高强高导铜合金棒材加工费在 9000 元~12000 元之间，精密铜合金棒加工费在 5000~6000 元之间，特殊铜合金线加工费在 9000 元左右。公司综合毛利率显著高于同行业上市公司，2008 年~2012 年公司综合毛利率保持在 10% 左右。

## 2. 结构转型和消费升级带来增长空间

合金材料是工业企业的粮食，其性能直接影响到设备、装备和产品的精度和性能。根据《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》，新材料被列为重点培育和发展的七个战略性新兴产业之一。公司当前产品定位于高端的铜合金棒材和铜合金线材，产品符合国家产业政策鼓励和支持。

根据安泰科预测，未来 3 年我国铜合金棒材的消费量保持 5% 的增长，而在中高端领域，则有更高的增速。精密铜合金棒相对普通黄铜棒，其切削性能、表面光洁度、直度、材质致密度等方面性能更突出，被广泛应用于通讯、军工、交通、电子信息等行业产品的配件加工，未来增速在 8% 左右。环保铜合金是为了替代铅黄铜而衍生出来的新型合金，符合目前各国的环保标准，目前替代铅黄铜的主要领域集中在饮用水、水暖、卫浴洁具、电子电讯、家电等与日常生活密切相关的行业，随着该等行业产品的更新换代，以及各国环保法规更严格的执行，环保铜合金棒的市场前景广阔，其应用领域也在不断拓展，未来 3 年增速有望达到 20%。特殊铜合金线包括青铜线、白铜线、环保铜合金线、高强高导铜合金线及其他具有特定性能的线材，并依各自特性而有其相应的应用领域，未来 3 年增速在 8% 左右。

**图表 6：我国铜合金棒线材需求量预测（万吨）**

	年份	2009	2010	2011	2012 E	2013E	2014E
铜合金棒材	消费量	76.6	107.68	114.26	120	126	132.3
	增速		41%	6%	5%	5%	5%
精密铜合金棒	消费量	22.37	25.1	27	28.8	31	33.5
	增速		12%	8%	7%	8%	8%
环保铜合金棒	消费量	4.3	5.2	6.2	7.4	8.9	10.7
	增速		21%	19%	19%	20%	20%
铜合金线材	消费量	17.68	19.45	21.78	23.96	25.88	27.69
	增速		10%	12%	10%	8%	7%

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

## 3. 募投项目 2014 年进入释放期

募投项目 2014 年进入释放期，产品结构将有效改善。公司募投资金建设 3 个项目，进展情况如下：（1）年产 1 万吨无铅易削黄铜棒生产项目今年 9 月 27 日正式投产，

明年年底可以完全达产。我们认为日益提高的环保要求将为环保无铅铜打开广阔的市场空间, 与国外较为成熟的工艺铍黄铜和硅黄铜相比, 公司以铍替代铅的专利技术, 具备较强的成本优势; (2) 年产 2 万吨高性能高精度铜合金板带生产项目目前已经进入期调试, 对公司来说铜板带项目是新品, 投入最大, 设备运行基本正常, 预计明年下半年投产。项目投产之后自动化程度会比较高, 单批次产品产量较高, 公司在投产初期会重点选高毛利、销量好的品种生产。由于高端铜板带合金现在还处于进口依赖的状态, 国内市场有 15 万吨的供应缺口, 因此公司高端铜板带项目投产之后将会为公司共享可观的利润; (3) 年产 1.5 万吨变形锌合金材料生产项目是公司自主研发的产品, 目前进行设备的调试, 预计明年 3 月份可以投产。锌合金材料主要是在卫浴、空调等方面对低端铜合金代替, 具有明显的价格优势, 比低端铜合金成本低 1/3 左右。

公司目前营业收入主要由精密铜合金棒项目贡献, 但其毛利率仅仅为 6.08%。待三个募投项目达产后, 毛利率 15% 以上的无铅环保铜合金和新型锌合金在营业收入中的占比大大提高, 将显著提升公司整体盈利能力。

图表 7: 公司募投项目进展情况

序号	募投项目名称	目前进度	预计投产时间
1	年产 1 万吨无铅易切削黄铜棒线生产线项目	已投产	2013 年 9 月底投产
2	年产 2 万吨高性能高精度铜合金板带生产线项目	设备调试	2014 年下半年
3	年产 1.5 万吨变形锌合金材料生产线项目	设备调试	2014 年 3 月

资料来源: 公司资料, 东兴证券

## 4. 盈利预测及评级

公司未来业绩的主要增长点在于募投项目的逐步达产以及盈利能力的提升, 我们预计公司 2013 年-2015 年营业收入分别为 25.2 亿元、31.4 亿元和 38.1 亿元, 增速分别为 6.31%、24.75% 和 21.2%; 净利润分别为 0.95 亿元、1.31 亿元和 1.73 亿元, 增速分别为 -11.15%、37.55% 和 32.24%; EPS 分别为 0.44 元、0.61 元和 0.81 元, 对应动态 PE 分别为 31 倍、22 倍和 17 倍。公司主要产品为高端合金产品, 我们维持公司“推荐”评级, 给予公司 6 个月目标价 15.25 元, 对应 2014 年 25 倍 PE。

图表 8: 公司主要产品营收预测

分产品	2013E	2014E	2015E
高强高导铜合金棒材			
销量 (万吨)	0.23	0.23	0.23
收入 (万元)	12,606.75	12,488.80	12,488.80
毛利 (万元)	2,070.00	2,070.00	2,070.00
精密铜合金棒及其他棒材			
销量 (万吨)	3.10	3.30	3.40
收入 (万元)	149,767.09	157,737.18	162,517.09
毛利 (万元)	7,750.00	8,250.00	8,500.00

环保铜合金棒			
销量（万吨）	0.40	0.70	1.10
收入（万元）	20,924.79	36,259.40	56,979.06
毛利（万元）	5,200.00	6,500.00	9,750.00
新型锌合金棒			
销量（万吨）	0.10	0.50	1.50
收入（万元）	1,523.50	7,617.52	22,852.56
毛利（万元）	250.00	1,250.00	3,750.00
特殊铜合金板带			
销量（万吨）	0.00	0.50	1.00
收入（万元）	0.00	25,899.57	51,799.15
毛利（万元）	0.00	3,250.00	6,500.00
特殊铜合金线			
销量（万吨）	0.70	0.80	0.80
收入（万元）	39,068.38	44,239.32	44,239.32
毛利（万元）	7,000.00	8,000.00	8,000.00
其它合金线			
销量（万吨）	1.00	1.00	1.00
收入（万元）	28,000.00	30,000.00	30,000.00
毛利（万元）	2,520.00	2,700.00	2,700.00

资料来源：东兴证券研究所

## 5. 风险提示

- 1) 公司产能投产速度和盈利能力低于预期
- 2) 铜价大幅价格波动对业绩造成的影响

图表 9：公司盈利预测表

资产负债表	单位：百万元					利润表	单位：百万元				
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产合计</b>	1533	1206	1294	1580	1900	<b>营业收入</b>	2380	2369	2519	3142	3809
货币资金	758	411	466	566	686	<b>营业成本</b>	2135	2134	2271	2822	3396
应收账款	220	237	216	270	327	营业税金及附加	6	3	3	4	5
其他应收款	3	4	4	5	6	营业费用	35	35	40	50	61
预付款项	96	48	75	109	150	管理费用	73	96	113	132	160
存货	365	356	380	472	568	财务费用	-1	-10	-3	0	5
其他流动资产	61	131	131	131	131	资产减值损失	2.62	1.41	2.00	2.00	2.00
<b>非流动资产合计</b>	586	1077	1009	978	920	公允价值变动收益	0.30	2.27	2.00	2.00	2.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	1.76	0.38	0.00	0.00	0.00
固定资产	131.88	131.61	493.21	663.68	712.47	<b>营业利润</b>	132	112	94	133	182
无形资产	87	129	116	103	90	营业外收入	22.75	8.15	18.00	18.00	18.00
其他非流动资产	0	39	0	0	0	营业外支出	2.59	2.26	4.00	2.50	2.50
<b>资产总计</b>	2120	2283	2303	2558	2820	<b>利润总额</b>	152	118	108	149	197
<b>流动负债合计</b>	268	334	255	403	552	所得税	18	11	13	18	24
短期借款	0	0	0	91	179	<b>净利润</b>	134	107	95	131	173
应付账款	246	290	174	216	261	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	29	29	35	43	53	归属母公司净利润	134	107	95	131	173
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	156	129	139	185	245
<b>非流动负债合计</b>	4	36	74	95	96	<b>BPS (元)</b>	0.64	0.50	0.44	0.61	0.81
长期借款	0	0	30	50	50	<b>主要财务比率</b>	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
应付债券	0	0	0	0	0						
<b>负债合计</b>	271	371	328	498	647	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	0.4%	-0.4%	6.31%	24.75%	21.20%
实收资本(或股	215	215	215	215	215	营业利润增长	28.7%	385.7%	-16.07%	41.54%	35.98%
资本公积	1377	1377	1377	1377	1377	归属于母公司净利润	-11.1%	244.7%	-11.15%	37.55%	32.24%
未分配利润	224	281	333	405	501	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东	1849	1913	1975	2060	2173	毛利率(%)	10.30%	9.92%	9.84%	10.19%	10.84%
<b>负债和所有者权</b>	2120	2283	2303	2558	2820	净利率(%)	5.65%	4.53%	3.78%	4.17%	4.55%
<b>现金流量表</b>	单位：百万元					总资产净利润(%)	6.34%	4.70%	4.14%	5.13%	
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	ROE(%)	7.28%	5.61%	4.83%	6.36%	7.98%
<b>经营活动现金流</b>	40	116	35	55	98	<b>偿债能力</b>					
净利润	134	107	95	131	173	资产负债率(%)	12.80%	16.23%	14.25%	19.45%	22.95%
折旧摊销	25.66	26.61	0.00	50.93	58.36	流动比率	5.73	3.61	5.08	3.92	3.44
财务费用	-1	-10	-3	0	5	速动比率	4.37	2.54	3.59	2.75	2.42
应付帐款的变化	0	0	-116	42	44	<b>营运能力</b>					
预收帐款的变化	0	0	6	8	10	总资产周转率	1.55	1.08	1.10	1.29	1.42
<b>投资活动现金流</b>	-312	-425	19	-20	0	应收账款周转率	12	10	11	13	13
公允价值变动收	0	2	2	2	2	应付账款周转率	12.23	8.84	10.85	16.09	15.97
长期股权投资减	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	2	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.64	0.50	0.44	0.61	0.81
<b>筹资活动现金流</b>	957	-43	1	65	22	每股净现金流(最新	3.19	-1.64	0.26	0.46	0.56
应付债券增加	0	0	0	91	179	每股净资产(最新摊	8.60	8.90	9.19	9.58	10.11
长期借款增加	0	0	30	50	50	<b>估值比率</b>					
普通股增加	55	0	0	0	0	P/E	21.44	27.44	30.95	22.50	17.01
资本公积增加	1359	0	0	0	0	P/B	1.60	1.54	1.49	1.43	1.36
<b>现金净增加额</b>	686	-352	55	99	120	EV/EBITDA	14.03	19.75	18.04	13.67	10.17

资料来源：东兴证券研究所

---

## 分析师简介

---

### 张方

东北财经大学经济学硕士，有色金属行业高级分析师，2012 年 3 月加盟东兴证券，2011 年“天眼”明星分析师第五名。

---

## 联系人简介

---

---

## 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。本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。