

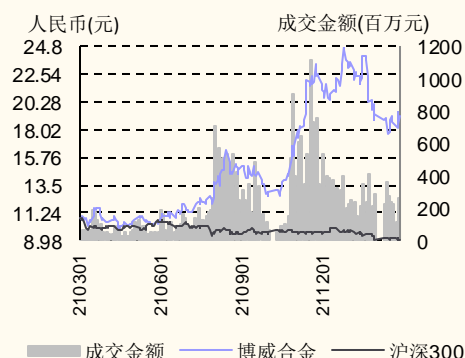
博威合金 (601137.SH) 买入 (首次评级)**公司深度研究**

市场价格(人民币): 19.12元

目标价格(人民币): 23.54元

市场数据(人民币)

| | |
|---------------|-------------|
| 总股本(亿股) | 7.90 |
| 已上市流通 A 股(亿股) | 7.20 |
| 总市值(亿元) | 151.06 |
| 年内股价最高最低(元) | 24.81/10.01 |
| 沪深 300 指数 | 4573 |
| 上证指数 | 3451 |

**搭建特殊铜合金制造平台，迎量利齐升****公司基本情况(人民币)**

| 项目 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|--------|--------|---------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 7,592 | 7,589 | 10,328 | 11,809 | 13,388 |
| 营业收入增长率 | 4.03% | -0.04% | 36.09% | 14.34% | 13.37% |
| 归母净利润(百万元) | 440 | 429 | 363 | 620 | 827 |
| 归母净利润增长率 | 10.97% | -2.54% | -15.41% | 70.89% | 33.33% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.643 | 0.543 | 0.459 | 0.785 | 1.046 |
| 每股经营性现金流净额 | 0.99 | 0.40 | -0.63 | 1.15 | 1.44 |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 11.72% | 8.29% | 6.61% | 10.57% | 13.00% |
| P/E | 29.74 | 35.22 | 41.64 | 24.36 | 18.27 |
| P/B | 3.49 | 2.92 | 2.75 | 2.58 | 2.37 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **特殊铜合金国内平台型公司，受益于高端铜板带需求提升**
 - ✓ **新材料为主+新能源为辅，核心看新材料。**公司新材料板块主营铜合金生产，铜价影响小，主要由产品附加值驱动，是当前利润主要来源。新能源板块生产光伏电池组件及运营电站，作为盈利补充。
 - ✓ **搭建特殊铜合金平台型公司，实现逐步进口替代。**公司是国内少数具备铜镍硅/铜铬锆等高端产品生产能力的企业，通过数字化研发技术平台，部分高端牌号在半导体、汽车电子、5G 通信等领域实现进口替代。公司毛利率水平领先国内同行至少 5 个百分点以上。
 - ✓ **高端铜板带在车用连接器、半导体等需求增量空间大。**测算 22-25 年新能源车用连接器带来高端铜板带需求约 24 万吨，国内需求增量约 12 万吨。引线框架国产替代加速亦将有效拉动高端铜板带需求。预计公司 21-23 年铜合金销量增幅达 30%。
- **新材料量利齐升确定性强，新能源见底回升**
 - ✓ **新材料：1) 量。**5 万吨高端板带材项目放量，先发优势下公司产销量增加具备较强确定性，预计 21-23 年铜合金销量分别为 19.3/22.2/25.0 万吨。**2) 利。**公司吨毛利润提升有两大驱动力：一是 5 万吨高端新产线投产带来产品结构优化；二是下游需求驱动存量产品附加值持续提升。16-20 年公司吨毛利从 3328 元/吨持续提升至 6268 元/吨，预计 21-23 年公司吨毛利分别提升至 6600/7300/7700 元/吨。
 - ✓ **新能源：**21 年业绩在海运费及原材料成本拖累下面临亏损，22 年预计迎来利润修复，贡献边际增量。

盈利预测&投资建议

- 预测 21-23 年归母净利 3.6/6.2/8.3 亿元，同比-15.41%/+70.89%/+33.33%，实现 EPS 分别为 0.46/0.79/1.05 元，对应 PE 分别为 42 倍、24 倍、18 倍。给予 2022 年业绩 30 倍估值，对应市值 186 亿元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

- 铜合金扩产不及预期风险、下游销售不及预期风险、铜价波动风险、限售股解禁风险、股东减持风险、人民币汇率波动风险等。

倪文祎 分析师 SAC 执业编号: S1130519110002
niwenyi@gzq.com.cn

内容目录

| | |
|--------------------------------|----|
| 一、铜合金材产销量持续提升，成为主要业绩来源 | 4 |
| 1.1 新材料+新能源两大业务板块，新材料为核心看点 | 4 |
| 1.2 新材料量价齐升，贡献主要营收及利润 | 5 |
| 1.3 利润受铜价波动影响较小，周期属性偏弱 | 5 |
| 二、高端铜板带需求增量空间大，国内仅个别企业具备量产能力 | 6 |
| 2.1 高端铜板带存在一定进口依赖 | 6 |
| 2.2 车用连接器及半导体引线框架驱动高端铜板带需求增长 | 7 |
| 2.3 具备量产铜镍硅/铜铬锆等高端铜板带能力的厂商直接受益 | 11 |
| 三、业绩确定性与长期成长性并存 | 13 |
| 3.1 量利齐升带来业绩确定性 | 13 |
| 3.2 数字化研发带来长期成长性 | 14 |
| 四、盈利预测&投资建议 | 15 |
| 五、风险提示 | 17 |

图表目录

| | |
|------------------------------------|----|
| 图表 1: 近年来公司销量提升主要源于精密细丝并表 | 4 |
| 图表 2: 产品多用于电子信息等高端领域 (2020 年) | 4 |
| 图表 3: 新能源产品销量易受下游需求影响波动 (MW) | 4 |
| 图表 4: 公司新能源产品成本具有较好传导性 (元/瓦) | 4 |
| 图表 5: 新材料业务为公司主要收入来源 (亿元) | 5 |
| 图表 6: 新材料逐渐成为归母净利润主要来源 (亿元) | 5 |
| 图表 7: 铜价上涨对公司新材料业务毛利率影响程度较小 | 5 |
| 图表 8: 铜加工位于铜产业链中下游环节 | 6 |
| 图表 9: 国内铜材产量稳定且自给率高 (万吨) | 6 |
| 图表 10: 铜材产品中线材占比最高 (2019 年数据) | 6 |
| 图表 11: 近年来国内铜板带产量增长较快 (万吨) | 7 |
| 图表 12: 出口数量增加带动净进口量下降 (万吨) | 7 |
| 图表 13: 国内铜板带高端产品仍存在进口依赖 (万元/吨) | 7 |
| 图表 14: 电子信息领域是未来高端铜板带需求增长主要驱动力 | 7 |
| 图表 15: 全球连接器行业市场规模增长有限 (亿美元) | 8 |
| 图表 16: 中国连接器行业规模增速超过全球 (亿美元) | 8 |
| 图表 17: 汽车和通信为连接器两大应用领域 (2020 年) | 9 |
| 图表 18: 新能源汽车用高速及高压连接器为未来主要增量需求 | 9 |
| 图表 19: 全球高端铜合金需求同时受益于电动车产量增长与智能化提升 | 10 |
| 图表 20: 引线框架可按下游应用分为集成电路用产品及分离器件用产品 | 10 |
| 图表 21: 全球引线框架市场规模维持稳定 (亿美元) | 11 |
| 图表 22: 2020 年大陆企业占全球引线框架市场份额较低 | 11 |

| | |
|--|----|
| 图表 23: 国内具备铜镍硅及铜铬锆生产能力厂家较少..... | 11 |
| 图表 24: 导电率-抗拉强度关系图可反映铜合金性能差异..... | 11 |
| 图表 25: 公司铜合金产品吨毛利润显著优于国内可比公司 (元/吨) | 12 |
| 图表 26: 高端铜合金板带领域国外厂商仍具有较强竞争优势..... | 12 |
| 图表 27: 2024 年公司产能较当前产能增幅达 50% (万吨) | 13 |
| 图表 28: 公司新材料领域近年来扩产项目较多 | 13 |
| 图表 29: 高端产品 (板带+精密细丝) 占比提升推升公司吨毛利..... | 14 |
| 图表 30: 公司近年来吨毛利润提升显著 (元/吨) | 14 |
| 图表 31: 精密细丝和铜板带销量占比提升幅度有限..... | 14 |
| 图表 32: 公司高端合金牌号较多 | 15 |
| 图表 33: 公司营收及毛利润预测..... | 16 |
| 图表 34: 可比公司估值..... | 17 |

一、铜合金材产销量持续提升，成为主要业绩来源

1.1 新材料+新能源两大业务板块，新材料为核心看点

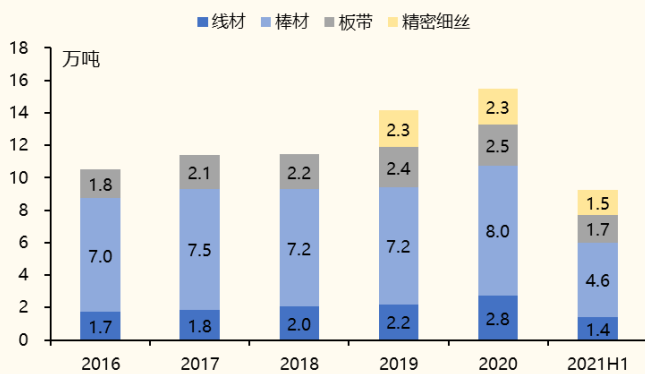
■ 宁波博威合金材料股份有限公司成立于 1993 年，2011 年在上交所主板上市。上市之初公司业务仅涵盖铜合金棒、线材，后利用上市募集资金新建板带产能。2016 年公司收购康奈特，装入新能源板块；2019 年公司收购博德高科，装入精密细丝板块。当前公司在中国、越南、德国及加拿大均设有生产基地，集新材料、新能源等产业于一体。

■ 新材料：国内特殊合金龙头企业，产销量持续提升

铜合金产销量稳步增长。公司是国内特殊合金牌号最齐全、产量最大的企业之一，专注于高性能、高精度特殊铜合金材料领域。产品按形态分为线材/棒材/板带/精密细丝，近年来各产品产能利用率及产销率均接近 100%。随着产能稳步扩张及精密细丝板块并表，公司销量自 2016 年的 10.5 万吨提升至 2020 年的 15.5 万吨。

下游分布广泛且高端应用领域占比较高。公司产品多用于半导体、汽车电子、智能终端及精密模具等对合金产品性能要求较高的领域，具备较高附加值。

图表 1：近年来公司销量提升主要源于精密细丝并表



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 2：产品多用于电子信息等高端领域（2020 年）

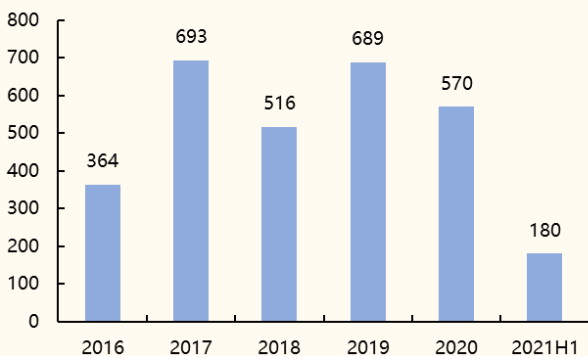
| | 精密模具 | 精密刀具 | 精密医疗器械 | 精密减速器 | 其他 |
|------|------|------|--------|-------|-----|
| 精密细丝 | 59% | 15% | 9% | 11% | 6% |
| 合金板带 | 8% | 17% | 36% | 35% | 3% |
| 合金线材 | 19% | 11% | 50% | 7% | 13% |
| 合金棒材 | 29% | 26% | 15% | 14% | 5% |

来源：公司公告，国金证券研究所

■ 新能源：依托越南低成本优势，历年产销有所波动

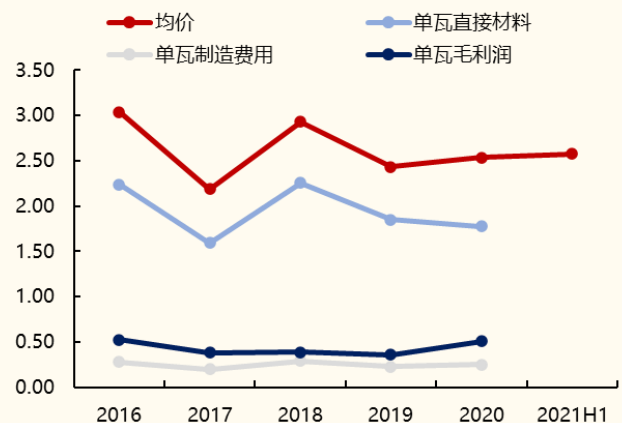
■ 公司新能源板块主营太阳能电池片、组件生产销售及光伏电站运营。生产基地及电站位于越南，产品主要销往欧美。新能源产品销量有一定波动。从均价及单位成本来看，往年原料成本能较好传递至下游。

图表 3：新能源产品销量易受下游需求影响波动（MW）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 4：公司新能源产品成本具有较好传导性（元/瓦）



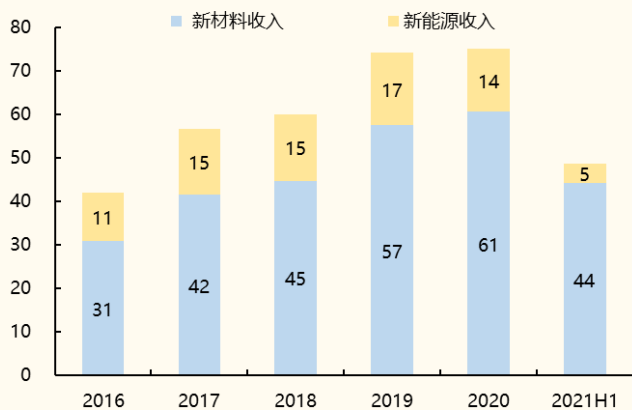
来源：公司公告，国金证券研究所

1.2 新材料量价齐升，贡献主要营收及利润

新材料业务占公司营收及利润比重提升。受益于产销量增加及高端精密细丝产品并表，2016-2020 年新材料业务营收 CAGR=18%，归母净利润 CAGR=32%，复合增速较高；同期新能源业务产销量且盈利能力有所波动。新材料业务已替代新能源成为公司利润的主要来源，2020 年贡献 89% 营收及 64% 归母净利润。

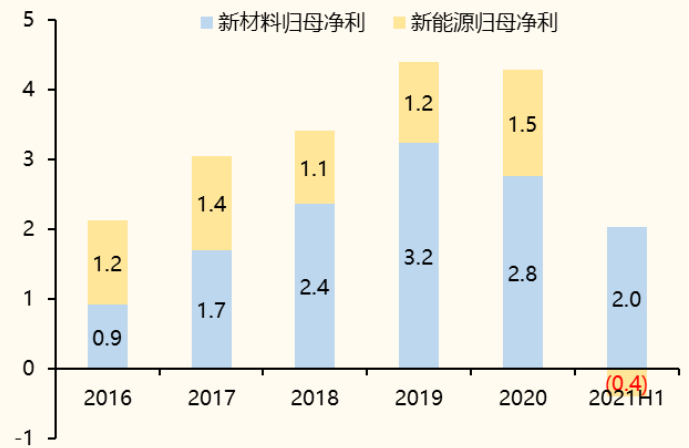
2021 年前三季度公司营收 73.75 亿元，同比+30.95%；归母净利润 2.62 亿元，同比-25.65%。公司营收增长较快，主要受益于新材料板块下游半导体及新能源等领域需求提升；利润增速为负，主要受新能源板块海运费上涨及原材料价格上升所致，新能源板块出现亏损。

图表 5：新材料业务为公司主要收入来源（亿元）



来源：wind，国金证券研究所

图表 6：新材料逐渐成为归母净利润主要来源（亿元）



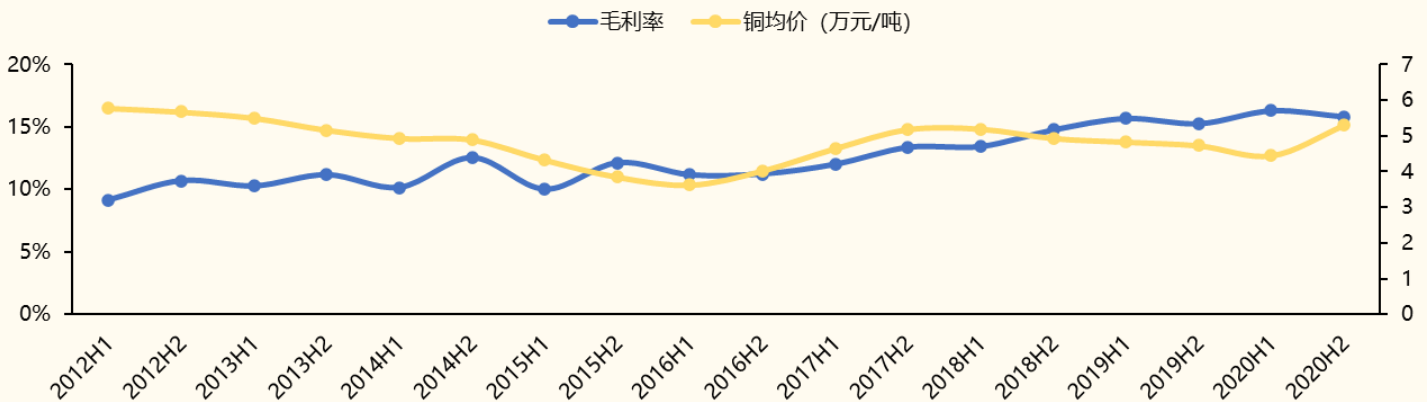
来源：wind，国金证券研究所

注：因披露口径原因，2016 年数据以净利润结构近似替代归母净利润结构

1.3 利润受铜价波动影响较小，周期属性偏弱

公司产品定价主要采用“原材料成本+约定加工费”方式，原材料价格随市场波动，加工费由公司根据产品规格、工艺复杂性等因素和客户协商确定。原材料成本中铜（阴极铜和紫铜）占比超过 70%，我们对历年来铜价与公司毛利率波动情况进行对比发现，铜价上涨对公司新材料业务毛利率影响较小，表明公司对原材料成本上涨有较好的向下传导能力，周期属性偏弱。

图表 7：铜价上涨对公司新材料业务毛利率影响程度较小



来源：Wind，国金证券研究所

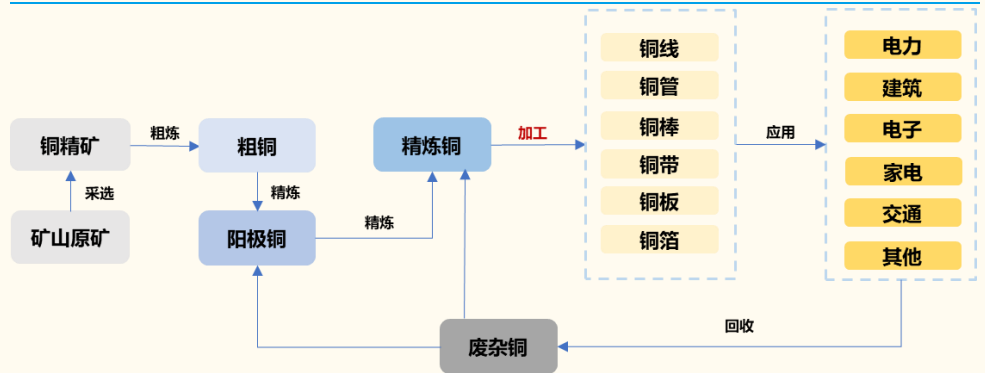
注：铜均价为毛利率对应期间内长江有色铜均价

二、高端铜板带需求增量空间大，国内仅个别企业具备量产能力

2.1 高端铜板带存在一定进口依赖

铜加工产业属于铜产业链的中下游环节，是用金属塑性变形方法，将铜锭坯加工成板材、带材、箔材、管材、棒材、型材和线材等，主要原材料包括铜、锌、镍、锡等有色金属。行业内普遍采用“原材料成本+约定加工费”方式。

图表 8：铜加工位于铜产业链中下游环节

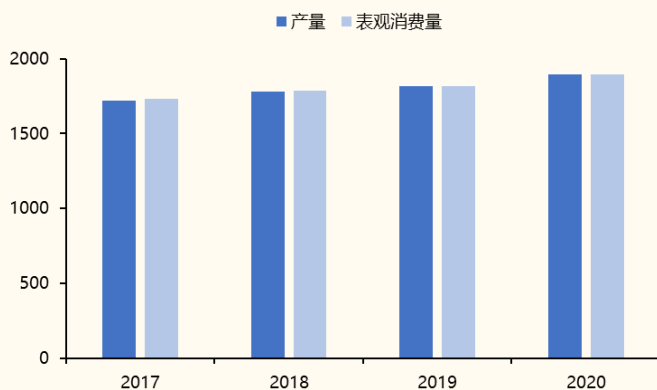


来源：国金证券研究所

国内铜材产量稳定且自给率高。我国是全球最大的铜合金生产及消费国，总产量占全球约一半。据中国有色金属加工工业协会数据，2020 年国内各类铜加工材产量为 1897 万吨，表观消费量 1896 万吨，较前两年基本持平，铜材生产及消费已步入低速增长期。此外铜材近年来净进口数量占国内产量比重不到 1%，国内铜材产品自给率高。

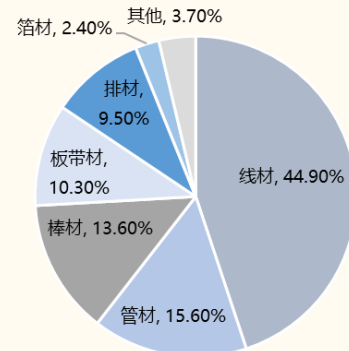
从下游细分形态来看，铜材产品中，线材产品产量最大，占比约 45%，其余主要为管材/棒材/板带材/排材等。

图表 9：国内铜材产量稳定且自给率高（万吨）



来源：中国有色金属加工工业协会，前瞻产业研究院，国金证券研究所

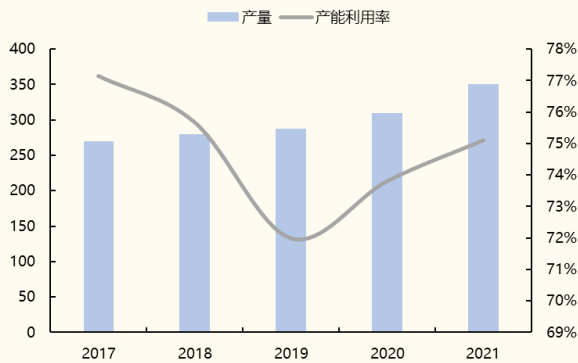
图表 10：铜材产品中线材占比最高（2019 年数据）



来源：《中国有色金属工业年鉴》，中国有色金属加工工业协会，国金证券研究所

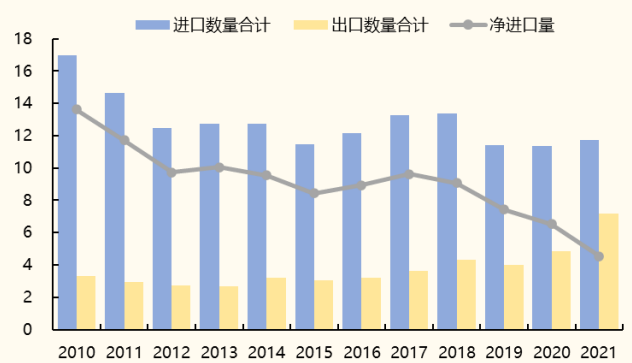
铜板带为铜加工行业壁垒最高领域。铜板带材是对铜板和铜带的统称，是铜合金材料产品中生产难度较大、具有高技术、高附加值的产品。据 Mysteel 数据，2021 年国内铜板带产量 350 万吨，同比增长 13%。近年来因出口数量增加，净进口量有所下降。从数量上看国内铜板带自给率较高，历年来均超过 95%。

图表 11: 近年来国内铜板带产量增长较快 (万吨)



来源: 我的钢铁网, 国金证券研究所

图表 12: 出口数量增加带动净进口量下降 (万吨)

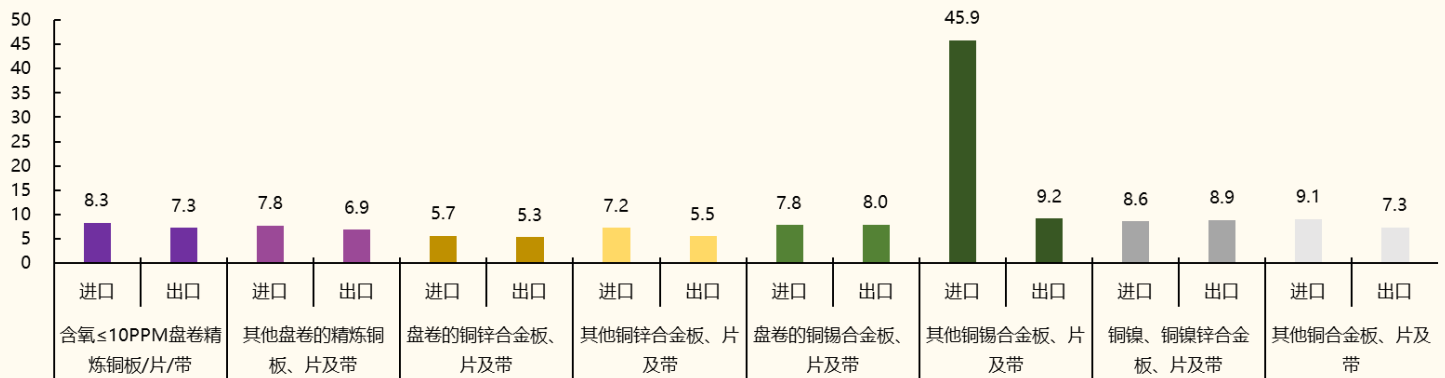


来源: 海关总署, Wind, 国金证券研究所

注: 2021 年数据截至前 11 个月

高端铜板带产品存在进口依赖。国内铜板带产品虽然在生产数量上提升明显,但存在产品品种少、精度低、均匀性差、质量不高的问题。对进出口板带的均价进行对比可以发现,大多板带材产品进口均价显著高于出口均价,表明国内对高端铜板带还存在一定进口依赖。虽然出口量提升明显,但近年来铜板带始终保持着超过 10 万吨以上的进口量。

图表 13: 国内铜板带高端产品仍存在进口依赖 (万元/吨)



来源: Wind, 海关总署, 国金证券研究所

注: 2021 年前 11 个月数据

2.2 车用连接器及半导体引线框架驱动高端铜板带需求增长

铜板带的主要用途可分为四大类: 电子信息、电力、导热、服辅装饰。其中电子信息领域较为高端,也是未来高端铜板带需求增长的主要驱动力。铜板带在电子信息领域的具体用途如下表所示:

图表 14: 电子信息领域是未来高端铜板带需求增长主要驱动力

| 二级分类 | 三级分类 | 代表性用材 |
|------|---------|---------------|
| 框架材料 | LED 框架 | 黄铜, C194 |
| | 半导体分立器件 | C192 |
| | | C194 |
| | IC 框架 | 铜镍硅 (如 7025) |
| | | 铜铬锆 (如 18150) |

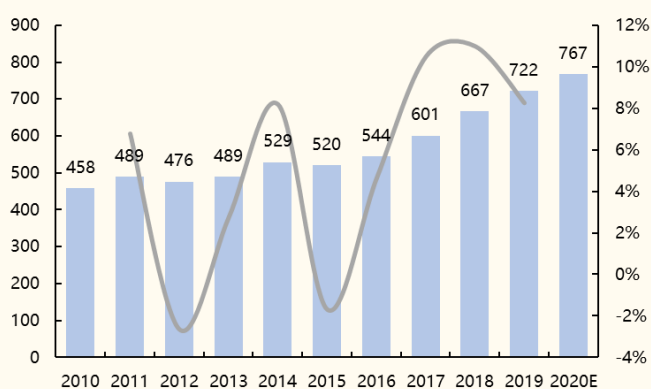
| | | |
|------|------------|--|
| 连接器 | 家用电器 | 黄铜、紫铜、青铜、高铜（194、7025、18150）、铍铜、铜镍锡、铜钛合金等 |
| | 通讯、3C 电子产品 | |
| | 汽车连接器带材 | |
| | 其他 | |
| 传输 | 射频带 | |
| 其他导电 | 冲压紫铜板带 | 紫铜 |
| | PCB、CCL | 压延铜箔 |
| | 铜铝复合材料 | |
| | 其他 | |
| 其他功能 | 电磁屏蔽 | 锌白铜 |
| | 散热（VC 均热板） | CuSnP、C5191、CuNiP、CuNiSn |

来源：《中国铜板带市场及进口品种分析》，国金证券研究所

新能源车用连接器为高端铜板带提供纯增量市场

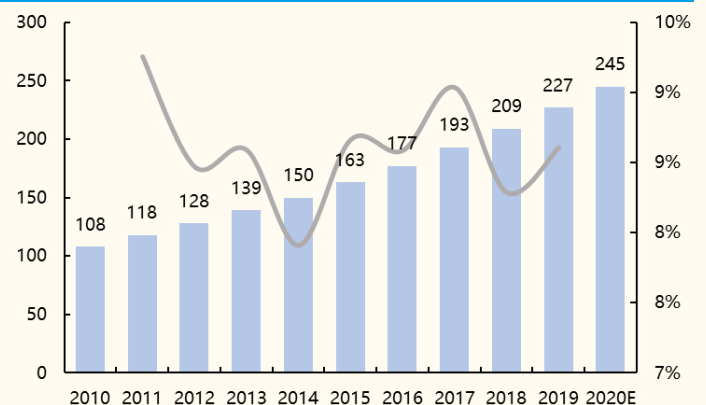
- 连接器又称为接插件，是一种提供连接与分离功能，在器件与组件、组件与机构、系统与子系统之间起着电气连接和信号传递作用的器件。连接器为两个电路子系统提供一个可分离的界面，一方面，使得零部件或子系统的维护或升级不必修改整个系统；另一方面，提高了零部件的便携性、外围设备的拓展能力，使得设计和生产过程更方便、更灵活。其下游几乎涵盖电子工业全领域。
- 全球连接器市场规模保持稳定增长，国内需求占比持续提升。根据电子连接器研究公司 Bishop&Associate 的统计，全球连接器市场规模从 2010 年的 458 亿美元增长至 2019 年的 722 亿美元，CAGR 为 5.19%。中国大陆连接器市场规模从 2010 年的 108 亿美元增长至 2019 年的 227 亿美元，CAGR 为 8.60%。中国大陆连接器市场整体增速高于全球，规模占比从 2010 年的 24% 增长至 2019 年的 31%，当前已成为全球最大的连接器市场。

图表 15：全球连接器行业市场规模增长有限（亿美元）



来源：Bishop Associate，前瞻产业研究院，国金证券研究所

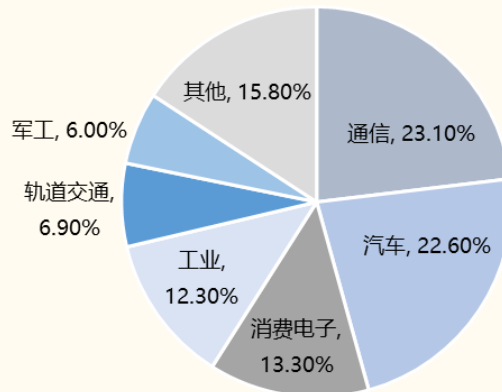
图表 16：中国连接器行业规模增速超过全球（亿美元）



来源：Bishop Associate，国金证券研究所

- 汽车占连接器下游应用比重超 20%。根据 Bishop&Associate 的数据，2020 年全球连接器下游行业中通信、汽车、消费电子、工业、轨道交通、军工等领域连接器需求占比分别为 23.1%/22.6%/13.3%/12.3%/6.90%/6.0%。前两大需求领域为通信和汽车，两者合计占比超过 45%。我们认为未来连接器领域的需求增量主要来自于汽车。

图表 17: 汽车和通信为连接器两大应用领域 (2020 年)



来源: Bishop&Associate, 国金证券研究所

- **新能源车用高压连接器及高速连接器为增量市场。**汽车连接器可按工作电压划分为低压连接器、高压连接器及高速连接器三类。低压连接器用于传统燃油车的各个部位,包括发动机系统、底盘系统、仪表盘、控制台、车灯等,属于存量市场;高压连接器主要用于新能源汽车充电系统、三电系统、差速器系统、电加热器等,在新能源车中用量较多;高速连接器主要用于娱乐及智能驾驶,其需求的增长依赖于汽车智能化的提升。新能源汽车用高压连接器及高速连接器数量显著高于传统燃油车,为其带来增量需求。

图表 18: 新能源汽车用高速及高压连接器为未来主要增量需求



来源: 鼎通科技招股说明书, 国金证券研究所

- **22-25 年电动车带来全球高端铜合金需求增量 24 万吨, 国内 12 万吨。**新能源汽车单车用铜合金约 100kg, 其中连接器用量约在 20kg。由于低速连接器对铜合金性能要求相对较低, 高端铜合金用量主要集中在高压连接器和高速连接器。我们预计当前单车的高压连接器用高端铜合金量 8kg, 高速连接器用量保守估计为 2kg, 且随着汽车智能化的发展用量逐步提升。基于此, 我们对未来几年内新能源汽车连接器用高端铜合金的增量需求进行测算。考虑到低端车型用的铜合金相对低端, 保守考虑我们在测算时仅考虑乘用车且剔除单价低于 10 万元的车型。据国金电新测算, 全球新能源乘用车销量在 25 年内达到 2000 万辆,

国内达到 1050 万辆。据此，22-25 年车用高速及高压连接器带来全球高端铜合金需求增量 3.6/5.5/6.0/8.6 万吨，国内为 2.0/2.9/3.1/4.4 万吨。

图表 19: 全球高端铜合金需求同时受益于电动车产量增长与智能化提升

| | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
|----------------------|------|------|------|------|------|
| 全球销量 (万辆) | 620 | 1000 | 1300 | 1600 | 2000 |
| 全球渗透率 | 11% | 15% | 19% | 23% | 28% |
| 国内销量 (万辆) | 330 | 550 | 700 | 850 | 1050 |
| 国内渗透率 | 15% | 24% | 30% | 35% | 42% |
| 10 万元以上车型占比 | 70% | 72% | 74% | 76% | 78% |
| 高端铜合金单车用量-高压连接器 (kg) | 8 | 9 | 10 | 10 | 10 |
| 单车铜合金单车用量-高速连接器 (kg) | 2 | 2 | 4 | 6 | 8 |
| 全球高端铜合金需求增量 (万吨) | | 3.6 | 5.5 | 6.0 | 8.6 |
| 国内高端铜合金需求增量 (万吨) | | 2.0 | 2.9 | 3.1 | 4.4 |

来源: 国金证券研究所

注: 10 万元以上车型占比以国内数据近似作为全球假设。

引线框架国产化替代驱动高端铜合金需求

- 引线框架作为集成电路的芯片载体，是一种借助于键合材料（金丝、铝丝、铜丝）实现芯片内部电路引出端与外引线的电气连接，形成电气回路的关键结构件，起到了和外部导线连接的桥梁作用。大部分半导体集成电路中都需要使用引线框架，是集成电路封测重要基础材料。
- 根据应用于不同的半导体，可将其分为集成电路引线框架和分立器件引线框架。这两类半导体采用的封装方式各不相同，且由于不同的封装方式需要用到不同的引线框架，通常以半导体的封装方式对引线框架进行命名。根据不同的生产工艺，将引线框架分为冲压和蚀刻引线框架。蚀刻工艺产品精度高、资金投入大且具有较高的进入门槛。

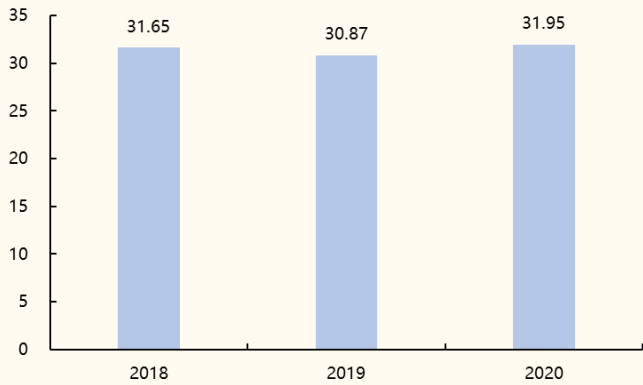
图表 20: 引线框架可按下游应用分为集成电路用产品及分立器件用产品

| 分类标准 | 类型 | 封装方式 |
|-----------|----------|------|
| 根据应用半导体类型 | 集成电路引线框架 | DIP |
| | | SOP |
| | | QFP |
| | | BGA |
| | | CSP |
| | 分立器件引线框架 | TO |
| | | SOT |

来源: 中国产业信息网, 国金证券研究

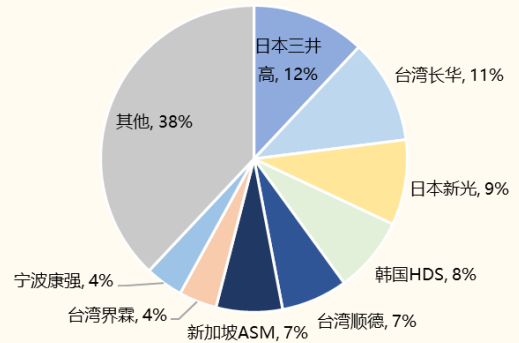
- 全球引线框架市场规模维持稳定。近年来全球引线框架需求量提升，但因产品有一定幅度降价，整体市场规模比较稳定。根据集微咨询数据，2018-2020 年全球引线框架市场规模分别为 31.65/30.87/31.95 亿美元。国内市场规模占全球比重约 40%。
- 本土企业占国内引线框架市场份额仅 40%。全球引线框架市场格局相对分散，日韩及中国台湾企业占据相对较高份额。根据集微咨询的统计，2020 年全球引线框架 CR5=40%，大陆产量最高的公司康强电子仅跻身第八位，市占率 4%。从国内市场来看，2019 年国内引线框架市场规模 85.4 亿元，但本土企业销售额仅为 34.16 亿元，仅占国内总需求的约 40%。

图表 21: 全球引线框架市场规模维持稳定 (亿美元)



来源: 集微咨询, 国金证券研究所

图表 22: 2020 年大陆企业占全球引线框架市场份额较低



来源: 集微咨询, 国金证券研究所

- **引线框架国产化替代加速拉动高端铜合金需求。**本土企业生产的引线框架产品多以中低端为主, 在蚀刻引线框架领域本土企业起步晚, 基础薄弱, 生产设备及工艺均和国外仍有较大差异。随着半导体产业国产化趋势加速, 近年来国内半导体封装企业发展速度快于上游半导体封装用材料引线框架企业的发展速度, 导致国内引线框架产品供不应求。国内包含欧菲光、昀冢科技、华天科技等在内的多家企业均在积极布局高端蚀刻引线框架项目, 预计即将迎来国产替代浪潮。引线框架主要原材料包括铜、黄金及白银, 铜成本占比最高。其国产化替代加速将有效拉动对国内高端铜合金需求。

2.3 具备量产铜镍硅/铜铬锆等高端铜板带能力的厂商直接受益

铜板带生产工艺的核心在于兼顾综合性能。下游高端应用场景需要铜板带具备较好的综合性能。当前全球铜合金研发的趋势是在追求高强高导的同时, 根据下游需求平衡抗应力松弛性、折弯性、抗腐蚀性、导热性等其他性能。而在铜合金中加入其他元素提高强度的同时, 一般都会降低导电率。因此如何在不明显降低导电率的情况下, 提高合金强度和综合性能是铜板带生产商技术差异的核心。

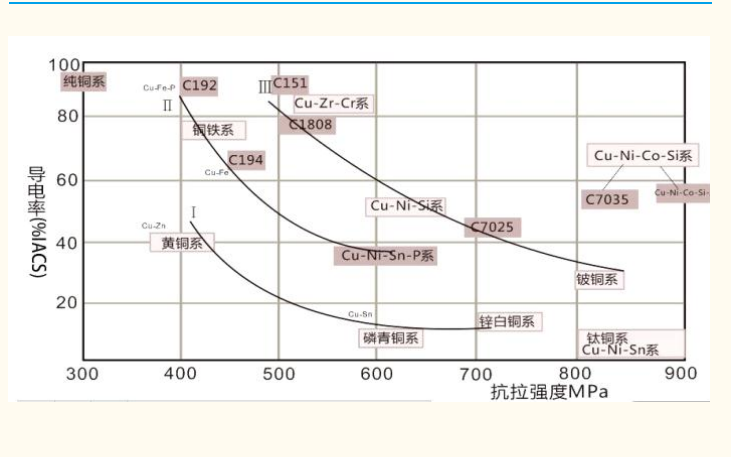
国内仅少数厂商具备量产高端产品能力。按照铜合金板带的强度和价格, 可将其大致分为黄铜系列、锡磷青铜系列、铜镍硅/铜铬锆系列及铍铜/钛铜系列等。其中黄铜和锡磷青铜生产工艺简单且性能较为一般, 国内生产厂家众多; 铜镍硅/铜铬锆系列属于中高强度高导电率合金, 其同时具备较好的抗应力松弛性等其他性能, 属于相对高端产品, 国内仅有博威合金、兴业盛泰、中铝洛铜等少数几家公司具备量产能力; 铍铜/钛铜合金强度最高, 生产商则以国外为主。

图表 23: 国内具备铜镍硅及铜铬锆生产能力厂家较少



来源: 彭丽军《电连接器用高性能铜合金材料体系化研究》, 国金证券研究所

图表 24: 导电率-抗拉强度关系图可反映铜合金性能差异

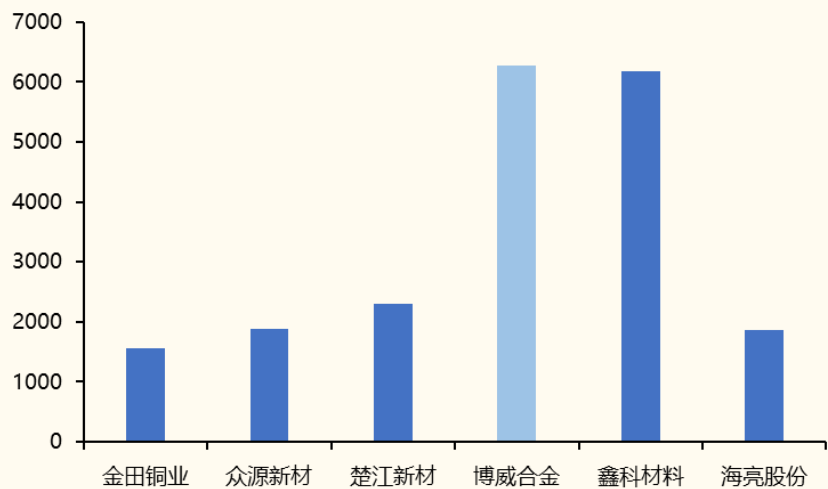


来源: 杨奋为《接触件铜材应用的基础技术研究》, 国金证券研究所

具备铜镍硅/铜铬锆等高端产品生产能力的厂商将直接受益。汽车内部温度环境较高，需要铜合金材料具备更好的耐应力松弛性能。普通的黄铜及锡磷青铜已经无法满足车用连接器的要求。此外，新能源汽车的大电流需要铜合金具备高导电性抑制发热和升温。综合来看，铜镍硅等相对高端产品能够满足其要求且性价比最高；引线框架出于制作和封装需要，除高强高导外，还需要良好的导热性、钎焊性、冲压性、蚀刻性等。当前国内生产铜板带产品主要应用于低端集成电路，随着国内集成电路不断向大规模和超大规模方向发展，其对引线框架材料的性能要求更高，带来对铜镍硅/铜铬锆等高端产品的需求。

差异化的附加值水平代表了产品的异质性。为了进一步体现各公司板带产品的差异，我们对各家铜合金上市公司的板带产品加工费进行对比。吨加工费扣除吨制造费用即为吨毛利，由于制造费用整体占成本比重较小且各家差异不明显，吨毛利水平可反映加工费差异。博威合金单吨毛利润大幅优于同业，证明了公司产品具备的高附加值。

图表 25: 公司铜合金产品吨毛利润显著优于国内可比公司 (元/吨)



来源：公司公告，国金证券研究所

注：2020 年数据

国内铜板带企业由于起步较晚，虽然在某些领域已经达到了国际生产水准，但整体而言与国际铜合金巨头相比仍有一定差距。主要体现在两方面：一是国外高端产品加工精度更高；二是国外的部分产品仍在专利保护期内，因此国内无法生产。国际上主流厂商主要包括德国维兰德、德国代教金工、美国奥林黄铜、日本三菱及韩国丰山等。

图表 26: 高端铜合金板带领域国外厂商仍具有较强竞争优势

| 企业名称 | 国家 | 企业情况 |
|------|----|---|
| 维兰德 | 德国 | 成立于 1820 年，生产基地位于美国、德国和新加坡，最近一个财年实现销量 74.8 万吨，实现收入 54 亿欧元。 |
| 代教金工 | 德国 | 生产主要集中在德国，产品包括青铜带、白铜带和其他特殊合金带材，产品附加值较高。 |
| 奥林黄铜 | 美国 | 美国最大的铜板带生产企业，生产 60 多个牌号的铜基合金，其中 30% 属于高性能合金。 |
| 三菱 | 日本 | 日本最大的铜带生产企业，也是日本最大的汽车连接器铜带供应商。 |
| 丰山 | 韩国 | 成立于 1968 年，是生产有色金属合金带材的大型跨国企业。其在韩国拥有 4 个生产基地，在美国也设有基地，带材产品广泛应用于建材，电子和高科技，工业机械配件，大众消费以及军事防御。 |

来源：公司可转债募集说明书，国金证券研究所

三、业绩确定性与长期成长性并存

3.1 量利齐升带来业绩确定性

■ 量：产能增长契合需求放量

- 2021 年底公司产能为 19.8 万吨。近年来公司有较多产能扩张项目，在 2022~2024 年间陆续有新产能达产。预计到 2024 年底公司新材料产能将达到 28.8 万吨，新增产能近 10 万吨，较当前增幅 50%。
- 未来两年内公司产销量增长的核心看点在于 5 万吨特殊合金带材项目。该项目总投资约 15 亿元，2021 年中时已进入试产阶段，预计将在 2022 年投产。下游汽车连接器及引线框架等领域对高端铜合金带材需求量明显提升，而国内仅公司在内的个别厂商具备高端铜合金量产能力。此外，由于高端产品切入下游供应链需要一定的认证周期，公司产品在汽车电子领域已完成众多国际知名客户的认证和小批量应用认证，具备一定先发优势，产销量增长的确性较强。

图表 27：2024 年公司产能较当前产能增幅达 50%（万吨）

| 产品类型 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|------|------|-------|-------|-------|
| 棒材 | 9.5 | 10.6 | 11.2 | 11.6 |
| 线材 | 2.8 | 3.0 | 3.4 | 5.1 |
| 板带 | 4.5 | 6.5 | 8.8 | 8.8 |
| 精密细丝 | 3.0 | 3.3 | 3.3 | 3.3 |
| 产能合计 | 19.8 | 23.4 | 26.6 | 28.8 |

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 28：公司新材料领域近年来扩产项目较多

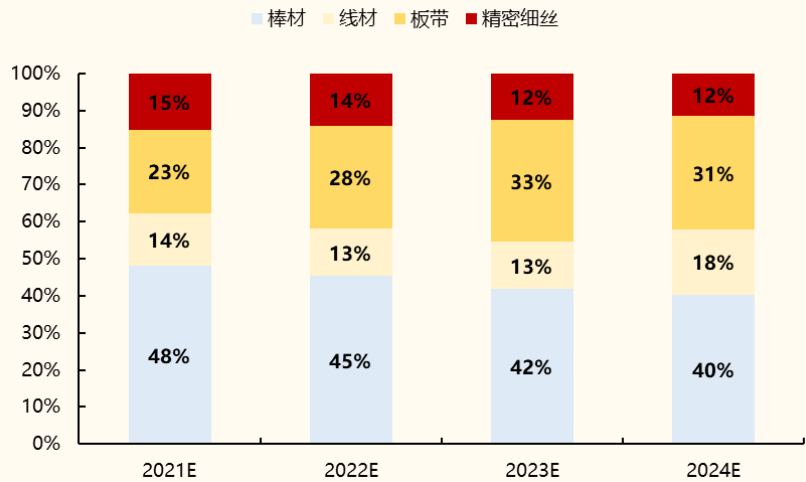
| 项目名称 | 2021 年中报进度 |
|--|--|
| 2800 吨高端镀层丝项目 | 2020 年上半年完成全线试产，2021 年上半年进入试产、量产阶段 |
| 博德高科 6700 吨铝焊丝项目 | 完成一期项目的建设，已经进入试产试销阶段，重点开发高铁、新能源汽车电池及轻量化项目，同时积极拓展罐车及其他行业方向，以尽早实现国产替代及新应用行业的开发。 |
| 5 万吨特殊合金带材项目 | 大部分设备已经进入空负荷试车、局部机台进入试产阶段。 |
| 越南年产 31,800 吨特种合金棒、线制造生产线和 20,000 吨特种合金带材成品制造生产线 | 线材项目的主体设备已经部分进入安装阶段，棒材项目正在进行设备基础施工及设备到货阶段，板带项目由于目前国内需求旺盛，目前尚无富余的原料供给越南基地，因此板带项目暂停实施，等 5 万吨项目投产之后再择机实施。 |

来源：公司公告，国金证券研究所

■ 利：吨毛利润提升的两大驱动力

- 驱动力一：高端产能放量带来产品结构优化。从当前公司的产能分布来看，相对低端的棒材产能占比 48%；而技术含量较高的精密细丝及合金板带合计产能占比约 38%。到 2024 年，随着高附加值的带材项目产量充分释放，棒材产品占比降低至 40%，精密细丝及合金板带产能占比将提升至 43%，公司产品的结构得到优化，预计平均单吨毛利润能够得到提升。

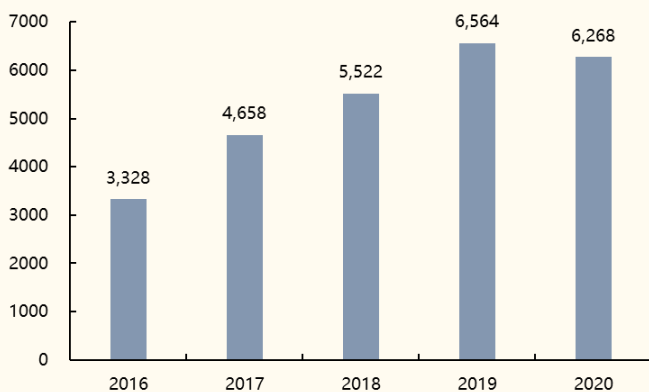
图表 29: 高端产品(板带+精密细丝)占比提升推升公司吨毛利



来源: 公司公告, 国金证券研究所

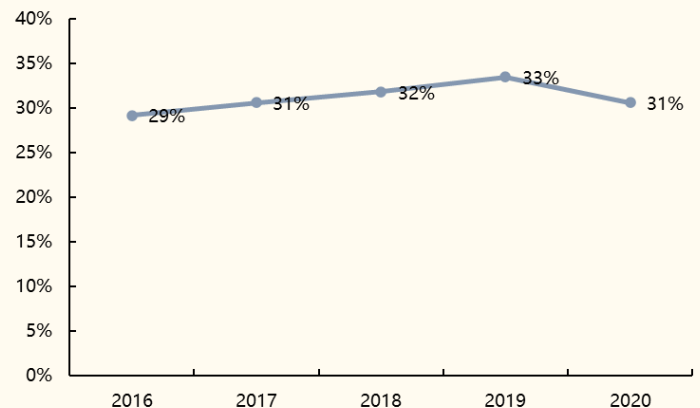
- **驱动力二: 现有产线吨毛利润上升趋势继续维持。** 根据我们的测算, 公司吨毛利润从 2016 年的 3328 元/吨持续提升至 2020 年的 6268 元/吨, 吨毛利润几乎翻倍。除 2020 年因疫情影响有所下降以外, 公司吨毛利润平均每年上涨千元。
- **需求而非供应驱动吨毛利逻辑得到验证。** 自 2016 年以来, 公司高端产品(精密细丝+铜板带)销量占比始终维持在 30%左右, 提升幅度不明显。表明近年来吨毛利的持续提升并非是供应端品类结构的变革, 而是由下游需求驱动。下游高端需求的出现对铜合金产品的性能要求更高, 公司产品的附加值随之得到提升。即公司现有产线高端生产能力的释放依赖于下游应用场景的增加, 需求高端化将持续驱动公司吨毛利增长。
- 综上, 我们认为中短期内公司的吨加工费将同时受益于新产线放量带来产品结构优化+现有产线高端需求驱动两条路径。因此吨毛利润提升的确定性较强。

图表 30: 公司近年来吨毛利润提升显著(元/吨)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 31: 精密细丝和铜板带销量占比提升幅度有限



来源: 公司公告, 国金证券研究所

3.2 数字化研发带来长期成长性

- **以新材料视角来看待公司中长期成长性。** 有别于传统的加工业, 公司产品不以成本为竞争手段, 而是通过持续提升性能, 满足客户的多样性需求。公司开发的铜铬锆合金、铜镍锡合金、铜镍磷合金、铜镍硅钴合金、铜锡磷合金、铜锡镍硅合金等系列、100 多个牌号的高精度、高性能合金板带, 具有优异的物理性能、机械性能、折弯性能和加工性能, 以及

更好的公差控制、表面光洁度、抗热应松弛、高温软化、抗疲劳性能。我们认为相较于传统加工业，公司更趋近于新材料行业。

图表 32：公司高端合金牌号较多

| CuFe | CuSn | CuNiZn | CuNiSi | CuCr/Zr | CuNiCoSi | CuZnSnNiSi | CuNiP |
|-------|-------|--------|---------|---------|----------|------------|-------|
| 19210 | 51000 | 77000 | 19010 | 18150 | 47100 | 42300 | 19000 |
| 19400 | 51100 | 75200 | 19005 | 18400 | | | |
| | 51900 | | 70260 | 18160 | | | |
| | 52100 | | 70250 | | | | |
| | 52400 | | 70250HS | | | | |
| | 14415 | | | | | | |

来源：公司官网，国金证券研究所

- **数字化研发缩短新材料开发周期。**寻找新材料的传统方式是凭直觉和反复试验进行不断试错，但随着化学复杂性以及不同成分组合可能性的增加，不断试错方法的实用性正在降低。而数据智能在材料设计和材料筛选方面具备巨大的潜力。公司正在推进的数字化研发项目，能够利用公司在特殊合金领域 20 多年积累的大量研发数据训练模拟仿真系统，将合金成分设计、物理性能模拟验证、应用场景拟合还原为一体，提升产品研发效率，缩短新产品综合开发周期。
- **长期看公司具备国产弯道超车的发展潜力。**一方面，公司在特殊合金领域多年深耕积累的经验是进行数字化研发转型的重要数据资产，是公司有别于国内其他厂商的核心竞争力之一，能够促使公司保持当前领先优势的同时加大与其他厂商的差距；另一方面，维兰德等国外企业在高端铜合金领域的历史超过百年，靠传统试错的方式缩小和其距离的难度较大，数字化研发或成为未来公司不断进行国产弯道超车的重要方式。

四、盈利预测&投资建议

- **新材料业务预计 2021-2023 年营收分别为 92/104/118 亿元，毛利率分别为 13.8%/15.6%/16.4%。主要假设：**
 - **销量：**公司 5 万吨带材项目将于 2022 年投产，预计产能将陆续释放，此外公司精密细丝及棒线材业务产能也在陆续提升。考虑到下游车用连接器及引线框架等产品带来的高端铜合金需求增量，预计公司 21-23 年新材料产品销量分别为 19.3/22.2/25.0 万吨。
 - **毛利润：**除 20 年因疫情及新项目尚未达产导致公司吨毛利润有所下降外，公司近年来平均吨毛利润提升幅度约为每年 1000 元/吨，20 年吨毛利为 6268 元/吨。考虑到未来几年内公司具备较高附加值的带材新产线放量及存量产线下游应用高端化趋势延续，估计 21-23 年新材料业务吨毛利分别提升至 6600/7300/7700 元。
 - **营业成本：**我们按单吨铜合金耗用原材料成本及单吨制造费用预估公司营业成本。1) 公司原材料成本主要来自于铜，考虑到 22-23 年全球疫后铜供应逐步恢复，而需求受益于新能源领域带来的增量也有所增长，供需两旺情况下我们判断 22-23 年铜价将维持高位，预计 21-23 年电解铜含税价格分别为 6.1/6.0/6.0 万元/吨。综合其他原材料成本预计 21-23 年公司单吨材料成本为 3.7/3.5/3.5 万元。由于公司产品定价是在原材料基础上收取一定加工费，且从历史数据看铜涨价周期公司成本有较强传导性，因此铜价波动对公司利润影响较小，主要对营收及营业成本产生影响。2) 考虑到一定的规模效应，预计公司 21-23 年单吨制造费用分别为 4200/4100/4000 元。
- **新能源业务预计 2021-2023 年营收分别为 11/14/16 亿元，毛利率为分别为 9.0%/14.0%/14.0%。主要假设：**
 - **销量：**公司正在进行产线优化调试工作，预计公司新能源产能将从当前的 700MW 爬坡至 23 年的 1000MW。21 年公司新能源业务由于海

运费涨价及运力不足等原因整体出货较少。当前公司已与客户积极协调运费机制，预计 22-23 年销量将有所恢复。我们预计 21-23 年公司组件销量分别为 400/550/650MW。

- **均价：**公司价格主要随原材料成本变化。随着上游硅料等供需矛盾缓解，预计 22-23 年硅料价格略有下降，带动公司产品均价小幅下滑，预计 21-23 年组件均价分别为 2.70/2.60/2.50 元/瓦。
- **毛利率：**从往年来看公司能在一定程度上将上游原材料涨价压力传导至下游，新能源业务历史毛利率约在 13~20%。21 年因销售价格于前一年锁定而海运费及原材料成本上涨较多导致公司利润率下滑。预计 22-23 年随着销售价格的重新协商，利润率将有所恢复。但考虑到硅料价格高企，判断公司毛利率较往年相比仍有一定差距。预计 21-23 年毛利率分别为 9.0%/14.0%/14.0%。

图表 33：公司营收及毛利润预测

| | | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------------|------|-------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 新材料 | | | | | | | | | |
| 销量 (万吨) | 线材 | 1.72 | 1.84 | 2.05 | 2.21 | 2.75 | 2.80 | 3.00 | 3.20 |
| | 棒材 | 7.02 | 7.48 | 7.24 | 7.22 | 8.01 | 9.50 | 10.00 | 11.00 |
| | 板带 | 1.77 | 2.06 | 2.15 | 2.45 | 2.50 | 4.00 | 6.00 | 7.50 |
| | 精密细丝 | 1.84 | 2.06 | 2.19 | 2.29 | 2.25 | 3.00 | 3.20 | 3.30 |
| 新材料销量合计 (万吨) | | 10.51 | 11.38 | 11.44 | 14.16 | 15.51 | 19.30 | 22.20 | 25.00 |
| 单吨毛利润 (元) | | 3328 | 4658 | 5522 | 6564 | 6268 | 6600 | 7300 | 7700 |
| 单吨直接材料成本 (元) | | 19497 | 24610 | 25145 | 29161 | 28383 | 37115 | 35350 | 35350 |
| 单吨制造费用 (元) | | 3205 | 2969 | 3666 | 4874 | 4421 | 4200 | 4100 | 4000 |
| 新材料收入 (亿元) | | 31 | 42 | 45 | 57 | 61 | 92 | 104 | 118 |
| 新材料毛利率 | | 11.3% | 12.7% | 14.1% | 16.2% | 16.0% | 13.8% | 15.6% | 16.4% |
| 新能源 | | | | | | | | | |
| 销量 (MW) | | 364 | 693 | 516 | 689 | 570 | 400 | 550 | 650 |
| 均价 (元/W) | | 3.04 | 2.19 | 2.93 | 2.43 | 2.54 | 2.70 | 2.60 | 2.50 |
| 收入 (亿元) | | 11 | 15 | 15 | 17 | 14 | 11 | 14 | 16 |
| 毛利率 | | 17.1% | 17.3% | 13.2% | 14.7% | 20.0% | 9.0% | 14.0% | 14.0% |
| 合计 | | | | | | | | | |
| 营业收入 (亿元) | | 42 | 58 | 61 | 76 | 76 | 103 | 118 | 134 |
| YoY | | | 35.71% | 5.33% | 25.18% | -0.04% | 36.09% | 14.34% | 13.37% |
| 毛利润 (亿元) | | 5.41 | 7.96 | 8.61 | 12.06 | 12.95 | 13.71 | 18.21 | 21.53 |
| 毛利率 | | 12.8% | 13.8% | 14.2% | 15.9% | 17.1% | 13.3% | 15.4% | 16.1% |

来源：公司公告，国金证券研究所

- 综上，预测 2021-2023 年公司营收分别为 103/118/134 亿元，同比 +36.09%/+14.34%/+13.37%；实现归母净利润分别为 3.6/6.2/8.3 亿元，同比 -15.41%/+70.89%/+33.33%，实现 EPS 分别为 0.46/0.79/1.05 元，对应 PE 分别为 42 倍、24 倍、18 倍。
- 估值部分，当前股价对应 21 年净利润 PE 为 42 倍，高于可比公司。考虑到公司短期内量利齐升带来高业绩增速的确定性及类材料企业所具备的中长期发展潜力，我们认为公司估值应当享有一定溢价。给予 2022 年业绩 30 倍估值，对应市值 186 亿元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 34: 可比公司估值

| 序号 | 股票代码 | 股票名称 | 股价(元) | EPS(万得一致预测均值) | | | PE | | |
|---------------|-------------|--------------|-------------|---------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-------|
| | | | | 2021E | 2022E | 2023E | 2021E | 2022E | 2023E |
| 1 | 002171 | 楚江新材 | 11.10 | 0.44 | 0.57 | 0.69 | 25.41 | 19.60 | 15.98 |
| 2 | 601609 | 金田铜业 | 8.58 | 0.49 | 0.67 | 0.88 | 17.41 | 12.74 | 9.70 |
| 3 | 002203 | 海亮股份 | 12.09 | 0.67 | 0.91 | 1.26 | 18.06 | 13.31 | 9.61 |
| 4 | 600255 | 鑫科材料 | 2.83 | 0.05 | 0.09 | 0.21 | 59.96 | 30.69 | 13.76 |
| 中位数 | | | | | | | 21.73 | 16.45 | 11.73 |
| 平均数 | | | | | | | 30.21 | 19.09 | 12.26 |
| 601137 | 博威合金 | 19.12 | 0.46 | 0.78 | 1.05 | 41.64 | 24.36 | 18.27 | |

来源: Wind, 国金证券研究所

五、风险提示

- **铜合金扩产不及预期风险。**公司有较多铜合金项目在建及待建,若项目进度不达预期,将影响到公司的产销量及业绩。
- **下游销售不及预期风险。**未来 2-3 年内公司新材料产能及产量将有较大提升,若下游通讯、汽车、5G、半导体等领域需求不及预期,因固定资产投资带来的大额折旧将拖累公司业绩。
- **铜价波动风险。**公司产品主要在铜及其他金属成本基础上收取加工费,铜价波动整体对公司影响较小。但若铜价短期内剧烈波动,公司利润水平将受到影响。
- **限售股解禁风险。**公司向宁波梅山保税港区隽瑞投资合伙企业(有限合伙)、宁波梅山保税港区立晟富盈投资管理合伙企业(有限合伙)、宁波梅山保税港区乾浚投资管理合伙企业(有限合伙)定增配售的股份将于 2022 年 6 月满足解禁条件,解禁股份数量占公司总股本的 2.61%。若届时三家机构进行减持,公司股价面临波动风险。
- **股东减持风险。**公司第十大股东交银施罗德先进制造混合型证券投资基金在 2021 年三季度进行减持,若后续其进一步减持,公司股价面临波动风险。
- **人民币汇率波动风险。**公司海外收入占比约 40%,海外收入结算币种主要为美元及欧元,人民币对其汇率波动会导致公司业绩产生波动。

附录：三张报表预测摘要

| 损益表 (人民币百万元) | | | | | | | 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | | |
|-----------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 主营业务收入 | 7,297 | 7,592 | 7,589 | 10,328 | 11,809 | 13,388 | 货币资金 | 820 | 827 | 785 | 765 | 747 | 720 |
| 增长率 | 4.0% | 0.0% | 0.0% | 36.1% | 14.3% | 13.4% | 应收账款 | 876 | 1,083 | 1,150 | 1,817 | 1,917 | 1,990 |
| 主营业务成本 | -6,194 | -6,386 | -6,294 | -8,957 | -9,988 | -11,235 | 存货 | 1,352 | 1,701 | 1,989 | 2,930 | 3,267 | 3,675 |
| %销售收入 | 84.9% | 84.1% | 82.9% | 86.7% | 84.6% | 83.9% | 其他流动资产 | 115 | 198 | 418 | 413 | 437 | 466 |
| 毛利 | 1,103 | 1,206 | 1,295 | 1,371 | 1,821 | 2,153 | 流动资产 | 3,164 | 3,809 | 4,342 | 5,925 | 6,368 | 6,851 |
| %销售收入 | 15.1% | 15.9% | 17.1% | 13.3% | 15.4% | 16.1% | %总资产 | 49.9% | 50.2% | 47.7% | 51.7% | 52.1% | 52.8% |
| 营业税金及附加 | -16 | -16 | -32 | -21 | -24 | -27 | 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| %销售收入 | 0.2% | 0.2% | 0.4% | 0.2% | 0.2% | 0.2% | 固定资产 | 2,618 | 3,097 | 4,104 | 5,079 | 5,330 | 5,545 |
| 销售费用 | -204 | -233 | -234 | -310 | -337 | -361 | %总资产 | 41.3% | 40.8% | 45.1% | 44.3% | 43.6% | 42.7% |
| %销售收入 | 2.8% | 3.1% | 3.1% | 3.0% | 2.9% | 2.7% | 无形资产 | 318 | 333 | 391 | 456 | 518 | 576 |
| 管理费用 | -239 | -255 | -266 | -300 | -319 | -348 | 非流动资产 | 3,172 | 3,783 | 4,760 | 5,535 | 5,848 | 6,121 |
| %销售收入 | 3.3% | 3.4% | 3.5% | 2.9% | 2.7% | 2.6% | %总资产 | 50.1% | 49.8% | 52.3% | 48.3% | 47.9% | 47.2% |
| 研发费用 | -161 | -178 | -208 | -274 | -307 | -348 | 资产总计 | 6,336 | 7,592 | 9,103 | 11,461 | 12,216 | 12,972 |
| %销售收入 | 2.2% | 2.4% | 2.7% | 2.7% | 2.6% | 2.6% | 短期借款 | 1,017 | 1,630 | 1,941 | 3,273 | 3,430 | 3,433 |
| 息税前利润 (EBIT) | 483 | 523 | 555 | 467 | 835 | 1,068 | 应付款项 | 677 | 883 | 1,028 | 1,282 | 1,430 | 1,608 |
| %销售收入 | 6.6% | 6.9% | 7.3% | 4.5% | 7.1% | 8.0% | 其他流动负债 | 156 | 502 | 391 | 449 | 527 | 607 |
| 财务费用 | -37 | -56 | -103 | -110 | -152 | -155 | 流动负债 | 1,850 | 3,015 | 3,360 | 5,004 | 5,387 | 5,648 |
| %销售收入 | 0.5% | 0.7% | 1.4% | 1.1% | 1.3% | 1.2% | 长期贷款 | 371 | 519 | 284 | 684 | 684 | 684 |
| 资产减值损失 | -2 | 35 | 27 | -18 | -2 | -2 | 其他长期负债 | 271 | 304 | 284 | 280 | 280 | 280 |
| 公允价值变动收益 | 4 | 1 | -1 | 2 | 1 | 1 | 负债 | 2,492 | 3,838 | 3,928 | 5,968 | 6,351 | 6,612 |
| 投资收益 | -1 | 0 | 0 | 2 | 2 | 2 | 普通股股东权益 | 3,791 | 3,754 | 5,175 | 5,492 | 5,864 | 6,360 |
| %税前利润 | n.a | n.a | n.a | 0.4% | 0.2% | 0.2% | 其中：股本 | 627 | 685 | 790 | 790 | 790 | 790 |
| 营业利润 | 469 | 463 | 469 | 343 | 684 | 914 | 未分配利润 | 1,148 | 1,527 | 1,817 | 2,035 | 2,407 | 2,903 |
| 营业利润率 | 6.4% | 6.1% | 6.2% | 3.3% | 5.8% | 6.8% | 少数股东权益 | 53 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业外收支 | -4 | 3 | -6 | 60 | 5 | 5 | 负债股东权益合计 | 6,336 | 7,592 | 9,103 | 11,461 | 12,216 | 12,972 |
| 税前利润 | 465 | 466 | 463 | 403 | 689 | 919 | 比率分析 | | | | | | |
| 利润率 | 6.4% | 6.1% | 6.1% | 3.9% | 5.8% | 6.9% | | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 所得税 | -58 | -22 | -34 | -40 | -69 | -92 | 每股指标 | | | | | | |
| 所得税率 | 12.5% | 4.6% | 7.4% | 10.0% | 10.0% | 10.0% | 每股收益 | 0.632 | 0.643 | 0.543 | 0.459 | 0.785 | 1.046 |
| 净利润 | 407 | 444 | 429 | 363 | 620 | 827 | 每股净资产 | 6.044 | 5.484 | 6.550 | 6.952 | 7.423 | 8.051 |
| 少数股东损益 | 10 | 4 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股经营现金净流 | 1.250 | 0.995 | 0.398 | -0.634 | 1.150 | 1.443 |
| 归属于母公司的净利润 | 397 | 440 | 429 | 363 | 620 | 827 | 每股股利 | 0.080 | 0.200 | 0.170 | 0.184 | 0.314 | 0.419 |
| 净利率 | 5.4% | 5.8% | 5.7% | 3.5% | 5.3% | 6.2% | 回报率 | | | | | | |
| | | | | | | | 净资产收益率 | 10.46% | 11.72% | 8.29% | 6.61% | 10.57% | 13.00% |
| 现金流量表 (人民币百万元) | | | | | | | 总资产收益率 | 6.26% | 5.80% | 4.71% | 3.17% | 5.08% | 6.37% |
| 净利润 | 407 | 444 | 429 | 363 | 620 | 827 | 投入资本收益率 | 8.07% | 8.45% | 6.94% | 4.45% | 7.53% | 9.18% |
| 少数股东损益 | 10 | 4 | 0 | 0 | 0 | 0 | 增长率 | | | | | | |
| 非现金支出 | 206 | 265 | 295 | 358 | 369 | 409 | 主营业务收入增长率 | 5.94% | 4.03% | -0.04% | 36.09% | 14.34% | 13.37% |
| 非经营收益 | 36 | 42 | 100 | 98 | 155 | 158 | EBIT增长率 | 6.83% | 8.32% | 5.99% | -15.75% | 78.63% | 27.95% |
| 营运资金变动 | 135 | -70 | -509 | -1,320 | -236 | -254 | 净利润增长率 | 11.27% | 10.97% | -2.54% | -15.41% | 70.89% | 33.33% |
| 经营活动现金净流 | 784 | 681 | 314 | -501 | 909 | 1,140 | 总资产增长率 | 8.36% | 19.82% | 19.89% | 25.90% | 6.59% | 6.19% |
| 资本开支 | -647 | -863 | -1,234 | -1,100 | -675 | -675 | 资产管理能力 | | | | | | |
| 投资 | -38 | -559 | -43 | 2 | 1 | 1 | 应收账款周转天数 | 34.9 | 37.5 | 43.7 | 55.0 | 50.0 | 45.0 |
| 其他 | 0 | -36 | -30 | 2 | 2 | 2 | 存货周转天数 | 79.3 | 87.2 | 107.0 | 120.0 | 120.0 | 120.0 |
| 投资活动现金净流 | -685 | -1,459 | -1,307 | -1,097 | -673 | -673 | 应付账款周转天数 | 29.9 | 28.3 | 33.1 | 30.0 | 30.0 | 30.0 |
| 股权募资 | 0 | 0 | 0 | 100 | 0 | 0 | 固定资产周转天数 | 97.2 | 125.1 | 127.8 | 86.0 | 73.7 | 62.7 |
| 债权募资 | 347 | 756 | 1,266 | 1,744 | 157 | 2 | 偿债能力 | | | | | | |
| 其他 | -215 | -109 | -294 | -267 | -411 | -497 | 净负债/股东权益 | 14.78% | 35.23% | 27.70% | 57.99% | 57.29% | 53.29% |
| 筹资活动现金净流 | 133 | 646 | 973 | 1,578 | -254 | -494 | EBIT利息保障倍数 | 12.9 | 9.4 | 5.4 | 4.3 | 5.5 | 6.9 |
| 现金净流量 | 231 | -131 | -20 | -20 | -18 | -27 | 资产负债率 | 39.33% | 50.56% | 43.15% | 52.08% | 51.99% | 50.97% |

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|-----------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 买入 | 0 | 0 | 2 | 2 | 9 |
| 增持 | 0 | 0 | 1 | 1 | 0 |
| 中性 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 0.00 | 0.00 | 1.33 | 1.33 | 1.00 |

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402