

光伏板块拖累业绩，高端合金蓬勃发展

2022 年 04 月 26 日

➤ **事件：公司发布 2021 年报和 22Q1 季报。**2021 年，公司实现营收 100.38 亿元，同比增长 32.3%；归母净利润 3.1 亿元，同比减少 27.7%；扣非归母净利润 2.48 亿元，同比减少 37.9%，业绩低于 wind 一致预期。2022Q1 公司实现营收 33.26 亿元，同比增加 58.4%，环比增加 24.9%，归母净利润 1.36 亿元，同比增加 15.5%，环比增加 184%，扣非归母净利润 1.28 亿元，同比增加 13.7%，环比增加 359%。

➤ **高温合金量利双升，光伏盈利下降明显。**量：合金材料产销量 18.36/18.08 万吨，同比分别增加 17.1%/16.6%，其中，高端合金材销量 9.26 万吨，同比增加 23.6%，占比 51.2%，提升 2.9pct，产品结构继续优化；公司光伏组件产销量 443MW/246MW，同比下降 32.9%/56.8%；**2022 年销量目标：**合金材料销量 23.85 万吨，组件销量 1000MW。**利：**合金材料吨毛利 6301 元，同比增加 33 元，高铜价背景下，盈利水平仍然较强；2021 年，光伏组件毛利 175 元/千瓦，同比下降 332 元/千瓦，主要因为硅料价格和海运费明显上涨。

➤ **三费费率微降，21Q4 光伏组件高订单催化 22Q1 业绩。**公司 2021 年三费费率 7.2%，同比下降 0.8pct，其中销售费用 1.32 亿元，同比下降 43.6%，主要因为会计科目调整。公司毛利率、净利率为 12.3%和 3.1%，分别下降 4.8 pct 和 2.6pct。2021Q4，公司存货 33.3 亿元，环比增加 2.6 亿元，合同负债 7.3 亿元，环比增加 3.0 亿元，经营性现金流入 7.8 亿元，环比上升 9.8 亿元，主要因为光伏组件海外客户订单增加，22Q1 随着订单释放，光伏组件业绩大幅上升。

➤ **未来看点：1) 智能化水平提升以及进口替代需求，带动国内合金材料蓬勃发展。**公司产品主要应用在汽车、半导体芯片等行业，随着终端智能化水平提升，合金材料需求向好。国家“五大工程”明确指出，2020 年，关键基础材料 40% 自供，2025 年，达到 70%，进口替代需求旺盛。**2) 电价大幅上升，海内外光伏需求有望共振。**传统化石能源价格高涨，推升电价，光伏运营商利润上升，装机意愿增强，海内外需求有望共振。**3) 合金材料产能逐步释放，高端产品继续放量。**公司 5 万吨合金带材 2022 年 6 月底前完成认证，越南 3.18 万吨合金棒线项目上半年试产试销，6700 吨铝焊丝项目全面推进，产能逐步释放，2023 年末产能将达到 27 万吨。**4) 海运紧张局势缓解，光伏业绩迎来反转。**光伏板块，随着海运紧张局势的缓解，光伏板块收入未确认问题将缓解，加上美国下调光伏关税税率，公司光伏业绩有望反转。

➤ **投资建议：**公司合金材料产能逐步释放，产量稳步增长，光伏业务有望反转。我们预计公司 2022-2024 年归母净利 6.50、8.14 和 10.14 亿元，EPS 分别为 0.82、1.03 和 1.28 元；对应 4 月 26 日收盘价的 PE 分别为 12、10 和 8 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：**光伏需求不及预期，产品认证进度不及预期，原料价格大幅上涨。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	10038	14148	16227	18610
增长率 (%)	32.3	40.9	14.7	14.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	310	650	814	1014
增长率 (%)	-27.7	109.6	25.2	24.6
每股收益 (元)	0.39	0.82	1.03	1.28
PE	25	12	10	8
PB	1.5	1.3	1.2	1.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2022 年 04 月 26 日收盘价)

推荐

首次评级

当前价格：

9.95 元



分析师：邱祖学

执业证号：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

研究助理：张弋清

执业证号：S0100121120057

邮箱：zhangyiqing@mszq.com

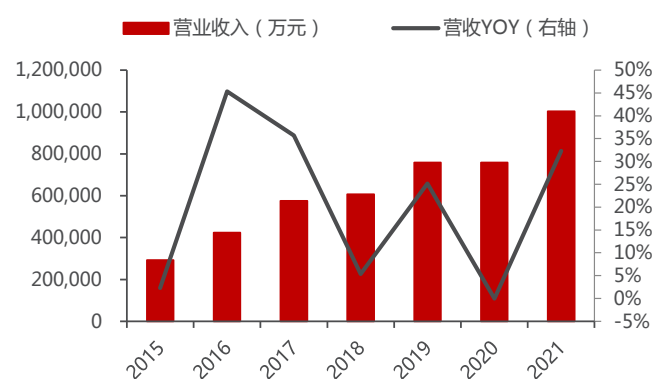
目录

1 事件：公司发布 2021 年报及 2022Q1 季报	3
2 分析：硅料价格高企，利润受光伏业务拖累	3
2.1 2021 年度业绩：硅料价格上涨拖累利润	3
2.2 子公司利润分化大，博德高科完成业绩承诺	7
2.3 2021Q4 业绩：新能源业务成本高企，业绩环比下降	9
2.4 2022Q1 业绩：光伏业务回升带动业绩上行	11
2.5 未来看点：合金材料继续受益于进口替代，光伏业绩有望反转	12
3 盈利预测与投资建议	16
3.1 盈利预测假设和业务拆分	16
3.2 估值分析	16
3.3 投资建议	17
4 风险提示	18
插图目录	20
表格目录	20

1 事件：公司发布 2021 年报及 2022Q1 季报

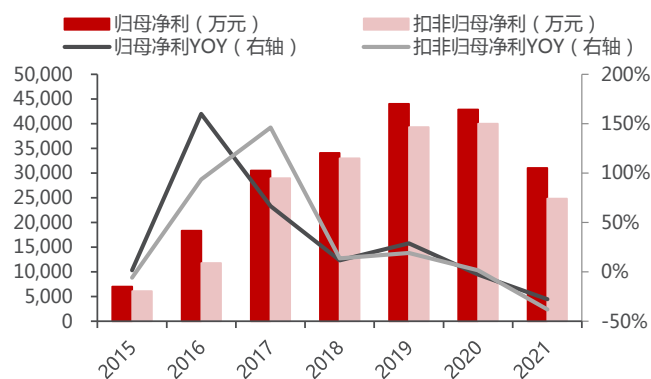
公司发布 2021 年报和 2022Q1 季报：2021 年，公司实现营收 100.38 亿元，同比增长 32.3%；归母净利润 3.1 亿元，同比减少 27.7%；扣非归母净利润 2.48 亿元，同比减少 37.9%。2021Q4，公司实现营收 26.63 亿元，同比增长 36.1%、环比增长 10.8%；归母净利润 0.48 亿元，同比减少 37.0%、环比减少 52.0%；扣非归母净利润 0.28 亿元，同比减少 58.5%、环比减少 71.4%。业绩低于 wind 一致预期。2022Q1 公司实现营业收入 33.26 亿元，同比增加 58.4%，环比增加 24.9%，实现归母净利润 1.36 亿元，同比增加 15.5%，环比增加 184%，扣非归母净利润 1.28 亿元，同比增加 13.7%，环比增加 359%。

图 1：2021 年，公司营收同比增加 32.3%



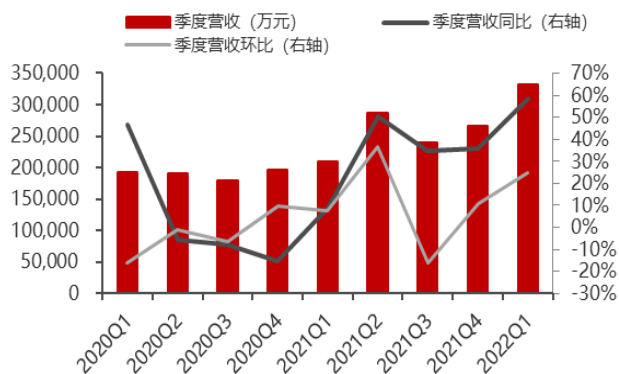
资料来源：wind，民生证券研究院

图 2：2021 年，公司归母净利润同比减少 27.7%



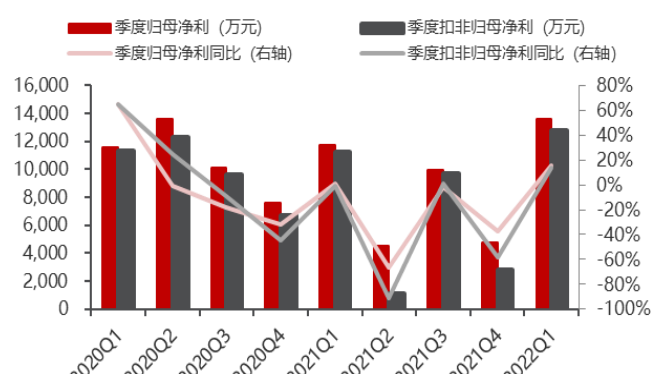
资料来源：wind，民生证券研究院

图 3：2022Q1，公司营收同比增加 58.4%



资料来源：wind，民生证券研究院

图 4：2022Q1，公司归母净利润同比增加 15.5%

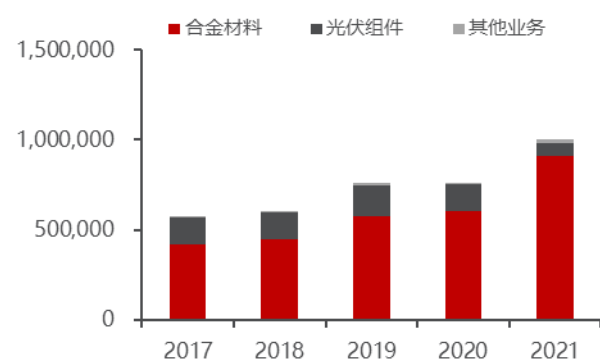


资料来源：wind，民生证券研究院

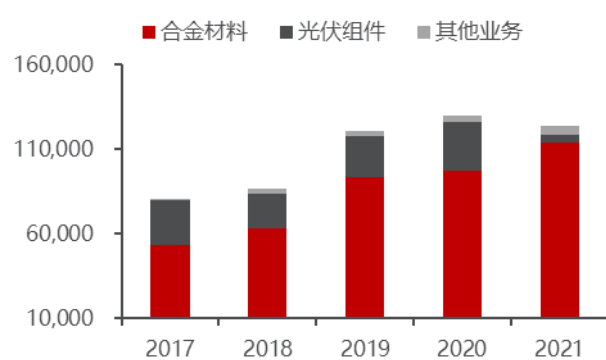
2 分析：硅料价格高企，利润受光伏业务拖累

2.1 2021 年度业绩：硅料价格上涨拖累利润

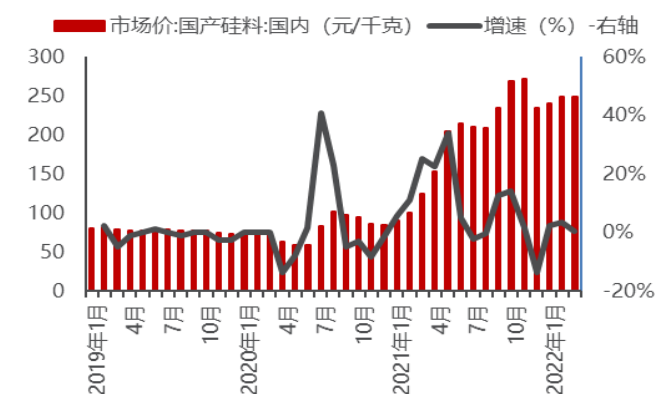
分产品看，合金材料贡献 90.4%营收和 96.4%毛利。公司业务主要包括合金材料和光伏组件，2021 年，公司合金材料实现营收 90.73 亿元，同比增加 49.8%，占总营收 90.4%，光伏组件实现营收 7.67 亿元，同比下降 46.9%，占总营收比 7.6%；合金材料贡献毛利 11.39 亿元，同比增加 17.2%，占总毛利比 96.4%，主要因为公司产品结构继续优化，高附加值产品量利齐升。光伏组件贡献毛利 0.43 亿元，同比大幅下降 85.1%，光伏业绩下降一方面因为 2021 年硅料价格同比增加 145%，下游组件利润承压，海运费也大幅上涨，CCFI 指数同比上升 166%，公司光伏组件出口成本增加。

图 5：2021 年，合金材料营收占比 90.4%


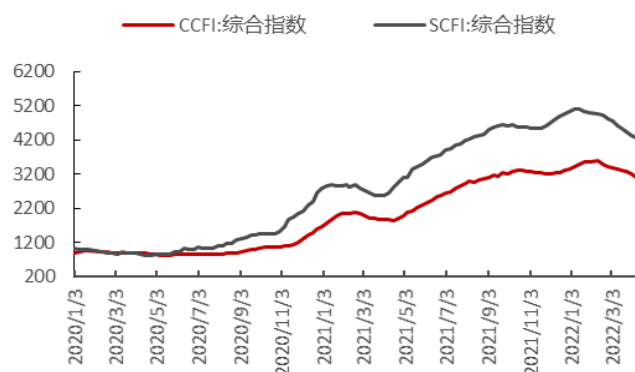
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 6：2021 年，合金材料毛利贡献 96.4%


资料来源：wind，民生证券研究院

图 7：2021 年，硅料价格同比增长 145%


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 8：2021 年，CCFI 指数同比增加 166%


资料来源：wind，民生证券研究院

量：合金材料产量增长提速，光伏组件销量下降。随着公司高附加值产品优化，合金材料产量增长加快，2021 年公司合金材料产销量 18.36 万吨、18.08 万吨，同比分别增加 17.1%和 16.6%，高附加值产品看，合金线材销量 2.91 万吨，同比增加 16.3%，带材销量 3.50 万吨，同比增加 27.1%，精密细丝销量 2.86 万吨，同比增加 27.4%，**高端合金材销量 9.26 万吨，同比增加 23.6%，占比 51.2%，**同比提升 2.9pct，高附加值产品销量快速增长。公司光伏组件产销量分别为 443MW、246MW，同比分别下降 32.9%、下降 56.8%。

公司公布 2022 年经营目标：新材料业务总销量目标 23.85 万吨，同比增加 20.2%，其中，合金带材 65,000 吨，合金棒材 106,000 吨，合金线材 34,500 吨，精密细丝 33,000 吨，产品增量集中带材和棒材，其中带材销量同比增加 85.8%，棒材销量同比增加 20.2%，主要因为公司 5 万吨带材和 3.18 万吨棒线材项目开始投产，产能释放；新能源业务：组件销售目标 1000MW。公司着力打造以“新材料为主、新能源为辅”的发展战略，紧紧围绕引领行业发展的使命，做强、做大新材料业务。

表 1：公司细分产品销量

年度	合金棒材（吨）	合金线材（吨）	合金带材（吨）	精密细丝（吨）	新材料合计（吨）	光伏组件（MW）
2019 年销量	72154	22061	24464	20924	139,603	688
2020 年销量	80,122	24,977	27,515	22,451	155,065	570
2021 年销量	88,154	29,058	34,976	28,615	180,803	246
2022 年目标销量	106,000	34,500	65,000	33,000	238,500	1,000
2021 年销量同比变化	10.03%	16.34%	27.12%	27.45%	16.60%	-56.84%
2022 年销量预计同比变化	20.24%	18.73%	85.84%	15.32%	31.91%	306.50%
2021 年净利润同比变化	46.36%		63.46%	1.9%	41.36%	-152.66%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

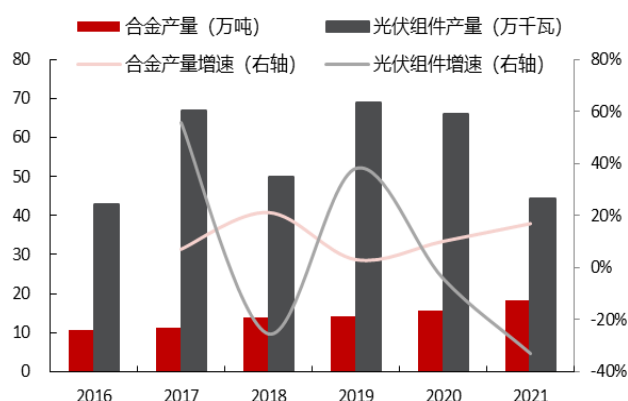
表 2：公司 2021 年产品下游需求分布

	高精密模具	精密刀具	高精密医疗器械	高精密减速器	其他	
精密细丝	59%	15%	10%	12%	4%	
	汽车工业/电子	通讯工程/电子	智能终端	半导体芯片	家电制冷	卫浴水暖
合金板带	10.9%	13.3%	34.6%	37.6%	/	/
合金线材	21.5%	12.3%	45.4%	/	/	/
合金棒材	30%	25%	/	/	15%	13%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

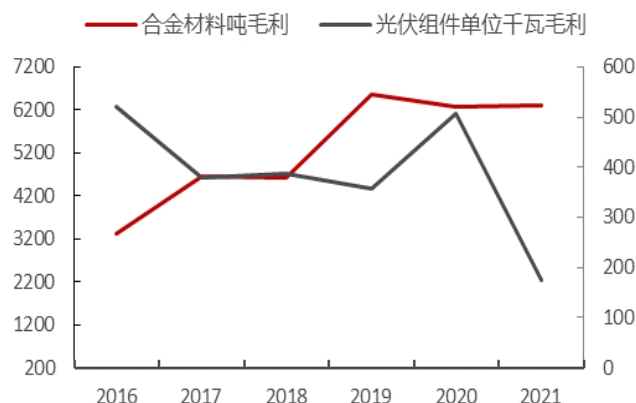
利：合金材料吨毛利小幅上升，光伏组件毛利下降明显。2021 年，随着公司高附加值产品占比提升，合金材料吨毛利 6301 元，同比小幅增加 33 元，公司合金材料业务呈现量利双升，增长比较稳定；2021 年，硅料价格大幅上涨，下游组件利润承压，加上海运费大涨，出口利润也明显下降，呈现量利双减，光伏组件毛利 175 元/千瓦，同比下降 332 元/千瓦。**毛利率方面**，公司综合毛利率 12.3%，同比下降 4.8pct，其中，合金材料毛利率 12.6%，同比下降 3.5pct，光伏组件毛利率 5.6%，同比下降 14.4pct。

图 9：2021 年，合金材料产量同比增加 17.1%



资料来源：公司公告，民生证券研究院

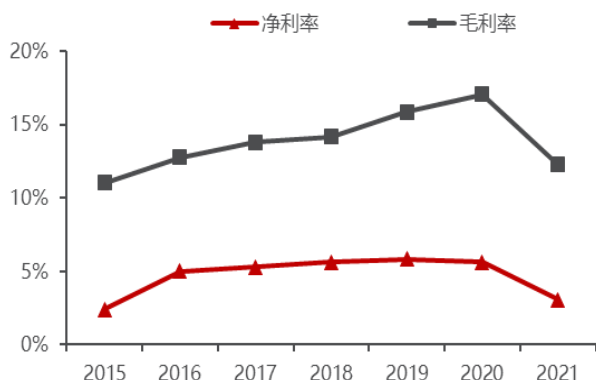
图 10：2021 年，合金材料吨毛利基本持平（单位：元）



资料来源：wind，民生证券研究院

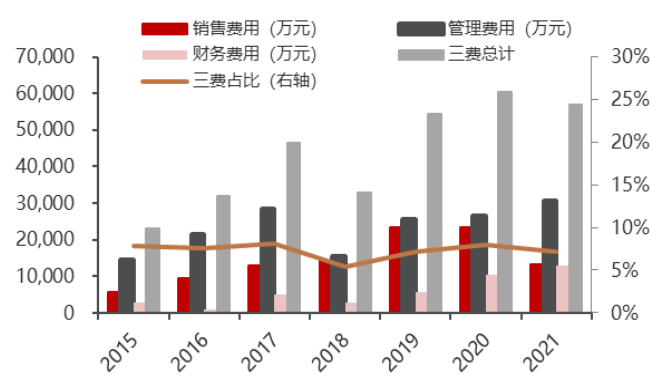
三费费率下降 0.8pct，净利率下降 2.6pct。公司 2021 年三费费用 5.68 亿元，同比下降 5.8%，三费费率 7.2%，同比下降 0.8pct，其中销售费用 1.32 亿元，同比下降 43.6%，主要因为运输费用调至营业成本科目，扣除运输费用影响，销售费用同比微降 0.9%；管理费用为 3.05 亿元，同比增加 15.0%，主要因为引入数字化团队导致薪酬、股份支付费用摊销增加；财务费用 1.31 亿元，同比增加 26.9%，主要因为原料涨价，营运资金上升，贷款增加。公司毛利率、净利率为 12.3% 和 3.1%，分别下降 4.8 pct 和 2.6pct。

图 11：2021 年，公司净利率下降 2.6pct



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 12：2021 年，公司三费费率下降 0.8pct

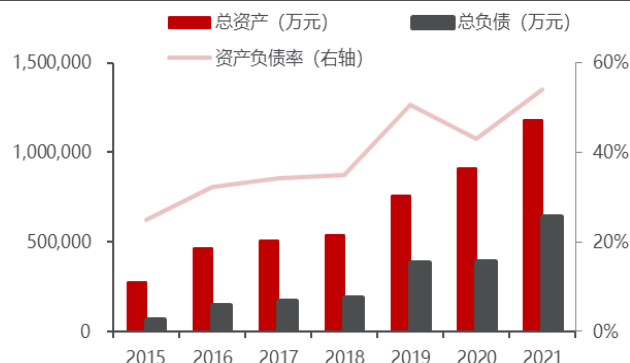


资料来源：wind，民生证券研究院

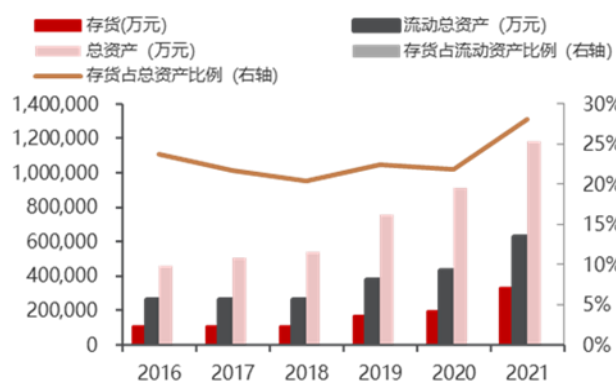
经营性净现金流为 1.26 亿元，存货增加 13.40 亿元，资产负债率提升 11.0pct。2021 年公司经营性现金流净额 1.26 亿元，较去年下降 1.88 亿元，存货 33.29 亿元，同比增加 13.40 亿元，主要因为公司太阳能存货增加。公司资产负债率 54.2%，同比上升 11.0pct，主要因为公司存货和在建工程增加，而经营性净现金流较低，负债增加。公司合同负债 7.34 亿元，同比增加 4.7 亿元，主要因为公司光伏组件业务订单较多，境外客户预付款增加。

图 13：2021 年，公司经营性净现金流下降 1.88 亿元

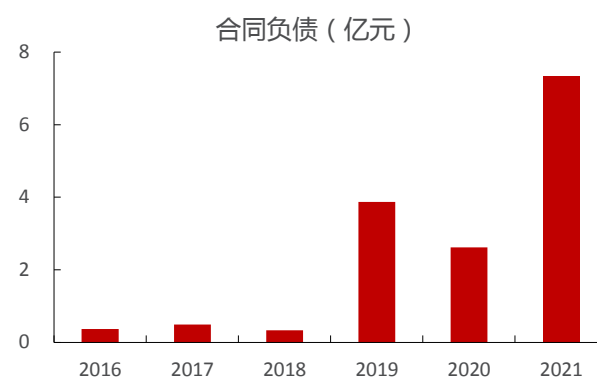

资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 14：2021 年，公司资产负债率提升 11.0pct


资料来源：wind，民生证券研究院

图 15：2021 年，公司存货大幅增加 13.4 亿元


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 16：2021 年，公司合同负债增加 4.7 亿元


资料来源：wind，民生证券研究院

2.2 子公司利润分化大，博德高科完成业绩承诺

公司子公司盈利与分产品的利润保持一致。主营带材的博威合金板带子公司净利润 1.27 亿元，同比增加 56.8%，主营精密细丝的贝肯霍曼（越南）和博德高科净利润分别为 0.44 亿元和 0.34 亿元，同比增加 23.1% 和减少 40.2%，博德高科扣非归母净利润 0.91 亿元，主营业务净利润增速与贝肯霍曼相当。主营光伏的博威尔特子公司，实现净利润 -1.08 亿元，同比下降 -276.5%。

表 3：主要控股子公司净利润变化

公司名称	权益比例	经营范围	2020 年净利润 (万元)	2021H1 净利润 (万元)	2021 年净利润 (万元)	2021 年净利润 同比
宁波博威合金板带	100%	合金板带，货物和技术进出口	8115	3950	12721	56.8%
博威尔特太阳能科技	100%	光伏组件	6111	-4444	-10784	-276.5%
博威尔特太阳能（美国）	100%	销售光伏组件	9845	5044	3982	-59.6%
宁波博德高科	100%	精密切割丝、细丝；模具设备、塑料加工、制造	5703	423	3411	-40.2%
贝肯霍夫（越南）	100%	精密细丝	3564	2575	4387	23.1%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

博德高科 2019-2021 年累计扣非归母净利润 2.76 亿元，超出业绩承诺 254 万元。2019 年 5 月，公司以股票和现金各支付 4.95 亿元，购买博德高科 100% 股权，完成对博德高科的资产重组。业绩承诺方，承诺博德高科 2019 年至 2022 年，实现扣非归母净利润 0.78 亿元、0.90 亿元、1.06 亿元和 1.31 亿元，累计扣非归母净利润未达标的话，承诺方补充差额。博德高科 2021 年实现扣非归母净利润 0.91 亿元，未达当年业绩承诺，2019-2021 年累计实现扣非归母净利润 2.76 亿元，超过承诺业绩 254 万元，完成业绩承诺。

表 4：博德高科业绩承诺完成情况

年度	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
承诺扣非归母净利润（万元）	7800	9000	10600	13120
实现扣非归母净利润（万元）	9541	8986	9127	
当年实现超额（万元）	1741	-14	-1473	
累积实现超额（万元）	1741	1727	254	

资料来源：公司公告，民生证券研究院

项目建设稳步推进，多个项目产品进入认证期。公司全力推进在建工程建设，2021 年 10 月底，公司 5 万吨特殊合金带材项目进入全线试产阶段，除了汽车电子外，其他行业材料逐步出货。6700 吨铝焊丝项目已完工，目前也在进行产品认证和试产工作。贝肯霍夫（越南）31800 吨棒、线项目处于调试阶段，后面将逐步试产试销。此外，公司还有线材和精密切割丝的扩产项目尚在建设，但扩产量相对较少。

表 5：公司在建项目进展

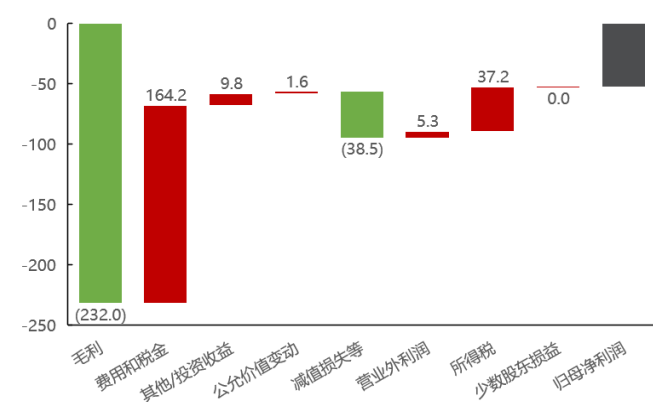
公司名称	预算数 (万元)	期初余额 (万元)	本期增加额 (万元)	期末余额 (万元)	工程进度
电池片改造项目	25,200	1,163	23,921	0	100%
滨海 3# 车间扩产项目	13,260	12,014	708	0	100%
线材扩产项目	10,445	2,866	2,502	5,324	50%
年产 1 万吨高性能热浸锡铜合金板带生产线建设项目	9,970	5,049	2	0	100%
年产 1.8 万吨高强高导特殊合金板带项目	8,708	585	81	0	100%
板带 MES 项目	1,450	775	-29	720	70%
年产 5 万吨特殊合金带材项目	155,669	92,654	47,712	140,366	93%
华南工厂 0.5 万吨板带项目	1,593	1,030	594	1,374	90%
3.18 万吨贝肯霍夫越南合金工厂项目	36,877	5,105	11,970	16,736	50%
北美 0.5 万吨板带项目	2,400	441	1,266	1,680	90%
铝基焊丝项目	27,102	14,647	6,707	13,384	95%
原材料拣配自动化改造项目	2,000	953	806	1,760	75%
博德高科精密切割丝扩产项目	3,280	245	2,120	2,007	70%
MES 项目(二期)	450	144	32	176	60%
智能物流系统	1,480	0	524	524	45%
越南贝肯霍夫设备厂房安装项目	3,716	1,090	869	1,738	95%
其他零星工程		5,864	13,894	15,782	
合计	303,601	144,625	113,680	201,572	

资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.3 2021Q4 业绩：新能源业务成本高企，业绩环比下降

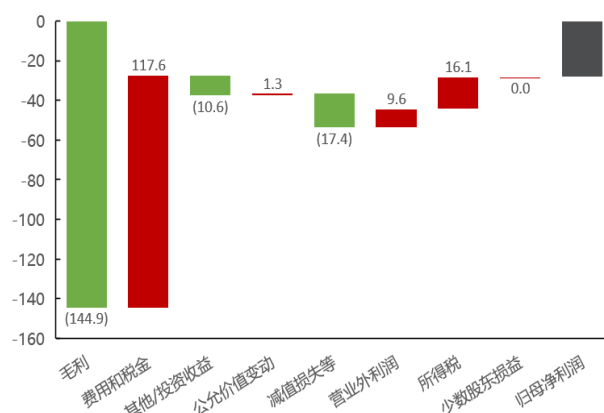
2021Q4，公司归母净利润同比环比均有所下滑，分拆来看，归母净利润的减少主要是由于毛利的下滑。毛利的下滑或主要是因为新能源光伏业务成本端大幅上涨，包括 2021 年受全球疫情影响导致的海运费大涨、行业爆发使得以硅料为代表的原材料价格高企、以及美国对双面组件征收关税。此外，2021 年会计政策发生变更，运费由销售费用变为营业成本，导致营业成本增加，毛利减少。环比来看，除了毛利（-2.32 亿元）之外，其他减利点还有减值损失（-0.39 亿元），主要增利点在于费用及税金（+1.64 亿元），费用的变化主要也是因为运费的会计调整，其他增利点还有所得税（+0.37 亿元）、其他/投资收益（+977 万元）、营业外利润（+531 万元）、公允价值变动（+157 万元）。

图 17：2021Q4，公司归母净利润环比减少 5178 万元
(单位：百万元)



资料来源：wind，民生证券研究院

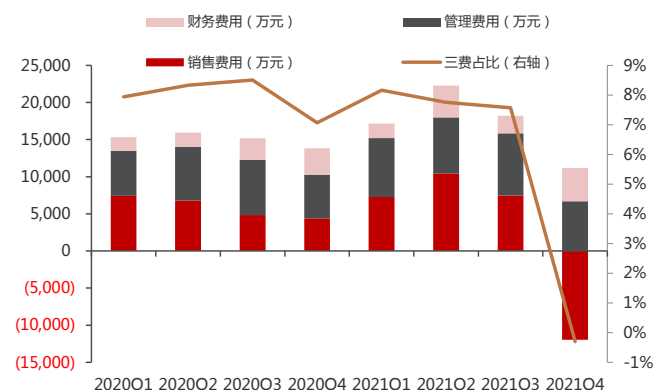
图 18：2021Q4，公司归母净利润同比减少 2810 万元
(单位：百万元)



资料来源：wind，民生证券研究院

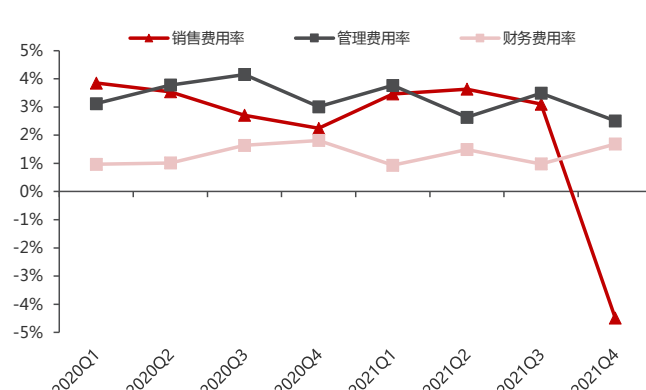
从费用率来看，总体费用率较为平稳。2021Q4，公司管理费用率/财务费用率分别为 2.5%/1.7%，环比分别变化-1/+0.7pct，全年均较为稳定。值得注意的是 2021Q4 销售费用大幅下滑，销售费用率为-4.5%，环比下降 7.6pct，主要原因或为会计政策调整，2021 年运费不再计入销售费用，而是计入营业成本，因此在年度结算的时候出现销售费用率的大幅下降，从前三季度的情况看，销售费用率略有上升，但总体仍维持稳定态势。2021Q4 研发费用为 9505 万元，研发费用率为 3.6%，2021 年四个季度研发费用逐季上涨，或因为公司为了抢占市场，满足新能源汽车、5G 通讯、半导体引线框架等领域对高强高导等高性能特殊合金材料的需求，加大对新材料技术和产品的研发投入，未来预计公司会持续大力地投入研发，进一步提高产品的技术含量和附加值。

图 19：2021Q4，公司三费占比为 7.7%



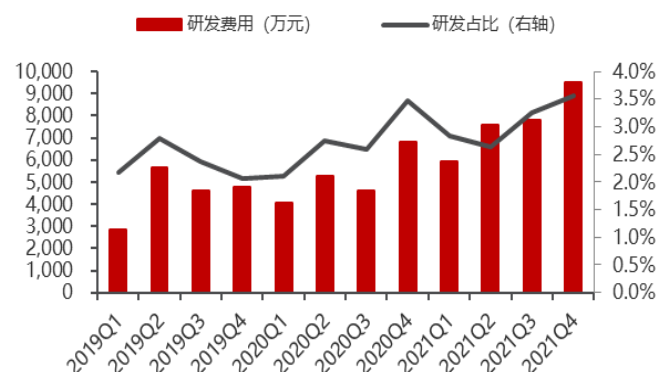
资料来源：wind，民生证券研究院

图 20：2021Q4，公司财务费用率为 1.7%



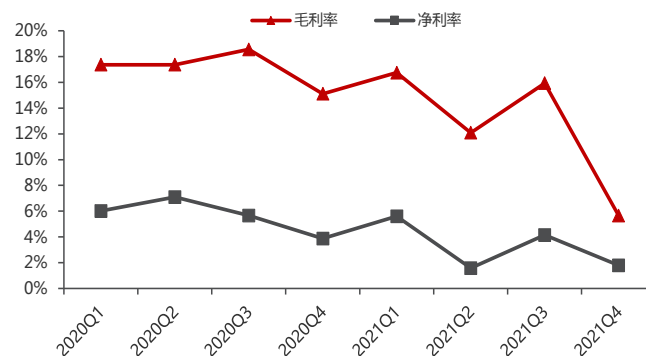
资料来源：wind，民生证券研究院

图 21：2021Q4，公司研发费用为 9505 万元



资料来源：wind，民生证券研究院

图 22：2021Q4，公司净利率为 33.8%

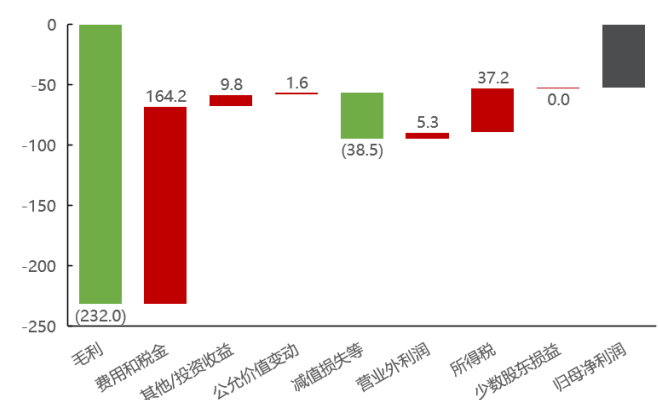


资料来源：wind，民生证券研究院

2.4 2022Q1 业绩：光伏业务回升带动业绩上行

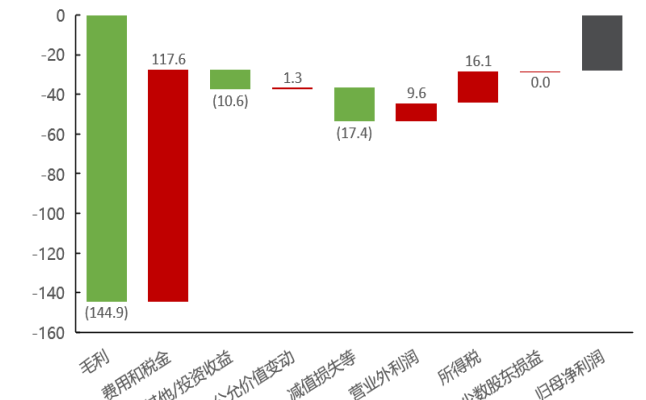
2022Q1，公司归母净利润同比环比均上升，分拆来看，归母净利润的增加主要是由于毛利的增加。毛利的增加主要因为新能源光伏业务订单释放，销量明显增加，业绩迎来反转。环比来看，除了毛利（+2.40 亿元）之外，其他增利点还有减值损失（+0.39 亿元），主要减利点在于费用及税金（-1.41 亿元），费用的变化主要因为运费的会计调整在 Q4 确认，销售费用为负，其他减利点还有所得税（-0.40 亿元）其他/投资收益（-633 万元）、营业外利润（-275 万元）、公允价值变动（-109 万元）。

图 23：2022Q1，公司归母净利润环比增加 8799 万元（单位：百万元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 24：2021Q4，公司归母净利润同比增加 1820 万元（单位：百万元）

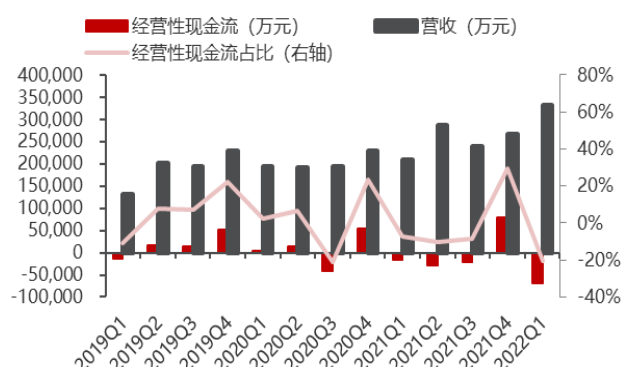


资料来源：wind，民生证券研究院

公司经营性现金流-6.88 亿元，合同负债 1.88 亿元。2022Q1，公司经营性

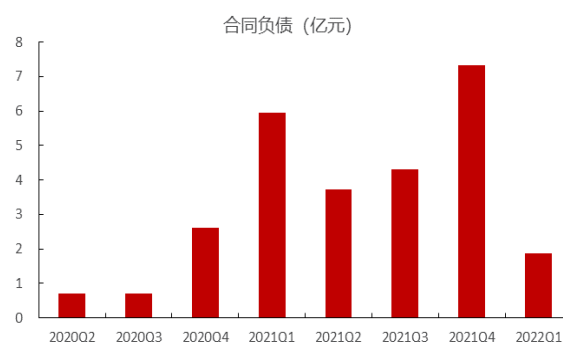
现金流环比下降 14.7 亿元，合同负债环比下降 5.46 亿元，公司经营性现金流大幅下降，一方面因为公司 21Q4 在手光伏组件订单较多，合同负债高，现金流入增加，22Q1 订单释放，合同负债下降，利润高于现金流，另一方面，公司原料购买增加，存货环比增加 4.45 亿元。

图 25：2022Q1，公司经营性净现金流-6.88 亿元



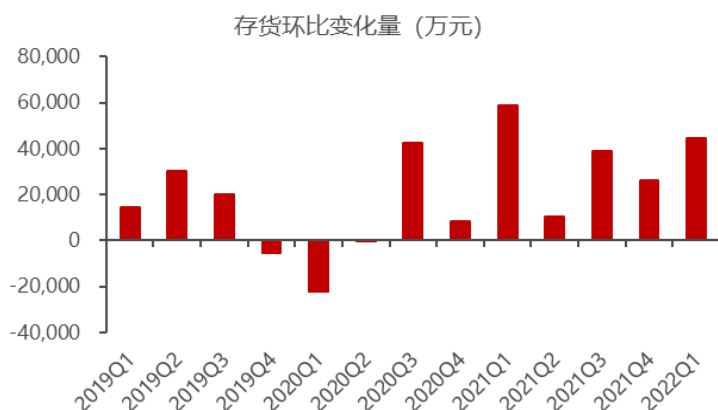
资料来源：wind，民生证券研究院

图 26：2022Q1，公司合同负债环比减少 5.5 亿元



资料来源：wind，民生证券研究院

图 27：2022Q1，存货环比增加 4.45 亿元



资料来源：wind，民生证券研究院

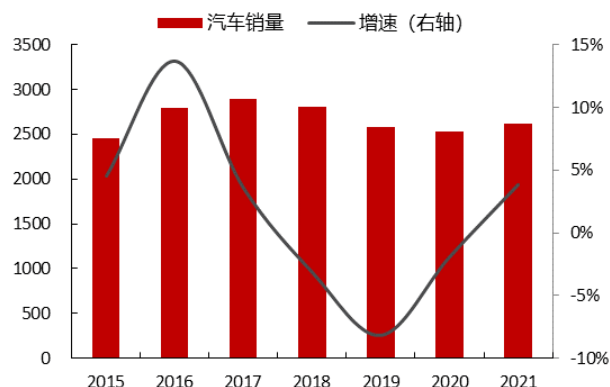
2.5 未来看点：合金材料继续受益于进口替代，光伏业绩有望反转

2.5.1 受益于进口替代，合金材料前景广阔

合金材料下游行业发展较快，需求保持较快增长。公司产品下游应用广泛，既有传统领域的汽车、通讯，又有新兴领域的智能终端以及半导体芯片行业。分行业看，汽车市场经历了前几年汽车下乡补贴活动的透支后，目前销量有回升迹象，新能源车市场高速发展，汽车智能化也发展迅速，智能化的发展将提高单车对合金材

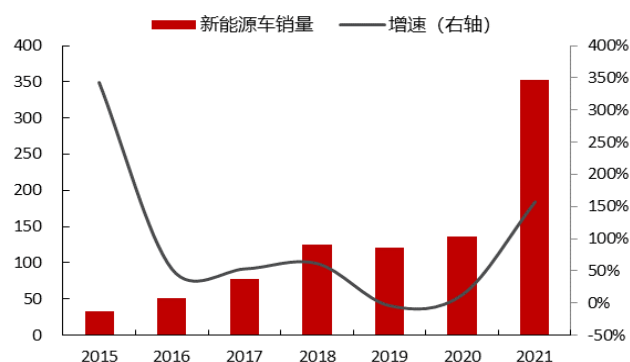
料的需求量。半导体和智能设备等新兴领域保持较快增长，2021 年半导体销量 1.15 万亿颗，同比增加 20.3%，过去 5 年年均增速 6.8%，智能设备销售额 279.9 亿元，同比增加 9.2%，过去 5 年年均增速 24.5%。

图 28：我国汽车销量企稳回升（单位：万辆）



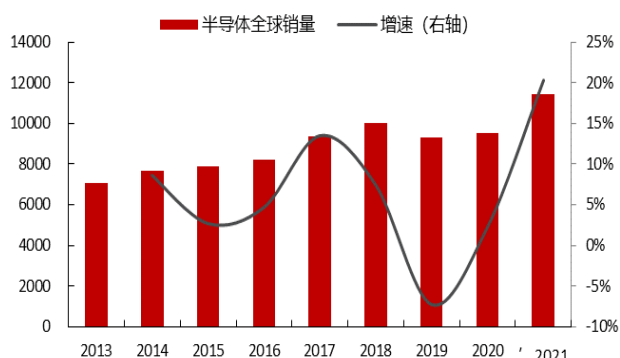
资料来源：wind，民生证券研究院

图 29：我国新能源车销量高速增长（单位：万辆）



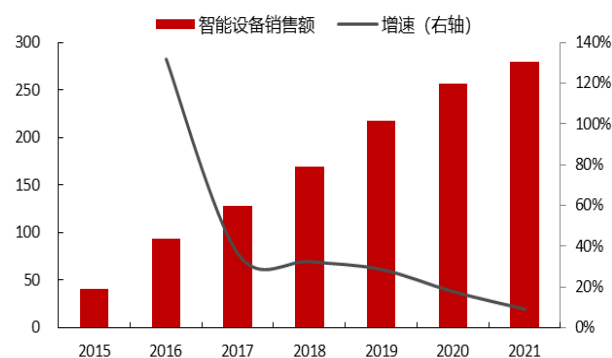
资料来源：wind，民生证券研究院

图 30：全球半导体设备销量回升明显（单位：亿颗）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 31：我国智能设备规模稳步扩大（单位：亿元）



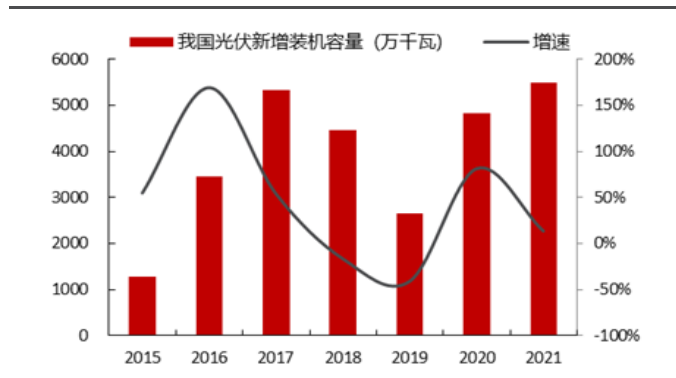
资料来源：wind，民生证券研究院

关键设备自供比例提升，进口替代前景广阔。智能化水平的提升，合金材料应用越来越广泛，市场规模扩张加快，同时，国产合金对海外的替代，则进一步强化了国内合金公司的长期旺盛需求。国家“五大工程”明确指出建成较为完善的产业技术基础服务体系，逐步形成整机牵引，和基础支撑协调互动的产业创新发展格局。到 2020 年，40% 的核心基础零部件、关键基础材料实现自主保障，受制于人的局面逐步缓解，到 2025 年，比例达到 70%，5 年间占比提升 30%，进口替代或将加快，市场前景广阔，公司作为合金材料领域龙头，有望首先获益。

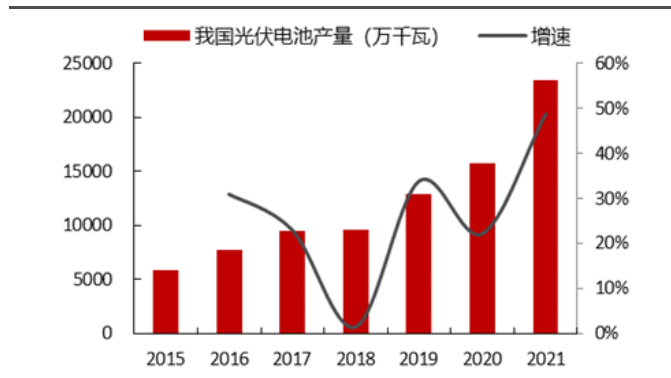
2.5.2 化石能源紧缺推高电价，海内外光伏需求有望共振

2021 年，上游硅料受能耗“双控”措施的影响，供应受限，硅料持续紧张，

价格大幅上行，下游利润承压，装机意愿有所下降，2021 年我国光伏新增装机容量 5488 万千瓦，同比增加 13.9%。海外电价高企，光伏运营商价格传导顺畅，装机保持高速增长，2021 年我国光伏电池产量 2.34 亿千瓦，同比增加 48.8%，产品大部分用于出口（我国光伏产量全球占比约 80%），海外需求旺盛，其中 GW 级以上的国家由 2020 年度的 21 个提升至了 26 个，我国光伏产品出口创历史新高。

图 32：光伏装机容量回升


资料来源：wind，民生证券研究院

图 33：海外装机保持高速增长


资料来源：wind，民生证券研究院

政策来看，全球主要经济体确定了“碳达峰”、“碳中和”目标，公布了时间表，并且积极推进能源转型，光伏、风电对化石能源替代将加快，而光伏发电成本过去十年下降较快，未来发展前景广阔。

从效益看，化石能源价格大涨推升电价，欧洲地区电价 2021 年区间涨幅超过 4 倍，而风电和光伏运行成本稳定，享受能源价格上升的带来的高利润，而国内工商业电力全面市场化交易，电价上涨不超过上网标杆电价的幅度由 10%提升至 20%，电价上涨有望刺激光伏运营商扩大规模，海内外需求有望共振。国内能耗管控放松，硅料供应增加，价格或将有所下行，光伏业务有望迎来量利齐升的局面。

2.5.3 合金材料产能逐步释放，光伏业绩迎来反转

公司棒材产能利用率 88%，合金带材产能利用率 73%。公司打造“新材料为主、新能源为辅”的发展战略，产能扩张主要集中在合金材料领域，截止 2021 年底，公司合计材料产能约 22.7 万吨，其中棒材产能 10 万吨，占比 44%，合金带材产能 4.8 万吨，占比 21.1%。

产品密集认证，8.85 万吨合金材料产能逐步释放。随着公司产品质量的提升，下游领域认证增加，进口替代稳步进行。公司年产 5 万吨特殊合金带材项目，主要供应汽车电子客户，预计 6 月底前完成产线认证，6700 吨铝焊丝项目主打轨道交通领域的国产化替代，产线认证相对苛刻，贝肯霍曼（越南）3.18 万吨合金棒、线项目，预计 2022 年上半年将逐步进入试产试销，公司预计至 2023 年末，产能将达到 27 万吨，公司在建项目投产后，预计总产能将 31.6 万吨。公司产品应用领域对质量要求高，产品验证较为严格，具有一定行业壁垒，随着认证工作的推进，公司产能不断释放。

表 6：公司 2021 年底分产品产能分布情况

	合金材料	合金棒材	合金线材	合金带材	精密细丝
产能（万吨）	22.7	10.0	3.5	4.8	3.4
销量（万吨）	18.1	8.82	2.91	3.50	2.86
产能利用率（估算）	80%	88%	83%	73%	84%
在建工程待投产能（万吨）	9.8	3.18		6	0.67
总产能（万吨）	31.6	13.18	3.5	10.8	4.09

资料来源：公司公告，民生证券研究院

光伏领域，公司产能未来或将保持稳定，2021 年 11 月 16 日，美国国际贸易法院（CIT）正式宣布重新将双面太阳能组件排除在 201 关税之外，恢复双面太阳能组件关税豁免权，并将 201 关税税率从 18% 下调至 15%。2022 年，光伏行业有望量利双增，而海运紧张局势的缓解，公司 2021 年末确认收入问题，有望在 2022 年解决，收入或将明显增长，多重利好下，公司光伏板块业绩有望反转。

3 盈利预测与投资建议

3.1 盈利预测假设和业务拆分

公司主要包括合金材料和光伏组件业务。合金材料采用加工费模式，产品与铜价相关性较强，假设 2022-2024 年铜价不含税价保持 64000 元/吨，2021 年棒材、线材、带材以及精密细丝吨价与吨铜价差分别为-191101 元/-5943 元/-2178 元/634 元/，然后计算出 2022-2024 年，吨价分别为 44899 元/58057 元/61822 元/64635 元，销量根据公司产品产能规划，预计 2022-2024 年棒材销量分别为 9.54 万吨/10.54 万吨/12.04 万吨，线材销量 3.15 万吨/3.65 万吨/4.65 万吨，带材销量 5.85 万吨/7.35 万吨/8.55 万吨，精密细丝销量 3.08 万吨/3.38 万吨/3.68 万吨，然后根据学习曲线，假设合金材料成本，预计合金材料 2022-2024 年营业收入分别为 117.22 亿元/135.11 亿元/156.80 亿元，营业成本分别为 90.03 亿元/103.78 亿元/120.44 亿元。

光伏板块 预计公司 2022-2024 年组件销量为 800MW/900MW/1000MW，价格每千瓦分别为 3050 元/3000 元/2900 元，根据原料供需推断成本，预计光伏业务 2022-2024 年营业收入为 24.26 亿元/27.16 亿元/29.30 亿元，营业成本分别为 22.24 亿元/24.12 亿元/25.80 亿元。

以上假设下，我们预计 2022-2024 年，公司营业收入分别为 141.48 亿元/162.27 亿元/186.10 亿元，营业成本分别为 121.46 亿元/138.12 亿元/157.80 亿元。

3.2 估值分析

目前公司主营业务合金材料和光伏，合金材料以铜基为主，我们选择主营铜加工的海亮股份和楚江新材作为合金材料可比公司，选择主营光伏组件，市场规模与公司较为接近的爱旭股份作光伏组件可比公司。可比公司的 2022 年 PE 均值为 11 倍，略低于公司 PE，公司从事的合金材料行业壁垒较高，且作为细分行业龙头，公司有望首先受益于进口替代，因此享受一定溢价。

表 7：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2021E	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
002203.SZ	海亮股份	8.33	0.67	0.96	1.30	12	9	6
002171.SZ	楚江新材	6.67	0.43	0.53	0.66	16	13	10
600732.SH	爱旭股份	10.71	0.15	0.91	1.30	71	12	8
可比公司平均 PE						33	11	8
601137.SH	博威合金	9.95	0.39	0.82	1.03	25	12	10

资料来源：wind，民生证券研究院预测

注：爱旭股份、海亮股份为 wind 一致预期；楚江新材 2021 年 EPS 为实际值；股价时间为 2022 年 04 月 26 日

3.3 投资建议

公司合金材料产能逐步释放,产量稳步增长,光伏业务有望反转。我们预计公司 2022-2024 年归母净利 6.50、8.14 和 10.14 亿元, EPS 分别为 0.82、1.03 和 1.28 元;对应 4 月 26 日收盘价的 PE 分别为 12、10 和 8 倍,首次覆盖,给予“推荐”评级。

4 风险提示

1) 光伏需求不及预期。国内疫情防控较严，光伏装机可能受影响，需求可能不及预期。

2) 产品认证进度不及预期。公司今年产能投产较多，而产品认证周期相对较长，存在认证进度较慢的可能，影响产品销售。

3) 原料价格大幅上涨。公司原材料是铜、锌等大宗商品，通胀高企背景下，原料价格大幅上涨风险仍在。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	10038	14148	16227	18610
营业成本	8806	12147	13812	15778
营业税金及附加	28	45	45	54
销售费用	132	248	318	332
管理费用	305	460	513	590
研发费用	309	402	454	532
EBIT	431	847	1086	1324
财务费用	131	217	271	307
资产减值损失	-8	0	0	0
投资收益	1	0	1	1
营业利润	301	691	873	1088
营业外收支	37	11	11	11
利润总额	338	702	884	1099
所得税	28	52	70	85
净利润	310	650	814	1014
归属于母公司净利润	310	650	814	1014
EBITDA	730	1311	1614	1936

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1229	1000	1020	1040
应收账款及票据	1153	1677	1927	2196
预付款项	104	210	236	257
存货	3329	4095	4785	5500
其他流动资产	504	718	838	970
流动资产合计	6319	7700	8805	9963
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	2939	3826	4555	5181
无形资产	281	289	291	293
非流动资产合计	5506	6222	6877	7436
资产合计	11825	13922	15682	17399
短期借款	2780	3740	4444	4920
应付账款及票据	1493	1913	2220	2542
其他流动负债	1132	1296	1473	1684
流动负债合计	5405	6949	8137	9146
长期借款	704	804	804	804
其他长期负债	297	297	307	317
非流动负债合计	1001	1102	1112	1122
负债合计	6406	8051	9249	10268
股本	790	790	790	790
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	5419	5872	6433	7131
负债和股东权益合计	11825	13922	15682	17399

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	32.27	40.95	14.70	14.68
EBIT 增长率	-24.89	96.73	28.27	21.90
净利润增长率	-27.66	109.58	25.22	24.55
盈利能力 (%)				
毛利率	12.28	14.15	14.89	15.22
净利润率	3.09	4.60	5.02	5.45
总资产收益率 ROA	2.62	4.67	5.19	5.83
净资产收益率 ROE	5.73	11.07	12.66	14.22
偿债能力				
流动比率	1.17	1.11	1.08	1.09
速动比率	0.53	0.49	0.47	0.46
现金比率	0.23	0.14	0.13	0.11
资产负债率 (%)	54.17	57.83	58.98	59.01
经营效率				
应收账款周转天数	41.93	43.26	43.33	43.08
存货周转天数	137.99	123.04	126.44	127.23
总资产周转率	0.85	1.02	1.03	1.07
每股指标 (元)				
每股收益	0.39	0.82	1.03	1.28
每股净资产	6.86	7.43	8.14	9.03
每股经营现金流	0.16	0.42	1.31	1.71
每股股利	0.20	0.25	0.32	0.40
估值分析				
PE	25	12	10	8
PB	1.5	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	14.16	8.86	7.63	6.60
股息收益率 (%)	2.01	2.51	3.22	4.02

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	310	650	814	1014
折旧和摊销	299	464	527	612
营运资金变动	-655	-1009	-581	-583
经营活动现金流	126	328	1036	1353
资本开支	-998	-1149	-1152	-1143
投资	0	-18	-20	-21
投资活动现金流	-986	-1186	-1191	-1180
股权募资	0	0	0	0
债务募资	1473	1060	714	485
筹资活动现金流	1275	629	175	-153
现金净流量	383	-229	20	20

插图目录

图 1：2021 年，公司营收同比增加 32.3%	3
图 2：2021 年，公司归母净利润同比减少 27.7%	3
图 3：2022Q1，公司营收同比增加 58.4%	3
图 4：2022Q1，公司归母净利润同比增加 15.5%	3
图 5：2021 年，合金材料营收占比 90.4%	4
图 6：2021 年，合金材料毛利贡献 96.4%	4
图 7：2021 年，硅料价格同比增长 145%	4
图 8：2021 年，CCFI 指数同比增加 166%	4
图 9：2021 年，合金材料产量同比增加 17.1%	6
图 10：2021 年，合金材料吨毛利基本持平（单位：元）	6
图 11：2021 年，公司净利率下降 2.6pct	6
图 12：2021 年，公司三费率下降 0.8pct	6
图 13：2021 年，公司经营性净现金流下降 1.88 亿元	7
图 14：2021 年，公司资产负债率提升 11.0pct	7
图 15：2021 年，公司存货大幅增加 13.4 亿元	7
图 16：2021 年，公司合同负债增加 4.7 亿元	7
图 17：2021Q4，公司归母净利润环比减少 5178 万元（单位：百万元）	10
图 18：2021Q4，公司归母净利润同比减少 2810 万元（单位：百万元）	10
图 19：2021Q4，公司三费占比为 7.7%	10
图 20：2021Q4，公司财务费用率为 1.7%	10
图 21：2021Q4，公司研发费用为 9505 万元	11
图 22：2021Q4，公司净利率为 33.8%	11
图 23：2022Q1，公司归母净利润环比增加 8799 万元（单位：百万元）	11
图 24：2021Q4，公司归母净利润同比增加 1820 万元（单位：百万元）	11
图 25：2022Q1，公司经营性净现金流-6.88 亿元	12
图 26：2022Q1，公司合同负债环比减少 5.5 亿元	12
图 27：2022Q1，存货环比增加 4.45 亿元	12
图 28：我国汽车销量企稳回升（单位：万辆）	13
图 29：我国新能源车销量高速增长（单位：万辆）	13
图 30：全球半导体设备销量回升明显（单位：亿颗）	13
图 31：我国智能设备规模稳步扩大（单位：亿元）	13
图 32：光伏装机容量回升	14
图 33：海外装机保持高速增长	14

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1：公司细分产品销量	5
表 2：公司产品下游需求分布	5
表 3：主要控股子公司净利润变化	8
表 4：博德高科业绩承诺完成情况	8
表 5：公司在建项目进展	9
表 6：公司 2021 年底分产品产能分布情况	15
表 7：可比公司 PE 数据对比	16
公司财务报表数据预测汇总	19

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001