

博威合金 (601137.SH) 买入 (维持评级)

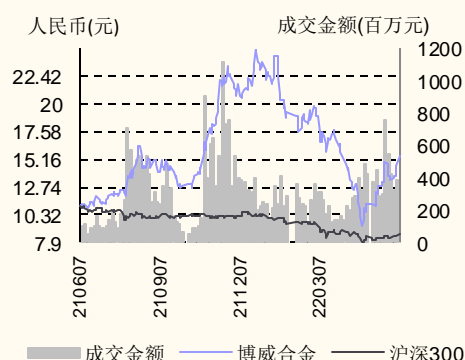
公司点评

市场价格 (人民币): 15.48 元

光伏业务估值亟待修复

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	7.90
已上市流通 A 股(亿股)	7.41
总市值(亿元)	122.30
年内股价最高最低(元)	24.81/9.42
沪深 300 指数	4166
上证指数	3236



公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	7,589	10,038	12,358	14,173	15,115
营业收入增长率	-0.04%	32.27%	23.11%	14.69%	6.64%
归母净利润(百万元)	429	310	582	786	900
归母净利润增长率	-2.54%	-27.66%	87.66%	35.02%	14.46%
摊薄每股收益(元)	0.543	0.393	0.737	0.995	1.139
每股经营性现金流净额	0.40	0.16	0.51	1.88	1.64
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.29%	5.73%	10.07%	12.57%	13.24%
P/E	28.51	39.42	21.01	15.56	13.59
P/B	2.36	2.26	2.11	1.96	1.80

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 事件: 6月6日白宫正式声明, 美国将对从柬埔寨、马来西亚、泰国和越南采购的太阳能组件给予24个月的关税豁免。

经营分析

- 靴子落地, 光伏业务有60亿以上市值修复空间。
- ✓ 公司光伏板块主营电池片、组件及光伏电站运营。生产基地及电站位于越南, 组件产品基本销往美国, 以分布式为主。当前产能700MW并计划将产能提升至1GW, 组件产销及利润水平历年来有一定波动, 电站盈利相对稳定, 利润保持在约5000万。
- ✓ 21年因硅料价格及海运费影响, 组件出货量246MW, 较目标800MW有较大差距, 全年光伏亏损0.8亿元, 对业绩形成拖累。22Q1开始海运费已转嫁至下游, Q1出货358MW, 利润5200万元, 单瓦净利预计在0.15元; 电站利润约1500万, 光伏板块合计利润约6700万。预计全年销量1GW。
- ✓ 前期美国发布的反规避调查强制受访者名单包括博威越南子公司博威尔特, 引发市场对东南亚输美光伏产品关税担忧。当前时点关税豁免落地, 考虑目前美国市场需求旺盛, 价格持续上涨, 公司光伏产品全年业绩确定性更强。且考虑公司订单的周期, 下半年组件业务盈利弹性将更为明显。
- ✓ 预计组件全年利润约1.5亿元, 电站贡献约0.5亿元。参考海外公司给予组件业务30倍、电站20倍估值。
- 铜加工业务有望量利齐升
- ✓ 公司5万吨特殊合金带材项目22年中完成认证后可实现汽车电子领域批量供货, 加工费较传统领域将有明显提升。预计22年实现约4-5亿元利润, 给予20倍估值, 对应接近100亿市值。
- 当前122亿市值未充分反映光伏板块业绩情况, 关税豁免落地后公司光伏板块业绩确定性更强, 存在修复至160市值空间可能。

盈利预测和投资建议

- 预测22-24年归母净利5.8/7.9/9.0亿元, 同比+87.7%/+35.0%/+14.5%, 实现EPS 0.74/1.00/1.14元, 对应PE 21/16/14倍。维持“买入”评级。

风险提示

- 扩产不及预期、下游销售不及预期、铜价波动、限售股解禁、汇率波动等。

相关报告

1. 《新能源边际回暖, 业绩环比提升-博威合金一季报点评》, 2022.4.25
2. 《减值拖累业绩, 量利齐升逻辑不改-博威合金21年报点评》, 2022.4.19
3. 《搭建特殊铜合金制造平台, 迎量利齐升-博威合金深度》, 2022.2.27

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

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)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	7,592	7,589	10,038	12,358	14,173	15,115	货币资金	827	785	1,229	904	1,027	1,091
增长率		0.0%	32.3%	23.1%	14.7%	6.6%	应收款项	1,083	1,150	1,340	1,787	2,050	2,186
主营业务成本	-6,386	-6,294	-8,806	-10,652	-12,081	-12,862	存货	1,701	1,989	3,329	3,485	3,458	3,682
%销售收入	84.1%	82.9%	87.7%	86.2%	85.2%	85.1%	其他流动资产	198	418	420	479	455	469
毛利	1,206	1,295	1,232	1,706	2,092	2,253	流动资产	3,809	4,342	6,319	6,655	6,990	7,428
%销售收入	15.9%	17.1%	12.3%	13.8%	14.8%	14.9%	%总资产	50.2%	47.7%	53.4%	52.7%	52.8%	53.7%
营业税金及附加	-16	-32	-28	-35	-40	-42	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.2%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	3,097	4,104	4,955	5,490	5,702	5,789
销售费用	-233	-234	-132	-185	-213	-227	%总资产	40.8%	45.1%	41.9%	43.5%	43.1%	41.9%
%销售收入	3.1%	3.1%	1.3%	1.5%	1.5%	1.5%	无形资产	333	391	382	457	528	596
管理费用	-255	-266	-305	-371	-411	-423	非流动资产	3,783	4,760	5,506	5,967	6,248	6,402
%销售收入	3.4%	3.5%	3.0%	3.0%	2.9%	2.8%	%总资产	49.8%	52.3%	46.6%	47.3%	47.2%	46.3%
研发费用	-178	-208	-309	-371	-411	-423	资产总计	7,592	9,103	11,825	12,622	13,238	13,830
%销售收入	2.4%	2.7%	3.1%	3.0%	2.9%	2.8%	短期借款	1,630	1,941	2,977	3,360	3,166	3,038
息税前利润 (EBIT)	523	555	458	744	1,018	1,137	应付款项	883	1,028	1,543	1,567	1,778	1,892
%销售收入	6.9%	7.3%	4.6%	6.0%	7.2%	7.5%	其他流动负债	502	391	884	815	945	1,013
财务费用	-56	-103	-131	-140	-151	-144	流动负债	3,015	3,360	5,405	5,742	5,889	5,943
%销售收入	0.7%	1.4%	1.3%	1.1%	1.1%	1.0%	长期贷款	519	284	704	800	800	800
资产减值损失	-35	-27	-61	-21	0	-1	其他长期负债	304	284	297	297	295	293
公允价值变动收益	1	-1	0	2	1	1	负债	3,838	3,928	6,406	6,839	6,984	7,036
投资收益	0	0	1	2	2	2	普通股股东权益	3,754	5,175	5,419	5,783	6,254	6,794
%税前利润	n.a	n.a	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	其中：股本	685	790	790	790	790	790
营业利润	463	469	301	587	868	995	未分配利润	1,527	1,817	1,980	2,329	2,801	3,341
营业利润率	6.1%	6.2%	3.0%	4.7%	6.1%	6.6%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	3	-6	37	60	5	5	负债股东权益合计	7,592	9,103	11,825	12,622	13,238	13,830
税前利润	466	463	338	647	873	1,000	比率分析						
利润率	6.1%	6.1%	3.4%	5.2%	6.2%	6.6%		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
所得税	-22	-34	-28	-65	-87	-100	每股指标						
所得税率	4.6%	7.4%	8.2%	10.0%	10.0%	10.0%	每股收益	0.643	0.543	0.393	0.737	0.995	1.139
净利润	444	429	310	582	786	900	每股净资产	5.484	6.550	6.859	7.319	7.916	8.600
少数股东损益	4	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.995	0.398	0.159	0.507	1.876	1.642
归属于母公司的净利润	440	429	310	582	786	900	每股股利	0.080	0.200	0.170	0.295	0.398	0.456
净利率	5.8%	5.7%	3.1%	4.7%	5.5%	6.0%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	11.72%	8.29%	5.73%	10.07%	12.57%	13.24%
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	总资产收益率	5.80%	4.71%	2.62%	4.61%	5.94%	6.51%
净利润	444	429	310	582	786	900	投入资本收益率	8.45%	6.94%	4.61%	6.74%	8.96%	9.63%
少数股东损益	4	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	265	295	360	401	409	437	主营业务收入增长率	4.03%	-0.04%	32.27%	23.11%	14.69%	6.64%
非经营收益	42	100	111	133	158	152	EBIT增长率	8.32%	5.99%	-17.47%	62.59%	36.72%	11.75%
营运资金变动	-70	-509	-655	-716	129	-192	净利润增长率	10.97%	-2.54%	-27.66%	87.66%	35.02%	14.46%
经营活动现金净流	681	314	126	400	1,482	1,297	总资产增长率	21.48%	19.89%	29.91%	6.74%	4.88%	4.48%
资本开支	-863	-1,234	-998	-826	-685	-585	资产管理能力						
投资	-559	-43	0	2	1	1	应收账款周转天数	37.5	43.7	38.5	46.0	46.0	46.0
其他	-36	-30	12	2	2	2	存货周转天数	87.2	107.0	110.2	120.0	105.0	105.0
投资活动现金净流	-1,459	-1,307	-986	-823	-683	-583	应付账款周转天数	28.3	33.1	27.8	28.0	28.0	28.0
股权募资	0	0	0	14	0	0	固定资产周转天数	125.1	127.8	106.9	81.9	66.6	57.3
债权募资	756	1,266	1,473	476	-193	-129	偿债能力						
其他	-109	-294	-229	-389	-480	-519	净负债/股东权益	35.23%	27.70%	44.57%	55.66%	46.40%	39.87%
筹资活动现金净流	646	973	1,244	101	-674	-648	EBIT利息保障倍数	9.4	5.4	3.5	5.3	6.7	7.9
现金净流量	-131	-20	383	-321	126	67	资产负债率	50.56%	43.15%	54.17%	54.18%	52.75%	50.87%

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	1	6	19	20	24
增持	0	0	4	5	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.17	1.20	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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-02-27	买入	19.12	23.54 ~ 23.54
2	2022-04-19	买入	12.94	22.53
3	2022-04-25	买入	10.23	22.11 ~ 22.11

来源：国金证券研究所



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