

铜合金需求持续改善，光伏盈利保持强劲

2023年11月04日

► **事件：公司发布2023年三季报。**2023Q1-Q3公司实现营收125.2亿元，同比+28.3%，归母净利润7.9亿元，同比+87.6%，扣非归母净利润7.9亿元，同比+98.1%。**单季度看**，2023Q3公司实现营收47.8亿元，同比+53.5%，环比+9.6%，归母净利润3.3亿元，同比+129.7%，环比+22.6%，扣非归母净利润3.2亿元，同比+122.9%，环比+3.6%。

► **铜合金：下游需求逐步改善，5万吨带材项目持续爬坡。**23H1由于下游需求恢复不及预期，铜合金销量合计8.5万吨，同比-3.2%，同时由于5万吨带材等项目投产，爬坡期成本费用分摊较高，23H1铜合金实现净利润0.9亿元，同比-50.6%，铜合金单吨净利降至1058元。23Q2以来，新能源车市场逐步回暖，公司研发的高性能合金材料成功应用于国内头部智能手机供应商最新机型的均温板、高速背板连接器、板对板连接器、Type-C接口及智能终端镜头等部件，铜合金产销逐月增长，同时5万吨带材项目持续爬坡，23Q3合金材料销量同比增长，我们预计铜合金单吨盈利相对23H1有所恢复。

► **光伏：盈利能力保持强劲，业绩贡献有望保持高速增长。**1) **盈利能力强劲：**美国装机需求景气度持续，23Q2公司1GW电池片扩产项目投产，23H1实现光伏组件销量1.1GW，同比+107.2%，贡献净利润3.7亿元，同比+290.6%，单W盈利达0.35元。23Q3公司组件销量同比继续增长，盈利能力保持强劲。2) **光伏继续扩产：**为满足美国客户需求，2023年8月，公司决定继续扩产，拟在越南新建3GW电池片产能+美国新建2GW组件产能，技术路线Topcon，总投资19亿元。扩产项目投产后，光伏业务业绩贡献有望保持高速增长。

► **费用：期间费用率保持低位，研发费用稳步增长。**23Q1-Q3销售/管理/财务1.71/3.32/0.08亿元，同比变动+0.48/+0.63/-0.53亿元，三费占比为4.1%，相对2022年较为稳定，研发费用3.08亿元，同比+0.47亿元，保持稳定增长。费用率方面，23Q3销售/管理/财务费用率1.2%/2.5%/0.1%，保持低位。

► **核心看点：1) 合金材料：定位高端，期待5万吨带材项目放量。**目前公司合金材料在产产能25.7万吨，规划产能8.9万吨，其中高端铜合金规划产能6.9万吨，5万吨带材项目目前爬坡中，投产后将继续优化产品结构，提升盈利能力；2) **光伏：产能持续扩张。**1GW扩产项目已投产，规划新建3GW电池片+2GW组件产能，产品在美国市场客户粘性强、盈利能力突出，业绩贡献有望高速增长。

► **投资建议：**带材扩产项目即将放量，产品结构持续优化，光伏产能继续扩张，盈利能力有望保持强劲，我们预计公司2023-2025年归母净利润为11.2、13.7和15.0亿元，对应2023年11月3日收盘价的PE分别为11、9和8倍，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**需求不及预期，项目进度不及预期及美国光伏关税政策变化等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	13,448	16,871	22,567	29,258
增长率(%)	33.9	25.5	33.8	29.6
归属母公司股东净利润(百万元)	537	1,115	1,370	1,499
增长率(%)	73.1	107.6	22.9	9.4
每股收益(元)	0.69	1.43	1.75	1.92
PE	22	11	9	8
PB	2.0	1.7	1.5	1.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为2023年11月3日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格：

15.43元



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

分析师 张弋清

执业证书：S0100523100001

邮箱：zhangyiqing@mszq.com

研究助理 南雪源

执业证书：S0100123070035

邮箱：nanxueyuan@mszq.com

相关研究

- 1.博威合金(601137.SH)2022年年报及2023年一季报点评：铜合金业务承压，光伏业绩贡献大增-2023/05/04
- 2.博威合金(601137.SH)深度报告：高端铜合金研发平台，厚积薄发未来可期-2023/01/16
- 3.博威合金(601137.SH)2022年半年报业绩预告点评：光伏高景气支撑Q2业绩，合金材料有望发力-2022/07/09
- 4.博威合金(601137.SH)2021年报及2022Q1季报点评：光伏板块拖累业绩，高端合金蓬勃发展-2022/04/26

目录

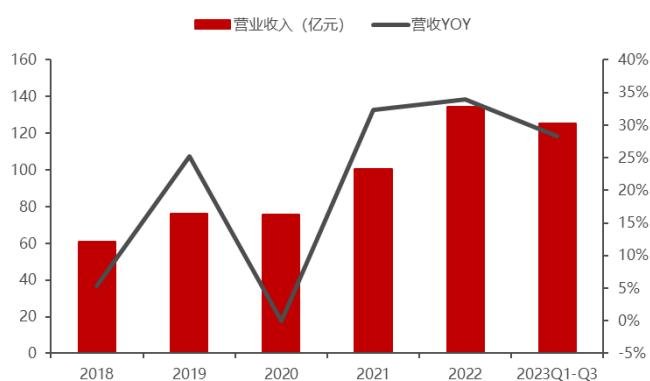
1 公司发布 2023 年三季报, Q3 业绩符合预期	3
2 铜合金销量持续改善, 光伏盈利保持强劲	4
3 研发投入持续增长, 费用率保持低位	6
4 核心看点: 带材扩产项目即将放量, 光伏业绩有望保持高速增长	7
5 盈利预测与投资建议	8
6 风险提示	9
插图目录	11
表格目录	11

1 公司发布 2023 年三季报，Q3 业绩符合预期

公司发布 2023 年三季报：2023Q1-Q3 公司实现营收 125.2 亿元，同比+28.3%，归母净利润 7.9 亿元，同比+87.6%，扣非归母净利润 7.9 亿元，同比+98.1%。

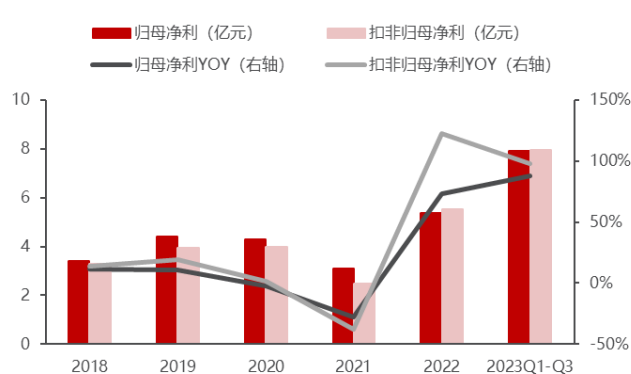
单季度看，2023Q3 公司实现营收 47.8 亿元，同比+53.5%，环比+9.6%，归母净利润 3.3 亿元，同比+129.7%，环比+22.6%，扣非归母净利润 3.2 亿元，同比+122.9%，环比+3.6%。

图1：2023Q1-Q3 公司实现营收 125.2 亿元



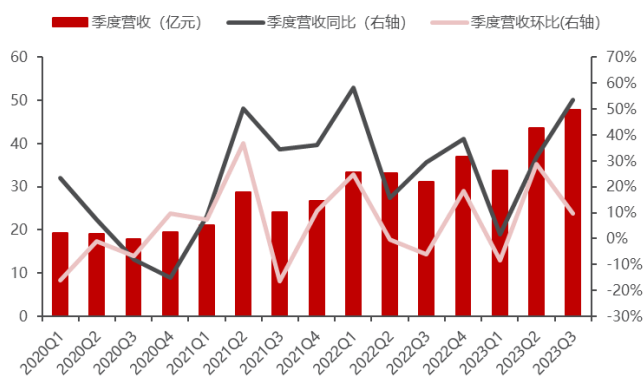
资料来源：wind，民生证券研究院

图2：2023Q1-Q3 公司实现归母净利润 7.9 亿元



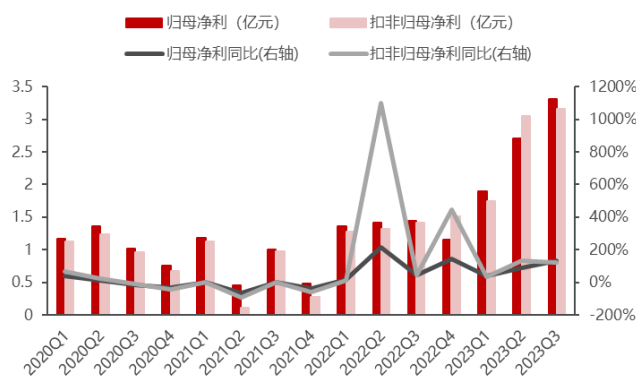
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：2023Q3 公司实现营收 47.8 亿元



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：2023Q3 公司实现归母净利润 3.3 亿元



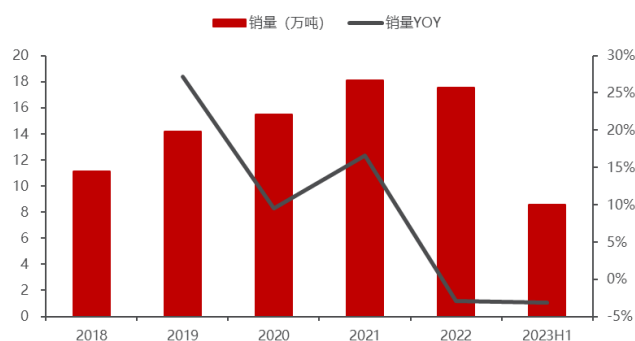
资料来源：wind，民生证券研究院

2 铜合金销量持续改善，光伏盈利保持强劲

需求疲软+新建项目产能爬坡，拖累 23H1 铜合金业绩。23H1 由于下游需求恢复不及预期，铜合金销量合计 8.5 万吨，同比-3.2%，其中棒材销量 4.0 万吨，同比+6.2%，线材销量 1.5 万吨，同比-13.5%，带材销量 2.1 万吨，同比-12.1%，精密细丝销量 1.5 万吨，同比-4.7%，高端铜合金销量占比小幅下降 3.3pct 至 53.0%。但由于 5 万吨带材项目、铝焊丝项目、3.18 万吨棒线材部分项目投产，爬坡期成本费用分摊较高，23H1 铜合金实现净利润 0.9 亿元，同比-50.6%，铜合金单吨净利降至 1058 元。

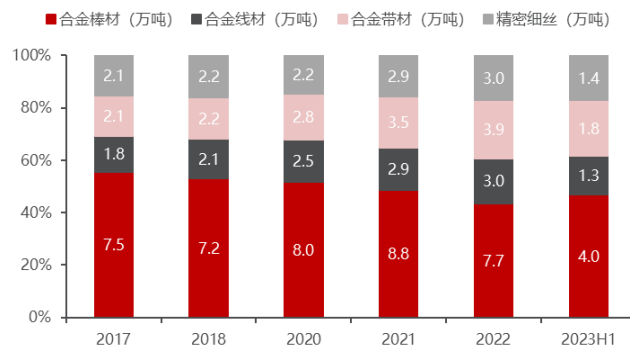
下游需求逐步恢复，铜合金销量持续改善。23Q2 以来，新能源车市场逐步回暖，公司在高端铜合金领域深耕多年，与国内头部智能手机供应商合作紧密，研发的高性能合金材料成功应用于其最新机型的均温板、高速背板连接器、板对板连接器、Type-C 接口及智能终端镜头等部件，铜合金产销逐月增长，同时 5 万吨带材项目持续爬坡，23Q3 合金材料销量同比保持增长，我们预计铜合金单吨盈利相对 23H1 有所恢复。

图5：2023H1 铜合金销量同比小幅下降 3.2%



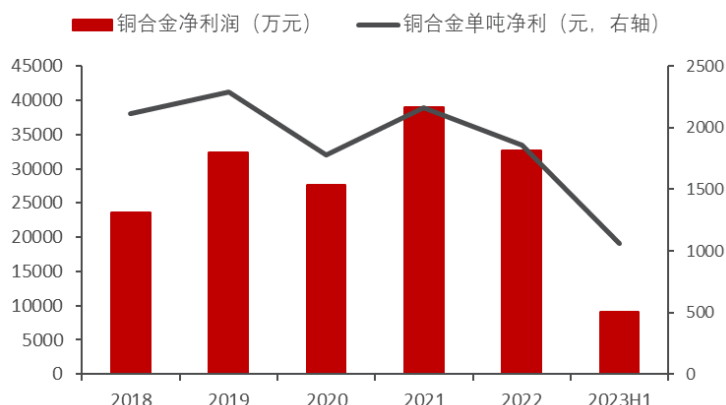
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图6：2023H1 高端铜合金销量占比小幅下滑至 53.0%



资料来源：公司公告，民生证券研究院

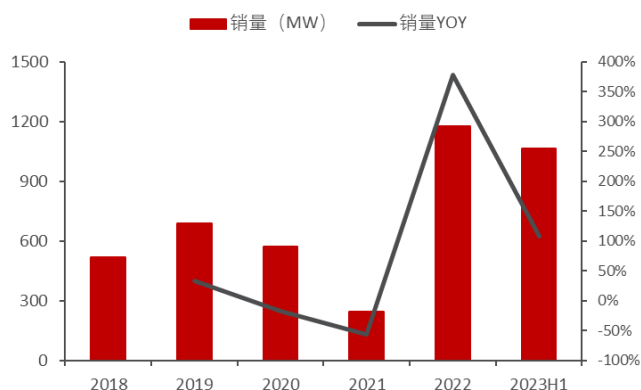
图7：需求疲软+产能爬坡，2023H1 铜合金单吨盈利短期承压下滑



资料来源：公司公告，民生证券研究院

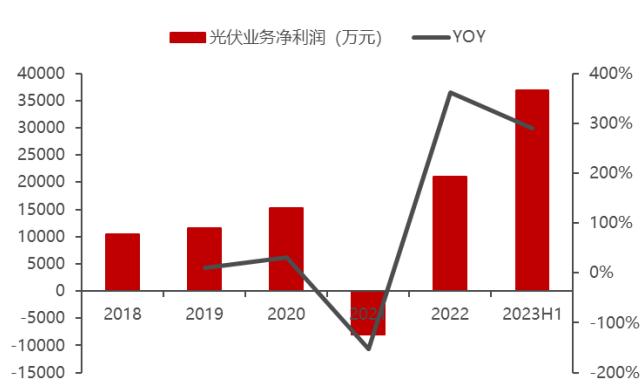
光伏盈利保持强劲，业绩贡献有望高速增长。1) 盈利能力强劲：美国装机需求景气度持续，23Q2 公司 1GW 电池片扩产项目投产，23H1 实现光伏组件销量 1.1GW，同比+107.2%，贡献净利润 3.7 亿元，同比+290.6%，单 W 盈利达 0.35 元。23Q3 公司组件销量同比继续增长，盈利能力保持强劲。2) 光伏继续扩产：为满足美国客户需求，2023 年 8 月，公司决定继续扩产，拟在越南新建 3GW 电池片产能+美国新建 2GW 组件产能，技术路线 Topcon，总投资 19 亿元。扩产项目投产后，光伏业务业绩贡献有望保持高速增长。

图8：2023H1 光伏组件销量同比+107.2%



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图9：2023H1 光伏业务利润贡献同比+290.6%



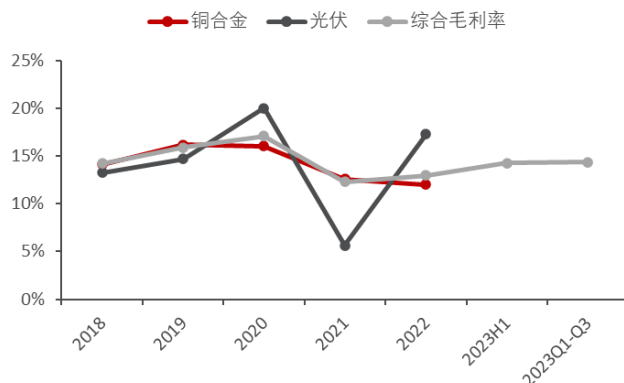
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图10：2023H1 光伏业务单 W 盈利 0.35 元



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图11：2023Q1-Q3 综合毛利率提升至 14.4%

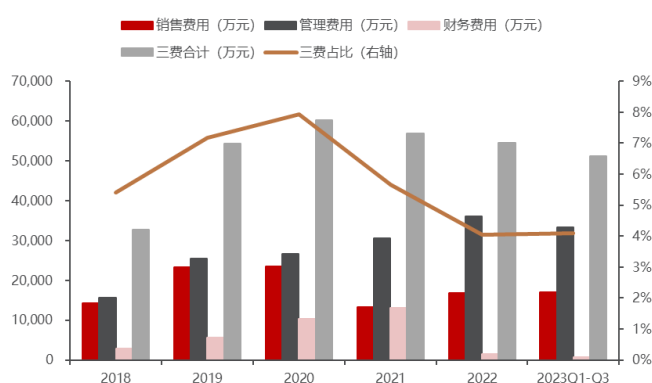


资料来源：公司公告，民生证券研究院

3 研发投入持续增长，费用率保持低位

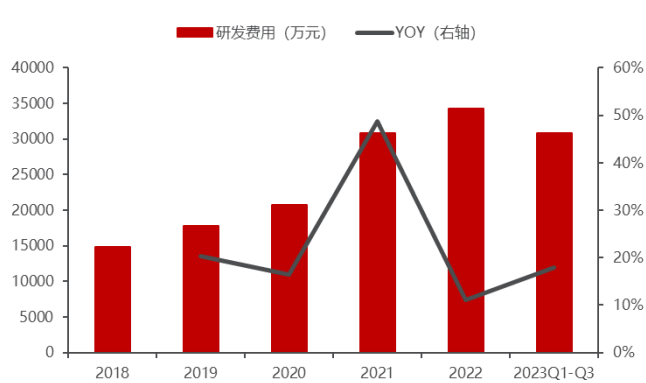
期间费用率保持低位，研发费用稳步增长。23Q1-Q3 销售/管理/财务 1.71/3.32/0.08 亿元，同比变动+0.48/+0.63/-0.53 亿元，三费占比为 4.1%，相对 2022 年较为稳定，研发费用 3.08 亿元，同比+0.47 亿元，保持稳定增长。单季度看，23Q3 销售/管理/财务/研发费用为 0.56/1.19/0.03/1.22 亿元，环比变动 -0.03/+0.04/+0.66/+0.16 亿元。费用率方面，23Q3 销售/管理/财务费用率 1.2%/2.5%/0.1%，保持低位。截至 23Q3 末公司资产负债率为 57.5%，资产负债表较为健康。

图12：公司三费占比稳步下降



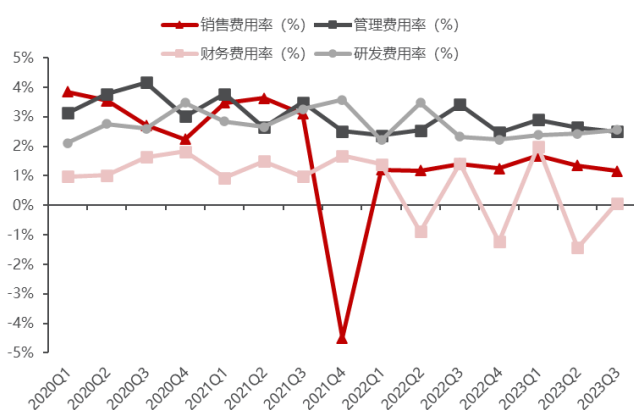
资料来源：wind，民生证券研究院

图13：公司研发费用保持稳步增长



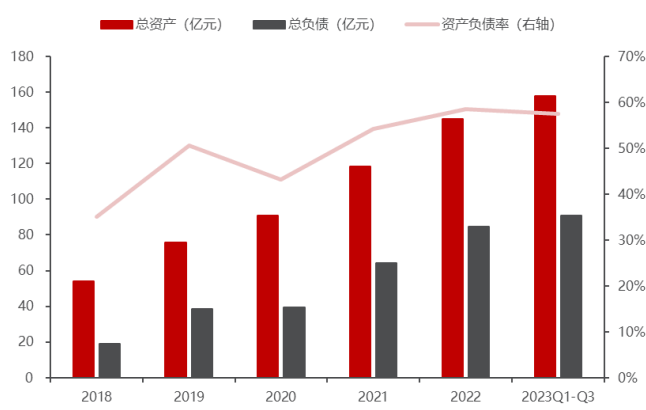
资料来源：wind，民生证券研究院

图14：公司期间费用率保持低位



资料来源：wind，民生证券研究院

图15：2023Q3 末资产负债率小幅下降至 57.5%



资料来源：wind，民生证券研究院

4 核心看点: 带材扩产项目即将放量, 光伏业绩有望保持高速增长

1) **合金材料: 定位高端, 期待 5 万吨带材项目放量。**目前公司合金材料在产能 25.7 万吨, 规划产能 8.9 万吨, 其中高端铜合金规划产能 6.9 万吨, 5 万吨带材项目目前爬坡中, 投产后将继续优化产品结构, 提升盈利能力; 2) **光伏: 产能持续扩张。**1GW 扩产项目已投产, 规划新建 3GW 电池片+2GW 组件产能, 产品在美国市场客户粘性强、盈利能力突出, 业绩贡献有望高增长。

表1: 公司现有及规划的合金材料产能 (截至 23Q3 末)

	合金棒材	合金线材	合金带材	精密细丝	新材料合计
现有产能 (万吨/年)	10	3.5	8.8	3.42	25.72
规划产能 (万吨/年)	2	3.18	3	0.67	8.85
合计 (万吨/年)	12	6.68	11.8	4.09	34.57

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

5 盈利预测与投资建议

带材扩产项目即将放量，产品结构持续优化，光伏产能继续扩张，盈利能力有望保持强劲，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 11.2、13.7 和 15.0 亿元，对应 2023 年 11 月 3 日收盘价的 PE 分别为 11、9 和 8 倍，维持“推荐”评级。

表2：盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	13,448	16,871	22,567	29,258
增长率 (%)	33.9	25.5	33.8	29.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	537	1,115	1,370	1,499
增长率 (%)	73.1	107.6	22.9	9.4
每股收益 (元)	0.69	1.43	1.75	1.92
PE	22	11	9	8
PB	2.0	1.7	1.5	1.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 11 月 3 日收盘价）

6 风险提示

1) 需求不及预期。公司未来产能大幅扩张，如果下游需求不及预期，公司产品销售将受到影响，进而影响公司业绩。

2) 项目进度不及预期。公司目前有多个项目正在建设或在加快推进汽车客户认证，若项目建设或产线认证进度有延迟，将影响公司产能释放和销售业绩。

3) 美国光伏关税政策变化。公司光伏组件主要面向美国市场，虽然目前美国201法案已取消，但美国光伏组件关税政策易变，若未来再次加征关税，将影响光伏业务业绩贡献。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	13,448	16,871	22,567	29,258
营业成本	11,708	14,238	19,234	25,315
营业税金及附加	23	42	48	63
销售费用	169	229	315	398
管理费用	360	495	674	854
研发费用	343	465	609	788
EBIT	855	1,402	1,686	1,839
财务费用	16	183	188	213
资产减值损失	-205	0	0	0
投资收益	-1	0	1	0
营业利润	614	1,274	1,566	1,713
营业外收支	-14	0	0	0
利润总额	600	1,274	1,566	1,713
所得税	63	159	196	214
净利润	537	1,115	1,370	1,499
归属于母公司净利润	537	1,115	1,370	1,499
EBITDA	1,214	1,910	2,278	2,512

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,481	1,970	2,343	2,394
应收账款及票据	1,380	1,618	2,164	2,806
预付款项	242	267	351	477
存货	4,782	5,439	7,503	9,884
其他流动资产	780	975	1,219	1,498
流动资产合计	8,666	10,269	13,580	17,059
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	3,522	4,155	4,700	5,120
无形资产	282	280	277	276
非流动资产合计	5,818	6,074	6,338	6,494
资产合计	14,483	16,342	19,918	23,553
短期借款	1,376	683	1,306	1,666
应付账款及票据	2,140	2,468	3,382	4,459
其他流动负债	2,237	2,175	2,924	3,722
流动负债合计	5,753	5,326	7,612	9,847
长期借款	2,398	3,598	3,798	3,998
其他长期负债	316	316	316	316
非流动负债合计	2,714	3,914	4,114	4,314
负债合计	8,467	9,239	11,725	14,161
股本	790	782	782	782
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	6,016	7,103	8,193	9,392
负债和股东权益合计	14,483	16,342	19,918	23,553

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	33.89	25.46	33.76	29.65
EBIT 增长率	98.64	63.95	20.26	9.06
净利润增长率	73.11	107.56	22.91	9.39
盈利能力 (%)				
毛利率	12.94	15.61	14.77	13.47
净利率	3.99	6.61	6.07	5.12
总资产收益率 ROA	3.71	6.82	6.88	6.36
净资产收益率 ROE	8.93	15.69	16.72	15.96
偿债能力				
流动比率	1.51	1.93	1.78	1.73
速动比率	0.63	0.86	0.75	0.68
现金比率	0.26	0.37	0.31	0.24
资产负债率 (%)	58.46	56.54	58.87	60.12
经营效率				
应收账款周转天数	37.46	35.00	35.00	35.00
存货周转天数	149.07	139.42	142.38	142.51
总资产周转率	0.93	1.03	1.13	1.24
每股指标 (元)				
每股收益	0.69	1.43	1.75	1.92
每股净资产	7.69	9.08	10.48	12.01
每股经营现金流	0.68	1.22	1.15	1.10
每股股利	0.21	0.21	0.21	0.21
估值分析				
PE	22	11	9	8
PB	2.0	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	12.20	7.77	6.71	6.29
股息收益率 (%)	1.36	1.36	1.36	1.36

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	537	1,115	1,370	1,499
折旧和摊销	359	508	592	673
营运资金变动	-644	-856	-1,286	-1,565
经营活动现金流	530	958	901	861
资本开支	-931	-758	-850	-821
投资	33	7	10	13
投资活动现金流	-894	-756	-845	-815
股权募资	0	-8	0	0
债务募资	522	507	823	560
筹资活动现金流	322	87	317	5
现金净流量	156	489	373	51

资料来源: 公司公告、民生证券研究院预测

插图目录

图 1: 2023Q1-Q3 公司实现营收 125.2 亿元	3
图 2: 2023Q1-Q3 公司实现归母净利润 7.9 亿元.....	3
图 3: 2023Q3 公司实现营收 47.8 亿元	3
图 4: 2023Q3 公司实现归母净利润 3.3 亿元	3
图 5: 2023H1 铜合金销量同比小幅下降 3.2%.....	4
图 6: 2023H1 高端铜合金销量占比小幅下滑至 53.0%.....	4
图 7: 需求疲软+产能爬坡, 2023H1 铜合金单吨盈利短期承压下滑.....	4
图 8: 2023H1 光伏组件销量同比+107.2%	5
图 9: 2023H1 光伏业务利润贡献同比+290.6%	5
图 10: 2023H1 光伏业务单 W 盈利 0.35 元.....	5
图 11: 2023Q1-Q3 综合毛利率提升至 14.4%.....	5
图 12: 公司三费占比稳步下降.....	6
图 13: 公司研发费用保持稳步增长	6
图 14: 公司期间费用率保持低位.....	6
图 15: 2023Q3 末资产负债率小幅下降至 57.5%.....	6

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司现有及规划的合金材料产能 (截至 23Q3 末)	7
表 2: 盈利预测与财务指标	8
公司财务报表数据预测汇总.....	10

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：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026