

2011年06月01日

有色金属冶炼 II

证券研究报告—公司调研报告

收盘价(元) **27.08**

目标价(元): **29.92**

博威合金(601137)

高端产品比重提升，盈利能力有保障

投资评级: A--买入(首评)

事项:

华宝公司类模板

能源材料组 王广举

执业证书编号: S0890510120010

能源材料组: 李一为

电话: 021-50122157

邮箱: liyiwei@cnhbstock.com

联系人: 毛雪梅

电话: 021-50122432

公司基本数据

总股本(万股)	21500.00
流通 A 股/B 股(万股)	5500.00/0.00
资产负债率(%)	11.34
每股净资产(元)	8.35
市净率(倍)	2.64
净资产收益率(加权)	2.77
12 个月内最高/最低价	27.86/20.69

股价走势图

股价走势图

相关研究报告

相关研究报告

我们 5 月 19 日赴公司进行了实地调研,拜访了公司高管,就公司的经营现状及未来发展进行了充分沟通和交流。

主要观点:

◆**公司定位做大高端铜合金产品,比重不断提升。**在新募投项目投产前,公司已利用现有设备的通用性能,不断提升高端产品的比重。2010 年高端产品比重由 09 年的 17%提升到 22.5%,2011 年目标将超过 27%。

◆**募投项目投产时间将提前,产能瓶颈有望缓解。**先期已用自有资金投入新募投项目的开工建设,目前工期顺利,年底厂房全部完成,板带项目设备招标已完成。预计新项目投产时间将提前半年以上,未来 1-2 年产能瓶颈将缓解。

◆**销售定价模式确保盈利能力。**公司产量占比 75%的精密铜合金棒,其销售是按合同当期铜价+加工费定价,故铜价涨跌基本不影响该产品的净利润。而高端或替代产品按照固定毛利率定价销售,毛利率从 15%至 25%不等,铜价涨跌对高端产品的毛利有一定影响,铜价上涨时毛利增加,下跌时反而减少。基于未来我们对铜价震荡上涨趋势的判断,总体上,公司盈利能力有保障。

◆**三大产品市场占有率第一。**2010 年公司三大铜棒线产品占有率居国内市场第一,分别是精密铜合金棒、高强高导铜合金棒和特殊铜合金线。环保型无铅铜合金棒已从 09 年的市场第三提升为第二位。随着未来公司产能瓶颈的缓解,未来主导产品的龙头地位将更为巩固。

◆**大股东将持续增持 2%。**公司控股股东博威集团于 5 月 5-6 日通过二级市场增持 95 万股,均价 21.11 元。未来集团还计划在 6 个月内择机继续增持,累计增持比例不超过总股份的 2%,共计 430 万股。大股东的增持强烈表明其对公司经营前景充满信心。

◆**盈利预测及投资评级。**预计 2011-2013 年 EPS 分别为 0.88、1.36 和 2.51,动态 PE 分别为 25.1、16.2 和 8.8 倍,我们认为目前估值合理,已具备投资价值,首次给予“买入”评级,目标价 29.92 元。

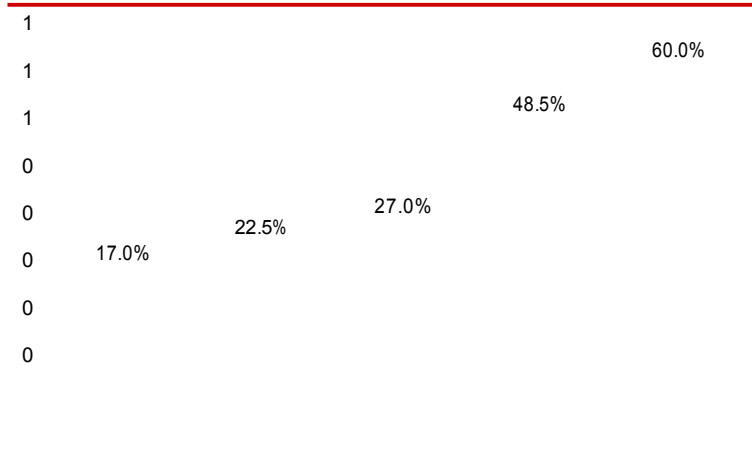
风险提示: 新募投项目进度大幅低于计划时间。

	2009A	2010A	2011Q1	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万)	1170.98	2016.08	512.03	2356.00	3122.00	4886.00
同比增速(%)	-22.47	72.17		16.86	32.51	56.50
净利润(百万)	93.04	119.70	36.16	141.51	218.28	402.04
同比增速(%)	138.99	28.65		18.22	54.25	84.19
毛利率(%)	12.17	10.76	14.83	11.00	12.50	14.00
每股盈利(元)	0.58	0.75	0.17	0.88	1.36	2.51
ROE(%)	41.68	34.89	2.01	31.26	33.48	39.80
PE(倍)	0.00	0.00		33.40	21.65	11.75

1. 公司定位做大高端铜合金产品，比重不断提升

公司是精密铜合金棒以及高端铜合金龙头，未来将以市场发展需求的新材料研发为导向，以工艺研究为保障，致力于环保、节能、高性能和替代为主导的四大合金材料的研发和生产。在新募投资项目投产前，公司已利用现有设备的通用性能，不断提升高端产品的比重。2010年高端产品比重由09年的17%提升到22.5%，2011年目标将超过27%。未来新募投资项目投产后，2012-2013年高端产品比重将分别提高到48.5%和60%。

图7 公司高端产品比重 (%)



资料来源：公司公告，华宝证券研究所

2. 销售定价模式确保盈利能力

公司目前的主营产品为精密铜合金棒，占总产量的75%左右，产品销售是按照合同当期铜价+5000元/吨加工费定价，因此，铜价涨跌基本不影响精密铜合金棒产品的盈利能力。而其它高端或替代产品按照固定毛利率进行价格销售，毛利率从15%至25%不等，其中环保型无铅铜合金棒、高强高导铜合金棒以及新型锌合金棒最高均可享有25%的毛利率。铜价涨跌对高端产品的毛利有一定影响，铜价上涨时毛利增加，下跌时反而减少。基于未来我们对铜价震荡上涨趋势的判断，总体上，公司盈利能力有保障。

表1 公司产品销售定价模式

产品分类	加工费 (元/吨)	毛利 (元/吨)	毛利率 (%)
精密铜合金棒	5000	3000	
高强高导铜合金棒			17-25%
环保铜合金棒			17-25%
新型锌合金棒			≥25%
特殊铜合金棒			≥15%
特殊铜合金线			20% (品种多、复杂)

资料来源：华宝证券研究所

3. 募投项目投产时间将提前，产能瓶颈有望缓解

公司 IPO 拟投建 1 万吨/年环保型无铅易切削黄铜棒线、2 万吨/年高性能高精度铜合金板带和 1.5 万吨/年变形锌合金材料。调研获知，公司先期已用自有资金投入新募投项目的开工建设，到目前为止，建设工期顺利进行，年底厂房全部完成，板带项目设备招标已完成。预计三个新项目投产时间将比原计划提前至少半年以上，未来 1-2 年公司产能瓶颈有望缓解。2012-2013 年公司总产能预计将到达 9.65 万吨和 10 万吨。

表 2 募投项目进展情况

项目	建设进度情况	估计投产时间	2011 年预计产能	2012 年预计产能	2013 年预计产能
1 万吨/年无铅易切削黄铜棒线	厂房已基本完成	2011 年四季度	1000~2000	8000	10000
2 万吨/年高性能高精度铜合金板带	厂房年底建成，设备招标已完成	2012 年上半年		10000	20000
1.5 万吨/年变形锌合金材料	厂房年底建成	2012 年上半年		4500	15000

资料来源：华宝证券研究所

4. 三大产品市场占有率第一

2010 年公司三大铜棒线产品占有率居国内市场第一，分别是精密铜合金棒、高强高导电铜合金棒和特殊铜合金线。环保型无铅铜合金棒已从 09 年的市场第三提升为第二位。随着未来公司产能瓶颈的缓解，未来主导产品的龙头地位将更为巩固。目前公司仍以销定产，产品供不应求。

5. 大股东将持续增持 2%

公司控股股东博威集团于 5 月 5-6 日通过二级市场增持 95 万股，均价 21.11 元。未来博威集团还计划在 6 个月内（至 2011 年 11 月 5 日前）择机继续增持，累计增持比例不超过总股份的 2%，共计 430 万股。大股东的增持强烈表明其对公司经营前景充满信心，通过增持分享公司稳健成长带来的收益。

6. “电荒”对公司生产无影响

浙江省为今年电荒严重地区，但我们调研了解到，由于当地政府对生产经营政策的倾斜，能保证正常供电，目前的电荒对公司生产无影响。

7. 盈利预测及投资评级

我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.88、1.36 和 2.51，按 6 月 1 日收盘价 22.08 元计算，动态 PE 分别为 25.1、16.2 和 8.8 倍，我们认为目前估值合理，已具备投资价值，首次给予“买入”评级，给予 2012 年 22 倍市盈率计，目标价 29.92 元。

附录：三大报表预测值

资产负债表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	683.22	1321.32	1573.98	2853.78
现金	74.90	520.30	633.48	1035.22
应收账款	175.21	283.84	261.73	638.51
其它应收款	5.73	2.58	8.76	8.72
预付账款	64.23	51.49	107.46	136.85
存货	340.76	421.68	523.48	966.47
其他	22.39	41.42	39.07	68.01
非流动资产	271.55	321.80	390.63	445.59
长期投资	0.00	-0.01	-0.02	-0.03
固定资产	134.50	132.06	132.96	129.98
无形资产	108.61	157.26	224.44	280.74
其他	28.44	32.50	33.25	34.90
资产总计	954.77	1643.12	1964.61	3299.38
流动负债	549.27	1130.27	1253.17	2236.70
短期借款	349.56	878.57	949.22	1689.93
应付账款	143.05	170.31	214.41	394.92
其他	56.66	81.39	89.55	151.85
非流动负债	62.39	60.24	59.46	52.43
长期借款	60.00	58.74	57.51	50.71
其他	2.39	1.50	1.95	1.72
负债合计	611.66	1190.51	1312.63	2289.13
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	343.11	452.62	651.98	1010.25
负债和股东权益	954.77	1643.12	1964.61	3299.38

现金流量表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	101.18	29.03	185.61	-160.51
净利润	119.70	141.51	218.28	402.04
折旧摊销	19.49	18.31	21.45	24.21
财务费用	23.00	29.00	40.55	55.55
投资损失	-1.83	-3.96	-2.89	-3.42
营运资金变动	-57.26	-155.38	-90.60	-638.06
其它	-1.91	-0.46	-1.18	-0.82
投资活动现金流	-125.73	-64.20	-86.18	-74.94
资本支出	108.24	51.19	68.37	55.20
长期投资	0.00	0.01	0.01	0.01
其他	-17.48	-13.01	-17.80	-19.72
筹资活动现金流	-16.04	-45.97	-58.13	-102.91
短期借款	-4.91	2.46	-1.23	0.61
长期借款	10.00	-1.26	-1.23	-6.80
其他	-21.13	-47.16	-55.68	-96.72
现金净增加额	-40.58	-81.15	41.30	-338.36

利润表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2016.08	2356.00	3122.00	4886.00
营业成本	1799.20	2096.84	2731.75	4201.96
营业税金及附加	1.06	1.39	1.73	2.79
营业费用	34.03	42.45	54.47	86.64
管理费用	44.68	51.81	68.93	107.66
财务费用	23.00	29.00	40.55	55.55
资产减值损失	2.16	1.09	2.40	3.00
公允价值变动收益	1.97	0.43	1.20	0.81
投资净收益	1.83	3.96	2.89	3.42
营业利润	115.75	137.81	226.26	432.63
营业外收入	23.87	23.74	23.81	23.77
营业外支出	2.79	2.46	2.63	2.55
利润总额	136.83	159.08	247.44	453.86
所得税	17.14	17.58	29.16	51.82
净利润	119.70	141.51	218.28	402.04
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	119.70	141.51	218.28	402.04
EBITDA	177.99	208.49	309.79	536.05
EPS (元)	0.75	0.88	1.36	2.51

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	72.17%	16.86%	32.51%	56.50%
营业利润	42.15%	19.06%	64.19%	91.21%
归属母公司净利润	28.65%	18.22%	54.25%	84.19%
获利能力				
毛利率	10.76%	11.00%	12.50%	14.00%
净利率	5.94%	6.01%	6.99%	8.23%
ROE	34.89%	31.26%	33.48%	39.80%
ROIC	18.36%	12.03%	15.15%	16.35%
偿债能力				
资产负债率	64.06%	72.45%	66.81%	69.38%
净负债比率	119.37%	210.33%	157.18%	174.36%
流动比率	1.24	1.17	1.26	1.28
速动比率	0.62	0.80	0.84	0.84
营运能力				
总资产周转率	2.35	1.81	1.73	1.86
应收帐款周转率	12.63	10.26	11.44	10.85
应付帐款周转率	15.02	13.38	14.20	13.79
每股指标(元)				
每股收益	0.75	0.88	1.36	2.51
每股经营现金	0.47	0.14	0.86	-0.75
每股净资产	2.14	2.83	4.07	6.31
估值比率				
P/E	0.00	33.40	21.65	11.75
P/B	0.00	10.44	7.25	4.68
EV/EBITDA	1.89	18.95	12.62	7.92

资料来源：港澳资讯、华宝证券研究所

投资评级的说明

- 行业评级标准

报告发布日后3个月内，以行业股票指数相对同期中证800指数收益率为基准，区分为以下四级：

强于大市 A--: 行业指数收益率强于相对市场基准指数收益率5%以上；

同步大市 B--: 行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%~5%之间波动；

弱于大市 C--: 行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%以下；

未评级 N--: 不作为行业报告评级单独使用，但在公司评级报告中，作为随附行业评级的选择项之一。

- 公司评级标准

报告发布日后3个月内，以股票相对同期行业指数收益率为基准，区分为以下五级：

买入：相对于行业指数的涨幅在15%以上；

持有：相对于行业指数的涨幅在5%-15%；

中性：相对于行业指数的涨幅在-5%-5%；

卖出：相对于行业指数的跌幅在-5%以上；

未评级：研究员基于覆盖或公司停牌等其他原因不能对该公司做出股票评级的情况。

机构业务部咨询经理

上海	北京	深圳
陈康菲	程楠	袁月
021 -5012 2485	010 -6708 5220	0755-3665 9385
139 1717 5055	159 0139 1234	158 1689 6912

风险提示及免责声明：

- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。