

增持 (维持)

博威合金 (601137)

铜合金和光伏双轮驱动，业绩高弹性可期

2023年05月01日

市场数据

市场数据日期 2023-04-28

收盘价(元)	14.80
总股本(百万股)	790.04
流通股本(百万股)	740.65
净资产(百万元)	6184.1
总资产(百万元)	14194.96
每股净资产(元)	7.83

来源: iFinD, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《【兴证金属】博威合金年报预告点评: 光伏组件放量推动业绩全年高增》2023-01-10

《【兴证金属】博威合金季报点评: 光伏组件放量推动三季报快速增长》2022-10-31

《【兴证金属】博威合金2022年中报业绩点评: 整体业绩符合预期, 扩产验证需求景气》2022-08-24

分析师:

赖福洋

laifuyang@xyzq.com.cn

S0190522050001

投资要点

- **铜合金与光伏双主业驱动。**公司作为国内高端特殊合金稀缺龙头, 已形成新材料为主、新能源为辅的业务发展战略。公司是国内特殊合金牌号最齐全、特殊合金产品产量最大的企业之一, 可满足下游客户一站式采购需求, 提供批量定制化需求, 高端产品聚焦电动车、半导体和智能终端等领域。光伏业务包括光伏组件和光伏电站, 研发生产均在越南, 组件全部销往美国市场。2022年公司新材料和组件产能分别约为25万吨和1GW。公司目前筹备发行的可转债项目, 预计2023年公司新增1GW电池片产能, 可转债中的5万吨新材料项目(二期)预计将推升公司中期产能至33万吨左右。
- **2022年新材料业务受损较大, 光伏实现高增。**2022年公司新材料和光伏业绩表现分化明显, 新材料受宏观经济影响整体承压, 而光伏业务显著改善, 成为公司业绩增长的核心驱动。
 - (1) **新材料: 销量,**2022年宏观环境偏弱的背景下, 以传统需求为主的棒线材产品受到了较大冲击, 销量下滑明显。而5万吨板带材定增项目产线认证工作(汽车连接器大厂客户)受到疫情影响遭遇延期, 导致放量节奏被迫推迟, 全年新材料销量17.56万吨, 相较2022年初制定的23.85万吨目标, 其目标完成率仅74%。**吨盈利,**新材料业务偏向于小批量定制化模式, 产能利用率对于吨盈利影响显著。公司新材料正常吨净利水平大约在2000-2300元区间, 产能利用率表现较好时, 单吨净利甚至到2800元左右。2022年吨盈利在1858元水平, 显著低于满产时的正常表现, 核心原因在于产能利用率偏低导致其吨成本明显上行;
 - (2) **新能源:**2022年公司光伏业务显著改善。2022年光伏板块利润为2.11亿元, 相较于2021年净利润-0.8亿大幅改善。虽然财报数据显示其组件单瓦盈利约0.14元, 整体盈利已较可观, 但剔除折旧计提影响, 实际单瓦盈为0.3元。光伏电站每年稳定贡献约0.5亿元。
- **2023年新材料业绩有望触底回升。**2023年公司新材料有望迎来反转, 核心是疫情对终端需求的压制得以缓解。一方面传统棒线材偏顺周期, 在宏观经济复苏背景下公司订单有望不断改善; 另一方面, 公司5万吨带材项目产线认证等工作已全部完成, 2023年属于放量元年。公司最新产能已经达到26万吨左右, 销量目标为24.55万吨, 2023年随着订单逐步释放其出货量有望显著提升。业绩弹性测算方面, 我们假设吨盈利2000-2700元, 销量20-24万吨, 我们测算利润弹性可达4.0-6.6亿元, 保守假设我们预计2023年利润有望达4亿元。
- **2023年光伏业务或量利齐升。**当前基于美国光伏市场高景气的强β下, 美国光伏市场供需错配, 东南亚出口美国的光伏组件业务正迎来高额的利润回报阶段。公司目前在手订单2.5GW, 全年销量目标为2.2GW。考虑硅料跌价趋势和部分锁价订单情况, 后续有望进一步贡献组件弹性利润。业绩弹性测算, 我们假设单瓦盈利在0.3-0.5元、销量2.2-3GW, 测算利润弹性可达7.1-15.5亿元, 考虑到光伏资产存在转固折旧, 保守假设预计2023年利润有望达7亿元。
- **估值探讨:**(1) **新材料方面:**传统铜加工行业估值PE约15X, 无论从标的稀缺性、

行业壁垒、竞争格局、需求赛道等方面都与同业有较大不同，估值一般在 18-20X 区间，2021 年电动车高压连接器受到广泛关注后，公司估值可达 25-30X。(2) **光伏方面**：自 2022 年下半年以来美国市场供需紧张局面难有改善，且市场需求处于高景气状态，2023 年我们保守测算在 7 亿元，结合当前光伏组件同业估值水平，估值 PE 给予 15X。当前公司整体估值 PE 仅 10X 左右，全年看业绩边际改善，在电动车行业趋势明显下，当前估值已经处于超跌底部区间。

- **盈利预测与投资建议**：公司作为国内高端特殊合金稀缺龙头标的，新材料研发功底深厚，高端产品积极导入客户有望迎来放量；越南光伏基地正享受美国市场高景气红利。相较于过去多种利空交织的环境下，今年新材料业务有望乘顺周期之风边际改善，光伏业务有望迎来量利双升的红利期，全年业绩有望实现大幅增长。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 11.45/13.45/13.96 亿元，对应 EPS 分别为 1.45/1.70/1.77 元，当前股价对应 PE 分别为 10.2/8.7/8.4 倍。维持“增持”评级。
- **风险提示**：下游需求恢复缓慢、5 万吨板带材项目放量不及预期，美国光伏市场政策调整等。

主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	13448	14868	18880	20522
同比增长	34.0%	10.6%	27.0%	8.7%
归母净利润(百万元)	537	1145	1345	1396
同比增长	73.1%	113.2%	17.5%	3.7%
毛利率	12.9%	17.4%	16.5%	15.8%
ROE	8.9%	16.6%	17.0%	15.7%
每股收益(元)	0.68	1.45	1.70	1.77
市盈率	21.8	10.2	8.7	8.4

来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

目 录

1、2022：业务分化之年，光伏驱动业绩高增长.....	- 4 -
1.1、国内高端铜合金稀缺标的，新材料+光伏业务双轮驱动.....	- 4 -
1.2、2022年新材料业务承压，光伏板块底部反转.....	- 4 -
2、2023：业绩或迎来快速成长期.....	- 6 -
2.1、双主业有望步入全面上行通道.....	- 6 -
2.1、新材料与光伏业绩弹性测算.....	- 7 -
3、关注点和催化剂.....	- 8 -
4、盈利预测与估值探讨.....	- 10 -
5、投资建议-积极布局高弹性材料标的.....	- 11 -
6、风险提示.....	- 12 -

图目录

图 1、新材料为主、新能源为辅的战略发展定位不变.....	- 4 -
图 2、公司新材料产品矩阵及应用场景.....	- 5 -
图 3、新材料下游汇聚全球知名客户群.....	- 5 -

表目录

表 1、2022 年公司新材料销量 17.56 万吨.....	- 5 -
表 2、2021 年新材料目标销量达成率达 91%.....	- 6 -
表 3、2017-2022E 新材料吨盈利变化（元）.....	- 6 -
表 4、近几年公司新材料销量目标完成情况.....	- 7 -
表 5、2023E 新材料业绩弹性测算.....	- 7 -
表 6、2023E 新能源业绩弹性测算.....	- 8 -
表 7、主流车企高压快充进展情况和后续规划.....	- 9 -
表 8、以车企为主的高压快充桩建设情况和规划.....	- 9 -
表 9、国内 2022-2023 年高压快充车型销量预测（单位：万辆）.....	- 10 -
表 10、铜加工企业与新材料企业可比估值（2023 年 4 月 26 日）.....	- 11 -
表 11、光伏组件企业可比公司估值.....	- 11 -

报告正文

1、2022：业务分化之年，光伏驱动业绩高增长

1.1、国内高端铜合金稀缺标的，新材料+光伏业务双轮驱动

公司是国内高端特殊合金稀缺龙头，高端特殊合金材料主要应用于新能源汽车连接器、芯片引线框架、智能终端等高附加值领域。公司深耕铜合金材料三十余载，是特殊合金牌号最齐全、特殊合金产品产量最大的企业之一，产品覆盖 17 个合金系列、100 多个合金牌号，可满足下游客户一站式采购需求，提供批量定制化需求，汽车电子、半导体、智能终端等领域拥有众多全球知名客户。同时，公司此前布局光伏板块，主营产品为电池片+组件一体化生产以及光伏电站运营，产品主要销往美国市场为主，客户汇集知名光伏开发商、EPC 和运营商等。

图 1、新材料为主、新能源为辅的战略发展定位不变

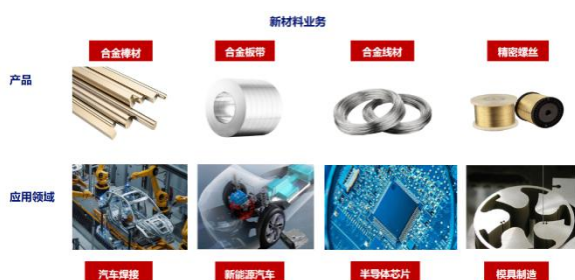


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

1.2、2022 年新材料业务承压，光伏板块底部反转

棒线材产品以传统需求为主，精密细丝和板带材多用于高端制造领域。公司新材料业务主要分为棒材/线材/精密细丝/板带材，其中棒线材应用领域以传统需求为主，下游多为传统汽车、船舶制造、通讯工程以及家电五金等行业为主；精密细丝主要用在高精密磨具、医疗器械、减速器等高端制造领域；板带材则用于新能源汽车、半导体芯片、工业数字化以及消费电子等高附加值领域为主。

图 2、公司新材料产品矩阵及应用场景



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、新材料下游汇聚全球知名客户群



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

宏观扰动拖累新材料业绩，业绩表现已到底部。2022 年疫情扰动贯穿全年，宏观环境偏弱的背景下，以传统需求为主的棒线材产品受到了较大冲击，销量下滑明显，全年棒线销量分别为 7.67/3.0 万吨。精密细丝表现相对良好，全年销量 3.0 万吨。而 5 万吨板带材定增项目的最终产线审厂工作（汽车连接器大厂客户）受到疫情影响而不可避免地遭遇延期，导致放量节奏受到推迟。全年新材料销量为 17.56 万吨，相较 2022 年初制定的 23.85 万吨目标，其目标达成率仅达 74%，棒/线/板带材/精密细丝的销售完成率我们预计在 72%/87%/91%/60%。

表 1、2022 年公司新材料销量 17.56 万吨（单位：万吨）

	全年销量	销量目标	达成率
棒材	7.67	10.60	72%
线材	3.00	3.45	87%
精密细丝	3.00	3.30	91%
板带材	3.89	6.50	60%
总计	17.56	23.58	74%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

相较于 2021 年而言，无论是总量还是分产品的销量达成率上都是较为悲观的情景（除精密细丝表现较好外）。即使回顾过去产能利用率角度来看，棒线材的产能利用率也在 90%-110% 区间，板带材也在 95% 左右，即便考虑到疫情扰动环境下的 2020 和 2021 年，在 5 万吨板带材项目试产送样期间，产能利用率也在 77% 水平。因此，我们认为从近几年业务发展状况看，2022 年新材料无论是传统产品需求表现还是高端产品放量节奏都受到了整个逆周期环境下的拖累，销量数据出现非经常性下滑。

表 2、2021 年新材料目标销量达成率达 91% (单位: 万吨)

	全年销量	销量目标	达成率
棒材	8.8	9.5	92.8%
线材	2.9	2.8	103.8%
精密细丝	2.9	3.0	95.4%
板带材	3.5	4.5	77.7%
总计	18.1	19.8	91.3%

资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

而从盈利能力表现, 复盘过去近 10 年的吨盈利水平, 尽管公司持续推进产品结构升级, 吨毛利水平不断提升, 但产能利用率的表现对于吨盈利的变化影响仍然显著。新材料正常吨盈利水平大约在 2000-2300 元区间, 2022 年公司吨盈利在 1858 元水平, 与 2020 年 1782 元相近, 都是受到整个逆周期环境下的影响导致产能利用率未能达到正常水平, 进而拖累单吨盈利能力。2021 年作为公司产能利用率表现相对较好的一年, 全年吨盈利达 2160 元, 其中 21Q3 单季吨盈利达 2788 元, 所以不考虑产品结构升级带来的吨盈利提升外, 产能利用率的修复对于吨盈利弹性变化影响明显。

表 3、2017-2022E 新材料吨盈利变化 (元)

	2017	2018	2019	2020	21H1	3Q21	4Q21	2021
吨盈利	1489	2062	2288	1782	2191	2788	1493	2160
	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	22H1	2022		
吨盈利	1620	2489	1545	1730	2071	1858		

资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

光伏业务 2022 年全年高增。我们曾于 2021Q4 强调公司光伏业务已触底反转, 全年有望高增, 特别是 2022Q1 光伏业绩恢复正常, 再次确认光伏组件业务高景气趋势。公司 2022 年前三季度的组件单瓦净利平均达 0.16 元, 如果扣除掉资产减值和汇兑收益影响, 实际单瓦盈利或在 0.20 元左右。尽管 2022 年 4 月有美国反规避调查影响, 使得 Q2 组件发货节奏有所停滞, 但随着美国拜登政府对东南亚四国光伏组件产品给予 2 年关税豁免政策后, 2022 年美国光伏市场需求重回高增长。2022 年公司光伏组件单瓦盈利约 0.14 元, 全年光伏组件销量 1176MW, 含电站利润后, 2022 年全年净利润 2.11 亿元, **但考虑到光伏固定资产减值还原后, 实际单瓦盈利约 3 毛。**

2、2023: 业绩或迎来快速成长期

2.1、双主业有望步入全面上行通道

新材料业绩有望反转: 基于我们对公司新材料和光伏业务的深度复盘和梳理回顾, 新材料三大受损方向: 传统需求为主的棒线产品、消费电子需求较差的带材, 以

及 5 万吨板带材的认证工作等，在 2023 年全年来看，传统产品已处于经济复苏的顺周期阶段，有望看到积极的边际改善信号；消费电子需求边际有望企稳去库，5 万吨板带材项目的产线认证工作已于 22Q4 完成。相较去年的多种利空因素交织的情景而言，今年对于新材料业绩的乐观预期可以更加积极。基于此前复盘和我们测算，全年新材料销量或在 21.5 万吨左右，吨盈利保守假设 2000 元，全年新材料利润有望达 4 亿元左右，利润增速同比有望大幅增长。

表 4、近几年公司新材料销量目标完成情况

销量完成率	2020	2021	2022
棒材	93.2%	92.8%	72.3%
线材	99.9%	103.8%	86.9%
精密细丝	83.8%	95.4%	90.9%
板带材	78.6%	77.7%	59.9%
合计	89.7%	91.3%	73.6%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

光伏业绩强 β：2023 年美国光伏市场需求仍然旺盛，根据 BNEF 预测，预计美国市场 2023 年装机量约 30GW，2024 年约 36GW，2025 年约 43GW，未来五年累计需求约 197GW，年均增长约 20%。在美国光伏市场高景气的强 β 下，东南亚出口美国的光伏组件业务正迎来高额的利润回报。而供给方面，由于硅料溯源和美国制造业回流等政策影响，美国光伏组件供给一直处于紧张状态，东南亚出口到美国的组件价格近维持高位。公司目前在手订单 2.5GW，且有部分锁价订单，2023 年销量目标为 2.2GW，我们假设全年组件单瓦盈利 0.3 元左右，我们假设公司全年销量 2.2GW，叠加电站利润，保守预计全年光伏业务利润有望超 7 亿元。考虑硅料跌价趋势，后续有望进一步贡献组件弹性利润。

2.2、新材料与光伏业绩弹性测算

由于去年新材料业务整体受损较大，我们对今年新材料业务的看法更多倾向于恢复之年的大势判断，我们对于 5 万吨板带材的放量相对其他合金品种更为积极乐观，2000 元吨盈利的假设相对而言是偏保守的，2023 年新材料全年销量目标为 24.55 万吨，棒材/线材/精密细丝/板带材分别为 11/3.45/3.3/6.8 万吨。我们对新材料业绩做了销量和利润的弹性测算：

表 5、2023E 新材料业绩弹性测算

2023E 新材料业绩弹性测算（亿元）						
	吨净利（元）					
销量（万吨）	2000	2100	2200	2300	2500	2700
20	4.0	4.2	4.4	4.6	5.0	5.4
21	4.2	4.4	4.6	4.8	5.3	5.7
22	4.4	4.6	4.8	5.1	5.5	5.9

23	4.6	4.8	5.1	5.3	5.8	6.2
24	4.9	5.1	5.3	5.6	6.1	6.6

资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

此外，业绩更大的弹性则来源于光伏业务的贡献，2023年公司光伏组件销量目标2.2GW。基于当前美国光伏市场的高景气需求以及硅料跌价可能带来更多的利润弹性，我们给予以下业绩弹性测算：

表 6、2023E 新能源业绩弹性测算

2023E 新能源业绩弹性测算（含电站利润，亿元）						
单瓦净利（元）						
销量（MW）	0.3	0.35	0.4	0.45	0.5	
2200	7.1	8.2	9.3	10.4	11.5	
2300	7.4	8.6	9.7	10.9	12.0	
2500	8.0	9.3	10.5	11.8	13.0	
2700	8.6	10.0	11.3	12.7	14.0	
3000	9.5	11.0	12.5	14.0	15.5	

资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

3、关注点和催化剂

我们认为公司未来业绩的催化有望迎来基本面和行业层面的共振催化。对于公司而言，未来需要通过季报逐步确认新材料订单修复和光伏盈利扩张情况。

公司层面：（1）新材料：一方面需要确认新材料订单恢复的速度，但由于1月受到放开后的余波影响以及春节假期，1月的订单发货量可能会相对偏弱，2、3月份可能是逐步起量的过程，此外连接器订单的放量将进一步打开新材料估值的空间。**（2）光伏：**倘若后续光伏订单的单瓦盈利情况有显著上行并维持高位，短期对光伏业务全年利润的预期有望更加积极。

行业层面：今年电动车高压快充领域有望迎来密集催化，高压快充车型方面有望推出更多车型，政策层面上国内高压快充标准有望加速落地。从2022年以来，包括“蔚小理”、特斯拉在内的新能源车企在不同程度上推出了800-1000V高压快充平台技术，并在高压快充充电桩上加紧布局。2023年哪吒、长城、理想、比亚迪等车企有望发布高压车型，根据兴证汽车团队预测，2023年高压快充车型在电动车的渗透率有望提升至3.5%，相较于2022年的0.4%提升显著，未来渗透率空间仍然可观。公司高端铜合金材料作为电动车高压快充接口和高压连接器的刚需材料，高端铜合金材料需求量有望迎来加速提升。

表 7、主流车企高压快充进展情况和后续规划

车企	高压平台进展	已推出车型	后续规划
蔚来	2022年12月NIO DAY 2022发布500kW/660A超快充桩	-	暂未将高压平台搭载上车，但超快充桩将开放给所有电动车用户使用。
哪吒	2022年11月浩智技术发布会上，推出800V碳化硅高压电驱系统	-	800V碳化硅高性能电驱系统将在2023年搭载上车。
小鹏	2022年9月小鹏G9发布，全系搭载800V高压碳化硅平台，高配4C版匹配480kW超充	G9 (2022)	加强建设S4超充站，到2025年建成2000座。
阿维塔	2022年8月发布阿维塔11，由长安、华为、宁德时代三方合作，基于华为DriveONE 800V高压平台，充电功率可达240kW	阿维塔11 (2022)	-
理想	正在开发两个纯电高压（850V）平台Whale和Shark，配合4C充电倍率和400kW充电桩	-	2023年起，将基于Whale和Shark平台每年推出两款高压纯电动车型。
零跑	正在研发800V高压系统，将支持400kW超充	-	计划于2024Q4量产800V高压平台车型
合创	推出H-GEA 800V高压平台	-	或将于2022年12月广州车展推出基于H-GEA 800V高压平台MPV车型，充电功率达380kW
长城	推出800V+480kW高压快充技术	-	搭载800V/480kW高压快充技术的沙龙机甲龙将于2023年上市
比亚迪	2021年推出e平台3.0，具备800V高压快充能力，对应发布Ocean-X概念车型	-	搭载800V高压系统的Ocean-X车型或将于2023年发布。
广汽埃安	2021年9月发布搭载3C/800V超充能力超倍速电池技术的超充车AION V Plus	AION V PLUS超充版 (2022)	加强建设超级充换电站

资料来源：公司公告，汽车之家，搜狐汽车，新浪新闻，新浪汽车，网易新闻等，兴业证券经济与金融研究院整理

表 8、以车企为主的高压快充桩建设情况和规划

企业	高压快充桩最新进展/规划	配合车型	此前高压快充桩建设情况
特斯拉	2022年12月发布V4超充：1MW/1000V；2023年开始建设V4超充桩。	Semi卡车、Cybertruck	截至2022H1在中国已布局1200+座超充站、8900+个超充桩（V3）
小鹏	2022年9月发布S4超充：480kW/670A；截至12月S4已建成9座，2023年持续发力重点城市和核心高速沿线，到2025年建成2000个超快充站	G9	截至2022年11月30日，自营充电站1000+座，其中S4超快充站建成9座
蔚来	2022年12月发布超充：500kW/660A；2023年3月开始部署超充站，向所有电动车主开放使用	-	截至2022Q3，建成上一代（400V）超充站1000+
理想	尚在研发：400kW；预计2023年推出，到2025年建成3000个超快充站	2023年即将推出车型	
吉利	2022年9月旗下威睿能源发布600kW超充技术；超充站/桩建设筹备中	极氪	
广汽	2021年8月发布超充技术：480kW/880V；计划到2025年在广州部署1000座超级充换电中心，在全国建设2000个超充站	AION V PLUS超充版	2022年4月埃安广州超级充换电中心落成
长城	已配合机甲龙发布480kW/800V超充技术；预计2023年开始推出	沙龙机甲龙	
阿维塔	与BP合作开发240kW高压快充；双方计划至2023年底在全国范围内19个城市共建超过100个标准化高压快充站	阿维塔11	
极狐	2021年推出360kW/600A超充技术；截至2022H1在北京地区部署10座360kW超充站	极狐阿尔法S全新HI版	
特来电	2022年联合广汽推出600kW超充技术；截至2022年5月在广州建成10座，双方计划2022-2025年在全国各城市联合共建1000座超充站		

资料来源：公司官网，网易新闻，InsideEvs，新浪新闻，车云网，维科网锂电，懂车帝，搜狐新闻，汽车之家等公开信息，兴业证券经济与金融研究院整理

表 9、国内 2022-2023 年高压快充车型销量预测（单位：万辆）

车企	车型	上市时间	补贴后指导价	级别	快充能力	快充功率/电压	2022E	2023E
2022年落地车型：								
广汽	AION V PLUS超充版	2021.09	22.96万元	紧凑型SUV	10min充电30%-80%	220kW	0.7	1.0
北汽新能源	阿尔法S全新HI版	2022.05	39.79/42.99万元	中大型轿车	15min充电30%-80%	187kW/800V	0.1	0.2
阿维塔	阿维塔11	2022.08	34.99-40.99万元	中大型SUV	15min充电30%-80%	240kW/750V	0.9	3.0
小鹏	G9	2022.09	30.99-46.99万元	中大型SUV	20min充电10%-80%	480kW/800V	1.0	4.0
2023年预计量产车型：								
哪吒	全新800V新车	2023	-	-	-	-	-	3
长城	沙龙机甲龙	2023	预计48.8万元	豪华纯电轿跑	-	-	-	2
理想	Whale和Shark平台两款新车	2023	-	纯电MPV/SUV	-	-	-	3
比亚迪	e平台3.0新车	2023	-	中型轿跑	-	-	-	5
小鹏	G7	2023	-	SUV	-	-	-	5
	P7换代 快充版本	2023	-	轿车	-	-	-	3
	全新MPV	2023	-	MPV	-	-	-	2
高压快充车型销量合计							2.7	31.3
新能源乘用车销量							650.6	897
渗透率预测							0.4%	3.5%

资料来源：搜狐汽车，新浪汽车，汽车之家，网易新闻等，兴业证券经济与金融研究院整理

4、盈利预测与估值探讨

盈利预测与投资建议：

（1）新材料核心假设

销量假设：考虑到 2023 年销量预期边际改善，多种利空因素基本扫清，我们假设 2023-2025 年新材料整体销量 21.5/26.5/27.9 万吨；

盈利假设：考虑到 2023 年 5 万吨板带材项目的转固折旧情况，我们假设 2023-2025 年新材料整体吨毛利为 6731/7283/7745 元。

（2）新能源核心假设

销量假设：基于美国当前市场高景气趋势，我们假设 2023-2025 年光伏组件销量 2.2/2.7/3.0GW；

盈利假设：假设光伏组件 2023-2025 年单瓦盈利稳定在 0.3 元区间，光伏电站利润假设稳定在 0.5 亿元。

估值探讨：

对应 2023 年预测业绩当前（4 月 28 日）公司估值 PE 仅 10 倍左右。今年新材料业务有望边际改善+光伏贡献弹性利润，当前电动车产业趋势明显，我们认为当前公司估值已处于超跌底部区间。按分部估值我们对新材料和新能源业务分析判断如下：

（1）新材料方面：铜加工行业 PE 估值长期稳在 15X 左右，但公司作为国内高端特殊合金稀缺龙头，全新合金系列的研发周期在 3-5 年，客户验证周期 1-2 年，产品研发+认证周期至少 4-5 年。此外，由于高端特殊合金属于小众市场，行业

格局偏竞争性垄断，全球主要玩家以德系维兰德、日系日本日矿等企业所主导，国内能形成较全合金系列和牌号、并能持续大批量稳定供货的国内厂商的稀缺性高，所以过去公司的估值 PE 在 18-20X 区间，在 2021 年电动车高压连接器赛道受到市场广泛关注后，公司估值 PE 可给予 25-30X 区间。

表 10、铜加工企业与新材料企业可比估值（2023 年 4 月 26 日）

铜加工企业	2021	2022A/E	2023E	2024E	2025E
众源新材	21.36	24.45	11.64	7.45	-
海亮股份	22.08	18.55	12.77	9.17	-
金田股份	17.28	16.54	9.34	7.33	-
平均 PE	20.2	19.8	11.3	8.0	-
新材料	2021	2022	2023E	2024E	2025E
有研粉材	36.42	63.57	20.11	12.57	9.47
光威复材	57.74	40.09	23.02	18.76	16.05
抚顺特钢	62.36	143.61	24.24	17.27	15.56
平均 PE	52.2	82.4	22.5	16.2	13.7

资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

注：仅金田股份 2022 年 PE 为 ifind 一致预期

（2）光伏方面：自 2022 年下半年以来美国市场供需紧张局面难有改善，且市场需求处于高景气状态，公司 2022 年新能源业务业绩 2.11 亿元。考虑到光伏资产后续有转固折旧，2023 年我们保守测算光伏业务利润为 7 亿元，结合当前光伏组件同业估值水平，估值 PE 给予 15X。

表 11、光伏组件企业可比公司估值

	2021	2022E	2023E	2024E
天合光能	90.44	37.65	15.31	11.64
晶澳科技	72.73	25.59	14.72	11.39
晶科能源	-	45.86	21.43	15.98
钧达股份	-	36.54	9.00	6.65
平均 PE		36.0	15.1	11.3

资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

注：仅晶科能源 2022 年 PE 为 ifind 一致预期

5、投资建议-积极布局高弹性材料标的

投资建议-积极布局高弹性材料标的：公司作为国内高端特殊合金稀缺龙头标的，新材料研发功底深厚，高端产品积极导入客户有望迎来放量；越南光伏基地正享受美国市场高景气红利。相较于过去多种利空交织的环境下，今年新材料业务有望乘顺周期之风边际改善，光伏业务有望迎来量利双升的红利期，全年业绩有望实现大幅增长。2023-2025 年归母净利润分别为 11.45/13.45/13.96 亿元，对应

EPS 分别为 1.45/1.70/1.77 元，当前股价对应 PE 分别为 10.2/8.7/8.4 倍。维持“增持”评级。

6、风险提示

下游需求恢复缓慢、5 万吨板带材项目放量不及预期、美国光伏市场政策调整等。

附表

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	8666	9344	12280	14712
货币资金	1481	2328	3248	4801
交易性金融资产	2	14	10	12
应收票据及应收账款	1380	1707	2092	2246
预付款项	242	243	275	334
存货	4782	4490	6051	6672
其他	777	561	605	648
非流动资产	5818	5726	5354	5013
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	3522	3388	3054	2720
在建工程	1751	1751	1751	1751
无形资产	282	261	240	222
商誉	12	12	12	12
长期待摊费用	101	119	126	136
其他	150	195	171	172
资产总计	14483	15071	17635	19725
流动负债	5753	5038	6083	6607
短期借款	1376	1651	1786	1878
应付票据及应付账款	2140	2067	2734	3023
其他	2237	1319	1563	1706
非流动负债	2714	3146	3646	4213
长期借款	2398	2847	3342	3907
其他	316	299	304	306
负债合计	8467	8184	9729	10820
股本	790	790	790	790
资本公积	2651	2651	2651	2651
未分配利润	2415	3369	4325	5278
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	6016	6887	7905	8905
负债及权益合计	14483	15071	17635	19725

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	537	1145	1345	1396
折旧和摊销	353	357	357	356
资产减值准备	216	-155	31	3
资产处置损失	-1	0	0	0
公允价值变动损失	32	0	0	0
财务费用	6	230	264	258
投资损失	-1	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	-679	-57	-1373	-580
经营活动产生现金流量	530	802	843	1526
投资活动产生现金流量	-894	-13	1	-5
融资活动产生现金流量	322	57	76	31
现金净变动	156	847	920	1552
现金的期初余额	1009	1481	2328	3248
现金的期末余额	1165	2328	3248	4801

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	13448	14868	18880	20522
营业成本	11708	12278	15756	17284
税金及附加	23	40	40	40
销售费用	169	195	260	280
管理费用	360	415	520	540
研发费用	343	388	495	520
财务费用	16	230	264	258
其他收益	31	0	0	0
投资收益	-1	0	0	0
公允价值变动收益	-31	0	0	0
信用减值损失	-11	0	0	0
资产减值损失	-205	-50	-50	-50
资产处置收益	1	0	0	0
营业利润	614	1272	1495	1551
营业外收入	6	0	0	0
营业外支出	19	0	0	0
利润总额	600	1272	1495	1551
所得税	63	127	149	155
净利润	537	1145	1345	1396
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	537	1145	1345	1396
EPS(元)	0.68	1.45	1.70	1.77

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	34.0%	10.6%	27.0%	8.7%
营业利润增长率	104%	107%	18%	4%
归母净利润增长率	73.1%	113.2%	17.5%	3.7%
盈利能力				
毛利率	12.9%	17.4%	16.5%	15.8%
归母净利率	4.0%	7.7%	7.1%	6.8%
ROE	8.9%	16.6%	17.0%	15.7%
偿债能力				
资产负债率	58.5%	54.3%	55.2%	54.9%
流动比率	1.51	1.85	2.02	2.23
速动比率	0.68	0.96	1.02	1.22
营运能力				
资产周转率	102%	101%	115%	110%
应收帐款周转率	1003%	910%	939%	894%
存货周转率	287%	263%	297%	270%
每股资料(元)				
每股收益	0.68	1.45	1.70	1.77
每股经营现金	0.67	1.02	1.07	1.93
每股净资产	7.62	8.72	10.01	11.27
估值比率(倍)				
PE	21.8	10.2	8.7	8.4
PB	1.9	1.7	1.5	1.3

分析师声明

本人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证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyqzq.com.cn	邮箱：research@xyqzq.com.cn	邮箱：research@xyqzq.com.cn