

博威合金 (601137)

证券研究报告

2023年05月04日

光伏组件盈利能力攀升，新材料有望底部反转

事件：公司发布 2022 年度报告及 2023 年度一季报。2022 年公司实现营收 134.48 亿元，同比增长 33.97%；实现归母净利润 5.37 亿元，同比增长 73.11%；实现扣非后归母净利润 5.52 亿元，同比增长 122.47%；基本每股收益 0.68 元，同比增长 74.36%。2023 年一季度公司实现营业收入 33.84 亿元，同比增长 1.72%；实现归母净利润 1.90 亿元，同比增长 39.59%；实现扣非后归母净利润 1.74 亿元，同比增长 36.10%。

点评：22 全年增速亮眼，看好公司作为铜合金国内龙头企业，随着疫情防控政策优化、重点下游应用行业高速增长以及新建产能逐步释放，新材料业务回暖向好；受益于海上运输成本加速下行、美国光伏能源需求提升和关税减免，公司新能源业务盈利能力有望持续增长。

2022 年度公司新材料/新能源业务分别实现营业收入 98.69/32.58 亿元，同比增长 8.77%/324.52%，对应营收占比为 73.39%/24.22%，对应毛利率为 11.98%/17.28%，同比-0.57/+11.68pct。1) 我们认为 22 年度业绩增长主要系：新材料业务基本维持稳定，新能源业务销售量大幅增加、费用加速下行，新能源业务实现净利润 2.11 亿元，同比增长 362.38%。2) 22 年度分地区来看，国内/国外营收同比+6.58%/85.79%，海外营收显著增长，我们认为主要系美国市场对公司光伏组件产品的需求大幅增长所致。3) 2023Q1 销售费用/财务费用达 0.57/0.68 亿元，同比增长 40.71%/46.00%，公司在销售投入增加、汇率变动致使财务费用增加的情况下仍保持净利润高速增长。4) 23Q1 经营性现金流达 1.93 亿，同比增长 128.12%，超过同期归母净利润，体现了公司健康可持续的高质量经营成果。

新材料业务销量略低于预期，长期需求有望回暖。2022 年，公司新材料业务销量同比减少 2.89%，销售目标达成率为 73.62%，净利润同比减少 16.48%，主要系宏观经济下行导致总需求萎缩所致。其中，合金棒材/合金线材/合金带材/精密细丝目标达成率分别为 72.32%/86.94%/59.90%/90.86%。合金带材业务销量主要受国际公共卫生事件、俄乌冲突、项目调试周期等因素影响，5 万吨特殊合金带材项目进度延误。伴随疫情影响因素在未来逐渐消除，以及下游 AI 算力、6G 通信、半导体芯片、汽车电子和其他新兴产业的发展，高端应用的特殊合金材料需求有望大幅增加。公司作为有色金属合金材料行业的引领者，持续加大产品研发和应用推广力度，推进数字化应用，强化投资产出，新材料业务有望放量。

光伏组件盈利能力攀升，新能源业务有望持续增长。2022 年公司光伏组件销量同比增长 378.05%，新能源业务净利润同比增长 362.38%，盈利能力迅速提升，其原因包括：1) 公司实施差异化服务，品牌影响力持续提升，促进光伏组件价量齐升；2) 全球海运逐步恢复，销售费用大幅降低；3) 美国商务部初步认定包括越南博威尔特在内的 4 家强制应诉企业不构成规避，大幅拉动美国市场对公司光伏组件产品的需求，据 BNEF 预测，美国市场未来五年累计需求约 197GW，年均增长约 20%。随着国际贸易环境得到改善，同时考虑到越南子公司在人工成本、税收方面区位优势明显，加之 2022 公司的电池转换效率保持行业一线水平，公司的新能源业务盈利能力预期长期向好。

23 年经营目标乐观，股权激励彰显信心。23 年公司经营目标为：新材料业务总销量目标 24.55 万吨，其中，合金带材 68,000 吨，合金棒材 110,000 吨，合金线材 34,500 吨，精密细丝 33,000 吨；新能源业务组件销售目标 2.2GW。其中，新材料/新能源组件业务目标销量相比 22 年实际销量提升 39.83%/87.07%。为达成以上目标，新能源方面，公司启动“1GW 电池片扩产项目”并于二季度投入生产。23 年 4 月 22 日，公司发布股票期权和限制性股票激励草案，期权行权、限制性股票的考核指标为以 22 年净利润为基数，23-25 年净利润增长率不低于 20%、40%和 60%，彰显出公司对未来发展的信心。

投资建议：23 年新材料业务有望伴随防疫政策优化、下游需求增加而回暖，新能源业务有望随着“1GW 电池片扩产项目”逐渐落地维持增势。基于疫情影响因素逐渐消除、扩产项目逐步落地、美国市场需求攀升，结合公司 23 年销量目标涨幅，我们将 23-24 年归母净利润由 8.40/11.18 亿元上调至 12.10/14.10 亿元，新增 2025 年归母净利润预测 16.14 亿元，维持“买入”评级。

风险提示：产能扩展不及预期；上游原材料大幅波动；下游需求拓展不及预期；国际贸易风险；反规避调查结果变化风险。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	10,038.00	13,447.84	18,502.88	22,018.43	24,264.31
增长率(%)	32.27	33.97	37.59	19.00	10.20
EBITDA(百万元)	1,065.92	1,708.03	2,525.15	3,346.08	2,962.99
归属母公司净利润(百万元)	310.25	537.07	1,210.41	1,410.03	1,613.61
增长率(%)	(27.66)	73.11	125.37	16.49	14.44
EPS(元/股)	0.39	0.68	1.53	1.78	2.04
市盈率(P/E)	37.64	21.74	9.65	8.28	7.24
市净率(P/B)	2.15	1.94	1.77	1.59	1.37
市销率(P/S)	1.16	0.87	0.63	0.53	0.48
EV/EBITDA	19.52	8.30	5.75	4.38	4.52

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	有色金属/金属与材料
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	14.78 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	790.04
流通 A 股股本(百万股)	740.65
A 股总市值(百万元)	11,676.86
流通 A 股市值(百万元)	10,946.79
每股净资产(元)	7.83
资产负债率(%)	56.43
一年内最高/最低(元)	22.73/10.65

作者

潘暕	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517070005	panjian@tfzq.com
许俊峰	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520110003	xujunfeng@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《博威合金-公司点评:股权激励彰显信心，双主业驱动成长》2023-04-24
- 《博威合金-公司点评:22 业绩预增表现亮眼，新材料新能源未来可期》2023-01-11
- 《博威合金-季报点评:钛铜成果打破海外主导格局，新材料下游有望回暖》2022-10-31

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,229.04	1,481.40	1,480.23	1,761.47	1,941.14
应收票据及应收账款	1,153.20	1,380.31	2,626.03	1,046.27	3,000.61
预付账款	103.58	242.44	256.81	376.06	295.70
存货	3,329.00	4,781.66	3,497.91	6,814.86	4,320.03
其他	503.77	779.76	559.27	492.14	602.85
流动资产合计	6,318.58	8,665.56	8,420.24	10,490.81	10,160.33
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	2,939.39	3,522.32	3,547.37	3,552.07	3,536.42
在建工程	2,015.72	1,750.75	1,750.75	1,750.75	1,750.75
无形资产	281.05	281.74	267.32	252.89	238.47
其他	270.28	263.07	368.08	330.71	312.74
非流动资产合计	5,506.43	5,817.87	5,933.52	5,886.43	5,838.38
资产总计	11,825.01	14,483.44	14,353.76	16,377.24	15,998.72
短期借款	2,780.39	1,376.40	2,663.66	3,435.68	1,944.40
应付票据及应付账款	1,492.60	2,139.79	1,815.88	3,109.82	2,395.91
其他	398.16	758.53	1,175.81	753.19	1,040.74
流动负债合计	4,671.16	4,274.72	5,655.35	7,298.69	5,381.06
长期借款	704.36	2,397.58	1,464.34	494.24	494.24
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	296.82	316.08	295.16	292.12	294.70
非流动负债合计	1,001.18	2,713.66	1,759.50	786.36	788.94
负债合计	6,406.03	8,467.02	7,414.84	8,085.05	6,170.00
少数股东权益	0.00	0.00	347.01	938.08	1,333.89
股本	790.04	790.04	790.04	790.04	790.04
资本公积	2,633.09	2,651.29	2,651.29	2,651.29	2,651.29
留存收益	2,106.32	2,548.74	3,232.61	3,968.17	5,090.52
其他	(110.47)	26.35	(82.04)	(55.39)	(37.02)
股东权益合计	5,418.98	6,016.42	6,938.91	8,292.19	9,828.72
负债和股东权益总计	11,825.01	14,483.44	14,353.76	16,377.24	15,998.72

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	310.25	537.07	1,210.41	1,410.03	1,613.61
折旧摊销	294.26	352.86	396.49	416.85	437.21
财务费用	115.57	5.59	155.49	158.23	123.37
投资损失	(1.04)	(0.70)	(13.00)	(25.00)	0.00
营运资金变动	(573.84)	(898.50)	(1,005.38)	(855.08)	91.34
其它	(19.21)	534.00	577.25	1,133.04	569.07
经营活动现金流	126.00	530.32	1,321.26	2,238.07	2,834.60
资本支出	1,119.11	645.70	428.05	410.17	404.55
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(2,105.48)	(1,539.33)	(817.23)	(792.30)	(811.68)
投资活动现金流	(986.37)	(893.63)	(389.18)	(382.13)	(407.13)
债权融资	1,325.68	521.52	(31.13)	(384.90)	(1,601.65)
股权融资	(26.40)	155.02	(902.12)	(1,189.79)	(646.16)
其他	(23.88)	(354.09)	0.00	(0.00)	(0.00)
筹资活动现金流	1,275.40	322.45	(933.25)	(1,574.69)	(2,247.80)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	415.03	(40.86)	(1.16)	281.24	179.67

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	10,038.00	13,447.84	18,502.88	22,018.43	24,264.31
营业成本	8,805.64	11,707.63	15,241.75	17,848.14	20,240.31
营业税金及附加	28.25	22.59	53.86	55.05	57.35
销售费用	132.10	168.81	185.03	220.18	242.64
管理费用	305.40	360.08	407.06	440.37	485.29
研发费用	308.79	342.86	462.57	550.46	727.93
财务费用	130.71	15.56	155.49	158.23	123.37
资产/信用减值损失	(60.96)	(215.98)	0.00	0.00	(15.00)
公允价值变动收益	0.44	(31.45)	(36.95)	0.00	0.00
投资净收益	1.08	(0.69)	13.00	25.00	0.00
其他	85.54	464.42	0.00	(0.00)	(0.00)
营业利润	301.01	614.01	1,973.17	2,771.00	2,372.41
营业外收入	40.69	5.83	16.64	0.00	7.49
营业外支出	3.63	19.48	6.54	6.79	7.42
利润总额	338.06	600.37	1,983.27	2,764.20	2,372.48
所得税	27.81	63.30	158.66	221.14	189.80
净利润	310.25	537.07	1,824.61	2,543.07	2,182.68
少数股东损益	0.00	0.00	614.20	1,133.04	569.07
归属于母公司净利润	310.25	537.07	1,210.41	1,410.03	1,613.61
每股收益(元)	0.39	0.68	1.53	1.78	2.04

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	32.27%	33.97%	37.59%	19.00%	10.20%
营业利润	-35.78%	103.98%	221.36%	40.43%	-14.38%
归属于母公司净利润	-27.66%	73.11%	125.37%	16.49%	14.44%
获利能力					
毛利率	12.28%	12.94%	17.63%	18.94%	16.58%
净利率	3.09%	3.99%	6.54%	6.40%	6.65%
ROE	5.73%	8.93%	18.36%	19.17%	19.00%
ROIC	6.33%	7.43%	23.04%	28.53%	22.23%
偿债能力					
资产负债率	54.17%	58.46%	51.66%	49.37%	38.57%
净负债率	45.26%	45.50%	41.26%	28.40%	7.09%
流动比率	1.17	1.51	1.49	1.44	1.89
速动比率	0.55	0.68	0.87	0.50	1.09
营运能力					
应收账款周转率	9.48	10.62	9.24	11.99	11.99
存货周转率	3.77	3.32	4.47	4.27	4.36
总资产周转率	0.96	1.02	1.28	1.43	1.50
每股指标(元)					
每股收益	0.39	0.68	1.53	1.78	2.04
每股经营现金流	0.16	0.67	1.67	2.83	3.59
每股净资产	6.86	7.62	8.34	9.31	10.75
估值比率					
市盈率	37.64	21.74	9.65	8.28	7.24
市净率	2.15	1.94	1.77	1.59	1.37
EV/EBITDA	19.52	8.30	5.75	4.38	4.52
EV/EBIT	26.80	10.42	6.83	5.00	5.31

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com