



被忽略的、低估的行业龙头

- 博威合金 (601137) 专业从事有色金属合金棒、线材的研究、开发、生产和销售,是有色金属加工行业的铜合金棒、线材加工子行业,属于被列入七大战略性新兴产业中的新材料产业。新材料产业也被《中国制造 2025》列为“大力推动重点领域突破发展”的重点领域。
- 博威合金 (601137) 是国内铜合金棒材行业的领导企业之一。在更细分领域上,博威的精密铜合金棒产量稳居国内首位;环保铜合金棒产量居行业前三位;高强高导铜合金棒产量居国内第一。博威合金的铜合金线研发实力和产量居国内前三强,是国内最大的铜合金线生产与研发企业之一。博威合金上市前已具备年产 4.2 万吨铜合金棒、1.2 万吨铜合金线的生产能力,公司 IPO 时募投了三个项目,新增总产能 4.5 万吨。2014 年,公司三个募投项目均取得了进展。
- 我们比较了目前 A 股上市的其他铜价格行业企业,发现由于博威合金的产品定位较高,使得公司加工费的收取较同业高出 1000-2000 元/吨,从而促使公司的产品综合毛利率要高于同业,从历史数据看,博威合金的毛利率一直都领先同业。公司部分产品已用于军工领域,如神舟系列飞船和嫦娥 1 号探测器等已经使用,相信这也是公司产品毛利率较高的原因。
- 公司技术水平达到国内领先,引领行业发展。公司先后主持和参与制、修订了多项国家和行业标准,并形成了具有自主知识产权的专利产品体系。公司每年的研发投入较高,并且持续增长,甚至超过了净利润的水平,我们认为这样的研发投入未来可能成为利润的增长器。
- 公司具有较强的对外扩张预期。公司明确提出,根据产业环境的变化,结合自身竞争优势、资本优势,将实业和资本作为支撑公司未来实现跨越式发展的双引擎。一方面寻找财务投资机会实现资本增值,另一方面按照公司的发展战略,把高端制造、新材料、高铁、军工作为未来的主要投资、并购方向。
- 业绩预测与估值:我们预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.36 元、0.45 元和 0.52 元,考虑到公司未来两年募投项目的业绩释放,并且外延式扩张预期强烈,给予公司买入评级。我们选取了几家同业公司对比,博威作为行业内盈利第二的公司,市值却最小,判断公司价值被明显低估,未来存在巨大的成长空间。
- 风险提示:业绩或不及预期、对外扩张或不及预期等风险。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入 (百万元)	2853.49	3182.34	3517.64	3935.68
增长率	17.17%	11.52%	10.54%	11.88%
归属母公司净利润 (百万元)	69.61	76.70	97.02	111.54
增长率	-14.91%	10.19%	26.48%	14.97%
每股收益 EPS (元)	0.32	0.36	0.45	0.52
净资产收益率 ROE	3.48%	3.75%	4.59%	5.10%
PE	110.24	100.04	79.09	68.80
PB	3.85	3.75	3.63	3.51

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

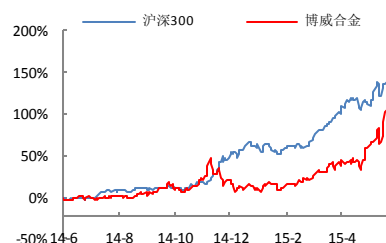
分析师: 兰可

执业证号: S1250514030001

电话: 010-57631191

邮箱: lanke@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	2.15
流通 A 股(亿股)	2.15
52 周内股价区间(元)	15.99-36.38
总市值(亿元)	76.65
总资产(亿元)	27.88
每股净资产(元)	9.38

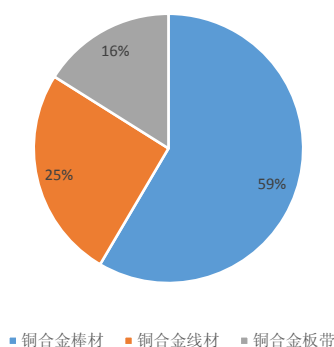
相关研究

博威合金（601137）：被忽略的、低估的行业龙头

1. 公司概况

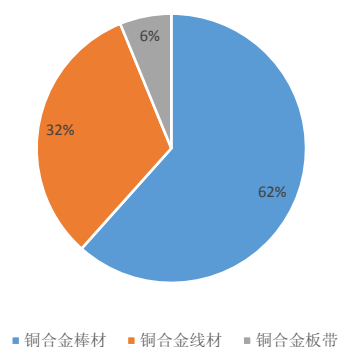
博威合金（601137）专业从事有色金属合金棒、线材的研究、开发、生产和销售，属于有色金属加工行业的铜合金棒、线材加工子行业。铜合金作为高性能有色金属及合金材料之一，已经列入新材料产业“十二五”重点产品目录和战略性新兴产业重点产品和服务指导目录。换句话说，博威合金从事的是被列入七大战略性新兴产业中的新材料产业。新材料产业也被中国制造 2025 列为“大力推动重点领域突破发展”的重点领域。

图 1：营业收入分解，2014



数据来源：Wind，西南证券

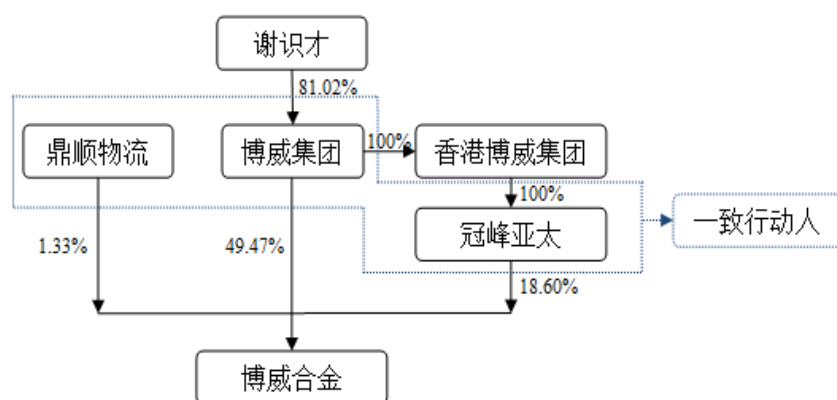
图 2：营业利润分解，2014



数据来源：Wind，西南证券

公司现在由自然人谢识才实际控制。谢识才通过三家公司作为一致行动人合计拥有上市公司 69.4% 的股权。未来存在进一步优化股权结构的可能。

图 3：博威合金控制关系



数据来源：Wind，西南证券

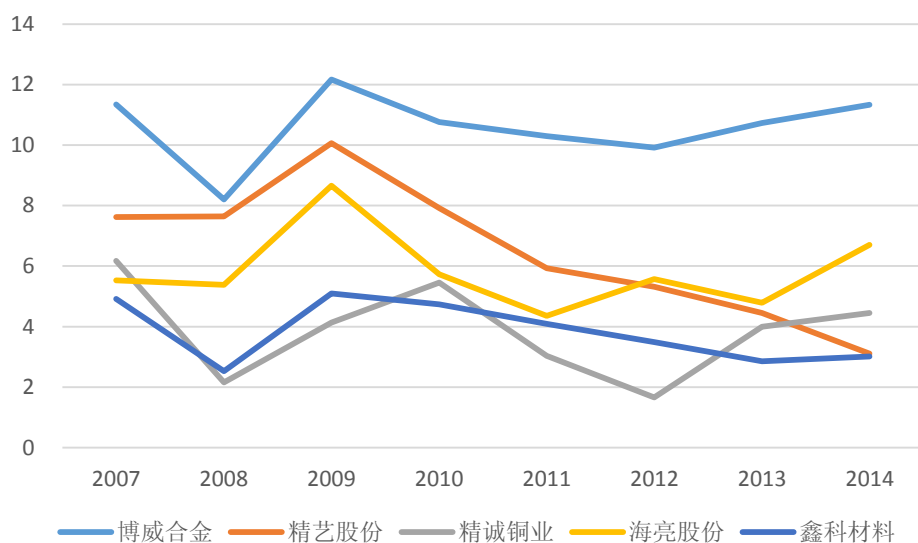
2. 业务优势

通常来讲，公司所处的行业是铜加工行业，但是并不是低端的铜加工。铜加工行业属于铜产业链（铜矿开采-铜冶炼-铜加工-应用）的中间环节。铜加工产品依其含铜量可分为纯铜和铜合金产品。据安泰科统计，目前铜合金加工材在中国铜加工材的生产总量中约占 20%。博威合金从事的是铜合金的加工。按铜合金的形态可分为，棒材、线材和板材等。铜合金棒材和铜合金线材这两个子行业在近年来发展快速。

博威合金是国内铜合金棒材行业的领导企业之一。在更细分领域上，博威的精密铜合金棒产量稳居国内首位；环保铜合金棒产量居行业前三位，持续发展潜力大；高强高导铜合金棒（主要为铬锆铜棒）技术含量高、产量居国内第一。博威合金的铜合金线研发实力和产量居国内前三强，是国内最大的铜合金线生产与研发企业之一，能自行研制市场所需的产品，如公司生产的硅锰青铜焊丝已可完全替代德国进口材料，被国内销量最大的几大汽车生产商采用。

博威合金上市时已具备年产 4.2 万吨铜合金棒、1.2 万吨铜合金线的生产能力，生产规模居国内行业前列。公司 IPO 时募投了三个项目，分别是年产 1 万吨无铅易切削黄铜棒线生产线项目、年产 2 万吨高性能高精度铜合金板带生产线项目、年产 1.5 万吨变形锌合金材料生产线项目，新增总产能 4.5 万吨。2014 年，公司三个募投项目均取得了进展。公司年产 1 万吨无铅易切削黄铜棒线生产线全线贯通，投产后有效缓解了博威铜合金棒材的产能瓶颈，为进一步市场开拓打下坚实基础。公司年产 2 万吨高性能高精度铜合金板带生产线已经全面投产，但尚未达到预定产能，经济效益尚未体现，该生产线的投产进一步丰富了博威的产品结构。年产 1.8 万吨变形锌合金材料生产线项目尚在产品开发阶段，钛锆锌系列产品陆续通过了德国电气工程师协会（VDE）的材料认证，国际权威检测机构英国标准学会（BSI）、短路检测委员会（ASTA）和中国强制性产品（CCC）认证。由于该项目涉及新材料应用，为验证材料属性，公司与下游客户进行了大量的产品性能测试，及第三方机构认证工作。

图 4：历年博威合金毛利率与同业比较

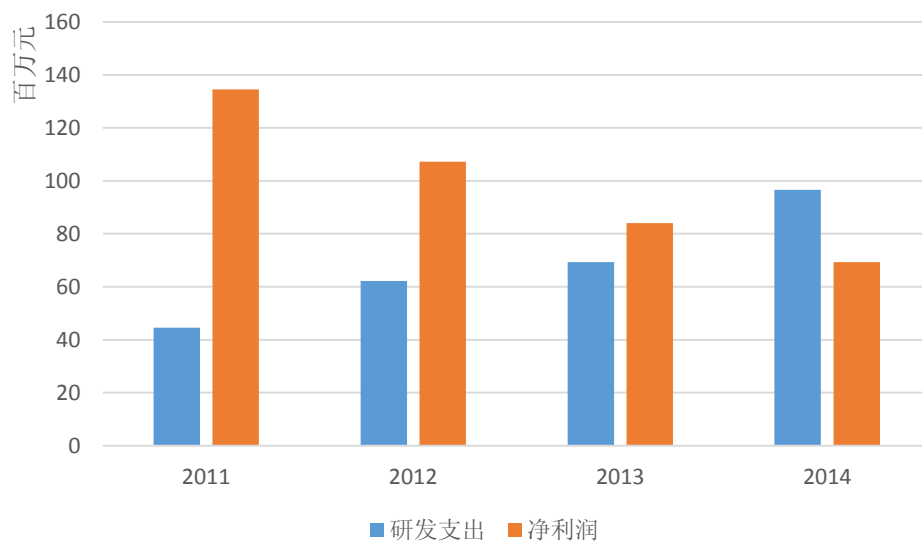


数据来源：Wind，西南证券

我们注意到，新材料产业十二五规划中将铜锡铅、铜铬铅系铜合金和铋、硅、锑系环保型铜合金等新型铜合金纳入优先发展领域。同时，我们也注意到高精度铜及管、棒、线型材产品，铜镍、铜钛、铍铜等铜合金管、棒、线型材和高强高导铜材等高性能有色金属及合金材料也被纳入到战略性新兴产业-新材料的重点发展领域中。而博威合金的上述产品正好符合战略性新兴产业-新材料的定位。我们比较了目前 A 股上市的其他铜价格行业企业，发现因为博威合金的产品定位较高，使得公司加工费的收取较同业高出 1000-2000 元/吨，从而促使公司的产品综合毛利率要高于同业，从历史数据看，博威合金的毛利率一直都领先同业。公司部分产品已用于军工领域，如神舟系列飞船和嫦娥 1 号探测器已经使用，相信公司产品因此毛利率较高。

公司技术水平达到国内领先，引领行业发展。公司先后主持和参与制、修订了多项国家和行业标准，为我国合金材料产业发展赶上和超过国外先进水平提供了标准依据。公司形成了具有自主知识产权的专利产品体系，并相继承担国家“十一五”科技支撑计划项目、国家火炬计划项目、国家创新基金项目和国家重点新产品等重大项目。因此，公司每年的研发投入也较高，并且持续增长，甚至超过了净利润的水平，我们认为这样的研发投入未来可能成为利润的增长器。

图 5: 博威合金净利润与研发投入比较



数据来源: Wind, 西南证券 橙色为利润 蓝色为研发投入

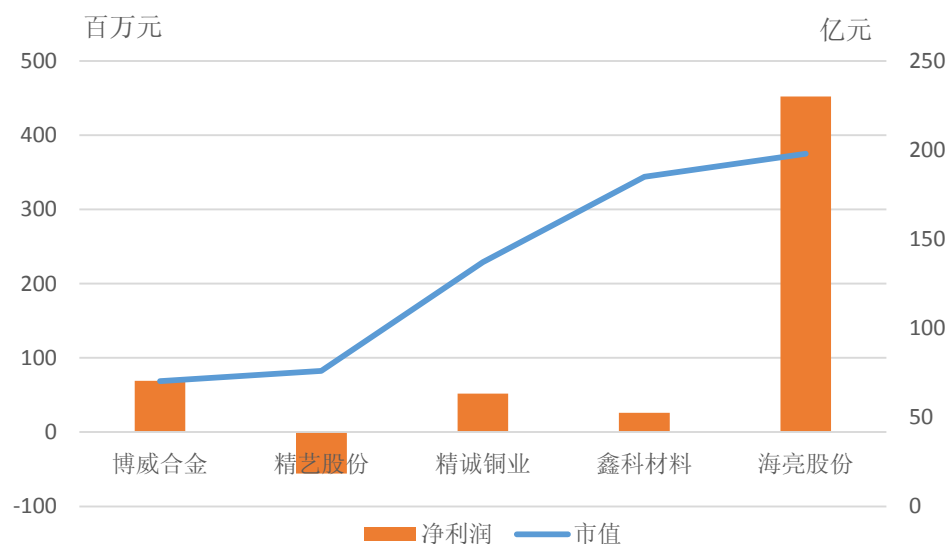
公司具有较强的对外扩张预期。公司明确提出，根据产业环境的变化，综合自身竞争优势、资本优势，将实业和资本作为支撑公司未来实现跨越式发展的双引擎。一方面寻找财务投资机会实现资本增值，另一方面按照公司的发展战略，把高端制造、新材料、高铁、军工作为未来的主要投资、并购方向。

3. 盈利预测和投资评级

我们预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.36 元、0.45 元和 0.52 元，考虑到公司未来两年募投项目的业绩释放，并且外延式扩张预期强烈，给予公司“买入”评级。

此外，我们选取了几家同行业公司对比，博威作为行业内盈利第二的公司，市值最小，判断公司价值被明显低估，未来存在巨大的成长空间，如果再考虑其高额的研发费用，盈利和估值都存在提升空间。

图 6：博威合金净利润和市值与同业比较



数据来源: Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	2853.49	3182.34	3517.64	3935.68	净利润	69.61	76.70	97.02	111.54
营业成本	2530.25	2847.49	3135.60	3506.53	折旧与摊销	68.32	85.53	90.04	92.62
营业税金及附加	1.88	2.10	2.32	2.59	财务费用	23.94	31.76	32.54	33.60
销售费用	47.23	51.02	56.87	63.70	资产减值损失	25.59	5.00	5.00	5.00
管理费用	147.06	164.01	181.29	202.84	经营营运资本变动	-144.56	-30.62	-129.50	-147.35
财务费用	23.94	31.76	32.54	33.60	其他	20.16	0.90	1.71	2.67
资产减值损失	25.59	5.00	5.00	5.00	经营活动现金流净额	63.05	169.27	96.81	98.07
投资收益	-8.18	-2.22	-3.03	-3.98	资本支出	-85.35	-10.00	-10.00	-10.00
公允价值变动损益	-3.69	-3.69	-3.69	-3.69	其他	-137.17	-5.90	-6.71	-7.67
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-222.52	-15.90	-16.71	-17.67
营业利润	65.67	75.05	97.31	113.75	短期借款	148.83	-6.82	15.41	32.24
其他非经营损益	14.07	11.57	12.26	12.33	长期借款	91.79	0.00	0.00	0.00
利润总额	79.74	86.62	109.57	126.08	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	10.40	9.92	12.55	14.54	支付股利	-32.25	-26.72	-29.44	-37.23
净利润	69.35	76.70	97.02	111.54	其他	-20.98	-29.18	-32.54	-33.60
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	187.39	-62.72	-46.56	-38.60
归属母公司股东净利润	69.61	76.70	97.02	111.54	现金流量净额	25.71	90.65	33.53	41.80
资产负债表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	227.58	318.23	351.76	393.57	成长能力				
应收和预付款项	407.36	456.80	504.40	565.07	销售收入增长率	17.17%	11.52%	10.54%	11.88%
存货	633.77	713.23	785.39	878.30	营业利润增长率	-21.33%	14.28%	29.67%	16.89%
其他流动资产	148.42	165.18	182.27	203.58	净利润增长率	-17.47%	10.61%	26.48%	14.97%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	32.42%	21.78%	14.33%	9.13%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1171.61	1105.83	1035.54	962.68	毛利率	11.33%	10.52%	10.86%	10.90%
无形资产和开发支出	132.52	122.77	113.01	103.26	三费率	7.65%	7.76%	7.70%	7.63%
其他非流动资产	56.43	56.43	56.43	56.43	净利率	2.43%	2.41%	2.76%	2.83%
资产总计	2777.69	2938.47	3028.82	3162.89	ROE	3.48%	3.75%	4.59%	5.10%
短期借款	472.53	465.71	481.12	513.36	ROA	3.23%	2.50%	2.61%	3.20%
应付和预收款项	165.33	279.69	286.44	313.18	ROIC	3.22%	3.71%	4.45%	4.86%
长期借款	91.79	91.79	91.79	91.79	EBITDA/销售收入	5.53%	6.04%	6.25%	6.10%
其他负债	54.93	55.60	56.21	57.00	营运能力				
负债合计	784.57	892.78	915.55	975.32	总资产周转率	1.06	1.11	1.18	1.27
股本	215.00	215.00	215.00	215.00	固定资产周转率	3.24	3.16	3.52	4.11
资本公积	1376.54	1376.54	1376.54	1376.54	应收账款周转率	10.11	9.94	9.91	9.95
留存收益	404.17	454.15	521.73	596.03	存货周转率	4.01	4.23	4.18	4.22
归属母公司股东权益	1993.12	2045.69	2113.27	2187.57	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	111.57%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	1993.12	2045.69	2113.27	2187.57	资产负债率	28.25%	30.38%	30.23%	30.84%
负债和股东权益合计	2777.69	2938.47	3028.82	3162.89	带息债务/总负债	71.93%	62.44%	62.57%	62.05%
					流动比率	2.20	2.20	2.36	2.45
					速动比率	1.22	1.25	1.34	1.39
					股利支付率	46.33%	34.83%	30.34%	33.38%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	每股指标				
EBITDA	157.93	192.34	219.89	239.97	每股收益	0.32	0.36	0.45	0.52
PE	110.24	100.04	79.09	68.80	每股净资产	9.27	9.51	9.83	10.17
PB	3.85	3.75	3.63	3.51	每股经营现金	0.29	0.79	0.45	0.46
PS	2.69	2.41	2.18	1.95	每股股利	0.15	0.12	0.14	0.17
EV/EBITDA	50.34	40.83	35.63	32.61					
股息率	0.42%	0.35%	0.38%	0.49%					

数据来源：Wind，西南证券

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦一楼北侧

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

西南证券机构销售团队

北京地区

王亚楠

010-57631295

13716334008

wangyanan@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-50755210

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-50755210

13632421656

lyj@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-83288793

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-88286971

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-88286972

15219509150

luoc@swsc.com.cn