

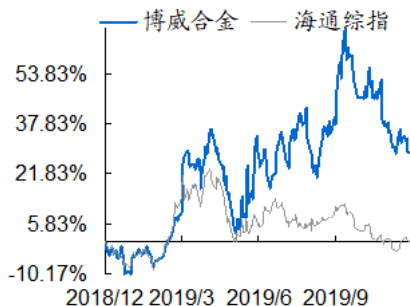
投资评级 优于大市 首次覆盖

时势造英雄，低估值个股有望乘 5G 东风

股票数据

01 月 23 日收盘价(元)	10.54
52 周股价波动(元)	6.88-12.99
总股本/流通 A 股(百万股)	685/615
总市值/流通市值(百万元)	7215/6477

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-2.5	-8.8	-3.0
相对涨幅(%)	0.7	-9.7	-2.1

资料来源: 海通证券研究所

分析师:施毅

Tel:(021)23219480

Email:sy8486@htsec.com

证书:S0850512070008

分析师:刘彦奇

Tel:(021)23219391

Email:liuyq@htsec.com

证书:S0850511010002

分析师:陈晓航

Tel:(021)23154392

Email:cxh11840@htsec.com

证书:S0850519090003

分析师:周慧琳

Tel:(021)23154399

Email:zhil1756@htsec.com

证书:S0850519090001

联系人:甘嘉尧

Tel:(021)23154394

Email:gjy11909@htsec.com

联系人:郑景毅

Tel:(021)23154509

Email:zjy12711@htsec.com

投资要点:

- 博威合金:国内高端合金化材料龙头企业:**博威合金是国内有色金属高端合金化的新材料龙头企业。2011 年首次公开发行前公司已经做到精密铜合金棒产量国内第一,同时铜合金线研发实力和产量居国内前三强。通过 30 多年的技术积淀,自主研发较传统产品附加值更高的高端铜合金,并成功实现进口替代,在 5G 通讯等高端应用方兴未艾之时率先布局。在铜合金棒线材维持国内龙头地位的基础上,公司扩张铜板带材版图,先后募集资金建设投产 2 万吨、1.8 万吨高性能铜合金板带材项目,2019 年 6 月发布可转债公告拟募集资金不超过 12 亿元(总投资 14.9 亿元)年产 5 万吨特殊合金带材项目。我们认为项目达产后将显著增加公司带材产品比例,优化产品结构,提高盈利水平。我们认为公司有望在 5G 大电流、高功耗散热需求爆发的背景下,尽享高端产品护城河红利。
- 国内铜合金“大而不强”,公司自主研发实现进口替代:**我国 2018 年铜材产量已达 1715.50 万吨,但我们认为大而不强、普通产品产能过剩、高端产品依赖进口是目前的现状。根据上海有色网资料显示,像新一代极大规模集成电路高密度引线框架和高端电子元器件精密接插件制造用 Cu-Ni(-Co)-Si、Cu-Cr-Zr 等材料目前主要依靠进口。博威合金通过自主研发生产高端铜合金牌号实现部分进口替代:例如 C18150 用于新能源汽车连接器、type-C 公端子;PW49700 用于解决手机散热问题;PW47100 用于 VCM 弹片等。
- 时势造英雄:高端产品乘 5G+国产替代东风:**在 5G 对手机性能要求大幅提升的背景下,就需要性能更为优良的合金作为基石。同时随着华为等国产手机份额逐渐提高,国产化进程加速对像高端铜合金领域的进口替代提出更为迫切的要求,我们认为利好博威合金这样可以做到进口替代的高端材料制造厂商,博威合金自主研发的诸多性能优良的合金在 5G 的大时代背景下得以大放异彩,做到率先布局:根据大比特网资讯,如高强度、高导电铜合金 PW160 系列材料的开发,可以满足 5G 手机大电流快速充电接口的应用需求;以及 PW49700 合金的开发,目的是解决手机快速散热的问题。公司在上证互动中披露自产的 VC 液冷散热材料对材料已经在主流 5G 手机上得以量产并应用。
- 盈利预测与估值。**我们预计公司 2019~2021 年归母净利润 4.51、5.12、6.18 亿元,其中新材料业务(包括博德高科)归母净利润分别为 3.79、4.40、5.46 亿元。参考可比公司估值给予公司新材料业务 2020 年 22~23 倍 PE,新能源业务归母净利润维持不变每年均为 0.72 亿元,给予 2020 年 16~17 倍 PE,对应合理价值区间 15.92-16.45 元,给予“优于大市”评级。
- 风险提示:**5G 带来的高端合金需求不及预期。

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5758	6065	7110	7781	8605
(+/-)YoY(%)	35.7%	5.3%	17.2%	9.4%	10.6%
净利润(百万元)	306	341	451	512	618
(+/-)YoY(%)	66.6%	11.6%	32.1%	13.5%	20.8%
全面摊薄 EPS(元)	0.45	0.50	0.66	0.75	0.90
毛利率(%)	13.8%	14.2%	16.4%	16.9%	17.5%
净资产收益率(%)	9.2%	9.7%	11.2%	11.3%	12.0%

资料来源: 公司年报(2017-2018), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

目录

1. 博威合金：国内高端合金化材料龙头企业.....	5
1.1 博威集团：国家首批“创新型企业”	5
1.2 研发驱动产品结构不断优化，业绩稳步增长	5
2. 国内铜合金“大而不强”，公司自主研发实现进口替代.....	7
2.1 PW33520：成功替代应用最广的电连接器材料锡磷青铜.....	9
2.2 高导电方向铜合金 C18150：应用实例包括新能源汽车连接器、TYPE-C 公端端子	9
2.3 平衡方向铜合金 PW49700：解决手机快速散热	9
2.4 高强度方向铜合金 PW47100：VCM 弹片、耳机弹片、SIM 卡连接器等	9
3. 时势造英雄：高端产品乘 5G+国产替代东风	10
3.1 5G 时代散热需求倍增	10
3.2 博威合金：VC 液冷散热材料已应用于主流 5G 手机	11
4. 募投项目进展顺利，有望实现量价齐升	11
4.1 5 万吨带材项目稳步推进，满足高端需求	11
4.2 收购博德高科，业绩大幅增长	12
5. 盈利预测与估值.....	12
6. 风险提示	13
财务报表分析和预测	14

图目录

图 1	截至 2019 年三季度博威合金股权结构	5
图 2	博威合金 2014~2019H1 分产品毛利&毛利率情况	6
图 3	博威合金 2019H1 各业务毛利占比	6
图 4	公司铜合金业务与行业比较	6
图 5	博威合金 2014~2018 铜合金吨毛利情况（万元）	6
图 6	博威合金 2018 年各类铜材毛利占比	6
图 7	博威合金 2018 年各类铜材毛利&毛利率	6
图 8	博威合金 2014~2019H1 新材料业务业绩情况	7
图 9	博威合金 2015~2019H1 板带子公司业绩情况	7
图 10	板带产品高端比例逐渐加大	7
图 11	铜合金板带材产销量情况（万吨）	8
图 12	铜合金板带材进出口情况（万吨）	8
图 13	铜合金抗拉强度-导电率关系	8
图 14	铜合金带材分类	9
图 15	2019-2023 年 5G 手机出货量展望	10
图 16	2019-2023 年 5G 手机出货量占比展望	10

表目录

表 1	博威合金研发产品性能及应用领域汇总	10
表 2	全球手机厂商市场份额情况	11
表 3	5 万吨带材项目产品情况	12
表 4	博威合金分业务盈利预测（百万元）	13
表 5	可比公司估值表（新材料业务）	13
表 6	可比公司估值表（新能源业务）	13

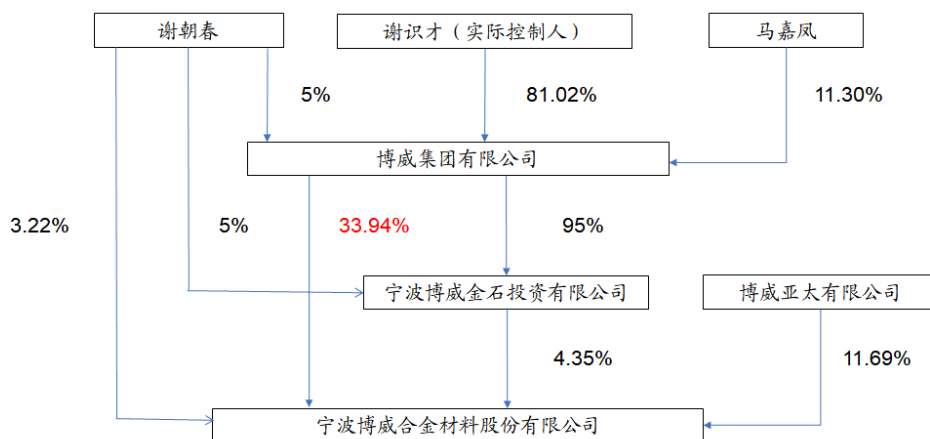
1. 博威合金：国内高端合金化材料龙头企业

博威合金是国内有色金属高端合金化的新材料龙头企业。2011 年首次公开发行前公司已经做到精密铜合金棒产量国内第一，同时铜合金线研发实力和产量居国内前三强。通过 30 多年的技术积淀，自主研发较传统产品附加值更高的高端铜合金，并成功实现进口替代，在 5G 通讯等高端应用方兴未艾之时率先布局。在铜合金棒线材维持国内龙头地位的基础上，公司扩张铜板带材版图，先后募集资金建设投产 2 万吨、1.8 万吨高性能铜合金板带材项目，2019 年 6 月发布可转债公告拟募集资金不超过 12 亿元（总投资 14.9 亿元）年产 5 万吨特殊合金带材项目。我们认为项目达产后将显著增加公司带材产品比例，优化产品结构，提高盈利水平。我们认为公司有望在 5G 大电流、高功耗散热需求爆发的背景下，尽享高端产品护城河红利。

1.1 博威集团：国家首批“创新型企业”

公司第一大股东博威集团始创于 1987 年，是国家首批“创新型企业”，覆盖新材料、新能源、精密切割丝、精密零部件、高端卫浴、资本合作等六大产业。截至 2019 年三季度，实际控制人谢识才控制集团股权 81.02%，马嘉凤、谢朝春分别控制 11.30% 和 5% 的集团股权。

图1 截至 2019 年三季度博威合金股权结构

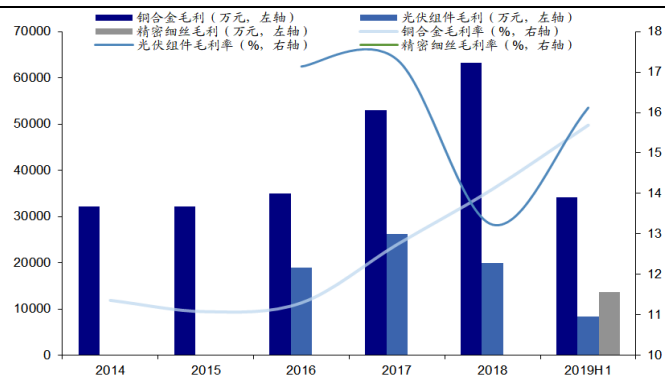


资料来源：wind，海通证券研究所

1.2 研发驱动产品结构不断优化，业绩稳步增长

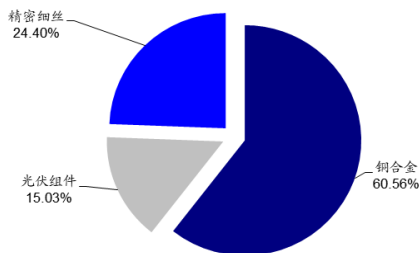
公司属于研发驱动型企业，不断地研发高附加值产品使公司业绩持续增长。2018 年全年实现营业收入 60.65 亿元，同比增 5.33%；归母净利润 3.41 亿元，同比增 11.62%。分业务看，新材料业务销量 11.44 万吨，同比增加 0.57%，在产品销量同比变动不大的情况下，实现营业收入 44.79 亿元，同比增加 7.66%，归母净利润 2.36 亿元，同比增加 41.95%。主要原因是高附加值特殊合金产品销量提升，产品结构得到进一步优化。

图2 博威合金 2014~2019H1 分产品毛利&毛利率情况



资料来源: Wind, 海通证券研究所

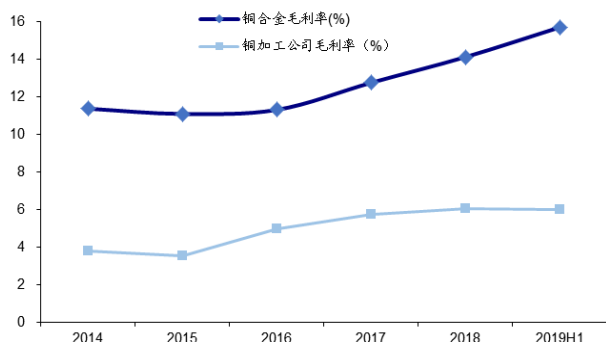
图3 博威合金 2019H1 各业务毛利占比



资料来源: Wind, 海通证券研究所

同时高附加值产品占比的提升使公司吨毛利显著增长, 毛利率等产品盈利能力指标也大幅领先同行业。公司铜合金吨毛利从 2016 年的 3328 元/吨提高到 2018 年的 5522 元/吨, 毛利率从 2016 年的 11.30% 提高到 2019 年上半年的 15.69%。分产品看, 棒材毛利率从 2014 年的 11.96% 提高到 2018 年的 12.37%; 线材从 2014 年的 14.35% 提高到 2018 年的 16.45%; 带材从 2014 年的 4.43% 提高到 2018 年的 15.87%, 提升显著。

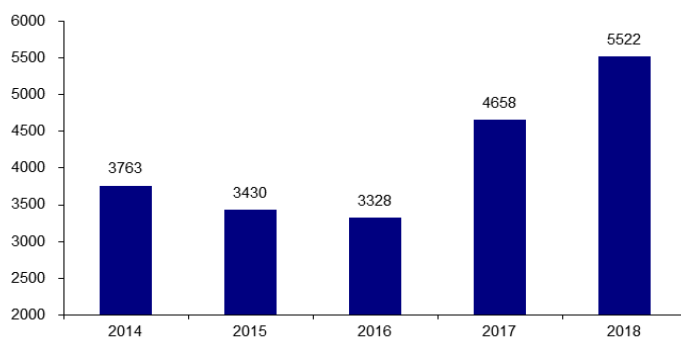
图4 公司铜合金业务与行业比较



资料来源: Wind, 海通证券研究所

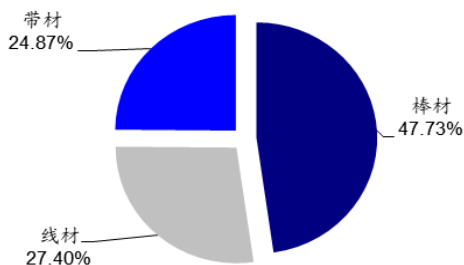
注: 铜加工行业公司包括楚江新材、海亮股份、梦舟股份、电工合金、精艺股份、铜陵有色、博威合金

图5 博威合金 2014~2018 铜合金吨毛利情况 (万元)



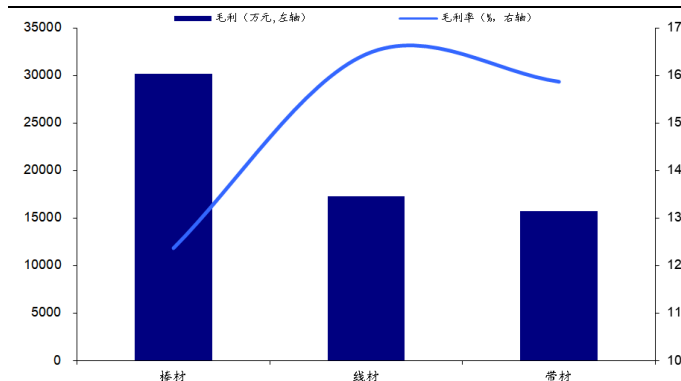
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图6 博威合金 2018 年各类铜材毛利占比



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图7 博威合金 2018 年各类铜材毛利&毛利率

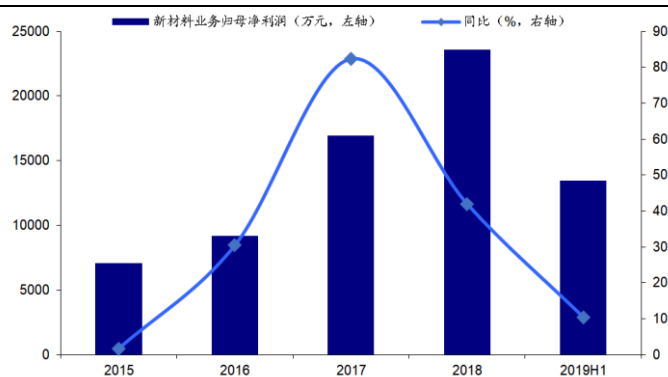


资料来源: Wind, 海通证券研究所

整体看, 公司新材料业务归母净利润从 2015 年的 7050.23 万元增加到 2018 年的 2.36 亿元, 年复合增长率达到 49.58%。其中专注于板带材业务的子公司博威合金板带更是实现净利润从 2016 年的 1222.67 万元到 2018 年的 7360.26 万元, 年复合增速高达

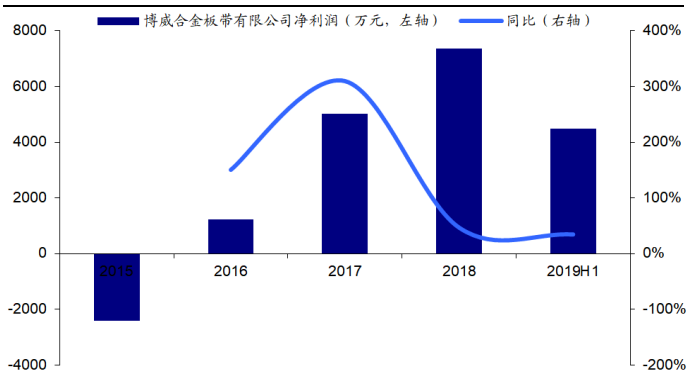
145%。

图8 博威合金 2014~2019H1 新材料业务业绩情况



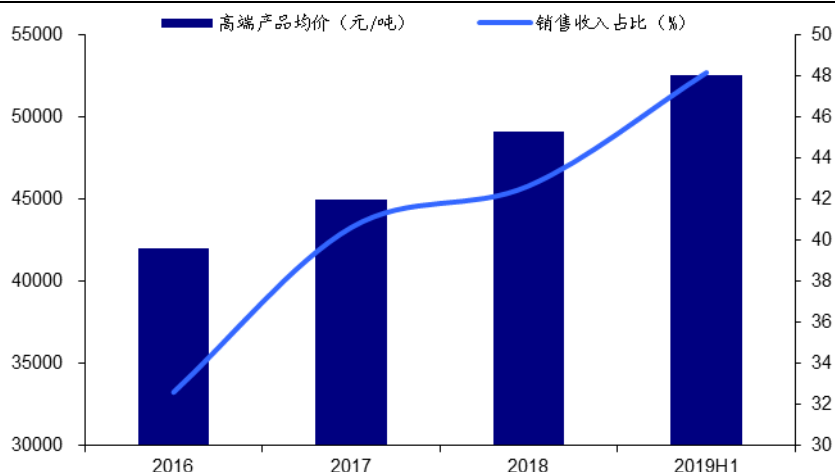
资料来源：Wind，海通证券研究所

图9 博威合金 2015~2019H1 板带子公司业绩情况



资料来源：Wind，海通证券研究所

图10 板带产品高端比例逐渐加大



资料来源：公司公告《博威合金公开发行可转换公司债券申请文件反馈意见的回复说明（修订稿）》，海通证券研究所

2019年上半年公司在收购博德高科并表以后，继续维持净利润增长态势。2019前三季度实现营收52.87亿元，同比减少2.81%；归属母公司净利润3.29亿元，同比增长7.82%。公司披露2019年业绩预告，预计全年实现归母净利润4.3~4.7亿元，追溯调整后同增8.43%~18.52%，扣非净利润同比增加10.66%~25.82%。公司全年业绩的持续增长主要得益于应用在5G散热材料（均温板等）、半导体芯片引线框架、高速连接器、板对板连接器等高成长行业的高性能合金带材产品增长态势良好。

2. 国内铜合金“大而不强”，公司自主研发实现进口替代

我国2018年铜材产量已达1715.50万吨，但我们认为大而不强，普通产品产能过剩，高端产品依赖进口是目前铜加工行业的现状。根据上海有色网资料显示，像新一代大规模集成电路高密度引线框架和高端电子元器件精密接插件制造用Cu-Ni(-Co)-Si、Cu-Cr-Zr等材料目前主要依靠进口。

图11 铜合金板带材产销量情况（万吨）



资料来源：彭丽军《电连接器用高性能铜合金材料体系化研究》，海通证券研究所

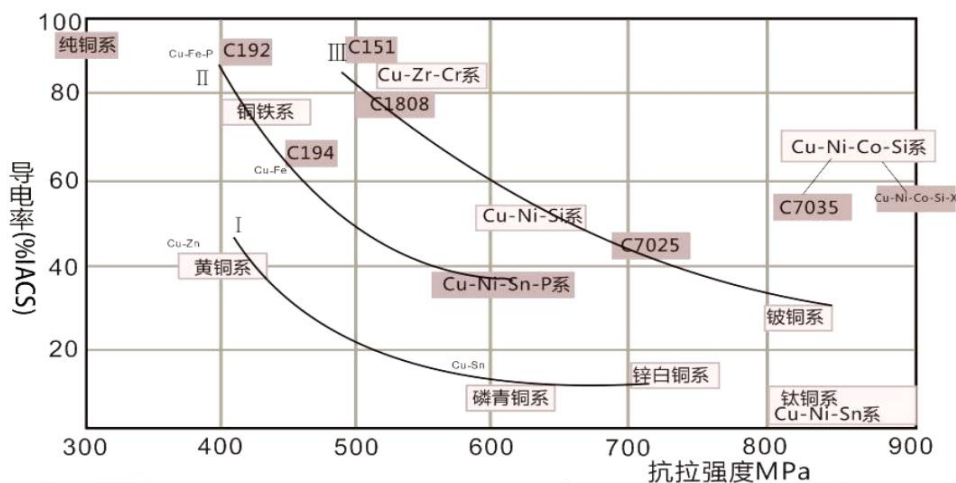
图12 铜合金板带材进出口情况（万吨）



资料来源：彭丽军《电连接器用高性能铜合金材料体系化研究》，海通证券研究所

高端铜合金的壁垒在于强度和导电率难以兼得。纯铜的导电率最高但强度太差，铜合金中添加锌、铝、锡、锰、镍等元素固溶强化提高强度之同时，一般都会降低导电率。

图13 铜合金抗拉强度-导电率关系



资料来源：《接触件铜材应用的基础技术研究》杨奋为，海通证券研究所

按照高强度&高导电性的侧重不同以及加工的难易程度，目前铜合金产品大致分为泛用合金、中高强度合金、中强度高导合金以及高强易成型加工合金几个类别。博威合金通过30多年的技术积淀，已成功自主研发或加以改良适用不同应用场景的铜合金牌号，甚至在高端领域成功实现进口替代。（本章节内容主要参考彭丽军《电连接器用高性能铜合金材料体系化研究》和杨奋为《接触件铜材应用的基础技术研究》）。

图14 铜合金带材分类



资料来源：彭丽军《电连接器用高性能铜合金材料体系化研究》，海通证券研究所

2.1 PW33520：成功替代应用最广的电连接器材料锡磷青铜

中高强度铜合金锡磷青铜的典型牌号 C5191 合金，是应用最广的电连接器材料，每年市场需求量约 20 万吨。但锡元素的添加导致其成本较高，且本身作为电子元器件材料导电性也不理想。国内已经研发出性价比更高的替代品，像宁波兴业的 XYK-6 和博威合金的 PW33520。其中博威合金研发的 PW33520 在锡含量降低的基础上，可以做到合金屈服强度 570Mpa、导电率 34%，是原 C5191 两倍，能满足高传输、低温升要求。根据大比特网报道，该产品今年也亮相上海慕尼黑电子展。我们认为博威合金的 PW33520 本身具有稳定较为庞大的市场需求基础，且具有较 C5191 更高的性价比。同时我们认为随着材料的逐渐推广将持续增厚公司业绩。

2.2 高导电方向铜合金 C18150：应用实例包括新能源汽车连接器、TYPE-C 公端端子

博威合金在单价更高的中高强度高导电率铜合金领域也已经实现了突破。高导铜合金板带一般要求屈服强度 500MPa 以上，导电率 80%IACS 左右。符合这一标准的铜合金牌号最典型的就是博威合金自主研发的高强高导铜铬锆合金板带 C18150，其抗拉强度上限达 550MPa 以上，导电率超过 80%。被用于电子电线连接器、端子、继电器及大规模集成电路引线框架等。

我们认为高导电性的应用场景将越来越普及。目前可以看到的主要是新能源汽车连接器和 USBTYPE-C 等大电流连接场合。其中 USBTYPE-C 公端端子原选用导电率 12% 的 C52100 锡磷青铜，改用导电率 65% 的高导电铜镍硅合金可抑制发热和温升。不像 PW33250 的应用场景已经很广泛，我们认为新能源汽车和 TYPE-C 仍有较大的渗透率提高的空间。

2.3 平衡方向铜合金 PW49700：解决手机快速散热

根据大比特网报道，博威合金研发的 PW49700 高耐久平衡性合金，在保持 650MPa 屈服强度的同时具有 65%IACS 的导电率，表现出极好的平衡性。这一款材料的开发主要可以解决手机快速散热的问题，这一需求会在后面详细论述。

2.4 高强度方向铜合金 PW47100：VCM 弹片、耳机弹片、SIM 卡连接器等

更高强度、单价更高的铜合金市场博威合金也已经涉及，主要应用领域是信号连接部分，如 VCM 弹片、耳机弹片、SIM 卡连接器等。这些领域对材料机械强度和折弯工艺成形性能要求很严苛。根据大比特网资讯，博威合金研发的 PW47100(具有 35%IACS 导电率的同时保持超高强度(1000MPa)，抗热应松弛性能可匹配更严苛环境的弹性需求，同时具有极高寿命)。

表 1 博威合金研发产品性能及应用领域汇总

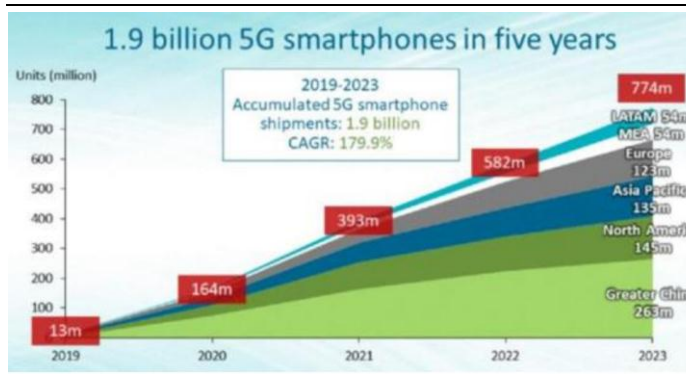
合金系列名称	性能优势	应用场景
PW33520	屈服强度 570Mpa、导电率 34%，是原 C5191 两倍，能满足高传输、低温升要求	性价比更高可以替代应用最广的电连接器材料 C5191（每年市场需求量约 20 万吨）
C18150	抗拉强度上限达 550MPa 以上，导电率 80%左右	新能源汽车连接器、TYPE-C 公端端子
PW49700	保持 650MPa 屈服强度的同时具有 65%IACS 的导电率，表现出极好的平衡性	解决手机快速散热
PW47100	35%IACS 导电率的同时保持超高强度(1000MPa)	主要应用信号连接部分，如 VCM 弹片、耳机弹片、SIM 卡连接器等

资料来源：彭丽军《电连接器用高性能铜合金材料体系化研究》，杨奋为《接触件铜材应用的基础技术研究》，大比特网，公司官网，海通证券研究所整理

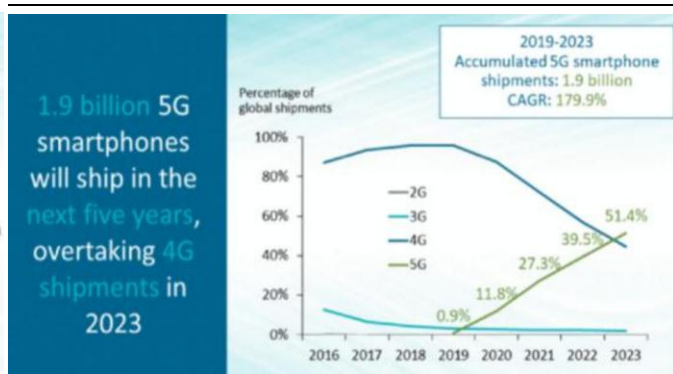
3. 时势造英雄：高端产品乘 5G+国产替代东风

3.1 5G 时代散热需求倍增

新一轮智能手机换机潮 2020 年有望正式开启。参考海通电子组年度策略报告《电子行业-增量 5G 驱动成长，存量芯片国产替代》观点，2019 年是 5G 手机元年。根据 WCCFTECH 援引 Canalys 预测，2019 年 5G 手机销量仅 1300 万部左右，2020 年 5G 手机出货将达到 1.64 亿部，到 2023 年 5G 手机销量将超过 4G 手机，智能机市场占有率达到 51.4%，销量 7.74 亿部。其中中国销售 2.63 亿部，占 33.98%；美国销售 1.45 亿部，占 18.73%。2019~2023 年 5G 手机累计出货量将达到 19 亿部。我们认为 2020 年 5G 手机将带动新一轮手机换机潮正式开启。

图15 2019-2023 年 5G 手机出货量展望


资料来源：WCCFTECH 援引 Canalys，海通证券研究所

图16 2019-2023 年 5G 手机出货量占比展望


资料来源：WCCFTECH 援引 Canalys，海通证券研究所

5G 时代散热需求倍增。参照集微网报导，随着 5G 通信网络的发展，5G 智能手机正朝着轻薄化、智能化和多功能化等方向发展，设备的高集成度对手机材料的散热处理技术提出了更高的性能要求和挑战。由于 5G 手机功耗较 4G 手机增加 2 倍以上，在 5G 时代，手机散热的问题依然是行业解决的难点。近几年，手机的散热技术也在不断更新与迭代，从石墨散热、金属背板、边框散热、导热凝胶散热到热管散热，再到均温板散热等等。在当前 5G 手机的不同散热方案中，均温板作为未来解决手机散热问题的新型方式，已逐步成为 5G 商用时代的主力产品。根据东莞捷诚石墨制品有限公司官网显示，

华为、vivo 等厂商均采用石墨烯膜加均温板的方式进行手机散热。

从 Counterpoint 统计的最新的全球手机出货量来看，2019 年第三季度整体智能手机市场共计出货 3.8 亿台，同比去年微增 0.05%。三星、华为、苹果、OPPO、小米分列前五名。其中三星、华为同比去年实现逆势增长，增速分别为 8.44% 和 28.46%。目前已使用均温板的华为和 vivo 两家合计占有 2019Q3 手机销量市场份额的 25.4%。随着华为手机份额的不断扩大以及其他手机厂商陆续使用均温板散热技术，我们认为这一技术路径前景需求广阔。

表 2 全球手机厂商市场份额情况

手机厂商	2019Q3 销量 (百万台)	2019Q3 市场 份额	2018Q3 销量 (百万台)	2018Q3 市场 份额	销量同比变化
Samsung	78.4	20.6%	72.3	19.0%	8.44%
Huawei	66.8	17.6%	52.0	13.7%	28.46%
Apple	44.8	11.8%	46.9	12.3%	-4.48%
OPPO	32.7	8.6%	33.9	8.9%	-3.54%
Xiaomi	31.7	8.3%	33.3	8.8%	-4.80%
Vivo	29.5	7.8%	30.5	8.0%	-3.28%
Realme	10.2	2.7%	1.3	0.3%	684.62%
Motorola	10	2.6%	11.5	3.0%	-13.04%
LG	7.7	2.0%	10.5	2.8%	-26.67%
Tecno	5	1.3%	4.6	1.2%	8.70%
其他	63.2	16.6%	83.1	21.9%	-23.95%
合计	380.0	100.0%	379.8	100.0%	0.05%

资料来源：Counterpoint，海通证券研究所整理

我们认为随着华为等国产手机份额逐渐提高，国产化进程的加速对像高端铜合金领域的进口替代提出更为迫切的要求，我们认为利好博威合金这样可以做到进口替代的高端材料制造厂商。

3.2 博威合金：VC 液冷散热材料已应用于主流 5G 手机

博威合金自主研发的诸多性能优良的合金在 5G 的大时代背景下得以大放异彩，做到率先布局：根据大比特网资讯，如高强度、高导电铜合金 PW160 系列材料的开发，可以满足 5G 手机大电流快速充电接口的应用需求；以及 PW49700 合金的开发，目的是解决手机快速散热的问题。11 月 7 日公司在上证 e 互动中披露，VC 液冷散热材料对材料焊接、加工成型性能要求确实极高，以上要求在过去的两年中已经成功解决，已经在主流 5G 手机上得以量产并应用。总之，我们认为 5G 通信技术的来临，将给博威带来重大的发展机会。

4. 募投项目进展顺利，有望实现量价齐升

4.1 5 万吨带材项目稳步推进，满足高端需求

2019 年 6 月公司公告发行可转债预案，拟募集资金不超过 12 亿元（项目投资规划总额 14.91 亿元），建设年产 5 万吨特殊合金带材项目。建设周期计划 30 个月，预计 2021 年完成设备安装调试与试生产。项目达产后预计年实现营业收入 29.02 亿元，税后利润 2.78 亿元，极大增厚了公司的盈利能力。

产品主要用于连接器、引线框架、屏蔽罩等，满足 5G 通讯等领域对高端特殊合金带材的需求。从产品价格看，公司预计超高强特殊合金单价可以卖到 6.67 万元/吨，高于目前的高端产品和普通产品 5.26 万元/吨和 4.37 万元/吨的价格。公司在扩大带材产能规模的同时，进一步优化了产品结构，实现量价齐升。

表 3 5 万吨带材项目产品情况

产品名称	销售量 (吨)	单价(万元/吨)	收入(万元)	产品特点	应用领域
超高强特殊合金	9300	6.67	62000	导电率约 10 - 45%IACS, 屈服强度 800 - 1300Mpa, 无铍环保	微型智能摄像头、微动开关、智能无人机、智能手机存储连接器
超高导电特殊合金	14100	5.73	80744	导电率 78 - 95%IACS, 抗拉强度 430 - 650Mpa, 软化温度 > 500℃	新能源汽车高压大电流接口、5G 大数据处理器接口、智能终端设备新一代标准化快速传输接口、大功率大电流继电器、IC 芯片超大规模集成电路引线框架
高弹超细晶合金	15300	5.47	83692	强度 400 - 1100Mpa 耐, 弹性极	智能终端及通信工程用精密弹性接插件
电磁屏蔽特殊合金	11300	5.64	63744	超薄厚度 0.03-0.08mm, 屈服强度 ≥ 850MPa	智能终端设备及通信工程防电磁场信号干扰用屏蔽罩
合计	50000	-	290179	-	-

资料来源：公司公告《博威合金公开发行可转换公司债券申请文件反馈意见的回复说明（修订稿）》，海通证券研究所

4.2 收购博德高科，业绩大幅增长

公司在注重研发内生增长的同时，也积极通过并购等方式整合海外优质同业公司。博德高科是一家致力于研发生产高精度精密细丝的企业。主要产品包括精密切割丝、精密电子线、焊丝等。产品广泛应用于全球航空航天、智能制造、医疗器械等领域。2019 年 4 月公司公告以 50%现金和 50%发行股份方式收购博德高科 100%股权，支付对价 9.9 亿元。

2019 年上半年博德高科精密细丝业务实现营收 6.23 亿元，同比增长 13.28%，净利润约 4438 万元，同比增长 55.24%。2019-2022 年博德高科业绩承诺扣非归母净利润分别不得低于人民币 7800 万元、9000 万元、10600 万元、13120 万元。我们认为可以持续增厚上市公司业绩。

5. 盈利预测与估值

我们认为公司的核心看点如下：博威合金通过 30 余年高端铜合金技术积淀，技术水平领跑国内，做到高端领域的率先布局。同时 5G 大电流、高功耗散热等高端需求兴起——贸易摩擦等外界环境等主客观因素致使国内高端产品的进口替代进程加速。同时博威合金积极打开市场，1.8 万吨项目达产、5 万吨高端板带材项目预计在 2021 年 3 月设备调试安装完毕并试生产，产品结构进一步优化实现量价齐升。最后我们认为公司作为 5G 通讯领域低估值个股受益业绩释放有望重估。我们预计公司 2019-2021 年归母净利 4.51、5.12、6.18 亿元，其中新材料业务（包括博德高科）归母净利分别为 3.79、4.40、5.46 亿元。参考可比公司估值给予公司新材料业务 2020 年 22-23 倍 PE，新能源业务归母净利维持不变每年均为 0.72 亿元，给予 2020 年 16-17 倍 PE，对应合理价值区间 15.92-16.45 元，给予“优于大市”评级。

表 4 博威合金分业务盈利预测 (百万元)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
铜合金					
销售收入	4160	4479	4703	5173	5691
销售成本	3630	3847	4021	4382	4777
毛利	530	632	683	791	914
毛利率	12.74%	14.11%	14.51%	15.29%	16.06%
精密细丝					
销售收入			1308	1504	1804
销售成本			1019	1172	1406
毛利			289	332	398
毛利率			22.07%	22.07%	22.07%
新能源					
销售收入	1518	1514	1050	1050	1050
销售成本	1256	1314	881	881	881
毛利	263	200	169	169	169
毛利率	17.31%	13.23%	16.12%	16.12%	16.12%
其他业务					
销售收入	79	71	49	54	59
销售成本	76	43	27	30	32
毛利	3	29	22	24	27
毛利率	3.90%	40.28%	45.27%	45.27%	45.27%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 5 可比公司估值表 (新材料业务)

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PS (倍)	PB (倍)
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2020E	2020E
002203	海亮股份	190.72	0.58	0.7	0.85	16.84	13.96	11.49	0.36	1.82
002171	楚江新材	93.62	0.39	0.46	0.55	18.00	15.26	12.76	0.52	1.57
000630	铜陵有色	232.64	0.08	0.09	0.1	27.62	24.56	22.10	0.26	1.21
300684	中石科技	75.34	0.61	0.95	1.28	49.00	31.46	23.35	5.72	6.79
均值						27.87	21.31	17.43	1.71	2.85

注: 收盘价为 2019 年 1 月 23 日价格, EPS 为 Wind 一致预期

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 6 可比公司估值表 (新能源业务)

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PS (倍)	PB (倍)
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2020E	2020E
601012	隆基股份	1095.77	1.30	1.67	2.03	22.35	17.40	14.32	2.36	3.64
600438	通威股份	525.70	0.76	0.99	1.22	17.82	13.68	11.10	1.17	2.55
均值						20.08	15.54	12.71	1.77	3.09

注: 收盘价为 2019 年 1 月 23 日价格, EPS 为 Wind 一致预期

资料来源: Wind, 海通证券研究所

6. 风险提示

5G 带来的高端合金需求不及预期。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (元)					营业总收入	6065	7110	7781	8605
每股收益	0.50	0.66	0.75	0.90	营业成本	5204	5947	6464	7096
每股净资产	5.13	5.85	6.60	7.51	毛利率%	14.2%	16.4%	16.9%	17.5%
每股经营现金流	1.01	0.96	0.94	1.13	营业税金及附加	14	15	17	19
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
价值评估 (倍)					营业费用	142	249	272	301
P/E	13.69	14.78	13.02	10.77	营业费用率%	2.3%	3.5%	3.5%	3.5%
P/B	1.33	1.66	1.47	1.30	管理费用	156	249	265	284
P/S	1.01	0.94	0.86	0.77	管理费用率%	2.6%	3.5%	3.4%	3.3%
EV/EBITDA	7.96	13.30	11.71	9.70	EBIT	400	499	581	709
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	29	32	42	52
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.5%	0.5%	0.5%	0.6%
毛利率	14.2%	16.4%	16.9%	17.5%	资产减值损失	2	0	0	0
净利润率	5.6%	6.3%	6.6%	7.2%	投资收益	1	3	3	3
净资产收益率	9.7%	11.2%	11.3%	12.0%	营业利润	388	494	568	687
资产回报率	6.3%	7.4%	7.4%	8.1%	营业外收支	-4	2	-1	0
投资回报率	9.3%	10.4%	10.4%	11.2%	利润总额	385	496	567	687
盈利增长 (%)					EBITDA	577	530	617	748
营业收入增长率	5.3%	17.2%	9.4%	10.6%	所得税	44	41	50	62
EBIT 增长率	8.3%	24.5%	16.6%	21.9%	有效所得税率%	11.3%	8.2%	8.9%	9.1%
净利润增长率	11.6%	32.1%	13.5%	20.8%	少数股东损益	0	5	5	6
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	341	451	512	618
资产负债率	35.0%	34.3%	34.3%	32.6%					
流动比率	1.6	1.6	1.5	1.6	资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
速动比率	0.9	0.9	0.8	0.8	货币资金	712	712	713	715
现金比率	0.4	0.4	0.4	0.3	应收账款及应收票据	657	712	816	900
经营效率指标					存货	1105	1212	1351	1473
应收账款周转天数	41.1	36.6	38.3	38.2	其它流动资产	162	196	205	224
存货周转天数	77.1	74.4	76.3	75.8	流动资产合计	2636	2832	3085	3312
总资产周转率	1.2	1.2	1.2	1.2	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	3.3	3.9	3.9	3.9	固定资产	1718	1913	2105	2274
					在建工程	606	800	1014	1237
					无形资产	216	338	471	604
					非流动资产合计	2762	3272	3812	4336
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	资产总计	5398	6104	6897	7648
净利润	341	451	512	618	短期借款	880	897	1022	1011
少数股东损益	0	5	5	6	应付票据及应付账款	508	659	734	797
非现金支出	179	31	35	40	预收账款	33	50	53	57
非经营收益	29	28	40	49	其它流动负债	203	171	195	215
营运资金变动	145	140	49	63	流动负债合计	1624	1777	2004	2080
经营活动现金流	694	654	642	776	长期借款	111	161	211	261
资产	-526	-539	-576	-564	其它长期负债	153	153	153	153
投资	-40	0	0	0	非流动负债合计	264	314	364	414
其他	0	-197	-197	-197	负债总计	1889	2092	2368	2495
投资活动现金流	-566	-737	-773	-761	实收资本	627	685	685	685
债权募资	272	17	125	39	普通股股东权益	3509	4008	4519	5137
股权募资	0	57	0	0	少数股东权益	0	5	10	16
其他	-234	8	8	-52	负债和所有者权益合计	5398	6104	6897	7648
融资活动现金流	37	83	133	-13					
现金净流量	165	0	1	2					

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 01 月 23 日

资料来源：公司年报 (2018)，海通证券研究所

信息披露

分析师声明

施毅 有色金属行业
刘彦奇 钢铁行业
陈晓航 有色金属行业
周慧琳 钢铁行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：久立特材,方大特钢,赣锋锂业,新钢股份,雅化集团,万顺新材,华菱钢铁,海亮股份,紫金矿业,横店东磁,永兴材料,锡业股份,宝钢股份,天齐锂业,驰宏锌锗,太钢不锈,四通新材,金诚信,南钢股份,菲利华,深圳新星,洛阳钼业,盛达资源,中矿资源

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准:	类别	评级	说明
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准:	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
A 股市场以海通综指为基准;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。		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长

(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长

(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜超 副所长

(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓勇 副所长

(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长

(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理

(021)23219747 tll5535@htsec.com

宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
于博(021)23219820 yb9744@htsec.com
李金柳(021)23219885 lj11087@htsec.com
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com
联系人
应镓娴(021)23219394 yjx12725@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
梁镇(021)23219449 lz11936@htsec.com
联系人
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
陈瑶(021)23219645 chenya@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com

固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜珊珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
李波(021)23154484 lb11789@htsec.com
联系人
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
钟青(010)56760096 zq10540@htsec.com
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com
姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
周旭辉 zxh12382@htsec.com
张向伟(021)23154141 zwx10402@htsec.com
李姝醒 lsx11330@htsec.com
曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com
李凡 lf12596@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com
吴信坤 021-23154147 wxk12750@htsec.com

中小市值团队

张宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com
联系人
王园沁 02123154123 wyq12745@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
联系人
张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
联系人
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
朱赵明(010)56760092 zzm12569@htsec.com
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com

汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
联系人
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com
郑蕾 075523617756 zl12742@htsec.com
房乔华 0755-23617756 fqh12888@htsec.com

公用事业

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
傅逸帆(021)23154398 ftf11758@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com

互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com
联系人
郑景毅 zjy12711@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com
杨凡(021)23219812 yf11127@htsec.com

电子行业		煤炭行业		电力设备及新能源行业	
陈 平(021)23219646	cp9808@htsec.com	李 淼(010)58067998	lm10779@htsec.com	张一弛(021)23219402	zyc9637@htsec.com
尹 岑(021)23154119	yl11569@htsec.com	戴元灿(021)23154146	dyc10422@htsec.com	房 青(021)23219692	fangq@htsec.com
谢 磊(021)23212214	xl10881@htsec.com	吴 杰(021)23154113	wj10521@htsec.com	曾 彪(021)23154148	zb10242@htsec.com
蒋 俊(021)23154170	jj11200@htsec.com	联系人		徐柏乔(021)23219171	xbq6583@htsec.com
联系人		王 涛(021)23219760	wt12363@htsec.com	陈佳彬(021)23154513	cjb11782@htsec.com
肖隽翀 021-23154139	xjc12802@htsec.com				
基础化工行业		计算机行业		通信行业	
刘 威(0755)82764281	lw10053@htsec.com	郑宏达(021)23219392	zhd10834@htsec.com	朱劲松(010)50949926	zjs10213@htsec.com
刘海荣(021)23154130	lhr10342@htsec.com	杨 林(021)23154174	yl11036@htsec.com	余伟民(010)50949926	ywm11574@htsec.com
张翠翠(021)23214397	zcc11726@htsec.com	于成龙 ycl12224@htsec.com		张峰青(021)23219383	zzq11650@htsec.com
孙维容(021)23219431	swr12178@htsec.com	黄竞晶(021)23154131	hjj10361@htsec.com	张 戈 01050949962	zy12258@htsec.com
李 智(021)23219392	lz11785@htsec.com	洪 琳(021)23154137	hl11570@htsec.com	联系人	
				杨彤昕 010-56760095	ytx12741@htsec.com
非银行金融行业		交通运输行业		纺织服装行业	
孙 婷(010)50949926	st9998@htsec.com	虞 楠(021)23219382	yun@htsec.com	梁 希(021)23219407	lx11040@htsec.com
何 婷(021)23219634	ht10515@htsec.com	罗月江 (010) 56760091	lj12399@htsec.com	盛 开(021)23154510	sk11787@htsec.com
李芳洲(021)23154127	lfz11585@htsec.com	李 轩(021)23154652	lx12671@htsec.com	联系人	
联系人		李 丹(021)23154401	ld11766@htsec.com	刘 溢(021)23219748	ly12337@htsec.com
任广博(010)56760090	rgb12695@htsec.com				
建筑建材行业		机械行业		钢铁行业	
冯晨阳(021)23212081	fcy10886@htsec.com	余炜超(021)23219816	swc11480@htsec.com	刘彦奇(021)23219391	liuyq@htsec.com
潘莹练(021)23154122	pyl10297@htsec.com	耿 耘(021)23219814	gy10234@htsec.com	周慧琳(021)23154399	zhl11756@htsec.com
申 浩(021)23154114	sh12219@htsec.com	杨 震(021)23154124	yz10334@htsec.com		
杜市伟(0755)82945368	dsw11227@htsec.com	周 丹 zd12213@htsec.com			
联系人		联系人			
颜慧菁 yhj12866@htsec.com		吉 晟(021)23154145	js12801@htsec.com		
建筑工程行业		农林牧渔行业		食品饮料行业	
张欣劼 zxx12156@htsec.com		丁 频(021)23219405	dingpin@htsec.com	闻宏伟(010)58067941	whw9587@htsec.com
李富华(021)23154134	lfh12225@htsec.com	陈雪丽(021)23219164	cxl9730@htsec.com	唐 宇(021)23219389	ty11049@htsec.com
杜市伟(0755)82945368	dsw11227@htsec.com	陈 阳(021)23212041	cy10867@htsec.com	联系人	
		联系人		程碧升(021)23154171	cbs10969@htsec.com
		孟亚琦(021)23154396	myq12354@htsec.com	颜慧菁 yhj12866@htsec.com	
军工行业		银行行业		社会服务行业	
张恒昭 zhx10170@htsec.com		孙 婷(010)50949926	st9998@htsec.com	汪立亭(021)23219399	wanglt@htsec.com
联系人		解巍巍 xww12276@htsec.com		陈扬扬(021)23219671	cyy10636@htsec.com
张宇轩(021)23154172	zyx11631@htsec.com	林加力(021)23154395	lj12245@htsec.com	许樱之 xyz11630@htsec.com	
		谭敏沂(0755)82900489	tmy10908@htsec.com		
家电行业		造纸轻工行业			
陈子仪(021)23219244	chenzy@htsec.com	衣桢永(021)23212208	zy12003@htsec.com		
李 阳(021)23154382	ly11194@htsec.com	赵 洋(021)23154126	zy10340@htsec.com		
朱默辰(021)23154383	zmc11316@htsec.com				
刘 璐(021)23214390	ll11838@htsec.com				

研究所销售团队

深广地区销售团队		上海地区销售团队		北京地区销售团队	
蔡铁清(0755)82775962	ctq5979@htsec.com	胡雪梅(021)23219385	huxm@htsec.com	殷怡琦(010)58067988	yyq9989@htsec.com
伏财勇(0755)23607963	fcy7498@htsec.com	朱 健(021)23219592	zhuj@htsec.com	郭 楠 010-5806 7936	gn12384@htsec.com
辜丽娟(0755)83253022	gulj@htsec.com	李唯佳(021)23219384	ljw@htsec.com	张丽莹(010)58067931	zlx11191@htsec.com
刘晶晶(0755)83255933	liujj4900@htsec.com	黄 毓(021)23219410	huangyu@htsec.com	杨羽莎(010)58067977	yys10962@htsec.com
饶 伟(0755)82775282	rw10588@htsec.com	漆冠男(021)23219281	qgn10768@htsec.com	何 嘉(010)58067929	hj12311@htsec.com
欧阳梦楚(0755)23617160		胡宇欣(021)23154192	hyx10493@htsec.com	李 婕 lj12330@htsec.com	
oymc11039@htsec.com		黄 诚(021)23219397	hc10482@htsec.com	欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com	
巩柏舍 gbh11537@htsec.com		毛文英(021)23219373	mwy10474@htsec.com	郭金珪(010)58067851	gjy12727@htsec.com
		马晓男 mxn11376@htsec.com			
		杨祎昕(021)23212268	yyx10310@htsec.com		
		张思宇 zsy11797@htsec.com			
		王朝领 wcl11854@htsec.com			
		邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com			
		李 寅 021-23219691 ly12488@htsec.com			

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：（021）23219000
传真：（021）23219392
网址：www.htsec.com