

中信证券研究部

核心观点


李超

有色分析师

S1010520010001


袁健聪

首席新材料分析师

S1010517080005


商力

有色分析师

S1010520020002

公司拟在越南投资设立全资子公司并建设年产 3.18 万吨特种合金棒、线和 2 万吨特种合金带材生产线。此举有望满足东南亚市场不断增加的有色金属材料需求，为客户提供高效的服务。凭借越南市场劳动力、能源及产业政策等优势，公司有望顺利进行全球布局，提升国际市场的核心竞争力和市场占有率。年产 5 万吨可转债建设项目叠加此次年产 5.18 万吨越南项目，有望为公司未来业绩增长提供持续动力。给予公司 2020 年目标价 17.8 元，维持“买入”评级。

■ **拟在越南投资设立子公司，建设年产合计 5.18 万吨特种合金棒线、带材产能。**公司公告拟以自筹资金 5000 万美元在越南投资设立全资子公司博威合金（越南）有限公司（拟定名），子公司经营范围为有色特种合金材料、高温超导材料、精密细丝、电子线、金属制品的设计、开发、制造、加工、销售，自营或代理货物和技术的进出口。同时计划依托越南子公司建设年产 3.18 万吨特种合金棒、线和 2 万吨特种合金带材生产线，项目建设周期为 24 个月。

■ **越南项目有望拓宽国际市场，提升公司核心竞争力。**随着东盟十国经济的快速发展，东南亚市场对有色金属材料需求不断增加，公司在越南建设生产基地有望满足东南亚市场客户需求、缩短交货期，为客户提供高效的服务。同时越南市场劳动力资源丰富，能源及产业政策优势明显，制造业发展迅猛。公司有望依托越南基地有效地进行全球布局，提升国际市场的核心竞争力，进一步提高海外市场占有率。

■ **公司是国内高性能铜合金龙头，新兴行业发展迅速打开市场空间。**5G 通讯、半导体、新能源汽车等新兴行业均在发生高速技术迭代，对相应合金材料提出更高要求。公司是国内高性能铜合金龙头，自研自产高端产品顺利实现量产和进口替代，为公司带来远高于国内行业平均的毛利水平。可转债项目建设 5 万吨高端铜合金带材产能预计在未来 2 年逐步释放，配合新增 5.18 万吨越南棒线、带材项目，为公司未来业绩增长提供持续动力。

■ **风险因素：**项目不能顺利实施的风险；当地政策、法律、文化环境等风险；下游需求下滑风险。

■ **投资建议：**越南子公司和新增特殊合金产能有望帮助公司拓宽国际市场，进一步提高核心竞争力和全球行业地位。维持公司 2020/21 年归母净利润预测分别为 4.83/6.57 亿元，对应 EPS 分别为 0.71/0.96 元。考虑到公司的龙头地位以及未来几年的高增长性预期，给予公司 2020 年 25 倍 PE 估值，对应目标价为 17.8 元，维持“买入”评级。

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5,757.80	6,064.77	7,131.66	8,208.60	9,724.00
营业收入增长率	36%	5%	18%	15%	18%
净利润(百万元)	305.55	341.05	399.91	483.36	656.67
净利润增长率	67%	12%	17%	21%	36%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.49	0.55	0.58	0.71	0.96
毛利率%	14%	14%	16%	17%	18%
净资产收益率 ROE%	9.20%	9.72%	9.19%	10.21%	12.44%
每股净资产(元)	4.85	5.13	6.36	6.92	7.71
PE	26	23	22	18	13
PB	3	2	2	2	2

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 3 月 26 日收盘价

博威合金	601137
评级	买入（维持）
当前价	12.70 元
目标价	17.8 元
总股本	685 百万股
流通股本	615 百万股
52 周最高/最低价	14.02/7.81 元
近 1 月绝对涨幅	-6.07%
近 6 月绝对涨幅	9.67%
近 12 月绝对涨幅	33.53%

利润表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	5,758	6,065	7,132	8,209	9,724
营业成本	4,962	5,204	5,958	6,831	7,974
毛利率	13.82%	14.19%	16.46%	16.78%	17.99%
营业税金及附加	12	14	14	18	21
销售费用	128	142	250	287	340
营业费用率	2.22%	2.35%	3.50%	3.50%	3.50%
管理费用	286	156	250	287	340
管理费用率	4.96%	2.57%	3.50%	3.50%	3.50%
财务费用	51	29	28	46	70
财务费用率	0.89%	0.48%	0.39%	0.56%	0.72%
投资收益	0	1	0	0	0
营业利润	317	388	451	534	735
营业利润率	5.51%	6.40%	6.32%	6.51%	7.56%
营业外收入	9	2	0	0	0
营业外支出	1	6	0	0	0
利润总额	325	385	451	534	735
所得税	19	44	31	43	65
所得税率	5.88%	11.34%	6.98%	8.07%	8.79%
少数股东损益	0	0	19	8	14
归属于母公司股东的净利润	306	341	400	483	657
净利率	5.31%	5.62%	5.61%	5.89%	6.75%

资产负债表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	500	712	713	821	972
存货	1,092	1,105	1,447	1,538	1,809
应收账款	526	550	679	759	902
其他流动资产	484	269	357	416	451
流动资产	2,603	2,636	3,197	3,534	4,135
固定资产	1,911	1,718	1,905	3,017	3,247
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	118	216	216	216	216
其他长期资产	410	828	828	828	828
非流动资产	2,438	2,762	2,948	4,061	4,290
资产总计	5,041	5,398	6,146	7,595	8,425
短期借款	589	880	754	1,720	1,921
应付账款	511	343	511	580	629
其他流动负债	285	401	243	267	291
流动负债	1,386	1,624	1,508	2,568	2,842
长期借款	151	111	111	111	111
其他长期负债	183	153	153	153	153
非流动性负债	334	264	264	264	264
负债合计	1,720	1,889	1,772	2,832	3,106
股本	627	627	685	685	685
资本公积	1,878	1,878	2,315	2,315	2,315
归属于母公司所有者权益合计	3,321	3,509	4,354	4,736	5,278
少数股东权益	0	0	19	27	41
股东权益合计	3,321	3,509	4,373	4,763	5,319
负债股东权益总计	5,041	5,398	6,146	7,595	8,425

现金流量表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	325	385	451	534	735
所得税支出	-19	-44	-31	-43	-65
折旧和摊销	157	177	0	0	0
营运资金的变化	-122	-11	-554	-135	-377
其他经营现金流	54	188	31	46	70
经营现金流合计	395	694	-103	402	364
资本支出	-652	-526	-187	-1,113	-230
投资收益	0	1	0	0	0
其他投资现金流	497	-41	0	0	0
投资现金流合计	-155	-566	-187	-1,113	-230
发行股票	0	0	0	0	0
负债变化	3,162	6,221	-126	966	201
股息支出	-56	-94	-50	-102	-114
其他融资现金流	-3,104	-6,089	467	-46	-70
融资现金流合计	2	37	291	818	17
现金及现金等价物净增加额	241	165	1	108	152

主要财务指标

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入增长率	35.71%	5.33%	17.59%	15.10%	18.46%
营业利润增长率	60.04%	22.48%	16.12%	18.45%	37.66%
净利润增长率	66.65%	11.62%	17.26%	20.87%	35.85%
毛利率	13.82%	14.19%	16.46%	16.78%	17.99%
EBITDA Margin	8.94%	9.88%	6.44%	6.97%	8.14%
净利率	5.31%	5.62%	5.61%	5.89%	6.75%
净资产收益率	9.20%	9.72%	9.19%	10.21%	12.44%
总资产收益率	6.06%	6.32%	6.51%	6.36%	7.79%
资产负债率	34.12%	34.99%	28.84%	37.29%	36.87%
所得税率	5.88%	11.34%	6.98%	8.07%	8.79%
股利支付率	30.79%	14.71%	25.43%	23.64%	21.26%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		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6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ00001735，作为商人银行的INM00010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信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。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券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有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。