

定位高端的铜合金材生产企业

无评级

博威合金（601137）新股分析报告

风险评级：高风险

投资要点：

2011年1月18日

- ✧ **高端铜合金材需求稳定增长。**铜合金棒材约43%用于水暖卫浴、锁具等五金行业，用于家电行业的消费量约占20%、交通运输行业约占16%、电子通讯及IT行业约占16%。2005-2009年期间，精密铜合金棒和高性能铜合金棒的消费量保持较快增长，复合增长率分别为9.43%和4.93%。
- ✧ **定位高端的铜合金生产企业。**公司是以铜基合金棒线材为主的专业合金材料制造商。形成以精密铜合金棒为主，高强高导铜合金棒、环保铜合金棒及特殊铜合金线为辅的产品架构，公司产品被广泛应用于电子电气、通讯、交通等众多领域。
- ✧ **高端产品占比不断提高，毛利率高于同类企业。**公司走差异化策略，高附加值产品如高导高强铜合金棒、环保铜合金棒和特殊铜合金棒的产量和收入比重不断提高。2008年高导高强铜合金棒、环保铜合金棒和特殊铜合金棒线的产量为6169吨，占比约为16.32%；收入占比约为27.38%。到了2010年，预计这类产品总产量约为9858万吨，占比接近20%；收入占比也提高至34%左右。与国内同类的铜加工企业的毛利率相比，公司的综合毛利率水平显著高于同类企业。
- ✧ **募投项目扩大规模。**IPO募投项目有三个，分别是“无铅黄铜棒项目”、“高精铜板带项目”和“变形锌合金材项目”，设计规模分别为1万吨、2万吨、1.5万吨，共4.5万吨。前两个项目为高端铜合金材料产品，盈利前景乐观；后者为替代材料，具有成本优势。
- ✧ **合理股价区间为21.3-28.4元。**预计公司2010-2012年摊薄后每股收益分别为0.52元、0.71元、1.11元。比较同类公司，我们认为公司合理股价区间为21.3元-28.4元。IPO发行价为27元，已经处于合理股价上限，相对估值较高。我们提示投资者申购须注意风险。

刘卓平

SAC 执业证书编号：

S0340510120003

电话：0769-22119410

邮箱：lzp3@dgzq.com.cn

主要数据

发行价(元)	27.00
申购日期	1.19
发行股份(万股)	5500
IPO后总股本(万股)	21500
发行市盈率(倍)	71.05
申购上限(股)	44000
上限资金(万元)	118.8

公司主要财务指标预测表

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1,170.98	2,014.09	2,457.19	3,636.64
同比%	-22.47	72.00	22.00	48.00
归属母公司净利润(百万元)	93.04	112.21	152.25	237.63
同比%	139.02	20.60	35.69	56.08
毛利率%	12.17	11.55	12.30	12.50
ROE%	41.68	11.45	14.01	18.96
摊薄每股收益(元)	0.58	0.52	0.71	1.11

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

目录

1. 行业背景：高端铜合金材需求稳定增长.....	3
1.1 我国铜加工材快速发展	3
1.2 高端铜合金材需求稳定增长	3
2. 博威合金：定位高端的铜合金材生产企业.....	5
2.1 公司简介	5
2.2 中高端铜合金产品占比不断提高	6
2.3 毛利率高于同类铜加工企业	6
3. 募投项目：扩大产能，提高高端产品比重.....	7
4. 盈利预测与投资建议	7
4.1 盈利预测	7
4.2 合理股价区间：21.3-28.4 元.....	8

插图目录

图 1：中国铜加工材产量快速增长	3
图 2：铜加工材表观消费量快速增长	3
图 3：铜合金分类	4
图 4：铜合金需求结构	4
图 5：精密铜合金棒产量	4
图 6：精密铜合金棒表观消费量	4
图 7：高附加值产品产量	6
图 8：公司收入结构	6
图 9：分类产品吨材毛利	6
图 10：同类公司毛利率比较	6

表格目录

表 1：公司主要产品用途	5
表 2：募投项目	7
表 3：盈利预测假设	7
表 4：公司利润预测表	8
表 5：估值比较	8

1. 行业背景：高端铜合金材需求稳定增长

1.1 我国铜加工材快速发展

铜加工行业属于铜产业链的中间环节，铜加工产品依其含铜量可分为纯铜和铜合金产品。纯铜具有高导电及导热性能、良好的可加工性、令人满意的强度和良好的抗腐蚀性、耐磨性；铜合金是以铜为主要合金元素，加入其他辅助元素熔合而成，使铜的功能和加工性能得以进一步提升，满足不同行业、不同用途和不同性能的产品要求。

铜及铜合金的优良属性使铜加工产品广泛应用于航空航天、军工、通讯、电力、电气、电子、五金、机械制造、家电、汽车等众多领域。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%，而且随着社会科技的进步和各行各业的发展，铜加工行业的发展趋势已由传统的铜加工业务向新型铜合金材料的研发和生产方向转变。

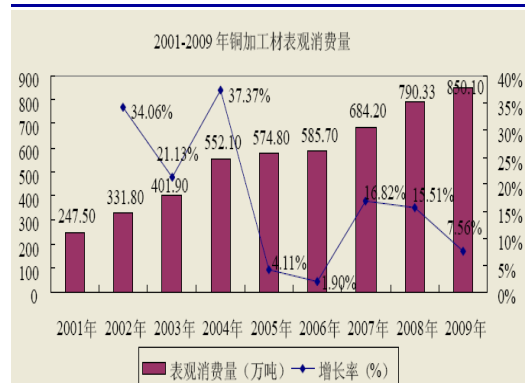
中国铜加工材快速发展，过去的十年间，中国铜加工材由 2001 年的 185.8 万吨增长到 2009 年的 813.2 万吨，复合增长率高达 17.83%。铜加工材占全球的比重也由 2005 年的 32.5% 提升至 2009 年的 49.23%。

图 1：中国铜加工材产量快速增长



资料来源：东莞证券研究所，招股说明书

图 2：铜加工材表观消费量快速增长



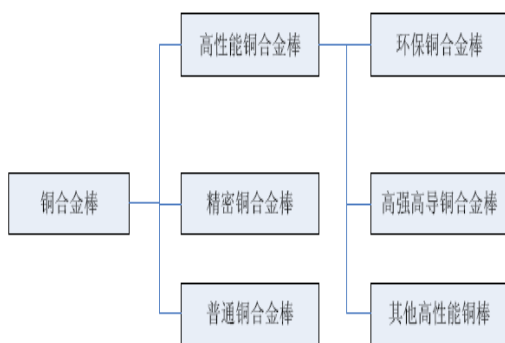
资料来源：东莞证券研究所，招股说明书

1.2 高端铜合金材需求稳定增长

按生产工艺及技术划分，可将铜合金棒分为普通铜合金棒、精密铜合金棒和高性能铜合金棒。精密铜合金棒主要是指在单根棒材甚至一批棒材之间，化学成份、金相组织和机械性能均匀、尺寸精度高、棒形优良、适宜在高速数控车床进行深加工的合金棒；高性能铜合金棒则是指具有高强度、高导电率、高耐磨、环保、节能等特殊性能的合金棒。

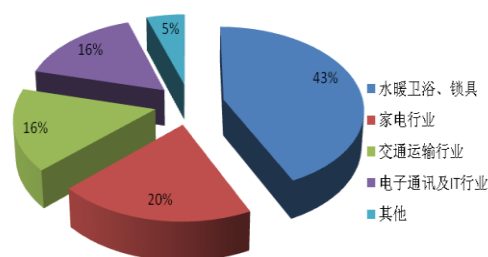
铜合金棒材作为基础工业材料，广泛应用于各行各业。2008 年度国内铜棒材消费中，约 43% 用于水暖卫浴、锁具等五金行业，用于家电行业的消费量约占 20%、交通运输行业约占 16%、电子通讯及 IT 行业约占 16%。

图 3：铜合金分类



资料来源：东莞证券研究所，招股说明书

图 4：铜合金需求结构

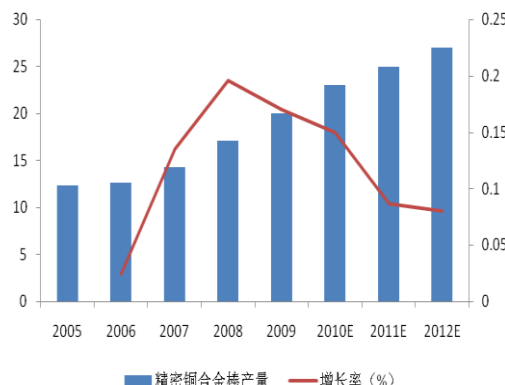


资料来源：东莞证券研究所，招股说明书

我国高端铜合金材需求快速增长，长期处于供不应求的局面。2005-2009 年期间，精密铜合金棒和高性能铜合金棒的消费量保持较快增长，复合增长率分别为 9.43% 和 4.93%，占铜合金棒表观消费量的比重也从 2005 年度的 40.22% 上升到 2008 年度的 50.66%，而同期普通黄铜棒的消费比重则从 59.78% 下降至 49.34%。

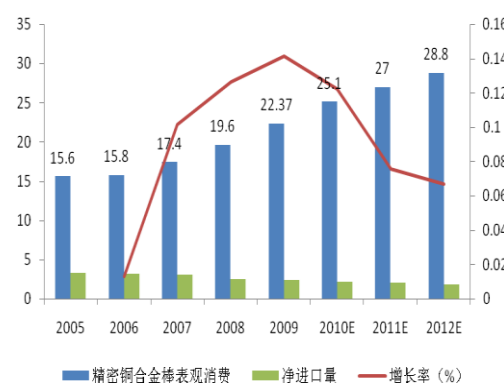
精密铜棒和高性能铜棒长期需要进口，合计占铜棒净进口的比重从 2005 年度的 87.16% 上升到 2008 年度的 90.36%，2009 年度虽然净进口量减少，但比重进一步上升至 91.71%，显示国内高端铜棒材产品的市场竞争力仍有待提高。

图 5：精密铜合金棒产量



资料来源：东莞证券研究所，招股说明书

图 6：精密铜合金棒表观消费量



资料来源：东莞证券研究所，招股说明书

精密铜合金棒以其优良的加工性能，被广泛应用于通讯、军工、交通、电子信息等行业产品的配件加工，是铜棒产品中应用最广泛的一类。安泰科预计，2012 年度中国精密铜合金棒产量将达到 27 万吨，而需求量将达到 28.8 万吨。

而环保铜合金是为了替代铅黄铜而衍生出来的新型合金，符合目前各国的环保标准，目前替代铅黄铜的主要领域集中在饮用水、水暖、卫浴洁具、电子电讯、家电、五金装饰、照像器具、汽车交通等与日常生活密切相关的行业，随着该等行业产品的更新换代，以及各国环保法规更严格的执行，环保铜合金棒的市场前景广阔，其应用领域也在不断拓展。

高强高导铜合金是指具有高强度、高导电性的铜合金，是高端自动化设备的关键部件，随着中国装备制造业、模具行业、电子通讯、电气化轨道交通等高科技行业的发展和国产化率的提高，对基础材料的要求也逐渐提高，国内外市场的

需求潜力很大。安泰科预计未来 1-3 年，国内铬锆铜板、带、棒材年产量将达到 8,500 吨以上，其中铬锆铜棒出口量将达 2,000 吨/年，国际需求量预计达到国内需求量的 8-10 倍。

总之，我们认为高端铜合金材的需求增长较为明确，未来需求复合增长率有望稳定在 10%以上。

2. 博威合金：定位高端的铜合金材生产企业

2.1 公司简介

公司是博威集团下属核心企业，是以铜基合金棒线材为主的专业合金材料制造商。目前已经形成以精密铜合金棒为主，高强高导铜合金棒、环保铜合金棒及特殊铜合金线为辅的产品架构，公司产品被广泛应用于电子电气、通讯、交通等众多领域。

公司研发技术雄厚，在业内率先研发成功环保无铅铜合金棒，打破欧美国家对无铅铜合金领域的技术垄断。公司属于国家级高新技术企业，拥有发明专利 12 项，研发铜合金材料共计 15 种，其中高强高导铜合金新材料成功应用于神舟系列飞船和嫦娥探测器中。

公司在铜合金细分行业的竞争力较强，公司目前拥有年产 4.2 万吨铜合金棒、1.2 万吨铜合金线的生产能力，2009 年生产铜合金棒 3.43 万吨，仅次于金田集团排名国内第二，市占率为 4.97%。

表 1：公司主要产品用途

铜合金产品类别		用途
精密铜合金棒	易切削黄铜	适用于自动车床、数控车床加工产品，如五金件、电气接插件、连接器。
环保铜合金棒	无铅黄铜	广泛应用于国内外各工业部门自动车床和数控车床制作有生态环保和卫生安全要求的电子、电讯、接插件和家电、五金、饮用水工程的零部件。
	卫浴环保黄铜	专用于卫浴水龙头、挂件，充分满足卫浴领域对环保合金产品的需求，是铅黄铜理想替代品。
	无镍白铜棒	眼镜配件、拉链、纽扣、衣物饰品、首饰等，亦可用于金属构件。
高强高导铜合金棒	铬锆铜	广泛用作点焊材料、冶金行业连续结晶器、IC 框架引线材料。
特殊铜合金线		适用于航天航空接插件、仪表游丝、电弧钎焊料；眼镜配件、电子电器元件、工艺饰品、光学仪器、电阻线等。
黄铜替代合金		广泛应用于制笔、接插件、电工、灯具、锁具、电容器、阀门、水暖管接件、卫浴水暖、小五金零配件、汽车、摩托车零配件等。

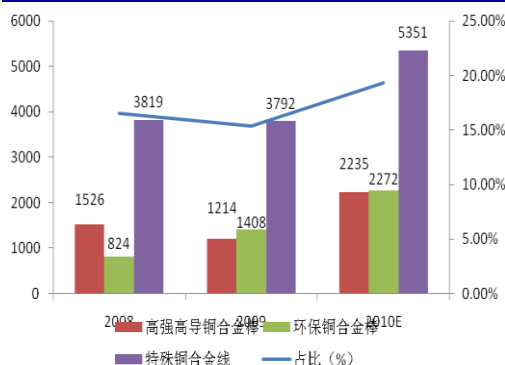
资料来源：东莞证券研究所，公司公告

2.2 中高端铜合金产品占比不断提高

公司主要产品为铜合金棒线，目前已经形成以易切削精密铜合金棒为主、以高强高导铜合金棒、环保铜合金棒以及特殊铜合金线为辅的主要产品架构。

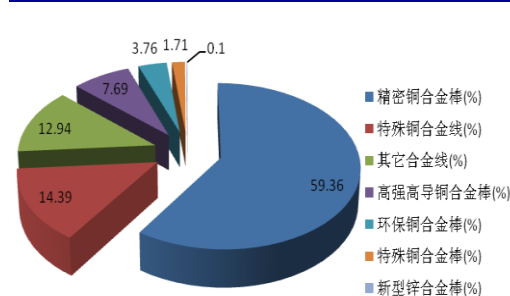
公司走差异化策略，传统的精密铜合金保持稳定，而差异化高附加值产品如高强高导铜合金棒、环保铜合金棒和特殊铜合金棒的产量和收入比重不断提高。2008 年高强高导铜合金棒、环保铜合金棒和特殊铜合金棒线的产量为 6169 吨，占比约为 16.32%；收入占比约为 27.38%。到了 2010 年，预计这类产品总产量约为 9858 万吨，占比接近 20%；收入占比也提高至 34%左右。

图 7：高附加值产品产量



资料来源：东莞证券研究所，公司资料

图 8：公司收入结构



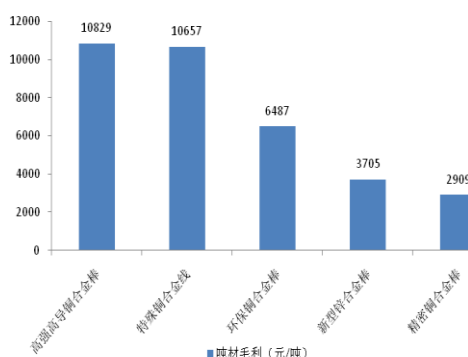
资料来源：东莞证券研究所，wind 资讯

2.3 毛利率高于同类铜加工企业

中高端产品的附加值明显高于普通产品，如 2010 年公司高强高导铜合金棒的吨材毛利高达 10829 元/吨，特殊铜合金线、环保铜合金棒的毛利也分别达到了 10657 元/吨、6487 元/吨，远远高于同期的精密铜合金棒毛利（2909 元/吨）。

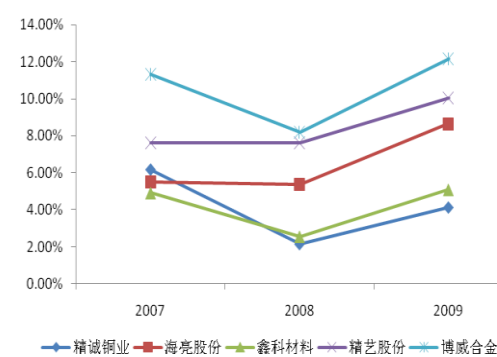
高附加值产品毛利率较高也提升了公司的总体毛利率水平，与国内同类的铜加工企业的毛利率相比，公司的综合毛利率水平显著高于同类企业。

图 9：分类产品吨材毛利



资料来源：东莞证券研究所，公司资料

图 10：同类公司毛利率比较



资料来源：东莞证券研究所，wind 资讯

3. 募投项目：扩大产能，提高高端产品比重

公司 IPO 募投项目有三个，分别是“无铅黄铜棒项目”、“高精铜板带项目”和“变形锌合金材项目”，设计规模分别为 1 万吨、2 万吨、1.5 万吨，共 4.5 万吨。前两个项目为高端铜合金材料产品，盈利前景乐观；后者为替代材料，具有成本优势。

此外，公司还以自有资金加大在精密铜合金棒、其他合金棒和特殊合金棒的产能投入，预计将新增产能约 1.35 万吨。

募投项目和自有项目完成投产后，公司 2013 年总产能将提升至 11.25 万吨，比目前提升 108%；其中高端的高强度高导铜合金棒和环保铜合金棒产能为 3.46 万吨，占比 30.75%。

表 2：募投项目

募投项目	主要产品	新增产能	投资总额
年产 1 万吨无铅易切削黄铜棒线生产线项目	环保铜合金棒	10000	18817
年产 2 万吨高性能高精度铜合金板带生产线项目	高强度高导铜合金棒	20000	40793
年产 1.5 万吨变形锌合金材料生产线项目	变形锌合金材	15000	14528

资料来源：东莞证券研究所，招股说明书

4. 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

我们对公司的盈利预测基于以下假设：

表 3：盈利预测假设

销量-吨	2009A	2010E	2011E	2012E
精密铜合金棒	30753	35000	42000	50000
高强度高导铜合金棒	1214	2200	2300	2800
环保铜合金棒	1408	2200	4500	8500
特殊铜合金线	3792	5100	5300	5500
新型锌合金材	64	105	1300	6000
毛利-元/吨				
精密铜合金棒	1898	2700	2500	2500
高强度高导铜合金棒	14417	9500	9000	9000
环保铜合金棒	5819	6500	6500	6500
特殊铜合金线	9919	10500	10000	10000
新型锌合金材	2396	3500	3500	3500

资料来源：东莞证券研究所，公司公告

基于以上假设，我们预测公司 2010-2012 年收入分别为 20.14 亿元、24.57 亿元、36.37 亿元；预计净利润分别为 112.21 百万、152.25 百万元、237.63 百万元。按照发行后的总股本 21500 万股计算，对应 2010-2012 年每股收益分别为 0.52 元、0.71 元、1.11 元。

表 4：公司利润预测表

科目(百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	1170.98	2014.09	2457.19	3636.64
营业总成本	1094.52	1882.08	2278.07	3357.07
营业成本	1028.50	1781.46	2154.96	3182.06
营业税金及附加	0.76	2.01	2.46	3.64
销售费用	22.43	40.28	49.14	72.73
管理费用	25.55	46.32	56.52	83.64
财务费用	17.46	12.00	15.00	15.00
资产减值损失	-0.18	0.00	0.00	0.00
其他经营收益	4.97	0.00	0.00	0.00
公允价值变动净收益	-1.12	0.00	0.00	0.00
投资净收益	6.08	0.00	0.00	0.00
其中 对联营和合营投资收益	-0.03	0.00	0.00	0.00
营业利润	81.42	132.01	179.12	279.57
加 营业外收入	23.61	0.00	0.00	0.00
减 营业外支出	2.14	0.00	0.00	0.00
利润总额	102.89	132.01	179.12	279.57
减 所得税	9.85	19.80	26.87	41.94
净利润	93.04	112.21	152.25	237.63
减 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	93.04	112.21	152.25	237.63
最新总股本(万股)	16000.00	21500.00	21500.00	21500.00
基本每股收益(元)	0.58	0.52	0.71	1.11

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

4.2 合理股价区间：21.3-28.4 元

对比可比铜加工上市公司，行业 2010 年平均 PE 约为 44 倍，2011 年 PE 为 35 倍。公司是铜合金材生产企业，产品定位高端，我们认为对应 2011 年 30-40 倍市盈率相对合理，对应股价区间为 21.3 元-28.4 元。

公司发行价为 27 元，已经处于合理股价上限，相对估值较高。我们提示投资者申购须注意风险。

表 5：估值比较

估值比较	股价(元)	每股收益(元)			市盈率(倍)		
		2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E
精诚铜业	26.98	0.25	0.48	0.56	108	56	48
海亮股份	14.98	0.44	0.43	0.58	34	35	26
鑫科材料	9.44	0.05	0.16	0.21	189	59	45
精艺股份	16.69	0.43	0.6	0.84	39	28	20
铜加工行业平均		0.293	0.418	0.548	92	44	35
博威合金		0.58	0.52	0.71			

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯（注：他公司盈利预测采用 wind 一致预期）

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100%之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50%之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20%以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

分析师承诺：

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

免责声明：

本报告仅供东莞证券有限责任公司（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。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。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本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，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证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119450

传真：（0769）22119453

网址：www.dgzq.com.cn