

# 博威合金 (601137.SH)

## 前三季度归母净利润同增 39%，核心业务稳中向好

优于大市

### 核心观点

公司 2024 年前三季度营收同比+16.48%，归母净利润同比+38.81%。公司 2024 年 Q1-Q3 实现营收 145.89 亿元，同比+16.48%；实现归母净利润 10.98 亿元，同比+38.81%；实现扣非归母净利润 10.58 亿元，同比+33.19%。其中三季度单季实现营收 57.17 亿元，同比+19.59%，环比+30.42%；实现归母净利润 4.60 亿元，同比+38.91%，环比+22.65%。三季度公司业绩环比提升主要由于新能源业务放量以及成本进一步下降；新材料板块 5 万吨带材项目产能利用率的提升带来一定的量增和利增，其余品种的销量环比基本保持持平。

**盈利能力有所提升，期间费用率和资产负债率保持稳定。** 2024Q1-Q3，公司毛利率为 15.74%，同比提升 1.38pct；净利率为 7.52%，同比提升 1.21pct。销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.35%/2.63%/2.54%/0.80%，管理费用率较 2023 年明显下降。截至 2024 年三季度末公司的资产负债率为 55.04%，较 2023 年末下降 1.48pct。

**重点项目有序推进，5 万吨特殊合金带材项目即将满产。** 新材料方面，公司 5 万吨特殊合金带材项目在今年年中时的月度产能利用率已经达到了 70%以上，预计在今年四季度能够实现满产；3 万吨特殊合金带材项目在年中已完成主体厂房建设，目前进度正有序推进。新能源方面，台风登陆越南导致公司越南 3GW TopCon 电池片项目在年中进入设备安装阶段后，进度稍有延期，但仍预计年内投产；美国 2GW TopCon 组件项目在年中已完成重点设备采购合同的签订等工作，预计明年投产。

**反补贴初裁落地，博威尔特税率 0.81%。** 今年 4 月，部分美国光伏制造商向美国商务部及美国国际贸易委员会请愿，要求对进口自东南亚四国的光伏电池和组件进行双反调查，博威尔特位列被调查名单当中。10 月 1 日，美国商务部公布了反补贴调查的初裁结果，裁定博威尔特的反补贴税率仅 0.81%，属于唯二两家税率在 1%以下的企业之一，公司新能源板块未来的利润在一定程度上得到保障。预计反倾销初裁在 11 月底公布。

**风险提示：** 下游需求不及预期导致产销量不及预期；项目进度不及预期。

**投资建议：上调盈利预测，维持“优于大市”评级。** 预计公司 2024-2026 年营业收入为 220.90/228.52/257.81 亿元，同比增速+24.41%/3.45%/12.82%；归母净利润 15.60/19.97/23.57 亿元，同比增速+38.83%/28.05%/18.02%；摊薄 EPS 为 2.00/2.55/3.01，当前股价对应 PE 为 9.7/7.6/6.4x。考虑到公司在国内铜合金新材料方面做到了行业领先，新能源业务也抓住美国市场保持高速增长，维持“优于大市”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	13,448	17,756	22,090	22,852	25,781
(+/-%)	34.0%	32.0%	24.4%	3.5%	12.8%
净利润(百万元)	537	1124	1560	1997	2357
(+/-%)	73.1%	109.2%	38.8%	28.1%	18.0%
每股收益(元)	0.68	1.44	2.00	2.55	3.01
EBIT Margin	6.3%	10.0%	9.3%	11.2%	11.7%
净资产收益率 (ROE)	8.9%	15.8%	18.9%	20.7%	20.9%
市盈率 (PE)	28.4	13.4	9.7	7.6	6.4
EV/EBITDA	19.9	11.0	9.1	7.7	6.8
市净率 (PB)	2.54	2.13	1.84	1.58	1.35

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 有色金属·金属新材料

证券分析师：刘孟峦  
010-88005312  
liumengluan@guosen.com.cn  
S0980520040001

证券分析师：马可远  
010-88005007  
makeyuan@guosen.com.cn  
S0980524070004

#### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	19.32 元
总市值/流通市值	15106/15074 百万元
52 周最高价/最低价	21.87/11.65 元
近 3 个月日均成交额	279.74 百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《博威合金 (601137.SH) - 上半年归母净利润同增 38.7%，新材料销量显著提升》——2024-08-30
- 《博威合金 (601137.SH) - 2023 年归母净利润翻倍，重点项目稳步推进》——2024-04-28

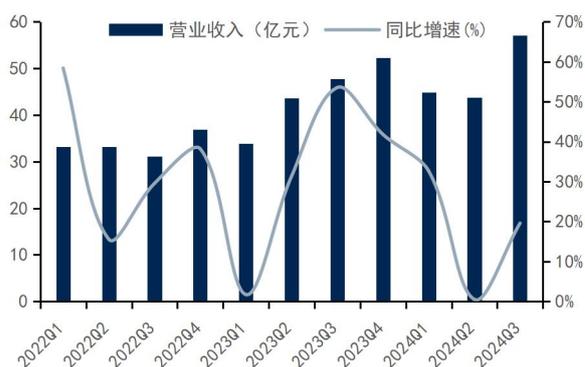
公司 2024 年前三季度营收同比增长 16.48%，归母净利润同比增长 38.81%。公司 2024 年 Q1-Q3 实现营收 145.89 亿元，同比+16.48%；实现归母净利润 10.98 亿元，同比+38.81%；实现扣非归母净利润 10.58 亿元，同比+33.19%。其中三季度单季实现营收 57.17 亿元，同比+19.59%，环比+30.42%；实现归母净利润 4.60 亿元，同比+38.91%，环比+22.65%；实现扣非归母净利润 4.51 亿元，同比+42.81%，环比+26.73%。三季度公司业绩环比提升主要由于新能源业务放量以及成本进一步下降；新材料板块 5 万吨带材项目产能利用率的提升带来一定的量增和利增，其余品种的销量环比基本保持持平。

图1：博威合金营业收入及增速（亿元、%）



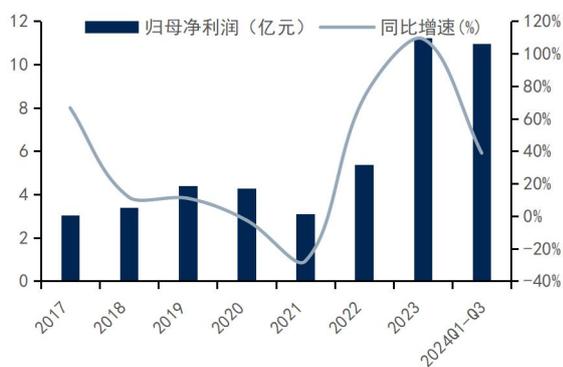
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图2：博威合金单季营业收入及同比增速（亿元、%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图3：博威合金归母净利润及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

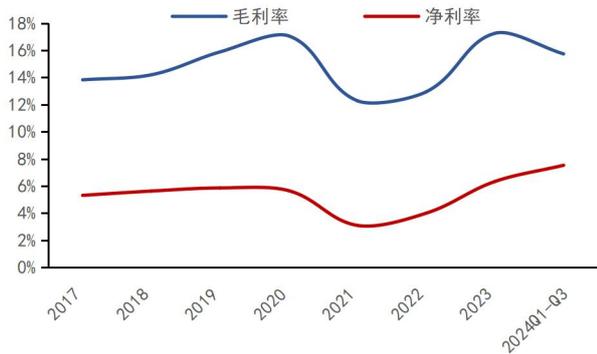
图4：博威合金单季归母净利润及同比增速（亿元、%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

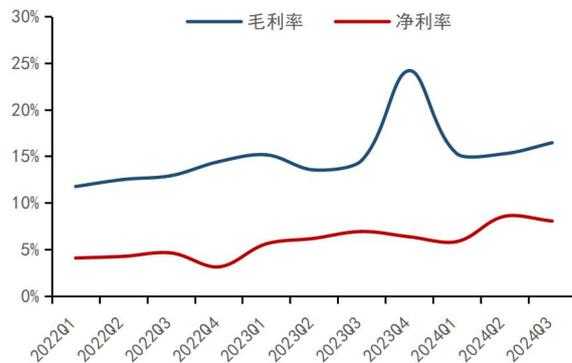
盈利能力有所提升，期间费用率和资产负债率保持稳定。2024Q1-Q3，公司毛利率为 15.74%，同比提升 1.38pct；净利率为 7.52%，同比提升 1.21pct。销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.35%/2.63%/2.54%/0.80%，管理费用率较 2023 年明显下降。截至 2024 年三季度末公司的资产负债率为 55.04%，较 2023 年末下降 1.48pct。

图5：博威合金毛利率、净利率变化情况（%）



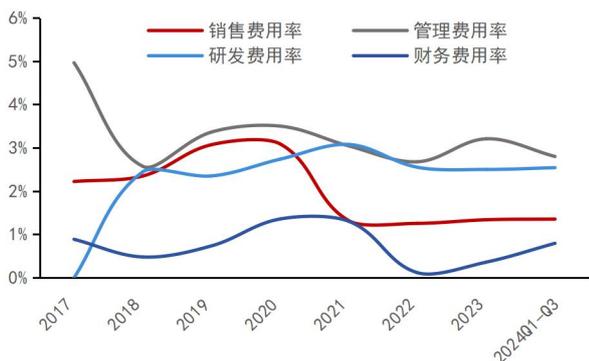
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图6：博威合金单季度毛利率、净利率变化情况（%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图7：博威合金期间费用率（%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图8：博威合金资产负债率（%）

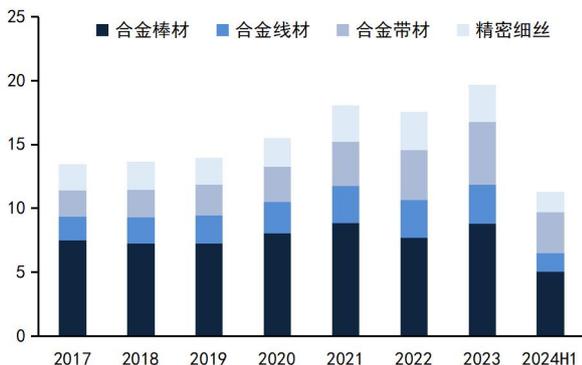


资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

**重点项目有序推进，5万吨特殊合金带材项目即将满产。**新材料方面，公司5万吨特殊合金带材项目在今年年中时的月度产能利用率已经达到了70%以上，预计在今年四季度能够实现满产；3万吨特殊合金带材项目在年中已完成主体厂房建设，目前进度正有序推进；2万吨特殊合金线材项目在年中已进入设备安装调试阶段。新能源方面，“摩羯”、“潭美”等台风在9月和10月相继登陆越南，导致公司越南3GW TopCon电池片项目在年中进入设备安装阶段后，进度稍有延期，但仍预计年内投产；美国2GW TopCon组件项目在年中已完成重点设备采购合同的签订等工作，预计明年投产。

**反补贴初裁落地，博威尔特税率0.81%。**今年4月，部分美国光伏制造商向美国商务部及美国国际贸易委员会请愿，要求对进口自越南、柬埔寨、马来西亚、泰国的光伏电池和组件进行反补贴和反倾销调查，博威合金在越南生产电池片的子公司博威尔特位列被调查名单当中。10月1日，美国商务部公布了反补贴调查的初裁结果，裁定博威尔特的反补贴税率仅0.81%，属于唯二两家税率在1%以下的企业之一，公司新能源板块未来的利润在一定程度上得到保障。预计反倾销初裁在11月底公布。

图9：公司新材料分产品销量（万吨）



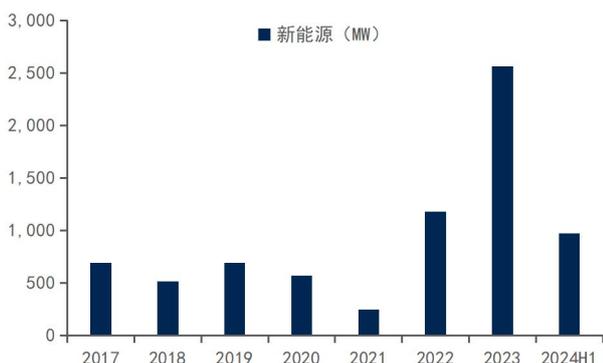
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图10：公司新材料净利润及单位净利（亿元，元/吨）



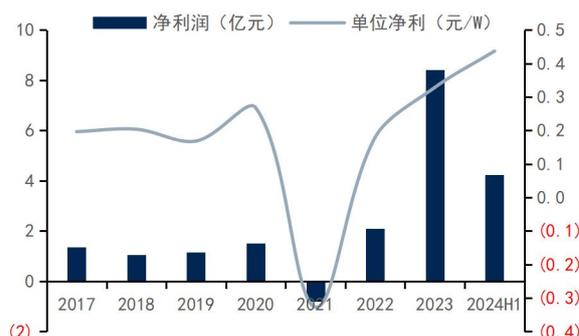
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图11：公司新能源产品销量（MW）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图12：公司新能源净利润及单位净利（元/W）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

**投资建议：维持盈利预测，维持“优于大市”评级。**预计公司2024-2026年营业收入为220.90/228.52/257.81亿元，同比增速+24.41%/3.45%/12.82%；归母净利润15.60/19.97/23.57亿元，同比增速+38.83%/28.05%/18.02%；摊薄EPS为2.00/2.55/3.01，当前股价对应PE为9.7/7.6/6.4x。考虑到公司在国内铜合金新材料方面做到了行业领先，新能源业务也抓住美国市场保持高速增长，维持“优于大市”评级。

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1481	3134	2102	3917	5030	营业收入	13448	17756	22090	22852	25781
应收款项	1460	1818	2663	2755	3108	营业成本	11708	14693	18317	18510	20764
存货净额	4782	4781	5920	5949	6677	营业税金及附加	23	37	44	46	52
其他流动资产	940	782	973	1007	1136	销售费用	169	238	287	297	335
<b>流动资产合计</b>	<b>8666</b>	<b>10516</b>	<b>11659</b>	<b>13628</b>	<b>15951</b>	管理费用	360	570	677	700	788
固定资产	5273	4976	5245	5480	5639	研发费用	343	444	707	731	825
无形资产及其他	282	355	341	326	312	财务费用	16	64	287	297	335
投资性房地产	263	501	501	501	501	投资收益	(1)	(84)	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	174	444	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>14483</b>	<b>16348</b>	<b>17745</b>	<b>19935</b>	<b>22403</b>	其他收入	(732)	(1221)	(693)	(717)	(811)
短期借款及交易性金融负债	1821	3008	2602	2477	2696	营业利润	614	1295	1785	2286	2697
应付款项	2140	1992	2428	3344	3753	营业外净收支	(14)	(9)	0	0	0
其他流动负债	1792	1323	1606	1616	1814	<b>利润总额</b>	<b>600</b>	<b>1286</b>	<b>1785</b>	<b>2286</b>	<b>2697</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>5753</b>	<b>6322</b>	<b>6636</b>	<b>7437</b>	<b>8263</b>	所得税费用	63	162	225	288	340
长期借款及应付债券	2398	2512	2512	2512	2512	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	316	406	406	406	406	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>537</b>	<b>1124</b>	<b>1560</b>	<b>1997</b>	<b>2357</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>2714</b>	<b>2918</b>	<b>2918</b>	<b>2918</b>	<b>2918</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>8467</b>	<b>9240</b>	<b>9554</b>	<b>10355</b>	<b>11181</b>	净利润	537	1124	1560	1997	2357
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	155	225	93	20	16
股东权益	6016	7108	8191	9581	11222	折旧摊销	346	433	652	759	840
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>14483</b>	<b>16348</b>	<b>17745</b>	<b>19935</b>	<b>22403</b>	公允价值变动损失	(174)	(444)	0	0	0
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	16	64	287	297	335
每股收益	0.68	1.44	1.98	2.54	3.00	营运资本变动	(443)	(739)	(1362)	791	(587)
每股红利	0.30	0.39	0.59	0.76	0.90	其它	(155)	(225)	(106)	(32)	(28)
每股净资产	7.62	9.09	10.48	12.25	14.35	<b>经营活动现金流</b>	<b>266</b>	<b>373</b>	<b>838</b>	<b>3535</b>	<b>2598</b>
ROIC	7.83%	13.21%	12%	15%	18%	资本开支	0	(789)	(1000)	(1000)	(1000)
ROE	8.93%	15.81%	19%	21%	21%	其它投资现金流	35	2	0	0	0
毛利率	13%	17%	17%	19%	19%	<b>投资活动现金流</b>	<b>35</b>	<b>(788)</b>	<b>(1000)</b>	<b>(1000)</b>	<b>(1000)</b>
EBIT Margin	6%	10%	9%	11%	12%	权益性融资	197	29	0	0	0
EBITDA Margin	9%	12%	12%	15%	15%	负债净变化	1693	(1467)	0	0	0
收入增长	34%	32%	24%	3%	13%	支付股利、利息	(241)	(302)	(464)	(596)	(703)
净利润增长率	73%	109%	38%	28%	18%	其它融资现金流	(3150)	5576	(406)	(125)	219
资产负债率	58%	57%	54%	52%	50%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(49)</b>	<b>2067</b>	<b>(870)</b>	<b>(721)</b>	<b>(485)</b>
股息率	1.6%	2.0%	3.1%	3.9%	4.7%	<b>现金净变动</b>	<b>252</b>	<b>1653</b>	<b>(1032)</b>	<b>1815</b>	<b>1113</b>
P/E	28.4	13.4	9.7	7.6	6.4	货币资金的期初余额	1229	1481	3134	2102	3917
P/B	2.5	2.1	1.8	1.6	1.3	货币资金的期末余额	1481	3134	2102	3917	5030
EV/EBITDA	19.9	11.0	9.1	7.7	6.8	企业自由现金流	0	456	89	2795	1891
						权益自由现金流	0	4565	(462)	2544	2014

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032