

2021 年 10 月 26 日

博威合金 (601137): 特殊合金材料龙头, 扩产提升业绩

有色金属

当前股价: 15.69 元

审慎推荐(首次)

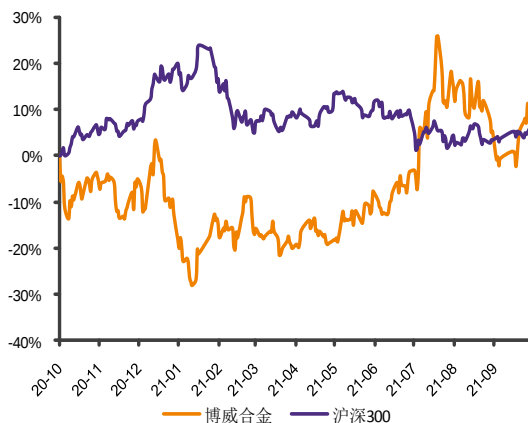
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	7589	9997	12575	14646
(+/-)	0.0%	31.7%	25.8%	16.5%
营业利润	469	412	673	833
(+/-)	1.3%	-12.2%	63.6%	23.6%
归属母公	429	376	617	764
司净利润				
(+/-)	-2.5%	-12.4%	64.4%	23.8%
EPS (元)	0.54	0.48	0.78	0.97
市盈率	28.9	33.0	20.1	16.2

公司基本情况 (最新)

总股本/已流通股 (亿股)	7.9/7.2
流通市值 (亿元)	113
每股净资产 (元)	6.86
资产负债率 (%)	43.2

股价表现 (最近一年)



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

分析师: 刘华峰
执业证书编号: S1050521060001
电话: 021-54967895
邮箱: liuhf@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司
地址: 上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
邮编: 200030
电话: (86 21) 64339000
网址: <http://www.cfsc.com.cn>

● **国内有色特殊合金材料引领者。**公司是高端合金牌号最齐全、高端合金产品产量最大的企业之一, 公司高性能合金材料广泛应用于 5G 通讯、半导体芯片、智能终端及装备、汽车电子、高铁、医疗器械、精密模具、航空航天等 30 多个行业。公司在合金化能力、微组织调控能力、精密制造设备匹配能力等处于行业领先水平, 在精密细丝领域处于标杆地位。

● **研发驱动公司发展, 毛利率持续提升。**2020 年博威合金每吨产品研发支出为 1,325.17 元, 远高于行业内可比公司, 公司产品具有更高的技术含量和附加值。2015-2020 年, 公司产品销售毛利率从 11.06% 上升至 17.06%, 增幅为 54.2%。公司作为国内有色特殊合金材料的引领者, 随着高精度、高性能专用铜合金带材需求的释放, 公司产品毛利率水平有望持续提升。

● **产品聚焦新兴领域, 下游需求保持较快增长。**公司产品应用于连接器、半导体引线框架、均热板等多个领域, 随着汽车电子、集成电路以及 5G 通讯行业的快速发展, 将带动公司产品需求的增长。据 Bishop&Associates 预测, 到 2023 年, 全球和中国连接器行业市场规模将分别达到 900 亿美元和 300 亿美元, 对应的年均复合增速分别为 8.85% 和 11.4%。

● **盈利预测:** 我们预测公司 2021-2023 年营业收入分别为 99.13 亿元、124.9 亿元和 145.6 亿元, 实现归属母公司所有者净利润分别为 3.76 亿元、6.17 亿元和 7.64 亿元。按照公司 15.69 元的股价测算, 对应的市盈率分别为 33 倍、20.1 倍和 16.2 倍。公司作为有色金属合金材料行业的引领者, 在合金化能力、微组织调控能力等处于行业内领先水平, 公司每吨产品的研发支出金额位于行业前列。未来, 随着公司高端产品产能的释放, 公司盈利有望保持较快增长, 首次覆盖, 给予“审慎推荐”投资评级。

● **风险提示:** 公司产能投放不及预期、下游产品需求不及预期、技术进步导致产品更新迭代的风险、地缘政治导致的经营风险。

正文目录

1. 公司是有色特殊合金材料的引领者	4
1.1 公司研发实力突出，客户资源优质	4
1.2 多项技术处于行业领先水平	5
1.3 新能源业务稳步扩产	6
1.4 公司毛利率持续提升，盈利能力增加	7
2. 研发驱动公司发展，高端产能持续扩张	8
2.1 产品研发投入高，研发人员数量大幅增加	8
2.2 研发成果显著，产品具备国际竞争力	8
2.3 凭借行业领先优势，提升高端产能	9
3. 产品聚焦新兴领域，下游需求保持较快增长	10
3.1 连接器市场较快增长推动合金材料需求	10
3.2 引线框架产能逐步释放	11
3.3 5G 手机放量增加对均热板需求	12
4. 公司盈利预测与估值	13
5. 风险提示	14

图表目录

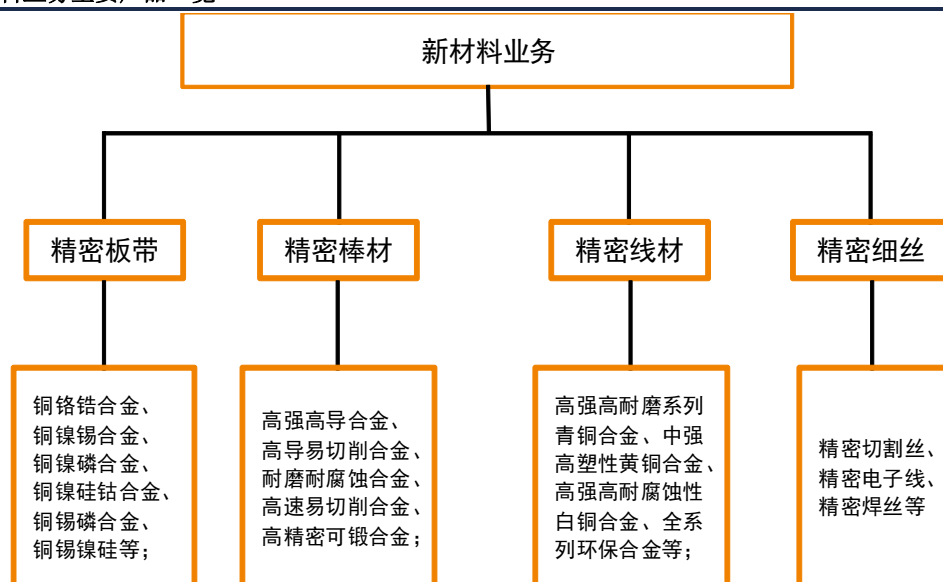
图表 1 公司新材料业务主要产品一览	4
图表 2 公司高端特殊合金材料应用行业	4
图表 3 公司拥有优质的客户资源	5
图表 4 公司股权结构图	5
图表 5 公司核心技术创新能力	6
图表 6 公司新能源光伏产品一览	6
图表 7 2015-2020 年，公司营收复合增速为 21.1%	7
图表 8 2015-2020 年，公司归母净利润复合增速为 43.3%	7
图表 9 公司产品毛利率持续上升	8
图表 10 公司净资产收益率持续提升	8
图表 11 公司每吨产品的研发支出金额位于行业前列	8
图表 12 公司研发人员数量逐年增加	8
图表 13 公司 boway49700 产品及下游应用	9
图表 14 公司 5 万吨特殊合金带材项目产品及预计收入一览	9
图表 15 Type-C 数据接口	10
图表 16 汽车连接器一览	10
图表 17 2010 年至今全球连接器市场复合增速为 5.3%	11
图表 18 2010 年至今中国连接器市场复合增速为 8.5%	11
图表 19 半导体引线框架一览	11
图表 20 半导体引线框架各部名称与作用	11
图表 21 我国引线框架市场规模保持较快增长	12
图表 22 2012-2020 年我国集成电路产业销售额及同比增速	12
图表 23 均热板技术工作原理图	13
图表 24 我国 5G 手机出货量保持快速增长	13
图表 25 公司有色金属材料业务盈利预测	14
图表 26 公司 PE-Band	14
图表 27 公司 PB-Band	14
图表 28 公司盈利预测（百万元）	15

1. 公司是有色特殊合金材料的引领者

1.1 公司研发实力突出，客户资源优质

博威合金成立于 1993 年，2011 年 1 月在上交所主板上市，公司致力于高性能、高精度有色合金材料的研发、生产和销售，主要分为高性能合金材料、环保合金材料、节能合金材料、替代合金材料四大类，广泛应用于 5G 通讯、半导体芯片、智能终端及装备、汽车电子、高铁、医疗器械、精密模具、航空航天等 30 多个行业，为现代工业提供优质的工业粮食。2016 年，公司收购宁波康奈特 100% 股权，进入国家新能源业务领域，产品主要为多晶硅、单晶硅电池片及组件，并确立“新材料为主，新能源为辅”的发展战略。

图表 1 公司新材料业务主要产品一览



资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

公司作为具备国际竞争力的有色特殊合金材料行业的引领者，通过持续不断的加大研发投入和引进有优秀人才，重点研究开发特殊合金及先进材料产品，在 5G 通信、汽车电子、半导体芯片等领域的应用取得巨大成功。

图表 2 公司高端特殊合金材料应用行业

类别	应用领域	终端行业
铜合金板带材	连接器、引线框架、屏蔽罩	5G、半导体芯片、智能终端及装备、汽车电子、高铁、航空航天等
精密细丝	精密减速机、控制器、伺服系统、模具加工、键合丝产品	工业机器人、汽车工业、精密模具、半导体封装等

资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

公司具备强大的研发实力，通过系列化、多品种、多牌号的丰富产品线，满足了客户一站式采购需求；并通过研发协同和定制化途径，满足客户小众化、个性化需求。凭借专业化的产品服务能力和细分行业龙头地位，公司获得了西门子、松下、三星、

华为、TOTO 等众多世界 500 强企业的认可。

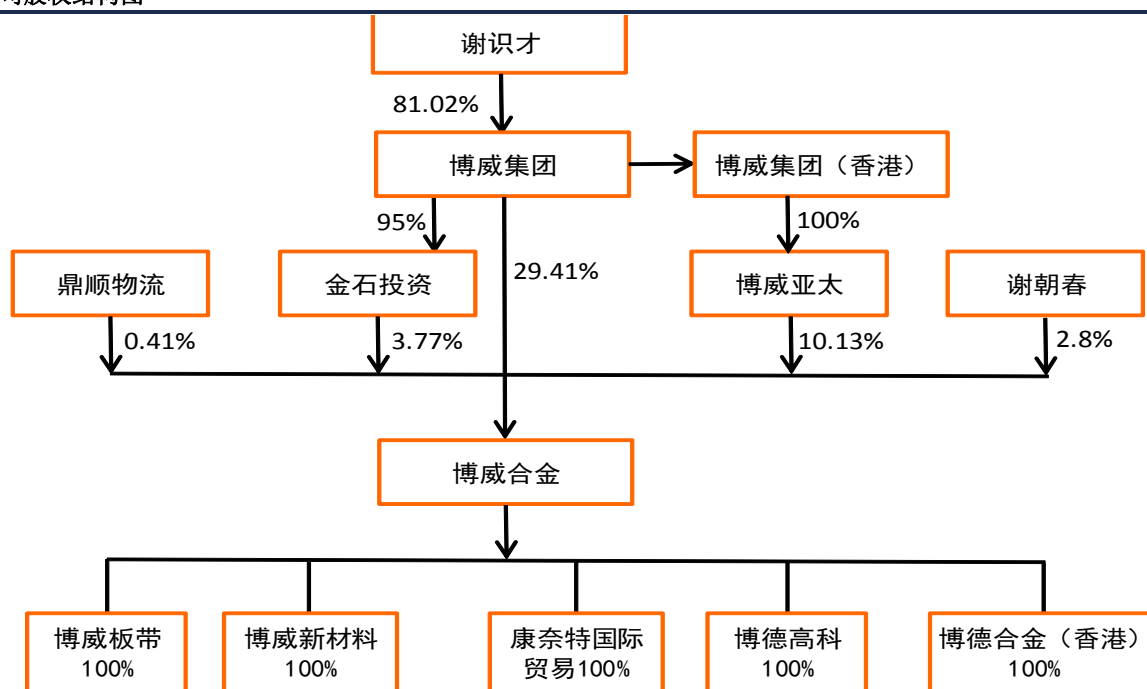
图表 3 公司拥有优质的客户资源



资料来源：公司官网，华鑫证券研发部

公司控股股东为博威集团有限公司，持有公司 29.41% 的股份，实际控制人为谢识才，直接或间接持有公司 34.94% 的股份。公司旗下主要子公司有宁波博威合金板带有限公司（博威板带）、宁波博威新材料有限公司（博威新材料）、宁波康奈特国际贸易有限公司（康奈特）、宁波博德高科股份有限公司（博德高科）等。

图表 4 公司股权结构图



资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

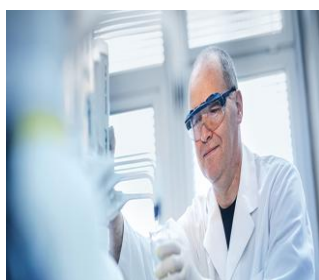
1.2 多项技术处于行业领先水平

公司是具有国际竞争力的有色特殊合金材料引领者，是高端合金牌号最齐全、高端合金产品产量最大的企业之一，产品覆盖 17 个合金系列，100 多个合金牌号。凭借在合金化、微观组织重构以及专用装备自主研发等方面的核心技术优势，公司先后主持和参与制订了多项国家和行业标准，引领行业的发展。

公司旗下博德高科全资子公司德国贝肯霍夫是精密细丝领域的世界领导者，产品广泛应用于航空航天、汽车制造、医疗器械、电子通讯、精密模具等行业，服务于全球 100 多个高端品牌。公司掌握精密切割丝全工艺过程的研发和制造技术，并将精密切割丝规格从原有的 0.33mm 做到 0.015mm，提升现代工业制造精度达到微米，确立精密细丝行业的标杆地位。

公司集聚全球研发能力，与全球 20 家顶级合金材料科研机构展开战略合作，使得公司在合金化能力、微组织调控能力、精密制造设备匹配能力处于行业内领先水平。目前，公司一种合金可以做到 18 种元素微观组织重构和精准控制，合金元素更加稳定可靠；通过数字化的自动控制系统和工艺管理，保障产品的一致性和稳定性。

图表 5 公司核心技术创新能力



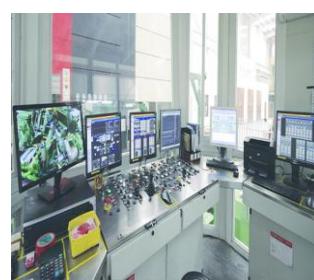
合金化能力



微组织调控能力



精密制造设备匹配能力



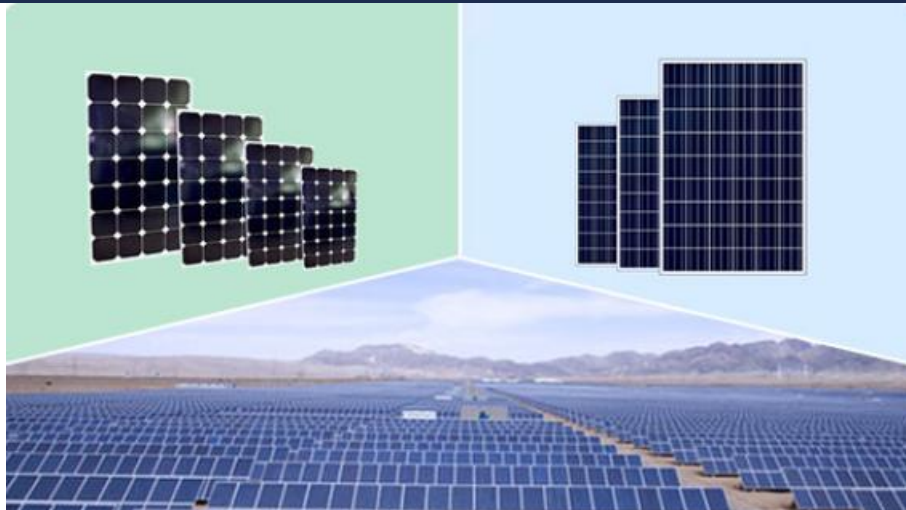
数字化制造能力

资料来源：公司官网，华鑫证券研发部

1.3 新能源业务稳步扩产

公司全资子公司康奈特主要从事太阳能电池、组件的研发、生产和销售及光伏电站的建设运营，主要产品为多晶硅、单晶硅电池及组件，主要应用于家庭屋顶、商业屋顶、大型电站等，主要客户为全球知名光伏制造商、光伏电站系统集成商、光伏产品经销商。公司持续开发新技术和技术升级，电池转换效率处于全球第一梯队，目前公司逐步将原有的 700MW 产能提到至 1GW。

图表 6 公司新能源光伏产品一览

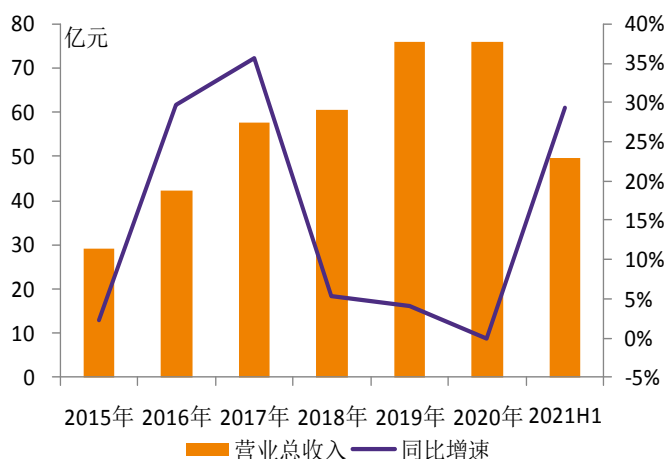


资料来源：公司官网，华鑫证券研发部

1.4 公司毛利率持续提升，盈利能力增加

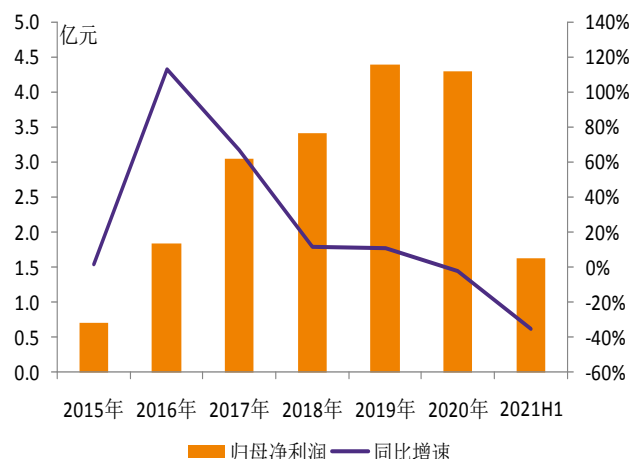
2016 年-2020 年，随着全球产业结构升级，公司新材料产品包括精密细丝产品的市场需求逐年增加；另一方面，公司新研发的高端合金带材、棒材逐步获得市场认可并批量供货，使得公司新材料产品营业收入保持较快增长。此外，随着欧美光伏行业回暖，公司新材料产品保持稳步增长。2015 年-2020 年，公司营业收入从 29.19 亿元增长至 75.89 亿元，年均复合增速为 21.1%。而随着公司高附加值特殊合金产品销售占比上升，盈利能力持续增强，净利润得以快速增长。2015 年-2020 年，公司归母净利润从 0.71 亿元增长至 4.29 亿元，年均复合增速为 43.3%。2021 年上半年，公司越南工厂受疫情影响，停工近 2 个月，公司精密细丝产品出货受到较大影响，同时公司新能源业务受硅料和海运费大幅上涨，造成净利润出现较大幅度下降。

图表 7 2015-2020 年，公司营收复合增速为 21.1%



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 8 2015-2020 年，公司归母净利润复合增速为 43.3%

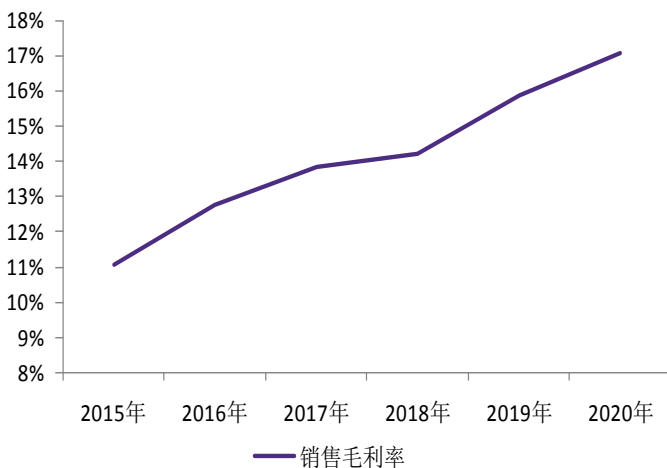


资料来源：Wind，华鑫证券研发部

随着国内制造业转型升级、半导体以及 5G 通信技术的发展，公司进口替代产品、高附加值产品的市场需求增加，公司高端特殊合金材料销量上升，使得公司新材料产品毛利率水平持续提高，处于行业内领先水平。2015-2020 年，公司产品销售毛利率从 11.06% 上升至 17.06%，增幅为 54.2%。公司作为国内有色特殊合金材料的引领者，随着高精度、高性能专用铜合金带材需求的释放，公司产品毛利率水平有望持续提升。公司整体毛利率水平上升，带动净资产收益率水平持续提升，公司盈利能力显著增强。2015-2019 年，公司净资产收益率从 3.45% 上升至 11.72%，增幅明显；2020 年由于公司年产 5 万吨特殊合金带材项目和铝基焊丝项目投资增加，导致公司净资产显著增加，2020 年净资产收益率下降。

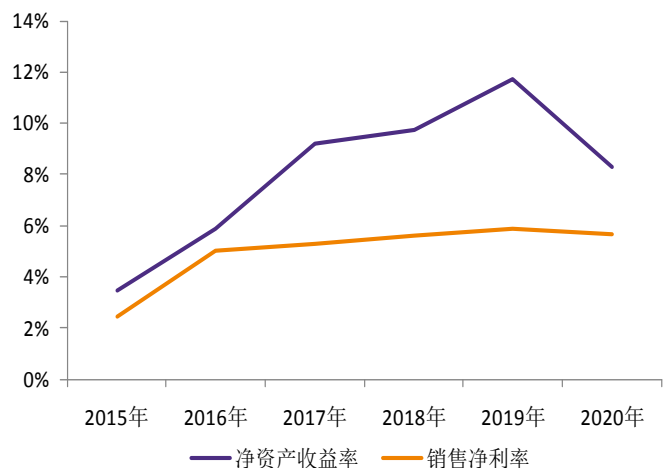


图表 9 公司产品毛利率持续上升



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

图表 10 公司净资产收益率持续提升



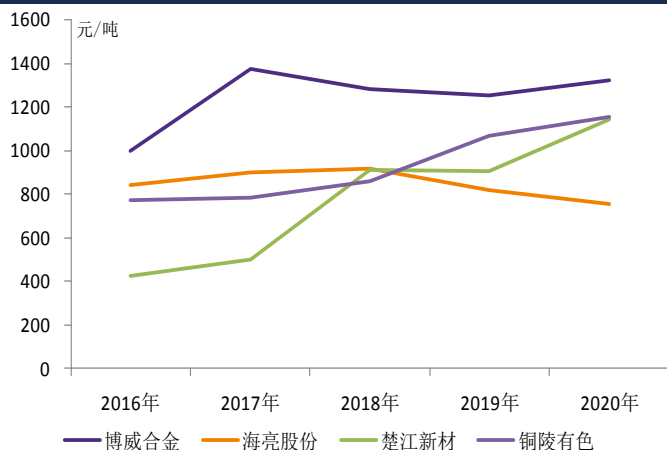
资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

2. 研发驱动公司发展, 高端产能持续扩张

2.1 产品研发投入高, 研发人员数量大幅增加

公司作为有色特殊合金材料的引领者, 为适应各种高精密、高性能特殊合金材料的高端应用需求, 持续不断加大资金投入研发新材料技术及产品, 以填补国内空白, 实现进口替代。通过简单测算, 2020 年博威合金每吨产品研发支出为 1,325.17 元, 远高于行业内可比公司, 表明公司产品具有更高的技术含量和附加值。2016-2020 年, 公司研发人员数量从 299 人增加至 499 人, 增幅高达 66.9%, 研发人员数量逐年增加与公司产品毛利率持续提升的趋势保持一致, 研发投入成为驱动公司成长的重要因素之一。

图表 11 公司每吨产品的研发支出金额位于行业前列



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

图表 12 公司研发人员数量逐年增加



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

2.2 研发成果显著, 产品具备国际竞争力

公司是国内高端合金材料的领先企业, 是国家首批“创新型企业”和“国家技术创新示范企业”, 依托强大的研发创新能力, 不断开发出“高性能、高精度”的有色金属合金材料, 引领行业发展。目前, 公司累计申请发明专利 268 项, 授权发明专利 137

项，其中包含美国专利 8 项，欧洲专利 27 项，并参与制定 21 项国家标准，9 项行业标准。

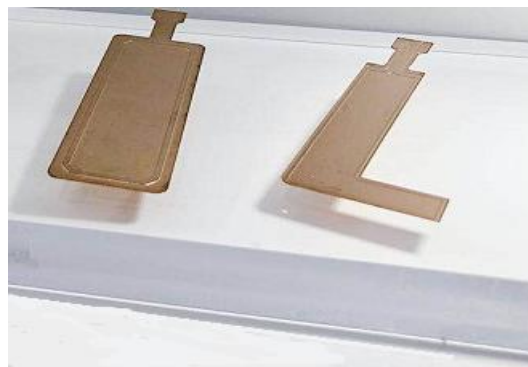
通过与 5G 手机领域多个业内领军企业长达 3 年多的研究开发，公司成功产出 VC 均温板材料 boway49700，有效解决了 5G 终端的散热问题。目前，公司是国内 5G 时代高强高导材料的核心供应商，并成为世界主流 5G 及折叠屏手机散热材料、高速连接器材料的主要供应商之一。此外，公司的高端精密丝产品主要应用于半导体引线框架、精密连接器等冲压模具加工行业，处于细分行业内世界领导地位。

2019 年，公司以 PW49700 为代表的 5G 散热材料的销售量达到 498 吨；数据存储专用材料 PW33520 累计销量达到 234 吨；Type-C 接口、电源连接器用高强高导材料的销量达到 1060 吨，同比上升 86.9%；半导体引线框架用蚀刻材料成功量产，引线框架材料总销量达到总产能 40%左右；精密细丝业务中的镀层产品销量继续保持了 20.7%的高增长；公司研发产业化成果显著，不断向市场提供满足行业发展需求的高品质产品。

图表 13 公司 boway49700 产品及下游应用



铜镍磷合金 boway49700



均温板应用于 5G 手机

资料来源：搜狐网，中国新闻网，华鑫证券研发部

2.3 凭借行业领先优势，提升高端产能

公司凭借现有的技术领先优势，顺应智能终端、新能源汽车等高端应用领域对特殊合金带材的需求，积极扩产高附加值产品产能，优化产品结构，增强公司整体的竞争力和盈利能力。

2016 年 10 月，针对高端电子、智能通讯等终端产品向高传输、智能化、轻薄化等方向发展的行业趋势，公司投资 2.7 亿元兴建 1.8 万吨高强高导特殊合金板块生产项目，并于 2018 年中期进入试生产阶段。2020 年 1 月，公司公开发行可转换债券募集资金 12 亿元，用于年产 5 万吨特殊合金带材项目，重点满足 5G 通讯、智能消费电子和新能源汽车等领域对新型合金材料的需求。

图表 14 公司 5 万吨特殊合金带材项目产品及预计收入一览

产品名称	销售量（吨）	单价（万元/吨）	预计收入（万元）
超高强特殊合金	9,300	6.67	62,000.00
超高导电特殊合金	14,100	5.73	80,743.59

高弹超细晶合金	15,300	5.47	83,692.31
电磁屏蔽特殊合金	11,300	5.64	63,743.59
合计	50,000	——	290,179.49

资料来源：公司可转债募集说明书

3. 产品聚焦新兴领域，下游需求保持较快增长

3.1 连接器市场较快增长推动合金材料需求

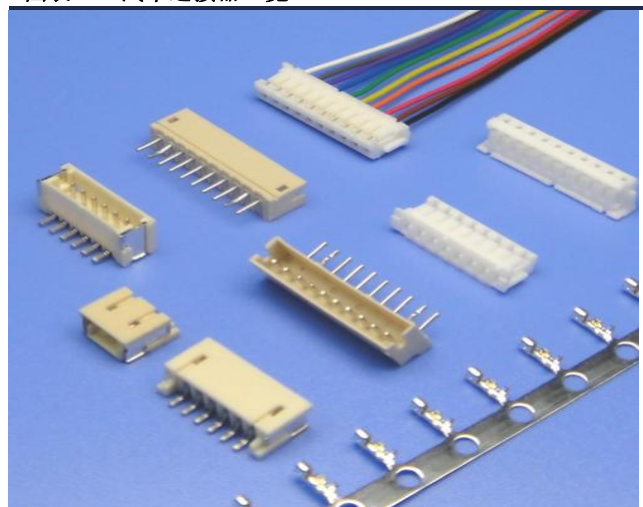
连接器是构成电路系统必须的基础元件之一，通过对电信号“快速、稳定、低损耗、高保真”的传输，实现设备正常功能，具有不可替代性，广泛应用于通讯、汽车、消费电子等领域。而材料对连接器的综合性能至关重要，比如导电性、强度、散热性能、环保等等，铜合金等金属材料处于连接器产业链的上游，是核心的功能材料。公司作为高端合金材料的领先企业，致力于研发“高、精、尖”的有色合金材料，满足下游行业高端应用的材料需求。例如，公司研发的 boway18150 产品拥有 85%IACS 以上的导电率，同时保持 580MPa 强度，具有优良的耐磨性、高硬度、高导电和导热性的特点，有效满足 Type-C 接口“大电流、小型化”的发展趋势。

图表 15 Type-C 数据接口



资料来源：公开资料整理，华鑫证券研发部

图表 16 汽车连接器一览

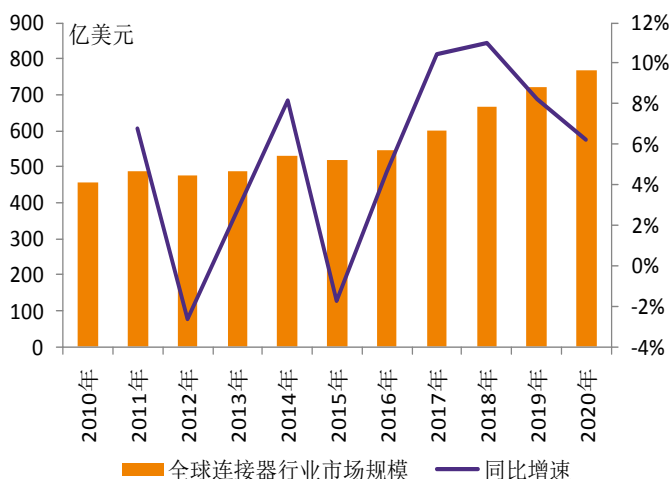


资料来源：公开资料整理，华鑫证券研发部

随着消费电子、汽车电子以及通讯终端等行业的快速发展，电子产品的应用越来越广泛，对连接器的需求也越来越多，在汽车和通信领域，连接器的应用需求占比均达到 20%以上。据 Bishop&Associates 数据显示，2010-2020 年，全球连接器行业市场规模从 458 亿美元增长至 767 亿美元，年均复合增速为 5.3%；中国连接器行业市场规模从 108 亿美元增长至 245 亿美元，年均复合增速为 8.5%，高于全球平均增速。随着 5G 通讯、新能源汽车和电子工业市场的稳定增长，全球连接器市场保持稳定增长的趋势。据 Bishop&Associates 预测，到 2023 年，全球和中国连接器行业市场规模将分别达到 900 亿美元和 300 亿美元，对应的年均复合增速分别为 8.85%和 11.4%，未来全球连接器市场仍将保持较快增长。

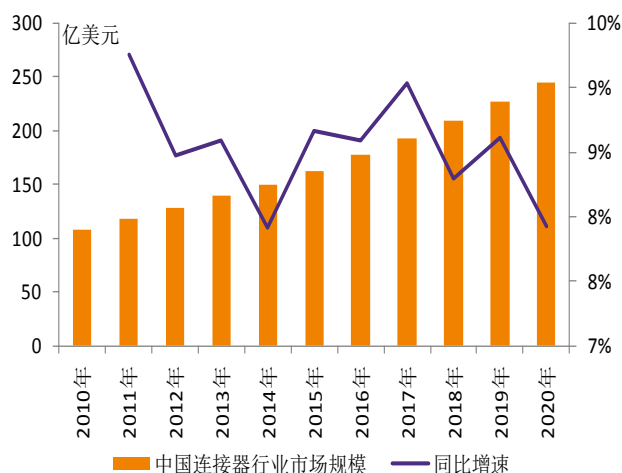


图表 17 2010 年至今全球连接器市场复合增速为 5.3%



资料来源: Bishop&Associates, 华鑫证券研发部

图表 18 2010 年至今中国连接器市场复合增速为 8.5%

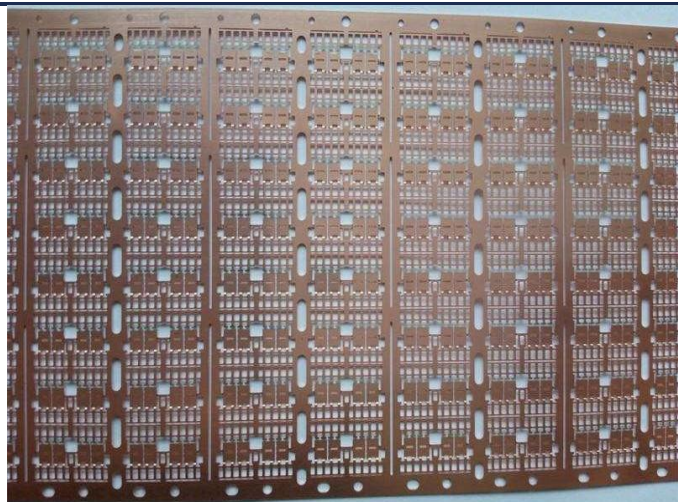


资料来源: Bishop&Associates, 华鑫证券研发部

3.2 引线框架产能逐步释放

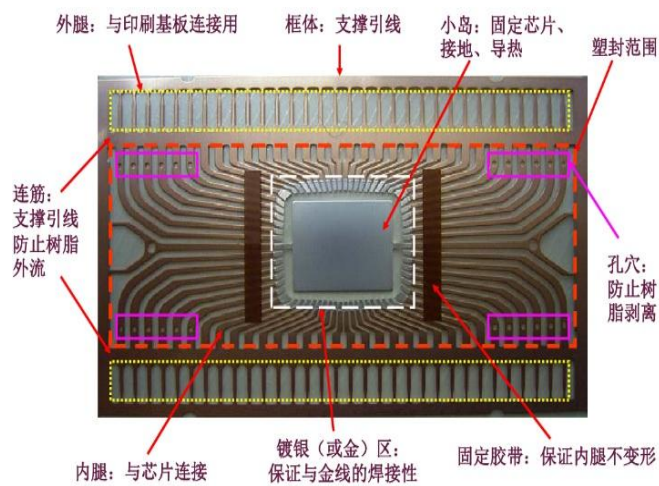
引线框架是半导体封装的基础材料,是集成电路的芯片载体,借助于键合材料(金丝、铜丝)实现芯片内部电路引出端与外引线的电气连接,形成电气回路的关键结构件,是电子信息产业中重要的基础材料。芯片的引线框架起着稳固芯片、电路连接、散热等作用。随着集成电路向小型化、薄型化、轻量化和多功能化发展,高强高型引线框架材料逐步成为市场主流。

图表 19 半导体引线框架一览



资料来源: 公开资料整理, 华鑫证券研发部

图表 20 半导体引线框架各部名称与作用

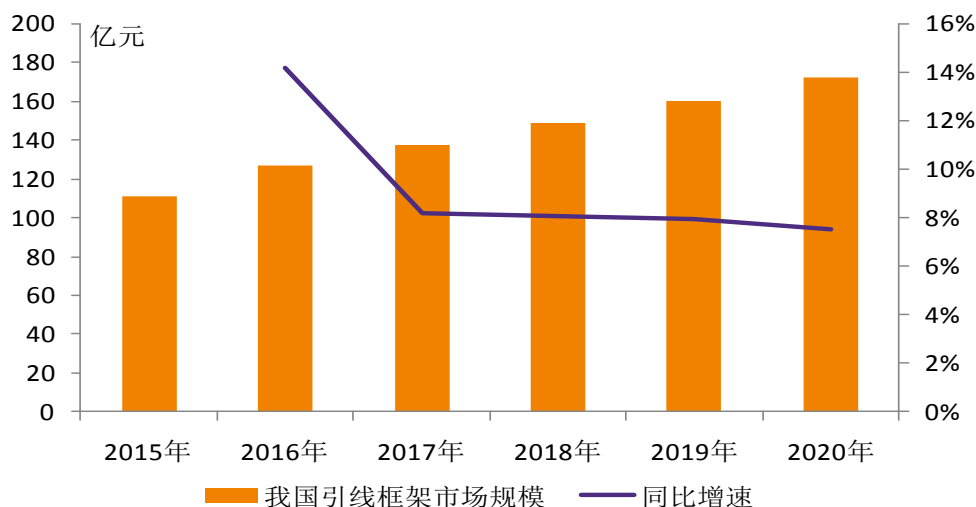


资料来源: 百度文库, 华鑫证券研发部

目前,引线框架材料主要有铁镍合金和高铜合金两大类,其中高铜合金凭借优良的导电、导热性能,在引线框架领域得以广泛应用,占比高达 80%以上。铜合金引线框架按合金系列主要分为铜-铁-磷、铜-镍-硅、铜-铬-锆三大系列,按照性能可分为高导电、高强度、中强中导等系列。据上证报中国证券网报道,“公司在铜板带行业已实现突破,在 C7025 材料上是国内唯一一家能与外资企业竞争的公司;在 C18150 材料上是全球能够量产的三家公司之一。”铜铬锆合金(C18150)具备高电导热、高硬度和耐磨抗爆等特点,强度大于 550Mpa,电导率(IACS)大于 80%,是理想的引线框架材料。2019 年,公司高集成度冲压和蚀刻引线框架材料已开始批量供货,而随着引线框

架材料需求的增长，公司产能将逐步释放。

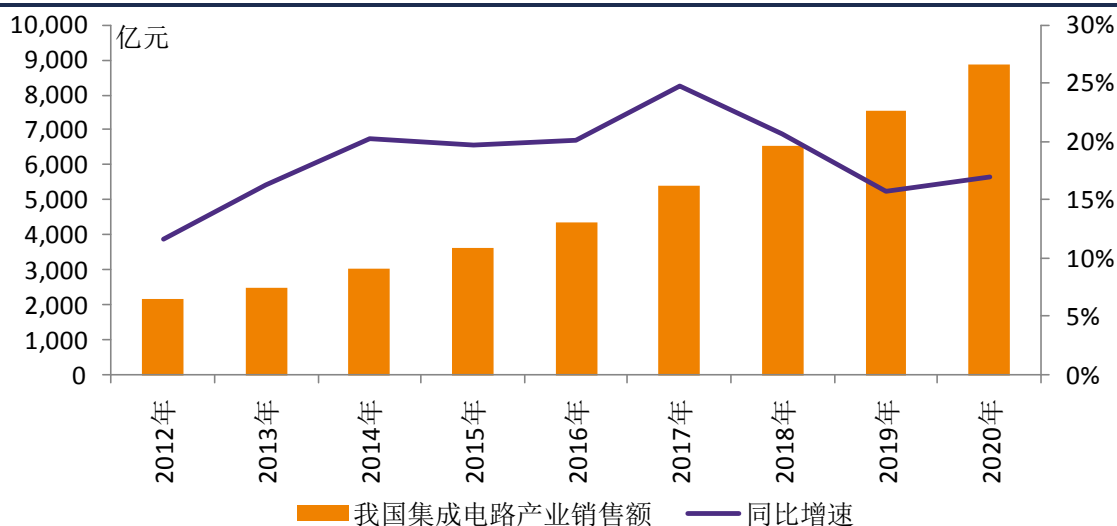
图表 21 我国引线框架市场规模保持较快增长



资料来源：中国产业信息网，华鑫证券研发部

2012 年以来，随着全球经济逐步复苏以及消费类电子产品需求的不断增加，全球集成电路产业销售额增速持续回升。而我国在政策扶持和下游市场应用的带动下，集成电路产业保持快速增长，领先于全球增速。据中国半导体协会数据，2012-2020 年，我国集成电路产业销售额从 2,158.5 亿元增长至 8,848 亿元，年均复合增速为 19.3%，目前中国半导体市场规模占全球的比重达到 36%。受全球半导体产品需求旺盛影响，中国集成电路产业保持稳定增长态势，2021 年上半年中国集成电路产业销售额为 4,102.9 亿元，同比增长 15.9%。未来，在物联网、人工智能、智能网联汽车等新兴应用的驱动下，我国集成电路产业市场需求仍将保持较快增长。

图表 22 2012-2020 年我国集成电路产业销售额及同比增速



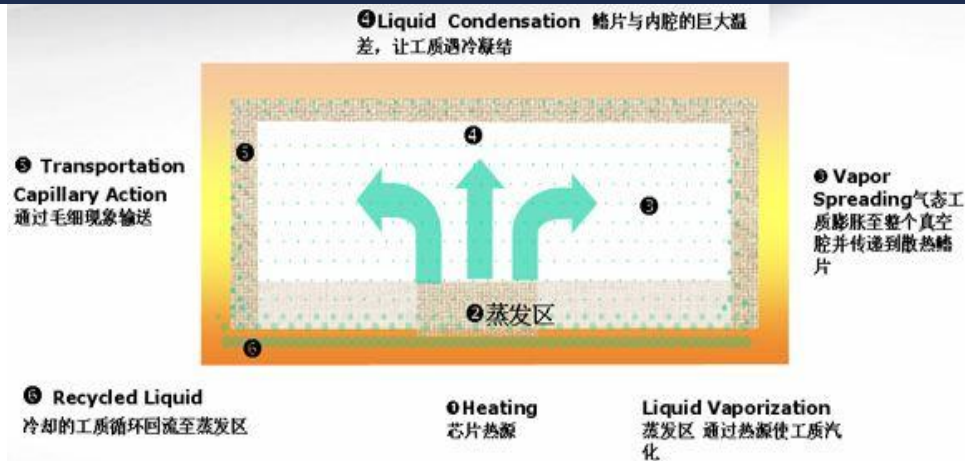
资料来源：中国半导体行业协会，华鑫证券研发部

3.3 5G 手机放量增加对均热板需求

均热板 (Vapor Chambers) 是一个内壁具有微细结构的真空腔体，通常由铜制成，当热量由热源传导至 VC 腔体时，均热板腔体的冷却液受热蒸发，经冷凝器凝结液化后

借由毛细管道再回到蒸发热源处，此过程在腔体内周而复始的运行。随着 5G 时代的到来，信号频率的提高以及电子产品功能集成度的提升导致耗电量成倍数增加，而散热成为 5G 手机的关键技术。

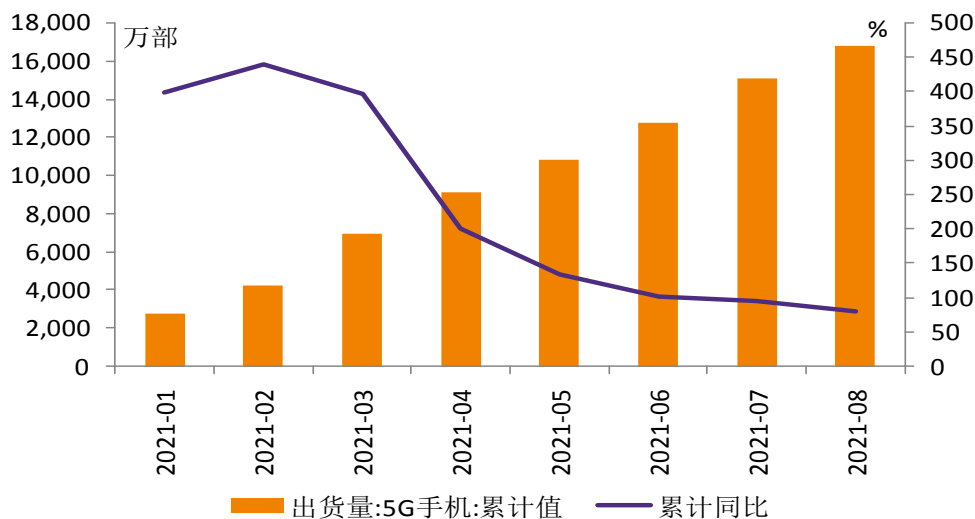
图表 23 均热板技术工作原理图



资料来源：新浪网，华鑫证券研发部

据中国信息通信研究院发布的数据显示，2021 年 1-8 月，中国市场 5G 手机出货量 1.68 亿部，同比增长 79.3%，占同期手机出货量的 74.1%，相比 2020 年提升 21.2%，当前 5G 手机已成为市场主流，手机出货量的上升将增加对 5G 均热板的需求。

图表 24 我国 5G 手机出货量保持快速增长



资料来源：中国信通院，华鑫证券研发部

4. 公司盈利预测与估值

公司盈利预测假设：

(1) 公司有色合金材料产能逐步投产，新材料销量稳步提升，预计 2021-2023 年有色合金材料总销量分别为 17.8 万吨、21.1 万吨和 24.3 万吨；

(2) 公司新能源业务产能在 2022 年达成，其销量达成率为 80%，预计 2021-2023 年新能源销量分别为 475MW、680MW 和 800MW；

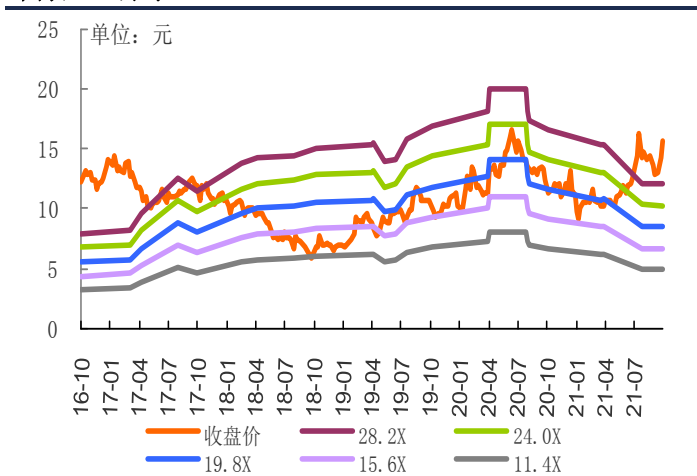
- (3) 公司销售费用率和管理费用率稳步上升，研发费用率保持稳定；
- (4) 公司其他业务保持稳定；
- (5) 公司总股本按照当前股本 7.9 亿股计算。

图表 25 公司有色金属材料业务盈利预测

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（亿元）	57.5	60.59	89.63	112.66	131.21
YOY	28.4%	5.38%	47.93%	25.7%	10.0%
营业成本（亿元）	48.2	50.87	76.18	94.07	109.91
毛利（亿元）	9.3	9.72	13.4	18.6	22.3
毛利率	16.2%	16.04%	15%	16.5%	17%

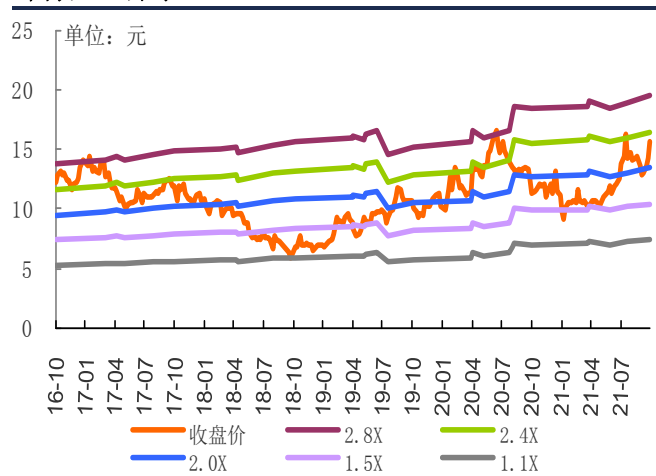
资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 26 公司 PE-Band



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 27 公司 PB-Band



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

我们预测公司 2021-2023 年营业收入分别为 99.13 亿元、124.9 亿元和 145.6 亿元，实现归属母公司所有者净利润分别为 3.76 亿元、6.17 亿元和 7.64 亿元。按照公司 15.69 元的股价测算，对应的市盈率分别为 33 倍、20.1 倍和 16.2 倍。公司作为有色金属合金材料行业的引领者，在合金化能力、微组织调控能力等处于行业内领先水平，公司每吨产品的研发支出金额位于行业前列，产品广泛应用于 5G 通讯、集成电路和新能源汽车等新兴领域。未来，随着公司高端产品产能的释放，公司盈利有望保持较快增长，首次覆盖，给予“审慎推荐”投资评级。

5. 风险提示

- (1) 公司产能投放不及预期；
- (2) 下游产品需求不及预期；
- (3) 技术进步导致产品更新迭代的风险；
- (4) 地缘政治导致的经营风险。



图表 28 公司盈利预测 (百万元)

资产负债表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产:					营业收入	7,589	9,997	12,575	14,646
货币资金	785	557	429	593	营业成本	6,294	8,477	10,486	12,137
应收款	1,150	1,389	1,746	2,034	营业税金及附加	32	32	32	32
存货	1,989	2,355	2,913	3,371	销售费用	234	350	453	542
其他流动资产	418	439	461	484	管理费用	266	360	465	557
流动资产合计	4,342	4,740	5,550	6,482	财务费用	103	84	110	133
非流动资产:					研发费用	208	310	390	454
金融类资产	0	0	0	0	费用合计	811	1,104	1,418	1,686
固定资产+在建工程	4,104	4,902	5,524	5,987	资产减值损失	-27	-19	-13	-9
无形资产+商誉	302	333	366	402	公允价值变动	-1	-1	-1	-1
其他非流动资产	354	389	428	471	投资收益	0	0	0	0
非流动资产合计	4,760	5,624	6,318	6,861	营业利润	469	412	673	833
资产总计	9,103	10,364	11,868	13,343	加: 营业外收入	3	4	4	5
流动负债:					减: 营业外支出	9	10	11	12
短期借款	1,794	2,511	3,013	3,315	利润总额	463	406	667	825
应付账款、票据	978	1,177	1,456	1,686	所得税费用	34	30	49	61
其他流动负债	588	485	533	586	净利润	429	376	617	764
流动负债合计	3,360	4,173	5,003	5,587	少数股东损益	0	0	0	0
非流动负债:					归母净利润	429	376	617	764
长期借款	284	455	682	1,023					
其他非流动负债	284	299	314	329					
非流动负债合计	568	753	995	1,352					
负债合计	3,928	4,926	5,998	6,939					
所有者权益									
股本	790	790	790	790					
资本公积金	2,616	2,616	2,616	2,616					
未分配利润	1,817	2,042	2,413	2,871					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	5,175	5,437	5,870	6,404					
负债和所有者权益	9,103	10,364	11,868	13,343					
现金流量表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	429	376	617	764	成长性				
折旧与摊销	267	316	381	439	营业收入增长率	0.0%	31.7%	25.8%	16.5%
财务费用	98	84	110	133	营业利润增长率	1.3%	-12.2%	63.6%	23.6%
存货的减少	-342	-365	-558	-458	归母净利润增长率	-2.5%	-12.4%	64.4%	23.8%
营运资本变化	-169	-39	-79	-58	总资产增长率	19.9%	13.9%	14.5%	12.4%
其他非现金部分	31	-28	-31	-33	盈利能力				
经营活动现金净流量	314	344	441	787	毛利率	17.1%	15.2%	16.6%	17.1%
投资活动现金净流量	-1307	-1114	-1003	-903	营业利润率	6.2%	4.1%	5.4%	5.7%
筹资活动现金净流量	1011	543	434	280	三项费用/营收	10.7%	11.0%	11.3%	11.5%
现金流量净额	-20	-227	-128	164	EBIT/销售收入	7.1%	4.9%	6.2%	6.6%
					净利润率	5.7%	3.8%	4.9%	5.2%
					ROE	8.3%	6.9%	10.5%	11.9%
					营运能力				
					总资产周转率	83.4%	96.5%	106.0%	109.8%
					资产结构				
					资产负债率	43.2%	47.5%	50.5%	52.0%
					现金流质量				
					经营净现金流/净利润	0.73	0.92	0.71	1.03
					每股数据 (元/股)				
					每股收益	0.54	0.48	0.78	0.97
					每股净资产	6.55	6.88	7.43	8.11

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部



分析师简介

刘华峰：华鑫证券分析师，2021 年 6 月加入华鑫证券研发部。

华鑫证券有限责任公司评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-) 5%— (+) 5%
4	减持	(-) 15%— (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。



免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>