

海亮股份(002203)调研报告

估值合理, 新产品发展前景看好

首次评级

有色金属

2009 年 5 月 21 日

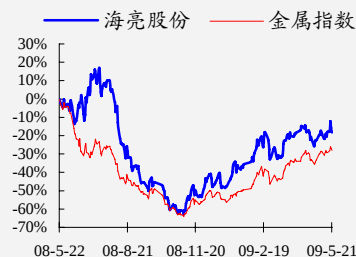
投资要点:

- 海亮股份是国内涉及行业广、产品种类全的大型铜加工企业之一, 与河南金龙、高新张铜并称为铜管行业的三大龙头企业。公司主要产品包括铜管、铜棒两类, 公司自成立以来, 一直致力于铜产品的研制开发、生产、销售和服务。产品广泛应用于空调和冰箱制冷、建筑水管、海水淡化、装备制造、汽车工业、电子信息、交通运输、五金机械、电力等行业。
- 公司主要亮点: (1) **柔性化生产, 产品结构优化:** 公司采用柔性化生产, 合理利用同一套设备生产多种产品, 从而有效规避淡季旺季波动风险以及某一种产品销量大幅萎缩的风险。(2) **稳定和优秀的管理团队, 较强的风险控制能力:** 公司高管和中层干部多数来自全国各地有色金属行业内的知名企业, 为这方面的资深专业人才。公司具有较强的风险控制能力: 采用净库存管理方法, 建立了一套完善的风险控制办法。(3) **国内先进的铜管制造商:** 公司是国家科学技术部认定的国家火炬计划重点高新技术企业, 在空调制冷用铜管、铜合金、精密铜棒的生产工艺、模具和新产品开发方面具有较大的优势。(4) **国际化发展道路:** 公司在开发高附加值的新产品的同时, 投资成立越南海亮, 在全球范围内布局, 利用当地低成本优势促进公司发展。
- 预计公司 2009 年, 2010 年, 2011 年每股收益分别为: 0.44 元, 0.51 元和 0.55 元。公司股值合理, 给予谨慎推荐评级。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2008	790,601	16.81	17,521	0.56	0.44	12.72	24.49	
2009E	632,480	-20	17,632	0.63	0.44	11.51	23.21	
2010E	747,311	18.16	20,492	16.22	0.51	12.08	19.97	
2011E	898,003	20.16	21,647	5.64	0.54	11.58	18.91	

走势图



市场数据

2009-5-21

收盘价:	10.78 元
52 周最高价:	15.76 元
52 周最低价:	4.82 元
平均持仓成本:	10.64 元

基本数据

2009Q1

总股本(万股):	40,010
流通 A 股(万股):	40,010
每股收益(元):	0.08
每股净资产(元):	3.31
每股经营现金流(元):	0.27
市净率:	3.26

分析师: 诸利达

TEL: (8621)6336 7000-319

FAX: (8621)6337 3209

Email: zhulida970@sina.com

地 址: 上海市延安东路 45 号 20F

(邮编 200002)

1. 公司简介

海亮股份是由冯海良先生创办的诸暨铜材厂演变而来的，公司是典型的民营企业，控股股东海亮集团持有上市公司 41.86% 股权，海亮股份的董事长冯海良先生持有海亮集团 38.97% 的股份，并可实际控制或影响海亮集团 71.57% 的股份，是上市公司的实际控制人。而公司的第二大股东为 Z&P 公司，持有上市公司 30% 的股权，作为财务投资人并不影响公司的运营。

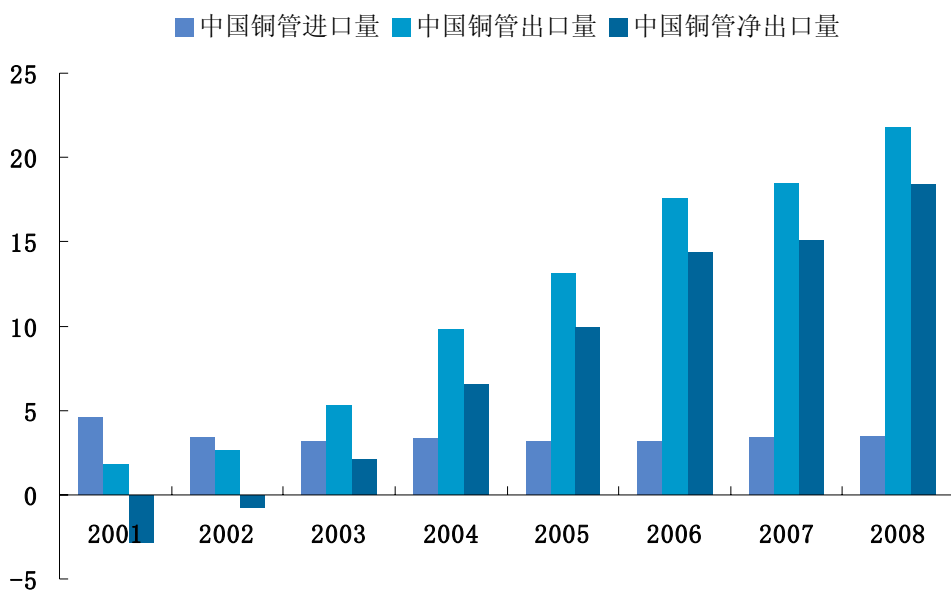
经过多年的发展，公司目前已是国内涉及行业广、产品种类全的大型铜加工企业之一，与河南金龙、高新张铜并称为铜管行业的三大龙头企业。公司主要产品包括铜管、铜棒两类，公司自成立以来，一直致力于铜产品的研制开发、生产、销售和服务。产品广泛应用于空调和冰箱制冷、建筑水管、海水淡化、装备制造、汽车工业、电子信息、交通运输、五金机械、电力等行业。

2. 公司所处行业情况分析

在铜行业产业链中，铜矿开采处于行业的最上游，铜冶炼企业为中上游，铜板、铜管、铜棒等加工企业属于产业链的中游，而下游为电力、电子、建筑、交通等终端消费行业。

公司主要产品为铜管，属于中游铜加工企业。铜管材是铜产品制造业中发展最快的产品之一，随着空调制冷行业的发展，近几年国内铜管消费量每年以超过 10% 的速度递增，目前中国已经是世界上最大的铜管消费国。由于传统发达国家铜管生产成本较高，产量逐渐萎缩，中国铜管生产企业则在这段时间内经历了飞速发展。

图 1. 中国铜管行业进出口情况（万吨）



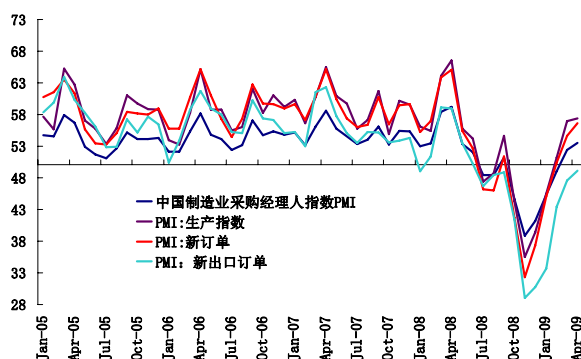
数据来源：中国海关，08 年数据来至于中国有色金属协会

中国铜管行业从 2003 年开始出现净出口，并且出口额逐年扩大，是中国各大类铜产品中唯一实现净出口的细分行业。由于国内较低的生产成本和较为先进的生产技术，使中国铜管行业在国际上具有较强的竞争力。行业内的龙头企业：河南金龙、高新张铜以及海亮股份三家公司在技术装备水平、产品质量、营销服务上已经接近国际铜产品制造发达国家，其生产的高端铜管产品，除在品牌知名度外与国际一线厂商几乎没有差异。

铜管生产企业一般采取以销定产方式组织生产，采用“电解铜价格+加工费”的定价模式，电解铜随市场价格发生变化，而加工费则保持相对稳定，行业内生产企业主要赚取加工费。因此铜管生产企业的盈利水平主要受开工率影响，只要下游需求不出现大幅下滑，铜价维持在低位并保持稳定反而有利于铜加工企业的经营。

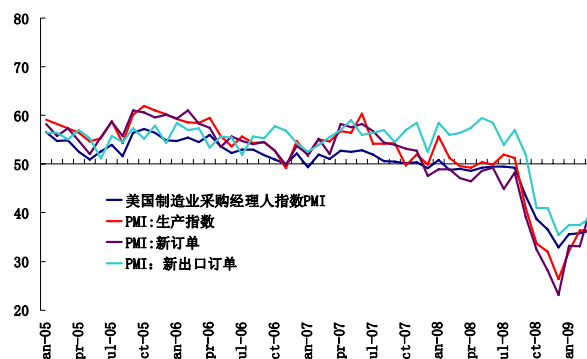
铜管在国民经济的各行各业中应用广泛，其下游需求的变化和宏观经济密切相关。受去年下半年经济危机影响，铜加工企业的开工率出现了大幅下降。今年一季度由于下游企业补库，以及国家投资对铜消费的拉动，各类铜材加工企业一季度开工率稳步回升，4 月份开工率继续回升，但进入 5 月份后一些铜材加工细分行业的订单量开始出现了下降。除了季节性因素外，出口没有出现明显好转也是重要的原因。

图 2.中国 PMI 指数



数据来源: Bloomberg 东北证券研究所

图 3.美国 PMI 指数



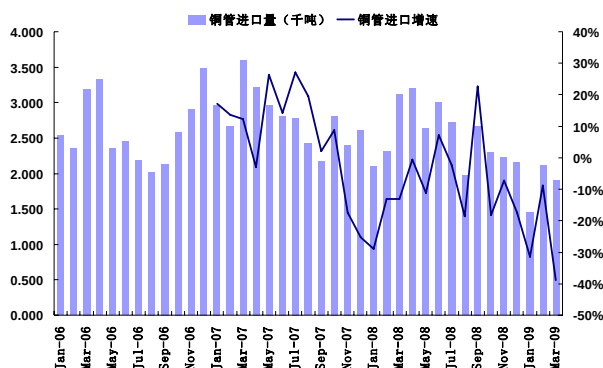
数据来源: Bloomberg, 东北证券研究所

虽然目前仍然很难说下游需求已经出现明显好转，但从一些领先指标上看，经济确实出现了好转的迹象，特别是中国 PMI 指数连续 5 个月回升，目前已经处于 50 以上，美国 PMI 指数虽然仍在 50 以下，但较之前的低位已有所回升。

进出口方面，截至到 3 月份的数据，中国铜管进口继续下滑，3 月份铜管进口量同比下降 40%左右。出口方面受国外需求下降影响，3 月份出口同比下降 26%，但是较 2 月份环比已经出现了回升。

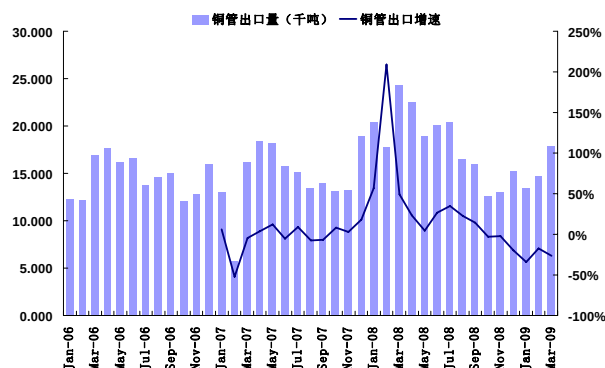
目前空调行业和美国房地产行业尚未出现明显的复苏迹象，铜管的消费仍将保持疲软，但相信随着各国经济刺激政策的效果逐渐显现，下半年铜管行业的需求会逐步回升。虽然美国去杠杆化的过程仍将持续，但随着央行大量基础货币的投放，以及实体经济的逐渐好转，市场的风险偏好和流动性正在逐渐上升，下游需求也将逐步恢复。

图 4.中国铜管月度进口量



数据来源: CEIC

图 5.中国铜管月度出口量



数据来源: CEIC

3. 公司主要竞争优势

3.1 柔性化生产，产品结构优化

目前国内铜管厂商广泛采用的工艺主要有两种：“熔铸—挤压—轧制”（挤轧工艺）和“水平连续铸造管坯—行星轧制”（连轧工艺）。公司主要采用挤轧工艺，该工艺可通过调整模具和温度加工不同材料和规格的产品，具有很强的适应性和灵活性。

公司采用柔性化生产，合理利用同一套设备生产多种产品，从而有效规避淡旺季波动风险以及某一种产品销量大幅萎缩的风险。

3.2 稳定和优秀的管理团队，较强的风险控制能力

公司管理核心冯海良先生长期从事铜加工行业的生产经营，具有超前的战略规划能力和敏锐的市场把握能力，公司高管和中层干部也多数来自全国各地有色金属行业内的知名企业，为这方面的资深专业人才。

公司具有较强的风险控制能力：采用净库存管理方法，建立了一套完善的风险控制办法。公司在 2008 年下半年有效的规避了铜价大幅波动的风险，证明了公司对铜价波动风险的控制能力。

3.3 国内先进的铜管制造商

公司是国家科学技术部认定的国家火炬计划重点高新技术企业，在空调制冷用铜管、铜合金、精密铜棒的生产工艺、模具和新产品开发方面具有较大的优势。2005 年 9 月海亮高精度铜管材（内螺纹铜管）获得“中国名牌产品”称号。2007 年 2 月，“海亮”商标被认定为驰名商标，同时，相关铜管产品通过美国 NSF、加拿大 WHI、英国 KITE MARK、南非 SABS 以及香港 NUTEK 产品品质认定。

经过多年的努力，公司目前有三项发明专利、十六项实用新型专利，另有多项专利处于受理和审核阶段。公司还是铜加工行业中行业标准的制定者之一，近三年来单独制定了五项行业标准，参与制定了三项行业标准。

3.4 国际化发展道路

公司管理层认为，随着铜加工行业竞争加剧，技术含量低的出口产品未来可能面临出口退税率下调的风险，因此公司在开发高附加值的新产品的同时，投资成立越南海亮，在全球范围内布局，利用当地低成本优势促进公司发展。

越南海亮自经营之日起 15 年内，每年所得税率为 10%，自获利年度起，享受“四免七减半”税收优惠。同时越南当地人工成本较低，虽然初期因为派遣技术人员可能导致管理费用增加，但随着越南海亮工人熟练度的提高，预计越南海亮的成本优势将逐渐显现。

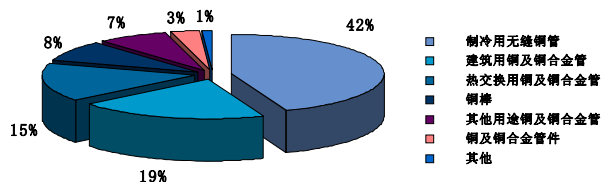
3.5 集团业务介绍

控股股东海亮集团主要以铜加工、房地产、矿产资源开发三大产业为主体。把铜加工龙头企业发展壮大成矿山、冶炼、加工的完整生产链是集团未来长期的发展目标。目前集团在新疆、内蒙等地有矿业投资项目。

4. 主营业务情况分析

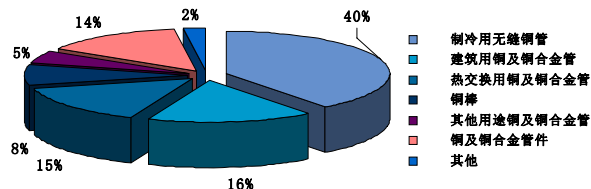
公司主要产品分为铜管和铜棒，按应用市场分则可分为制冷无缝铜管、建筑用铜管、热交换铜及铜合金管以及其他用途铜及铜合金等。其中制冷用无缝铜管、建筑用铜管以及热交换用铜合金管在主营收入中分别占 42%、19%、15%，在主营业务利润中分别占 40%、16%和 15%。

图 6.公司主营业务收入结构



数据来源：公司公告

图 7.公司主营业务利润结构



数据来源：公司公告

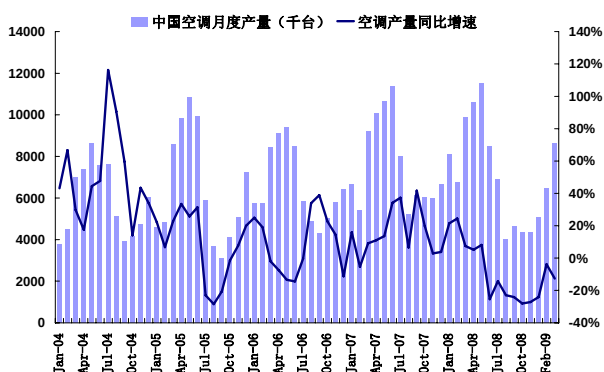
4.1 传统制冷铜管消费不容乐观

公司目前主要的营业收入和利润仍然来自于传统的制冷铜管的销售，中国目前是全球最大的空调生产基地，受经济危机影响，中国空调和电冰箱的产量出现了快速下滑，3 月份中国空调和电冰箱的产量同比下降幅度在 20%左右，进入 6 月份之后，空调行业将逐渐进入消费淡季，虽然公司出口国家比较分散，可以减弱淡旺季波动风险，但由于空调消费主要集中在美国、中国和日本，空调生产进入淡季对公司仍会产生一定的影响。

由于空调制冷行业已经进入成熟期，预计未来产量难有大的提升，公司 2009 年

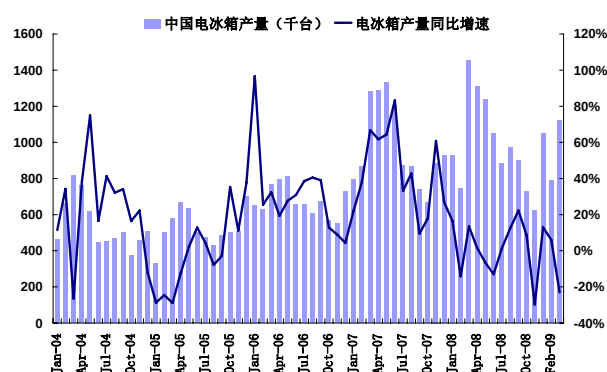
制冷无缝铜管的产量预计将有所下降。

图 8.中国月度空调产量变化情况（千台）



数据来源: Bloomberg 东北证券研究所

图 9.中国月度电冰箱产量变化情况（千台）



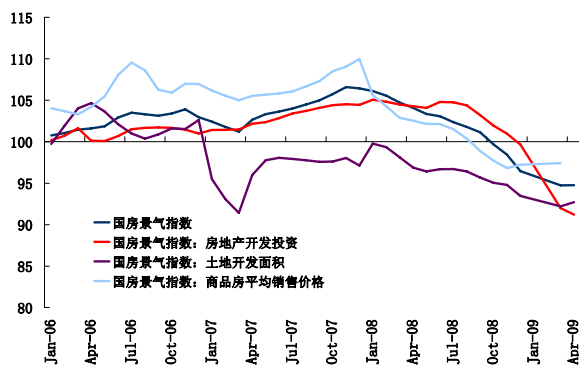
数据来源: Bloomberg, 东北证券研究所

4.2 建筑用铜管

铜水管在英美等发达国家的应用较为普遍，多为建筑和住宅的供水管。由于铜水管具有卫生环保，对内壁对水流阻力小等优点，一直是建筑给水管材的首选材料。

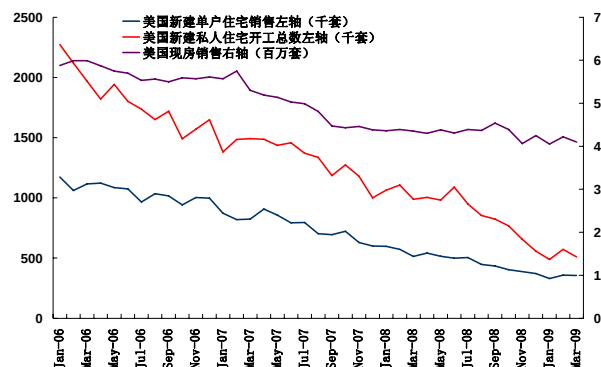
中国由于铜管价格的原因，铜水管的应用目前仍然局限于标志性建筑物以及高端住宅。从中国国房景气指数以及美国房地产销售状况也看，虽然下滑势头有所放缓但目前房地产市场仍然处于低迷的状态。由于产能增长和公司对新市场的开发，预计2009年公司建筑用铜管将会小幅上涨。从长期来看，由于铜水管相比 PRP 管材以及新型铝塑复合管有明显的优势，随着国内人们生活水平的提高，建筑用铜管的市场仍将保持稳定增长。

图 10.中国国房景气指数变化情况



数据来源: CEIC

图 11.美国房地产销售状况



数据来源: Bloomberg

4.3 新产品业务增长可期

热交换铜管的主要需求来自于海水淡化、船舶工业和电力工业三个领域，其中海水淡化行业更是被人们寄予厚望。

全球目前 120 多个国家建有海水淡化厂近 20000 家，日产淡水 3000 多万吨。目前世界海水淡化中蒸馏法占主导地位，其中海水淡化装置的核心部件均需要用到冷凝管。铜合金在性能上虽然不如钛合金管，但从价格，加工难度，成材率等多方面综合考虑，目前铜合金冷凝管仍然是海水淡化装置的首选。

全球范围内，淡水资源仍然比较匮乏，海水淡化工程是一些沿海的缺水国家（如沙特阿拉伯等）获得淡水的好方法。此外由于工业的发展，目前全世界可利用的淡水资源越来越少，海水淡化工程从产期来看发展空间很大。

表 1.未来几年内全球热交换用铜管消费量

	海水淡化	船舶工业	电力工业
全球总计	20 万吨	30 万吨	—
中国	3 万吨	3.5 万吨	6 万吨

数据来源：中色科技股份有限公司

4.4 主营业务产品产量及毛利预测

由于公司采用以销定产的生产方式，公司产量和下游需求相关度较大。预计公司 2009 年制冷铜管销量会有所下降，但其他产品产量仍将保持小幅上涨。

表 2.公司主营产品和毛利预测

	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
产量							
制冷用无缝铜管	32032	43053	46479	58300	50721	55793	57467
建筑用铜及铜合金管	15136	26738	28641	28836	31719	34891	38380
热交换用铜及铜合金管	1424	7918	7786	15869	23804	28564	34277
其他用途铜及铜合金管	18040	16559	15716	12491	13740	12366	11129
铜及铜合金管件	537	1207	1452	1269	1904	2475	3217
铜棒	29478	27402	27500	33881	33881	34220	34562
合计	96647	122877	127574	147000	155768	168309	179033
毛利							
制冷用无缝铜管	2391	2264	3050	2650	2500	2500	2500
建筑用铜及铜合金管	1165	2271	2600	2450	2350	2350	2350
热交换用铜及铜合金管	-4499	1676	2500	2450	2400	2400	2350
其他用途铜及铜合金管	1438	2504	2300	2250	2150	2100	2100
铜及铜合金管件	13250	20415	20500	16500	16000	15500	15500
铜棒	802	1533	2600	2500	2500	2500	2500

资料：公司公告 东北证券研究所

铜价方面预计二季度铜价仍将保持在较高的水平，三季度随着基本金属消费淡季的来临铜可能有所回调，但幅度不会太大，4 季度随着经济逐步好转，铜价将会有所上涨。

表 3.LME 主要基本金属价格预测

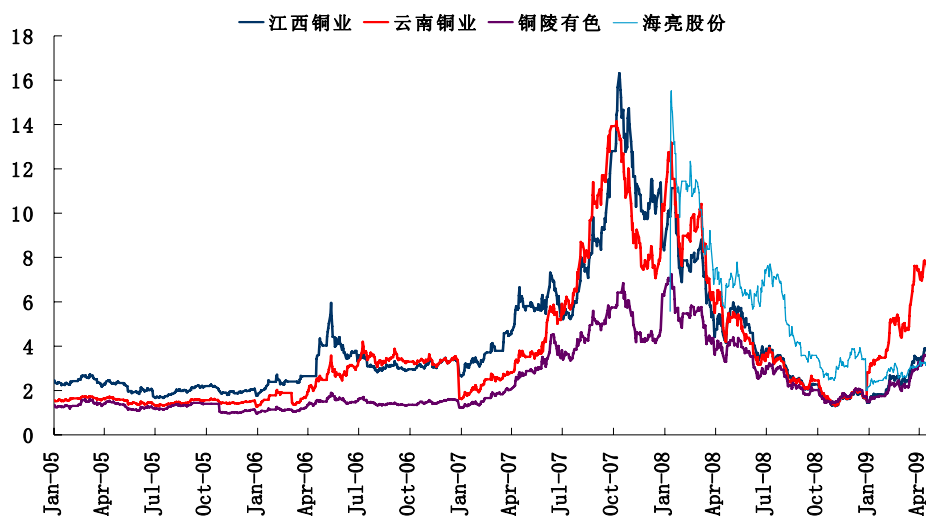
		08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2E	09Q3E	09Q4E
基本金属 (LME 现金)									
铝	美元 / 吨	2729	2941	2792	1830	1350	1450	1400	1550
铜	美元 / 吨	7763	8448	7693	3940	3382	4500	4200	4700
铅	美元 / 吨	2891	2316	1912	1251	1100	1300	1400	1500
镍	美元 / 吨	28863	25730	18980	10885	10400	11000	11500	12500
锡	美元 / 吨	17695	22612	20567	13127	11100	12000	11600	12500
锌	美元 / 吨	2426	2115	1773	1189	1100	1450	1350	1600
贵金属									
黄金	美元 / 盎司	923	897	869	797	905	925	910	900
白银	美元 / 盎司	17.5	17.2	15	10.2	12.5	13	13.5	14
白金	美元 / 盎司	1862	2021	1531	859	1010	1050	1100	1120

数据来源: Barclays Capital 东北证券研究部

5. 估值比较

从相对估值上看,海亮的 PB 值仍然处于行业较低的水平,从历史 PB 变化上看,有向上修正的动力。

图 12.国内铜行业公司 PB 值比较



数据来源: 公司公告, 东北证券研究所

6. 风险因素提示

空调制冷行业和房地产行业持续低迷;铜价大幅波动;经济复苏情况低于预期;新产品销售状况低于预期;进出口贸易壁垒;

7. 盈利预测

预计公司 2009 年, 2010 年, 2011 年每股收益分别为: 0.44 元, 0.51 元和 0.55 元。给予谨慎推荐评级。

财务报表:

利润表 (万元)	2008A	2009E	2010E	2011E	价值比率	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	790,600.65	632,480.52	747,311.16	898,003.06	P / E	23.09	23.21	19.97	18.91
营业成本	748,071.61	584,412.00	693,504.76	838,734.86	EV / 收入	0.52	0.63	0.52	0.44
营业费用	13,138.55	12,017.13	13,077.95	15,266.05	EV / EBITDA	9.70	13.48	11.33	10.58
管理费用	10,228.53	12,017.13	13,077.95	13,470.05	EV / EBIT	21.48	16.89	14.53	13.66
财务费用	(202.58)	3,590.37	2,997.92	3,741.99	EV / NOPLAT	24.40	19.88	17.10	16.07
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	EV / IC	3.11	2.91	2.72	2.30
营业利润	19,225.63	19,931.92	23,531.62	25,443.11	P / B	2.97	2.67	2.41	2.19
利润总额	20,206.85	21,331.92	24,931.62	26,643.11	Dividend Yield (%)	0.00%	0.86%	1.00%	1.06%
所得税	2,420.80	3,199.79	3,739.74	3,996.47					
净利润	17,786.05	18,132.13	21,191.88	22,646.65	每股指标	2008A	2009E	2010E	2011E
归属母公司所有者的净利润	17,521.22	17,632.13	20,491.88	21,646.65	基本 EPS	0.44	0.44	0.51	0.54
NOPLAT	16,744.08	19,993.95	22,550.11	24,807.33	每股红利	0.00	0.20	0.20	0.20
					每股经营现金流	1.10	0.91	0.72	0.12
					每股净现金流	1.23	(0.14)	0.22	0.49
					每股净资产	3.44	3.83	4.24	4.67
资产负债表 (万元)	2008A	2009E	2010E	2011E	流动性	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	94,175.15	88,547.27	97,150.45	116,740.40	净负债 / 权益	(0.08)	(0.14)	(0.20)	(0.11)
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	总负债 / 总资产	54.74%	51.99%	51.70%	54.47%
应收帐款	37,905.83	43,320.58	55,280.55	73,808.47	流动比率	1.14	1.16	1.22	1.24
预付款项	12,629.43	13,798.25	14,491.75	13,653.02	速动比率	0.83	0.84	0.89	0.89
存货	56,129.26	56,039.51	62,700.43	85,022.44					
流动资产合计	204,891.53	205,565.31	235,616.83	296,426.56	财务比率	2008A	2009E	2010E	2011E
非流动资产	126,996.26	140,686.48	143,889.18	146,396.97	盈利能力				
资产总计	331,887.79	346,251.79	379,506.01	442,823.53	毛利率	5.38%	7.60%	7.20%	6.60%
短期借款	80,218.78	64,173.00	60,966.31	93,673.93	营业利润率	2.43%	3.15%	3.15%	2.83%
应付帐款	72,590.42	80,056.44	95,000.65	103,405.67	净利率	2.22%	2.79%	2.74%	2.41%
预收款项	13,148.48	14,413.44	15,160.75	16,956.76	净资产收益率	12.72%	11.51%	12.08%	11.58%
流动负债合计	179,202.51	177,567.06	193,727.77	238,727.97	偿债能力				
非流动负债	2,460.46	2,460.46	2,460.46	2,460.46	流动比率	1.14	1.16	1.22	1.24
少数股东权益	12,529.58	13,029.58	13,729.58	14,729.58	速动比率	0.83	0.84	0.89	0.89
母公司股东权益	137,695.24	153,194.70	169,588.20	186,905.52	资产负债率	54.74%	51.99%	51.70%	54.47%
净营运资本	25,689.02	27,998.25	41,889.07	57,698.59	成长能力				
投入资本 IC	131,527.62	136,710.46	141,994.10	173,429.10	营业收入增长率	16.81%	-20.00%	18.16%	20.16%
					营业利润增长率	15.69%	3.67%	18.06%	8.12%
					净利润增长率	0.56%	0.63%	16.22%	5.64%
					净资产增长率	98.97%	11.26%	10.70%	10.21%
					营运能力				
					应收帐款周转率	16.80	15.57	15.16	13.91
					存货周转率	10.45	10.42	11.68	11.36
					总资产周转率	2.57	1.87	2.06	2.18
现金流量表 (万元)	2008A	2009E	2010E	2011E					
净利润	17,786.05	18,132.13	21,191.88	22,646.65					
折旧摊销	23,083.04	0.00	7,497.31	8,492.21					
净营运资金增加	27,560.08	2,309.23	13,890.81	15,809.52					
经营活动产生现金流	43,990.66	36,240.07	28,906.16	4,953.64					
投资活动产生现金流	(52,437.09)	(19,078.56)	(10,000.00)	(10,000.00)					
融资活动产生现金流	57,664.22	(22,789.39)	(10,302.99)	24,636.31					
现金净增 (减)	49,217.80	(5,627.88)	8,603.18	19,589.95					

数据来源: 公司公告 东北证券研究所

投资评级说明:

行业投资评级分为: 优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为: 推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明:

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归我公司所有。

东北证券股份有限公司金融与产业研究所

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层(邮编 200002)

电话: (8621) 6336 7000

传真: (8621) 6337 3209