



铜合金管生产企业龙头，未来稳定成长可期

——海亮股份调研报告

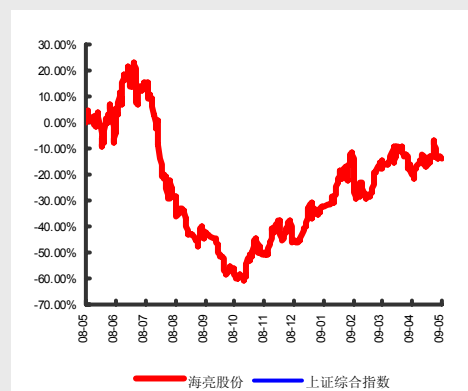
要点:

- 铜加工企业普遍采用“电解铜价格+加工费”的定价模式，以销定产、订单驱动，铜价随市场波动而波动，但加工费相对固定。这种定价模式有利于公司降低铜价波动风险，这也是公司在2008年铜价大幅下跌的情况下业绩并没有受到明显冲击的主要因素。但同时，这种商业模式也使得公司并能享受铜价上涨带来业绩增长的好处。公司未来业绩的增长主要依赖于产能的扩张。
- 公司2007年产能（包括铜合金管和铜棒）15.32万吨，随着4个募投项目10万吨产能、3个非募投项目10.3万吨产能（实际新增6.8万吨产能）的建成投产，公司到2009年的总产能将达到26.3万吨，这些产能将在未来三年逐步释放，产销量将保持13%以上的增幅，是公司未来3年业绩增长的主要动力。
- 公司是国内空调管行业的龙头，与河南金龙、高新张铜形成中国三足鼎立的局面。而目前高新张铜陷入经营困境，部分订单已经流失到海亮股份手中。根据我们的调研得知，受金融危机的影响，公司空调管订单今年1季度同比有所下降，但与去年第四季度相比，环比有所上升。而今年4、5月份订单环比有进一步上升。我们认为国外市场短期内仍将保持低迷，但在“家电下乡”政策的推动以及空调消费旺季的到来，国内市场对空调的消费将有明显回升，从而带动对空调管的消费，弥补部分国外空调管订单的下降。另外，公司正积极采取“抓大不放小、抓内不放外”策略，拓展销路，保持空调管订单的稳定增长。
- 公司另一拳头产品公司热交换用铜合金管产能1万吨，目前该部分产品订单需求稳定，并没有受经济危机的影响。同时，公司募集资金建设3万吨新型高耐腐蚀抗磨铜合金管生产线，其中75%是热交换用管，火电站用热交换管3000吨，海水淡化用热交换器管19000吨，是我国设计最大的铜合金管生产线，具有规模优势。到2009年，公司热交换用铜管产能将超过4万吨，在整个行业中具有绝对优势，未来市场前景非常广阔。
- 我们预测公司2009年-2010年的EPS为0.483，0.644，0.794元，我们认为公司目前的估值水平并没有反映公司在铜合金管加工行业的龙头地位以及未来业绩稳定增长的预期，给予推荐评级。根据公司FCFF和FCFE的绝对估值以及参考同行业市盈率的相对估值，我们给出6个月目标价在13-14.5元之间。

评级：推荐（首次）

2009年5月22日

收盘价	10.78
目标价	13-14.5
52周内高	15.76
52周内低	4.82
总市值(百万元)	4313.08
流通市值(百万元)	1380.72
总股本(百万股)	400.10
A股(百万股)	400.10
—已流通(百万股)	128.08
—限售股(百万股)	272.02
B股(百万股)	0.00
H股(百万股)	0.00
市盈率（2009）	22.39
市净率	3.14



行业研究员：张志鹏

电话 021-63341333*320

邮箱 zhangzhipeng@ajzq.com

财务和估值数据摘要						
单位:百万元	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	6214.61	6768.10	7906.01	5999.54	7812.94	9979.05
增长率(%)	102.45%	8.91%	16.81%	-24.11%	30.23%	27.72%
归属母公司股东净利润	153.92	174.24	175.21	193.14	257.49	317.55
增长率(%)	105.24%	13.20%	0.56%	10.23%	33.31%	23.33%
每股收益(EPS)	0.385	0.435	0.438	0.483	0.644	0.794
每股股利(DPS)	0.000	0.066	0.150	0.079	0.106	0.131
销售毛利率	4.84%	5.53%	5.38%	7.64%	7.49%	7.30%
销售净利率	2.73%	2.62%	2.25%	3.27%	3.35%	3.23%
净资产收益率(ROE)	28.24%	25.18%	12.72%	12.56%	14.69%	15.73%
投入资本回报率(ROIC)	38.68%	31.52%	20.04%	14.11%	18.33%	20.10%
市盈率(P/E)	28.10	24.82	24.68	22.39	16.80	13.62
股息率(分红/股价)	0.000	0.006	0.014	0.007	0.010	0.012

业绩和估值指标	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
EBIT	186.40	221.71	249.42	269.03	340.23	416.60
EBITDA	232.02	278.09	322.94	398.37	484.56	570.64
NOPLAT	145.85	204.44	206.02	201.78	255.17	312.45
净利润	153.92	174.24	175.21	193.14	257.49	317.55
EPS	0.385	0.435	0.438	0.483	0.644	0.794
BPS	1.362	1.730	3.442	3.845	4.382	5.045
PE	28.10	24.82	24.68	22.39	16.80	13.62
PB	7.94	6.25	3.14	2.81	2.47	2.14
PS	0.70	0.64	0.55	0.72	0.55	0.43
EV/EBIT	12.66	18.67	17.55	15.53	12.13	9.10
EV/EBITDA	10.17	14.89	13.56	10.49	8.51	6.64
EV/NOPLAT	16.18	20.25	21.25	20.71	16.17	12.13
EV/IC	3.32	3.76	3.06	3.00	2.65	2.56
ROIC-WACC	28.58%	21.42%	9.94%	3.41%	7.63%	9.40%

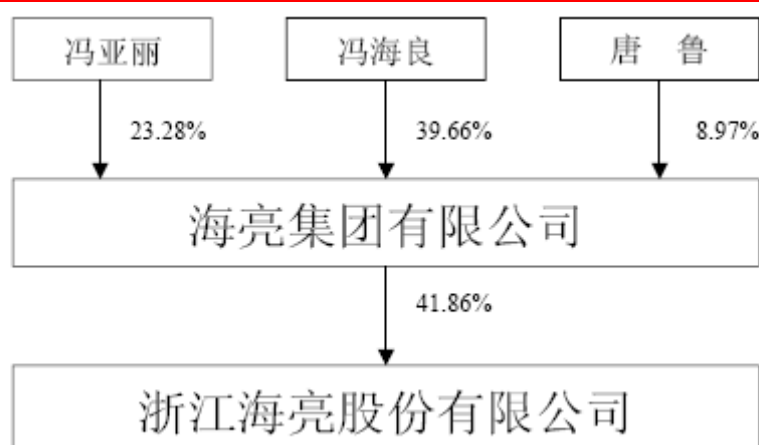
目 录

1 公司概况.....	4
2. 产能扩张是公司未来业绩增长的主要动力.....	5
3. 重点品种分析	6
3.1 空调管 - 受经济周期波动影响较大.....	6
3.2. 热交换用铜合金管 - 未来前景广阔.....	7
4. 估值与评级	8
4.1 绝对估值	8
4.2 相对估值.....	9
4.3 评级.....	9
表格 1 限售股流通时间	4
表格 2 募投和非募投项目进展.....	5
表格 3 基本假设与估值	8
表格 4 主要产品销量及预测	9
表格 5 单位加工毛利	9
图 1 公司股权结构	4
图 2 2008 年营业收入构成	5
图 3 2008 年营业利润构成.....	5
图 4 公司产能持续扩张.....	6
图 5 国内空调产量止跌反弹.....	7

1 公司概况

海亮股份是由冯海良先生在1989年底创办的诸暨市铜材厂演变而来。2008年1月，公司在A股市场发行5500万股票，募集资金6.14亿元。公司现阶段前10大股东除了海亮集团和Z&P，多数为公司高管，公司创始人冯海良先生及冯亚丽女士拥有海亮集团的控股权，是海亮公司的实际控制人。自然人股东曹建国、汪鸣、陈东、钱昂军、王虎、赵学龙承诺将所持有的公司股份自2009年1月16日解禁流通之日起延长锁定期两年至2011年1月16日，在2011年1月16日之前不减持其所持有公司的任何股份。

图 1 公司股权结构



表格 1 限售股流通时间

上市日期	上市股份数量(股)	占已流通数量比例(%)	占总股本比例(%)	上市股份类型
2008-1-16	44,000,000	100	11	首发一般股份
2008-4-16	11,000,000	20	2.75	首发机构配售股份
2009-1-16	73,081,900	57.06	18.27	首发原股东限售股份
2010-5-28	51,157,300	39.94	12.79	首发原股东限售股份
2011-1-17	220,860,770	172.44	55.2	首发原股东限售股份

数据来源：Wind资讯

海亮股份主要从事各种标准、牌号的铜及铜合金材的研制开发、生产销售和服务，目前自行研制开发的铜产品包括：铜管、铜棒两类，其中铜管按市场还可以分为制冷用无缝铜管、建筑用铜及铜合金管、热交换用铜及铜合金管、其他用途铜及铜合金管、铜及铜合金管件等五大品种，广泛用于空调制冷、建筑水道、装备制造、汽车工业、电子信息、交通运输、五金机械、电力、海水淡化等行业和领域，并在市场竞争中处于优势地位。

在2008年公司收入构成中，制冷用无缝铜管占比达到46%，营业利润占到40%，是公司的的主要利润来源。建筑用铜合金管和热交换用铜及铜合金管分别占到营业收入19%、16%，分别贡献营业利润16%、15%，是公司利润的重要来源。铜及铜合金管件是公司盈利能力最高的产品，以3%的营业收入贡献14%的营业利润，但由于加工难

度大，加工周期长，未来产能扩张有限。

图 2 2008 年营业收入构成

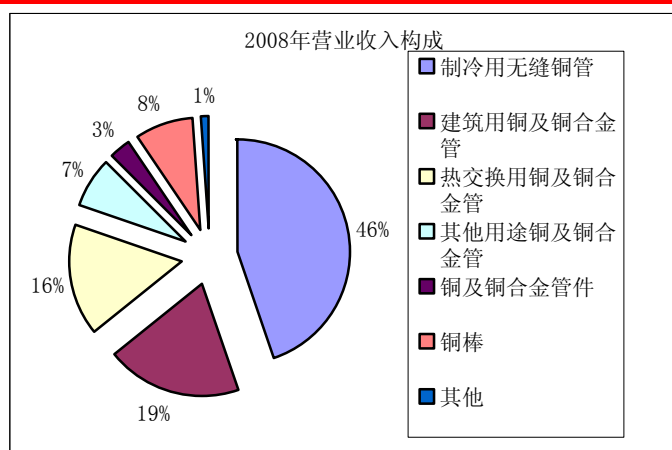
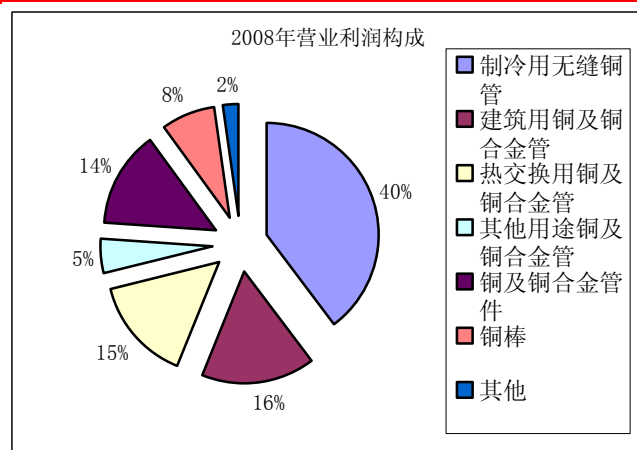


图 3 2008 年营业利润构成



数据来源：公司公告

2. 产能扩张是公司未来业绩增长的主要动力

铜加工企业普遍采用“电解铜价格+加工费”的定价模式，以销定产、订单驱动，铜价随市场波动而波动，但加工费相对固定。这种定价模式有利于公司降低铜价波动风险，这也是公司在2008年铜价大幅下跌的情况下业绩并没有受到明显冲击的主要因素。当然，公司严格的库存风险控制是公司2008年业绩保持平稳的另一个重要原因。但同时，这种定价模式也使得公司并能享受铜价上涨带来业绩增长的好处。公司未来业绩的增长主要依赖于产能的扩张。

公司2007年产能（包括铜合金管和铜棒）15.32万吨，随着4个募投项目10万吨产能、3个非募投项目10.3万吨产能（实际新增6.8万吨产能）的建成投产，公司到2009年的总产能将达到26.3万吨，这些产能将在未来三年逐步释放，产销量将保持13%以上的增幅，是公司未来3年业绩增长的主要动力。

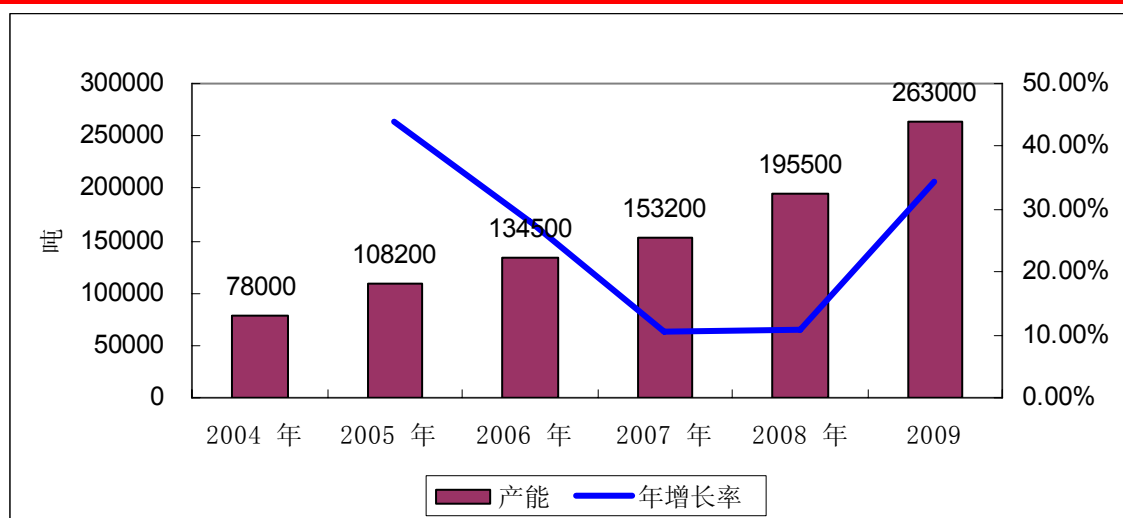
表格 2 募投和非募投项目进展

序号	项目名称（简称）	投资总额	截止 2008 年末累计投资金额	截止 2008 年末项目进展	项目达到预定可使用状态日期
1	募投项目：年产 3 万吨新型高耐蚀抗磨铜合金管生产线项目	23,848	14,945.64	78.46%	2009 年 03 月 31 日
2	年产 3 万吨高效节能环保新型铜合金管项目	19,605	15,641.36	111.68%	2008 年 12 月 31 日
3	年产 2.5 万吨高精节能环保铜及铜合金水（气）管建设项目	8,985	3,863.50	64.55%	2009 年 03 月 31 日
4	年产 1.5 万吨铜及铜合金管件扩产项目	8,020	5,370.40	89.21%	2009 年 06 月 30 日

		合计	60,458	39,820.90		
6	非募投项目	年产 2 万吨高效节能环保新型铜合金管项目	24,229	23,197.10		已建成投产
7		年产 1.2 万吨铜合金棒材生产线项目	USD325 万元	2,327.65 万元		已建成投产
8		7.1 万吨高档铜合金管项目	4,718 万美元			计划 2009 年底建成

注：公司计划在越南前江省新福县龙江工业园设立海亮（越南）铜业有限公司，投资建设年产 7.1 万吨高档铜合金管项目，即该项目将公司位于中国浙江本部诸暨市店口镇工业区的年产能 3.5 万吨铜管生产线搬迁至越南，为保证越南投资项目的实施，本年度已将盘管第一条生产线进行拆迁和改造，把该部分设备净值 7,927.41 万元转入在建工程。

图 4 公司产能持续扩张



资料来源：爱建证券研发总部

3. 重点品种分析

3.1 空调管—受经济周期波动影响较大

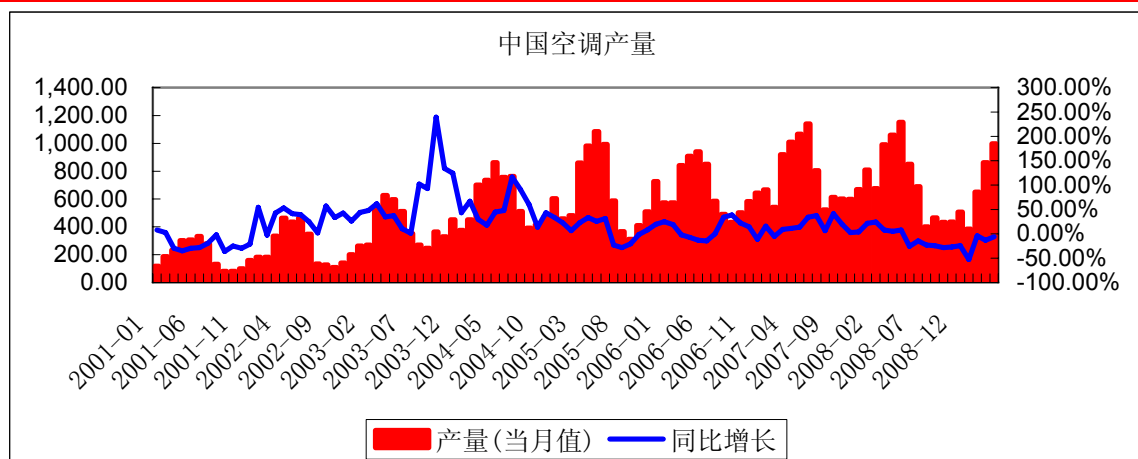
海亮股份是国内空调管行业的龙头，与河南金龙、高新张铜形成中国三足鼎立的局面。而目前高新张铜陷入经营困境，部分订单已经流失到海亮股份手中。

根据我们的调研得知，受金融危机的影响，公司空调管订单今年 1 季度同比有所下降，但与去年第 4 季度相比，环比有所上升。而今年 4、5 月份订单环比有进一步上升。从图可以看到，2009 年 4 月份，国内空调产量 996.24 万台，连续 4 个月回升。尽管同比仍为负增长，但下降幅度明显收窄。

我们认为国外市场短期内仍将保持低迷，但在“家电下乡”政策的推动以及空调消费旺季的到来，国内市场对空调的消费将有明显回升，从而带动对空调管的消费，弥补部分国外空调管订单的下降。另外，公司正积极采取“抓大不放小、抓内不放外”策略，

拓展销路，保持空调管订单的稳定增长。

图 5 国内空调产量止跌反弹



公司募集紫金建设3万吨高效节能环保节能新型铜合金管项目在2008年底建成投产，总产能达到96000万吨，但由于生产线的调试以及下游需求的原因，新增产能将在未来3年逐步释放。尽管该项目的主要产品属于传统的铜管产品类别—制冷用铜管，但在新增的3万吨铜管产能中，技术含量高的高散热、内螺纹管占2.2万吨（占总生产规模的73%），其余8000吨铜管中，空调制冷行业售后服务用蚊香盘管5000吨，普通空调用管3000吨。

3.2. 热交换用铜合金管—未来前景广阔

从应用领域分析，热交换用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主要领域。目前，世界海水淡化技术中蒸馏法占据了主导地位，其海水淡化装置的核心部件有回收段蒸发器、热放出段蒸发器、盐水加热器，这些单元均需要冷凝管。可用的热交换管种类包括铜合金、钛合金、铝管和不锈钢管，而基于价格、耐腐蚀性、加工难易程度和热交换效果等方面考虑，目前海水淡化用热交换管主要为铜合金管。海水淡化的主要原理是让海水通过多级热交换管，受热蒸发后在各段收集蒸汽，冷凝获得淡水。因此，在海水淡化装置的心脏设备中，冷凝管是实现热交换的关键元件，其质量的好坏直接影响到海水淡化的运行成本及装置的运行寿命，铜合金冷凝器管材一直占据着海水淡化市场的主导地位，钛合金管材由于价格较高而主要用于核电站热交换管。

受金融危机影响，铜需求低迷，铜价走低，这正好刺激海水淡化用冷凝管研发、产销以及使用。基于良好的热交换效率和性价比、铜合金管仍然是未来应用的主导。据安泰科预计，未来20年世界海水淡化市场将继续以10%—30%的速度增长，若以每年平均增长20%测算，到2010年世界海水淡化日产量将达到7500万吨左右，新增海水淡水出水量约为1300万吨/吨，考虑蒸馏法和铜管所占比例、维修更换用量等，则年需新增耐腐蚀铜合金管约20万吨。

就国内市场而言,为了解决缺水问题,我国今后5年将建设一批10万吨级海水淡化示范工程。未来20年我国海水淡化市场的增长速度将高于世界平均水平,其中前10年间平均速度增长将近30%。国家发改委、国家海洋局、财政部联合发布的《海水利用专项规划》,对2020年前的海水利用提出发展目标:到2010年,中国海水淡化能力达到80-100万立方米/天;海水直接利用能力达到550亿立方米/年;海水利用对解决沿海地区缺水问题的贡献率达到16%-24%,海水利用产业国产化率达到60%以上。2020年我国海水淡化规模将达到每日250-300万吨/天。按我国蒸馏法占40%,装机日产淡水1万吨需要铜管约400吨计算,到2010年我国新增海水淡化装置需要铜管约12000吨,到2020年,新增海水淡化装置需要铜管约45000吨,在加上水电联产电厂凝气器用热交换冷凝管数量,在未来十年中用于海水淡化及水电联产的热交换管约8万吨。

除沿海城市外,内陆苦咸水地区、海岛、海军舰艇、远洋舰船以及海上采油平台也可采用海水淡化设备生产淡水。可见,海水淡化用铜合金冷凝管的市场潜力巨大。

根据我们的调研得知,目前公司热交换用铜合金管产能1万吨,目前该部分产品订单需求稳定,并没有受经济危机的影响。同时,公司募集资金建设3万吨新型高耐腐蚀抗磨铜合金管生产线,其中75%是热交换用管,火电站用热热交换管3000吨,海水淡化用热交换器管19000吨,是我国设计最大的铜合金管生产线,具有规模优势。到2009年,公司热交换用铜管产能将超过4万吨,在整个行业中将处于压倒性优势。

值得一提的是,2008年天津曹妃甸工业区已经引进大型海水淡化项目采用法国公司SIDEM技术,利用炼钢产生高温废气对海水加热得到淡水,是目前我国国内单体规模最大的海水淡化装置,该装置用的铜合金管为海亮公司所生产。

4.估值与评级

4.1 绝对估值

我们采用FCFF以及FCFE两种绝对估值方法对海亮股份进行估值,得出公司的合理价值在13-14.11元之间。

表格 3 基本假设与估值

估值假设	数值	FCFF 估值	FCFE 估值
过渡期年数	5	14.11	13.00
永续期增长率	5.00%		
无风险利率 Rf	3.50%		
市场组合报酬率 Rm	9.50%		
有效税率 Tx	15.00%		
β 系数	1.20		
债务资本成本 Kd	5.50%		
股权资本成本 Ke	10.70%		

WACC	10.10%		
------	--------	--	--

4.2 相对估值

根据我们所作的利润预测分析, 公司2009年至2011年每股收益分别达到0.483、0.644、0.794元, 业绩增长稳定。目前有色金属板块2008年的市盈率整体在47倍左右, 而2009年的市盈率也至少在40倍左右。考虑到公司是纯粹有色加工行业, 相对与资源类上市公司的估值应该进行一定的折扣。我们给与公司2009年30倍市盈率, 公司目标股价14.49元。

表格 4 主要产品销量及预测

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
制冷用无缝铜管	43,053.47	46,500.00	57,200.00	60,000.00	68,000.00	75,000.00
建筑用铜及铜合金管	26,738.17	27,000.00	28,000.00	30,000.00	33,000.00	40,000.00
热交换用铜及铜合金管	7,918.42	10,800.00	19,500.00	22,000.00	28,000.00	32,000.00
其他用途铜及铜合金管	16,559.14	15,000.00	15,000	15,000.00	15,000.00	15,000.00
铜及铜合金管件	1,207.22	2,400.00	2,700	5,000	9,000	14,000
铜棒	27,402.15	26,000.00	25,000.00	28,000.00	28,000.00	28,000.00
合计	122,878.57	127,700.00	147,400.00	160,000.00	181,000.00	204,000.00

表格 5 单位加工毛利

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
制冷用无缝铜管	2264.12	2969.85	2878.72	2,500.00	2,600.00	2,600.00
建筑用铜及铜合金管	2271.18	2522.43	2431.29	2,300.00	2,400.00	2,400.00
热交换用铜及铜合金管	1676.48	2714.28	3244.77	3,200.00	3,300.00	3,300.00
其他用途铜及铜合金管	2504.38	1779.72	1339.37	1,300.00	1,300.00	1,300.00
铜及铜合金管件	20414.74	19291.63	21266.96	19,000.00	19,000.00	19,000.00
铜棒	1532.78	1868.72	1310.02	1,300.00	1,300.00	1,300.00

4.3 评级

根据我们所作的多种估值模型, 公司的价值应该在13-14.5元之间, 相对于目前的股价有20.37%—34.26%的上升空间, 我们给与公司推荐评级。

表 报表预测

利润表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	6214.61	6768.10	7906.01	5999.54	7812.94	9979.05
减: 营业成本	5913.90	6394.12	7480.72	5541.39	7227.64	9250.55
营业税金及附加	12.79	10.72	10.27	7.79	10.15	12.96
营业费用	77.03	104.89	131.39	99.70	129.84	165.84
管理费用	45.96	82.41	102.29	77.62	101.08	129.11
财务费用	30.65	14.78	-2.03	7.62	-8.27	-13.20

资产减值损失	35.71	-4.99	-8.88	4.00	4.00	4.00
加: 投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	98.56	166.18	192.26	261.42	348.50	429.80
加: 其他非经营损益	58.12	11.56	9.81	0.00	0.00	0.00
利润总额	156.68	177.73	202.07	261.42	348.50	429.80
减: 所得税	-12.88	0.37	24.21	65.35	87.13	107.45
净利润	169.56	177.37	177.86	196.06	261.38	322.35
减: 少数股东损益	15.64	3.13	2.65	2.92	3.89	4.80
归属母公司股东净利润	153.92	174.24	175.21	193.14	257.49	317.55
资产负债表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	144.34	310.47	949.07	330.12	405.11	768.33
应收和预付款项	780.87	723.29	545.87	559.98	880.52	960.02
存货	465.28	870.96	561.29	365.38	843.28	703.67
其他流动资产	7.95	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	176.00	176.00	176.00	176.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	637.71	826.15	995.88	1021.71	982.53	933.35
无形资产和开发支出	24.41	58.29	81.56	72.69	63.83	54.97
其他非流动资产	17.02	26.91	4.79	4.50	4.21	4.21
资产总计	2077.57	2816.08	3314.47	2530.38	3355.48	3600.54
短期借款	209.02	576.37	802.19	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	1075.17	1184.68	877.23	755.67	1361.79	1336.79
长期借款	160.00	130.00	24.60	0.00	0.00	0.00
其他负债	34.28	130.00	108.20	108.20	108.20	108.20
负债合计	1478.48	2021.05	1812.22	863.87	1469.99	1444.99
股本	203.00	345.10	400.10	400.10	400.10	400.10
资本公积	48.38	9.73	535.67	535.67	535.67	535.67
留存收益	293.58	337.21	441.19	602.53	817.62	1082.88
归属母公司股东权益	544.96	692.04	1376.95	1538.29	1753.38	2018.64
少数股东权益	54.14	102.99	125.30	128.22	132.11	136.91
股东权益合计	599.10	795.03	1502.25	1666.51	1885.49	2155.55
负债和股东权益合计	2077.57	2816.08	3314.47	2530.38	3355.48	3600.54
现金流量表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营性现金净流量	289.36	-9.46	390.53	397.26	209.12	502.30
投资性现金净流量	-220.22	-290.78	-524.37	-150.00	-100.00	-100.00
筹资性现金净流量	9.16	413.87	576.64	-866.21	-34.13	-39.09
现金流量净额	78.38	111.45	432.02	-618.95	74.99	363.21

投资评级说明

报告发布日后的6个月内, 公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

● 公司评级

买入: 相对强于市场基准指数收益率15%以上;

增持: 相对强于市场基准指数收益率5%~15%;

中性: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间;

减持: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%-15%之间。

卖出: 相对弱于市场基准指数收益率-15%以下。

● 行业评级

强于大市: 相对强于市场基准指数收益率5%以上;

同步大市: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动;

弱于大市: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

重要声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。