

海亮股份(002203)

稳健经营风格铸就持续增长业绩

---海亮股份调研报告

✍ 桑永亮

林浩祥

☎ 021-38676052

021-38676521

✉ sangyongliang@gtjas.com

linhaoxiang@gtjas.com

本报告导读:

- 新建产能进展顺利;
- 海水淡化用铜管是稳定有竞争力的利润增长点。

投资要点:

- 海亮股份是国内铜管制造业两龙头企业之一。公司向扩大生产规模、降低生产成本、提升产品品质和附加值三个方面努力,竞争力得以持续提升。
- 海亮股份实行“以销定产”的经营模式,公司近期开工率较高,由此我们判断:第一,公司目前订单充足;第二,待新建产能逐步达产后,公司年产量在近两年15万吨左右的水平上会有一定幅度的跃升;第三,除此之外,产量要想进一步提升,则需要由下游需求的增长情况决定。
- 海亮股份的海水淡化铜合金管产量处于供不应求状态,预计公司在产能逐步达产的过程中,还将一直处于满负荷生产状态。推测公司在2009年4季度及2010年来自空调企业的铜管订单将会比往年更充足,因为国内空调厂商的库存处于5年来的低位。目前公司建筑用铜管销售量处于大幅下滑后小幅恢复的过程中,从中美建筑业状况看,未来增长情况还存在不确定性。
- 铜管产品吨毛利受多个因素影响。总的来说,对于整个行业,产品吨毛利逐步下降的大趋势难以扭转;但对于海亮单个公司,在某些产品(热交换用铜及铜合金管等)上吨毛利将会出现一定程度的上涨。
- 对于美国铜管企业对中国铜管的反倾销诉讼,我们的观点是:(1)反倾销掺杂了经济政治等众多因素,申诉书被驳回的可能性很小。但海亮股份积极应对,应会对反倾销幅度起到一定抑制作用。(2)美国反倾销对公司业绩影响其实很小。一方面,海亮股份出口美国的铜管仅占其总销量的10%左右,比例本来就并不大。另一方面,海亮股份已在越南新建的产能可以实现出口替代。(3)我们担心的是在目前全球贸易保护氛围下,由此事件引发的别国反倾销的连锁反应。
- 综合运用PE、PEG、PB等估值方法,我们认为海亮股份比较合理的价格区间在13.92~16.70元之间,区间中值对应2009、2010、2011年PE为32.6、27.3及24.7。考虑到目前公司股价处于区间下半段,我们给予其“谨慎增持”的评级。

财务摘要(百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营收入	6768	7906	6177	8642	10299
(+/-)%	8.9%	16.8%	-21.9%	39.9%	19.2%
经营利润(EBIT)	166	192	191	229	254
(+/-)%	69%	15.7%	-0.5%	19.6%	10.9%
净利润	174	178	186	223	248
(+/-)%	13%	0.6%	6.4%	19.8%	11.1%
每股净收益(元)	0.38	0.44	0.47	0.56	0.62
每股股利(元)	0.15	0.12	-	-	-

利润率和估值指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营利润率(%)	3%	3%	3%	3%	3%
市盈率	38.5	33.3	31.1	26.1	23.6
股息率(%)	0.9%	1.7%	-	-	-

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级:

谨慎增持

上次评级: 中性

目标价格:

¥15.31

上次预测: ¥20.00

当前价格:

¥14.64

2009.11.23

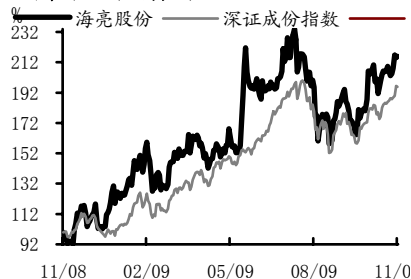
交易数据

52周内股价区间(元)	6.14 ~ 16.50
总市值(百万元)	5881.47
总股本/流通A股(百万股)	400/128
流通B股/H股	0/0
流通股比例	0.32
日均成交量(百万股)	4.05
日均成交值(百万元)	48.04

资产负债表摘要(09/09)

股东权益(百万元)	1445.10
每股净资产	3.61
市净率	4.07
资产负债率	65.92%

52周内股价走势图



相关报告

业绩增长符合预期, 未来产能增长可期

2008.03.27

具备全球视野的铜加工业龙头

2007.12.24

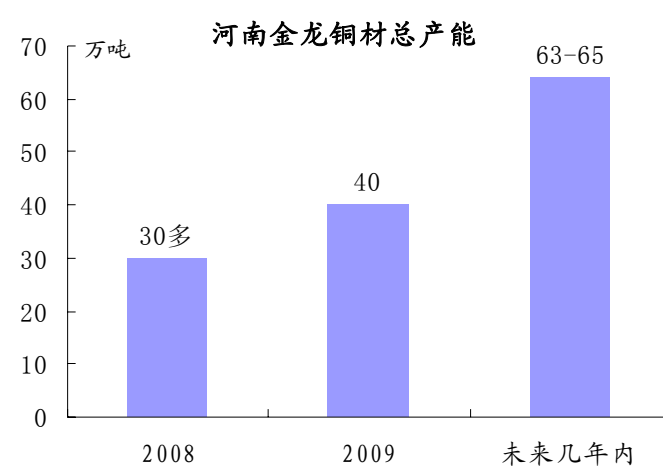
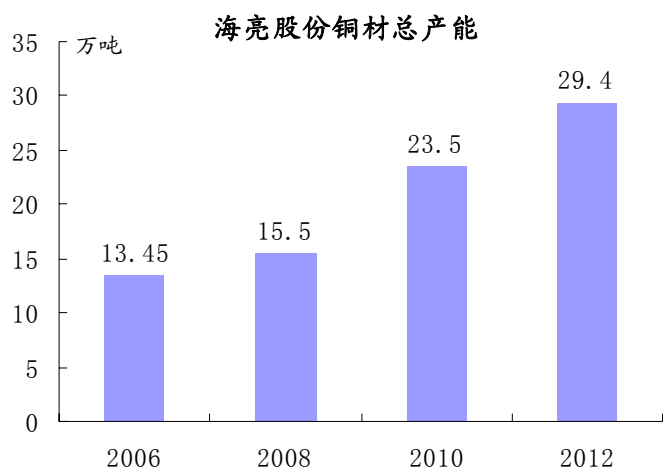
1. 扩产能、降成本、提升品质：三管齐下保障公司竞争优势

对于国内铜材企业，要想在激烈的市场竞争中发展壮大，我们认为至少需要在三个方向上努力：**一、扩大生产规模；二、降低生产成本；三、提升产品品质和附加值**。海亮股份作为国内铜管行业龙头公司之一，在这三个方向上的努力初见成效，竞争力得以持续提升。

首先，海亮股份新建的产能在逐步投产，预计 2012 年将达到 29 万吨以上，比 2006 年翻番（图 1）。产能扩张保障了公司的成长空间。作为参照，其对手河南金龙同样也在积极扩张产能（图 2），预计国内铜管行业集中度会持续提高。

图 1 海亮股份产能扩张较快

图 2 河南金龙同样在积极扩张产能



数据来源：公司公告，国泰君安研究所

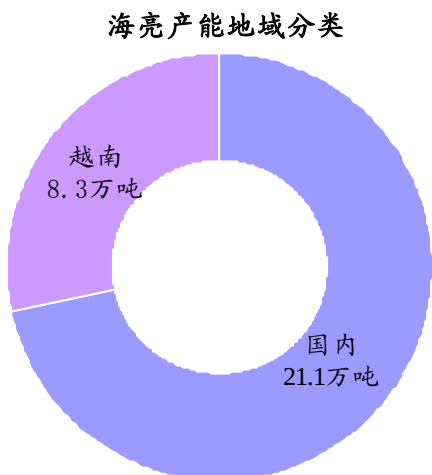
数据来源：国泰君安研究所

其次，海亮股份从两方面控制成本。其一，规模扩大、提高劳动生产率（如上海海亮采用自动化更高的设备）；其二，公司将 8.3 万吨铜管棒产能移至越南，降低人力成本，同时还可享受越南政府“七免四减半”的税收优惠政策。

最后，公司通过提升高附加值产品的产能来提升公司整体毛利水平。表现为制冷用无缝铜管、热交换用铜及铜合金管、铜合金管件产能的增长幅度最大（表 1）。预计这三种铜管产量在公司产品中的比重将不断提高。

图 3 海亮已在越南建成较大产能

表 1 高附加值铜管产能增长很快

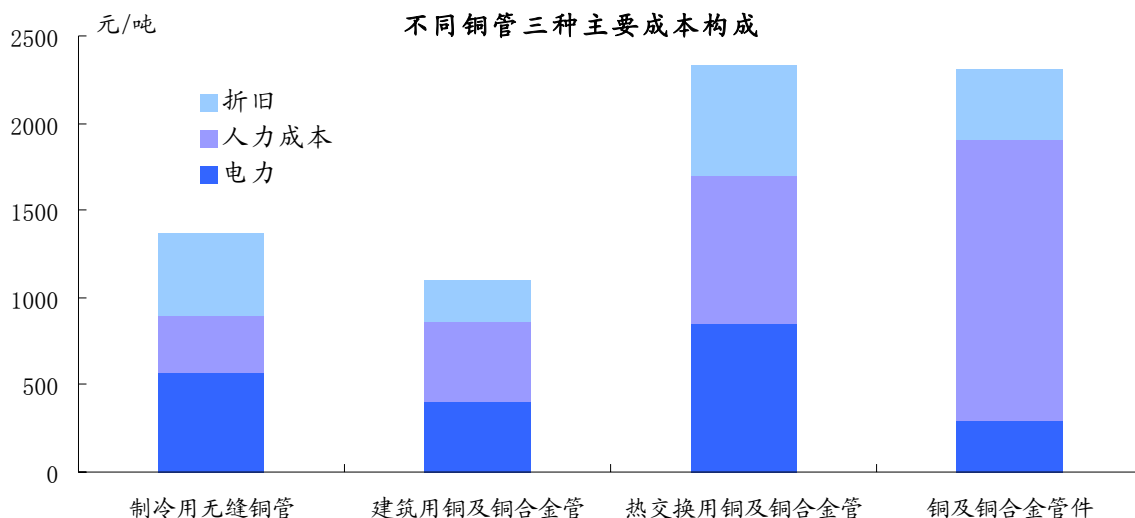


	2006	2009	2010	2012
制冷用无缝铜管	4.6	6	8	10
建筑用铜及铜合金管	2.8	5	5	5.3
热交换用铜及铜合金管	0.9	3	5	7
其他用途铜及铜合金管	1.8	1.8	1.8	1.8
铜及铜合金管件	0.15	0.3	1.5	2.1
铜棒	3.2	3.2	3.2	3.2

资料来源：公司公告

资料来源：公司公告

图 4 人力成本在铜管加工成本中约占 1/3



资料来源：公司公告，国泰君安证券

2. 目前订单充足，未来产量由下游需求决定

海亮股份“以销定产”的经营模式决定了在产能充足的情况下，下游需求状况将决定公司产品产量。

公司近期产能利用率在 80%以上，考虑到年度淡旺季波动、设备检修等因素，80%多的开工率基本已接近生产极限。由此我们判断：第一，公司目前订单充足；第二，待新建产能逐步达产后，公司年产量在近两年 15 万吨左右的水平上会有一定幅度的跃升；第三，除此之外，产量要想进一步提升，则需要由下游需求的增长情况决定。

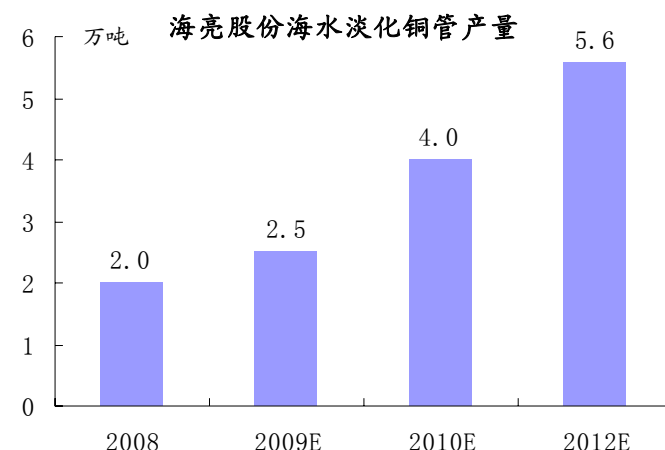
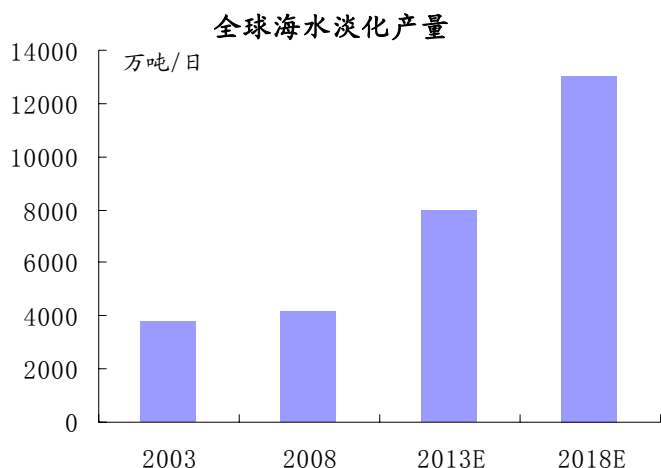
2.1. 海水淡化铜管产品是公司有竞争力且稳定的增长点

海亮股份是世界海水淡化铜合金管行业的绝对龙头，是世界主要海水淡化工程承包商（如法国 SIDEM、韩国 DOSHA）的供应商。目前海亮股份的海水淡化铜合金管产量 2 万吨左右，处于供不应求状态。哪怕在全球经济都不景气的 2009 年上半年，海亮海水淡化铜管销量都实现小幅上涨。

专家预测全球海水淡化市场将以 10%~30%的速度增长，2010 年后，年需新增耐蚀铜合金管约 20 万吨，因此我们判断公司在产能逐步达产的过程中，还将一直处于满负荷生产状态。由此我们据其产能扩建进度推算出公司未来几年海水淡化铜管产量如图 6。

图 5 据预测，全球海水淡化市场增长迅速

图 6 海亮海水淡化铜管产量将快速增长



数据来源：国泰君安证券

数据来源：国泰君安证券

2.2. 空调用铜管订单旺盛

目前，国内空调厂商的库存处于5年来的低位（图7），主要是由于

- 2009年夏季炎热，空调销量较好。
- 2009年房地产交易量上升，新购房对空调需求较大。
- 出于对国家将空调节能标准由四五级提高到一二级的预期，以及对下游需求的谨慎，很多厂家从08年以来在空调生产上比较保守，产量也不算特别大。

预计在2009年4季度及2010年空调业传统的采购及生产旺季，来自空调企业的铜管订单将会比往年更充足。而海亮股份近段时间收到格力、美的等空调企业的订单增多也初步证实了这一判断。

图7 国内空调厂商库存处于低位

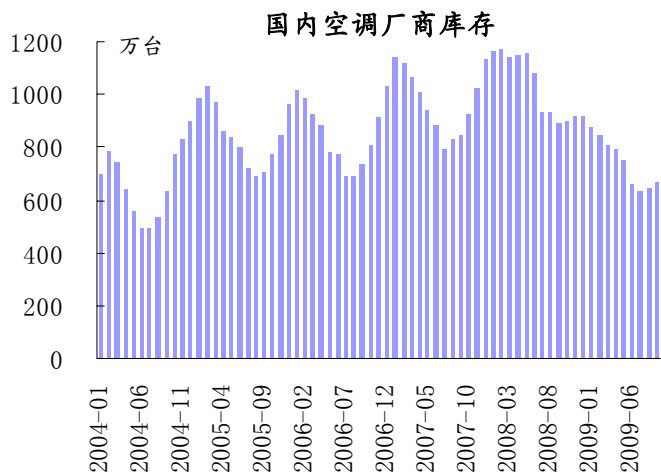
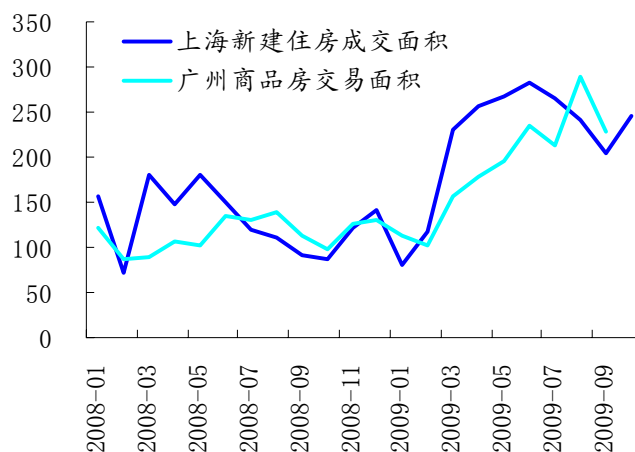


图8 2009年国内房屋成交量较大



数据来源：国泰君安证券

数据来源：公司公告，国泰君安研究所

2.3. 建筑用铜水(气)管增长情况短期内存在不确定性

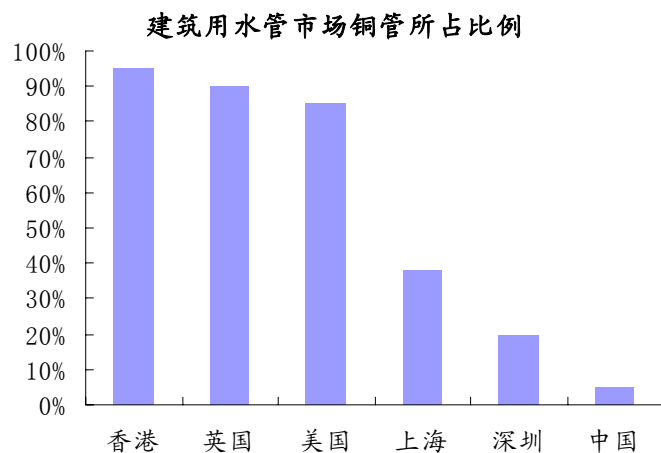
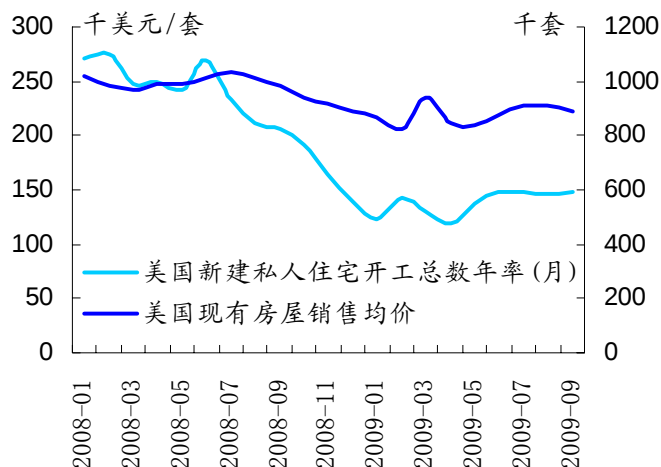
目前公司建筑用铜管销售处于大幅下滑后环比小幅恢复的过程中，而且未来增长情况还存在不确定性，主要原因是：

- 美国房地产行业尽管已经触底回升，但是依然比较低迷，10月新屋开工数还环比下降10.6%，再加上铜价格再次进入高位，抑制了铜在建筑业中的应用。
- 中国建筑用水(气)管中铜管所占比例很低，预期未来应用空间较大，但短期看，

国内住户用铜的意识还较差，因此建筑用铜管增产较缓慢。

图 9 美国房地产业依然低迷

图 10 中国建筑用水管市场中铜管所占比例很低



数据来源：公司公告；

数据来源：国泰君安研究所

3. 部分产品吨毛利稳中有升

海亮股份铜管吨毛利受两个相反方向的因素影响：

正方向上，公司通过扩大生产规模，改进生产技术、提高生产效率来降低生产成本，同时通过增加高技术含量、高附加值产品的产量来提高整体利润水平。

反方向上，由于同业竞争愈发激烈以及下游客户议价能力提升（如空调企业集中度提高）等原因，铜管加工费呈现逐步下降的趋势。

综合考虑以上因素后我们认为，对于整个行业，产品吨毛利逐步下降的大趋势难以扭转；但对于海亮单个公司，在某些产品上吨毛利将会出现一定程度的上涨。例如，热交换用铜及铜合金管在 2005 年开始生产以来，技术不断完善，吨毛利逐步上升。新建的建筑用铜及铜合金管吨毛利也比原先提高。

表 2 海亮产品单位毛利情况

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
制冷用无缝铜管	3050	3050	3050	3050	3000
建筑用铜及铜合金管	2600	3000	3000	3500	3500
热交换用铜及铜合金管	2600	2600	3000	3500	4000
其他用途铜及铜合金管	2300	2300	2300	2300	2200
铜及铜合金管件	20000	20000	20000	20000	20000
铜棒	2600	2600	2600	2600	2500

资料来源：国泰君安证券

4. 反倾销

2009 年 9 月，美国本土铜管生产商向美国国际贸易委员会（“ITC”）、美国商务部进口管理局（“商务部”或“DOC”）递交了对来自中国、墨西哥的所有外径小于 12.13 英寸，长度大于或等于 6 英寸的铜管发起反倾销调查的申诉书。就该诉项海亮股份已启

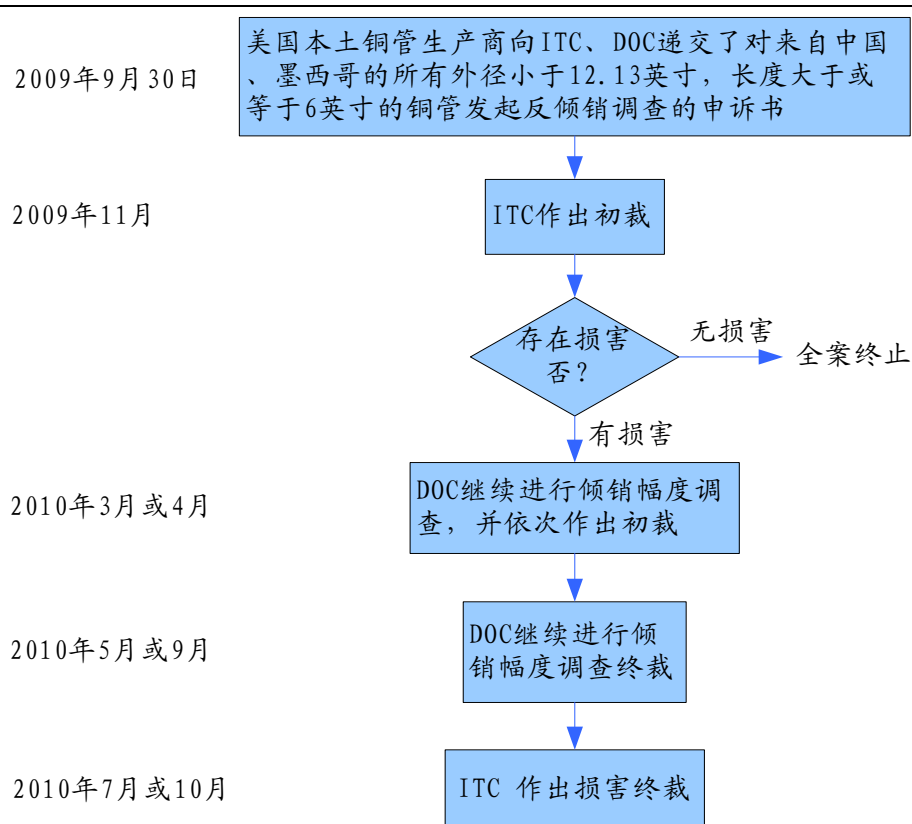
动应对程序，决定聘请专业的律师机构应对此次反倾销法律事务。

对此反倾销诉讼，我们的观点是：

- **反倾销参杂了经济政治等众多因素，申诉书被驳回的可能性很小。**但海亮股份积极应对，应会对反倾销幅度起到一定抑制作用。
- **美国反倾销对公司业绩影响其实很小。**一方面，海亮股份出口美国的铜管仅占其总销量的 10%左右，比例本来就并不大。另一方面，海亮股份已在越南建设 8.3 万吨产能，原来由国内出口的铜管完全可以转由越南出口来避开反倾销税。
- 我们需要担心的是在目前全球贸易保护氛围下，由此事件引发的别国反倾销的连锁反应。

此次反倾销需要关注的两个时间点是：2009 年 11 月，决定初审能否通过；2010 年 3 月或 4 月，反倾销幅度初裁。

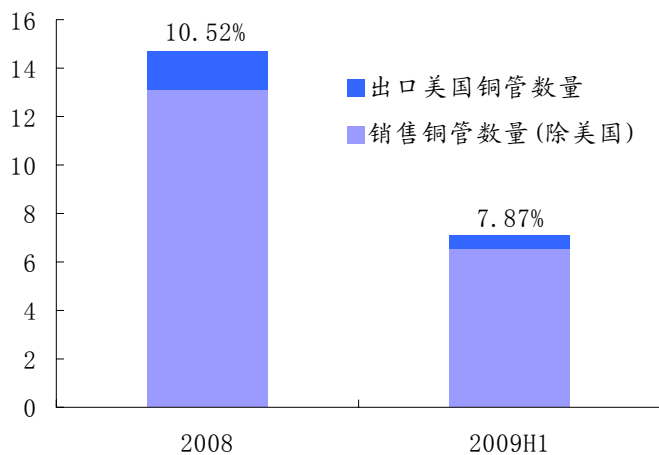
图 11 美国对铜管的反倾销流程



数据来源：公司公告，国泰君安研究所

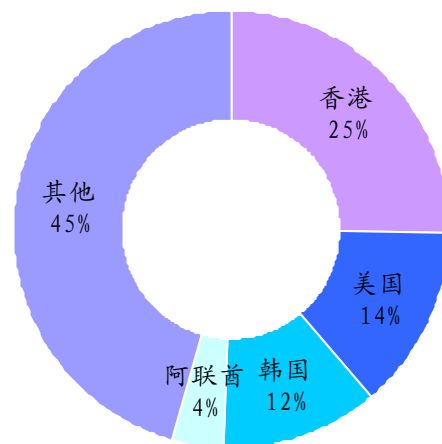
图 12 海亮股份出口美国铜管占总销量比例较小

图 13 出口美国的铜材占总出口量比例也不大



数据来源：公司公告

中国铜材出口分地域占比



数据来源：有色金属行业协会

5. 盈利预测及估值

2009年上半年公司铜管棒整体产量略有下降，但其中海水淡化铜管、铜及铜合金管件的产量逆势增长，从而拉高了公司整体吨毛利。预计随经济好转，其他几种铜管订单和产量增长后，吨毛利会略有下滑。

表 3 金属产品假设

	2008	2009E	2010E	2011E
铜价（含税，元/吨）	55000	41500	50000	55000
锌价（含税，元/吨）	15700	13500	16000	16500
铜管棒产量（万吨）	14.7	15.5	18	20
吨毛利（元/吨）	2898	4000	3800	3800

资料来源：公司公告，国泰君安证券

根据表 3 的假设，海亮的利润表如下

表 4 利润表

百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	6768.10	7906.01	6177.01	8642.53	10299.01
主营业务成本	6394.12	7480.72	5597.60	8003.18	9588.79
主营业务税金及附加	10.72	10.27	6.91	9.67	11.52
营业费用	104.89	131.39	137.89	154.46	174.01
管理费用	82.41	102.29	180.15	209.03	226.45
财务费用	14.78	-2.03	47.21	37.36	44.52
资产减值损失	-4.99	-8.88	15.97	0	0
营业利润	166.18	192.26	191.28	228.83	253.72
营业外收入	11.96	13.74	12.09	12.00	12.00
营业外支出	0.41	3.93	0.1	1.00	1.00
利润总额	177.73	202.07	203.27	239.83	264.72
所得税	0.37	24.21	12.56	12.38	12.38
少数股东损益	3.13	2.65	4.25	4	4

归属于母公司净利润	174.24	175.21	186.46	223.45	248.34
每股收益 (EPS)	0.50	0.44	0.47	0.56	0.62

数据来源：国泰君安证券

运用 PE 估值，海亮股份股价应该在 16.38~17.03 元；运用 PEG 估值，海亮股份股价应该在 11.20 元；运用 PB 估值，公司股价在 13.92 元。综合这些估值方法，我们认为海亮股份比较合理的价格区间在 13.92~16.70 元之间，区间中值对应 2009、2010、2011 年 PE 为 32.6，27.3 及 24.7。考虑到目前公司股价处于区间下半段，我们给予其“谨慎增持”的评级。

表 5 国内外铜材公司估值情况

	最新股价	最新市值 (亿)	PE			PEG	PB	EV/EVITDA
			2008	2009	2010			
国内公司								
海亮股份	14.64	58.57	33.43	31.15	26.14	1.62	4.05	20.50
精艺股份	20.53	28.99	53.08	41.31	32.37	1.50	3.66	21.27
精诚铜业	16.25	26.49	-62.03	76.56	133.74	--	4.50	-110.53
鑫科材料	7.91	35.56	351.49	264	49.65	0.61	3.20	57.43
平均（除奇异值）			43.26	36.23	36.05	1.24	3.85	--
国外公司								
KME（欧元）	0.441	1.24	--	--	--	--	0.27	17.19
KOBE（日元）	160	4953	--	--	--	--	1.05	12.32
MULLER（美元）	24.08	9.58	--	27.68	--	--	1.23	7.23
POONGSAN（韩元）	23800	6725	--	--	--	--	0.93	6.41
平均							0.87	10.79

资料来源：国泰君安证券

免责声明

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本公司和作者无关。

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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为国泰君安证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准：

增持：股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上；

谨慎增持：股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%；

中性：股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%；

减持：股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准：

增持：行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘；

中性：行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平；

减持：行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码：200120

电话：(021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码：518026

电话：(0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码：100140

电话：(010) 59312799

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com