



海亮股份：产能大幅扩张，高毛利产品产能释放值得期待

——海亮股份调研简报

近3月该股与沪深300指数走势



基础数据

总股本（百万股）	400.10
实际流通A股（百万股）	179.24
实际流通A股市值（亿元）	23.64

研究员 尹建辉

投资咨询证书号 S0620207050048

电话 025-83367888-3085

邮箱 jhyin@njzq.com.cn

● 内容提要

公司评级： 推荐

- 公司主营铜及铜合金管的生产与销售，综合公司募投项目和非募投项目，公司形成最终产能为铜管及铜管件的产能27.6万吨，铜棒的产能为3.2万吨，总计产能为30.8万吨。在公司产能大幅扩张情况，公司2010年上半年产能释放程度不尽理想，除制冷用铜管产能发挥较为理想外，其他产品的产能放空程度较大，特别是公司寄予厚望的热交换用铜及铜合金管、铜及铜合金管件产能放空程度较大
- 公司热交换用铜及铜合金管主要市场在国外，经过两年的经济恢复，国际油价已经恢复到70-80美元之间，海湾国家财政收入的改善将使许多海水淡化工程得以恢复，在国外市场恢复前景明朗之际，国内市场也在逐步扩张，国家海水利用专项规划将极大促进国内市场的扩大。
- 2010年上半年，公司加快了无氧铜管、汽车同步器齿环用铜管、射频电缆用铜管、电脑散热管等产品开发进程，取得了阶段性成果。从目前来看，我们比较看好汽车同步器铜合金齿环管的前景。
- 越南不受美国紫铜管反倾销的限制，美国紫铜管的反倾销对海亮股份的影响也许是塞翁失马，焉知非福。
- 公司向上游矿业延伸产业链，将有助于公司抵御成本上升的压力，提升公司的盈利能力。但目前公司在有色金属矿山的投资仍较小，公司在产业链延伸上仍只是万里长征的第一步。
- 综合考虑公司市盈率和市净率，我们认为公司合理价格为13.70元/股-15.24元/股，鉴于公司主营业务向好的趋势以及公司一体化战略的确定，我们给予公司“推荐”评级

一、募投项目投产致产能大增，部分产能放空较大

公司主营铜及铜合金管的生产与销售。在2008年公司IPO发行成功后，募集资金投向制冷用铜管、建筑用铜及铜合金管、热交换用铜及铜合金管、铜及铜合金管件等4个项目，截止到2009年底，上述4个项目已经实施完毕，公司已经形成生产规模达到制冷用无缝铜管10万吨、建筑用铜及铜合金管5.3万吨、热交换用铜及铜合金管4.7万吨、铜及铜合金管件2.2万吨。

表1：募投项目形成的具体产能增长计划

	新增产能	总产能
铜管总计	100,000	222,000
制冷用无缝铜管	30,000	100,000
建筑用铜及铜合金管	25,000	53,000
热交换用铜及铜合金管	30,000	47,000
铜及铜合金管件	15,000	22,000
铜棒		32,000
总计	100,000	254,000

资料来源：公司公告

在募集资金项目实施的同时，由于浙江地区能源、人力成本不断上升，公司对浙江本部逐渐实施搬迁改造，先后实施了一线、二线搬迁改造项目。一线设备搬迁至越南，涉及本部产能为3.5万吨/年，越南项目结合搬迁改造项目实施产能扩张，扩大产能3.6万吨，目前越南项目已经全部投产。公司二线搬迁改造项目涉及本部产能3万吨/年，项目实施地在安徽铜陵，搬迁改造结合扩大产能，最终形成4.8万吨/年的产能，预期明年投入使用。

综合公司募投项目和非募投项目，公司最终产能为铜管及铜管件的产能27.6万吨，铜棒的产能为3.2万吨，总计产能为30.8万吨。公司表示公司今后将长期保持该产能，产能扩张将不是今后的主要任务。

根据公司中报，我们以上半年电解铜的平均价格为基础，以公司公布的加工费和相关公司的铜加工费为基础，我们大致预测出公司上半年的各种产品的销量。

表2：公司产品销量预测值

产品	产能（吨）	2010年上半年大致销量（吨）
制冷用无缝铜管	100000	46800
建筑用铜及铜合金管	53000	15900
热交换用铜及铜合金管	47000	2000
其他用途铜及合金管		9500
铜及铜合金管件	22000	1700
铜棒	32000	14200

注：由于销量是根据中报数据推算出来的，与上市公司实际数据会有差别，越南项目由于刚投产，暂未计算产能

资料来源：南京证券，公司公告

从上表可以看出，除了制冷用铜管产能发挥较为理想外，其他产品的产能放空程度较大，特别是公司寄予厚望的热交换用铜及铜合金管、铜及铜合金管件产能放空程度较大。究其原因，热交换用铜及铜合金管主要用于海水淡化等领域，应用铜管较多的热交换法的海水淡化工程项目主要集中在中东地区，由于受迪拜债务危机及其他因素影响，海水淡化相关工程项目推迟启动，导致该类产品报告期内的销售订单严重不足，而铜及铜合金管件由于小批量多品种，对生产人员的技术熟练程度要求较高，虽然公司该项产品供不应求，但人员的限制使公司产能并不能充分释放。

由于热交换用铜及铜合金管与铜及铜合金管件都属于高毛利产品，上述产品产能不能充分释放也影响了公司的毛利，报告期公司产品吨毛利为2,527元，较2009年度的吨毛利3,407元减少880元。

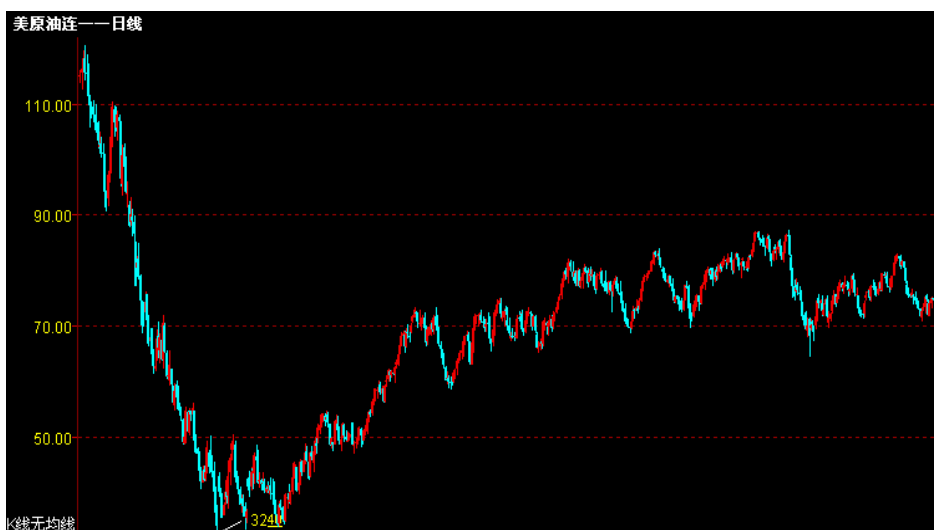
二、油价回升与国内需求增长，公司热交换用铜及铜合金管前景广阔

目前大规模海水淡化主要应用两种方法，一是闪速蒸馏法（热交换法），二是反渗透法。闪速蒸馏法前期工程投资巨大，但后期运行和维护成本较少，而反渗透法前期工程投资较闪速蒸馏法低，但后期运行和维护成本高。国外特别是中东主要应用闪速蒸馏法，而国内主要应用反渗透法（膜法）。因此公司热交换用铜及铜合金管主要市场在国外。

2008年金融危机后，国际石油价格大幅下跌，最低价格在2008年底2009年初曾经达到33美元左右，由于油价大幅下跌，海湾产油国收入锐减，许多大型海

水淡化工程被迫推迟。经过两年的经济恢复，国际油价已经恢复到 70-80 美元之间，海湾国家财政收入的改善将使许多海水淡化工程得以恢复。

图 1：近三年原油价格走势



资料来源：WIND 资讯

在国外市场恢复前景明朗之际，国内市场也在逐步扩张。在 2005 年国家《海水利用专项规划》的目标中规定的目标是：2010 年，我国海水淡化能力达到 80~100 万立方米 / 日；海水直接利用能力达到 550 亿立方米 / 年；2020 年，我国海水淡化能力达到 250~300 万立方米 / 日，海水直接利用能力达到 1000 亿立方米 / 年，大幅度扩大和提高海水化学资源的综合利用规模和水平。在技术路线上，国家鼓励对于能提供低品位热能的地方采用蒸馏法技术，如火电厂可利用余热进行海水淡化；由于北方缺水，临近港口的火电厂对海水淡化有较强的需求。

海水淡化工程浩大，一个中等规模的海水淡化工程的铜管需求量在 1 万-2 万吨，我们认为，随着世界经济的恢复，公司热交换用铜及铜合金管前景广阔。

三、新产品开发见成效、美国反倾销对公司影响较小。

2010 年上半年，公司进一步整合研发资源，紧密结合前沿市场需求，推动技术研发工作，新产品的开发取得了显著成效。公司加快了无氧铜管、汽车同步器齿环用铜管、射频电缆用铜管、电脑散热管等产品开发进程，取得了阶段性成果。

从目前来看，我们比较看好汽车同步器铜合金齿环管的前景。从用量来看，每辆轿车的同步器铜合金齿环管用量 0.6 公斤，全球用量大致为 2-3 万吨之间。目前公司已经开发出工程用品，正在德国进行性能检测，根据与公司沟通，性能检测周期大致为三个月左右。以公司在行业中的地位，我们认为公司该项产品市场

开发应该比较顺利，在明年应该能够产生效益。

2009年，美国对原产于中国、墨西哥的紫铜管发起反倾销。2010年将进入复审阶段。从与公司沟通的情况看，公司对中国出口至美国的铜管前景不乐观，因为即使反倾销税率定位10%，就相当于公司的铜管加工费，反倾销税将严重影响中国铜管的竞争力。

比较幸运的是，公司海外生产基地设立于越南，与河南金龙设置于墨西哥的生产基地相比，越南不受美国反倾销的限制，公司将有可能填补河南金龙撤离美国市场的空间。目前越南（海亮）铜业有限公司年产7.1万吨铜及铜合金管生产项目中空调制冷用铜管生产线已经投产，产品销往美国市场，铜合金管生产线已进入小批量试生产阶段，越南项目在公司市场国际化战略实施过程中的积极作用得以体现和发挥。美国紫铜管的反倾销对海亮股份的影响也许是塞翁失马，焉知非福。

四、产业链延伸，还只是万里长征的一小步

2010年5月通过投资入股，公司收购了红河恒昊矿业股份有限公司6.9%股权，恒昊矿业现有产品包括高冰镍、镍精矿、镍铁以及铜等其它有色金属，其中主要产品高冰镍、镍精矿、镍铁占到总收入的80%以上。目前，恒昊矿业拥有四座镍矿山，一座钒矿山、两座锰矿山和两座铜钼矿山，其中镍金属储量42.24万吨、锰金属储量16.61万吨、钒金属储量42.03万吨、铜金属储量14.78万吨、钴金属储量1.74万吨、钼金属储量686吨。公司通过参股恒昊矿业，对公司生产所用铜、镍也一定的保障作用。公司表示，未来视机会有进一步增持恒昊股权的打算。

另外，集团公司在内蒙古还拥有六个有色金属矿探矿权，从内蒙古的有色金属储量来看，铜、锌等比例较大，如果探矿能够获得经济开采量，将对海亮的原料供应帮助更大，根据与公司的沟通，目前集团的探矿工作尚未开始，因此此块资源是否注入上市公司无法判断。

我们认为，公司向上游矿业延伸产业链，将有助于公司抵御成本上升的压力，提升公司的盈利能力。但目前公司在有色金属矿山的投资仍较小，公司在产业链延伸上仍只是万里长征的第一步。

五、公司盈利预测与投资评级

由于公司热交换用的铜及铜合金管、铜及铜合金管件产能释放在短期内并不能得到实质性提高，我们参照公司的上半年铜加工产能释放程度、铜加工费和吨

铜加工毛利为基础，假设其他费率保持稳定。按照我们的盈利预测模型，我们计算出的铜加工业务的每股收益为0.31元，截止到2010年9月3日，铜加工类上市公司动态市盈率为40倍左右，公司铜加工业务的合理估值在12.4元/股，公司参股的宁夏银行股份有限公司按照城市商业银行的市净率水平（以2010年9月3日的市净率水平）估值，将会给公司带来1.30元/股的市值。两块业务相加，我们认为公司合理价格为13.70元/股。从长期来看，有色金属类上市公司的市净率水平大致在3-5倍之间，我们取4倍给公司估值，公司合理价格在15.24元/股。

综合考虑公司市盈率和市净率，我们认为公司合理价格为13.70-15.24元/股，鉴于公司主营业务向好的趋势以及公司一体化战略的确定，我们给予公司“推荐”评级。

六、投资风险提示

- 1、公司各种经营要素成本继续走高，如电能、天然气等相继提价，员工整体薪酬水平及各项福利提升使得人力成本上升，公司存在吨毛利下降的可能。
- 2、受浙江限电措施的影响，公司产能释放程度有可能达不到预期
- 3、美国紫铜管反倾销

南京证券上市公司投资评级标准：

- 强烈推荐：预计 6 个月内涨幅大于 30%；
- 推 荐：预计 6 个月内涨幅为 10%-30%之间；
- 中 性：预计 6 个月内涨幅为-10%- 10%之间；
- 回 避：预计 6 个月内涨幅为-10%及以下。