

审慎推荐-A (首次)**海亮股份 002203.SZ**

目标估值: NA

当前股价: 17.89 元

2010 年 12 月 22 日

上下游一体化产业链雏形已现**基础数据**

上证综指	2904
总股本(万股)	40010
已上市流通股(万股)	17924
总市值(亿元)	72
流通市值(亿元)	32
每股净资产(MRQ)	3.7
ROE(TTM)	11.8
资产负债率	71.3%
主要股东	海亮集团有限公司
主要股东持股比例	41.9%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	9	59	34
相对表现	7	43	38

**相关报告****李洪冀**

021-68407470
 lihongji@cmschina.com.cn
 S1090210050010

王晓丹

0755-82943260
 wxiaodan@cmschina.com.cn
 S1090208080233

公司初涉采矿行业，上下游一体化产业链雏形已现，我们看好公司未来海水淡化管业务的发展，以及向上游延伸的发展思路。

- **公司初涉采矿行业，上下游一体化产业链雏形已现：**2010 年公司通过两次收购，参股了云南恒昊矿业 11.49% 的股权，意味着公司向上游领域的发展拉开了新的帷幕。而公司在加工领域也将继续优化产品结构，加大高附加值产品的生产销售。
- **产能扩张维持公司行业地位：**公司目前是全球领先，国内第二大的铜加工企业，拥有浙江、上海、越南三个生产基地，铜加工产能 26 万吨。公司在安徽铜陵地区拥有在建产能 4.8 万吨，预计明年 4 月建成投产，达产后将形成 30.8 万吨的总产能。
- **订单情况基本充足，海水淡化管依旧等待中：**由于今年气候反常，下游制冷管需求旺盛，环比变化不大，淡季不淡。而海水淡化管订单仍依赖于中东地区的海水淡化工程进展，短期没有好转的迹象。目前该部分产能转为其他铜合金管。预计未来天津等地国内海水淡化工程的实施将扩张该业务的需求。受美国反倾销措施影响，国内紫铜管产能向越南基地转移，建筑用管订单基本正常。
- **看好公司未来海水淡化管业务的发展，及向上游延伸的发展思路：**我们预计公司 10/11/12 年的 EPS 分别为 0.49 元/0.58 元/0.72 元。按照 12 月 21 日收盘价 17.89 元计算，公司的动态市盈率分别为 36 倍、30 倍、24 倍。我们看好公司未来海水淡化管业务的发展，以及向上游延伸的发展思路，给予审慎推荐-A 的投资评级。
- **风险因素：**订单低于预期，导致利润下降。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	7906	6052	8957	10122	11438
同比增长	17%	-23%	48%	13%	13%
营业利润(百万元)	192	181	221	262	314
同比增长	16%	-6%	22%	18%	20%
净利润(百万元)	175	175	197	233	289
同比增长	1%	0%	12%	18%	24%
每股收益(元)	0.44	0.44	0.49	0.58	0.72
PE	40.9	40.8	36.3	30.7	24.8
PB	5.2	5.0	4.6	4.1	3.7

资料来源：招商证券

海亮股份是全球领先，国内第二大的铜加工企业。公司目前铜管产品主要有紫铜管和合金铜管，按产品用途分，主要分为制冷用铜管（内螺纹管、盘管、光管）、建筑用铜管及海水淡化管。其中，空调制冷用铜管产品占 40%。

一、安徽 4.8 万吨精密铜管生产线预计 2011 年 4 月投产

公司目前有浙江、上海、越南三个生产基地，以及安徽铜陵地区在建基地，总产能约 30.8 万吨（包括铜陵在建产能 4.8w 吨）。

诸暨本部产能约 13.9 万吨；上海产能 5 万吨，其中包括 3 万吨的紫铜管，2 万吨的合金管；越南产能 7.1 万吨，其中合金管紫铜管 4.8 万吨，2.3 万吨。目前，紫铜管已投产，合金管处于试生产阶段。

安徽铜陵地区在建产能 4.8 万吨，预计明年 4 月建成投产。该项目为搬迁扩建项目，一方面拥有当地原料采购的优势，另一方面接近下游客户，节省了产品的运输成本。

表 1: 公司产能情况

生产基地	总产能	生产情况
浙江	13.9	达产
上海	5	
其中：紫铜管		3 达产
合金管		2 达产
越南	7.1	
其中：紫铜管		4.8 达产
合金管		2.3 试生产
安徽铜陵	4.8	在建

数据来源：公司公告，招商证券研发中心

我们预计公司 2010 产量为铜管 17.8 万吨；铜棒 2.2 万吨

二、订单情况基本充足，海水淡化管依旧等待中

海水淡化管订单领带于中东的海水淡化工程进展

目前公司海水淡化管订单仍依赖于中东地区的海水淡化工程进展，短期没有好转的迹象。目前该部分产能转为其他铜合金管。预计未来天津等地国内海水淡化工程的实施将扩张该业务的需求。海水淡化管拥有高附加值，其加工费大约在 10000 元左右，由于成材率较低（53%左右），其吨毛利为 3000 元左右，但依然远高于其他产品。因此，该业务对公司业绩及盈利能力影响较大。

由于今年气候反常，下游制冷管需求旺盛，环比变化不大，淡季不淡。（制冷管的旺季一般在 12 月-6 月，淡季 7-12 月）

建筑用管订单基本正常

受美国反倾销措施影响，国内紫铜管产能向越南基地转移，并且在 2010 年 4 月反倾销措施实施前基本完成，因此国外订单影响不大。预计对于越南而言，被发达国家实施反倾销的可能性不大。

三、10 年平均加工费水平回落，未来提升依赖高附加值产品订单

公司产品线较广，加工费变化幅度较大

公司产品线较广，其中内螺纹管加工费约 6000-8000 元/吨，光管约 4000-6000 元/吨，吨毛利均在 2000 元左右，该部分 2010 年产量约为 80000 吨，占整体产量的 40%。合金管根据含铜量及配方的不同，加工费差异更大，波动范围在 8000-30000 元/吨左右。一般海水淡化管加工费约 10000 元/吨，吨毛利约 3000 元。

表 2: 公司产品加工费及吨毛利情况

品种	加工费	吨毛利
内螺纹管	6000-8000 元	2000 左右
光管	4000-6000 元	2000 左右
合金管	8000-30000 元	
海水淡化管	10000 元	3000 元左右

数据来源：公司公告，招商证券研发中心

公司未来提高高附加值产品的生产销售，以提高盈利能力

由于制冷管行业属于买方市场，加工费议价能力不强，加工费提升可能不大，吨毛利的提升主要靠管理能力的提升来完成。2010 年整体吨平均毛利有所下降，回落到 2800 元左右，主要是由于海水淡水管的订单延迟。

公司未来将提高高附加值产品的生产销售，如笔记本电脑散热用铜管，汽车散热用铜管等进口替代型产品，该类产品目前主要由外资铜加工企业生产，而公司与外资厂商相比具有一定的成本优势，未来这一领域的拓展将进一步提升公司盈利能力。

四、未来发展：上下游产业链延伸

2010 年公司通过两次收购，参股了云南恒昊矿业 11.49% 的股权，意味着公司向上游领域的发展拉开了新的帷幕。恒昊矿业目前拥有四座镍矿山，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。公司目前主要以镍产品为主要利润来源。收购完成后，公司向其增派了董事。

表 3: 恒昊矿业资产

品种	储量
镍金属	42.24 万吨
锰金属	16.61 万吨
钒金属	42.03 万吨
铜金属	14.78 万吨
钴金属	1.74 万吨
钼金属	686 吨

数据来源：公司公告，招商证券研发中心

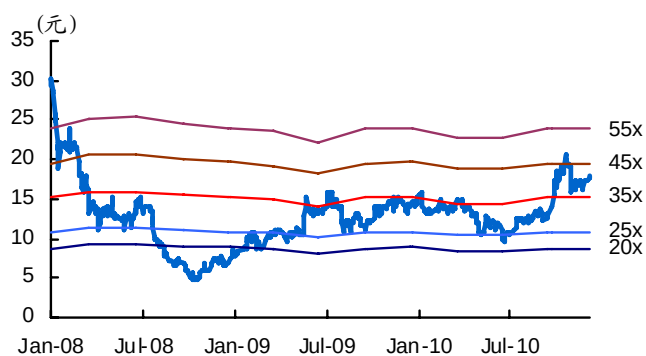
就目前而言，公司将主要以参股的形式向上游领域扩张。

从经营层面上，公司将继续保持稳健的作风，产量上稳步增长，产品结构优化，国内外销售兼顾。

五、盈利预测

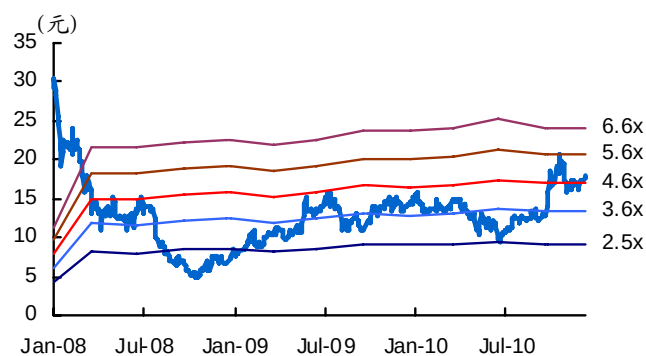
我们预计公司 10/11/12 年的 EPS 分别为 0.49 元/0.58 元/0.72 元。按照 12 月 21 日收盘价 17.89 元计算，公司的动态市盈率分别为 36 倍、30 倍、24 倍。我们看好公司未来海水淡化管业务的发展，以及向上游延伸的发展思路。

图 1：海亮股份历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 2：海亮股份历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2049	2924	3020	3283	3579
现金	942	1142	1000	1000	1000
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	36	146	179	202	229
应收款项	379	579	447	505	571
其它应收款	5	12	9	10	11
存货	561	885	1220	1379	1558
其他	126	160	165	186	210
非流动资产	1270	1610	1527	1458	1395
长期股权投资	176	280	280	280	280
固定资产	580	908	843	791	744
无形资产	82	194	175	157	141
其他	433	228	230	230	230
资产总计	3319	4534	4547	4740	4974
流动负债	1792	2350	2291	2316	2341
短期借款	802	1128	1099	1054	923
应付账款	726	737	824	931	1052
预收账款	131	113	165	186	210
其他	132	372	203	144	156
长期负债	25	741	671	671	671
长期借款	25	741	671	671	671
其他	0	0	0	0	0
负债合计	1817	3091	2962	2987	3013
股本	400	400	400	400	400
资本公积金	536	464	464	464	464
留存收益	441	568	706	869	1071
少数股东权益	125	11	15	20	26
母公司所有者权益	1377	1432	1570	1733	1936
负债及权益合计	3319	4534	4547	4740	4974

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	440	(287)	261	297	323
净利润	175	175	197	233	289
折旧摊销	0	0	108	100	93
财务费用	0	0	84	82	75
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	0	0	(144)	(126)	(142)
其它	265	(463)	17	6	8
投资活动现金流	(524)	(499)	(54)	(30)	(30)
资本支出	0	0	(30)	(30)	(30)
其他投资	(524)	(499)	(24)	0	0
筹资活动现金流	577	792	(349)	(267)	(293)
借款变动	0	0	(206)	(114)	(132)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	0	(59)	(70)	(87)
其他	577	792	(84)	(82)	(75)
现金净增加额	492	5	(142)	0	0

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	7906	6052	8957	10122	11438
营业成本	7481	5528	8241	9312	10523
营业税金及附加	10	7	9	10	11
营业费用	131	106	152	172	194
管理费用	102	187	251	283	320
财务费用	(2)	48	84	82	75
资产减值损失	(9)	13	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	18	0	0	0
营业利润	192	181	221	262	314
营业外收入	14	17	0	0	10
营业外支出	4	1	0	0	0
利润总额	202	198	221	262	324
所得税	24	18	20	24	29
净利润	178	180	201	238	295
少数股东损益	3	5	4	5	6
母公司所有者净利润	175	175	197	233	289
EPS (元)	0.44	0.44	0.49	0.58	0.72

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	17%	-23%	48%	13%	13%
营业利润	16%	-6%	22%	18%	20%
净利润	1%	0%	12%	18%	24%
获利能力					
毛利率	5.4%	8.7%	8.0%	8.0%	8.0%
净利率	2.2%	2.9%	2.2%	2.3%	2.5%
ROE	12.7%	12.2%	12.5%	13.5%	14.9%
ROIC	6.9%	6.0%	8.1%	9.0%	10.0%
偿债能力					
资产负债率	54.7%	68.2%	65.1%	63.0%	60.6%
净负债比率	28.2%	45.1%	40.5%	36.4%	32.0%
流动比率	1.1	1.2	1.3	1.4	1.5
速动比率	0.8	0.9	0.8	0.8	0.9
营运能力					
资产周转率	2.4	1.3	2.0	2.1	2.3
存货周转率	10.4	7.6	7.8	7.2	7.2
应收帐款周转率	16.8	12.6	17.5	21.3	21.3
应付帐款周转率	8.4	7.6	10.6	10.6	10.6
每股资料(元)					
每股收益	0.44	0.44	0.49	0.58	0.72
每股经营现金	1.10	-0.72	0.65	0.74	0.81
每股净资产	3.44	3.58	3.92	4.33	4.84
每股股利	0.12	0.12	0.15	0.17	0.22
估值比率					
PE	40.9	40.8	36.3	30.7	24.8
PB	5.2	5.0	4.6	4.1	3.7
EV/EBITDA	25.6	21.1	16.3	15.1	13.9

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

李洪冀，英国帝国理工大学金融学硕士，数学学士，四年有色金属行业研究经验，曾任国信证券有色行业研究员。

王晓丹，南开大学国际经济研究所数量经济学硕士，理学学士，两年证券研究从业经验，两年期货研究从业经验。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中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。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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。