



业绩超预期，经营渐入佳境

各项业务稳步发展，整体业绩显著改善

2010 年公司开工率继续保持在较高水平。总产销量平稳增长，但是产品结构出现新的变化。制冷铜管的产量创出新高，在营业收入中比重上升，部分地抵消了海水淡化管出口订单下滑的不利影响。随着募投项目在 09 年陆续建成和投入运行，公司已经进入了一个全新的发展阶段。主业之外，2010-2011 年公司分三次收购恒昊矿业股权，体现出向上游发展的强烈愿望。短期内投资收益对公司业绩贡献有望大幅增加。

我们认为 2011 年公司的三大增长点可保证业绩继续快速提升

第一，空调制冷铜管需求旺盛，铜陵项目建成时间正处于销售旺季，产能释放有望加快。预计公司制冷铜管总销量增速将超过 20%。

第二，海水淡化铜管订单出现反弹是值得期待的。中东地区推迟的海水淡化项目在今年陆续开始启动的可能性很大，公司受益订单增加，苦尽甘来。由于此类铜管加工费和单位毛利显著高于其他产品，收入和利润有望同时快速增长。

第三，除主业稳健增长之外，投资收益的上升也非常可观。

盈利预测和评级

我们预测 2010-2012 年公司每股收益分别是 0.56 元、0.62 元和 0.77 元。金属加工类企业 25-30 倍市盈率比较合理，对应股价区间是 15.5-18.6 元。给予增持评级，6 个月目标价格 17 元。

预测和比率

	2009A	2010F	2011F	2012F
营业收入（百万）	6052	8923	13602	16215
营业收入增长率	-23.45%	47.44%	52.43%	19.21%
EBITDA（百万）	243	325	421	526
EBITDA 增长率	23.22%	33.53%	29.48%	25.06%
净利润（百万）	175	224	246	310
净利润增长率	0.12%	27.43%	10.11%	25.85%
ROE	12.25%	14.79%	14.41%	15.84%
EPS（元）	0.438	0.559	0.615	0.774
P/E	33.85	26.56	24.12	19.17
P/B	4.15	3.93	3.48	3.04
EV/EBITDA	28.12	20.58	16.39	13.01

海亮股份 (002203)

首次评级

增持

分析师：张芳

zhangfang@csc.com.cn

010-85130961

执业证书编号：S1440207030182

联系人：徐荃子

xuquanzi@csc.com.cn

010-85156326

当前股价：14.84 元

目标价格 6 个月：17 元

发布日期：2011 年 2 月 9 日

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	-10.89/-5.30	-23.00/-13.61	4.14/17.98
12 月最高/最低价（元）			21.22/9.6
总股本（万股）			40010.00
流通 A 股（万股）			36462.97
总市值（亿元）			59.61
流通市值（亿元）			54.33
近 3 月日均成交量（万）			423.38
主要股东			
海亮集团有限公司			41.86%

股价表现

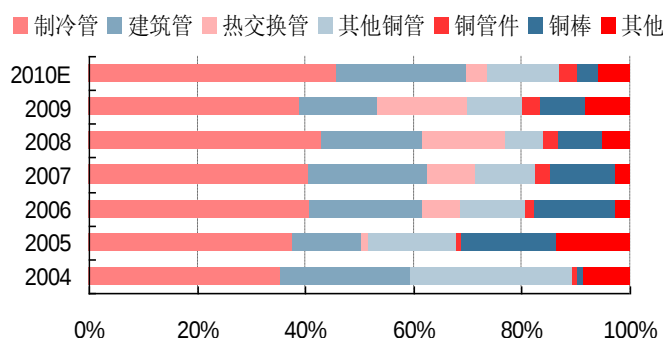




各项业务稳步发展，整体业绩显著改善

2010 年公司开工率继续保持在较高水平。总产销量平稳增长，但是产品结构出现新的变化。制冷铜管的产量创出新高，在营业收入中比重上升，部分地抵消了海水淡化管出口订单下滑的不利影响。随着募投项目在 09 年陆续建成和投入运行，公司已经进入了一个全新的发展阶段。主业之外，2010-2011 年公司分三次收购恒昊矿业股权，体现出向上游发展的强烈愿望。短期内投资收益对公司业绩贡献有望大幅增加。

图 1：公司铜管铜棒产品的收入比例（%）



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

表 1：公司的主要产品及应用领域

细分市场	产品种类	主要产品及应用领域
制冷用无缝铜管	紫铜	直管、盘管：制冷设备蒸发器、冷凝器、连接管等 内螺纹管：散热性能比光管好，主要用于蒸发器中 蚊香盘管：延伸性好，用于制冷设备维修和售后服务
热交换用铜及铜合金管	黄铜、白铜等合金铜管	海水淡化管：海水蒸发器，淡水冷凝器 火力发电用铜管：汽轮机、火电站的加热器 冶炼、化工、船舶、汽车等其他工业领域
建筑用铜及铜合金管	紫铜、少量合金铜管	建筑水管、汽管及连接管，卫浴、装饰用黄铜管

资料来源：中信建投证券研究发展部

2010 年铜价总体上震荡走高，均价同比上涨 38%。我们预计产量增幅在 9-10% 左右。公司已发布业绩快报：2010 年实现营业收入 89.48 亿元，同比增长 47.85%；营业利润 19105 万元，同比增长 5.41%；归属于母公司的净利润 22632 万元，同比增长 29.01%。每股收益 0.566 元。净利润增幅大于营业利润增速，业绩增长主要来自于非经常性收入。主要是海亮安徽子公司收到政府补贴计入营业外收入，以及人民币升值形成的汇兑净收益增加。

展望 2011 年，公司的三大增长点可保证业绩继续快速增长：第一，空调制冷铜管需求旺盛，铜陵项目建成时间正处于销售旺季，产能释放有望加快。预计公司制冷铜管总销量增速将超过 20%。第二，海水淡化铜管订单将出现反弹。中东地区推迟的海水淡化项目在今年陆续开始启动的可能性很大，公司受益订单增加，苦尽甘来。由于此类铜管加工费和单位毛利显著高于其他产品，收入和利润有望同时快速增长。第三，除主业稳健增长之外，投资收益的上升也非常可观。

图 2：2010 年铜均价同比上涨 38%

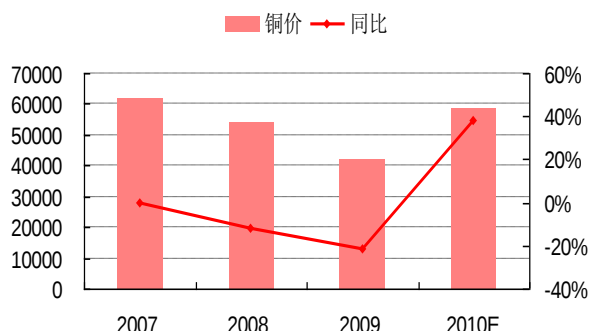
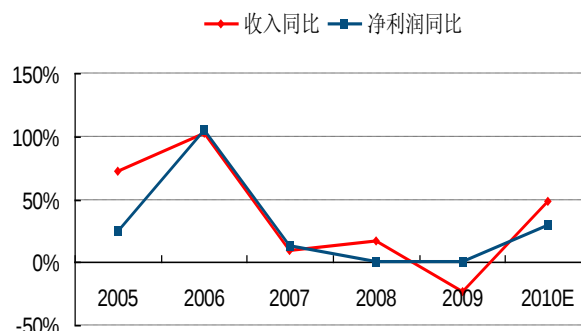


图 3：预计 2010 年公司净利润同比上涨 30%



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

制冷用铜管产销两旺，再创新高

制冷用无缝铜管是海亮股份的主要产品之一，从历年主营业务收入构成来看，制冷铜管营业收入占公司总收入的 41%-44%。2010 年国内空调畅销，各空调生产厂商加大了原材料采购和库存比重。受益于此，2010 年公司的制冷无缝铜管产销量可能在 2008 年达到历史最高点之后再次创下新高。这也将推动制冷铜管占总收入比上升 2-3 个百分点。

从 2003 年起，国内制冷铜管市场竞争日趋激烈，海亮股份选择发展海外市场，避开了国内价格战和由此导致的毛利率逐步走低。所以在 2003 年到 2008 年期间公司的无缝铜管基本以外销为主。从数据上看，2008 年之前，公司 70%以上的铜管都用于出口。

2008 年之后海外市场受国际金融危机影响需求一直处于缓慢恢复之中。面对出口低迷的不利影响，公司及时改变了销售策略。提出了“抓外不放内，内外并举，抓大不放小，大小兼顾”的市场方针，采取灵活的市场开拓措施。在坚持维护海外市场的同时，加大开发国内市场的力度。大客户继续维持，同时加强小客户的营销力度，保证了公司整体生产经营状况良好。

海水淡化用铜管订单严重不足

2010 年 1-9 月，公司热交换用铜管营业收入同比下降幅度比较大，估计在 18%左右。在主营收入中的占比也从 09 年的 17%下降到 4%左右。主要原因是来自于中东地区海水淡化铜管需求的严重萎缩。公司生产的热交换用铜管主要应用于海水淡化、火力发电、船舶和汽车等领域。其中，海水淡化用铜管是公司近年来重点发展的产品。海水淡化项目主要集中在中东地区。但由于，2010 年受迪拜债务危机及其他动乱因素的影响，中东地区多数海水淡化工程一直没有启动。导致公司该类铜合金管订单严重不足。但是中东地区的缺水严重，对海水淡化项目的基本需求没有改变。我们预计 2010 年之后，随着海湾地区经济的复苏，海水淡化项目会陆续恢复启动。根据调研，一个海水淡化工程大概需要 1-2.5 万吨热交换铜管，一个项目的完成大约 1-2 年时间。公司在海水淡化铜管市场的占有率较高，乐观估计可获得当地 60-70%的订单。因此中东地区海水淡化项目一旦启动，将对公司的业绩构成持续支撑作用。

国内方面，国家对海水淡化工程的政策支持力度也在持续加大，低成本的渤海湾海水淡化工程配合南水北

调项目，将有力支持内蒙古和新疆等缺水地区。海亮股份作为国内第一大热交换用铜管生产企业，在海水淡化项目中市场前景广阔。

公司的热交换铜管有少量用于船舶、发电等其他工业领域。目前公司的船舶用铜管产量比较少。在这个市场中，军用舰船有很高的进入壁垒，船舶用铜管也有不锈钢管和钛管等替代品。在发电设备领域，铜管由于使用寿命比钛管短，也部分地被钛管所替代。由于在这两大领域竞争优势不明显，我们判断公司未来仍然会以海水淡化铜管为重点发展方向不断做大作强。

建筑用铜水管：增长一般，但长期看好

公司的建筑用铜水气管约 60%出口，40%内销。铜水管由于可回收和良好的抑菌性近年来已经越来越多地用于星级酒店和别墅等高端建筑中。但是与 PE 管和 PPR 管等替代品相比，铜水管不具备价格优势。同时不断攀升的铜价也制约了铜水管的推广和使用。在有限的市场规模下，公司的铜水管业务很难有太快的增长。公司此类铜管产能 5.3 万吨，目前产能利用率较高，盈利情况还有待改善。

铜合金管件：产销量占比创历年最好水平

公司的铜合金管件原有生产规模不大，但发展比较快，目前已经进入这一细分行业排名前五。与其他产品不同，铜管件批量小、规格多，主要以件计价，综合毛利率超过 30%。2010 年市场需求比较旺盛，公司铜管件在总产销量中占比可能达到历史最高水平，预计 4%-5%左右。

铜棒：很快会有起色

公司铜棒产能 3.2 万吨，近几年产量比较稳定，一直在 2.2 万吨-2.5 万吨徘徊。1988 年公司创办之初是生产铜棒起家，1996 年考虑到铜管市场发展空间更大，公司开始做铜管业务以此来实现生产规模的迅速扩大。此后资金投入主要在铜管领域，铜棒业务并没有作为公司发展的重点，因此产能很长一段时间内没有扩大，生产线也相对比较老旧。但是，我们认为海亮股份在铜棒行业尤其是精密铜棒方面仍然保持着较强的领先优势。公司的精密合金铜棒主要用于制冷水暖、通讯、机械等领域，目前正在研发的用于高防火高导电领域的紫铜棒，加工难度大，预计实现量产后可获得较高的毛利率。2011 年公司有可能加大对铜棒投入和开发，扩大铜棒产品的出口，同时对原有生产线进行技改。

合理布局，发挥发挥区位优势

从 2008 年以来公司的四个募投资金项目陆续投产，目前在建、已投产和处于正常运行状态的铜管产能累计是 30.8 万吨，分布在浙江本部、上海、安徽铜陵和越南四个生产基地。2010 年实际可使用的产能是 19.2 万吨，产能利用率超过 80%，在业内处于较高水平。



表2：海亮股份产品主要生产基地产能情况（万吨）

生产基地	制冷用无缝铜管	热交换用铜及合金管	建筑用铜及合金管	铜合金管件	总计
越南	4.8	2.3			7.1
上海	3	2			5
铜陵	4.8				4.8
浙江本部	4	4.7	5.3	2.2	16.2
小计	16.6	9	5.3	2.2	30.8

资料来源：中信建投证券研究发展部

浙江本部目前是公司收入利润的主要来源，产能占到总产能的一半。同时公司几个新项目也在紧锣密鼓建设之中。海亮越南铜业公司 2.3 万吨热交换用铜管项目预计 2011 年建成，产品将主要出口到欧美等国家。越南项目成本优势比较明显，也可享受出口方面的政策优惠。安徽铜陵制冷用无缝铜管项目于 2010 年 7 月份开始建设，预计 2011 年 4 月份投产。该项目产品定位是向当地空调家电企业供货。在合肥，格力空调有 600 万套、海尔有 100-200 万空调产能。在芜湖，美的有 500 万套产能。当然具体产能释放程度还有待于需求和订单的支撑。

研发优势确保公司持续盈利能力较强

近几年，国内铜管行业加工费总体水平呈现逐渐下降走势，但海亮股份的加工费基本保持了稳定，铜管每吨毛利在 2800-3200 元/吨左右。这与公司的不断开发新产品、积极调整产品结构是分不开的。例如，当市场上以销售 9mm 制冷铜管为主时，公司就开始研发 7mm 和 4mm 的细管和超细管，保持了研发超前于市场。

同时，公司不急于扩产，而是花费了几年时间致力于调整产品结构。铜管总体产能从 2002 年达到 10 万吨之后多年都没有超过 10 万吨，直到 2009 年募投项目陆续建成，使产能有了新的突破。总体来讲，我们认为公司产品结构比较合理。具有传统优势的制冷铜管产品市场需求旺盛，是公司目前盈利的主要支撑。新产品例如海水淡化铜管是公司对未来业务发展的积极布局，短期内效益并不理想，但成长性突出。另外一方面，募投项目主要以有竞争力的新产品为依托，相应地可减少开拓市场的投入，需求好则可使新增产能尽快发挥作用。

因为工艺的难易程度和材料成分配比不同，公司产品加工费有所差异，有些产品之间的加工费甚至相差几千元到上万元不等。在三大类铜管产品中，热交换用铜管加工费最高。实际上热交换管近年来产能增长最快，占总产能比重显著上升，这有助于公司整体盈利水平的快速提高。

海亮股份在研发方面的硕果累累。截至 2010 年 9 月底，公司共申请 140 多项，取得专利证书 62 项，其中发明专利 7 项，实用新型技术 55 项。并且公司还起草或参与完成国家、行业、地方等 27 项标准的制定。

从前几年情况来看，公司研发费用占到总收入的 0.6-0.7%，预计 2010 年研发费用占总收入的 0.5% 左右。虽然百分比较低，但因为公司总收入高，因此研发投入的绝对值还是非常可观的。从中我们可以看出公司对研发的重视程度和持续发展的决心。

加大力度收购资源，创造丰厚投资收益

2010 年海亮股份的投资收益大幅增加。主要投资项目有两个：一是继续加大对宁夏银行的投资力度，二是参股云南红河恒昊矿业股份有限公司，并提高持股比例。2011 年 1 月 19 日，公司宣布继续以 4.5 元/股的价格

购入红河恒昊矿业股份有限公司 1000 万股股份，加上此前 2010 年 5 月和 9 月的两次并购，海亮股份持股增加到 5000 万股，持股比例达到 12.89%，成为其第二大股东，累计动用资金 2.25 亿元。

表 3：海亮股份三次收购恒昊矿业股权情况

时间	收购股份（万股）	交易价格（元/股）	交易金额（万元）	股权比例累计
2010 年 5 月	2400	4.5	10800	6.90%
2010 年 9 月	1600	4.5	7200	11.49%
2011 年 1 月	1000	4.5	4500	12.89%
合计	5000		22500	12.89%

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

2011 年初，万向资源公司也对恒昊矿业进行增资，成为其第三大股东。海亮股份和万向资源公司成为战略投资者对公司的生产经营产生了积极影响。首先是可以解决恒昊矿业目前比较紧张的资金状况，有助于其增加投入扩大产能，同时也有利于公司法人治理结构的改善。

恒昊矿业一直以来主要从事镍矿开采和加工。2008 年、2009 年镍价大幅下降，公司盈利严重滑坡：2007 年盈利最好时期净利润超过 2 亿，2009 年净利润仅 3000 万元。从 2010 年起业绩增长比较显著，1-8 月的净利润已经达到 5500 万元，预计 2011 年可以继续提高。

公司的资源储量比较丰富，有镍、钒、锰和铜钼矿山共 8 座。目前资源利用程度较高的是镍矿，拥有处理镍金属年产 6000 吨的能力。与采矿相比，公司冶炼产能略显不足。2011 年两座新冶炼厂的投入使用有望一举突破产能瓶颈。

业绩预测和评级

我们认为 2011 年公司的三大增长点可保证业绩继续快速提升：

- 第一，空调制冷铜管需求旺盛，铜陵项目建成时间正处于销售旺季，产能释放有望加快。预计公司制冷铜管总销量增速将超过 20%。
- 第二，海水淡化铜管订单出现反弹是值得期待的。中东地区推迟的海水淡化项目在今年陆续开始启动的可能性很大，公司受益订单增加，苦尽甘来。由于此类铜管加工费和单位毛利显著高于其他产品，收入和利润有望同时快速增长。
- 第三，除主业稳健增长之外，投资收益的上升也非常可观。

根据以上分析，我们给出公司产品产量和价格的预测。预测结果是：2010-2012 年公司主营收入增长率分别是 47.44%、52.43%和 19.21%。2010-2012 年公司净利润增长率分别是 27.43%、10.11%和 25.85%。2010-2012 年每股收益是 0.56 元、0.62 元和 0.77 元。我们认为金属加工类企业 25-30 倍市盈率比较合理，对应股价区间是 15.5-18.6 元。给予增持评级，6 个月目标价格 17 元。

表 4：主要产品产量及预测（万吨）

	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
制冷铜管	5.8	8	11	12	13
热交换管	2.2	1	3	5	7
建筑用管	2.1	2	4	4.5	5



铜管件	0.4	0.8	0.8	1	1
其他用途管	1.4	1.5	1.5	1.5	1.5
铜棒	2.4	2.4	2.5	2.5	2.5
合计	14.3	15.7	22.8	26.5	30

资料来源：中信建投证券研究发展部

表 5：公司盈利预测

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入（百万元）	7906	6052	8923	13602	16215
主营收入增长率	16.81%	-23.45%	47.44%	52.43%	19.21%
EBITDA（百万元）	197	243	325	421	526
EBITDA 增长率	5.38%	23.22%	33.53%	29.48%	25.06%
净利润（百万元）	175	175	224	246	310
净利润增长率	0.56%	0.12%	27.43%	10.11%	25.85%
ROE	12.72%	12.25%	14.79%	14.41%	15.84%
EPS（元）	0.443	0.438	0.559	0.615	0.774
P/E	33.50	33.85	26.56	24.12	19.17
P/B	4.31	4.15	3.93	3.48	3.04
EV/EBITDA	30.03	28.12	20.58	16.39	13.01

资料来源：中信建投证券研究发展部

风险分析

- 公司的各项成本中，人工成本、能源动力成本等每年大约以 5%-8% 的速度不断增长。公司的成本压力随通胀水平而相应上升。
- 新项目建成后，折旧摊销费用增加。如果产能利用率低，项目盈利情况将低于预期。
- 因铜价上涨，公司流动资金需求增加，给财务管理带来一定难度。



财务报表预测

利润表	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	6052	8923	13602	16215
主营业务成本	5528	8342	12764	15177
其他业务利润	0	0	0	0
营业费用	106	143	218	259
管理费用	187	178	272	324
财务费用	48	92	133	166
营业利润	181	192	242	312
投资收益	18	32	40	40
利润总额	198	240	272	342
净利润	180	228	250	315
归属母公司净利润	175	224	246	310
现金流量表	2009A	2010E	2011E	2012E
净利润	180	228	250	315
折旧摊销	14	0	46	48
净营运资金增加	317	438	257	311
经营活动产生现金流	538	115	-80	250
投资活动产生现金流	-284	303	30	30
融资活动产生现金流	27	-222	752	112
现金净增（减）	282	196	702	392
每股指标				
基本 EPS	0.44	0.56	0.62	0.77
每股红利	0.00	0.20	0.20	0.20
每股经营现金流	1.35	0.29	-0.20	0.62
每股净现金流	0.70	0.49	1.75	0.98
每股净资产	3.58	3.78	4.27	4.89
价值比率				
P / E	33.85	26.56	24.12	19.17
P/B	4.15	3.93	3.48	3.04
EV / EBITDA	28.12	20.58	16.39	13.01

资产负债表	2009A	2010F	2011F	2012F
流动资产	2924	3483	5299	6370
货币资金	1142	1338	2040	2432
短期投资	0	0	0	0
应收帐款	579	611	932	1111
预付帐款	160	226	329	450
存货	885	1143	1748	2079
固定资产	1610	1276	1240	1201
总资产	4534	4758	6538	7571
无息负债	737	914	1399	1663
有息负债	1128	1303	2217	2537
少数股东权益	11	15	19	24
股东权益	1432	1511	1708	1956
净营运资本	574	1012	1269	1580
投入资本 IC	2067	2252	2686	2886
主要指标	2009A	2010E	2011E	2012E
盈利能力				
毛利率	8.66%	6.52%	6.16%	6.40%
营业利润率	2.99%	2.15%	1.78%	1.93%
净利率	2.90%	2.51%	1.81%	1.91%
净资产收益率	12.25%	14.79%	14.41%	15.84%
偿债能力				
流动比率	1.24	1.41	1.31	1.33
速动比率	0.87	0.95	0.88	0.90
资产负债率	68.17%	67.92%	73.58%	73.84%
成长能力				
营业收入增长率	-23.45%	47.44%	52.43%	19.21%
营业利润增长率	-5.73%	5.67%	26.30%	29.04%
净利润增长率	0.12%	27.43%	10.11%	25.85%
净资产增长率	4.00%	5.55%	13.03%	14.51%



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

分析师介绍

基金研究服务

张芳：中国人民大学管理学硕士，有色金属行业首席分析师。基于长期的研究实践，擅长把握有色金属价格波动趋势。

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁昕 010-85130318 dingxin@csc.com.cn

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

戴悦放 010-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn

深圳地区销售经理

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

张娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告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、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。