

公司评价

谨慎推荐（首次）

发行基本情况

截止日期	2011-7-25
收盘价	14.35 元
总股本	40010 万股
上市流通股	36462.97 万股
流通受限股	3547.03 万股

公司股价走势图



相关报告

《小金属把握政策导向，铜板块关注超跌反弹》——2011年有色行业中期投资策略

2011年6月27日

研发部

何阳阳¹

SAC 执业证书编号：S1340510120005

联系电话：010-68858167

Email: luobaiyan@cnpsec.com

业务布局基本完成，热交换铜管成长可期

——海亮股份（002203）研究报告

摘要：

● **铜加工行业龙头，产能进入释放期。**公司是全国第一大精密铜棒生产企业，第二大铜管生产企业和最大的铜管出口商。公司上市前的铜管产能合计有 12.2 万吨，铜棒产能合计有 3.2 万吨。但在经历了几年的快速扩张后，现阶段公司铜管和铜棒的产能合计已经到达 32.85 万吨，较之前的产能出现了大幅提升。随着公司业务布局的基本完成和大批建设项目的投产，未来公司将进入产能集中释放期。

● **积极拓展上游，打造完整产业链。**为了进一步打破资源供给瓶颈，提高公司竞争力和盈利水平，近几年公司通过收购矿山，积极打造完整产业链。目前公司共持有红河恒昊矿业 12.89% 的股权，获得了丰富的镍、铜、锰、钼等矿产资源，从而进一步解决了公司生产经营所必须的铜和镍等原材料，这对于保障公司可持续发展，增强成本转嫁能力有巨大的作用。

● **加工费优势明显，盈利能力稳定。**公司深加工技术先进且主要生产铜管的高端产品，公司生产的制冷铜管的加工费高达 7000—8000 元，远超行业内 4000—5000 元的平均水平，而且公司生产的热交换铜管和铜合金管件的加工费更是高达 10000 元甚至是 20000 元以上，这使得与行业内其他公司相比具备明显的竞争优势。而且公司采取的是“原材料价格+加工费”产品定价模式，这种定价模式不仅可以更好的将电解铜价格波动的风险转嫁给下游客户，而且公司的加工利润在签合同的同时就已经得到确定，所以不管铜价如何波动公司都具备稳定的盈利能力。

● **火电用冷凝管需求坚挺，海水淡化铜管将迎来黄金成长期。**电力工业是冷凝管最大的消费领域，尽管我国要合理控制火电建设规模，但迄今为止，火电仍然是我国的主力电源。如果考虑到我国可能会面临的大面积电荒，则火电项目的投资力度很可能将超出预期。此外，海水淡化用冷凝管主要都是铜合金管，随着全球城市用水告急和沿海工业对淡水需求的增多，特别是各国政府对海水淡化工程支持力度的加强以及中东地区经济的逐步恢复，海水淡化工程将具备巨大的成长空间。随着需求的快速增长，热交换铜管将成为公司新的利润增长点。

● **给予海亮股份“谨慎推荐”评级。**经过测算，我们预计公司 2011—2013 年的 EPS 分别为：0.66 元，0.78 元，0.91 元，对应 PE 分别为：22X，18X，16X。考虑到公司具备相对完整的产业链以及公司在铜加工行业的龙头地位，特别是火电项目建设和海水淡化工程发展所导致的对热交换铜管的巨大需求，所以我们给予公司“谨慎推荐”评级。

● **风险提示：**1、在建项目工程进度放缓；2、公司产品销量下滑；3、火电项目建设和海水淡化工程投资不如预期；4、铜价剧烈波动和加工费下滑。

¹ 报告贡献人：罗柏言

目 录

1. 积极打造资源一体化，热交换铜管蓄势待发.....	3
1.1 公司基本情况及股权结构介绍.....	3
1.2 业务布局基本完成，产能进入释放期.....	4
1.3 积极拓展上游，解决资源瓶颈.....	5
1.4 传统业务稳中有升，热交换铜管蓄势待发.....	5
1.5 加工费优势明显，盈利能力稳定.....	6
2. 制冷铜管需求稳定，热交换铜管成长可期.....	7
2.1 空调市场消费升级对制冷铜管形成强劲支撑.....	7
2.2 “十二五”火电投资或超预期，火电用冷凝管需求坚挺.....	8
2.3 受益于海水淡化工程，海水淡化铜管将迎来黄金成长期.....	10
3. 盈利预测与估值.....	11
3.1 产品价格、销量和毛利率假设.....	11
3.2 公司财务报表预测.....	12

图表目录

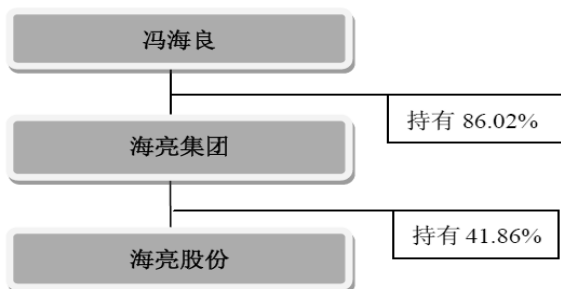
图表 1：公司与实际控制人产权及控制关系图.....	3
图表 2：公司股东结构.....	3
图表 3：公司组织结构架构图.....	3
图表 4：公司铜管、铜棒产能数据.....	4
图表 5：公司细分类铜管产能数据.....	4
图表 6：公司拥有的矿产资源储量.....	5
图表 7：公司收入结构变化情况.....	6
图表 8：公司利润结构变化情况.....	6
图表 9：公司收入、利润和毛利变化情况.....	7
图表 10：公司三费和负债变化情况.....	7
图表 11：中国空调单月产量和当月同比增速.....	8
图表 12：中国冰箱单月产量和当月同比增速.....	8
图表 13：国内空调市场增长对制冷铜管的需求拉动.....	8
图表 14：2011 年国内新上火电项目.....	9
图表 15：低温多效海水淡化原理图.....	10
图表 16：主要产品价格假设.....	11
图表 17：主要产品销量假设.....	11
图表 18：产品毛利率敏感性分析和公司综合毛利率假设.....	11
图表 19：公司财务报表预测.....	12

1. 积极打造资源一体化，热交换铜管蓄势待发

1.1 公司基本情况及股权结构介绍

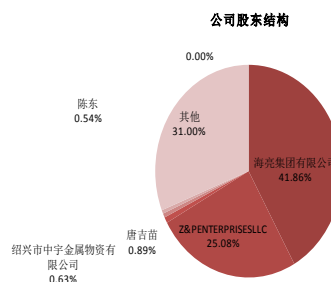
浙江海亮股份有限公司于 2008 年 1 月在深圳交易所上市，公司的产品主要为铜管和铜棒两大系列，囊括了近百个牌号、数千种规格产品，广泛用于空调和冰箱制冷、建筑水管、海水淡化、装备制造、汽车工业、电子信息、交通运输、五金机械、电力等行业。近年不断推出内螺纹铜管、高档铜合金管等高端产品，使公司的产品结构日趋优化。目前，公司是铜加工行业国家标准与行业标准的制定者之一，是全国第一大精密铜棒生产企业，第二大铜管生产企业和最大的铜管出口商。公司通过实施产量规模化，产品精细化，市场高端化、客户国际化的公司战略，建立了完善的产品生产和营销网络，并在国内外积累了大批优质稳定的客户。

图表 1：公司与实际控制人产权及控制关系图



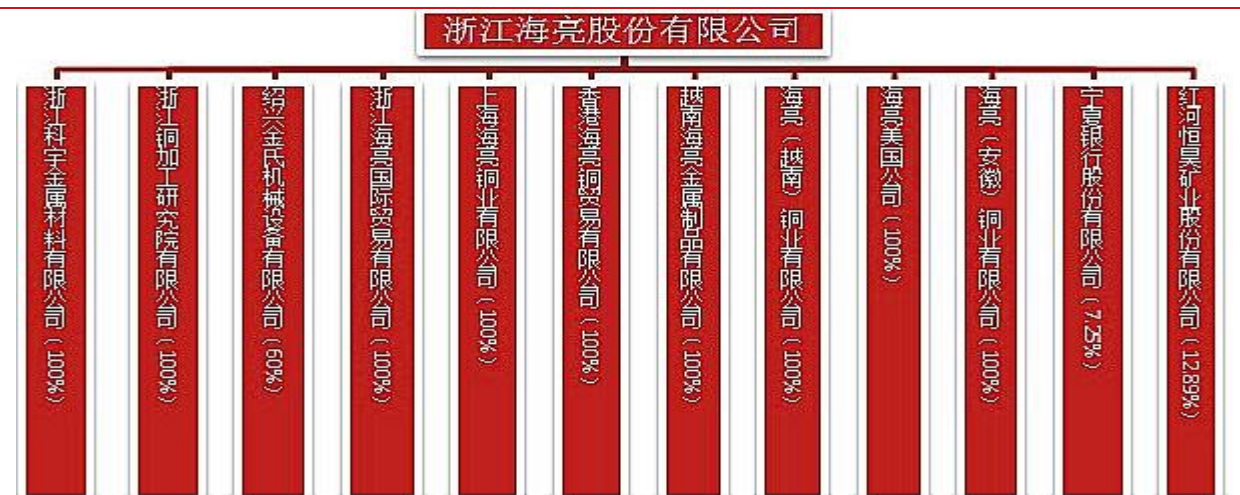
数据来源：公司公告 中邮证券研发部

图表 2：公司股东结构



数据来源：公司公告 中邮证券研发部

图表 3：公司组织结构架构图



数据来源：公司公告 中邮证券研发部

公司是中外合资股份有限公司，目前公司共有控股子公司 10 家，参股公司 12 家。截至 2011 年 3 月，海亮集团和 Z&P ENTERPRISES LLC 分别持有公司 41.86% 和 25.08% 的股权，目前海亮集团依旧是公司第一大股东，冯海良先生则是海亮集团和公司的实际控制人。

1.2 业务布局基本完成，产能进入释放期

公司通过在上海组建了上海海亮铜业有限公司，从而进一步降低了公司运输成本，并有利于公司原材料和产成品的进出口。同时，公司加快海亮（越南）铜业有限公司年产 7.1 万吨铜及铜合金管生产项目的建设，通过其拓展美国乃至国际市场，积极应对美国反倾销诉讼对公司所带来的影响。此外，为贴近市场，完善大客户开发和维护机制，扩大一线知名空调生产企业的市场份额，公司将部分生产线由浙江本部迁至安徽省铜陵市，并设立全资子公司海亮（安徽）铜业有限公司，建设年产 4.8 万吨高效节能环保精密铜管生产线项目。该项目建成投产后，可更好地为周边制冷厂商格力、美的等提供服务，加快国内市场的拓展，且可充分利用安徽铜陵优越投资环境。近几年公司通过对生产线的新建和调整，已经基本完成了铜管和铜棒的业务布局，这将使公司具备更好的抵御市场风险增强竞争力，并能显著增强公司盈利能力。

图表 4：公司铜管、铜棒产能数据

	上市之前	本部	上海	安徽	越南	合计
铜管产能（万吨）	12.2	10.7	5	4.8	7.1	27.6
铜棒产能（万吨）	3.2	4	1.2			5.2

数据来源：公司公告 中邮证券研发部

图表 5：公司细分类铜管产能数据

制冷用无缝 铜管（万吨）	建筑用铜及 铜合金管（万 吨）	热交换用铜及铜合 金管（万吨）	铜及铜合金管件 （万吨）	其他合金管 （万吨）	铜棒（万 吨）	合计（万 吨）
10.7	5.3	8.2	1.65	1.8	5.2	32.85

数据来源：公司公告 中邮证券研发部

此外，公司近几年的产能扩张十分明显。公司上市前的铜管产能合计有 12.2 万吨，铜棒产能合计有 3.2 万吨。但在近几年的快速扩张中，除了公司募投的 10 万吨项目

外，公司还在越南，安徽，浙江等地搬迁和新建了一批铜管和铜棒项目，近期又准备在浙江建设 1.8 万吨短流程精密铜棒技改项目。在经过大幅扩张之后，现阶段公司铜管和铜棒的产能合计已经到达 32.85 万吨，较之前的产能出现了大幅提升，这将进一步提升公司产品市场占有率和稳固公司的行业龙头地位。随着公司业务布局的基本完成和大批建设项目的投产，未来公司将进入产能集中释放期。

1.3 积极拓展上游，解决资源瓶颈

为了进一步打破资源供给瓶颈，提高公司竞争力和盈利水平，近几年公司积极收购上游矿山，以期打造完整产业链。公司通过多次增资收购金平添惠投资有限公司持有的红河恒昊矿业的股权，现在已经具备 12.89% 的权益，成为该矿业公司第二大股东。恒昊矿业自成立以来一直从事镍资源的开发和冶炼，具备矿业权开发利用所需要的资质条件和行业准入条件，在镍、铜等有色金属资源的采、选、冶等环节掌握了成熟的技术并积累了丰富的经验。恒昊矿业共拥有镍资源储量 42.24 万吨，锰资源储量 16.61 万吨，钒资源储量 42.03 万吨，铜资源储量 14.78 万吨，钴资源储量 1.74 万吨，钼资源储量 0.0686 万吨。恒昊矿业现有产品是高冰镍、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，恒昊矿业拥有处理镍金属年产 6,000 吨的能力。公司通过收购恒昊矿业有效解决了公司生产经营所必须的铜和镍等原材料，这对于保障公司可持续发展，增强成本转嫁能力有巨大的作用。

图表 6：公司拥有的矿产资源储量

	镍金属量	锰金属量	钒金属量	铜金属量	钴金属量	钼金属量
恒昊矿业资源储量（万吨）	42.24	16.61	42.03	14.78	1.74	0.0686
海亮股份权益拥有量（万吨）	5.4447	2.1410	5.4177	1.9051	0.2243	0.0088

数据来源：公司公告 中邮证券研发部

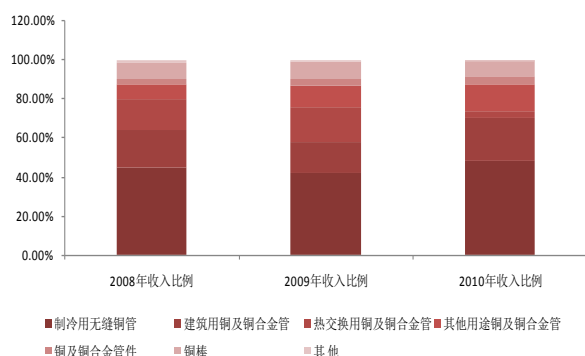
此外，公司通过投资入股宁夏银行，积极尝试开辟新的利润增长点，提高公司当前资金利用效率，并在一定程度上规避单一产业结构风险；同时投资宁夏银行也有利于结成金融战略合作伙伴，为将来实现产业资本和金融资本的融合创造条件。

1.4 传统业务稳中有升，热交换铜管蓄势待发

随着国家“家电下乡”、“以旧换新”等家电行业政策继续推行，下游国内外制冷行业生产厂商及经销商积极生产备货，再加上人均收入提高，我国空调消费需求继续维持

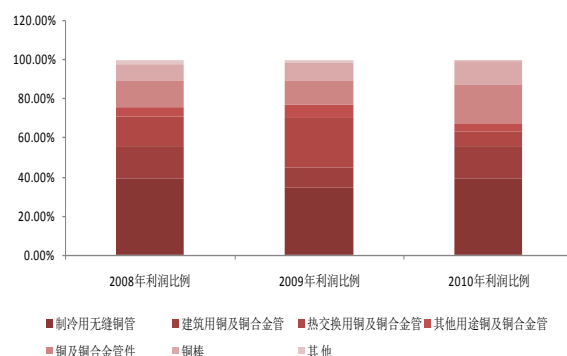
高速增长，从而对制冷用铜管的需求也稳步增长。而全球经济的复苏，高档酒店、高档住宅、高档会所、写字楼建设和装修的增多，对建筑铜管的需求也呈现稳步上扬的势头。从收入和利润占比来看，2010 年制冷铜管和建筑铜管这两块传统业务收入占比分别为 48%和 22%，利润占比分别为 39%和 17%，由此可见制冷铜管和建筑铜管依旧是公司的主营业务，未来这两块传统业务有望继续维持稳定增长。

图表 7：公司收入结构变化情况



数据来源：WIND 资讯 中邮证券研发部

图表 8：公司利润结构变化情况



数据来源：WIND 资讯 中邮证券研发部

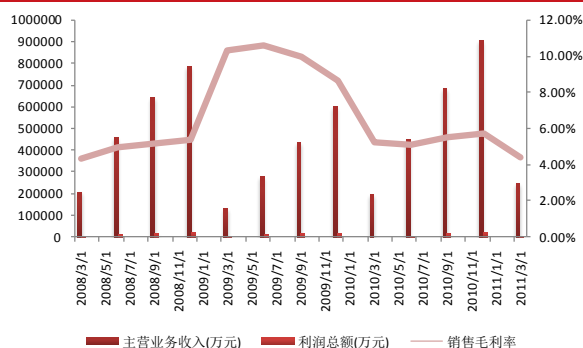
但是，由于国际贸易壁垒影响显现、海水淡化工程应用集中的中东地区受金融危机冲击后的后续效应还在延续，所以全球对海水淡化管的需求明显萎缩，而受到资源成本上升和流动资金紧缺的影响，公司海水淡化工程的项目建设和业务拓展也不如预期。2009 年公司热交换铜管的收入和利润占比分别为 17.97%和 25.48%，2010 年公司热交换铜管的收入和利润占比已经下降到只有 4%和 7.5%。但由于各国政策的大力支持和陆地淡水资源的日益紧缺，向海洋要水是经济发展的必然趋势。随着政府扶持措施的逐步落实和全球特别是中东地区经济的逐步恢复，海水淡化工程将成为公司一个新的利润增长点。

1.5 加工费优势明显，盈利能力稳定

公司深加工技术先进且主要生产铜管的高端产品，公司生产的制冷铜管的加工费高达 7000—8000 元，远超行业内 4000—5000 元的平均水平，而且公司生产的热交换铜管和铜合金管件的加工费更是高达 10000 元甚至是 20000 元以上，这使得与行业内其他公司相比具备明显的竞争优势。而且公司采取的是“原材料价格+加工费”产品定价模式，即主要为通过相对稳定的加工费获取毛利。这种“原材料价格+加工费”的定价机制和盈利模式从理论上说，公司可以将电解铜价格波动的风险转嫁给下游客户，而不需要承担铜价波动的风险，但在实际生产经营中，如公司的原材料采购与产品销售不能够做到对应平衡，则公司仍将面临铜价波动带来的风险而形成损失。此外，由于铜价在公司产品价格的构成中占比很大（90%左右），而加工费的金额相对铜价来说较小，因此导致了公司的毛利整体上偏低且毛利率水平易受铜价波动的影响。也就是说，如果铜价下降，公司毛利率会上升，铜价上涨，公司毛利率会下降。但事实上，

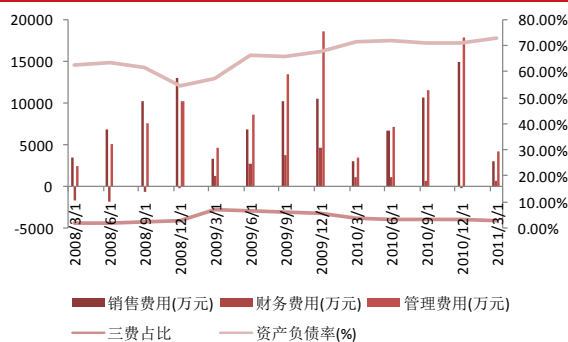
不管铜价如何变化，公司仍然可以赚取稳定的单位加工费，公司的毛利并不会受到铜价影响。所以公司毛利率的下滑主要是由于铜价上涨造成的，而公司本身的盈利状况依旧保持良好。

图表 9：公司收入、利润和毛利变化情况



数据来源：WIND 资讯 中邮证券研发部

图表 10：公司三费和负债变化情况



数据来源：WIND 资讯 中邮证券研发部

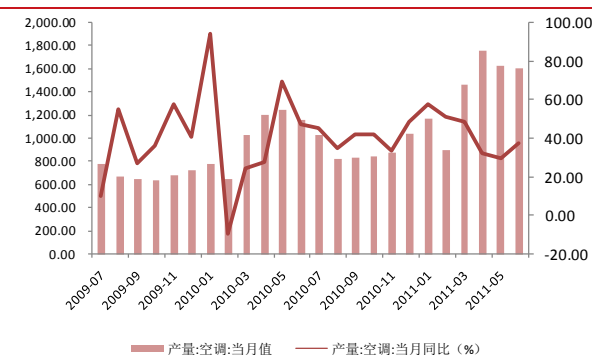
但是铜价大幅上涨和公司大量的项目建设确实使公司面临较大的流动资金压力，公司的资产负债率和三费占比也一直处于高位，但随着公司新建项目逐步开始贡献业绩，公司资产负债率和三费占比较高的问题将得到缓解。

2. 制冷铜管需求稳定，热交换铜管成长可期

2.1 空调市场消费升级对制冷铜管形成强劲支撑

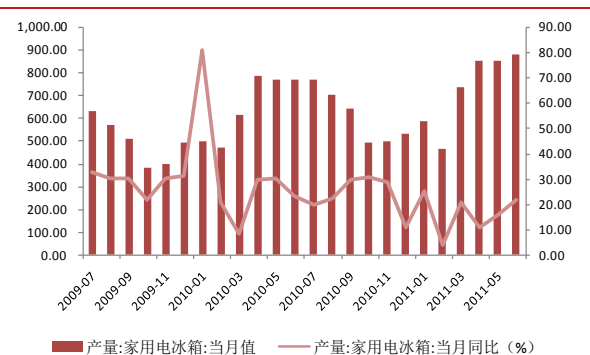
近年来，我国制冷空调产业得到快速发展，家用空调和电冰箱产销量大幅提高。目前我国已成为世界最大的家用空调和电冰箱生产国。而随着我国经济的持续高速增长，政府对节能补贴、家电下乡、以旧换新等惠民政策的继续实施，以及政策对低碳、节能、环保的推动，空调特别是变频空调将继续呈现出很高的增速。而且据公开资料显示：城市空调的保有量是每百户在 100 台以上，而农村每百户只有 15 台左右。随着农村生活水平的提高和中国城市化进程的快速推进，我国空调的消费具备很大的弹性空间。此外，我国空调消费的升级和更换，特别是写字楼，高档会所，地铁，高铁，餐厅等设施的建设也将会持续拉动对空调的需求。预计 2011 年全年我国空调的需求增速至少会达到 30% 以上，以后几年也会维持 15% 左右的稳定增长。制冷空调产业的持续发展，将极大地促进制冷用铜合金管的生产与消费。

图表 11：中国空调单月产量和当月同比增速



数据来源：中邮证券研发部

图表 12：中国冰箱单月产量和当月同比增速



数据来源：中邮证券研发部

图表 13：国内空调市场增长对制冷铜管的需求拉动

	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 E	2012 年 E	2013 年 E
国内空调产量 (万台)	7469.1	7942.9	8991.7	8307.1	8153.2	10899.6	14169.4	16294.9	18739.1
空调蒸发器用铜管 (万吨)	0	5	0	9	8	0	8	0	4
空调冷凝器用铜管 (万吨)	8.96	9.53	10.79	9.97	9.78	13.08	17.00	19.55	22.49
空调连接管 (万吨)	20.91	22.24	25.18	23.26	22.83	30.52	39.67	45.63	52.47
空调用铜管合计 (万吨)	7.47	7.94	8.99	8.31	8.15	10.90	14.17	16.29	18.74
空调用铜管合计 (万吨)	37.35	39.71	44.96	41.54	40.77	54.50	70.85	81.47	93.70

数据来源：公司公告 中邮证券研发部

在铜管市场上，公司是仅次于河南金龙的全国第二大铜管生产商，且公司生产的“海亮”牌高档精密铜管、高散热的内螺纹管在国内市场上享有较高声誉，公司不仅在国内建有较全的销售网络，而且海亮股份先后通过了美国 NSF、加拿大 WHI、美国 UPC、欧州 KITEMARK 等国际产品认证，拥有国际市场竞争的经验、实力和销售渠道。更重要的是公司生产和出口的主要是高端精密铜管，具备薄壁、高精度、高表面质量、高效率的特点，所以公司的产品不仅加工费高，而且还受益于空调逐步大容量、低能耗及小型化的发展趋势。随着我国和全球制冷行业的发展，公司作为铜管行业龙头，将继续分享到制冷铜管稳定增长的收益。

2.2 “十二五”火电投资或超预期，火电用冷凝管需求坚挺

火电站用热交换器管是冷凝管的一种，冷凝管是汽轮发电机组冷凝器的重要组成部分，主要材料是黄铜和白铜。电力工业是冷凝管最大的消费领域，也是我国的基础能源工业和支柱产业之一，尽管我国要统筹资源、环境和市场需求，合理控制火电建设规模，为水电、核电、风电等新能源发展留下足够空间，迄今为止，火电仍然是我国

的主力电源。如果考虑到我国今年以及后续几年可能会面临的大面积电荒，则火电项目的投资力度或将超出预期。

据公开资料显示：一台 30 万 kW 的汽轮发电机组中需要白铜管约 20 吨，黄铜管约 130 吨；一台 60 万 kW 的汽轮发电机组需要白铜管约 40 吨，黄铜管约 400 吨。2011 年我国拟新开工火电项目达到 8000 万千瓦以上，而“十二五”时期新开工建设火电规模更将达 2.6-2.7 亿千瓦。如果以火电厂所用冷凝管中有 80%为铜合金冷凝管来计算，则整个“十二五”期间火电建设将需求白铜管 4266 吨，黄铜管 27733 吨。随着“十二五”期间火电项目的纷纷上马，公司热交换冷凝管将面临很大的发展空间。

图表 14：2011 年国内新上火电项目

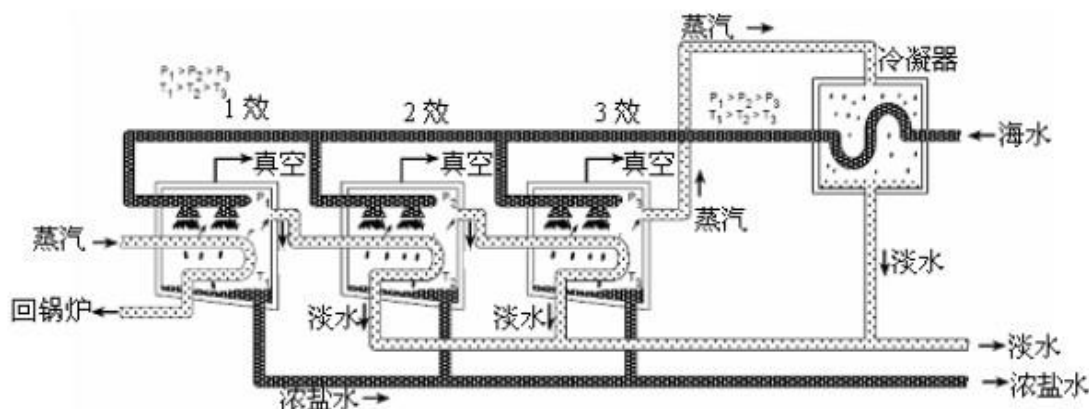
国电蒙阳煤电一体化有限公司一期工程（2×600MW）	国电长治热电有限公司机组工程（2×330MW）	国电蚌埠电厂二期超临界燃煤发电机组工程（2×600MW）
国电兰州热电联产扩建工程（2×350MW）	国电驻马店热电厂扩建工程（2×300MW）	国电常州电厂燃煤发电机组工程（2×660MW）
国电霍州发电厂"上大压小"工程（2×600MW）	铜陵发电厂六期"上大压小"改扩建工程（2×600MW）	国电廊坊热电厂供热机组工程（2×350MW）
国电吉林江南热电工程项目（2×300MW）	国电大武口热电有限公司工程（2×330MW）	国电永福电厂"上大压小"三期（2×350MW）
安徽国电宿州"上大压小"热电工程（2×300MW）	国电谏壁发电厂扩建工程（2×1000MW）	吴忠热电电厂工程（2×350MW）
国电湖南宝庆煤电有限公司一期工程（2×660MW）	陕西宝鸡第二发电厂二期工程（2×660MW）	国电小龙潭发电厂四期褐煤循环流化床热电气多联产（CFB）项目（2×600MW）
国电青山热电厂"上大压小"热电联产（一期）工程（2×350MW）	国电电力酒泉热电厂一期工程（2×300MW）	国电宝庆电厂二期工程（2×660MW）
国电吉林龙华白城热电厂扩建工程（2×200MW）	国电南埔电厂二期（2×300MW）	国电黄金埠电厂（2×600MW）
国电吉林延吉龙华热电厂机组新建工程（2×200MW）	内蒙古国电建投内蒙古布连电厂新建工程（2×600MW）	国电能源乌兰浩特经济技术开发区超临界发电机组工程（2×1000MW）
同煤国电王坪综合利用坑口电厂项目（2×200MW）	贵州国电福泉电厂工程（即国电都匀电厂）（2×600MW）	辽宁热电联产机组项目（2×300MW）
国电沈阳热电有限公司供热机组工程（沈西热电厂）（2×300MW）	大连开发区第二热电厂"上大压小"热电联产新建项目（2×300MW）	国电新疆伊宁热电联产（一期）工程（2×300MW）
国电南宁发电有限责任公司机组工程（2×660MW）	国电英力特宁东热电联产工程（2×330MW）	国电西安城南热电（一期）项目（2×300MW）
山西国电锦煤电厂（一期）工程（2×300MW）	国电哈尔滨滨南热电2×350MW新建工程（2×350MW）	国电内蒙古东胜热电厂二期机组工程（2×300MW）
库车火电厂二期工程（2×330MW）	锡林热电厂烟气脱硫扩容改造EPC总承包工程（2×300MW）	高河电厂建设燃煤发电机组项目（2×1000MW）
国电浙江北仑第三发电有限公司超超临界燃煤（2×1000MW）	国电滦河发电厂（六期）上大压小热电联产工程（1×330MW）	国电博乐热电联产一期工程（2×300MW）
国电电力武威热电厂（2×330MW）	中国国电集团公司九江发电厂"上大压小"工程（1×600MW）	国电双辽发电厂(二期)扩建脱硫工程（1×600MW）
新丰热电厂烟气脱硫扩容改造（2×300MW）	国电吉林龙华长春热电一厂热电联产脱硫脱硝项目（2×300MW）	国电电力上海庙煤矸石热电联产电厂项目（2×330MW）
内蒙古国电能源投资有限公司杭锦发电厂煤矸石机组项目（2×330MW）	天津北塘热电厂工程（2×350MW）	国电靖远发电有限公司"上大压小"工程（2×600MW）
国电汉川电厂三期工程（2×1000MW）	国电肇庆大旺热电联产工程（2×300MW）	贵州安顺电厂燃煤发电机组建设项目（2×660MW）
国电克拉玛依热电项目（2×350MW）	国电乌鲁木齐热电（西郊）联产一期项目（2×350MW）	国电泰安一期热电联产项目（2×300MW）
国电库尔勒热电联产项目（2×300MW）	国电清远燃煤发电工程（广东京信清远侨远电厂）（2×600MW）	国电普宁热电联产工程（2×300MW）
国电西安西郊热电厂"上大压小"项目（2×300MW）	内蒙古国电能源锡林浩特发电厂三期超临界空冷机组工程（2×600MW）	朔州怀仁电厂一期超临界燃煤空冷机组工程（2×600MW）
国电电力朝阳热电厂新建工程（2×300MW）	蒙阳二期扩建机组工程（2×1000MW）	国电靖边煤电一体化项目
达州万源电厂"上大压小"扩建工程项目（1×300MW）	江西丰城电厂拟建三期工程（2×1000MW）	国电九江发电厂（四期）工程（2×600MW）

数据来源：网站公开资料 中邮证券研发部

2.3 受益于海水淡化工程，海水淡化铜管将迎来黄金成长期

地球上的淡水储量仅占全球总水量的 2.53%，而其中的 68.7% 又属于固体冰川，分布在难以利用的高山和南、北两极地区，还有一部分淡水埋藏于地下很深的地方，很难进行开采。目前，人类可以直接利用的只有地下水、湖泊淡水和河床水，三者总和约占地球总水量的 0.77%。目前，人类对淡水资源的用量愈来愈大，除去不能开采的深层地下水，人类实际能够利用的水只地球上总水量的 0.26% 左右。到目前为止人类淡水消费量已占全世界可用淡水量的 54%。随着城镇化率的提升和陆地淡水资源的日益紧缺，人民伸手向海洋要水是一个必然趋势。现阶段海水淡化技术主要有反渗透法和蒸馏法，其中蒸馏法占据了主导地位，海水淡化装置的核心部分有回收段蒸发器、热放出段蒸发器、盐水加热器，该等部分均需要冷凝管，可用的冷凝管种类包括铜合金、钛合金、不锈钢管和铝管。基于价格、耐蚀性、加工难易程度方面的考虑，目前海水淡化用冷凝管主要为铜合金管。

图表 15：低温多效海水淡化原理图



数据来源：网站公开资料 中邮证券研发部

而随着我国城市用水告急和沿海工业对淡水需求的增多，近些年来海水淡化在中国发展也异常迅猛。据公开资料显示：目前我国已经具备了万吨级海水淡化的工程能力，已建成海水淡化工程达 70 个，装置总量达到 6.0×10^5 立方米/日，拟建规模超过 1.0×10^6 立方米/日。预计“十二五”期间，我国海水淡化工程的投资规模将达到 200 亿元左右，海水淡化规模将达到 150 至 200 万吨/日，是现有产能的三四倍。到 2015 年，全球海水淡化市场每年将会有 700 亿到 950 亿美元的规模，海水淡化产业增长最快的仍然是中东地区，其次将是中国市场。按照日产淡水 1 万吨需要铜管约 400 吨，我国蒸馏法占 40% 来计算，则到 2015 年我国对海水淡化铜管的需求为 24000 吨—32000 吨。

随着我国政府对海水淡化工程支持力度的加强以及中东地区经济的逐步恢复，我们预计海水淡化工程具备巨大的成长空间，而公司作为海水淡化铜管行业的龙头，必将充分分享到海水淡化工程的发展。

3，盈利预测与估值

3.1 产品价格、销量和毛利率假设

图表 16：主要产品价格假设

	2011 年均价含税	2012 年均价含税	2013 年均价含税
制冷用无缝铜管	78000	83000	88000
建筑用铜及铜合金管	73200	76760	80320
热交换用铜及铜合金管	63200	66760	70320
其他用途铜及铜合金管	65200	68760	72320
铜及铜合金管件	101000	105100	109200
铜棒	38500	41250	44000

数据来源：中邮证券研发部

图表 17：主要产品销量假设

	2011 年销量	2012 年销量	2013 年销量
制冷用无缝铜管 (万吨)	8.025	8.346	8.56
建筑用铜及铜合金管(万吨)	3.71	3.869	3.975
热交换用铜及铜合金管(万吨)	1.312	1.64	1.886
其他用途铜及铜合金管(万吨)	1.8	1.8	1.8
铜及铜合金管件(万吨)	0.495	0.528	0.561
铜棒(万吨)	2.64	2.86	3.38

数据来源：中邮证券研发部

公司的铜合金管的主要原材料为：铜、锌、镍。随着经济的复苏，铜和镍等供给相对紧缺的品种将比产能逐步过剩的锌具备更大的上涨空间。由于公司具备明显的深加工优势而下游的需求又呈现稳定增长态势，所以我们认为公司的加工费会维持稳定。

据我们估算：公司制冷用铜管、建筑用铜管的产能利用率在 70%左右，铜棒利用率为 60%左右，但热交换铜管和铜合金管的产能利用率较低。随着经济复苏，我们认为制冷用铜管和建筑用铜管的产能利用率会呈现出稳步上升的走势，而随着下游需求的恢复，我们认为热交换铜管和铜合金管的产能利用率会逐步提升。

图表 18：产品毛利率敏感性分析和公司综合毛利率假设

	价格变化	毛利率变化	价格变化	毛利率变化
铜	5000		12000	
锌	500		1500	
镍	5000		25000	
毛利率变化		0.39%		0.90%
	2010 年	2011 年 E	2012 年 E	2013 年 E
综合毛利率假设	5.73%	6.63%	7.02%	7.41%

数据来源：中邮证券研发部

3.2 公司财务报表预测

图表 19：公司财务报表预测

资产负债表					现金流量表				
单位：百万元					单位：百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	942	1116	1247	1380	经营活动现金流	-45	-53	-59	-66
应收票据	355	421	471	521	投资活动现金流	-384	-455	-508	-562
应收账款	805	954	1066	1179	筹资活动现金流	168	199	223	247
预付账款	101	119	133	148	现金净增加额	-253	-300	-335	-370
其他应收款	38	45	50	55	利润表				
存货	1287	1524	1704	1885	单位：百万元				
其他流动资产	0	0	0	0	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	3527	4179	4670	5168	营业收入	9053	10724	11984	13261
长期投资	496	588	657	727	营业成本	8534	10013	11143	12279
固定资产	941	1114	1245	1378	营业税金及附加	9	11	12	14
无形资产	225	266	297	329	销售费用	150	178	199	220
递延所得税	32	37	42	46	管理费用	180	213	238	263
非流动资产	1900	2250	2515	2783	财务费用	0.36	0.43	0.48	0.53
资产总计	5427	6429	7185	7950	营业利润	212	291	344	402
短期借款	1217	1442	1612	1783	利润总额	258	354	419	489
应付票据	0	0	0	0	所得税	19	88	105	122
应付账款	1102	1306	1459	1615	净利润	239	265	314	367
预收款项	87	103	115	127	归属母公司净利润	237	263	311	363
应交税费	23	27	30	33	EPS	0.59	0.66	0.78	0.91
其他流动负债	92	109	122	135	主要财务指标				
流动负债	3211	3804	4251	4704	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
长期借款	655	776	867	960	营业收入 (%)	50%	18%	12%	11%
应付债券	0	0	0	0	营业成本 (%)	54%	17%	11%	10%
预计负债	0	0	0	0	毛利率 (%)	5.73%	6.63%	7.02%	7.41%
其他非流动负债	0	0	0	0	三项费率 (%)	4%	4%	4%	4%
非流动负债	655	776	867	960	净利润 (%)	33%	11%	18%	17%
负债合计	3866	4580	5118	5663	ROE (%)	15%	14%	15%	16%
少数股东权益	13	16	18	19	P/S	0.63	0.54	0.48	0.43
归母公司权益	1548	1834	2049	2268	P/B	3.7	3.1	2.8	2.5
所有者权益合计	1561	1849	2067	2287	P/E	24	22	18	16
负债和股东权益	5427	6429	7185	7950					

数据来源：中邮证券研发部

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20% 以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10% 之间；
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10% 以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5% 以上；
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5% 之间；
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5% 以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10% 以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；
中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5% 之间；
回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5% 以上；

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券有限责任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、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

本报告旨在发送给中邮证券有限责任公司的特定客户及其他专业人士。报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，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。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司（以下简称“公司”）是经中国证券监督管理委员会批准设立，注册地及公司总部设在西安，目前主要从事证券经纪、证券自营、证券投资咨询、证券投资基金销售业务的一家正处于稳健成长中的证券公司。公司股东为：中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司、西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局，公司注册资本金为 5.6 亿元人民币。

公司的前身“西安华弘证券经纪有限责任公司”成立于 2002 年，从事单一经纪业务。2006 年 4 月，公司完成了第一次增资扩股，引进中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司三家股东；2009 年 3 月，公司新增证券自营和证券投资咨询业务资格，完成了由单一业务范围向多元化经营的突破；2009 年 10 月，经中国证监会和国家工商总局审批同意后，公司在西安市工商局办理了登记注册手续，正式更名为“中邮证券有限责任公司”；2009 年 10 月 21 日，西安市工商局为公司换发了新的《经营证券业务许可证》；2010 年 11 月，公司取得证券投资基金销售业务资格，使得公司经营业务种类更趋多元化。

公司现下设四个证券营业部，分别为西安南大街证券营业部、西安电子二路证券营业部、阎良人民路证券营业部和北京西直门北大街证券营业部。公司现有员工 200 余名，保有客户数量 5 万余人，管理客户资产逾 50 亿元。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证券监督管理委员会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国工商银行、中国建设银行、中国银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。