

谨慎申购

宏磊股份（002647）

2011 年 12 月 19 日

合理价值区间	11.00-13.75 元		
股本结构（预计发行后）			
总股本（万股）	16891		
流通 A 股（万股）	4223		
B 股/H 股（万股）	0/0		
主要估值指标			
	2011E	2012E	2013E
EPS（元）	0.55	0.78	0.99
净利润增长率（%）	18.17	40.64	26.60

注：每股收益按全部摊薄后股本计算。

铜管材与漆包线双管齐下

宏磊股份是国内全系列漆包线和高精度铜管材产品的大型专业生产厂商。铜管方面，公司专注于高精度铜管细分市场，是国内无缝高翅片铜管和空调制冷用蚊香盘管的重要生产基地之一；漆包线方面，公司在中小型电机行业拥有明显的优势。本次募投项目延伸产业链，扩大高端产品比例，将大幅提升公司综合竞争实力。

主要财务数据及预测

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入增长率（%）	47.27	4.73	44.92	36.31
净利润增长率（%）	98.00	18.17	40.64	26.60
综合毛利率（%）	5.37	5.85	5.24	5.02
每股收益（元）	0.47	0.55	0.78	0.99

注：每股收益按本次发行结束后的总股本 16891 万股计算。

资料来源：海通证券研究所

- **铜管材前景广阔。**近年来，我国铜管加工行业发展速度大幅提升，产品不断升级，市场前景广阔。空调制冷用铜管下游能效改进和产品结构调整，促进需求增加；建筑用铜管在国内仍处于初级阶段，性能优异，前景值得看好；热交换器用铜管应用潜力巨大。
- **漆包线需求持续增长。**受益于世界工业制造业的转移，我国快速发展成为世界第一大漆包线生产国和消费国。随着下游科技的发展，漆包线产品也在逐步升级，高毛利特种漆包线比例不断提升。根据预测，“十二五”期间漆包线市场需求将达到 140-150 万吨，增速接近 20%。
- **公司竞争优势突出。**公司是国内全系列漆包线和高精度铜管材产品的大型专业生产厂商。公司专注于高精度铜管细分市场，是国内无缝高翅片铜管和空调制冷用蚊香盘管的重要生产基地之一，拥有特种漆包线、微细漆包线和常规漆包线等全系列产品，在中小型电机行业具有明显的优势。公司具有明显的规模优势、技术优势、品牌优势，以及地缘优势。
- **募投项目缓解产能瓶颈。**一方面，年产 15 万吨高性能铜及铜合金杆材项目延伸和完善漆包线产业链，降低生产成本；另一方面，年产 3 万吨节能环保型特种漆包线和年产 5000 吨热交换器用高翅片铜管是现有产能的扩张，解决了公司的产能瓶颈。本次募投项目降本、增量，将提升公司的综合竞争实力。
- **公司发行价 12.80 元，建议申购。**结合公司产能投放进度，以及对未来经济的判断，我们预测公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.55 元、0.78 元和 0.99 元。参照可比公司，我们给予公司 2011 年 20-25 倍 PE 的估值水平，对应合理估值区间为 11.00-13.75 元，公司的发行价为 12.80 元，建议谨慎申购。
- **主要不确定因素。**原材料价格波动风险；募投项目进展存在不确定性；宏观经济增长存在不确定性。

钢铁行业高级分析师
刘彦奇
SAC 执业证书编号：
S0850511010002
电话：021-23219391
Email: liuyq@htsec.com

联系人

刘 博
电话：021-23219401
Email: liub5226@htsec.com

目 录

1. 国内全系列漆包线和高精度铜管材生产商.....	4
2. 铜管材前景广阔	5
2.1 我国铜管材高速发展.....	5
2.2 空调制冷用铜管：下游能效改进和产品结构调整促进需求增加	6
2.3 建筑用铜管：国内市场仍处于初级阶段，前景值得看好	7
2.4 热交换器用铜管：应用潜力巨大.....	8
3. 漆包线需求持续增长	8
3.1 下游应用广泛.....	8
3.2 产品升级进行时	10
3.3 需求稳步增长.....	10
4. 公司竞争优势突出	11
4.1 规模优势.....	11
4.2 技术优势.....	11
4.3 品牌优势.....	12
4.4 地缘优势.....	12
5. 盈利能力分析	13
5.1 产品销量与收入整体上升	13
5.2 产品结构优化，盈利能力不断增强	13
6. 公司募投项目分析	14
7. 盈利预测及估值	15
7.1 关键假设.....	15
7.2 盈利预测.....	15
8. 主要不确定因素	16

图目录

图 1 公司主要产品漆包线和高精度铜管材产业链	4
图 2 公司发行前股权结构.....	5
图 3 铜管材应用领域.....	6
图 4 漆包线产品应用领域.....	9
图 5 1999-2010 年我国漆包线年复合增长率 13.26%（万吨）	9
图 6 2003 年漆包线漆量和比例（总量：12.4 万吨）	10
图 7 2008 年漆包线漆量和比例（总量：13.9 万吨）	10
图 8 公司产品销量总体趋势向上（吨）	11
图 9 公司近年产品销量整体上升（吨）	13
图 10 公司近年收入结构变化（万元）	13
图 11 公司近年各产品吨毛利走势（元/吨）	13
图 12 公司近年各产品毛利走势（万元）	13

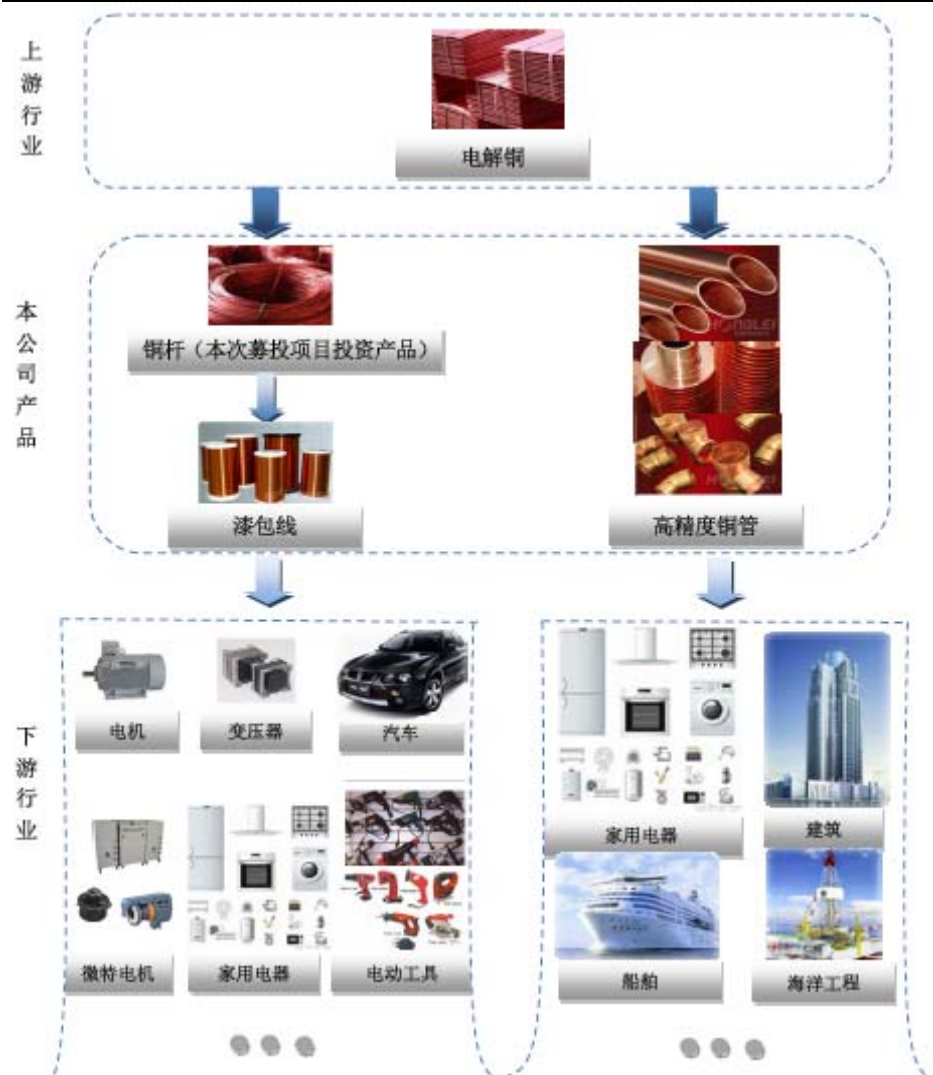
表目录

表 1 1949-2008 年我国精炼铜与铜材产量年均增长率（%）	5
表 2 2004-2009 年我国铜管材产量、产能及其增长率	6
表 3 国内主要空调生产企业的产品类型及其铜管耗用量情况（千克）	7
表 4 2006-2010 年世界铜水（气）管消费量（万吨）	7
表 5 2011-2015 年世界主要国家铜水（气）管消费预测（万吨）	7
表 6 2010-2013 年全球铜合金管分行业消费预测（万吨）	8
表 7 各行业“十二五”期间对漆包线的需求稳步增长（万吨）	10
表 8 近期公司主要产品获得的荣誉	12
表 9 近期公司主要产品获得的荣誉	12
表 10 与可比公司毛利率对比情况（%）	14
表 11 募投项目概况	14
表 12 产能现状及未来投放进度预测（吨）	15
表 13 生产销售数据预测	15
表 14 可比公司估值	15

1. 国内全系列漆包线和高精度铜管材生产商

公司是国内全系列漆包线和高精度铜管材产品的大型专业生产商。公司拥有特种漆包线、微细漆包线和常规漆包线等全系列产品，广泛应用于中小型电机、电器、精密仪表等领域。在高精度铜管材方面，公司主要生产热交换用高翅片管和空调制冷用蚊香盘管，其中热交换器用高翅片管广泛应用于能源、电力、海水淡化、化工设备及太阳能装置等机械制造领域的大型结构件上，可以向航空、航天等更广阔的领域延伸，生产技术达到国际先进水平。

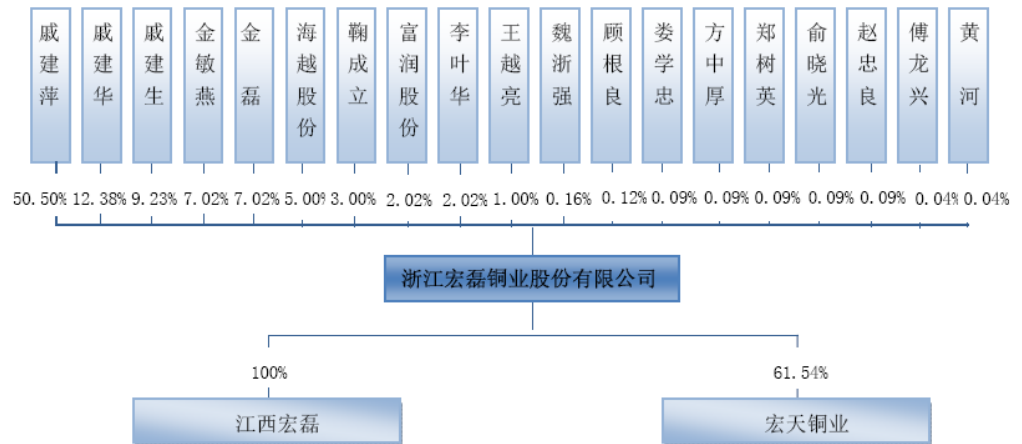
图 1 公司主要产品漆包线和高精度铜管材产业链



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

公司拥有 1 家全资子公司，1 家控股子公司。其中，江西宏磊（100%）主要生产漆包线、铜线等铜材，宏天铜业（61.54%）主要生产高精度铜管材、坯管等铜材。

图 2 公司发行前股权结构



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

本次发行前公司总股本为 12668 万股，本次拟公开发行 4223 万股，发行后总股本为 16891 万股，本次拟发行股份数量占发行后总股本的比例为 25.00%。公司的控股股东为董事长戚建萍，与其亲属合计持有 10910.92 万股，占发行后股本的 64.60%，发行后仍然实际控制公司，将对公司决策产生重大影响。

高管持股，激励体制完善。公司除董事长兼总经理戚建萍持股外，董事兼副总经理魏浙强持有公司股票 20 万股，副总经理兼董秘方中厚、财务总监俞晓光、副总经理赵忠良分别持有公司股票 12 万股，具有一定的激励作用。

2. 铜管材前景广阔

2.1 我国铜管材高速发展

铜产品制造行业根据产品形状可细分为铜管材、铜板带材、铜箔材、铜棒材、铜型材、铜线材等子行业，其中铜管材、铜棒材均属于铜产品制造业中发展较快的细分行业。2003-2008 年，我国精炼铜与铜材产量年均增长率分别达到了 15.53%和 18.56%。

表 1 1949-2008 年我国精炼铜与铜材产量年均增长率（%）

时期	我国精炼铜产量年均增长率	我国铜材产量年均增长率
1949-1957 年	43.72	37.16
1958-1965 年	9.37	2.73
1966-1976 年	4.06	5.72
1978-1992 年	5.81	9.07
1993-2002 年	9.35	14.89
2003-2008 年	15.53	18.56

资料来源：海亮股份配股说明书，新中国 60 年铜加工业的发展，中国有色金属工业年鉴，海通证券研究所

《中国有色金属工业年鉴》显示，近年来我国铜管加工行业的发展速度大幅提升，产量年增长率从 2005 年的 5.36%增加至 2008 年的 24.58%，产能年增长率从 2005 年的 8.08%提升至 2008 年的 14.32%，2009 年受到金融危机影响，铜管材产量下降 3.51%，产能增速明显下降，仅为 3.36%。

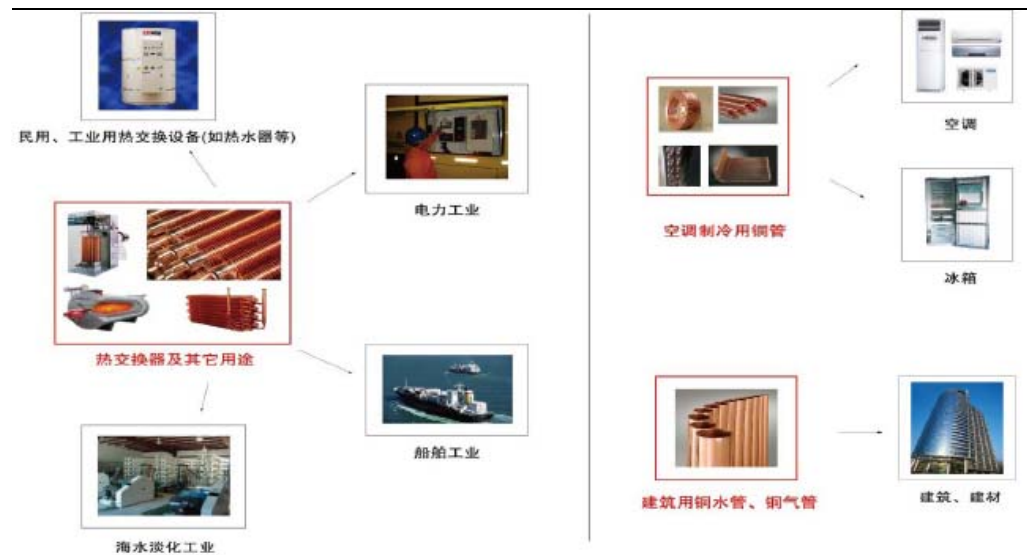
表 2 2004-2009 年我国铜管材产量、产能及其增长率

年份	铜管材产量（吨）	增长率(%)	铜管材产能（吨）	增长率(%)	产能利用率(%)
2004	997,483		1,334,684		74.74
2005	1,050,957	5.36	1,442,511	8.08	72.86
2006	1,120,902	6.66	1,558,271	8.02	71.93
2007	1,302,027	16.16	1,698,891	9.02	76.64
2008	1,622,019	24.58	1,942,090	14.32	83.52
2009	1,565,055	-3.51	2,007,392	3.36	77.96

资料来源：中国有色金属工业年鉴，海通证券研究所

铜管材按用途来分主要分为空调制冷用铜管，建筑用铜管，以及热交换器用铜管三大类，被广泛应用于家用电器、建筑、电力、海洋工程和船舶等多个行业。

图 3 铜管材应用领域



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

2.2 空调制冷用铜管：下游能效改进和产品结构调整促进需求增加

我国制冷空调行业发展起步于 20 世纪五六十年代，目前已经发展成为全球第二大制冷空调设备的消费市场和第一大生产国。

全行业工业总产值由 2002 年的 1580 多亿元增长至 2008 年的 3070 亿元，除金融危机爆发的 2008 年外，年均增幅均保持在 2 位数以上的水平。2009 年我国制冷空调行业受国家一系列调控政策影响，呈现出明显的前低后高的趋势。业内普遍认为，2009 年是行业发展的一个拐点，从这一年起终止了行业数十年来高位增长态势，行业转入产品结构调整期，今后一段时间行业发展将保持平稳上升态势。

从空调结构来看，其生产从整体式向分体式逐步转变，能效级别不断提升。这种转变在一定程度上提高了铜管的使用量。因此，虽然空调行业增速在未来两年增速会下降到 15% 以下，但是由于能效比高的机型逐步扩大市场份额，以及商用空调销售量预期增长较大，未来两年的内销空调铜管使用量仍会有 10%-15% 的增长。

表 3 国内主要空调生产企业的产品类型及其铜管耗用量情况（千克）

分体式空调					
能效级别	1 匹	1.5 匹	2 匹	3 匹	5 匹
5 级能效	2.84	3.18	5.26	8.26	12.38
3 级能效	3.30	3.6	6.10	9.80	14.60
1 级能效	3.48	3.83	6.45	10.28	15.90
整体式（窗式）空调					
能效级别	0.75 匹	1 匹	1.5 匹	2 匹	3 匹
5 级能效	1.45	2.32	2.83	3.42	4.18
3 级能效	1.60	2.62	3.20	3.76	4.61

资料来源：中国金属通报，海通证券研究所

2.3 建筑用铜管：国内市场仍处于初级阶段，前景值得看好

在经济发达国家和地区，铜管作为优良的房屋冷热水及燃气管道，早已成为建筑给水管的首选材料。美国、加拿大、澳大利亚等国家建筑用铜管占比 85%，英国更是达到 95%。在欧洲、东南亚、新加坡、我国香港等地区，建筑用铜管占比也在 75%以上。

金融危机和铜价高企导致全球铜水（气）管消费出现明显萎缩，从 2006 年的 108 万吨降低到 2010 年的 62.5 万吨，降幅高达 42.1%，占铜管消费比例也逐步降低。

表 4 2006-2010 年世界铜水（气）管消费量（万吨）

	2006	2007	2008	2009	2010
铜管消费总计	177.9	182.5	190.4	169.6	200.6
铜水（气）管消费量	108	107.8	66.3	60.0	62.5
占铜管消费（%）	60.7	59.1	34.8	35.4	31.2

资料来源：安泰科，海通证券研究所

未来随着全球经济的复苏，建筑业缓慢回升，预计铜水（气）管消费量将稳步上升，到 2015 年达到 79.8 万吨。

表 5 2011-2015 年世界主要国家铜水（气）管消费预测（万吨）

	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
全球合计	68.2	70.9	73.7	76.7	79.8
美国	15.8	16.2	16.7	17.3	17.71
德国	2.4	2.5	2.6	2.7	2.84
意大利	1.9	2.1	2.1	2.2	2.38
日本	6.7	6.8	7.1	7.5	7.91
韩国	4.2	4.3	4.5	4.7	4.9
中国	6.0	6.3	6.7	7.0	7.34

资料来源：安泰科，海通证券研究所

我国过去受经济条件限制，建筑用铜管的推广和应用受限。尽管铜管在建筑行业使用占比较低，但是我国建筑用管材市场总体容量巨大，市场需求增长迅速。2011 年，我国铜水（气）管的消费市场开始复苏，预计消费量将有望达到 6 万吨。未来五年，公共建筑业和家庭住宅商品房仍将是其重要的市场，需求潜力巨大。

2.4 热交换器用铜管：应用潜力巨大

热交换器用管材以冷凝管为主，冷凝管主要用于火力发电、核电、造船、海水淡化行业和海洋工程五个行业。

在核电和火力发电行业，铜合金冷凝管在一定程度上受到了替代品钛管和不锈钢管的挑战；但是在造船、海水淡化行业和海洋工程方面，铜合金冷凝管在良好的导电、导热性能外还显示出优良的耐海水腐蚀性和防止海洋生物生长和附着的性能，因此广泛应用于舰船、海洋工程等行业，在这些领域难以被其他产量所替代，具有较大的应用潜力。

表 6 2010-2013 年全球铜合金管分行业消费预测（万吨）

			2010	2011E	2012E	2013E
全球市场	热交换用铜合金管	总量	67.2	72.8	78.4	84.7
		合计	34.2	35.2	37.0	39.2
		海水淡化	13.0	13.5	14.0	14.5
		船舶	13.6	14.0	14.4	15.1
		火电及其它	7.6	7.7	8.6	9.6
		其它合金管	33.0	37.6	41.4	45.5
		总量	39.1	40.2	42.2	44.3
中国市场	热交换用铜合金管	合计	14.3	14.7	15.3	16.0
		海水淡化	0.3	0.3	0.4	0.4
		船舶	9.2	9.5	9.8	10.3
		火电及其它	4.8	4.9	5.1	5.3
		其它合金管	24.8	25.5	26.9	28.3

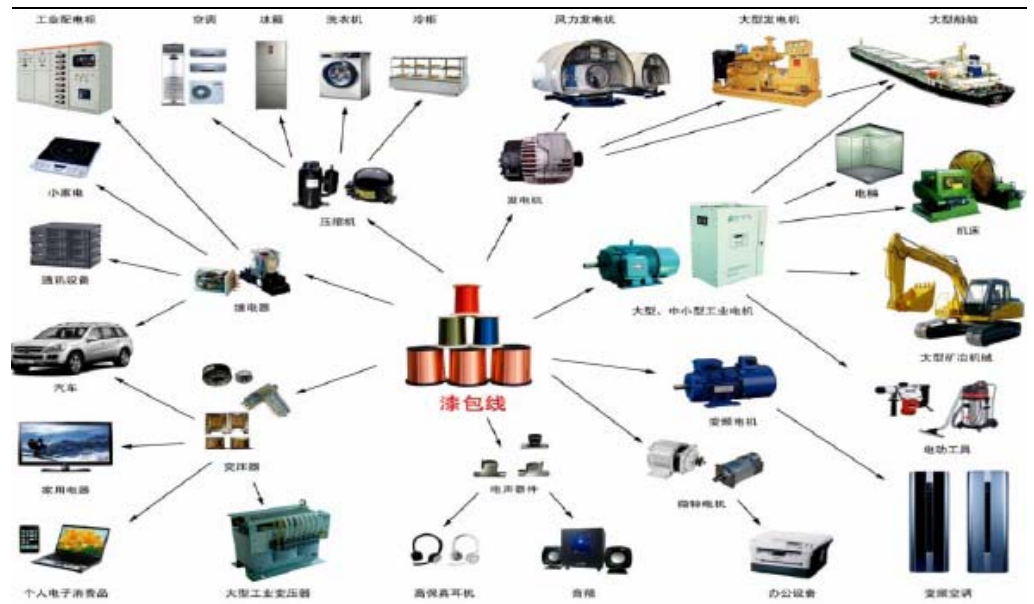
资料来源：安泰科，海通证券研究所

3. 漆包线需求持续增长

3.1 下游应用广泛

漆包线是绕组线的一个主要品种，由导体和绝缘层两部分组成，裸线经过退火软化后，再经多次涂漆，烘焙而成。漆包线作为重要的电子专用产品被广泛应用于电机、变压器、家用电器、电动工具、汽车、维特电机、继电器、电子变压器、电声器件等领域。

图 4 漆包线产品应用领域

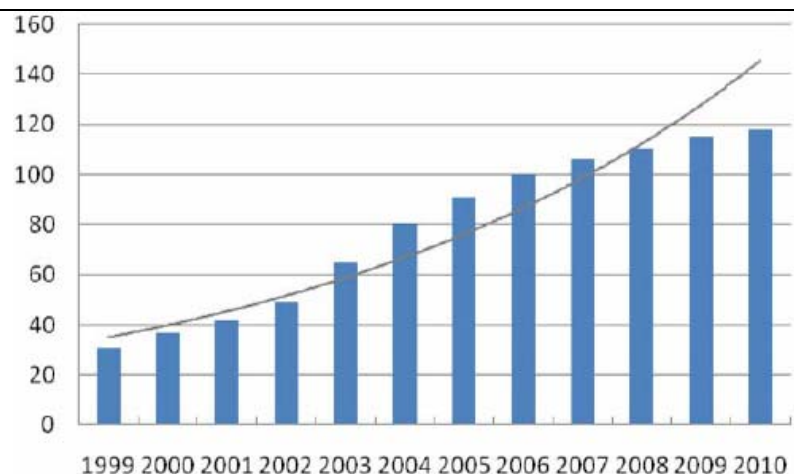


资料来源：招股说明书，海通证券研究所

近些年来，世界工业制造业加快向我国转移，我国成为世界制造业基地，因此带动了国内的漆包线行业快速发展。受益于机电、家电等技术进步行业、以电子信息为主体的高科技行业以及经济全球化等因素的联合拉动，我国漆包线行业产量已经超过美国、日本等国，成为世界第一大生产和消费国。

根据中国电器工业协会电线电缆分会统计，1999 年我国漆包线需求量仅 30 万吨左右，2010 年增长到 118 万吨，年复合增长率 13.26%。

图 5 1999-2010 年我国漆包线年复合增长率 13.26% (万吨)

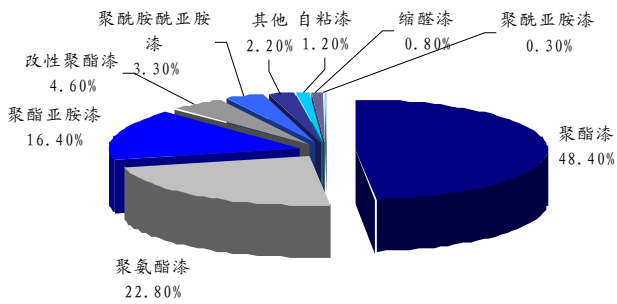


资料来源：招股说明书，海通证券研究所

3.2 产品升级进行时

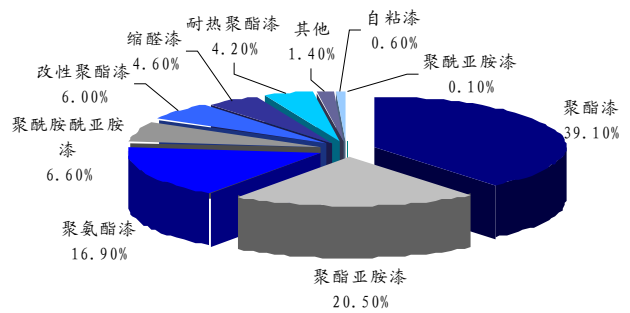
随着工业电器、家用电器、电子信息产品等领域的迅速发展,各行业对漆包线品质不断提高。从国内供应情况来看,2003年以来漆包线产品结构已经逐步升级,特种漆包线比例大幅增加。未来,耐冷媒、耐电晕、耐高温、耐腐蚀、高强度等高性能水平的特种漆包线产品比例将进一步提升,以满足国内外市场对高性能产品的需求。

图 6 2003 年漆包线漆量和比例 (总量: 12.4 万吨)



资料来源: 招股说明书, 海通证券研究所

图 7 2008 年漆包线漆量和比例 (总量: 13.9 万吨)



资料来源: 招股说明书, 海通证券研究所

3.3 需求稳步增长

漆包线作为各行业的基础配件,未来市场需求仍将保持持续稳定的增长。2000年,我国漆包线产品的市场需求量为 36.70 万吨,2010 年增长到 118 万吨,增幅 213.35%。根据中国电器工业协会电线电缆分会预测,“十二五”期间,下游行业对漆包线的市场需求稳步增长,到 2015 年预计将达到 140-150 万吨。

表 7 各行业“十二五”期间对漆包线的需求稳步增长 (万吨)

行业	2010	2015E	增速
电机和发电机	23.30	25.20	8.15%
变压器	40.00	40.00	0.00%
空调	10.00	13.30	33.00%
冰箱	4.45	5.74	28.99%
微特电机	7.00	11.50	64.29%
汽车	7.50	11.00	46.67%
电动工具	8.09	10.00	23.61%
电子变压器	7.00	9.50	35.71%
继电器	3.00	4.00	33.33%
彩管显示器	0.68	0.32	-52.94%
其他	6.98	9.44	35.24%
合计	118.00	140.00	18.64%

资料来源: 中国有色金属工业年鉴, 海通证券研究所

4. 公司竞争优势突出

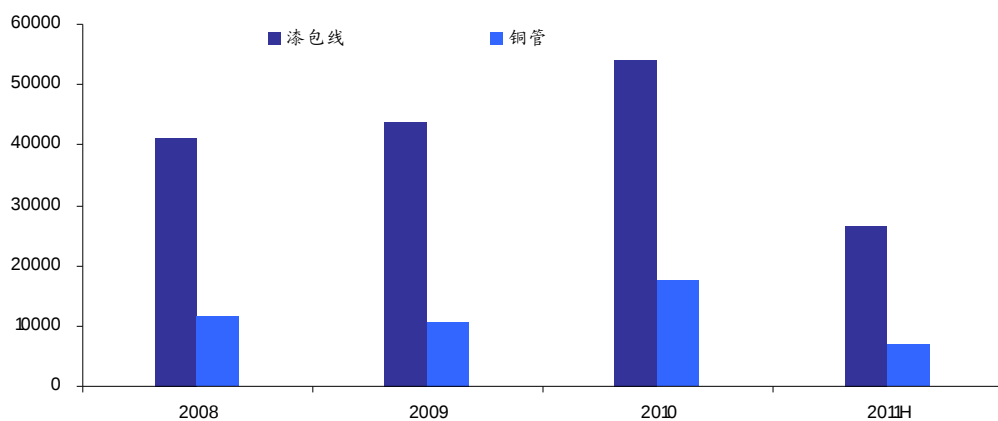
公司主要产品包括漆包线和高精度铜管材。在漆包线行业方面，公司是国内大型综合性漆包线产品供应商之一，拥有线径介于 0.04mm-3.15mm 之间的特种漆包线、微细漆包线和常规漆包线等全系列产品，“宏磊牌”漆包线产品为中国名牌产品，在中小型电机行业拥有明显的优势。

在铜管行业，公司专注于高精度铜管细分市场，是国内无缝高翅片铜管和空调制冷用蚊香盘管的重要生产基地之一，自主研发的无缝高翅片铜管填补了国内空白，产品高效、节能，是热交换领域理想的换代产品。

4.1 规模优势

公司是国内规模较大、技术领先的综合性漆包线产品生产商之一，漆包线销量逐步上升，目前产能 6 万吨；另外，公司铜管材产品致力于细分市场，是国内无缝高翅片铜管和空调制冷用蚊香盘管的重要生产基地之一，现有产能 2 万吨。

图 8 公司产品销量总体趋势向上（吨）



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

4.2 技术优势

公司坚持自主创新战略，不仅在业内率先建立了省级高新技术研究开发中心、省级企业技术中心和博士后科研工作站，而且与江西理工大学、中南大学、上海电缆研究所等省内外多家重点高校、科研院所建立了长期产学研深度合作关系，通过自主研发和引进吸收等方式不断提升产品技术水平，增强核心竞争力。

近年来，公司累计承担国家重点项目 6 项，省重点科技项目 7 项，拥有 20 项专利，协助行业标准委员会起草了多项国家标准。

表 8 近期公司主要产品获得的荣誉

产品名称	荣誉名称	颁发单位	时间
高压电机用特种漆包线	省级工业新产品	浙江省经济和信息化委员会	2010 年
直径 0.25-1.5mm 绿色环保耐冷媒特种漆包线	2009 年度江西省优秀新产品三等奖；江西省科学技术成果	江西省工业和信息化委员会；江西省科学技术厅	2010 年；2009 年
直径 0.5-2.5mm 抗拉伸双涂耐电晕特种漆包线	2009 年江西省优秀新产品三等奖；江西省科学技术成果	江西省工业和信息化委员会；江西省科学技术厅	2010 年；2009 年
直径 0.45-0.15mmLITZ 绞合特种漆包线	2009 年度江西省优秀新产品二等奖；江西省科学技术成果	江西省工业和信息化委员会；江西省科学技术厅	2010 年；2009 年
高精蚊香盘铜管产品及生产技术	浙江省科学技术成果	浙江省科技厅	2010 年
螺旋型热交换用铜及铜合金高翅片管	省级工业新产品	浙江省经济贸易委员会	2009 年

资料来源：招股说明书，海通证券研究所

4.3 品牌优势

下游行业对漆包线和铜管产品性能的稳定性、精密度等要求不断提高，因此倾向于选择业内知名度高、商业信誉良好的生产厂商。

公司自1998年成立以来，一直秉承着“以科技创造市场，以质量赢得市场，以诚信稳固市场”的经营理念，树立了良好的品牌形象，赢得了客户美誉。

公司漆包线产品为“中国名牌”产品、“宏磊”商标为中国驰名商标。公司被评为“中国制造业500强企业”、“中国自主创新能力行业十强”、“中国电器工业最具竞争力企业”。

表 9 近期公司主要产品获得的荣誉

客户	荣誉
中山大洋电机股份有限公司	2009 年度最具竞争力供应商 2010 年度优秀供应商 2008 年度优秀供应单位 2009 年度最佳供应商
浙江新界泵业股份有限公司	2010 年度优秀供应商
大速电机有限公司	优秀供应商
广东志高空调有限公司	2010 年度优秀供应商
珠海凯邦电机制造有限公司、合肥凯邦电机有限公司、重庆电机分厂	2010 年度优秀供应商

资料来源：招股说明书，海通证券研究所

4.4 地缘优势

公司地处国内制造业最发达的浙江省，产品覆盖包括以山东、江苏、上海、浙江为代表的华东市场、以广东为代表的华南市场以及其他地区。

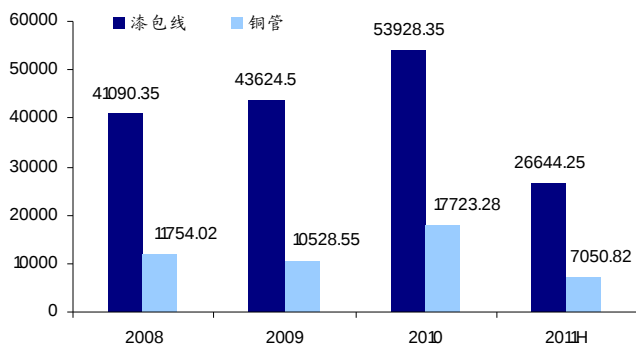
目前，我国规模较大的电机生产企业主要分布于浙江、江苏、山东、上海、广东等东部沿海地区，产业集中度较高。地缘相近缩短了运输时间，减少了运输费用，有利于公司与客户的及时有效沟通交流。

5. 盈利能力分析

5.1 产品销量与收入整体上升

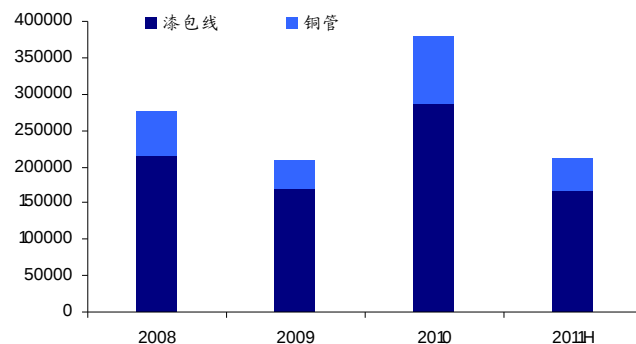
公司主要生产漆包线和高精度铜管材两大类产品。漆包线主要应用于中小型电机、电器、精密仪表、电子、航空、航天、汽车、通讯等领域；铜管以空调制冷用管、建筑用铜水管、热交换用无缝高翅片铜管为主攻市场。

图 9 公司近年产品销量整体上升(吨)



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

图 10 公司近年收入结构变化(万元)



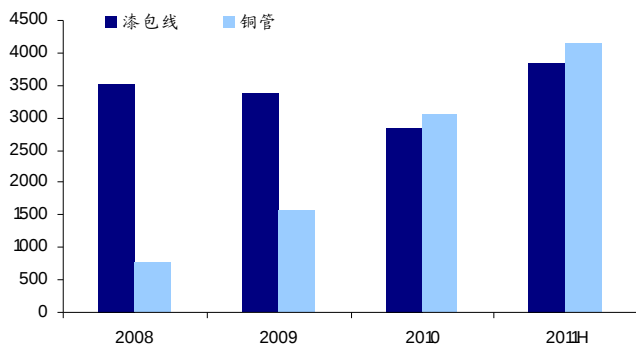
资料来源：招股说明书，海通证券研究所

公司漆包线和铜管销量整体呈上升趋势，营业收入因受铜价波动影响，2009 年有所下降。

5.2 产品结构优化，盈利能力不断增强

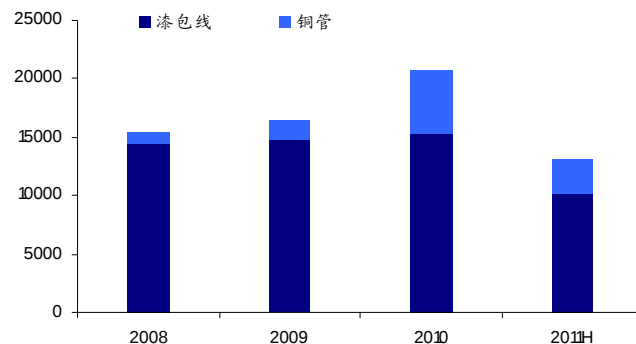
公司漆包线产品生产技术和市场较为成熟，是公司的主要利润来源。但是，近年来漆包线的吨毛利出现了一定程度的下滑，因此，公司优化产品结构，加大高翅片铜管等高精度铜管产品的研发和市场开发，铜管吨毛利不断增加，利润贡献逐步加大。

图 11 公司近年各产品吨毛利走势(元/吨)



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

图 12 公司近年各产品毛利走势(万元)



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

2008-2009 年漆包线产品毛利率高于行业平均水平，2010 年有所下降，主要是因为公司以降低库存、加快周转为主要目标，产品结构也发生了一定的变化。目前，公司逐步加快现有产品结构的优化升级，提高毛利率较高的微细线产品产销比重，加大对附加值较高的特种漆包线产品研发、生产和销售力度，因此 2011 年上半年漆包线产品毛利率已经明显回升，达到 6.10%。

2008-2009 年,公司铜管产品整体产销规模较小,没有形成规模优势,同时,产品以铜直管、蚊香盘管等单位毛利较低的产品为主,所以毛利率水平较低。2010 年,公司铜管产品销售规模提高 68%,高翅片铜管、铜光盘管等毛利较高产品的销售比重由 2008 年的 3.59%增长到 32.98%,2011 年上半年进一步上升到 48.09%,因此铜管毛利率呈现明显的上涨趋势。

表 10 与可比公司毛利率对比情况(%)

	2008	2009	2010
公司名称	漆包线行业		
精达股份	6.56	8.37	8.73
冠城大通	1.84	4.79	4.84
蓉胜超微	7.88	8.45	9.22
平均	5.43	7.20	7.60
公司	6.78	8.69	5.32
公司名称	铜管行业		
精艺股份	5.55	7.84	5.78
海亮股份	5.44	9.19	5.48
平均	5.49	8.52	5.63
公司	1.45	4.15	5.83

资料来源:招股说明书,海通证券研究所

综合来看,公司产品毛利率低于行业平均水平,主要是由于产品结构、销售规模造成的。具体分析,公司的铜管产品毛利率已经接近行业平均水平,漆包线产品毛利率已呈现明显的提升。

6. 公司募投项目分析

公司本次募投项目为:年产 15 万吨高性能铜及铜合金杆材项目、年产 3 万吨节能环保型特种漆包线项目,以及年产 5000 吨热交换器用高效节能高翅片铜管建设项目。其中,15 万吨铜杆主要用于满足公司自身漆包线的原材料需求,超出部分用于对外销售;随着本次募投项目年产 3 万吨节能环保型特种漆包线逐步达产,15 万吨铜管将全部内部消化。

表 11 募投项目概况

项目名称	投资金额(万元)	2013E
年产 15 万吨高性能铜及铜合金杆材项目	16,398.00	目前设备关键部件已安装到位,预计 2011 年底投产,2012 年产量 9 万吨,2013 年完全达产。
年产 3 万吨节能环保型特种漆包线项目	17,532.00	预计 2012 年中期投产。
年产 5000 吨热交换器用高效节能高翅片铜管建设项目	4,980.00	募集资金到位后组织生产
合计	38,910.00	

资料来源:招股说明书,海通证券研究所

募投项目对公司发展影响深远。一方面,公司年产 15 万吨高性能铜及铜合金杆材项目完成后,将满足延伸和完善公司漆包线产品的产业链,从原材料的源头上保证产品质量,同时降低漆包线生产成本,提升综合竞争实力。另一方面,迅速扩大节能环保型特种漆包线和高翅片铜管等高端产品产能解决了公司产能瓶颈问题,进一步巩固和扩大公司漆包线产品优势,并且迅速提高公司在高精度铜管产品的竞争实力。

7. 盈利预测及估值

7.1 关键假设

根据公司现有产能、募投项目建设进度等情况，我们分别对漆包线、铜管以及铜杆的产能投放进度做了如下预测：

表 12 产能现状及未来投放进度预测（吨）

	2010	2011E	2012E	2013E
漆包线	60000	60000	78000	90000
铜管	20000	20000	20000	23000
铜杆			90000	150000

资料来源：招股说明书，海通证券研究所

我们根据市场情况，对公司的生产销售数据预测如下：

表 13 生产销售数据预测

漆包线	2011E	2012E	2013E
单价（元/吨）	60594.02	54782.05	50508.55
吨毛利（元/吨）	3700.00	3700.00	3800.00
销量（吨）	52810.77	68640.00	79769.56
铜管			
单价（元/吨）	61094.02	55282.05	51008.55
吨毛利（元/吨）	3000.00	2600.00	3200.00
销量（吨）	14000.00	16000.00	20700.00
铜杆			
单价（元/吨）		48782.05	44508.55
吨毛利（元/吨）		500.00	500.00
销量（吨）		25000.00	65000.00

资料来源：海通证券研究所

7.2 盈利预测

结合公司产能投放进度以及对未来经济的判断，我们预测公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.55 元、0.78 元和 0.99 元。参照可比公司，我们给予公司 2011 年 20-25 倍 PE 的估值水平，对应合理估值区间为 11.00 元-13.75 元，公司发行价 12.80 元，建议谨慎申购。

表 14 可比公司估值

代码	股票简称	股价 (12 月 19 日)	EPS (元)			PE		
			2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E
002203	海亮股份	12.10	0.65	0.78	0.91	18.71	15.46	13.33
002617	露笑科技	16.15	0.63	0.82	1.13	25.64	19.58	14.30
002141	蓉胜超微	6.03	0.15	0.27	0.35	40.31	22.63	17.16
600577	精达股份	8.76	0.37	0.47	0.65	23.75	18.58	13.50
	平均		0.45	0.59	0.76	27.10	19.06	14.57

资料来源：海通证券研究所

8. 主要不确定因素

（1）主要原材料价格波动风险。虽然公司具备一定的转嫁成本的能力，但是如果铜材价格持续大幅波动，将给公司的资金周转、经营业绩造成不利影响；

（2）宏观经济增长存在不确定性。公司下游产品需求受宏观经济影响，如果经济增长乏力，将给公司的生产和销售带来不利影响；

（5）募集资金运用风险。本次募投项目建设期 1.5 年，且项目建成至全面达产需要一定时间，在此期间如果市场、技术等方面出现重大变化，则将影响预期投资收益。

报表分析和预测

利润表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E	资产负债表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3872.15	4055.36	5876.84	8010.52	货币资金	363.24	561.43	884.88	1022.20
营业成本	3664.18	3817.95	5568.77	7608.65	存货	347.87	458.58	681.15	855.63
营业税金及附加	1.74	2.21	3.56	4.28	应收账款	377.91	413.83	665.47	835.44
营业税率 (%)	0.04	0.05	0.06	0.05	其他流动资产	206.99	484.61	479.53	711.36
销售费用	22.23	25.16	37.34	47.26	流动资产	1296.00	1918.45	2711.04	3424.63
销售费用率 (%)	0.57	0.62	0.64	0.59	流动资产占比	0.80	0.85	0.89	0.91
管理费用	38.72	41.76	63.14	80.11	固定资产	210.66	249.20	262.66	269.43
管理费用率 (%)	1.00	1.03	1.07	1.00	投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	44.04	23.68	11.14	27.56	无形资产	77.60	76.05	74.49	72.94
财务费用率 (%)	1.14	0.58	0.19	0.34	其他非流动资产	38.33	5.66	0.00	0.00
期间费用率 (%)	2.71	2.23	1.90	1.93	非流动资产	326.59	330.91	337.15	342.37
资产减值损失	-0.58	4.87	6.75	9.14	非流动资产占比	0.20	0.15	0.11	0.09
投资收益	6.15	-7.72	-5.27	-2.28	资产总计	1622.59	2249.36	3048.19	3767.00
营业利润	107.97	132.00	180.86	231.24	短期借款	694.39	309.04	745.10	1102.04
营业外收入	9.59	7.21	6.51	7.77	应付账款	63.86	268.58	317.45	366.59
营业外支出	8.66	5.20	5.78	6.55	其他流动负债	336.83	506.35	680.27	815.33
利润总额	108.90	134.02	181.59	232.47	流动负债	1095.08	1083.97	1742.82	2283.97
所得税	24.14	36.88	42.90	56.81	流动负债占比	0.97	0.97	0.98	0.98
所得税率	22.17	27.52	23.63	24.44	长期借款	28.00	28.00	28.00	28.00
少数股东损益	5.47	3.44	6.92	8.83	其他长期负债	7.89	8.09	9.38	11.39
归属于母公司股东的净利润	79.29	93.70	131.78	166.82	非流动性负债	35.89	36.09	37.38	39.39
EPS (元)	0.47	0.55	0.78	0.99	非流动负债占比	0.03	0.03	0.02	0.02
盈利能力指标 (%)	2010	2011E	2012E	2013E	负债合计	1130.97	1120.06	1780.20	2323.36
毛利率	5.37	5.85	5.24	5.02	股本	126.68	168.91	168.91	168.91
EBITDA Margin	4.30	4.49	3.73	3.58	资本公积	89.71	588.02	588.02	588.02
EBIT Margin	3.75	4.15	3.47	3.37	留存收益	158.10	251.79	383.57	550.39
营业利润率	2.79	3.26	3.08	2.89	少数股东权益	117.14	120.57	127.49	136.32
净利率	2.05	2.31	2.24	2.08	股东权益合计	491.62	1129.30	1267.99	1443.64
ROA	4.65	4.84	4.97	4.90	负债股东权益总计	1622.59	2249.36	3048.19	3767.00
ROE	23.71	13.55	12.26	13.63	现金流量表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
盈利增长 (%)	2010	2011E	2012E	2013E	净利润	84.76	97.13	138.69	175.65
主营收入增长率	47.27	4.73	44.92	36.31	折旧摊销	21.05	13.98	15.27	16.29
主营利润增长率	12.94	14.15	29.77	30.45	营运资金变动	-288.43	-50.01	-246.36	-392.07
EBITDA 增长率	8.05	9.57	20.33	30.65	其他	220.19	34.80	17.70	31.85
EBIT 增长率	10.16	15.83	21.25	32.45	经营活动现金流	37.57	95.91	-74.70	-168.27
净利润增长率	98.00	18.17	40.64	26.60	资本支出	-2.76	21.51	21.51	21.51
偿债能力指标	2010	2011E	2012E	2013E	投资收益	-1.58	-7.72	-5.27	-2.28
资产负债率 (%)	69.70	49.79	58.40	61.68	其他	-46.53	-43.02	-43.02	-43.02
流动比率	1.18	1.77	1.56	1.50	投资活动现金流	-50.87	-29.23	-26.78	-23.79
速动比率	0.87	1.35	1.16	1.12	债务变化	0.00	-385.35	436.06	356.94
现金比率	0.33	0.52	0.51	0.45	股票发行	0.73	540.54	0.00	0.00
经营效率指标	2010	2011E	2012E	2013E	其他	-170.06	-23.68	-11.14	-27.56
应收帐款周转天数	34.69	35.14	33.06	33.73	筹资活动现金流	-169.33	131.52	424.92	329.38
存货周转天数	35.33	38.02	36.84	36.36	现金净流量	-182.64	198.20	323.45	137.32
总资产周转率	2.27	2.09	2.22	2.35	每股经营性现金流 (元)	0.22	0.57	-0.44	-1.00

资料来源：招股说明书，海通证券研究所

信息披露

分析师声明

刘彦奇：钢铁行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：宝钢股份 (600019.SH)、鞍钢股份 (000898.SZ)、武钢股份 (600005.SH)、河北钢铁 (000709.SZ)、太钢不锈 (000825.SZ)、八一钢铁 (600581.SH)、酒钢宏兴 (600307)、杭钢股份 (600126.SH)、重庆钢铁 (601005.SZ)、安阳钢铁 (600569)、凌钢股份 (600231)、黄河旋风 (600172.SH)、豫金刚石 (300064.SZ)、四方达 (300179.SZ)。

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准	类别	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级	股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；		增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
		中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
		减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
		卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准	行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。		中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
		减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

汪异明 所长
(021) 63411619
wangym@htsec.com

高道德 副所长
(021) 63411586
gaodd@htsec.com

路颖 副所长
(021) 23219403
luying@htsec.com

江孔亮 所长助理
(021) 23219422
kljiang@htsec.com

宏观经济研究团队
李明亮 (021) 23219434
汪辉 (021) 23219432
刘铁军 (021) 23219394

lml@htsec.com
wanghui@htsec.com
liutj@htsec.com

策略研究团队
陈瑞明 (021) 23219197
吴一萍 (021) 23219387
荀玉根 (021) 23219658

chenrm@htsec.com
wuyiping@htsec.com
xyg6052@htsec.com

基金研究团队
娄静 (021) 23219450
单开佳 (021) 23219448
倪韵婷 (021) 23219419
罗震 (021) 23219326
唐洋运 (021) 23219004

loujing@htsec.com
shankj@htsec.com
niyt@htsec.com
luozh@htsec.com
tangyy@htsec.com

联系人
高远 (021) 23219669
李宁 (021) 23219431
周霞 (021) 23219807

gaoy@htsec.com
lin@htsec.com
zx9807@htsec.com

联系人
王旭 (021) 23219396
汤慧 (021) 23219733
李珂 (021) 23219396

wx5937@htsec.com
tangh@htsec.com
lk6604@htsec.com

联系人
陈瑶 (021) 23219645
伍彦妮 (021) 23219774
桑柳玉 (021) 23219686
曾逸名 (021) 23219773

chenyao@htsec.com
wyn6254@htsec.com
sly6635@htsec.com
zym6586@htsec.com

金融工程研究团队
吴先兴 (021) 23219449
丁鲁明 (021) 23219068
郑雅斌 (021) 23219395
联系人
冯佳睿 (021) 23219732
朱剑涛 (021) 23219745
张欣慰 (021) 23219370
周雨丹 (021) 23219760

wuxx@htsec.com
dinglm@htsec.com
zhengyb@htsec.com
fengjr@htsec.com
zhujt@htsec.com
zxw6607@htsec.com
zyh6106@htsec.com

固定收益研究团队
姜金香 (021) 23219445
徐莹莹 (021) 23219885
联系人
武亮 (021) 23219883
黄轩 (021) 23219886

jiangjx@htsec.com
xyy7285@htsec.com
wl7222@htsec.com
hx7252@htsec.com

政策研究团队
陈久红 (021) 23219393
陈峥嵘 (021) 23219433
联系人
倪玉娟 (021) 23219820

chenjiuhong@htsec.com
zrchen@htsec.com
nyj6638@htsec.com

计算机行业
陈美凤 (021) 23219409
联系人
蒋科 (021) 23219474

chenmf@htsec.com
jiangk@htsec.com

煤炭行业
朱洪波 (021) 23219438
刘惠莹 (021) 23219441

zhhb6065@htsec.com
liuhy@htsec.com

批发和零售贸易行业
路颖 (021) 23219403
潘鹤 (021) 23219423
汪立亭 (021) 23219399
联系人
李宏科 (021) 23219671

luying@htsec.com
panh@htsec.com
wanglt@htsec.com
lhk6064@htsec.com

建筑工程行业
江孔亮 (021) 23219422
联系人
赵健 (021) 23219472
张显宁 (021) 23219813
张光鑫 (021) 23219818

kljiang@htsec.com
zhaoj@htsec.com
zxn6700@htsec.com
zgx7065@htsec.com

石油化工行业
邓勇 (021) 23219404
联系人
王晓林 (021) 23219812

dengyong@htsec.com
wxl6666@htsec.com

机械行业
龙华 (021) 23219411
联系人
何继红 (021) 23219674
熊哲颖 (021) 23219407

longh@htsec.com
hejh@htsec.com
xzy5559@htsec.com

农林牧渔行业
丁频 (021) 23219405
联系人
夏木 (021) 23219748

dingpin@htsec.com
xiam@htsec.com

纺织服装行业
卢媛媛 (021) 23219610
联系人
杨艺娟 (021) 23219811

lyy5991@htsec.com
yyj7006@htsec.com

非银行金融行业
董乐 (021) 23219374
联系人
黄媚 (021) 23219638

dl5573@htsec.com
hm6139@htsec.com

电子元器件行业
邱春城 (021) 23219413
联系人
张孝达 (021) 23219697
郑震湘 (021) 23219816

qiucc@htsec.com
zhangxd@htsec.com
zxx6787@htsec.com

互联网及传媒行业
联系人
白洋 (021) 23219646
薛婷婷 (021) 23219775

baiyang@htsec.com
xtt6218@htsec.com

交通运输行业
钮宇鸣 (021) 23219420
钱列飞 (021) 23219104
联系人
虞楠 (021) 23219382
李晨 (021) 23219817

ymniu@htsec.com
qianlf@htsec.com
yun@htsec.com
lc6668@htsec.com

汽车行业
赵晨曦 (021) 23219473
冯梓钦 (021) 23219402
联系人
陈鹏辉 (021) 23219814

zhaocx@htsec.com
fengzq@htsec.com
cph6819@htsec.com

食品饮料行业
赵勇 (0755) 82775282
齐莹 (021) 23219166

zhaoyong@htsec.com
qiy@htsec.com

钢铁行业
刘彦奇 (021) 23219391
联系人
任玲燕 (021) 23219406

liuyq@htsec.com
rly6568@htsec.com

医药行业
联系人
刘宇 (021) 23219608
刘杰 (021) 23219269
冯皓琪 (021) 23219709
郑琴 (021) 23219808

liuy4986@htsec.com
liuj5068@htsec.com
fhq5945@htsec.com
zq6670@htsec.com

有色金属行业
联系人
刘博 (021) 23219401

liub5226@htsec.com

基础化工行业
曹小飞 (021) 23219267
联系人
易团辉 (021) 23219737
张瑞 (021) 23219634

caoxf@htsec.com
yith@htsec.com
zr6056@htsec.com

家电行业 陈子仪（021）23219244 联系人 孔维娜（021）23219223	chenzy@htsec.com kongwn@htsec.com	建筑建材行业 联系人 赵健（021）23219472	zhaoj@htsec.com	电力设备及新能源行业 张浩（021）23219383 牛品（021）23219390 联系人 房青（021）23219692 徐柏乔（021）23219171	zhangh@htsec.com np6307@htsec.com fangq@htsec.com xbg6583@htsec.com
公用事业 陆凤鸣（021）23219415 联系人 汤砚卿（021）23219768	lufm@htsec.com tyq6066@htsec.com	银行业 联系人 刘瑞（021）23219635 汤婧（021）23219809	lr6185@htsec.com tj6639@htsec.com	社会服务业 林周勇（021）23219389 联系人 胡宇飞（021）23219810	lzy6050@htsec.com hyf6699@htsec.com
房地产业 涂力磊（021）23219747 谢盐（021）23219436 联系人 贾亚童（021）23219421	tll5535@htsec.com xiey@htsec.com jiayt@htsec.com	造纸轻工行业 徐琳（021）23219767 联系人 马浩博（021）23219822	xl6048@htsec.com mhb6614@htsec.com	通信行业 袁兵兵（021）23219770 联系人 侯云哲（021）23219815	ybb6053@htsec.com hyz6671@htsec.com

海通证券股份有限公司机构业务部

陈苏勤 总经理
 （021）63609993
 chensq@htsec.com

贺振华 总经理助理
 （021）23219381
 hzh@htsec.com

深广地区销售团队 蔡铁清（0755）82775962 刘晶晶（0755）83255933 辜丽娟（0755）83253022 高艳娟（0755）83254133 伏财勇（0755）23607963 邓欣（0755）23607962	ctq5979@htsec.com liujj4900@htsec.com gulj@htsec.com gyj6435@htsec.com fcy7498@htsec.com dx7453@htsec.com	上海地区销售团队 高溱（021）23219386 季唯佳（021）23219384 胡雪梅（021）23219385 黄毓（021）23219410 朱健（021）23219592 肖文宇（021）23219442 王丛丛（021）23219454 朱昂（021）23219397	gaoqin@htsec.com jiwj@htsec.com huxm@htsec.com huangyu@htsec.com zhuj@htsec.com xiaowy@htsec.com wcc6132@htsec.com za6533@htsec.com	北京地区销售团队 孙俊（010）58067988 张广宇（010）58067931 王秦豫（010）58067930 隋巍（010）58067944	sunj@htsec.com zgy5863@htsec.com wqy6308@htsec.com sw7437@htsec.com
--	--	---	--	---	--

海通证券股份有限公司研究所
 地址：上海市黄浦区广东路689号海通证券大厦13楼
 电话：（021）23219000
 传真：（021）23219392
 网址：www.htsec.com