

# 海亮股份 (002203.SZ) 有色金属行业

评级：买入 首次评级

公司研究简报

市场价格(人民币)：11.64元

## 收购金龙，共创未来

长期竞争力评级：高于行业均值

### 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	1,467.71
总市值(百万元)	19,455.11
年内股价最高最低(元)	12.92/8.02
沪深300指数	3865.96
深证成指	13028.31



### 公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.373	0.292	0.266	0.353	0.384
每股净资产(元)	3.73	2.09	2.26	2.52	2.82
每股经营性现金流(元)	0.28	0.86	0.07	0.38	0.41
市盈率(倍)	30.77	30.18	43.76	32.93	30.31
行业优化市盈率(倍)	15.23	22.11	26.06	26.06	26.06
净利润增长率(%)	23.55%	56.62%	-1.61%	32.86%	8.67%
净资产收益率(%)	10.00%	13.94%	12.70%	15.12%	14.72%
总股本(百万股)	774.02	1,548.04	1,671.40	1,671.40	1,671.40

来源：公司年报、国金证券研究所

### 投资逻辑

- **海亮股份以铜管加工、铜棒制造为核心业务**，是国内第二大铜管生产企业，国内最大的铜管出口企业、最大的热交换用铜合金管生产企业；铜棒产量也位居国内前三。近年，公司业务稳步向金属矿业、金融、环保等业务拓展。
- **拟收购金龙股份，做强铜加工，优势互补，协同增效，共创未来。**
  - 公司自身铜加工产能达 **27.6 万吨**，公司产销量一直维持增长势头，2014 年已经达到 22.9 万吨，同时单吨铜加工产品盈利能力提升。
  - **拟收购金龙股份，做大、做强铜加工。**公司拟按 11.27 元/股的价格增发 2 亿股及 10 亿现金，收购金龙股份 100% 股权，并以不低于 9.99 元/股的价格增发配套募集 32.54 亿元。金龙股份是我国最大的铜管生产商，铜管产能达 50 万吨。增发后，公司将成为全球最大的铜管生产商。
  - **铜管行业增速较为平稳。**铜管主要用在空调、制冷、建筑、热交换（海水淡化、船舶、冶金等）等领域，其中空调、制冷领域用铜管占比达 75%，随着国内外房地产市场回暖，铜管行业需求料将呈个位数增长。
  - **并购金龙股份，双方具有显著的协同效应：**双方在采购、生产与销售方面，相互协调，可降低采购、生产及销售成本。整合能实现双方优势互补，如金龙股份铜管生产能力和技术上有优势，而海亮则在风险管控、成本控制等方面优势更强。整合能显著降低金龙股份的融资成本，增发完成后，金龙股份将获得 36.74 亿的现金流，极大改善公司的资产质量；金龙股份的保证金也将显著下降；再加上，海亮股份融资渠道较广，利率要低，金龙股份融资利率也有下降空间。
- **环保材料业务将给公司带来稳定的现金流，也是公司未来业务的重点方向。**
- **金融板块收益稳定，若与集团业务相衔接，具备发展供应链金融的良好基础。**此外，公司在刚果投资的矿业仍处勘探阶段，具备较大的潜力。

### 投资建议

- **盈利预测与投资建议：**我们预计，不考虑增发，公司 2015/2016 的业绩分别为 0.27/0.35 元，对应当前股价的 PE 水平为 44 倍和 33 倍。我们认为，公司与金龙股份协同效应突出；金融板块具良好的发展基础。实际控制人拟在未来 6 个月内增持公司 1%-2% 的股本。海亮集团和/或其下属企业、公司员工持股也将参与公司的增发。因此，我们给予公司“买入”评级。
- **风险提示：**增发审批与反垄断风险；人民币贬值与双反风险；整合风险。

陈炳辉 分析师 SAC 执业编号：S1130514090003  
(8621)60230238  
chenbinghui@gjzq.com.cn

## 内容目录

公司简介 .....	3
公司业务：并购强化铜加工主业 .....	4
公司铜加工业务稳健 .....	4
收购金龙股份：做大、做强铜加工 .....	5
铜管需求料将稳定 .....	7
并购金龙股份，双方具有显著的协同效应 .....	8
铜矿业务具备潜力 .....	9
金融业务收益稳健，供应链金融潜力不小 .....	10
环保业务增强公司抗风险能力 .....	10
盈利预测与投资建议 .....	11

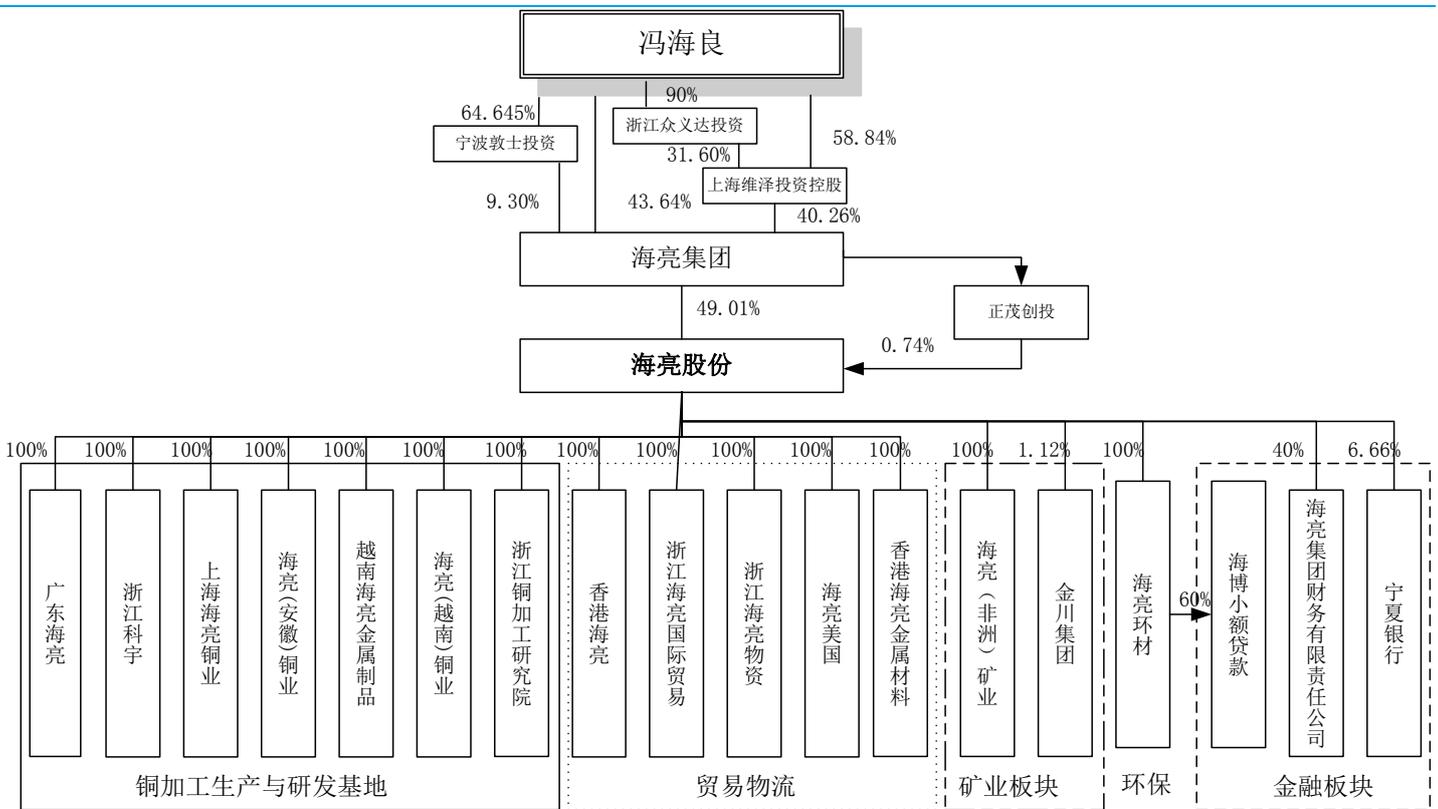
## 图表目录

图表 1：公司组织结构图 .....	3
图表 2：公司营收以铜加工材为主（万元） .....	4
图表 3：公司毛利源自铜加工材及 SCR 催化剂（万元） .....	4
图表 4：海亮股份的主要产品与用途 .....	4
图表 5：公司铜材产量稳步增加，毛利率上升 .....	5
图表 6：公司单吨铜加工产品盈利能力提升 .....	5
图表 7：金龙股份的主要产品与用途 .....	6
图表 8：金龙股份的主要客户与集中度 .....	6
图表 9：金龙股份财务简表（单位：万元） .....	7
图表 10：2015 年制冷家电产量大体持平 .....	7
图表 11：房地产销售回暖，但投资增幅回落 .....	7
图表 12：欧元区营建产出大体持平 .....	8
图表 13：美国房地产市场持续回暖 .....	8
图表 14：海亮股份的生产基地 .....	8
图表 15：金龙股份主要的生产基地 .....	8
图表 16：海亮股份和金龙具有较强的优势互补性 .....	9
图表 17：公司金融业务贡献的投资收益较为稳定 .....	10
图表 18：盈利预测关键假设 .....	11

### 公司简介

- 海亮股份是一家以铜管加工、铜棒制造为核心业务的金属加工企业，自上市以来公司产能与产出规模稳步成长，目前已经成为国内第二大铜管生产企业，产量仅次于金龙股份，是国内最大的铜管出口企业，国内最大的热交换用铜合金管的生产企业；铜棒产量也居国内前三。在积极向铜加工业迅速渗透、并购的同时，公司业务也在稳步向金属矿业、金融、环保等业务拓展。
- 目前，公司旗下拥有十余家成员企业，在铜加工的生产与研发方面，已经在浙江、上海、安徽、广东、越南建立了多个铜加工生产与研发基地，产能达到 27.6 万吨；在金属矿业方面，公司业务包括金川集团股权、海亮（非洲）矿业；在金融业务上，公司参股了宁夏银行和海亮集团财务公司，控股了海博小额贷款公司；在环保材料业务上，公司收购了海亮环材，进入到脱硝催化剂行业。

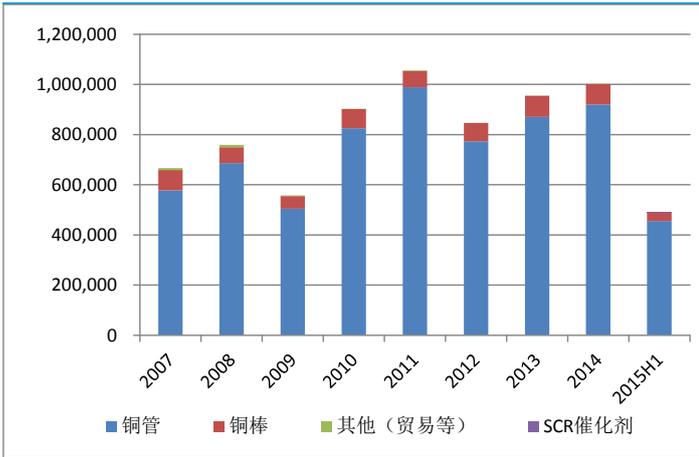
图表 1：公司组织结构图



来源：国金证券研究所

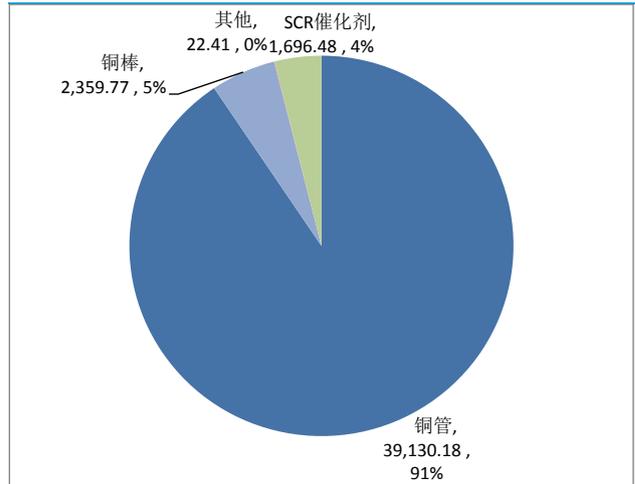
- 公司业务以铜加工为主。公司的业务一直以铜加工产品为主，即便是后面增加了 SCR 催化剂等业务，这些业务的收入占比仍非常小。在毛利结构当中，铜加工产品的贡献也是最大的。

图表 2：公司营收以铜加工材为主（万元）



来源：国金证券研究所

图表 3：公司毛利源自铜加工材及 SCR 催化剂（万元）



来源：国金证券研究所

## 公司业务：并购强化铜加工主业

### 公司铜加工业务稳健

- 海亮股份是我国铜加工业的领军企业。公司的主营业务为铜管、铜棒的生产与销售。公司是中国第二大的铜管生产企业、中国最大的铜管出口商、中国最大的铜合金管生产企业，是中国最主要的铜棒生产企业之一、中国排名前三的精密铜棒生产企业。
- 公司的主要产品可以分为铜管和铜棒两大类，其中，铜管有制冷用无缝铜管、建筑用铜及铜合金管、热交换用铜及铜合金管、其他用途铜及铜合金管、铜及铜合金管件等五大品种。公司的铜加工产品应用于制冷家电、建筑、汽车机械等众多行业。

图表 4：海亮股份的主要产品与用途

产品	细分	用途与行业
铜管	制冷用无缝铜管	用于空调制冷设备蒸发器和冷凝器的热交换管和装置中的各连接管等
	建筑用铜及铜合金管	民用与工业建筑物用输水（如供水管和排水管等）、输气等管道管和医疗装置用的氧气、氮气等的输气管道，建筑装饰、卫生洁具及其他装饰用黄铜管等
	热交换用铜及铜合金管	海水淡化（如蒸发与冷凝）、火电站，其他冶金、化工、船舶、汽车制造等用途的热交换用管
	其他用途铜及铜合金管	主要用于制冷、汽车、机械、建筑、水暖、电子等行业，以及精密铜管再加工的坯料
	铜及铜合金管件	主要为建筑用供排水安装所用。
铜棒		纯铜棒主要用于高防火、高导电要求领域。精密铜棒用于制冷、水暖、机械、五金、通讯、IT 业等。

来源：国金证券研究所

- 公司铜加工产能达 27.6 万吨。公司铜加工的生产基地主要分布在浙江、上海奉贤、安徽铜陵、越南及广东基地（广东海亮在建 2.5 万吨高效节能环保精密铜管生产线，计划于 2016 年 5 月底建成投产。）铜棒产能只有 4 万吨，产品以铜管为主。
- 海亮股份是我国热交换用管生产的领军企业。热交换用管主要用于热交换领域，是海水淡化、船舶和火电等设备的关键原材料。公司研制出高性能超长冷凝管、大口径薄壁铜镍合金管产品受到了国际市场的广泛欢迎，是国内海水淡化用铜合金冷凝管出口量最多的企业，其产量的绝大部分用于出口。例如，公司于 2013 年 12 月 5 日与法国 SIDEM 公司签订了海水淡化合金管供货合同，自 2014 年 3 月至 2014

年 11 月，为法国 SIDEM 公司 7 个海水淡化蒸发器机组提供 4,468,350 支铜合金管，折合重量约 7,663 吨。

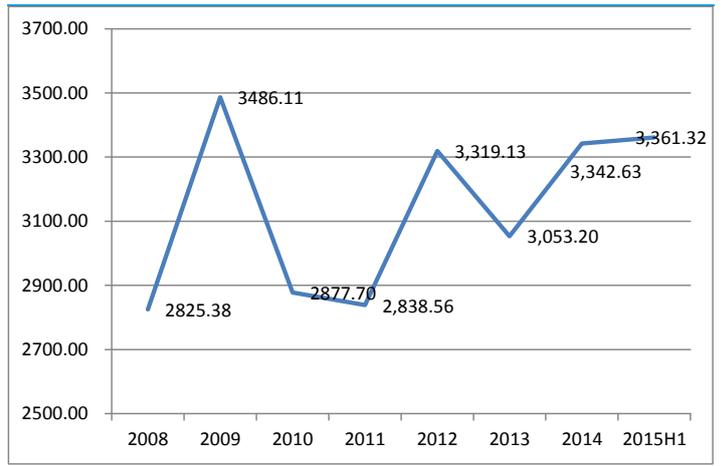
- **公司产销量一直维持增长势头。**在 2014 年，公司的产量达到了历史最高峰的 22.4 万吨，同比增长 14.04%；今年上半年公司的铜加工产品销量达到了 12.35 万吨，同比增长 6.47%。
- **公司单吨铜加工产品盈利能力提升。**公司铜材产品以“铜价+加工费”方式计价，加工费整体变化不大，常规的铜加工产品加工费在 4000-5000 元，而高端产品的加工费可达上万。随着公司产品成材率提升、加工深度和产品结构的优化，公司铜加工产品的单吨毛利近几年来，也在不断提升。2011 年为 2839 元/吨，但了今年上半年，单吨毛利已经上升到了 3361 元/吨。

图表 5：公司铜材产量稳步增加，毛利率上升



来源：国金证券研究所

图表 6：公司单吨铜加工产品盈利能力提升



来源：国金证券研究所

### 收购金龙股份：做大、做强铜加工

- **拟收购金龙股份，做大、做强铜加工主业。**近日，海亮股份发布增发预案，拟按 11.27 元/股的价格向金龙股份的李长杰、周永利等 46 位自然人股东发行 2 亿股，购买其所持的金龙股份 75% 的股份，向渣打直投、高盛投资、海亮集团支付现金 10 亿元，购买其所持的金龙股份 25% 的股份。同时，公司拟以询价的方式，以不低于 9.99 元/股的价格，向不超过 10 名特定投资者发行股份募集不超过 32.54 亿元，发行股份数量不超过 32,574.70 万股。
- 为盘活金龙股份资金，海亮股份与金龙股份签订《关于委托加工等事宜之协议》。金龙股份同意其控股子公司重庆龙煜精密铜管有限公司、广东龙丰精密铜管有限公司、江苏仓环铜业股份有限公司为海亮股份及关联公司提供排他性的委托加工。委托加工期间，金龙股份各生产公司的实际出货量合计应不少于每年度 20 万吨，其中 2016 年上半年不少于 13 万吨。
- 金龙股份股东承诺，2016 年度合并报表口径扣除非经常性损益后的净利润应不低于 1,000 万元，否则将以现金的方式进行补偿。
- **公司控股股东海亮集团或/及其下属企业、海亮股份员工持股计划拟参与募集配套资金的认购。**其中海亮集团或/及其下属企业将直接或通过资产管理计划认购金额不低于 20,000 万元，海亮股份员工持股计划将直接或通过资产管理计划认购金额不低于 5,000 万元。
- **金龙股份是我国规模最大的铜管生产企业，铜管产能 50 万吨，已在环渤海、长江三角洲、珠江三角洲及美洲地区形成了十大铜管生产基地。**
- 金龙股份主要从事铜加工业务和电解铜贸易业务。2013 年 2014 年公司实现的营业收入分别为 324 亿和 352 亿元。2013 年、2014 年铜管

加工业务占主营业务收入的比例分别为 64.68%、59.96%。铜管加工的营业收入都是 210 亿左右。产销量在 40 万吨上下。

- 金龙股份的主营业务主要是供应空调及制冷用铜管，包括光面铜管、内螺纹管，外翅片管、毛细铜管和铜管组件等。公司铜管业务的主要下游是空调、冰箱等家电企业，近几年来，公司主要的客户都是格力、美的、海尔等空调/家电生产商。

图表 7：金龙股份的主要产品与用途

铜加工业务		
产品系列	主要产品	主要用途
精密铜管系列	光面铜管	用于空调及制冷设备的热交换用管及管路；水、气管路
	内螺纹铜管	用于空调及制冷设备的热交换主管路
	外翅片铜管	用于大型中央空调及大型制冷设备的热交换主管路
	毛细铜管	用于冰箱、空调、热交换器、仪器仪表毛细管，过滤器、Y 型接头、配管部件和其他相关产品
精密铜管深加工系列	铜管组件	空调及制冷设备用高精度连接管件

来源：国金证券研究所

- 金龙股份及其控股子公司拥有大量发明专利、实用新型专利、外观设计专利，其中，主要专利为 40 项境内发明专利，在国内铜管行业中，生产与研发能力首屈一指。

图表 8：金龙股份的主要客户与集中度

年份	客户名称	销售金额	占当年铜加工业务收入的比例 (%)
2012 年 1-6 月	格力电器	236,063.47	24.74
	美的电器	119,810.81	12.56
	青岛海尔	74,253.94	7.78
	Goodman Manufacturing Company, L.P	32,723.35	3.43
	奥克斯电器	29,538.43	3.1
	合计	492,390.00	51.61
2011 年度	格力电器	672,311.78	28.82
	美的电器	419,552.78	17.98
	青岛海尔	152,793.13	6.55
	Goodman Manufacturing Company, L.P	64,505.60	2.76
	奥克斯电器	51,597.90	2.21
	合计	1,360,761.19	58.32

来源：国金证券研究所

- 金龙股份近几年发展过快，负债规模过大，导致风险上升。金龙股份原计划自主上市，在 IPO 时启时停，排队上市队伍较长的影响下，公司未能及时上市。但公司扩张的步伐并没有减缓，2012 年公司产能还仅 40 万吨，通过收购上海日光铜业等资产与原项目扩产，到 2014 年，公司产能就上升到了 50 万吨，固定资产的投资消耗了公司大量的现金流，再加上近两年来，铜价呈单边下行，库存价值也影响了公司的业绩。这导致金龙股份的负债规模不断上升。在近两年，民营企业面临着严苛的融资环境，增加了金龙股份的经营与生存压力。

图表 9：金龙股份财务简表（单位：万元）

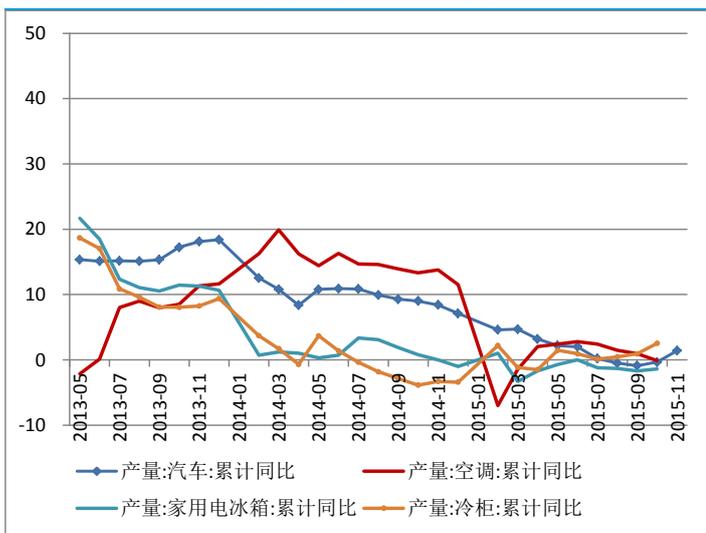
项目	2015.5.31	2014.12.31	2013.12.31	
资产负债表	流动资产	1,504,384.79	1,272,763.91	1,363,854.76
	非流动资产	449,339.85	439,665.50	404,573.20
	资产合计	1,953,724.64	1,712,429.40	1,768,427.97
	流动负债	1,751,824.42	1,522,981.50	1,583,761.57
	非流动负债	54,807.73	52,741.19	40,938.98
	负债合计	1,806,632.15	1,575,722.69	1,624,700.55
	股东权益合计	147,092.49	136,706.71	143,727.41
利润表	营业收入	1,000,688.97	3,518,137.12	3,241,026.48
	营业利润	-13,735.24	-6,977.86	-5,942.52
	净利润	4,920.21	-8,007.17	-5,170.98
经营活动产生的现金流量净额	77,759.32	-2,680.91	36,417.26	
投资活动产生的现金流量净额	-888.78	-41,398.28	-61,229.77	

来源：国金证券研究所

### 铜管需求料将稳定

- **增发收购完成后公司将成为全球最大的铜管生产商：**公司现有铜管产能 27.6 万吨，整合金龙股份 50 万吨铜产能后，将成为全球最大的铜管生产商，在制冷用铜管，热交换用铜管等领域具有绝对的优势。但这也意味着，铜管行业的增速对公司的发展有着较强的束缚。
- **铜管行业需求基本稳定。**
  - **制冷行业是我国铜管应用的大户，未来国内需求增速有所回升，但幅度有限。**铜管中约有 75%用于空调与冰箱、冰柜等设备的蒸发器、冷凝器、连接管、配管、管件等领域。制冷用铜管主要供向国内的空调、冰箱生产企业。目前，空调等家电行业基本形成了寡头竞争格局，全球 70%以上的空调产于中国，而中国空调行业前五家企业的市场占有率达到了 78.3%（2014 年）。2015 年，我国制冷家电行业产量大体持平。2015 年前 10 个月，冷柜的产出增长接近 2.53%，电冰箱的产量下降 1.4%，空调产量下降 0.11%。由于 2015 年下半年，房地产销售情况有所好转，空调等制冷家电的需求情况在 2016 年略有好转，但增速仍较低。

图表 10：2015 年制冷家电产量大体持平



来源：国金证券研究所

图表 11：房地产销售回暖，但投资增幅回落

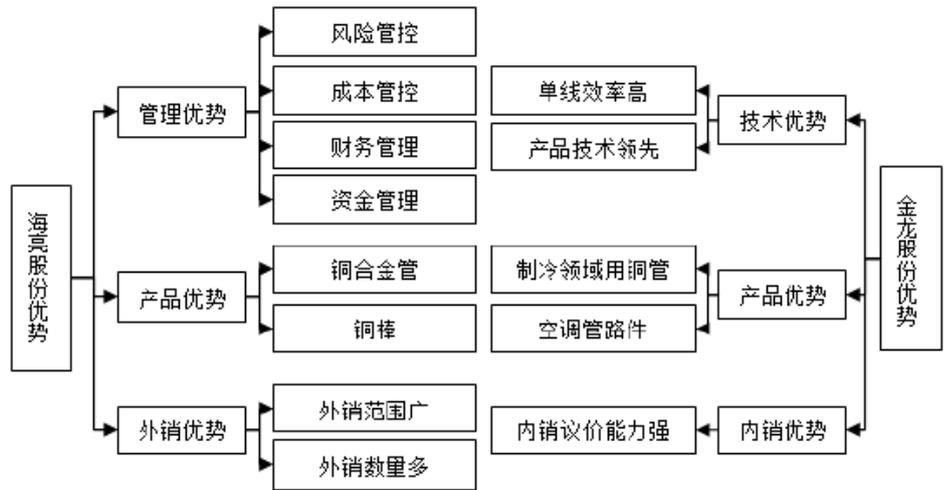


来源：国金证券研究所

- **铜及铜合金管，美国需求略有回暖。**铜及铜合金管广泛应用于建筑业，尤其是海外发达国家。在发达国家中，铜水管的应用较为普遍，铜管



图表 16: 海亮股份和金龙具有较强的优势互补性



来源：国金证券研究所

■ 再次，整合能显著降低金龙股份的融资成本。

- 1. 现金流注入，减少债务，改善资产质量。金龙股份目前有息负债规模很大，短期借款和长期借款合计高达 136 亿元，2014 年、2015 年 1-5 月金龙股份财务费用达 6.92 亿元和 3.6 亿元。通过配套募集资金和解决资金占用问题，金龙股份将获注 36.74 亿元现金流（21.91 亿元为配套融资资金注入，14.8 亿元源自解决资金占用问题），用这些资金归还高息的银行贷款，将显著改善其资本结构，降低资产负债率与负债规模。
- 2. 金龙股份的保证金释放空间大。金龙股份的货币资金中保证金占 47 亿元，其短期借款和长期借款合计高达 136 亿元，我们估算保证金比率为 34.55%。相比之下，2015 年年中，海亮股份有息负债 38.98 亿，保证金规模 4.78 亿，估算保证金比例 12%。可见，随着金龙股份债务规模下降及资产质量的提升，金龙股份的保证金有较大的释放空间。我们预计，可达 15 亿-20 亿。
- 3. 金龙股份融资利率有下降空间。随着金龙股份资产质量的改善，成为海亮股份的子公司后，金龙股份的信用评级也会有所提升。同时，依靠多样的融资渠道，海亮股份目前的融资利率仅为 3%，未来随着融资渠道的拓展，金龙股份的融资成本也将显著下降。
- 按整合后，金龙股份负债规模下降 50 亿，融资利率下降 1.5% 测算，每年财务费用的节约就接近 4 亿元。

铜矿业务具备潜力

- 目前，公司矿业板块的主要资产为持有金川集团 1.12% 股权，与 Asa resources Group(原 MWANA)共同勘探开发 SEMHKAT 铜矿。
- 目前，海亮（非洲）矿业与 Asa resources Group 合作勘探、开发刚果（金）铜钴矿项目—刚果 SEMHKAT 金属矿项目，正在推进，公司持有 62% 的权益。按协议，公司将投资 2500 万美元，从事刚果 SEMHKAT 金属矿项目 4145 平方公里的铜钴矿资源的勘探及开发。若勘探确认有矿产资源，合作双方同意投资组建矿产开发公司。
- 目前，公司已经聘请了多家勘探机构对目标矿区进行勘探。公司探矿权位于刚果民主共和国的东南部 KATANGA 省世界著名的铜矿带。矿区附近，有许多在产的大型矿山，如自由港旗下的 Tenke Fungurume 矿，年铜金属产量在 10 万吨以上。勘探潜力较大。

## 金融业务收益稳健，供应链金融潜力不小

- 近年来，公司的金融业务板块也不断发展壮大。公司金融业务包括三块，宁夏银行 6.65% 股权，海博小贷公司 60% 股权和海亮财务公司 40% 股权。近年来，公司金融业务对公司投资收益的贡献稳步上升。
  - 公司通过增资持有宁夏银行 6.65% 的股权。2014 年宁夏银行，实现营业收入 36.95 亿元，净利润 13.90 亿（2015 年上半年 5.60 亿），公司实现投资收益 9259.83 万元。截止 2014 年底，公司持有的宁夏银行股份对应的所有者权益价值为 5.75 亿元。
  - 公司通过海亮环材持有海博小贷公司 60% 股权，其中 30% 为今年所收购。2014 年，海博小贷公司实现营收 1.60 亿，净利润 9464 万元（2015 年上半年 2472 万元），公司实现投资收益 2839 万元。
  - 2013 年公司与海亮集团合资设立了海亮财务公司，公司占 40% 权益。海亮财务公司的收益从 2014 年开始释放，2014 年海亮财务公司实现了营收 2.21 亿元，实现净利润 1.23 亿元，给公司贡献投资收益 4925 万元。今年上半年，海亮财务公司的净利润进一步由 5945 万元增长至 8552 万元。

图表 17：公司金融业务贡献的投资收益较为稳定

	2013	2014	2015H1
宁夏银行	8657.86	9259.83	3721.62
海博公司	3774.09	2839.29	741.57
海亮财务	1206.94	4924.55	3420.96
合计	13638.89	17023.67	7884.15

来源：国金证券研究所

- **金融板块业绩贡献仍有潜力可挖。**虽然，宁夏银行在未来的几年会受到整个经济减速、银行体系资产质量下降的冲击，可能会面临拨备、坏账上升等问题，但财务公司、小贷公司未来依旧有较大的潜力，如财务公司可以参与到银行间市场，获取低成本的资金，投放到集团内部的项目上，收益有进一步提升的空间。同时，海亮集团除有色金属加工与贸易之外，还涉及到地产、农业、环保、教育等，总销售收入上千亿。海亮集团当前各业务线都有大量客户群体，仅金属贸易、加工就有数百亿的成交规模，依托这些上下游企业，若能延供应链开拓金融服务，有助于公司金融业务打开新的市场空间和金融风险的控制，可见公司具备非常扎实的供应链金融业务基础。
  - 小贷公司的业务放开，市场空间更大。一是**经营区域更广**。根据修改后的浙江省的监管文件《省金融办关于促进小额贷款公司创新发展的意见》（浙金融办[2015]75 号），全省小贷公司的经营范围，经批准后可扩大至全省。二是，**业务范围更广**。75 号文鼓励符合条件的小贷公司通过境内外资本市场上市融资，探索通过银行间市场、证券交易市场或证券公司柜台交易发行资产证券化、私募债等产品。支持小贷公司向主要法人股东定向借款。三是**依托于集团公司**，小贷公司业务规模弹性很高。

## 环保业务增强公司抗风险能力

- 收购海亮环材，进入环保行业。今年年初，公司以 5.35 元/股的价格增发 1.23 亿股，收购了集团公司持有的海亮环材 100% 权益，进入到环保行业。
  - 海亮环材是一家集脱硝催化剂设计、研发、制造、试验检验及售后服务为一体的企业。海亮环材成立于 2011 年，主要产品为蜂窝式 SCR 脱硝催化剂，目前广泛运用于火力发电厂等行业。目前公司拥有 SCR 催化剂产品生产能力 4 万立方米，销售约 1 万多立方米。2014 年前 9 个月的销售收入达到了 1.90 亿。

- 环保业务料将增厚公司业绩。海亮环材盈利能力较好，毛利率在 30-40%之间。海亮环材原股东，海亮集团与正茂创投承诺，海亮环材 2015 年度、2016 年度和 2017 年度实现的净利润（扣除非经常性损益后）分别不低于 6,899.03 万元、8,646.81 万元、10,199.12 万元。
- 到 2015 年 4 月 15 日，海亮环材 100%股权已经登记至海亮股份名下。

### 盈利预测与投资建议

- 我们预计，不考虑增发，公司 2015/2016 的业绩分别为 0.27/0.35 元，对应当前股价的 PE 水平为 44 倍和 33 倍。若增发于明年年中顺利完成，我们预计，公司 2016 年业绩可达到 8 亿（并表财务等费用节约），若以 10 元/股的价格增发配套融资，当前的 PE 水平为 29 倍。
- 2015 年业绩基本料将与 2014 年持平，主要的原因在于，人民币汇率贬值的使公司 3 季度遭受了很大的汇率损失，铜价下跌，也影响了公司少量敞口库存的价值，但公司新增环保板块，承诺业绩就达 6900 万元。因此，综合来看，公司的业绩大体持平。

图表 18：盈利预测关键假设

		2014A	2015E	2016E	2017E
铜加工	总销售量 (吨)	229,931	245,700	267,720	285,200
	铜管 (吨)		218,700	237,720	252,400
	铜棒 (吨)		27,000	30,000	32,800
	单吨毛利 (元/吨)	3,343	3,200	3,411	3,414
	营业收入		1,049,530	1,101,308	1,186,401
	营业成本		965,863	1,009,980	1,089,021
	毛利率			7.97%	8.29%
环保材料	营业收入	-	19800	23760	25520
	营业成本	-	12447	14936.4	16042.8
	毛利率	-	37.14%	37.14%	37.14%
金融板块净收益 (万元)		17,024	16,571	20,899	22,848

来源：国金证券研究所

- 我们认为，公司铜加工主业稳步向上，单吨毛利及产量都呈上升趋势，且公司拟收购金龙股份，强化主业，双方协同效应突出，收购完成后，公司将成为全球最大的铜管加工企业；同时，公司的环保业务及金融板块的投资收益料将稳定。再考虑到，公司实际控制人拟在未来 6 个月内增持公司 1%-2% 的股本。同时，海亮集团和/或下属企业、公司员工持股也将参与公司的增发。为此，我们给予公司“买入”评级。
- 风险提示：增发审批与反垄断风险；人民币贬值与反倾销风险；业务整合风险等。

## 附录：三张报表预测摘要

### 损益表 (人民币百万元)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>主营业务收入</b>	<b>10,350</b>	<b>13,095</b>	<b>12,061</b>	<b>13,073</b>	<b>13,869</b>	<b>15,001</b>
增长率		26.5%	-7.9%	8.4%	6.1%	8.2%
主营业务成本	-9,774	-12,468	-11,254	-12,117	-12,817	-13,876
%销售收入	94.4%	95.2%	93.3%	92.7%	92.4%	92.5%
毛利	576	627	808	956	1,052	1,125
%销售收入	5.6%	4.8%	6.7%	7.3%	7.6%	7.5%
营业税金及附加	-15	-16	-17	-18	-19	-21
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
营业费用	-145	-157	-153	-167	-176	-191
%销售收入	1.4%	1.2%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
管理费用	-188	-220	-224	-243	-257	-278
%销售收入	1.8%	1.7%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%
息税前利润 (EBIT)	229	234	414	527	600	635
%销售收入	2.2%	1.8%	3.4%	4.0%	4.3%	4.2%
财务费用	-102	-15	-134	-221	-179	-180
%销售收入	1.0%	0.1%	1.1%	1.7%	1.3%	1.2%
资产减值损失	22	-37	-5	-3	-2	0
公允价值变动收益	-1	-4	0	0	0	0
投资收益	86	146	209	166	210	228
%税前利润	34.7%	45.7%	42.9%	33.6%	32.0%	32.0%
营业利润	234	325	484	469	628	683
营业利润率	2.3%	2.5%	4.0%	3.6%	4.5%	4.6%
营业外收支	13	-6	4	25	28	30
税前利润	247	319	488	494	656	713
利润率	2.4%	2.4%	4.0%	3.8%	4.7%	4.8%
所得税	-14	-31	-36	-49	-66	-71
所得税率	5.5%	9.7%	7.4%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润	234	288	452	445	591	642
少数股东损益	0	-1	0	0	0	0
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>234</b>	<b>289</b>	<b>452</b>	<b>445</b>	<b>591</b>	<b>642</b>
净利率	2.3%	2.2%	3.7%	3.4%	4.3%	4.3%

### 现金流量表 (人民币百万元)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	234	288	452	445	591	642
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	104	165	128	113	137	156
非经营收益	15	-55	-116	-7	-38	-57
营运资金变动	103	-181	869	-440	-96	-107
<b>经营活动现金净流</b>	<b>456</b>	<b>217</b>	<b>1,333</b>	<b>110</b>	<b>593</b>	<b>634</b>
资本开支	-66	-63	-141	-386	-481	-380
投资	0	0	432	0	0	0
其他	21	-77	-31	166	210	228
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-46</b>	<b>-140</b>	<b>260</b>	<b>-220</b>	<b>-271</b>	<b>-152</b>
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-319	509	341	-178	130	-96
其他	91	-167	-164	-173	-384	-385
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-228</b>	<b>342</b>	<b>177</b>	<b>-351</b>	<b>-255</b>	<b>-482</b>
<b>现金净流量</b>	<b>183</b>	<b>419</b>	<b>1,769</b>	<b>-461</b>	<b>67</b>	<b>0</b>

### 资产负债表 (人民币百万元)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	571	380	2,261	1,800	1,867	1,867
应收款项	1,754	2,044	1,281	1,630	1,727	1,868
存货	877	771	897	880	931	1,007
其他流动资产	244	506	431	495	533	561
流动资产	3,446	3,700	4,869	4,805	5,058	5,303
%总资产	53.5%	50.6%	59.3%	56.9%	55.7%	55.4%
长期投资	1,677	2,377	2,118	2,119	2,118	2,118
固定资产	1,085	980	944	1,267	1,662	1,932
%总资产	16.9%	13.4%	11.5%	15.0%	18.3%	20.2%
无形资产	212	206	201	178	158	142
非流动资产	2,990	3,616	3,347	3,644	4,018	4,271
%总资产	46.5%	49.4%	40.7%	43.1%	44.3%	44.6%
<b>资产总计</b>	<b>6,436</b>	<b>7,316</b>	<b>8,216</b>	<b>8,449</b>	<b>9,076</b>	<b>9,574</b>
短期借款	2,419	2,154	3,333	3,155	3,285	3,188
应付款项	1,266	1,420	1,506	1,462	1,547	1,674
其他流动负债	39	69	131	321	328	339
流动负债	3,724	3,642	4,971	4,938	5,160	5,201
长期贷款	18	789	0	0	0	1
其他长期负债	0	0	3	10	10	10
<b>负债</b>	<b>3,742</b>	<b>4,432</b>	<b>4,974</b>	<b>4,948</b>	<b>5,170</b>	<b>5,212</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>2,694</b>	<b>2,885</b>	<b>3,242</b>	<b>3,501</b>	<b>3,906</b>	<b>4,362</b>
少数股东权益	0	-1	0	0	0	0
<b>负债股东权益合计</b>	<b>6,436</b>	<b>7,316</b>	<b>8,216</b>	<b>8,449</b>	<b>9,076</b>	<b>9,574</b>

### 比率分析

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.302	0.373	0.292	0.266	0.353	0.384
每股净资产	3.480	3.728	2.094	2.262	2.523	2.818
每股经营现金净流	0.589	0.280	0.861	0.071	0.383	0.409
每股股利	0.100	0.100	0.080	0.120	0.120	0.120
<b>回报率</b>						
净资产收益率	8.67%	10.00%	13.94%	12.70%	15.12%	14.72%
总资产收益率	3.63%	3.94%	5.50%	5.26%	6.51%	6.70%
投入资本收益率	4.22%	3.63%	5.83%	7.12%	7.50%	7.56%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	-12.86%	26.52%	-7.89%	8.38%	6.09%	8.16%
EBIT增长率	51.47%	2.31%	76.71%	27.27%	13.81%	5.93%
净利润增长率	1.81%	23.55%	56.62%	-1.61%	32.86%	8.67%
总资产增长率	-7.24%	13.68%	12.30%	2.83%	7.42%	5.49%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	34.2	28.8	29.1	29.0	29.0	29.0
存货周转天数	32.1	24.1	27.0	26.5	26.5	26.5
应付账款周转天数	47.4	35.0	42.3	39.0	39.0	39.0
固定资产周转天数	37.0	26.4	27.3	34.2	40.0	41.1
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	68.99%	88.83%	33.08%	38.70%	36.30%	30.30%
EBIT利息保障倍数	2.2	16.0	3.1	2.4	3.4	3.5
资产负债率	58.15%	60.57%	60.54%	58.56%	56.96%	54.44%

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>

来源：朝阳永续

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

**最终评分与平均投资建议对照：**

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD