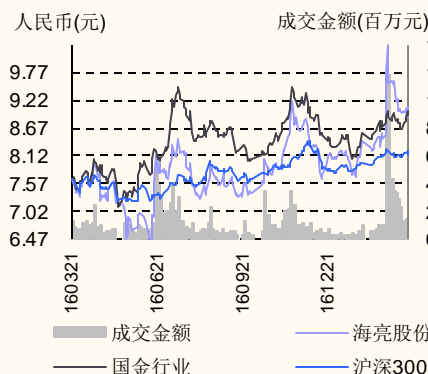


市场价格(人民币): 8.87元  
 目标价格(人民币): 10.00-11.00元

长期竞争力评级: 等于行业均值

### 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	1,444.75
总市值(百万元)	15,009.08
年内股价最高最低(元)	10.30/6.47
沪深300指数	3445.81
深证成指	10515.41



## 矢志全球最大最强铜管企业

### 公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.292	0.258	0.334	0.376	0.434
每股净资产(元)	2.09	2.28	2.75	3.13	3.57
每股经营性现金流(元)	0.86	0.00	0.75	0.03	-0.17
市盈率(倍)	30.18	42.62	24.14	21.46	18.58
行业优化市盈率(倍)	52.71	90.52	67.73	67.73	67.73
净利润增长率(%)	56.62%	-4.54%	30.96%	12.50%	15.48%
净资产收益率(%)	13.94%	11.32%	12.29%	12.15%	12.30%
总股本(百万股)	1,548.04	1,671.40	1,692.12	1,692.12	1,692.12

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 投资逻辑

- **未来全球铜管加工行业的领导者。**目前公司有5个生产基地,拥有铜管及铜棒产能27.6万吨、4万吨,是中国第二大铜管加工企业。未来公司计划通过收购、新建的方式扩产,矢志成为全球最大最强铜管企业。近期公司收购Luwada Group旗下3家铜管厂后新增7.5万吨产能,加之去年9月公告的原基地扩建27.5万吨产能的计划,未来公司总产能将超过60万吨。
- **严格规避铜价波动风险,扩产后利润增速将在20%以上。**公司在订单签订时,同时在期货市场将对应的原料阴极铜进行套期保值操作,进而规避了生产周期内铜价波动的风险。同时,公司生产采取以销定产的模式,将库存带来的敞口风险也降到最低。所以铜材销量(以销定产模式下与产量几乎一致)是影响公司利润的关键因素。我们预计公司2016-2018年铜产品销售量分别为40万吨、45万吨、60万吨,对应净利润分别为5.65亿元、6.35亿元、7.34亿元,利润增速维持在20%以上。
- **外延尝试环保、金融、矿产领域。**通过将集团培育的优质资产注入,公司不断外延尝试环保、金融、矿业等新领域,进而实现多元化经营。2016-2018年,我们预计新领域将为公司贡献净利润分别为1.9亿元、2亿元、2.1亿元,利润增速在5%以上。

### 投资建议

- 我们看好公司在铜管行业的整合能力,预计2年内将在规模和技术上成为全球铜管市场的领导者,首次覆盖给予公司“增持”增持评级。

### 估值

- 我们预计2016-2018年公司每股净利润为0.334元、0.376元、0.434元。
- 我们选择铜板块的企业为可比公司,基于可比公司2017年PE中值,给予公司27倍市盈率,对应目标价为10.1元/股,向上空间13.9%,首次覆盖给予“增持”评级。

### 风险

- 产能扩张不及预期;收购资产遭遇政策风险。

廖淦

分析师 SAC 执业编号: S1130517020001  
 (8675583830558)  
 liaogan@gjzq.com.cn

宋小浪

联系人  
 (86755)83831051  
 songxiaolang@gjzq.com.cn

## 内容目录

公司概况：依托集团强大实力，成就铜管行业龙头 .....	3
母公司海亮集团业务覆盖六大领域.....	3
冯海良是海亮股份实际控制人.....	3
公司是中国最大的铜管生产企业 .....	4
铜管行业：主要消费在制冷领域，未来增量看海水淡化 .....	4
铜管主要应用在制冷、建筑、海水淡化等行业 .....	4
中国铜管产能多而分散，亟待行业整合.....	5
铜管消费主力是制冷领域，未来潜力在海水淡化.....	6
公司经营：发力主业，矢志全球最大最强铜管企业 .....	7
收购、扩建加速行业整合，未来铜管市场全球领导者.....	7
严格规避铜价波动风险，扩产后平均利润增速将在 20%以上 .....	8
集团资产注入，外延尝试环保、金融、矿产领域.....	9
估值评级：目标价 10.1 元/股，首次覆盖给予“增持”评级.....	11
风险提示 .....	12

## 图表目录

图表 1：海亮集团主营业务涵盖有色金属、地产建设、农业食品、环境保护、基础教育、产业金融等 6 大领域.....	3
图表 2：冯海良先生是公司实际控制人.....	3
图表 3：公司 3 大业务板块及对应子公司.....	4
图表 4：公司铜管、铜棒产品图示.....	4
图表 5：铜管及铜棒主要用途.....	4
图表 6：中国铜管消费占比 11% .....	5
图表 7：全球（除中国）铜管消费占比 8%.....	5
图表 8：中国铜材产量 2016 年 1-11 月同比增 12.9%.....	6
图表 9：中国铜管产量 2016 年同比增加 9.6%.....	6
图表 10：2015-2020 年海水淡化市场规模复合增长率预计为 16.9% .....	6
图表 11：公司已有铜管、铜棒产能 31.6 万吨 .....	7
图表 12：公司收购 LuvataGroup 旗下 3 家铜管厂新增 7.5 万吨铜管产能.....	7
图表 13：公司计划新增产能 27.5 万吨.....	8
图表 14：2016 年铜管棒销量预计增长 35%.....	9
图表 15：2016 年公司净利润预计同比增长 20.4%.....	9
图表 16：海亮环材业绩承诺完成率符合预期.....	9
图表 17：海亮环材主要产品应用领域在电力行业.....	10
图表 18：公司金融板块 2016H1 贡献利润 6819 万元.....	11
图表 19：基于可比公司 2017 年 PE 中值给予公司 27 倍市盈率 .....	11

## 公司概况：依托集团强大实力，成就铜管行业龙头

### 母公司海亮集团业务覆盖六大领域

海亮集团立足于浙江诸暨，业务覆盖有色金属、地产建设、农业食品、环境保护、基础教育、产业金融共 6 大领域，拥有境内外 4 家上市公司。2015 年，海亮集团总资产为 631 亿元，同比增长 13%；过去 5 年年均复合增长率为 17.4%；2015 年，海亮集团营业收入为 1402 亿元，同比增长 8%，过去 5 年年均复合增长率为 20%。

**图表 1：海亮集团主营业务涵盖有色金属、地产建设、农业食品、环境保护、基础教育、产业金融等 6 大领域**

领域	业务	相关上市公司
有色金属	高档铜产品（铜管、铜棒、铜管管件、铜导体新材料、铜加工设备）的研发、生产、销售和服务	海亮股份（深圳股票代码：002203）
地产建设	集地产开发、建筑施工及物业服务于一体的全国布局的综合性大型房企集团	
生态农业	涵盖种植、养殖、水产、加工、仓储、全程冷链物流直至终端专卖门店的农业食品全产业链体系，全力打造明康汇农业食品品牌。	
基础教育	海亮教育园、私立诸暨高级中学、天马实验学校三大校区，在校中外师生 2 万余人，教学年级涵盖从幼儿园至大学预科教育的所有年段。	海亮教育（纳斯达克上市，代码 HLG）
环境保护	涉及废水、废气治理、SCR 脱销催化剂等环境新材料开发。	
产业金融	控股海亮集团财务有限责任公司、诸暨市海博小额贷款公司、浙江海亮融资租赁有限公司，参股宁夏银行、杭银消费金融有限公司。	海博小贷（新三板代码：831199） 海亮国际（香港股票代码：hk150908）

来源：公司官网、国金证券研究所

### 冯海良是海亮股份实际控制人

海亮集团是公司第一大股东，持有公司 49% 股权，冯海良先生是海亮集团的创始人，也是实际控制人，持有海亮集团 38.97% 股权，所以冯海良先生为公司的实际控制人。加上一致行动人和存在关联关系的股权，持股合计占比 56.21%。

**图表 2：冯海良是海亮股份实际控制人**

股东	股东关系	持股数量（万股）	持股比例
海亮集团有限公司	冯海良是实际控制人	81922	49.01%
海通证券资管—上海银行—海通初霖 4 号集合资产管理计划、冯槽铭	与冯海良是一致行动人	5618	3.36%
Z&P ENTERPRISES LLC	境外机构	28872	17.27%
冯槽铭、朱张泉、杨林、唐吉苗	与冯海良存在关联关系	6433	3.84%
其他自然人及机构	无	46355	26.35%

来源：公司公告、国金证券研究所

图表 3：公司 3 大业务板块及对应子公司

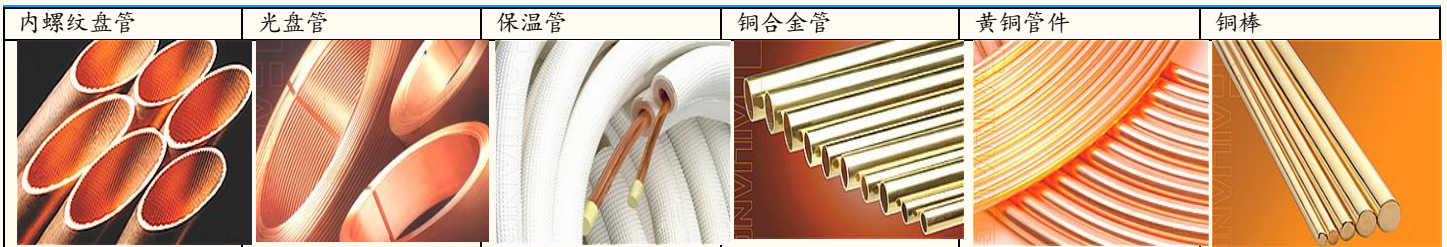
业务类型	公司名称	持股比例	是否对公司净利润影响达 10% 以上
铜管、铜棒的生产	上海海亮铜业有限公司	100%	是
	海亮（安徽）铜业有限公司	100%	否
	海亮（越南）铜业有限公司	100%	是
	越南海亮金属制品有限公司	100%	否
	广东海亮铜业有限公司	100%	否
环境材料	浙江科宇金属材料有限公司	100%	是
	浙江海亮环境材料有限公司	100%	是
贸易	广东龙丰铜管销售有限公司	100%	否
	江苏仓环铜管销售有限公司	100%	否
	重庆龙煜贸易发展有限公司	100%	否
	香港海亮铜贸易有限公司	100%	是
金融服务	浙江海博小额贷款股份有限公司	100%	否
	海亮集团财务有限责任公司	40%	是
	宁夏银行股份有限公司	6%	是

来源：公司资料、国金证券研究所

### 公司是中国最大的铜管生产企业

海亮股份是集团旗下第一家上市公司，上市以来已经成为国内外知名铜管加工、精密铜棒制造公司。目前公司已成为中国最大的铜管出口商，最大的铜管生产厂商（含委外代产的产量），最大的精密铜棒生产厂商。同时，公司不断开拓新的新领域，进军环保产业，布局金融板块，目前已经形成铜加工、环保、金融三大领域共同发展的局面。

图表 4：公司铜管、铜棒产品图示



来源：公司官网、国金证券研究所

### 铜管行业：主要消费在制冷领域，未来增量看海水淡化

#### 铜管主要应用在制冷、建筑、海水淡化等行业

铜行业加工产品包含：线材、管材、板带材、棒材和箔材。目前我国铜加工材中铜线材是主要消费形式，占比高达 64%；铜管消费仅次于线材，占比约 11%。铜管的下游消费行业主要有：空调冰箱（空调管、散热管）、建筑（合金管、五金用铜合金）、海水淡化（冷凝管）等，我国铜管消费集中在制冷行业，占比近 80%。

图表 5：铜管及铜棒主要用途

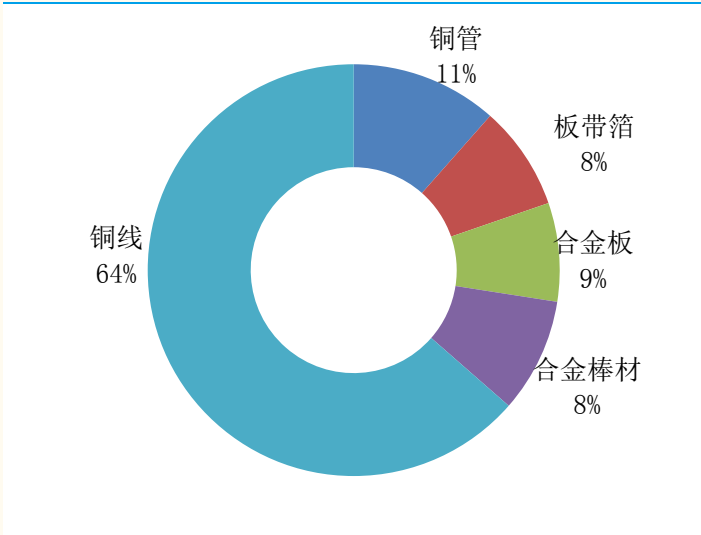
产品	细分	用途
----	----	----



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（如供水管与排水管等）、输气管道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（蒸发与冷凝）、火电站，其他冶金、化工、船舶、汽车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
	铜及铜合金管件	建筑用供排水安装所用
铜棒	高精度铜棒	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 等

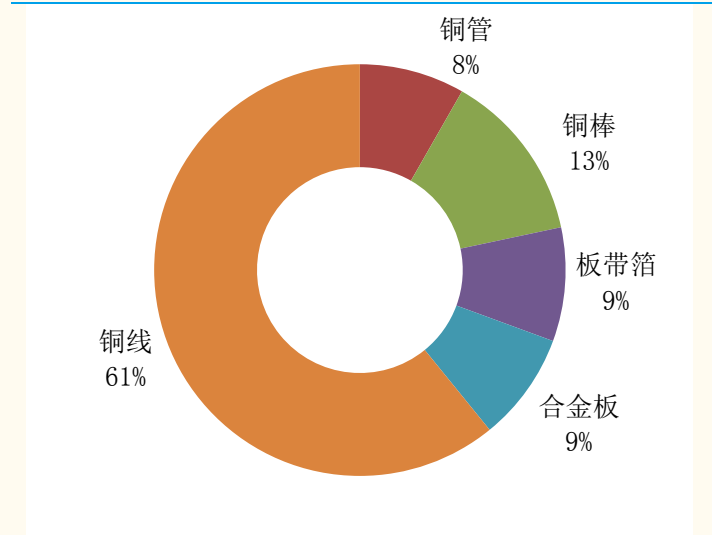
来源：金证券研究所

图表 6：中国铜管消费占比 11%



来源：CRU、国金证券研究所

图表 7：全球（除中国）铜管消费占比 8%



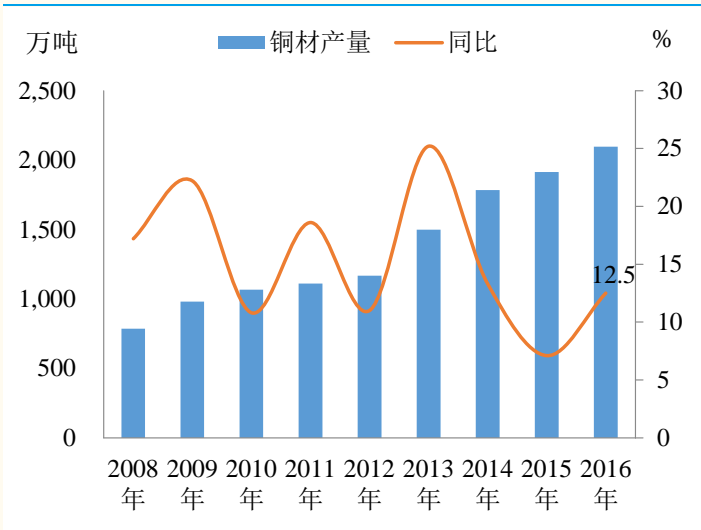
来源：CRU、国金证券研究所

### 中国铜管产能多而分散，亟待行业整合

中国是全球最大的铜管生产国，2016 年我国铜管产量为 132.36 万吨，占比中国铜材产量的 11.5%，在全球铜管产量中占比 50%。

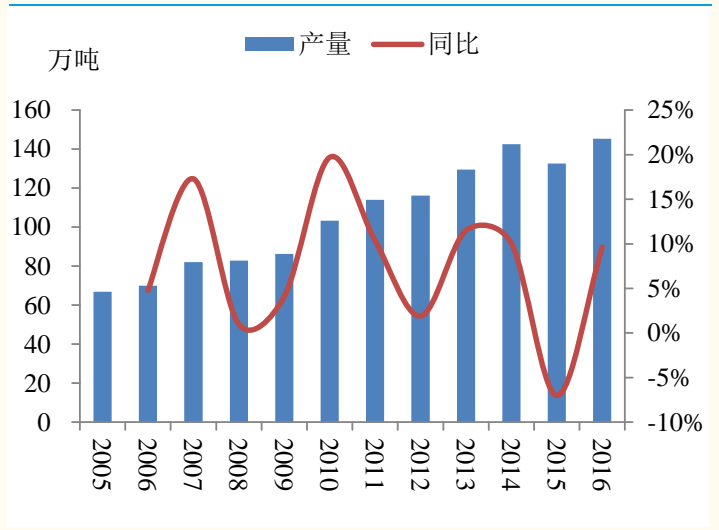
我国铜管生产企业产能多而分散，全国产能 210 万吨，产能利用率仅 63%，产能过剩明显。同时行业分散且竞争激烈，业内以河南金龙和浙江海亮为龙头，宁波金田、广东精艺、青岛宏泰、山东奥博特等多家企业并存，行业集中度不足 60%，且多家企业经营不善，盈利能力及资产负债率持续恶化。在供给侧改革背景下，我们认为行业亟待整合，进而改善竞争环境及企业盈利能力。

图表 8：中国铜材产量 2016 年同比增 12.5%



来源：wind、国金证券研究所

图表 9：中国铜管产量 2016 年同比增加 9.6%



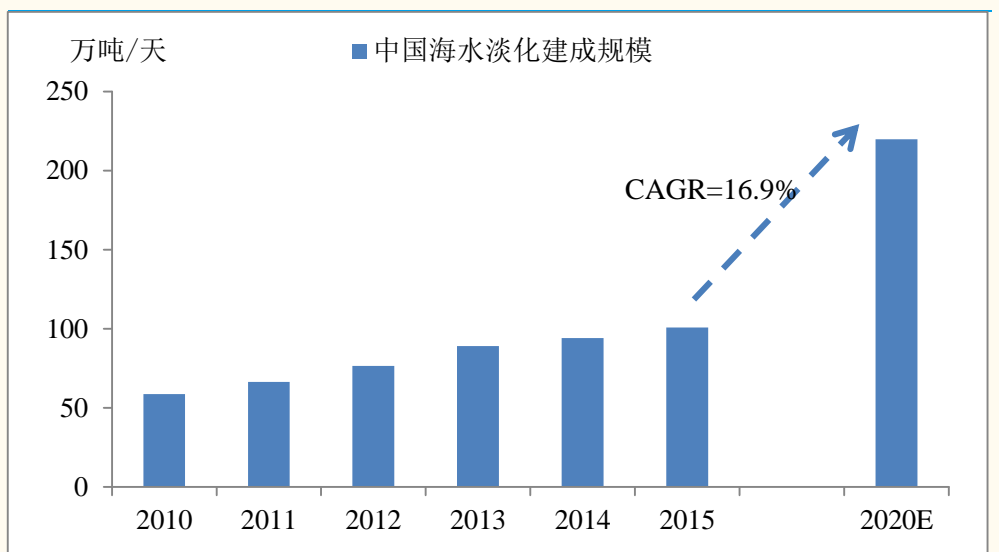
来源：CRU、国金证券研究所

### 铜管消费主力是制冷领域，未来潜力在海水淡化

制冷中长期仍将是中国主要的铜管消费领域。空调是我国制冷领域的主要产品，未来空调消费的潜力仍然巨大。一方面，中国空调市场基数很大，社会存量有更新换代需求，据统计 2016 年中国空调保有量有 5.5 亿台；另一方面，中国地产新屋需求空调仍然旺盛，2010-2016 年我国房屋竣工面积平均同比增速 4.6%，仍处于上升趋势中。

未来铜管消费增量看海水淡化。铜管在海水淡化中主要应用于蒸馏淡化（多级闪蒸、低温多效技术）的传热管部分，主要使用白铜管（镍铜合金）、铝黄铜管。公司铜管产品出口的目标市场，便是使用多级闪蒸技术进行海水淡化的中东地区。根据 2016 年底《全国海水利用“十三五”规划》的政策规划，预计到 2020 年，我国海水淡化能力达到 250-300 万吨/天，较 2015 年末 103 万吨/天增加 143%-191%。基于目前蒸馏法 35% 的占比，每万吨/天蒸馏法使用铜管 320 吨计算，该领域消费预计新增 1.6-3.3 万吨铜管。

图表 10：2015-2020 年海水淡化市场规模复合增长率预计为 16.9%



来源：水利部、《全国海水利用“十三五”规划》、国金证券研究所

### 公司经营：发力主业，矢志全球最大最强铜管企业

目前公司有 5 个生产基地，铜管及铜棒年产能达到 27.6 万吨、4 万吨，未来 2 年内公司通过扩建、并购等方式，预计总产能将超过 60 万吨。我们预计公司 2016-2018 年铜产品销售量分别为 40 万吨、45 万吨、60 万吨，对应净利润分别为 5.65 亿元、6.35 亿元、7.34 亿元，利润增速维持在 20% 以上。

#### 收购、扩建加速行业整合，未来铜管市场全球领导者

目前公司有 5 个生产基地，年产能达到 31.6 万吨，主要分布在包括浙江本部、上奉奉贤、安徽铜陵、广东、越南，其中铜管和铜管件 27.6 万吨、铜棒 4 万吨。未来，公司拟通过收购、自建的形式继续扩大产能，预计 2017-2018 年产能将达到 44.1 万吨、60 万吨。

我们认为收购产能或将是公司未来扩产的主要路径。公司资金充裕，具有现金收购或自有资金新建的能力，但是收购具有迅速抢占市场份额、不需要建设周期、融资难度小等优势，新建产能虽然投资与生产成本均较低，但建设周期长（1-3 年），行业竞争也将进一步加剧。公司虽然去年 9 月发布了扩产计划的公告，但收购产能的实质进展更快，公司去年 12 月收购的 LuvataGroup 下属 3 家公司，便新增了 7.5 万吨铜管产能，预计公司收购后期将具有更大的想象空间。

图表 11：公司已有铜管、铜棒产能合计 31.6 万吨

基地	项目	铜管产能
浙江本部	一园为铜管道事业部（铜管部），主要生产紫铜管、合金铜管、保温管、包塑铜管	14.7 万吨（4 万吨铜棒）
	二园为浙江海亮铜加工研究院和铜管道事业部（管件部），研究院主要从事铜加工设备设计和制造、各类模具制作。铜管道事业部（管件部）生产各类配套紫铜、黄铜管件。	
	三园为盘管事业部和浙江科宇金属材料公司。盘管事业部主要生产光盘管、内螺纹、蚊香盘。科宇公司生产各类中高档挤制精密小铜棒、轧制、抛光连铸铜棒、铜锭。	
上海铜业	公司主导产品为铜及铜合金管，目前分为两大类，一类为铜合金冷凝管，用于海水淡化、核电、火力发电、石油化工、船舶工程，另一类为空调与制冷用无缝铜管和无缝内螺纹铜管，用于空调与制冷行业，	5 万吨
安徽铜业	年产 4.8 万吨高效节能环保精密铜管生产线项目。	4.8 万吨
越南	年产 7.1 万吨铜及铜合金管产品项目。	7.1 万吨

来源：国金证券研究所

图表 12：公司收购 LuvataGroup 旗下 3 家铜管厂新增 7.5 万吨铜管产能

收购公司	公司地点	2016 年 1-9 月净利润	产能
诺而达铜管（中山）有限公司	中山	3998 万元	2.5 万吨铜管
诺而达奥托铜业（中山）有限公司	中山		2.5 万吨铜管
Luvata Heating Cooling Technologies (Thailand) Ltd	泰国	1617 万元	2.5 万吨铜管

来源：公司公告、国金证券研究所

图表 13：公司计划新增产能 27.5 万吨

项目名称	地点	投资额度（不含流动资金）	建设期
年产 7.5 万吨高效节能环保精密铜管生产线项目	广东台山	总投资 4 亿元，分三期实施	3 年
年产 5 万吨高效节能环保精密铜管生产线项目	安徽铜陵	总投资 2.7 亿元，分两期实施	2 年
年产 5 万吨高效节能环保精密铜管生产线项目	上海奉贤	总投资 2.7 亿元，分两期实施	2 年
年产 5 万吨高效节能环保精密铜管生产线项目	越南	总投资 3.6 亿元，分两期实施	3 年
年产 5 万吨高效节能环保精密铜管生产线项目	美国	总投资 5.4 亿元，分两期实施	3 年

来源：公司公告《关于为尽早实现全球最强大的铜管制造企业的战略目标，加快实施产业升级、扩大生产规模、优化生产布局的公告》、国金证券研究所

严格规避铜价波动风险，扩产后平均利润增速将在 20%以上

公司铜材销售为“铜价+加工费”模式，该模式通过套期保值可以规避铜价波动的影响，进而稳定赚加工利润；加之近年来加工费较为稳定，所以公司铜材销量是决定公司利润的关键因素。

“铜价+加工费”模式是行业通用的销售定价模式，当公司谈好订单并确定订单价格（即铜价+加工费组成的价格）的同时，也向上游贸易商买入原料阴极铜。通过期货“点价”模式，即沪铜期货当月合约当时价格作为成交价，能将订单签订与原料采购时间差控制在 3 分钟以内，最大限度规避了铜价波动给经营带来的风险。所以该模式能帮助企业稳定赚到加工利润，而无需担忧铜价。

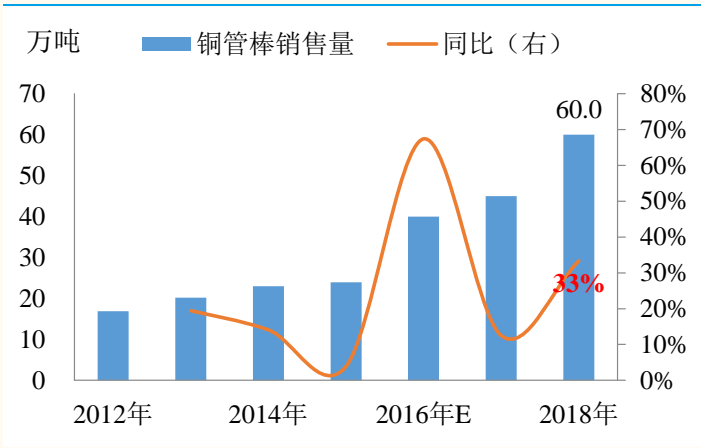
近年来加工费较为稳定，因而铜价走势与公司铜管加工业务的毛利率呈现反向关系。2012-2015 年铜价持续下跌，公司铜管加工的毛利率也从 6.42% 上升至 7.95%。但是我们预计 2016-2018 年铜价逐步上涨后，公司毛利率将逐年降低，分别为 7%、6.3%、5.5%。

铜管销量（由于以销定产模式产量与销量一致）是影响公司利润的主因，2016 年前公司虽然持续满产状态，但产能并没有大幅扩张，产量的增长源于委外代产（金龙旗下 3 家铜管厂代工）。目前行业面临洗牌，加之主要竞争对手经营不善让出市场份额，未来公司扩产有望加速行业整合，推动公司利润增长。

我们预计公司 2016-2018 年铜产品销售量分别为 40 万吨、45 万吨、60 万吨，对应净利润分别为 5.65 亿元、6.35 亿元、7.34 亿元，利润增速维持在 20% 以上。

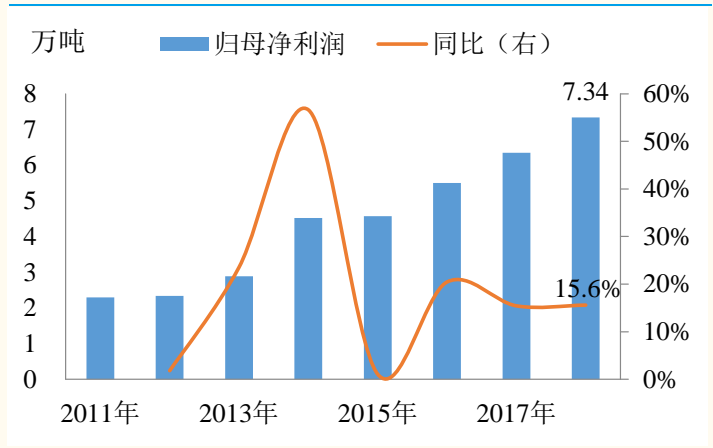


图表 14: 2016 年铜管棒销量预计增长 35%



来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 15: 2016 年公司净利润预计同比增长 20.4%



来源: 公司公告、国金证券研究所

### 集团资产注入, 外延尝试环保、金融、矿产领域

通过将集团培育的优质资产不断注入, 海亮股份不断外延尝试矿业、环保、金融等新领域, 进而实现多元化经营。

在环保领域, 公司拥有海亮环境材料有限公司 (简称海亮环材) 100% 股权。2011 年海亮环材与浙江大学热能工程研究所合作开发自主知识产权 SCR 脱销催化剂生产技术。公司具备蜂窝式脱硝催化剂产能为 53000m<sup>3</sup>/年, 板式催化剂产能为 8000m<sup>3</sup>/年, 催化剂再生产能为 10000m<sup>3</sup>/年, 并具备废旧催化剂回收资格。



2014 年, 海亮股份向海亮集团、正茂创投发行股份 1.23 亿股购买其持有的海亮环材 100% 的股权, 并向西藏华浦、恒定 11 号、恒定 12 号定向发行股票 0.41 亿股募集配套资金, 发行价格为 5.34 元/股, 合计募集资金 8.8 亿元。

图表 16: 海亮环材业绩承诺完成率符合预期

	2015 年	2016 年	2017 年
业绩承诺(扣非净利润, 万元)	6899	8647	10199
实际实现净利润(万元)	6929	-	-
完成率	100.4%	-	-

来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 17: 海亮环材主要产品应用领域在电力行业

产品	图示	优点	应用
蜂窝式催化剂		<p>通体具有催化活性，它不仅具有体积小、比表面积大、活性高、选择性好、氨逃逸低、抗中毒能力强等特点，而且催化装置单体前端采用了单体硬化技术，壁厚相对较厚，因而具有抗冲刷、耐磨损的独有技术优势。</p>	<p>用于净化燃煤烟气中的氮氧化物等有害物质，有效减轻雾霾，尤其对中国大量高灰份煤、高钙煤、高硫煤烟气脱硝具有全面的适应能力。</p>
板式催化剂		<p>金属筛网的支撑及阻挡，烟气粉尘无法对催化剂入口持续冲刷造成塌陷，耐磨损性能较好。 板式催化剂原料中添加 MoO<sub>3</sub> 作为助催化剂，含砷烟气通过催化剂时先与 MoO<sub>3</sub> 结合。 板式催化剂壁面夹角最少，不容易堵灰。</p>	<p>主要客户：热电厂为主，还有玻璃厂、化工厂等企业。</p>

来源：海亮环材官网、国金证券研究所

在金融领域，公司拥有宁夏银行 6.49% 股权，海博小贷 60% 股权和海亮财务公司 40% 股权。

**宁夏银行：开辟新的利润增长点。**2008 年，公司参与了宁夏银行的增资扩股计划，以 2.2 元/股的价格购买其 8000 万股；2009 年，公司再次参与宁夏银行的增资扩股计划，以 2.2 元/股的价格购买其 4000 万股；届时公司持有宁夏银行股份 12,000 万股，占其股本总额 143,757 万股的 8.35%。目前，公司持股比例为 6.49%。通过增加对宁夏银行投资入股，提高公司当前资金利用效率，积极尝试开辟新的利润增长点，以取得长期稳定的投资收益，并在一定程度上规避单一产业结构风险。

**海博小贷：小额贷款市场空间巨大。**2015 年 8 月，公司下属子公司海亮环材以 1.52 元/股的价格，收购了上海万钺祥金属材料有限公司等持有的目标股份 1.98 亿股，收购价格为 1.52 元/股，占海博小贷总股本的 30%，加上海亮环材原有的 30% 股份，合计持股 60%。海博小贷是公司的重要非全资子公司，小额贷款市场空间巨大，盈利能力较强。

**海亮集团财务公司：产融结合的有益尝试。**2013 年 4 月，公司以自有资金 4 亿元增资入股海亮集团财务公司，增资后海亮股份持股占比为 40%。海亮财务公司通过为公司及公司控股子公司办理存、贷款和票据承兑贴现、结算及其它金融服务，可以拓展并丰富公司的投融资渠道，有利于优化公司财务管理。

图表 18: 公司金融板块 2016H1 贡献利润 6819 万元

公司	项目	2013	2014	2015	2016H1
海亮财务	营业收入(万元)	7317	22147	29763	14842
	净利润(万元)	3020	12311	19543	7734
宁夏银行	营业收入(万元)	313991	369507	419300	283701
	净利润(万元)	132954	139028	88130	41057
海博小贷	发放贷款及垫款余额(万元)	110813	112088	103366	85516
	营业总收入(万元)	18278	15999	14674	5451
	净利润(万元)	12580	9464	9161	1768

来源: 公司公告、国金证券研究所

在资源领域, 公司 2012 年投资 4000 万美元与 mwana 合作勘探刚果(金) semhkat 铜钴矿, 合作内容为 4875 平方公里范围内勘探及开发, 若勘探确认有矿产资源, 合作双方将组建矿产开发公司(股权架构为: 刚果(金)当地政府干股 5%, 香港海亮 58.9%, mwana.africa 36.1%)。鉴于该矿勘探至今仍未有实质性突破, 我们认为组建矿业开发公司的概率很小。

估值评级: 目标价 10.1 元/股, 首次覆盖给予“增持”评级

核心假设:

(一) 铜管及铜棒业务: 2016-2018 年, 阴极铜价格分别为 38000 元/吨、48000 元/吨、50000 元/吨; 铜材加工费均为 5000 元/吨, 毛利率分别为 7%、6%、5.5% (铜价上涨毛利率下降)。

(二) 环保业务: 2016-2018 年, 每年净利润分别为 6899 万元、8647 万元、10199 万元, 主要依据是资产注入时的业绩承诺。

(三) 金融业务: 2016-2018 年, 每年净利润均为 1 亿元。

EPS 预估: 2016-2018 年公司每股净利润为 0.334 元、0.376 元、0.434 元。

PE 法估值: 我们选择铜加工板块的企业为可比公司, 基于可比公司 2017 年 PE 中值, 给予公司 27 倍市盈率, 对应目标价为 10.1 元/股, 向上空间 13.9%, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

图表 19: 基于可比公司 2017 年 PE 中值给予公司 27 倍市盈率

代码	公司	收盘价 (元/股)	总市值 (亿元)	预测每股净收益 EPS			预测市盈率 PE		
				2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
000630.SZ	铜陵有色	3.2	337	0.02	0.14	0.18	130	23	18
000878.SZ	云南铜业	15.1	214	0.20	0.22	0.30	76	54	38
002171.SZ	楚江新材	16.73	89	0.34	0.47	0.63	49	36	27
600362.SH	江西铜业	18.31	533	0.35	0.48	0.62	43	32	24
600711.SH	盛屯矿业	7.27	109	0.15	0.21	0.29	50	32	23
601137.SH	博威合金	13.8	87	0.37	0.43	0.52	37	32	27
中位数			161	0.27	0.32	0.41	49	32	25

来源：wind、国金证券研究所

### 风险提示

产能扩张不及预期；收购资产遭遇政策风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	13,095	12,061	13,591	18,386	24,278	33,445
增长率		-7.9%	12.7%	35.3%	32.0%	37.8%
主营业务成本	-12,468	-11,254	-12,795	-17,015	-22,648	-31,440
%销售收入	95.2%	93.3%	94.1%	92.5%	93.3%	94.0%
毛利	627	808	796	1,371	1,630	2,005
%销售收入	4.8%	6.7%	5.9%	7.5%	6.7%	6.0%
营业税金及附加	-16	-17	-19	-18	-22	-27
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
营业费用	-157	-153	-130	-184	-219	-268
%销售收入	1.2%	1.3%	1.0%	1.0%	0.9%	0.8%
管理费用	-220	-224	-223	-276	-340	-435
%销售收入	1.7%	1.9%	1.6%	1.5%	1.4%	1.3%
息税前利润 (EBIT)	234	414	425	893	1,049	1,276
%销售收入	1.8%	3.4%	3.1%	4.9%	4.3%	3.8%
财务费用	-15	-134	-315	-190	-262	-355
%销售收入	0.1%	1.1%	2.3%	1.0%	1.1%	1.1%
资产减值损失	-37	-5	37	-14	-5	-7
公允价值变动收益	-4	0	20	0	0	0
投资收益	146	209	265	80	80	80
%税前利润	45.7%	42.9%	55.4%	10.4%	9.2%	8.0%
营业利润	325	484	432	769	863	994
营业利润率	2.5%	4.0%	3.2%	4.2%	3.6%	3.0%
营业外收支	-6	4	47	3	3	3
税前利润	319	488	479	772	866	997
利润率	2.4%	4.0%	3.5%	4.2%	3.6%	3.0%
所得税	-31	-36	-26	-193	-216	-249
所得税率	9.7%	7.4%	5.4%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	288	452	453	579	649	748
少数股东损益	-1	0	22	14	14	14
归属于母公司的净利润	289	452	431	565	635	734
净利率	2.2%	3.7%	3.2%	3.1%	2.6%	2.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	288	452	479	579	649	748
非现金支出	165	128	99	145	137	141
非经营收益	-55	-116	-206	52	-22	80
营运资金变动	-181	869	-371	483	-714	-1,245
经营活动现金净流	217	1,333	1	1,259	51	-276
资本开支	-63	-141	-218	793	-295	-120
投资	-610	432	-293	-2	0	0
其他	-77	-31	300	80	80	80
投资活动现金净流	-750	260	-210	871	-215	-40
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	509	341	-605	-2,176	1	230
其他	-167	-164	-209	48	-79	-86
筹资活动现金净流	342	177	-814	-2,128	-78	144
现金净流量	-191	1,769	-1,023	2	-242	-172

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	380	2,261	1,312	1,314	1,072	900
应收账款	2,044	1,281	1,499	1,998	2,639	3,635
存货	771	897	787	1,398	1,862	2,584
其他流动资产	506	431	946	1,113	1,383	1,911
流动资产	3,700	4,869	4,544	5,824	6,956	9,030
%总资产	50.6%	59.3%	49.3%	60.7%	63.8%	70.1%
长期投资	2,377	2,118	2,020	2,022	2,021	2,021
固定资产	980	944	2,028	1,006	1,174	1,164
%总资产	13.4%	11.5%	22.0%	10.5%	10.8%	9.0%
无形资产	206	201	398	674	673	671
非流动资产	3,616	3,347	4,676	3,763	3,947	3,858
%总资产	49.4%	40.7%	50.7%	39.3%	36.2%	29.9%
资产总计	7,316	8,216	9,220	9,587	10,902	12,888
短期借款	2,154	3,333	2,174	0	0	229
应付款项	1,420	1,506	1,612	3,327	3,952	4,824
其他流动负债	69	131	165	195	235	371
流动负债	3,642	4,971	3,951	3,522	4,186	5,424
长期贷款	789	0	1,131	1,132	1,133	1,134
其他长期负债	0	3	4	1	1	1
负债	4,432	4,974	5,086	4,655	5,320	6,559
普通股股东权益	2,885	3,242	3,811	4,595	5,231	5,965
少数股东权益	-1	0	323	337	351	365
负债股东权益合计	7,316	8,216	9,220	9,587	10,902	12,888

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益	0.373	0.292	0.258	0.334	0.376	0.434
每股净资产	3.728	2.094	2.280	2.749	3.130	3.569
每股经营现金净流	0.280	0.861	0.000	0.754	0.030	-0.165
每股股利	0.000	0.080	0.060	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	10.00%	13.94%	11.32%	12.29%	12.15%	12.30%
总资产收益率	3.94%	5.50%	4.68%	5.89%	5.83%	5.69%
投入资本收益率	3.63%	5.83%	5.40%	11.04%	11.72%	12.44%
增长率						
主营业务收入增长率	26.52%	-7.89%	12.68%	35.28%	32.05%	37.76%
EBIT增长率	2.31%	76.71%	2.56%	110.24%	17.51%	21.59%
净利润增长率	23.55%	56.62%	-4.54%	30.96%	12.50%	15.48%
总资产增长率	13.68%	12.30%	12.21%	3.99%	13.71%	18.22%
资产管理能力						
应收账款周转天数	28.8	29.1	25.6	28.0	28.0	28.0
存货周转天数	24.1	27.0	24.0	30.0	30.0	30.0
应付账款周转天数	35.0	42.3	29.7	40.0	36.0	32.0
固定资产周转天数	26.4	27.3	24.6	15.8	10.2	6.1
偿债能力						
净负债/股东权益	88.83%	33.08%	47.68%	-4.14%	0.69%	6.96%
EBIT利息保障倍数	16.0	3.1	1.3	4.7	4.0	3.6
资产负债率	60.57%	60.54%	55.17%	48.56%	48.80%	50.89%



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	2	2	2	5
增持	0	0	0	0	4
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.00	1.44

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2015-12-22	买入	11.64	15.00~18.00

来源：国金证券研究所



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 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 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%以上。

**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