

海亮股份 (002203)

公司研究/动态报告

向最强大铜管企业目标迈进

动态研究报告/有色金属行业

2017 年 05 月 16 日

报告摘要:

一、事件概述

我们对海亮股份进行了实地调研，就公司 2016 年、2017 年一季度经营状况以及未来发展战略和实现方法进行了沟通。

二、分析与判断

➤ 多渠道扩生产、抢市场

海亮股份 2016 年铜加工总共生产 44.79 万吨，其中金龙工厂代加工 15.8 万吨，自身生产 29 万吨。公司目前已与金龙新签订委托加工协议，金龙江苏、美国与墨西哥工厂将继续为海亮进行代加工。此外，海亮将通过自建和外延扩大生产能力，满足下游客户需求。

➤ 多维度巩固风险控制能力

公司具备完整的风险控制体系并在不断改善。公司通过外汇远期、套期保值等金融工具防控汇率波动风险和铜价波动风险；同时公司建立完整的坏账控制体系来降低坏账率，并于 2016 年专门成立小组以建设完备经营风险管理体系。公司本身风险控制能力相对较好，并在持续巩固提升。

➤ 行业整合加速期，通过外延与内生巩固行业地位

目前铜管行业处于加速整合期，公司将会把握住国内铜管行业洗牌机会，持续进行内生与外延发展；同时借由海外并购企业的销售网络的品牌优势，扩大铜管等产品的海外销量，提升海外市场的占有率。随着市场大环境对铜管需求的提升，以及自身的海外销路扩张，公司的铜管产销量将有更大幅度的提升，行业地位更加稳固。

三、投资建议

根据我们对公司以及行业的判断，预计 2017-2019 年 EPS 为 0.39 元、0.44 元、0.56 元，对应 PE 为 20 倍、18 倍、14 倍，给予“强烈推荐”评级。

四、风险提示

外延扩张进度缓慢，行业产能过剩。

维持评级

强烈推荐

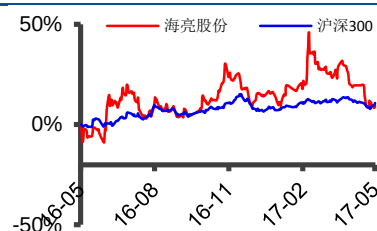
合理估值：11—14 元

交易数据

2017-05-16

收盘价(元)	7.71
近 12 个月最高/最低(元)	10.55/6.33
总股本(百万股)	1692.12
流通股本(百万股)	1444.75
流通股比例(%)	85.38
总市值(亿元)	130.46
流通市值(亿元)	111.39

该股与沪深 300 走势比较



分析师：范劲松

执业证号：S0100513080006

电话：0755-22662087

邮箱：fanjinsong@mszq.com

研究助理：喻罗毅

执业证号：S0100115090003

电话：0755-22662081

邮箱：yuluoyi@mszq.com

盈利预测与财务指标

项目/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	17917.11	21500.53	25083.95	28667.37
增长率(%)	31.83%	20.00%	16.67%	14.29%
归属母公司股东净利润(百万元)	551.25	658.23	743.79	944.25
增长率(%)	20.71%	19.41%	13.00%	26.95%
每股收益(元)	0.33	0.39	0.44	0.56
PE(现价)	23.67	19.82	17.54	13.82
PB	3.03	2.69	2.39	2.10

资料来源：公司公告、民生证券研究院

相关研究

- 1.【民生有色】海亮股份(002203)公司简评：规划新项目将产能翻倍，行业格局将改变
- 2.【民生有色】海亮股份(002203)调研报告：坚持主业的基础上寻找新增长

目录

一、市场扩张，风控增强	3
（一）多渠道扩生产、抢市场.....	3
（二）多维度巩固风险控制能力	4
（三）人力资源管理得到完善.....	4
二、三大方式巩固行业地位.....	5
（一）持续外延扩张、加速行业整合.....	5
（二）自建产能满足下游需求.....	5
（三）海外市场销售将扩大.....	5

一、市场扩张，风控增强

(一) 多渠道扩生产、抢市场

海亮股份 2016 年铜加工总共生产 44.79 万吨，其中金龙工厂代加工 15.8 万吨，自身生产 29 万吨。

公司 2016 年经营业绩良好：营业收入同比增长 31.83%；净利润同比增长 20.71%，扣除非经常性损益的净利润则增长了 68.39%；年内销售铜加工材 44.79 万吨，同比增长 87.41%；归属于铜加工行业部分的营业收入同比提高 78.29%；而归属于铜管产品部分的收入提高 61.75%。2017 年一季度业绩呈现更加强劲势头，营业收入和净利润分别同比提升 62.30% 和 50.74%，同时预计上半年净利润将增长 30%-50%，达 3.54-4.43 亿元。一年多来的优秀业绩表现是不断增产扩效、抢占市场的结果。身为国内铜管行业龙头企业的海亮股份在 2016 年里确立了自己要成为全球最强大铜管制造企业的目标，公司为实现目标采取了内生增长与外延扩张并行策略。

1、外延扩张与代加工快速增加产能

2015 年 11 月 16 日，公司与金龙股份签署《关于委托加工等事宜之协议》及附属协议，公司与金龙股份下属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开展委托加工业务。在原协议到期后，公司与金龙股份就继续开展委托加工业务经协商达成一致，金龙股份下属江苏仓环铜业股份有限公司、金龙铜管（美国）股份有限公司（GD Copper (USA) Inc.）、金龙（墨西哥）有限责任公司（GD Affiliates, S. DE R.L. DE C.V.）后续为公司及其子公司提供排他性的委托加工。

铜管行业的形势决定公司外延的必然性和必要性。铜管行业的下游主要是空调制冷业，集中度高，而集中度低、产品同质化严重的铜管企业，在产品定价等方面谈判上显得弱势。随着国内空调产销量增速去缓，铜管行业经营压力不断增大，当下的铜管行业正处于整合期限，未来必然形成以大企业为主导、中小型企业为补充的新格局。作为业内领先的铜管企业，海亮股份的外延扩张势在必行。同时公司又抱有走向世界的愿景，通过外延式发展在渠道拓展、提升业绩是合理的选择。

2016 年公司新增 4 家并购单位，包括国内与国外企业，其中包括美国知名铜管销售企业 JMF 公司；公司望通过 JMF 的销售网络来提高在美国的市场占有率。同时公司在去年 12 月与诺尔达集团签署协议收购其旗下三家公司的股权及铜管业务相关知识产权；今年 4 月 19 日该方案已通过商务部反垄断局审查，正在紧锣密鼓地继续进行中。

2、订单充足，产能瓶颈，新建自身产能满足下游需求

自 2016 年年底起，公司订单十分充足，自身产能出现瓶颈，公司公告将筹资新建产能。

2016 年以来公司产品需求在不断扩大，公司也通过新建、改建生产线，委托加工等方式来提高生产量。更高的生产能力为公司的市场扩张提供有力的基础支撑。

2016 年内,公司在浙江的制冷空调管生产线项目和在广东的精密铜管生产线项目相继投入使用,为公司的产品生产注入了高效的新鲜血液。2017 年一季度在建工程的金额量达 2.63 亿,同比增长了 56.9%。公司公布 2017 年非公开发行募投计划,其中包括广东海亮 7.5 万吨产能、安徽海亮 9 万吨产能。

公司在取得更大市场需求的同时,也在及时通过各种途径实现生产与需求的匹配,体现了良性健康的成长状态。

(二) 多维度巩固风险控制能力

公司内部存在一个较完整的风险控制体系;在过去一年里,公司仍在对其不断改进。

1、多种金融工具对冲汇兑风险

公司 2016 年有近 27.99%的销售收入来自于境外,且未来公司还会开拓更广阔的国际市场,因此汇率波动带来的风险于公司而言一直存在,并在未来会有更大的影响。公司为此建立了建立完善的外汇风险应对机制,通过外汇远期、即期和套汇等金融工具,解决货币错配和锁定汇率利率风险,防控汇率波动的负面影响。2016 年,公司“除同公司正常经营业务相关的有效套期保值业务外,持有交易性金融资产、交易性金融负债产生的公允价值变动损益,以及处置交易性金融资产、交易性金融负债和可供出售金融资产取得的投资收益”的金额为 4579.97 万元,同比提升了 232.78%。

2、善用期货对冲原材料价格风险

虽然公司的定价模式仅以加工费作为主要盈利来源,但铜价的变动仍会对流动资产带来贬值风险。公司严格执行了自身设立的《原材料采购暨净库存风险管理制度》,并通过有效的套期保值处理降低了铜价变动造成的影响,控制了存货风险。

3、规章制度对冲经营风险

公司着力提升经营管理方面风险控制能力。其中在外部经营风险——应收账款坏账风险方面的控制更显谨慎:公司制定了《授信管理制度》《公司信用等级评定管理办法》《公司应收款催收管理办法》等制度,形成了从客户信用评定、应收账款跟踪、到逾期客户催收等各环节的完整的坏账控制体系,以最大程度降低应收账款坏账发生率。而在 2016 年,公司还专门成立了经营风险管理体系建设项目领导小组,对各个经营环节进行更全面的风险排查或有效控制。公司的经营风险控制力在有计划的实现强化。

(三) 人力资源管理得到完善

2016 年公司对蓝领工作人员的关怀建设,以及对管理人员的股权激励计划,都表明公司在人力资源管理方面做出了多方位的建设性改进。有效的人力资源管理举措将促进公司员工的工作热情,进而对产品质量提升、公司降本增效形成隐性的推进作用。

1、对蓝领的关怀建设

2016 年公司提出了“崇尚工匠精神,构建蓝领岗位生态系统”的人才理念,致力于提升蓝

领群体的企业地位，改善蓝领的工作环境。蓝领群体在公司员工中占比高，此次蓝领岗位生态系统工程建设能切实地将管理效果辐射到大量的员工上，让广大基层工作者能以更愉快的心态在更好的环境里更努力地工作。这不仅能对生产形成隐性的价值，亦能促进公司的长远发展。

2、股权激励的实施

公司在 2016 年实施了第一期限限制性股权激励计划，向 190 名激励对象授予 2071.6 万股限制性股票，授予价格 3.8 元/股，解锁条件为以 2015 年为基期，未来三年增长率达到 20%、40%、60%。股权激励是针对高管级别人力资源的激励举措，将充分调动管理人员的工作积极性，有利于公司战略层面的工作建设，这对整个公司的稳定、发展亦有良性的促进作用。

二、三大方式巩固行业地位

（一）持续外延扩张、加速行业整合

2017 年是我国供给侧改革深化之年，也是铜管行业加速整合的一年。公司依托海亮集团强大的背景和实力，将通过外延扩张加速行业整合，成为全球最强最大的铜管企业。目前公司的外延发展无论是在国内还是国外都处于加速阶段。

（二）自建产能满足下游需求

近年来，铜管制造企业的下游客户对高性能、高精度、低能耗的铜管产品需求不断扩大，同时东南亚等新兴市场的需求亦在扩大；这样的大环境自然给作为我国铜管行业龙头企业的海亮股份带来巨大的商机。大环境提供的生产机会还在继续，同时公司并购带来的销路的扩充亦会给公司产品带来更大的需求量，公司计划在 2018 年年底实现产能翻倍。

（三）海外市场销售将扩大

公司已于 2016 年成功收购美国 JMF 企业，该企业拥有强大的销售网络和本土品牌影响力；同时公司亦在不断推进诺尔达集团的三家子公司子公司的收购整合，成功后将获取另一份的重要海外销路。公司将利用这些企业及未来新并入的外企在海外的销售网络的 brand 优势，扩大铜管等产品的海外销量，提升海外市场的占有率。2016 年境外销售收入仅提升了 0.76%，尚存巨大增值空间。我们预测公司的海外销售体量在 2017 年及近年将有较大的进步。

同时，公司与金龙股份就继续开展委托加工业务经协商达成一致，金龙股份下属江苏仓环铜业股份有限公司、金龙铜管（美国）股份有限公司（GD Copper (USA) Inc.）、金龙（墨西哥）有限责任公司（GD Affiliates, S. DE R.L. DE C.V.）后续为公司及其子公司提供排他性的委托加工。公司将利用金龙股份在美国和墨西哥的生产基地开拓北美市场。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业总收入	17917.11	21500.53	25083.95	28667.37
营业成本	16558.18	19823.49	23102.32	26302.31
营业税金及附加	31.48	37.78	44.08	50.37
销售费用	250.19	279.51	326.09	344.01
管理费用	338.57	376.26	438.97	495.95
EBIT	861.43	1049.77	1202.59	1493.52
财务费用	325.63	393.45	467.12	515.60
资产减值损失	26.36	20.00	20.00	10.00
投资收益	199.65	150.00	170.00	180.00
营业利润	642.66	798.04	908.37	1179.13
营业外收支	49.79	45.33	45.33	45.33
利润总额	692.45	843.37	953.70	1224.46
所得税	127.13	168.34	190.93	256.12
净利润	565.32	675.03	762.78	968.35
归属于母公司净利润	551.25	658.23	743.79	944.25
EBITDA	1027.12	1156.90	1318.20	1635.16

资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	1835.55	2150.05	2508.39	2866.74
应收账款及票据	3280.20	4160.00	4670.00	5180.00
预付款项	549.31	782.59	769.61	997.59
存货	1808.38	2200.00	2400.00	2600.00
其他流动资产	333.05	310.09	310.09	310.09
流动资产合计	7806.49	9602.74	10658.10	11954.42
长期股权投资	1383.36	1503.36	1633.36	1763.36
固定资产	1026.54	914.51	961.98	1326.56
无形资产	239.09	227.52	217.87	207.19
非流动资产合计	4957.80	5413.87	5919.27	6403.62
资产合计	12764.29	15016.61	16577.37	18358.04
短期借款	2096.61	3667.15	4051.36	5423.06
应付账款及票据	3886.30	1375.20	4699.87	2169.21
其他流动负债	1747.42	1400.15	1481.11	1452.15
流动负债合计	7730.33	6442.50	10232.34	9044.42
长期借款	344.37	3247.97	391.43	2563.46
其他长期负债	40.73	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	385.11	3247.97	391.43	2563.46
负债合计	8115.44	9690.47	10623.77	11607.88
股本	1692.12	1692.12	1692.12	1692.12
少数股东权益	336.78	353.58	372.56	396.66
股东权益合计	4648.86	5204.14	5831.60	6628.17
负债和股东权益合计	12764.29	15016.61	16577.37	18358.04

主要财务指标	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	31.83%	20.00%	16.67%	14.29%
EBIT 增长率	46.63%	21.86%	14.56%	24.19%
净利润增长率	18.11%	19.41%	13.00%	26.95%
盈利能力				
毛利率	7.58%	7.80%	7.90%	8.25%
净利润率	3.16%	3.14%	3.04%	3.38%
总资产收益率 ROA	6.75%	6.99%	7.25%	8.14%
净资产收益率 ROE	12.78%	13.57%	13.62%	15.15%
偿债能力				
流动比率	1.01	1.49	1.04	1.32
速动比率	0.76	1.13	0.79	1.02
现金比率	0.26	0.36	0.26	0.33
资产负债率	63.58%	64.53%	64.09%	63.23%
经营效率				
应收账款周转天数	62.85	66.98	64.58	62.79
存货周转天数	39.32	39.95	37.40	35.59
总资产周转率	1.40	1.43	1.51	1.56
每股指标 (元)				
每股收益	0.33	0.39	0.44	0.56
每股净资产	2.55	2.87	3.23	3.68
每股经营现金流	0.62	-1.91	2.15	-1.38
每股股利	0.06	0.07	0.08	0.10
估值分析				
PE	23.67	19.82	17.54	13.82
PB	3.03	2.69	2.39	2.09
EV/EBITDA	13.72	15.96	12.15	11.97
股息收益率	0.01	0.01	0.01	0.01

现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	565.32	675.03	762.78	968.35
折旧和摊销	165.69	107.13	115.60	141.64
营运资金变动				
经营活动现金流	1043.37	-3240.20	3631.89	-2342.55
资本开支				
投资				
投资活动现金流	-706.67	-593.31	-417.00	-402.00
股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
债务募资	143.22	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-30.37	4148.00	-2856.54	3102.89
现金净流量	334.87	314.50	358.34	358.34

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

范劲松，清华大学化工系高分子材料科学与工程学士，材料科学与工程硕士，法国里尔中央理工大学通用工程师 (General Engineer/Ingenieur Generaliste)。2010年3月至今一直从事基础化工行业分析师工作，主要覆盖氯碱、纯碱、橡胶、钛白粉、新材料、复合肥、民爆等子行业。对PVC、橡胶等大宗品和生物降解塑料、碳四深加工、阻燃剂等细分行业研究深入细致。第十届“天眼”中国最佳证券分析师评选榜单“年度行业最佳选股分析师”化工行业第一名。2014东方财富中国最佳分析师化工行业第三名。

喻罗毅，新加坡管理大学应用金融硕士，华中科技大学材料成型及控制工程学士，曾供职于武汉钢铁公司，2015年加入民生证券，从事有色金属及新材料行业研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。