

多项目产能释放助力业绩大幅增长

投资要点

- **事件:** 公司发布 2018 年半年报, 上半年实现营业收入 201.2 亿元, 同比增长 65.2%; 实现利润总额 6.7 亿元, 同比增长 47.9%; 实现归母净利润 5.5 亿元, 同比增长 36.8%。
- **内生+外延产能逐步释放, 上半年业绩大幅增加。** 公司 2018 年上半年业绩大幅增长主要原因是公司多个新建或改造升级项目产能逐步释放, 带来产销大幅增长。销售铜等有色金属加工材数量为 36.3 万吨, 较上年同期增长 42.7%。(1) 公司广东、安徽两个基地各有 7.5 万吨、9 万吨铜管加工生产线在建, 2018 年预计该项目给公司带来 2.5 万吨、3 万吨的产量增量。(2) 通过对已收购的诺尔达集团下生产线改造升级, 预期 2018 年诺尔达给公司带来约 2 万吨新增铜管加工产量。
- **升级技术研发体系, 公司市占率持续提升。** 公司 2018 年上半年研发投入 2.2 亿, 同比增长 76.1%。报告期内, 公司申请专利 38 项, 其中发明专利 4 项。公司通过对生产线高效智能化的持续升级、整合行业资源, 使公司产品制造能力与市场竞争力得到进一步加强, 产品销量与市场占有率持续提升。
- **产能释放尚有很大空间, 公司未来业绩可期。** 公司广东、安徽基地 7.5 万吨、9 万吨募投项目在 2019、2020 年将继续释放产能, 公司新建重庆子公司于 2018 年底投产。上述项目预计给公司 2019、2020 年分别带来 7.5 万吨、约 5 万吨产量增量。此外, 公司预期 2018 年实现铜加工材年销量 70 万吨, 2025 年实现铜加工材年销量 228 万吨, 公司尚有很大发展空间。随着公司行业地位巩固, 公司议价能力也将随之增强, 有望进一步促进业绩提升。
- **盈利预测与评级。** 预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.59 元、0.77 元、0.88 元, 对应 PE 分别为 14 倍、11 倍、9 倍。考虑到公司的龙头溢价, 我们给予公司 2019 年略高于行业可比公司估值 (11 倍 PE) 13 倍 PE, 对应目标价 10 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 募投项目达产进度或不及预期的风险, 汇率波动风险。

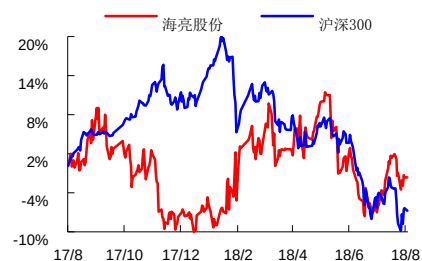
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	29913.40	37758.68	43829.75	50892.94
增长率	66.19%	26.23%	16.08%	16.12%
归属母公司净利润 (百万元)	705.33	1007.76	1304.81	1496.46
增长率	27.95%	42.88%	29.48%	14.69%
每股收益 EPS (元)	0.42	0.59	0.77	0.88
净资产收益率 ROE	13.05%	15.76%	17.40%	17.12%
PE	20	14	11	9
PB	2.53	2.14	1.82	1.57

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘岗
 执业证号: S1250517100001
 电话: 010-57631191
 邮箱: lg@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	16.96
流通 A 股(亿股)	16.27
52 周内股价区间(元)	7.57-9.43
总市值(亿元)	139.72
总资产(亿元)	178.03
每股净资产(元)	3.33

相关研究

1 公司概况：铜加工企业龙头

海亮股份设立于 2001 年，前身为诸暨市海亮盘管有限公司，公司主要从事铜管、铜棒、铜管接件、铝铜复合导体、铝型材等产品的研发、生产制造和销售。公司产品广泛用于空调和冰箱制冷、建筑水管、海水淡化、舰船制造、核电设施、装备制造、汽车工业、电子通讯、交通运输、五金机械、电力等行业。

公司是全球最大、国际最具竞争力的铜加工企业之一，为中国最大的铜管、铜管接件出口企业之一，为铜加工行业精细化管理标杆企业。

1.1 内生+外延，整合行业资源，打造全球化铜加工品牌

公司自成立以来设立或并购多家子公司，2017 年公司铜加工材数量为 55.3 万吨，2018 年预期铜加工材数量可达 70 万吨。

公司在国内业务的发展可以分为两个阶段。第一阶段，2001-2006 年间，公司以江浙沪一带作为发展基础，这个时期公司收购或设立的子公司聚集在江浙沪地区。之后，公司逐渐开始扩张，2015 年公司在广东设立子公司。公司目前在西南地区积极拓展业务，2018 年公司收购成都贝德铜业、设立全资子公司重庆海亮并启动西南生产基地。国外业务方面，公司一直积极拓展国外业务，拥有位于越南、泰国的生产基地。2018 年上半年，公司境外销售收入占总营收的 37.62%。

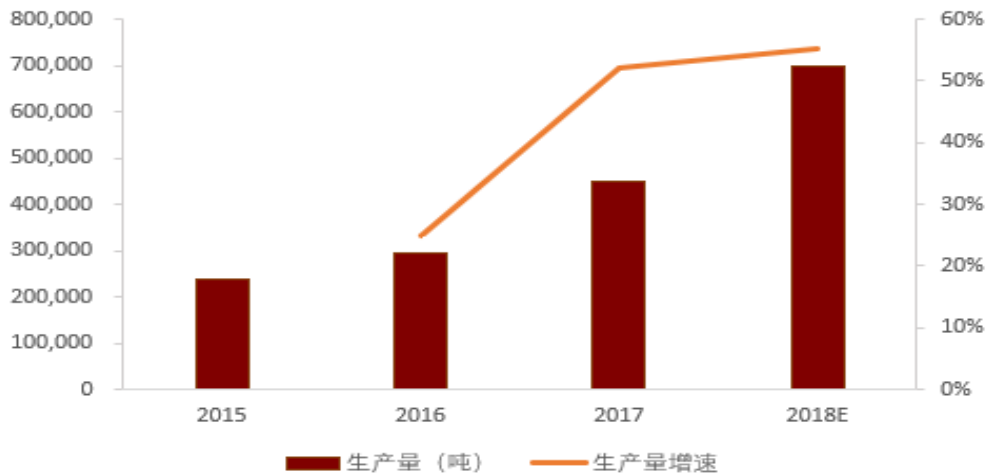
图 1：公司历史发展



数据来源：Wind，西南证券整理

2015 年公司产量仅为 23.7 万吨，2017 年产量已超过 45 万吨。2018 年预期生产量可达 70 万吨，2020 年预期可达 130 万吨。公司近些年来产销量快速增长，一方面增量来源于并购公司，另一方面来源于公司新建生产线及对原有生产线的改造升级。

图 2：公司产量情况

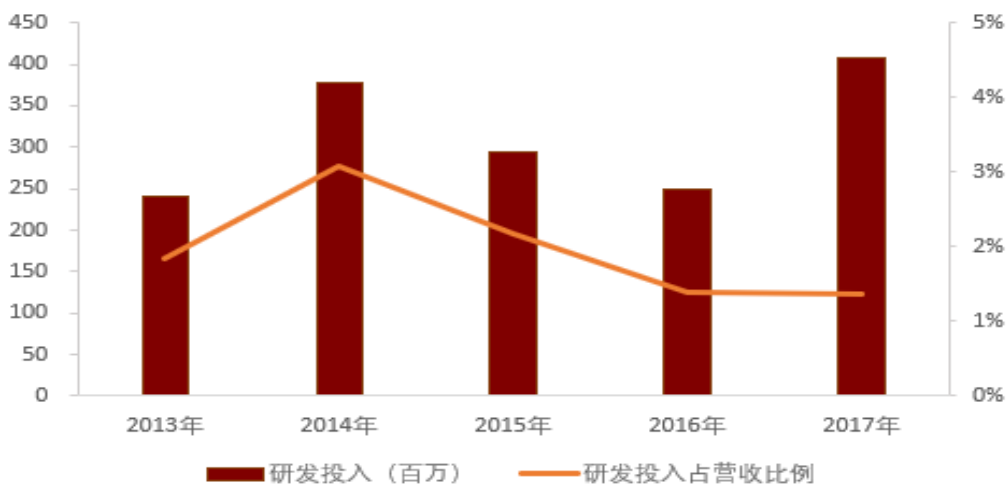


数据来源：Wind，西南证券整理

1.2 研发投入增大，业内技术领先

海亮股份通过持续技术创新，革新生产装备和工艺，已达到行业的领先水平。2017 年，公司共申请专利 21 项，截至 2017 年末，公司共申请专利 279 项，其中，发明专利 52 项，至今共拥有专利证书 448 项，其中发明专利 44 项，国外专利 156 项。公司拥有三百多项国内与国际专利技术，并建立起多个行业领先的研发创新中心。公司首创空调制冷用铜管两化融合高速连续轧制技术、铜及铜合金管件无人化智能制造技术等一批国内外领先技术。2017 年公司研发投入 4.1 亿，同比增长 63.1%。

图 3：公司研发投入情况

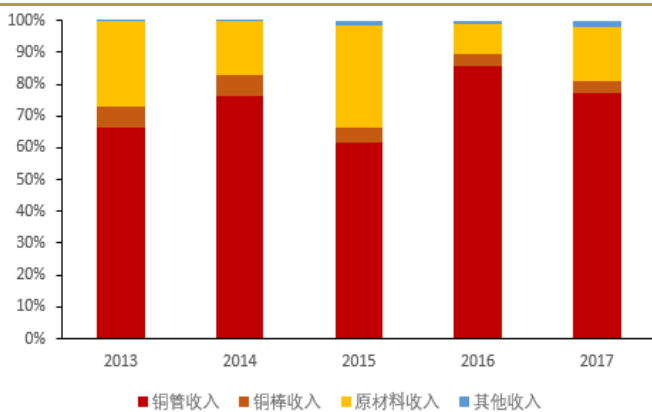


数据来源：Wind，西南证券整理

2 公司业绩概况：铜管加工为主，业绩稳步上升

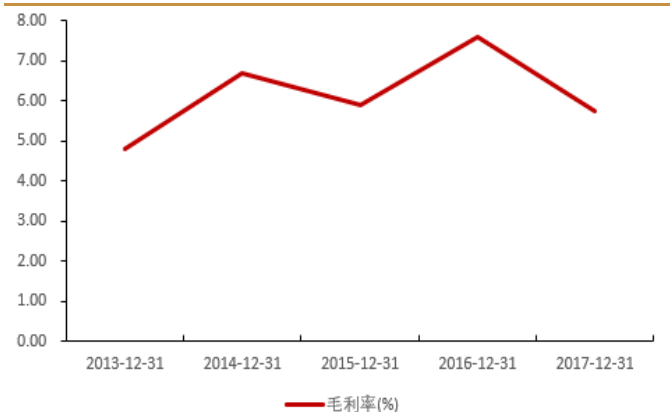
公司收入占比最大的业务是铜管加工，2017 年铜管业务收入占比公司总收入的 77.45%。公司的生产经营采用“以销定产”的经营模式，产品销售采用“原材料价格+加工费”的定价模式，从而赚取稳定的加工费的盈利模式，因此公司毛利率水平整体来看较为稳定。

图 4：公司 2013-2017 年各业务收入占比情况



数据来源：Wind，西南证券整理

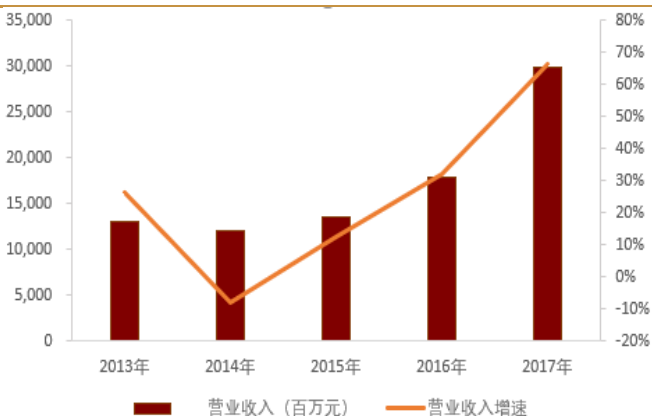
图 5：公司 2013-2017 年毛利率



数据来源：Wind，西南证券整理

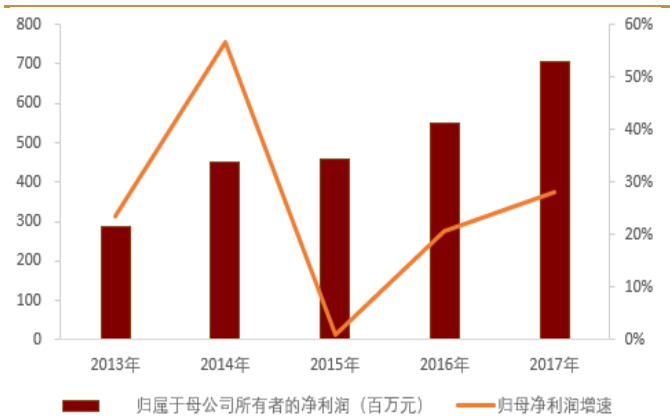
近五年来，公司除 2015 年因汇兑损失导致业绩下滑外，其余年份公司营业收入与归母净利润同比增速都超过 10%。

图 6：公司 2013 年以来营业收入及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

图 7：公司 2013 年以来归母净利润及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

3 2018 年上半年业绩分析：产能逐步释放助力业绩提升

公司上半年实现营业收入 201.17 亿元，同比增长 65.16%；实现利润总额 6.73 亿元，同比增长 47.90%；实现归母净利润 5.51 亿元，同比增长 36.80%。公司 2018 年上半年业绩大幅增长主要原因是公司多个新建或改造升级项目产能逐步释放，带来产销大幅增长。销售铜等有色金属加工材数量为 36.26 万吨，较上年同期增长 42.72%。

表 1：2018-2020 部分新增产能情况

	2018E	2019E	2020E
广东海亮年产 7.5 万吨高效节能环保精密铜管信息化生产线项目	2.5	2.5	1.5
安徽海亮年产 9 万吨高效节能环保精密铜管信息化生产线项目	3	3	2
诺尔达	2		
新设重庆子公司		2	1
合计	7.5	7.5	4.5

数据来源：Wind，西南证券

4 盈利估值与预测

关键假设：

公司目前主营业务是铜管、铜棒加工以及少量铜牌加工。公司通过对外并购，对内新建生产线或改造原生产线的方式拓产。

假设 1：公司铜加工业务毛利率保持稳定，其中铜管加工毛利率 2018-2020 年分别为 7.5%、8.0%、8.5%。

假设 2：公司 2018 年铜管新增产能约 10 万吨。

假设 3：公司 2018 年铜棒新增产能 1-2 万吨。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 2：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
铜管	收入	23091.9	29326.7	33725.7	38784.6
	增速	50.1%	27.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	6.7%	7.5%	8.0%	8.5%
铜棒	收入	1190.5	1607.2	1928.7	2314.4
	增速	61.1%	35.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	6.2%	7.0%	7.5%	8.0%
原材料	收入	5,029.38	6538.2	7845.8	9415.0
	增速	203.7%	30.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	0.3%	1.5%	1.5%	2.0%
其他	收入	601.6	286.5	329.5	378.9
	增速	172.9%	30.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	29.4%	30.0%	31.0%	32.0%
合计	收入	29913.4	37758.7	43829.8	50892.9
	增速	66.2%	26.2%	16.1%	16.1%
	毛利率	6.0%	6.6%	7.0%	7.4%

数据来源：Wind，西南证券

根据以上说明和假设，我们预计公司 2018-2020 年的营业收入分别为 377.59 亿元、438.30 亿元和 508.93 亿元，归母净利润分别为 10.08 亿元、13.05 亿元和 14.96 亿元，EPS 分别为 0.59 元、0.77 元和 0.88 元，对应 PE 分别为 14 倍、11 倍和 9 倍。考虑到公司的龙头溢价，给予公司 2019 年略高于行业可比公司估值（11 倍 PE）13 倍 PE，对应目标价 10 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 3：可比公司估值情况

证券代码	证券名称	股价	EPS			PE		
			2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
601137.SH	博威合金	7.97	0.68	0.84	1.03	11.65	9.37	7.71
002171.SZ	楚江新材	6.68	0.43	0.55	0.65	15.53	12.13	10.27
平均值						13.59	10.75	8.99
002203.SZ	海亮股份	8.24	0.59	0.77	0.88	13.86	10.71	9.34

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	29913.40	37758.68	43829.75	50892.94	净利润	720.36	1029.23	1332.61	1528.35
营业成本	28106.54	35262.64	40767.21	47101.54	折旧与摊销	217.78	144.73	144.73	144.73
营业税金及附加	40.08	56.17	64.95	351.16	财务费用	203.12	279.64	310.16	320.11
销售费用	391.94	482.17	572.82	660.33	资产减值损失	37.76	30.00	30.00	30.00
管理费用	487.80	647.23	739.11	862.93	经营营运资本变动	-4009.57	287.69	-1037.03	-1266.00
财务费用	203.12	279.64	310.16	320.11	其他	-283.00	-145.42	-138.33	-140.79
资产减值损失	37.76	30.00	30.00	30.00	经营活动现金流净额	-3113.55	1625.86	642.14	616.39
投资收益	132.07	140.00	140.00	140.00	资本支出	-604.73	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-41.38	-24.77	-29.86	-30.08	其他	-266.58	115.23	110.14	109.92
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-871.31	115.23	110.14	109.92
营业利润	750.54	1116.06	1455.65	1676.79	短期借款	2523.18	1942.42	366.53	561.08
其他非经营损益	27.79	28.00	28.00	28.00	长期借款	1100.97	0.00	0.00	0.00
利润总额	778.33	1144.06	1483.65	1704.79	股权融资	319.24	0.00	0.00	0.00
所得税	57.96	114.83	151.04	176.44	支付股利	-101.50	-141.07	-201.55	-260.96
净利润	720.36	1029.23	1332.61	1528.35	其他	-595.89	-454.96	-310.16	-320.11
少数股东损益	15.03	21.47	27.80	31.89	筹资活动现金流净额	3246.00	1346.39	-145.18	-19.99
归属母公司股东净利润	705.33	1007.76	1304.81	1496.46	现金流量净额	-780.83	3087.48	607.11	706.32
资产负债表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	688.38	3775.87	4382.98	5089.29	成长能力				
应收和预付款项	5975.92	7625.07	8959.94	10326.79	销售收入增长率	66.19%	26.23%	16.08%	16.12%
存货	2553.52	3203.95	3702.31	4278.75	营业利润增长率	16.79%	48.70%	30.43%	15.19%
其他流动资产	171.06	211.53	242.48	278.47	净利润增长率	27.43%	42.88%	29.48%	14.69%
长期股权投资	1491.75	1491.75	1491.75	1491.75	EBITDA 增长率	3.30%	31.50%	24.03%	12.10%
投资性房地产	43.37	43.37	43.37	43.37	获利能力				
固定资产和在建工程	1780.51	1673.62	1566.73	1459.83	毛利率	6.04%	6.61%	6.99%	7.45%
无形资产和开发支出	561.53	523.70	485.86	448.03	三费率	3.62%	3.73%	3.70%	3.62%
其他非流动资产	2013.93	2013.93	2013.93	2013.93	净利率	2.41%	2.73%	3.04%	3.00%
资产总计	15279.97	20562.77	22889.33	25430.22	ROE	13.05%	15.76%	17.40%	17.12%
短期借款	4619.78	6562.20	6928.73	7489.81	ROA	4.71%	5.01%	5.82%	6.01%
应付和预收款项	2891.03	5414.16	6162.80	6782.80	ROIC	11.47%	11.63%	13.54%	13.38%
长期借款	1445.34	1445.34	1445.34	1445.34	EBITDA/销售收入	3.92%	4.08%	4.36%	4.21%
其他负债	802.16	612.46	692.77	785.20	营运能力				
负债合计	9758.32	14034.16	15229.65	16503.15	总资产周转率	2.13	2.11	2.02	2.11
股本	1695.60	1695.60	1695.60	1695.60	固定资产周转率	23.43	25.62	32.07	40.40
资本公积	525.56	525.56	525.56	525.56	应收账款周转率	10.57	9.92	9.48	9.41
留存收益	3145.59	4012.28	5115.54	6351.04	存货周转率	12.89	12.25	11.80	11.80
归属母公司股东权益	5177.76	6163.25	7266.51	8502.01	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	107.99%	—	—	—
少数股东权益	343.89	365.36	393.17	425.05	资本结构				
股东权益合计	5521.65	6528.62	7659.68	8927.06	资产负债率	63.86%	68.25%	66.54%	64.90%
负债和股东权益合计	15279.97	20562.77	22889.33	25430.22	带息债务/总负债	62.15%	57.06%	54.99%	54.14%
					流动比率	1.14	1.19	1.26	1.34
					速动比率	0.83	0.93	0.99	1.05
					股利支付率	14.39%	14.00%	15.45%	17.44%
					每股指标				
					每股收益	0.42	0.59	0.77	0.88
					每股净资产	3.26	3.85	4.52	5.26
					每股经营现金	-1.84	0.96	0.38	0.36
					每股股利	0.06	0.08	0.12	0.15
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	1171.44	1540.43	1910.54	2141.62					
PE	19.81	13.86	10.71	9.34					
PB	2.53	2.14	1.82	1.57					
PS	0.47	0.37	0.32	0.27					
EV/EBITDA	14.92	10.41	8.27	7.31					
股息率	0.73%	1.01%	1.44%	1.87%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	机构销售	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	机构销售	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn