

2020 年 1 月 14 日

## 海亮股份 (002203): 产能加速扩张, 迈向国际巨匠

有色金属

当前股价: 10.28 元

推荐(首次)

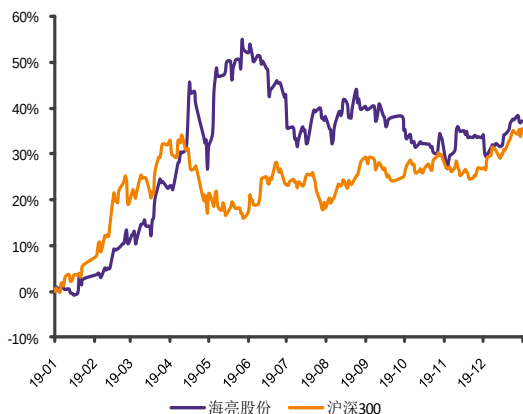
### 主要财务指标 (单位: 百万元)

|         | 2018A  | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|---------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入    | 40,698 | 41,447 | 51,194 | 64,942 |
| (+/-)   | 36.1%  | 1.8%   | 23.5%  | 26.9%  |
| 营业利润    | 1,020  | 1,238  | 1,577  | 1,987  |
| (+/-)   | 35.9%  | 21.4%  | 27.3%  | 26.0%  |
| 归属母公    | 909    | 1,097  | 1,390  | 1,744  |
| 司净利润    |        |        |        |        |
| (+/-)   | 28.8%  | 20.7%  | 26.6%  | 25.5%  |
| EPS (元) | 0.47   | 0.56   | 0.71   | 0.89   |
| 市盈率     | 22.1   | 18.3   | 14.4   | 11.5   |

### 公司基本情况 (最新)

|              |             |
|--------------|-------------|
| 总股本/流通股 (亿股) | 19.52/18.26 |
| 流通市值 (亿元)    | 186.6       |
| 每股净资产 (元)    | 4.34        |
| 资产负债率 (%)    | 61.7        |

### 股价表现 (最近一年)



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

分析师: 徐鹏  
执业证书编号: S1050516020001  
联系人: 谢玉磊  
电话: 021-54967579  
邮箱: xieyl@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司  
地址: 上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号  
邮编: 200030  
电话: (86 21) 64339000  
网址: <http://www.cfsc.com.cn>

● **全球铜加工领先企业。**公司在亚洲、美洲、欧洲设有 15 个铜加工生产基地, 是全球铜管棒加工行业的标杆级企业, 下游主要客户为格力电器、海尔电器、海信电器等知名家电厂商。2018 年, 公司铜管加工产能达到 60 万吨, 处于国内龙头地位。

● **进入壁垒较高, 行业格局向好。**铜加工行业具有固定资产投资高、规模经济明显、产品标准化程度高等特点, 大规模生产企业具有较强的规模经济优势。2017 年以来, 海亮等头部企业加速扩产, 行业集中度显著提升, 铜管加工费稳步上涨, 行业格局向好。

● **空调和建筑用铜水管需求稳定增长。**国内空调新增需求仍具有较大的增长空间, 同时未来几年将迎来空调更新需求的高峰时期, 带动铜管需求增长。随着国家政策层面的推动以及居民健康环保意识的提升, 未来我国建筑用铜管需求有望保持增长。2014-2018 年期间, 我国铜管表观消费量年均复合增速达到 4.8%, 未来在我国房地产行业稳健发展的形势下, 白色家电产品对铜管的需求仍将保持相对稳定。

● **迈向有色材料智造的国际巨匠。**根据公司制定的《2025 年发布战略规划纲要》, 到 2025 年公司将成为全球铜加工行业领军企业, 铜材年销量达到 228 万吨, 位居全球龙头地位。公司在铜加工行业内率先迈开了“信息化和智能化”的现代化工业发展步伐, 在铜管、铜棒等产品的关键工艺智能化制造成效显著, 有效提升公司产品竞争力和盈利能力。

● **盈利预测:** 我们预测公司 2019-2021 年营业收入分别为 414.47 亿元、511.94 亿元和 649.42 亿元, 实现归属母公司所有者净利润分别为 10.97 亿元、13.9 亿元和 17.44 亿元。按照公司 10.28 元的股价测算, 对应的市盈率分别为 18.3 倍、14.4 倍和 11.5 倍。公司是国内铜产品加工的龙头企业, 核心竞争力突出, 未来随着生产规模的逐步扩大, 公司有望成为国际级的领军企业。公司秉承赚取加工费的经营理念, 经营业绩有望随着产能的扩张而增长, 首次覆盖, 给予“推荐”的投资评级。

● **风险提示:** 项目投产进度不及预期、公司铜材加工费下降、市场系统性风险。

## 正文目录

|                               |           |
|-------------------------------|-----------|
| <b>1. 全球铜加工领先企业</b>           | <b>4</b>  |
| 1.1 秉承工匠精神，不断做精做强             | 4         |
| 1.2 升级改造与对外收购并重，铜加工产能持续扩张     | 5         |
| 1.3 经营管理高效，核心竞争力突出            | 6         |
| 1.4 盈利能力稳定增长                  | 6         |
| <b>2. 铜管：行业集中度提升，下游需求稳定增长</b> | <b>7</b>  |
| 2.1 铜管用途广泛，国内主要应用于制冷行业        | 7         |
| 2.2 龙头企业加速扩产，行业集中度持续提升        | 8         |
| 2.3 进入壁垒较高，行业格局向好             | 9         |
| 2.4 空调需求仍将维持增长                | 9         |
| 2.5 建筑用铜水管需求有望保持增长            | 11        |
| <b>3. 迈向有色材料智造的国际巨匠</b>       | <b>12</b> |
| 3.1 铜加工产能持续扩张，剑指国际级领军企业       | 12        |
| 3.2 打造“第二主业”，加快智能制造步伐         | 13        |
| 3.3 竞争优势突出                    | 13        |
| <b>4. 公司盈利预测与估值</b>           | <b>14</b> |
| <b>5. 风险提示</b>                | <b>15</b> |

## 图表目录

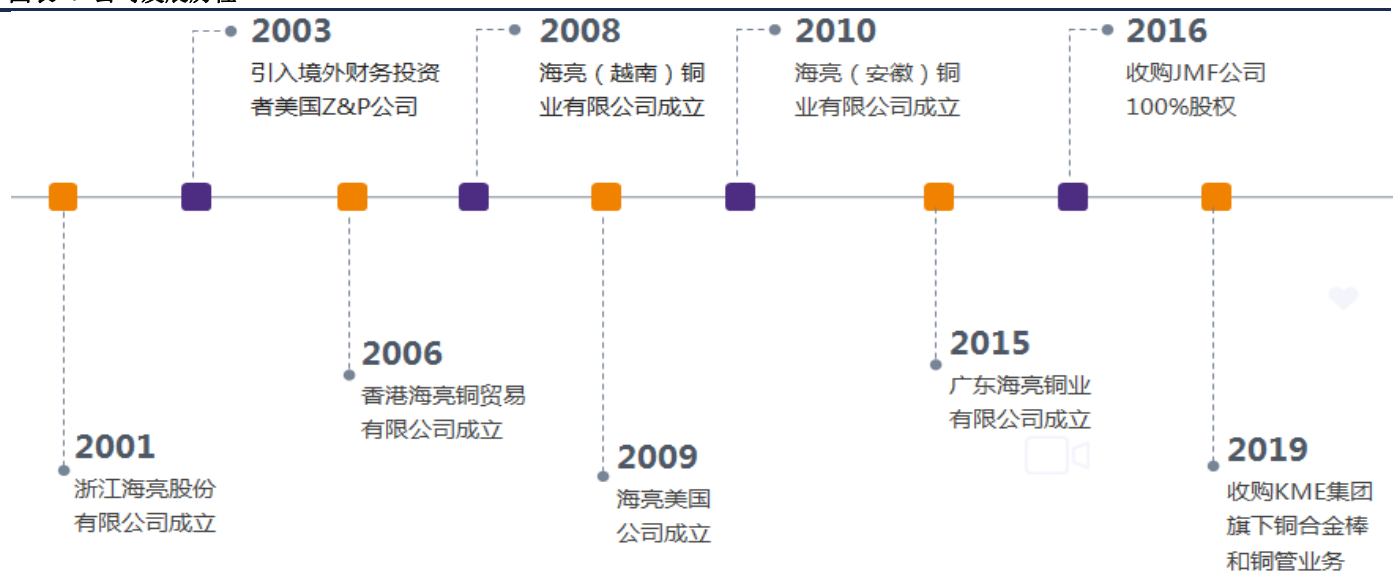
|                                             |    |
|---------------------------------------------|----|
| 图表 1 公司发展历程.....                            | 4  |
| 图表 2 公司铜加工业务主要产品及用途.....                    | 4  |
| 图表 3 公司股权结构图.....                           | 5  |
| 图表 4 公司自产铜加工业务产能持续增长.....                   | 6  |
| 图表 5 公司营业收入及增速.....                         | 6  |
| 图表 6 公司归母净利润及增速.....                        | 6  |
| 图表 7 公司主要产品毛利率企稳回升.....                     | 7  |
| 图表 8 公司销售净利率和净资产收益率.....                    | 7  |
| 图表 9 铜管的分类及用途.....                          | 7  |
| 图表 10 2018 年铜管企业产能、产量及同比增速（单位：万吨）.....      | 8  |
| 图表 11 龙头企业（部分）计划新增铜管项目一览.....               | 8  |
| 图表 12 紫铜管加工费显著提升.....                       | 9  |
| 图表 13 城镇和农村居民每百户空调拥有量.....                  | 10 |
| 图表 14 2008-2018 年期间国内空调销量及同比增速.....         | 10 |
| 图表 15 主要空调生产企业产品类型及铜管耗用量（单位：千克）.....        | 11 |
| 图表 16 常用建筑给排水管比较.....                       | 11 |
| 图表 17 2013-2018 年期间国内铜管表现消费年均复合增速 4.8%..... | 12 |
| 图表 18 2018 年全球知名铜加工企业产量情况.....              | 12 |
| 图表 19 智能化使得公司劳动效率持续提升.....                  | 13 |
| 图表 20 公司人均创造利润能力稳步提升.....                   | 13 |
| 图表 21 公司铜管市场占有率持续提升.....                    | 14 |
| 图表 22 公司营业收入假设.....                         | 14 |
| 图表 23 公司 PE-Band.....                       | 15 |
| 图表 24 公司 PB-Band.....                       | 15 |
| 图表 25 公司盈利预测（百万元）.....                      | 16 |

## 1. 全球铜加工领先企业

### 1.1 秉承工匠精神，不断做精做强

海亮股份自 2001 年成立以来，一直致力于高档铜产品、导电异型材、铝型材的研发、生产、销售和服务。公司秉承工匠精神，一方面通过持续新建与改造生产线稳步拓展生产能力，另一方面通过全球并购快速提升公司产能与市场份额，不断做精做强，产品销量和市场占有率持续提升，目前海亮股份在亚洲、美洲、欧洲设有 15 个生产基地、已成为全球铜管棒加工行业的标杆级企业。

图表 1 公司发展历程



资料来源：公司官网，华鑫证券研发部

公司三大核心业务分别为铜管、铜棒和铜排，八大主导产品分别为铜合金管、制冷用空调管、无缝铜水管、精密铜棒、管件、微通道铝扁管、铝型材、导电异型材，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、汽车工业等行业。公司铜加工业务中铜管占比极高，保持在 90%以上，主要下游行业为家电行业，其中铜管产品下游主要客户包括格力电器、海尔电器、海信电器等知名家电厂商。

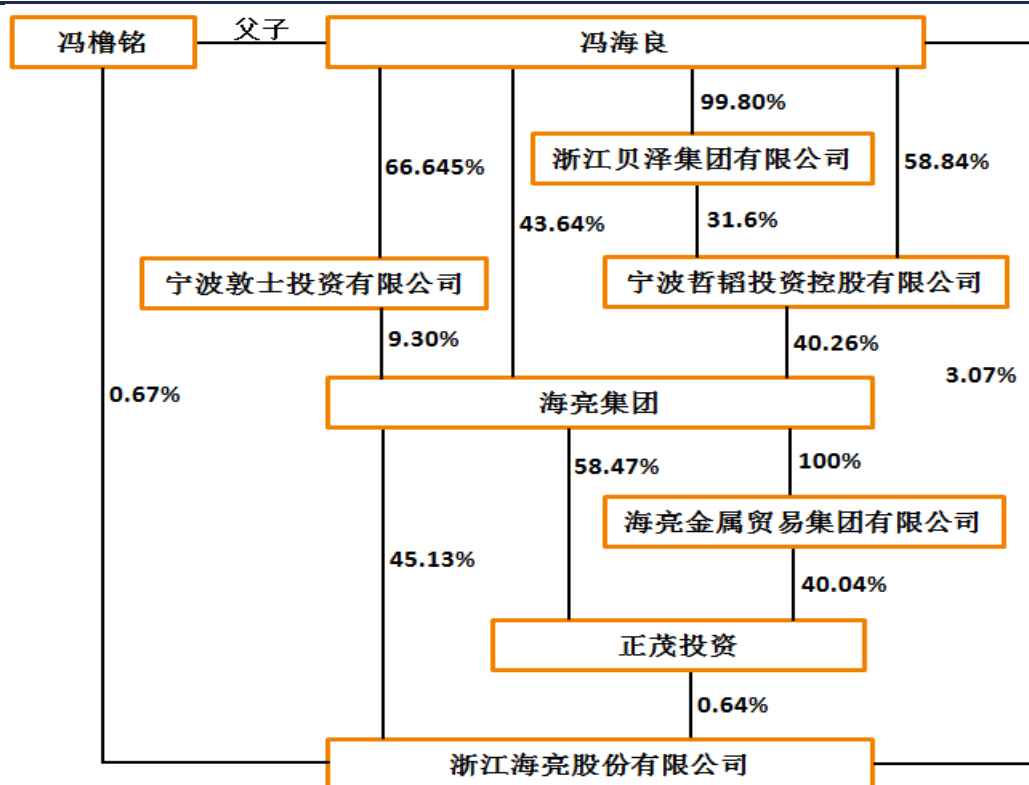
图表 2 公司铜加工业务主要产品及用途

| 类型 | 产品名称    | 主要用途                        |
|----|---------|-----------------------------|
| 铜管 | 直管 盘管   | 用于空调制冷设备蒸发器和冷凝器的热交换管和各种连接管件 |
|    | 铜合金管    | 海水淡化、火电站发电、冶金等领域的热交换冷凝管     |
|    | 水道管 卫浴管 | 民用和工业建筑用输水、输气等管道管           |
|    | 保温管等    | 其他机械、建筑等领域用的铜加工坯料、用件等       |
| 铜棒 | 纯铜棒     | 主要用于高防火、高导电要求领域             |
|    | 高精密铜棒   | 制冷、机械、五金等领域用的各类棒材           |
| 铜排 | 铜铝复合排   | 开关柜、变压器、保险开关、轨道供电系统等        |
|    | 紫铜排     | 高低压电器、配电设备、超大电流电解冶炼等        |

资料来源：公司官网，公司公告，华鑫证券研发部

公司控股股东为海亮集团，持有公司 45.13% 的股份，实际控制人为冯海良，其可以直接控制或影响海亮集团 93.2% 的股权。海亮集团成立于 1989 年，历经 30 多年的发展不断从小到大，由大变强，目前拥有境内外 3 家上市公司，聚焦于教育事业、有色材料智造、健康产业三大核心领域。2018 年，海亮集团综合实力位列世界企业 500 强第 473 位、中国企业 500 强第 115 位、中国民营企业 500 强第 25 位、浙江百强企业第 5 位。

图表 3 公司股权结构图



资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

## 1.2 升级改造与对外收购并重，铜加工产能持续扩张

近年来，公司通过技术升级改造和对外收购，铜加工业务产能不断提升。2016 年，公司新建的“2.5 万吨/年制冷用空调管高质低耗信息化生产线建设项目”、“2.5 万吨/年高效节能环保精密铜管生产线项目”全面投产，新增产能共计 5.00 万吨/年；同时，公司还对浙江、安徽生产基地的关键设备和工序进行技术升级改造以提升生产能力，通过技改方式实现产能增长 3.00 万吨/年。2017 年，公司通过技改实现产能增长 5.50 万吨/年，此外，通过收购诺而达集团旗下三家铜管加工企业，实现新增产能 6.00 万吨/年。截止到 2018 年末，公司通过技改实现产能增长 9.6 万吨/年，以及新建项目部分投产，公司铜管产能达到 58.1 万吨，铜棒产能达到 7 万吨，铜排产能达到 2 万吨。

根据公司 2018 年 1 月制定的《2025 年发展战略规划纲要》，到 2025 年公司将实现铜加工材年销量 228 万吨，其中铜管 123 万吨、精密铜棒 67 万吨，电工铜排 35 万吨和接管件 3 万吨，成为全球最大铜管、铜棒、铜排加工企业。未来几年，公司产能将处于快速扩张时期，产能的年均复合增速为 19.1%。



图表 4 公司自产铜加工业务产能持续增长

| 项目         | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 设计产能（万吨/年） | 28.00  | 36.00  | 47.50  | 67.10  |
| 同比增速（%）    | -      | 28.57  | 31.94  | 41.26  |
| 产量（万吨）     | 23.71  | 29.66  | 45.11  | 57.19  |
| 销量（万吨）     | 23.90  | 28.97  | 44.73  | 57.14  |
| 产能利用率（%）   | 84.68  | 82.39  | 94.97  | 85.23  |
| 产销量（%）     | 100.80 | 97.67  | 99.15  | 99.91  |

资料来源：《海亮集团 2018 年第四期超短期融资募集说明书》，公司公告，华鑫证券研发部

### 1.3 经营管理高效，核心竞争力突出

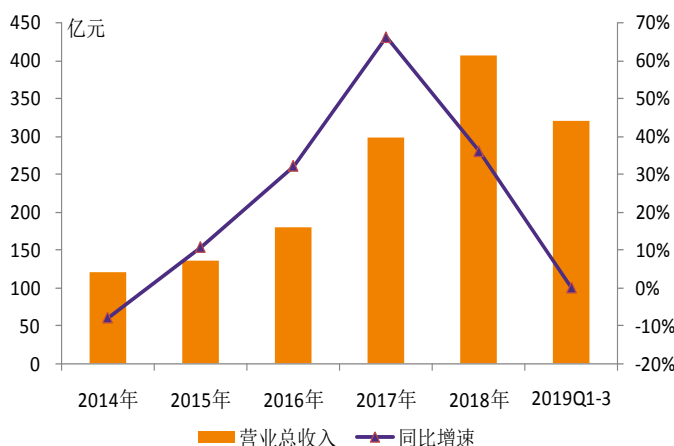
海亮股份具有稳健的风险管控能力，具备一套完整的系统性风控体系，坚持“只赚取加工费，不做铜市投机”的经营理念，经历多次铜价、汇率大幅波动事件的考验，有效规避铜价及汇率涨跌给企业经营带来的风险。同时，公司“以创新为立业之本、以精细化管理为致胜之宝、以精准预算为发展之先”建立现代精细化生产管理体系，各项关键生产、财务指标领先同行，是行业内“精细化管理”的标杆企业。

公司长期重视产品研发和技术创新，在新材料开发、铜加工产品生产工艺、制备技术、安全环保等领域进行多项研究开发，拥有 343 项国内与国际专利技术，生产装备和工艺达到行业最高水平，产品竞争优势突出。

### 1.4 盈利能力稳定增长

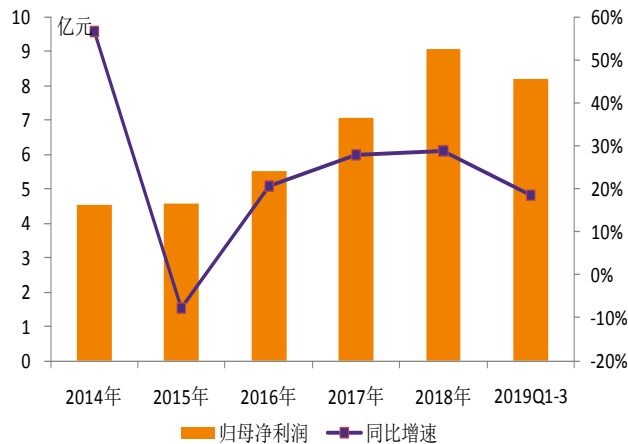
近年来，公司通过新建与改造生产线和并购的方式不断扩大产品制造能力，营业收入和归母净利润保持快速增长。2014-2018 年期间，公司营业收入从 120.61 亿元增长至 406.98 亿元，年均复合增长率高达 35.5%。2019 年前三季度，公司铜加工材销量保持较快增长，受铜价下跌影响，公司营收增速虽放缓，但受益于管理效率提升，归母净利润增速维持增长。2014-2018 年期间，公司归母净利润从 4.52 亿元上升至 9.09 亿元，年均复合增速为 19.1%。2019 年前三季度，公司归母净利润为 8.19 亿元，同比增速达 18.55%，保持稳定增长。

图表 5 公司营业收入及增速



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 6 公司归母净利润及增速

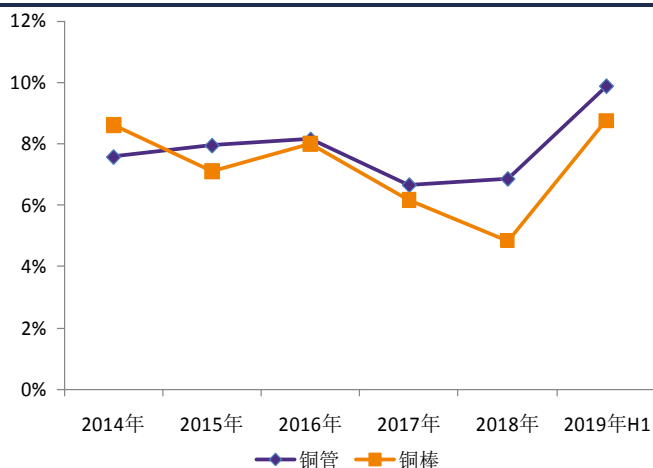


资料来源：Wind，华鑫证券研发部



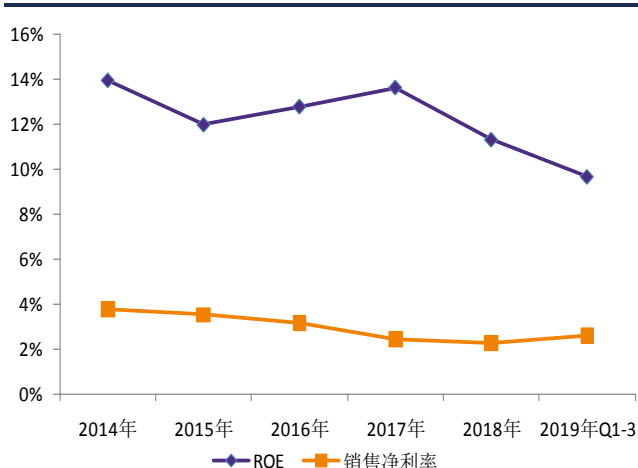
2014 年以来，公司主导产品铜管销售毛利率保持稳定；2019 年上半年，在复杂多变的宏观环境下，公司凭借规模和产品竞争力的增强，销售毛利率有所上升。其中，铜管销售毛利率达到 9.88%，同比上升 2.83%；铜棒销售毛利率达到 8.76%，同比上升 2.34%。净资产收益率方面，由于公司大规模新建项目扩张产能，导致总资产周转率下降，公司净资产收益率呈下降趋势。后续随着公司项目陆续建成达产，预计净资产收益率将企稳回升。

图表 7 公司主要产品毛利率企稳回升



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 8 公司销售净利率和净资产收益率



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

## 2. 铜管：行业集中度提升，下游需求稳定增长

### 2.1 铜管用途广泛，国内主要应用于制冷行业

铜管材是铜加工业中重要组成部分，是发展最快的分支行业，铜管大致可以分为制冷用铜管、热交换用铜管、建筑用铜管和铜管件等几类，主要应用在建筑房地产、制冷行业、海洋工程、船舶工业、汽车以及电力行业等。而在国内，由于铜水管价格较高，尚未大规模应用。国内铜管主要应用于制冷行业，铜管产品中约有 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。

此外，在电力行业、船舶工业以及汽车行业中，各类铜及铜合金管也得到大量使用。据有关资料介绍，一台 60 万 KW 的汽轮发电机组需要白铜管（铜镍合金）约 40 吨，黄铜管（铜锌合金）约 400 吨；而在一般军用和商用船上，铜及铜合金的用量可占到舰船自重的 2%-3%。在海洋工程中，由于铜合金冷凝管具有导电性、导热性以及耐腐蚀等优良性能，应用前景广阔。

图表 9 铜管的分类及用途

| 类型 | 细分产品   | 用途                                |
|----|--------|-----------------------------------|
| 铜管 | 制冷用铜管  | 空调用铜管                             |
|    | 热交换用铜管 | 导热和冷却，主要用于海洋工程、海水淡化、火力发电、核电、造船等行业 |
|    | 建筑用铜管  | 建筑给水、供气系统中用的铜水(气)管                |
|    | 铜管件    | 在建筑用给水管材安装中用到的各种配套铜管件             |

资料来源：《海亮集团 2018 年第四期超短期融资募集说明书》，华鑫证券研发部

## 2.2 龙头企业加速扩产，行业集中度持续提升

行业产能扩张集中于龙头企业，其中海亮股份产能增幅最大。据安泰科对我国铜管加工能力前五家企业的调研数据，2018年样本企业铜管加工能力总产能达到219.5万吨，同比增长15.16%；2018年样本企业铜管生产总产量达到175.03万吨，同比增长9.22%；其中四家企业铜管产能有所增长，平均增幅达到28.61%，而龙头企业海亮股份增幅最大，为47.78%。目前，金龙集团和海亮股份铜管加工产能均达到60万吨，而行业排名第三位的中色奥博特铜铝铜管加工产能仅14万吨，龙头企业的扩产使得行业集中度大幅提升。

图表 10 2018 年铜管企业产能、产量及同比增速（单位：万吨）



资料来源：安泰科，华鑫证券研发部

从新建铜管项目来看，2018年我国铜管建成投产项目8个，新增产能达30.5万吨，其中海亮股份铜管项目投产16万吨，占新增产能的比重达52.5%。从后续在建项目来看，海亮股份在建铜管项目达到19万吨，计划到2025年铜管加工能力达到125万吨。而头部企业金田集团2018年加速产能布局，在建铜管项目5万吨，计划铜管项目11万吨。后期随着行业头部公司凭借资金、技术和规模优势扩张产能，行业集中度上升的态势将更加显著。

图表 11 龙头企业（部分）计划新增铜管项目一览

| 企业   | 项目                          | 产能（万吨） | 地点 |
|------|-----------------------------|--------|----|
| 海亮股份 | 年产7.5万吨高效节能环保精密铜管信息化生产线项目   | 7.5    | 广东 |
|      | 年产9万吨高效节能环保精密铜管信息化生产线项目     | 9      | 安徽 |
|      | 年产7万吨空调制冷用铜及铜合金精密无缝管智能化制造项目 | 17     | 浙江 |
|      | 扩建年产5万吨高效节能环保精密铜管信息化生产线     | 5      | 上海 |
|      | 有色金属材料深（精）加工项目（一期）          | 3      | 重庆 |
|      | 年产6万吨空调制冷管智能化生产线项目          | 6      | 美国 |
|      | 年产3万吨高效节能环保精密铜管智能制造项目       | 3      | 泰国 |
| 金田铜业 | 年产3万吨高强耐蚀微合金化铜管             | 3      | 浙江 |
|      | 年产2万吨制冷铜管                   | 2      | 越南 |
|      | 年产6万吨制冷铜管                   | 6      | 江苏 |
| 合计：  |                             | 61.5   |    |

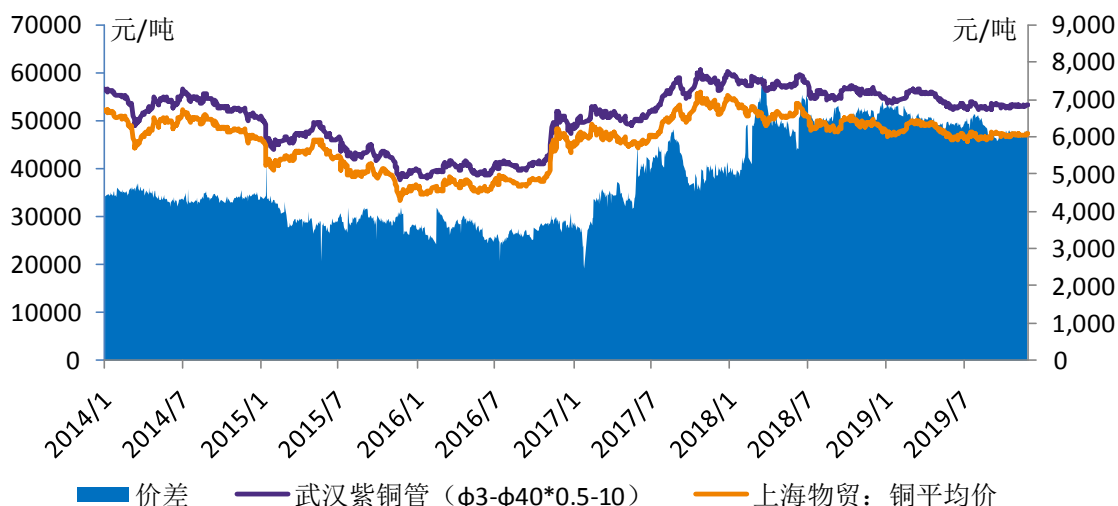
资料来源：安泰科，公司公告，华鑫证券研发部

## 2.3 进入壁垒较高，行业格局向好

由于行业具有固定资产投入高、规模经济明显、产品标准化程度高等特点，大规模专业化生产的企业才能具有立足之地。同时，电解铜在铜管产品价格中占有较大的比例，企业原材料采购以及生产经营周转需要大量的流动资金，对新进入者构成较高的资金壁垒。据公司相关资料，一个铜加工企业新建 10 万吨左右的铜管生产能力，需要购置 7 亿元左右的固定资产（按重置成本测算），并筹集 13 亿到 15 亿元左右的流动资金，共需要投入 20 多亿元的资金才能形成具备一定规模优势的产能。

2017 年以来，随着行业龙头企业的扩产，市场份额的提升，企业在行业中的话语权提升，铜管加工费显著提升。从小口径紫铜管价格与铜价的价差来看，2017 年以后紫铜管加工费显著上行，并持续保持在高位。2017 年，紫铜管与铜价价差均值为 4,820.76 元/吨，2018 年价差均值上升至 6,383 元/吨，增幅为 32.4%。由于新进入者面临资金、技术壁垒，行业进入门槛较高，龙头企业扩产将带动行业集中度持续提升，整体格局向好。随着龙头企业话语权的进一步增加，铜管加工费有望进一步上涨。

图表 12 紫铜管加工费显著提升



资料来源：百川资讯，华鑫证券研发部

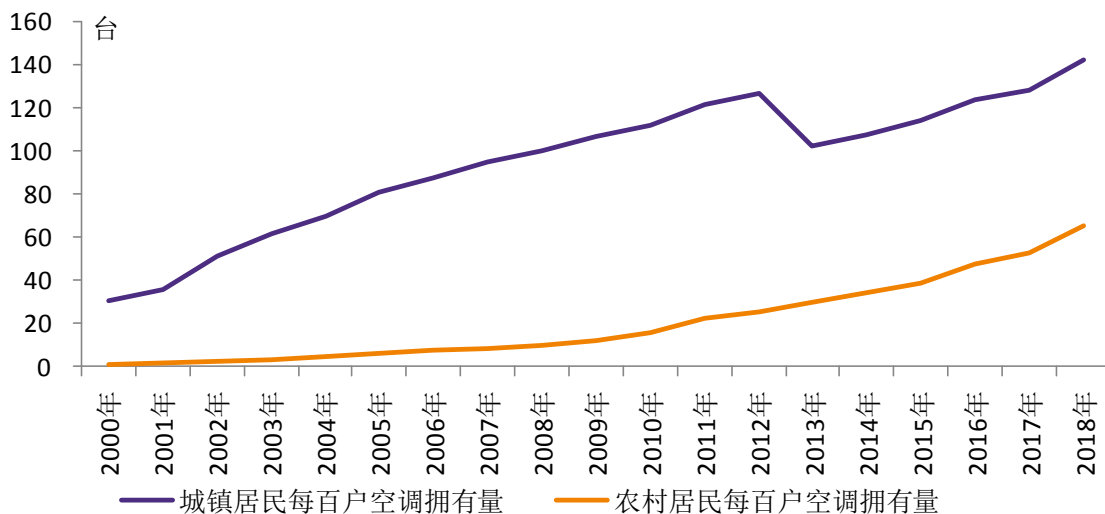
## 2.4 空调需求仍将维持增长

空调需求可分为新增需求和更新需求，新增需求既包括用户首次购买安装空调，也包括用户在原有住宅上增加空调数量，以户均空调保有量来衡量；更新需求指空调达到使用寿命后重新购置。2012 年 11 月，国家标准化委员会出台《家用电器安全使用年限细则》规定空调器安全使用年限为 8-10 年。2018 年 9 月，中国家用电器标准与技术产业联盟发布《房间空气调节器安全使用年限》标准，确定空调器安全使用年限为 10 年。

根据国家统计局数据，2018 年我国城镇居民户均空调拥有量为 1.42 台，农村居民户均空调拥有量为 0.65 台，而发达国家户均空调拥有量为 2.5 台。未来，随着我国居民收入的提高和消费升级，农村居民户均空调拥有量具有较大的提升空间，而城镇居民户均空调拥有量仍具增长潜力。



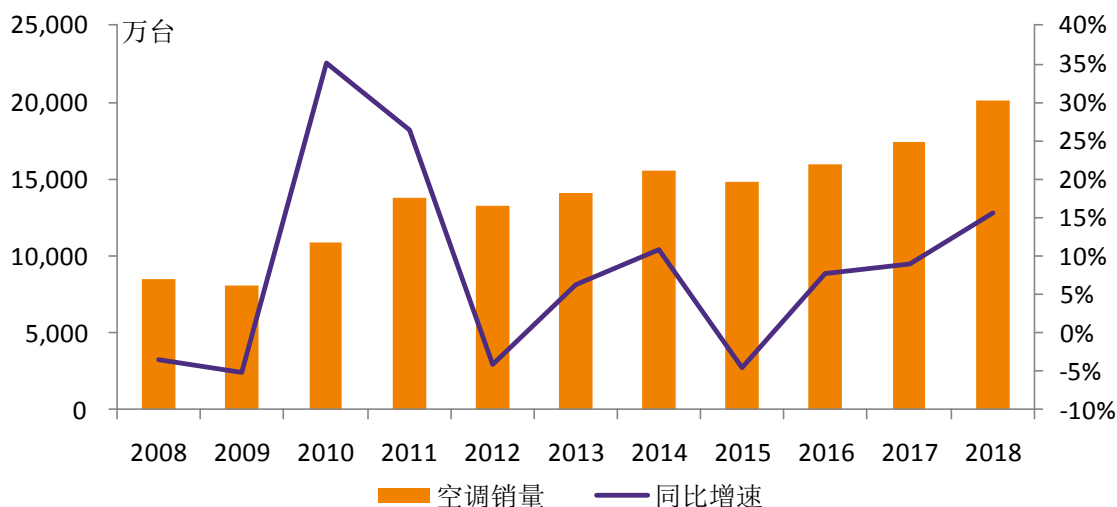
图表 13 城镇和农村居民每百户空调拥有量



资料来源：国家统计局，华鑫证券研发部

2009年2月，财政补贴家电下乡政策正式向全国推广，随后国内空调销量迎来高速增长时期，2010年空调销量1.09亿台，同比增速达35.1%；2011年空调销量1.38万台，同比增速26.4%。以空调十年左右的安全使用年限测算，未来几年将迎来空调更新需求的高峰时期。

图表 14 2008-2018 年期间国内空调销量及同比增速



资料来源：国家统计局，华鑫证券研发部

据悉，空调能效新的国家标准将于2020年起实施，新标准对未来2年的空调能效进入门槛再次提升。现有的定速空调能效一级节能水平将降为新标准的四级非节能水平，而定速空调的二级节能水平将降为新标准的五级入门水平。现有的变频空调一级能效水平，则为新标准的二级能效水平，以此类推。而根据国家发改委、工信部等七部门制定的《绿色高效制冷行动方案》，大幅度提高制冷产品能效标准水平，明确到2022年，家用空调能效准入水平提升30%、多联式空调提升40%、冷藏陈列柜提升20%。到2030年，主要制冷产品能效准入水平再提高15%以上。

空调能效比主要取决于换热器效率。随着能效比标准的提高，作为空调换热器的核心部件，精密铜管的齿形、螺旋角、齿高、清洁度等标准也相应大幅提高，加大了

高质量精密铜管在空调中的使用量，为具有技术实力和生产规模的铜管企业带来了新的发展机遇。

图表 15 主要空调生产企业产品类型及铜管耗用量（单位：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   | 3.60  | 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，华鑫证券研发部

## 2.5 建筑用铜水管需求有望保持增长

建筑给排水常用管材可分为塑料管、金属管和复合管三种材料。塑料管种类繁多，不同的原料构成不同的性能特点，包括硬聚氯乙烯管（UPVC）、高密度聚乙烯管（HDPE）、交联聚乙烯管（PEX）、聚丙烯管（PPR）等；复合管材包括铝塑复合管、钢塑复合管、塑复铜管等；金属管包含不锈钢管、铜管等。

由于铜管具有安全可靠、经久耐用、健康杀菌、易于安装等诸多优势，是经济发达地区建筑给水管的首选材料。如美国、加拿大、澳大利亚等国家，85%建筑给水管是铜管，英国则达到 95%，而在欧洲、东南亚、新加坡、香港等地区，铜管作为建筑用给水管使用量业高达 75%以上。在国内，一些重要工程项目中大量采用建筑给水管铜管，如北京人民大会堂、国家大剧院、亚运村、国家体育场等，此外在一些高档酒店和住宅中也广泛使用铜水管。而居民受铜水管价格较高以及消费观念影响，建筑用铜水管需求尚未完全释放，未来存在较大的增长空间。

图表 16 常用建筑给排水管比较

| 项目     | 铜管          | 不锈钢水管           | PPR 水管             |
|--------|-------------|-----------------|--------------------|
| 材质     | 紫铜、黄铜       | 304、304L 不锈钢    | 三型聚丙烯              |
| 价格     | 6 倍         | 4 倍             | 1 倍                |
| 卫生性能   | 具有强大的杀菌消毒能力 | 遇水中氯离子，容易析出致癌物质 | 容易二次污染，是细菌、军团菌的滋生地 |
| 适用温度范围 | -60℃-180℃   | -40℃-160℃       | -5℃-75℃            |
| 抗压性能   | 6Mpa        | 10Mpa           | 0.6Mpa-0.8Mpa      |
| 耐腐蚀性   | 遇氧气形成氧化铜保护膜 | 遇铁屑容易造成锈蚀       | 遇紫外线老化严重           |
| 卫生性能   | 较好          | 好               | 较好                 |

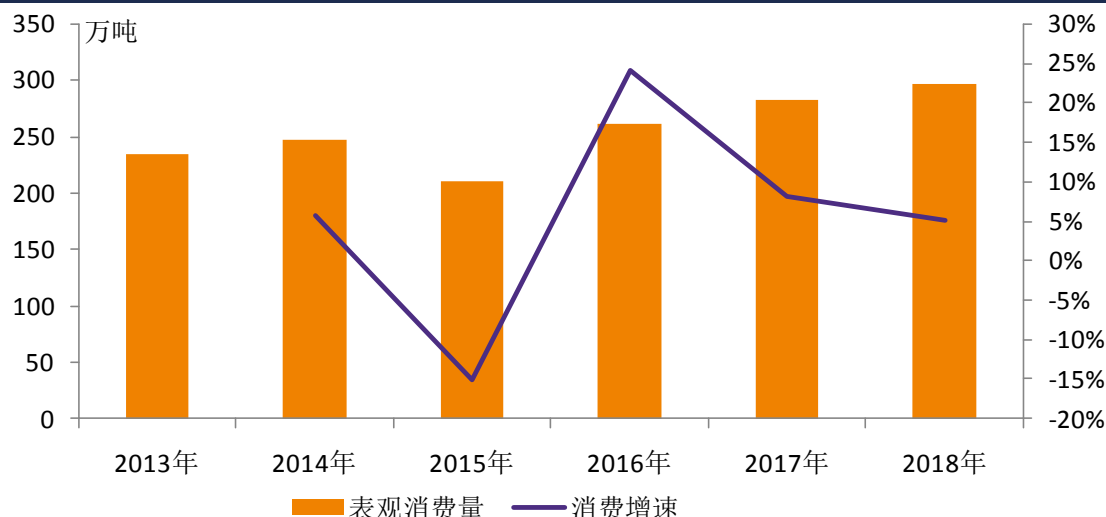
资料来源：百度文库，华鑫证券研发部

2017 年 5 月，国家住房和城乡建设部发布行业标准《建筑与小区管道直饮水系统技术规程》，明确管材应选用铜管、不锈钢管等符合食品级要求的优质管材，并取消了塑料管的相关规定。2019 年 7 月，中国国家卫生健康委员会表示，新版《生活饮用水卫生标准》有望在 2020 年发布，检测指标从原来的 35 项增加到 106 项，使得居民饮用

水水质达标情况持续改善。随着国家政策层面的推动以及居民健康环保意识的提升，未来我国建筑用铜管需求有望保持增长。

随着国民经济的发展以及人民群众对生活品质要求的不断提高，对铜加工产品的需求也不断提升。2014-2018 年期间，我国铜管表观消费量年均复合增速达到 4.8%，而未来在我国房地产行业稳健发展的形势下，白色家电产品对铜管的需求仍将保持相对稳定。

图表 17 2013-2018 年期间国内铜管表观消费年均复合增速 4.8%



资料来源：安泰科，华鑫证券研发部

### 3. 迈向有色材料智造的国际巨匠

#### 3.1 铜加工产能持续扩张，剑指国际级领军企业

2016 年 9 月，公司董事会审议通过《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、优化生产布局的议案》，明确指出铜管加工行业已全面进入重整洗牌阶段，公司将紧抓行业发展机遇，实施产业升级，扩大生产规模，提高市场占有率，尽早实现全球最强大的铜管制造企业的战略目标。

随后，公司对内通过自主改扩建增加产能，对外通过持续不断的优质项目并购实现产能增长。2017 年，公司并购全球连铸连轧生产工艺鼻祖欧洲诺尔达下属三家工厂，增加铜管产能 6 万吨；2019 年 3 月，公司成功收购全球铜加工行业领导企业 KME 集团位于德国、法国、意大利的 3 家铜合金棒生产工厂以及位于德国、西班牙的 2 家铜管生产工厂，增加铜合金棒产能 28 万吨，铜管产能 5.2 万吨。根据公司制定的《2025 年发布战略规划纲要》，到 2025 年公司将成为全球铜加工行业领军企业，铜材年销量达到 228 万吨，位居全球龙头行业地位。

图表 18 2018 年全球知名铜加工企业产量情况

| 企业名称                      | 主要产品          | 产量（万吨） |
|---------------------------|---------------|--------|
| 欧洲 Aurubis 公司             | 线材、型材、特殊铜和铜合金 | 120    |
| 凯美欧洲金属公司（KM Europa Metal） | 各种建筑、工业铜轧制品   | 80     |



|                           |                |       |
|---------------------------|----------------|-------|
| 德国维兰德公司（Wieland-Werke AG） | 铜管、铜棒、铜制品      | 71    |
| 海亮股份有限公司                  | 制冷空调用铜管、铜棒     | 57.19 |
| 金龙集团                      | 制冷空调用铜管、铜棒     | 51    |
| 韩国丰山公司                    | 铜及铜合金板带、线、引线框架 | 47    |

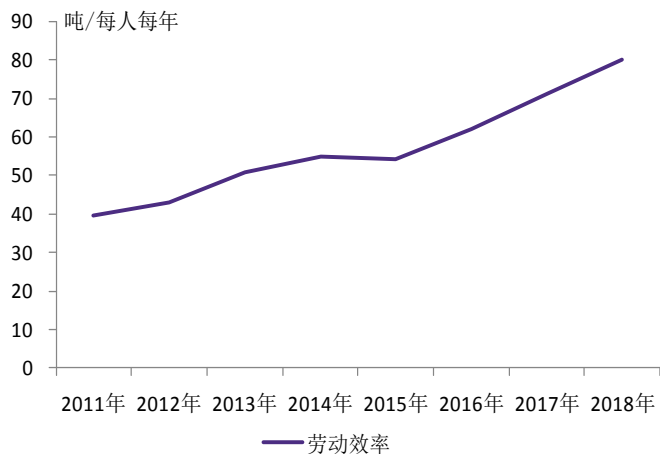
资料来源：新浪网，华鑫证券研发部

### 3.2 打造“第二主业”，加快智能制造步伐

2015年8月，公司通过股东大会修改经营范围，由“制造、加工铜管、铜板带、铜箔及相关铜制品”变更为“铜管、铜板带、铜箔及其他铜制品，铝及铝合金管型材及相关铝制品，铜铝复合材料的制造、加工”。2018年1月，公司制定的《2025年发展战略规划纲要》，“公司将全力打造第二主业，以高科技、高附加值、高回报率的新材料为主要方向，主动突破铜加工主业发展瓶颈。”2018年11月，公司非公开发行股票募集20.8亿元，拟投资1.5亿元兴建“年产10,000吨新型高效平行流换热器用精密微通道铝合金扁管建设项目”，产品主要用于汽车空调的热交换系统，为公司增加新的盈利点。

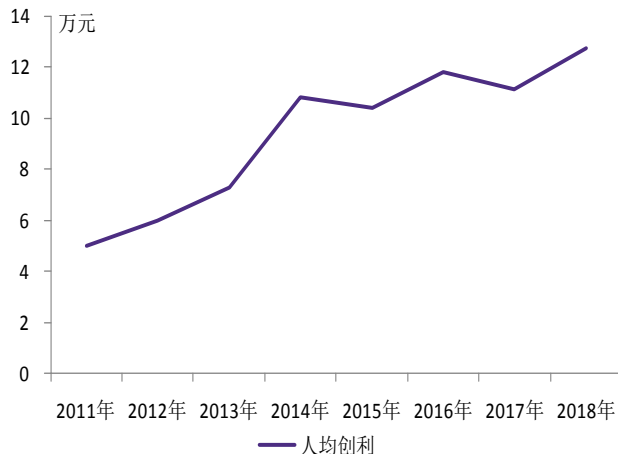
公司在铜加工行业内率先迈开了“信息化和智能化”的现代化工业发展步伐，拥有300多项专利技术，并建立起多个行业领先的研发创新中心，首创空调制冷用铜管两化融合高速连续轧制技术、铜及铜合金管件无人化智能制造技术等一批国内外领先技术。经过近年来的改造升级，公司在铜管、铜棒等产品的关键工艺智能化制造成效明显，提升了公司产品的市场竞争力和盈利能力。

图表 19 智能化使得公司劳动效率持续提升



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 20 公司人均创造利润能力稳步提升



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

### 3.3 竞争优势突出

近年来，随着公司产量的提升，公司铜管产品的市场占有率持续提升，2018年达到17.64%。在制冷用铜管子行业中，公司产量一直排在行业前三名，在建筑用铜即铝合金管、热交换用铜及铜合金管、铜及铜合金管件等领域，公司产量均居国内前列。凭借多年的积累，公司产品已具备较高的知名度，与多家国内外知名家电企业形成长期稳定的合作关系，如格力、美的、海尔、开利、大金、LG等。目前，公司产品出口到100多个国家和地区，国内客户中有大量的下游行业龙头企业，国外客户已有300

多家，产品具备强大的国际竞争力，竞争优势明显。

图表 21 公司铜管市场占有率持续提升

| 项目        | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 全国铜管产量    | 250.1  | 264.61 | 225.5  | 280    | 295.56 | 278    |
| 公司铜管产量    | 17.22  | 19.74  | 20.51  | 25.76  | 40.29  | 49.04  |
| 公司铜管市场占有率 | 6.89%  | 7.46%  | 9.10%  | 9.20%  | 13.63% | 17.64% |

资料来源：公司相关公告，华鑫证券研发部

## 4. 公司盈利预测与估值

公司盈利预测假设：

(1) 公司项目投产顺利，2019 年-2021 年铜加工产品销量分别达到 76.2 万吨、92.1 万吨和 112.5 万吨；

(2) 公司产业话语权提升以及降本增效智能化改造，使得公司铜加工产品毛利保持小幅上升；

(3) 公司销售费用率和管理费用率保持小幅下降，整体相对稳定；

(4) 公司其他收入保持相对稳定；

(5) 公司总股本按照当前股本 19.52 亿股计算。

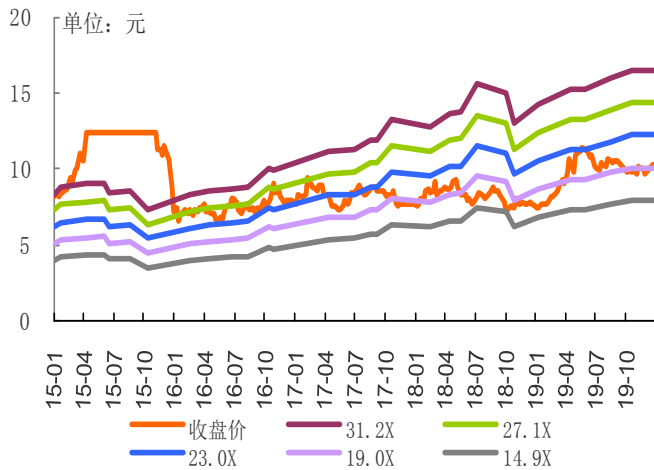
图表 22 公司营业收入假设

| 营业收入（亿元） | 2017A  | 2018A  | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 铜加工      | 242.82 | 328.4  | 335.88 | 433.35 | 570.84 |
| YOY      | 50.61% | 35.24% | 2.28%  | 29.02% | 31.73% |
| 其他       | 56.31  | 78.59  | 78.59  | 78.59  | 78.59  |
| 合计：      | 299.13 | 406.98 | 414.47 | 511.94 | 649.42 |
| 营业成本（亿元） | 2017A  | 2018A  | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
| 铜加工      | 226.68 | 306.5  | 309.98 | 401.13 | 530.92 |
| 其他       | 54.38  | 76.74  | 76.74  | 76.74  | 76.74  |
| 合计：      | 281.07 | 383.24 | 386.72 | 477.87 | 607.66 |
| 毛利（亿元）   | 2017A  | 2018A  | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
| 铜加工      | 16.14  | 21.9   | 25.9   | 32.22  | 39.92  |
| 其他       | 1.93   | 1.85   | 1.85   | 1.85   | 1.85   |
| 合计：      | 18.07  | 23.74  | 27.75  | 34.07  | 41.77  |

资料来源：Wind，华鑫证券研发部

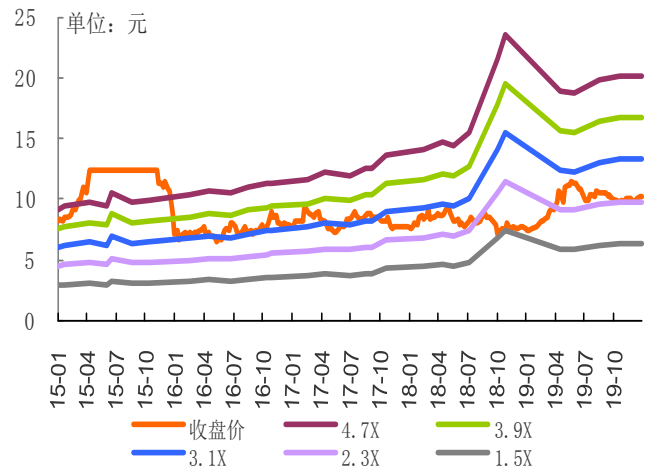


图表 23 公司 PE-Band



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 24 公司 PB-Band



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

我们预测公司 2019-2021 年营业收入分别为 414.47 亿元、511.94 亿元和 649.42 亿元，实现归属母公司所有者净利润分别为 10.97 亿元、13.9 亿元和 17.44 亿元。按照公司 10.28 元的股价测算，对应的市盈率分别为 18.3 倍、14.4 倍和 11.5 倍。公司是国内铜产品加工的龙头企业，核心竞争力突出，未来随着生产规模的逐步扩大，公司有望成为国际级的领军企业。公司秉承赚取加工费的经营理念，经营业绩有望随着产能的大幅扩张而增长，首次覆盖，给予“推荐”的投资评级。

## 5. 风险提示

- (1) 项目投产进度不及预期；
- (2) 公司铜材加工费下降；
- (3) 市场系统性风险。

图表 25 公司盈利预测 (百万元)

| 资产负债表(百万元)    | 2018A  | 2019E  | 2020E  | 2021E  | 利润表(百万元)     | 2018A         | 2019E         | 2020E         | 2021E         |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>流动资产:</b>  |        |        |        |        | <b>营业收入</b>  | <b>40,698</b> | <b>41,447</b> | <b>51,194</b> | <b>64,942</b> |
| 货币资金          | 3,371  | 5,670  | 4,421  | 3,251  | 营业成本         | 38,324        | 38,672        | 47,787        | 60,766        |
| 应收款           | 5,155  | 5,250  | 6,484  | 8,226  | 营业税金及附加      | 60            | 61            | 75            | 95            |
| 存货            | 2,918  | 2,945  | 3,639  | 4,627  | 销售费用         | 408           | 580           | 666           | 844           |
| 其他流动资产        | 840    | 840    | 840    | 840    | 管理费用         | 388           | 663           | 768           | 909           |
| 流动资产合计        | 12,284 | 14,704 | 15,384 | 16,944 | 财务费用         | 488           | 359           | 441           | 451           |
| <b>非流动资产:</b> |        |        |        |        | 费用合计         | 1,284         | 1,602         | 1,875         | 2,204         |
| 可供出售金融资产      | 816    | 816    | 816    | 816    | 资产减值损失       | 29            | 29            | 36            | 46            |
| 固定资产+在建工程     | 2,163  | 3,776  | 5,220  | 6,497  | 公允价值变动       | 141           | 141           | 141           | 141           |
| 无形资产+商誉       | 791    | 791    | 791    | 791    | 投资收益         | 14            | 14            | 14            | 14            |
| 其他非流动资产       | 3,164  | 3,164  | 3,164  | 3,164  | <b>营业利润</b>  | <b>1,020</b>  | <b>1,238</b>  | <b>1,577</b>  | <b>1,987</b>  |
| 非流动资产合计       | 6,934  | 8,547  | 9,991  | 11,268 | 加: 营业外收入     | 56            | 56            | 56            | 56            |
| 资产总计          | 19,218 | 23,250 | 25,376 | 28,212 | 减: 营业外支出     | 4             | 4             | 4             | 4             |
| <b>流动负债:</b>  |        |        |        |        | <b>利润总额</b>  | <b>1,072</b>  | <b>1,291</b>  | <b>1,629</b>  | <b>2,039</b>  |
| 短期借款          | 4,109  | 4,109  | 4,109  | 4,109  | 所得税费用        | 146           | 176           | 222           | 277           |
| 应付账款、票据       | 4,402  | 4,442  | 5,489  | 6,980  | <b>净利润</b>   | <b>927</b>    | <b>1,115</b>  | <b>1,407</b>  | <b>1,762</b>  |
| 其他流动负债        | 1,674  | 1,674  | 1,674  | 1,674  | 少数股东损益       | 18            | 18            | 18            | 18            |
| 流动负债合计        | 10,185 | 10,225 | 11,272 | 12,762 | <b>归母净利润</b> | <b>909</b>    | <b>1,097</b>  | <b>1,390</b>  | <b>1,744</b>  |
| <b>非流动负债:</b> |        |        |        |        |              |               |               |               |               |
| 长期借款          | 526    | 3,676  | 3,676  | 3,676  |              |               |               |               |               |
| 其他非流动负债       | 117    | 117    | 117    | 117    |              |               |               |               |               |
| 非流动负债合计       | 643    | 3,793  | 3,793  | 3,793  |              |               |               |               |               |
| 负债合计          | 10,827 | 14,017 | 15,064 | 16,555 |              |               |               |               |               |
| <b>所有者权益</b>  |        |        |        |        |              |               |               |               |               |
| 股本            | 1,952  | 1,952  | 1,952  | 1,952  |              |               |               |               |               |
| 资本公积金         | 2,310  | 2,310  | 2,310  | 2,310  |              |               |               |               |               |
| 未分配利润         | 3,706  | 4,436  | 5,374  | 6,543  |              |               |               |               |               |
| 少数股东权益        | 362    | 362    | 362    | 362    |              |               |               |               |               |
| 所有者权益合计       | 8,391  | 9,233  | 10,312 | 11,657 |              |               |               |               |               |
| 负债和所有者权益      | 19,218 | 23,250 | 25,376 | 28,212 |              |               |               |               |               |
|               |        |        |        |        |              |               |               |               |               |
| 现金流量表(百万元)    | 2018A  | 2019E  | 2020E  | 2021E  |              |               |               |               |               |
| 净利润           | 927    | 1115   | 1407   | 1762   |              |               |               |               |               |
| 折旧与摊销         | 224    | 387    | 555    | 723    |              |               |               |               |               |
| 财务费用          | 475    | 359    | 441    | 451    |              |               |               |               |               |
| 存货的减少         | -365   | -26    | -694   | -988   |              |               |               |               |               |
| 营运资本变化        | 1464   | -55    | -188   | -251   |              |               |               |               |               |
| 其他非现金部分       | -118   | 0      | 0      | 0      |              |               |               |               |               |
| 经营活动现金净流量     | 2607   | 1780   | 1522   | 1697   |              |               |               |               |               |
| 投资活动现金净流量     | -1434  | -2000  | -2000  | -2000  |              |               |               |               |               |
| 筹资活动现金净流量     | -601   | 2519   | -770   | -868   |              |               |               |               |               |
| 现金流量净额        | 657    | 2,298  | -1,248 | -1,170 |              |               |               |               |               |

| 主要财务指标            | 2018A  | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长性</b>        |        |        |        |        |
| 营业收入增长率           | 126.1% | 1.8%   | 23.5%  | 26.9%  |
| 营业利润增长率           | 58.7%  | 21.4%  | 27.3%  | 26.0%  |
| 归母净利润增长率          | 64.9%  | 20.7%  | 26.6%  | 25.5%  |
| 总资产增长率            | 50.6%  | 21.0%  | 9.1%   | 11.2%  |
| <b>盈利能力</b>       |        |        |        |        |
| 毛利率               | 5.8%   | 6.7%   | 6.7%   | 6.4%   |
| 营业利润率             | 2.5%   | 3.0%   | 3.1%   | 3.1%   |
| 三项费用/营收           | 3.2%   | 3.9%   | 3.7%   | 3.4%   |
| EBIT/销售收入         | 3.4%   | 4.1%   | 4.1%   | 3.9%   |
| 净利润率              | 2.3%   | 2.7%   | 2.7%   | 2.7%   |
| ROE               | 11.0%  | 12.1%  | 13.6%  | 15.1%  |
| <b>营运能力</b>       |        |        |        |        |
| 总资产周转率            | 211.8% | 178.3% | 201.7% | 230.2% |
| <b>资产结构</b>       |        |        |        |        |
| 资产负债率             | 56.3%  | 60.3%  | 59.4%  | 58.7%  |
| <b>现金流质量</b>      |        |        |        |        |
| 经营净现金流/净利润        | 2.81   | 1.60   | 1.08   | 0.96   |
| <b>每股数据 (元/股)</b> |        |        |        |        |
| 每股收益              | 0.47   | 0.56   | 0.71   | 0.89   |
| 每股净资产             | 4.30   | 4.73   | 5.28   | 5.97   |

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部



## 分析师简介

徐鹏：华鑫证券研究员，工学硕士，2013 年 6 月加盟华鑫证券研发部。

## 华鑫证券有限责任公司评级说明

股票的投资评级说明：

|   | 投资建议 | 预期个股相对沪深 300 指数涨幅 |
|---|------|-------------------|
| 1 | 推荐   | >15%              |
| 2 | 审慎推荐 | 5%—15%            |
| 3 | 中性   | (-) 5%— (+) 5%    |
| 4 | 减持   | (-) 15%— (-) 5%   |
| 5 | 回避   | < (-) 15%         |

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

|   | 投资建议 | 预期行业相对沪深 300 指数涨幅 |
|---|------|-------------------|
| 1 | 增持   | 明显强于沪深 300 指数     |
| 2 | 中性   | 基本与沪深 300 指数持平    |
| 3 | 减持   | 明显弱于沪深 300 指数     |

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。



## 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>