

产能扩张全球布局，铜材巨头加速推进

——海亮股份（002203）首次覆盖报告

增持（首次）

日期：2020年04月21日

报告关键要素：

海亮股份为我国铜加工行业龙头企业，近年来业绩增长较快。随着其募投资建产能投产，产能有望进一步实现扩张。公司全球化战略正在加速推进，已基本完成主要铜材消费市场的布局。同时，公司打造第二主业及推行的“智造”理念，都有望提升公司盈利能力。随着公司行业话语权的提升以及下游需求的回暖，公司有望进一步提升业绩。

投资要点：

- **产能持续扩张，远景方向明确：**公司近年来通过技改、并购及自建等方式，产能得到大幅度增长。截至2018年底，公司合计拥有铜加工产能约66.10万吨/年。2019年，公司收购KME集团旗下位于欧洲的5家铜合金棒与铜管工厂，实现新增28万吨铜合金棒产能、5.2万吨铜管产能。此外，公司目前在建铜材加工产能合计60.5万吨，投产后将实现产能大幅度增长。
- **收购投建并举，全球化布局加速推进：**公司拥有浙江、上海、安徽、广东、重庆、成都、越南、泰国等生产基地，美国基地亦在建设之中，2019年，公司收购KME相关业务后在欧洲也将拥有生产基地，从而在全球主要市场都拥有生产基地，全球化布局加速推进。
- **打造第二产业，推进“智造”理念：**公司定增募资1.5亿元建设“年产1万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”，预计达产后，新增销售收入3亿元，利润总额4761万元。此外，公司加大研发投入，并推行“智造”理念，降本增效效果明显。
- **行业加速整合，下游需求有望回暖：**铜管行业目前在加速整合中，加工费有望提升，下游需求有望回暖，也将带动铜管需求的改善。
- **盈利预测与投资建议：**预计公司2019年-2021年归母净利润分别为10.61亿元、13.38亿元和18.17亿元，对应EPS分别为0.54、0.69和0.93元/股，对应收盘价9.32元的PE分别为17、14和10倍，给予“增持”评级。
- **风险因素：**项目投产不及预期、疫情扩散海外市场大幅下滑等。

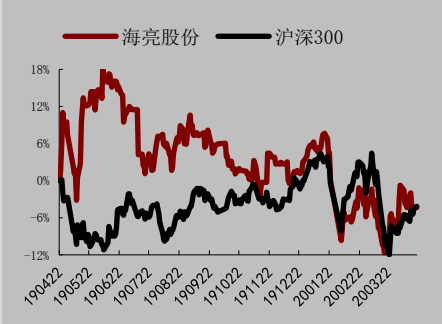
	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(亿元)	406.98	410.49	485.74	608.30
增长比率(%)	36.05%	0.86%	18.33%	25.23%
归母净利润(亿元)	9.09	10.61	13.38	18.17
增长比率(%)	28.85%	16.76%	26.05%	35.85%
每股收益(元)	0.47	0.54	0.69	0.93
市盈率(倍)	16.89	17.15	13.60	10.01

数据来源：Wind，万联证券研究所

基础数据

行业	有色金属
公司网址	
大股东/持股	海亮集团有限公司 /48.3%
实际控制人/持股	
总股本(百万股)	1,952.11
流通A股(百万股)	1,825.56
收盘价(元)	9.32
总市值(亿元)	181.94
流通A股市值(亿元)	170.14

个股相对沪深300指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所
数据截止日期：2020年04月20日

相关研究

分析师：	王思敏
执业证书编号：	S0270518060001
电话：	01056508508
邮箱：	wangsm@wlzq.com.cn
研究助理：	夏振荣
电话：	01056508505
邮箱：	xiazr@wlzq.com.cn

投资核心观点

● 公司整体判断

海亮股份为我国铜加工行业龙头企业，近年来成长较快，营收及利润都有比较明显的提升。随着其募投资建产能投产，产能有望进一步实现扩张。公司全球化战略正在加速推进，已基本完成主要铜材消费市场的布局。同时，公司打造第二主业及推行的“智造”理念，都有望提升公司盈利能力。随着公司行业话语权的提升以及下游需求的回暖，公司有望进一步提升业绩。

● 差异化观点

公司营收规模较大，但市场可能对其盈利能力有所顾虑。我们认为，随着公司打造第二产业、“智造”理念的推进以及行业整合的加速，公司盈利能力有望逐步改善。

● 估值和评级

预计公司 2019 年-2021 年归母净利润分别为 10.61 亿元、13.38 亿元和 18.17 亿元，对应 EPS 分别为 0.54、0.69 和 0.93 元/股，对应收盘价 9.29 元的 PE 分别为 17、14 和 10 倍，给予“增持”评级。

● 股价触发因素

公司铜加工业务产销量大幅提升、公司铜加工业务毛利率改善等均有利于触发股价提升；此外，若公司有新增投建项目能够改善业绩预期，也将有利于改善公司股价。

● 风险提示

项目投产不及预期、加工费下跌、疫情扩散海外市场大幅下滑等。

目录

1、立足铜加工业务，成就国际巨头	5
1.1 背靠海亮集团，铜加工为核心业务	5
1.2 业绩增长较快，铜管业务为利润主要来源	6
2、多措并举，铜加工巨头志在高远	9
2.1 产能持续扩张，远景方向明确	9
2.2 收购投建并举，全球化布局加速推进	11
2.3 打造第二主业，优化产品结构	12
2.4 全力推进“智造”理念，打造公司成本优势	12
3、铜管行业加速整合，下游需求有望回暖	14
3.1 行业加速整合，加工费有望随之提升	14
3.2 下游空调需求有望回暖，新标准实施利好铜管需求	15
4、盈利预测及投资建议	19
4.1 盈利预测	19
4.2 投资建议	19
5、风险提示	19
图表 1：公司发展历程	5
图表 2：公司股权结构	5
图表 3：公司主要产品情况	6
图表 4：公司营收保持较快增长	7
图表 5：公司归母净利润增长较快	7
图表 6：公司主营业务收入	7
图表 7：2018 年公司各项业务收入占比	7
图表 8：公司主营业务毛利	7
图表 9：2018 年公司各项业务毛利占比	7
图表 10：公司近年分业务毛利率	8
图表 11：公司近年毛利率费用率净利率情况	8
图表 12：公司近年 ROE 情况	8
图表 13：公司铜加工业务产能持续增长	9
图表 14：公司在建产能	9
图表 15：近期公司收购产能	10
图表 16：公司近年境外营收增长较快	11
图表 17：海亮环材为公司开拓新的利润增长点	12
图表 18：公司研发投入保持较快增长	13
图表 19：公司研发支出占营收比例处于行业中上水平	13
图表 20：公司产能效率提升	13
图表 21：公司吨均人工及制造费用有所下降	13
图表 22：公司人均创收增长明显	13
图表 23：公司人均创利水平有一定提升	13
图表 24：铜加工材细分品种拆分	14
图表 25：13-18 年铜管加工费提升较为明显	15
图表 26：近一年来铜管加工费稳中略升	15
图表 27：空调用铜管以热交换器为主	15
图表 28：空调成本中铜材占比约为 26%	16

图表 29：与日本相比，我国空调保有量仍处低位	16
图表 30：09-13 空调产销量攀升有望带动当下更新换代需求	17
图表 31：国内主要空调生产企业产品用铜管情况	18
图表 32：公司业务拆分预测	19
图表 33：可比公司 PE 估值比较	19

1、立足铜加工业务，成就国际巨头

1.1 背靠海亮集团，铜加工为核心业务

浙江海亮股份有限公司（以下简称“海亮股份”或“公司”）是海亮集团有限公司控股的中外合资股份有限公司。公司于2001年成立并于2008年在深圳证券交易所上市。公司一直致力于优质铜产品、导电异型材、铝型材的研发、生产、销售和服务，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。发展至今，公司已全球最大、国际最具竞争力的铜加工企业之一，为中国最大的铜管、铜管管件出口企业之一。

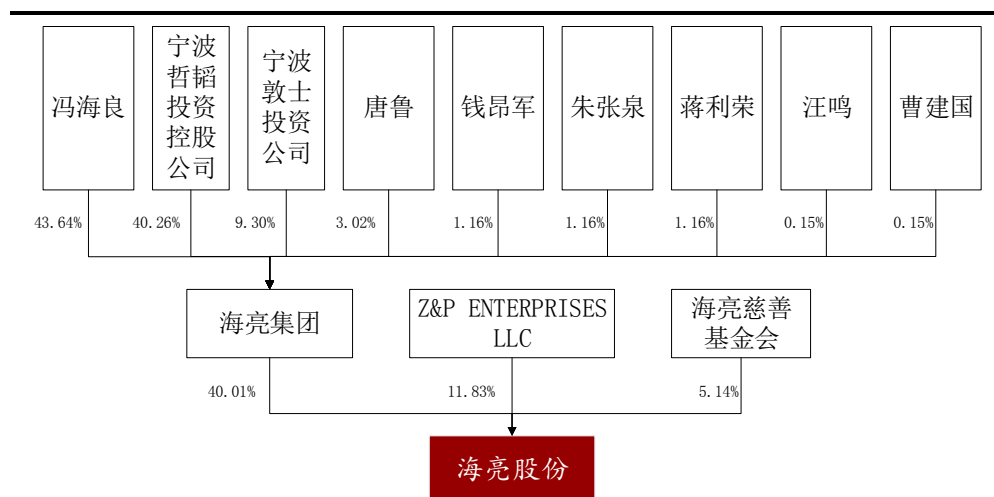
图表1：公司发展历程



资料来源：公司官网，万联证券

截至2020年1月，公司前三大股东合计持股11.12亿股，占总股本比例为56.98%。其中，第一大股东为海亮集团，持股比例为40.01%；实控人为冯海良，直接持股比例为3.07%，并直接持有海亮集团43.64%股份。

图表2：公司股权结构



资料来源：公司公告，万联证券

公司背靠实力雄厚的海亮集团。海亮集团成立于1989年，聚焦于教育事业、有色材料智造、健康产业三大核心领域，2018年营业收入达1736亿元，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，实力雄厚。

公司的核心业务为铜加工业务，主要产品包括铜管、铜棒、铜材等，广泛应用于空调和冰箱制冷、建筑、海水淡化、装备制造、核电设施等行业，下游应用较广。其中，铜管业务营收占比最高，近两年虽比重有所下滑，但仍维持在75%以上。除此之外，公司其他产品包括铝及铝合金管型材、环材等。

图表 3：公司主要产品情况

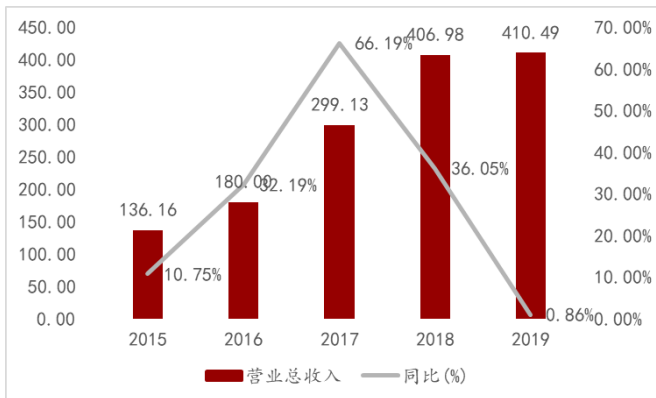
类型	应用领域	产品名称	用途
铜管	空调制冷	直管、盘管	空调、冰箱等制冷设备蒸发器、冷凝器等
	海水淡化等工业领域	铜及铜合金管	海水淡化过程中的热交换冷凝管等
	建筑	水道管、卫浴管、包塑铜管、保温管等	建筑装饰、卫浴、给排水及空调安装
	其他	铜管、铜合金管、铜管件等	其他汽车、机械、电子等用途
铜棒	制冷、水暖、机械、五金、通讯、IT 等	精密铜棒	高防火、高导电要求领域及其他领域
铜排	电器电子	紫铜排、铜铝复合排	适用于电气工程及超大电流电解冶炼工程等

资料来源：公司公告，万联证券

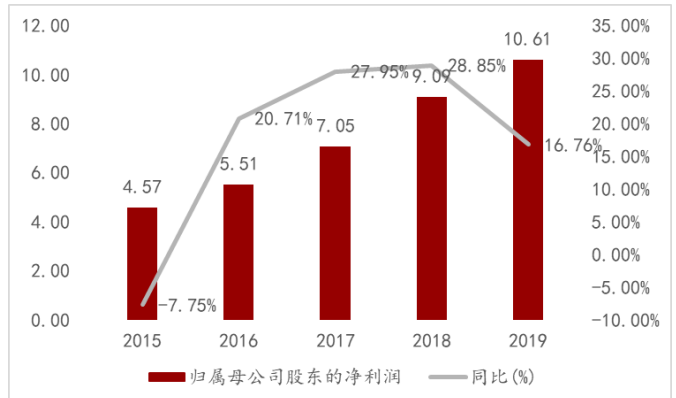
1.2 业绩增长较快，铜管业务为利润主要来源

近年来，公司营收及利润保持较快增长。2015-2019年间，公司营收由136.16亿元增至410.49亿元，年均复合增长率达到31.77%；归母净利润也由2015年的4.57亿元增至2019年的10.61亿元，年均复合增长率达到23.44%，保持较快增长。

图表4：公司营收保持较快增长



图表5：公司归母净利润增长较快

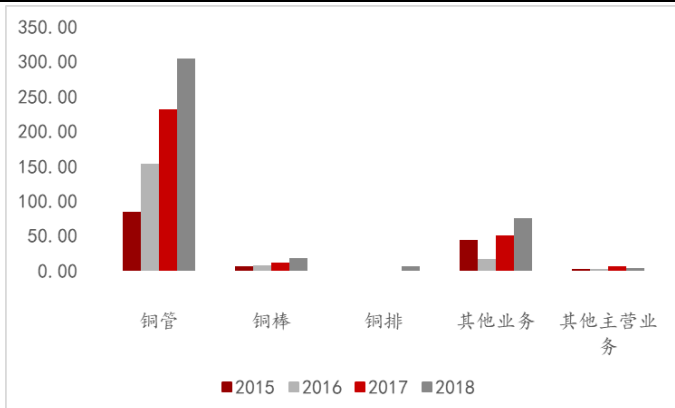


资料来源：公司公告，万联证券

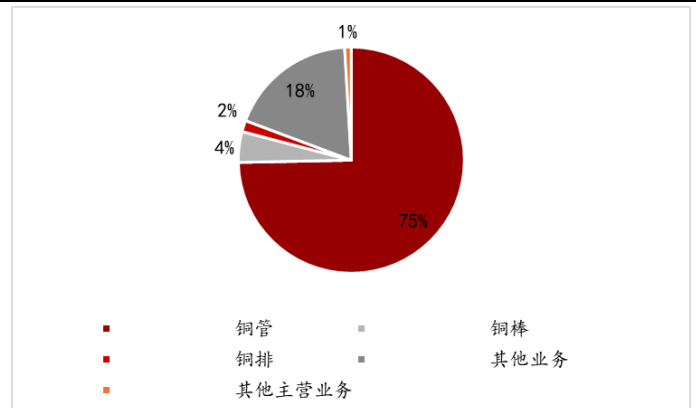
资料来源：公司公告，万联证券

公司营收及毛利的主要来源为铜管产品。2018年，公司铜管业务营收达到303.95亿元，营收占比达到75%；铜管业务毛利达到20.88亿元，毛利占比达到88%。铜棒业务目前占比不大，但增长较快。铜棒业务收入由2015年的6.5亿元增至2018年的17.87亿元，毛利也从2015年的0.46亿元增至2018年的0.87亿元。2019年，公司与KME签署股权资产购买协议，收购其持有的五家公司100%股权以及通过资产交易的方式收购德国Menden工厂铜管业务和铜管业务相关的资产（合称“目标业务”），目标业务铜管产能5.2万吨，铜合金棒产能达28万吨，未来铜棒业务有望随KME项目及募资投建等项目的推进实现快速增长。此外，铜排业务2018年度营收达到6.58亿元，实现毛利0.15亿元，主要是由于公司2018年完成了对成都贝德铜业的收购，其拥有铜排年产能1万吨。

图表6：公司主营业务收入



图表7：2018年公司各项业务收入占比

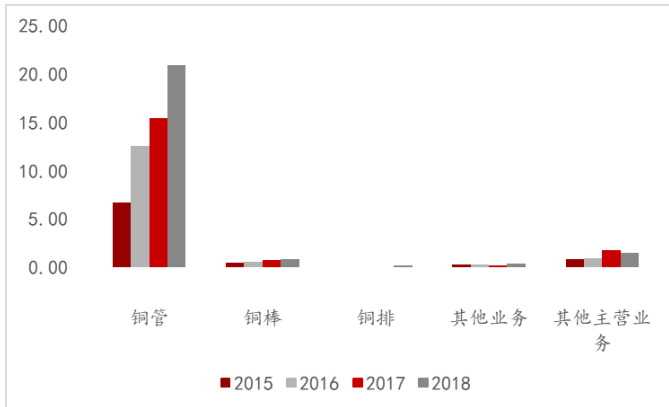


资料来源：公司公告，万联证券

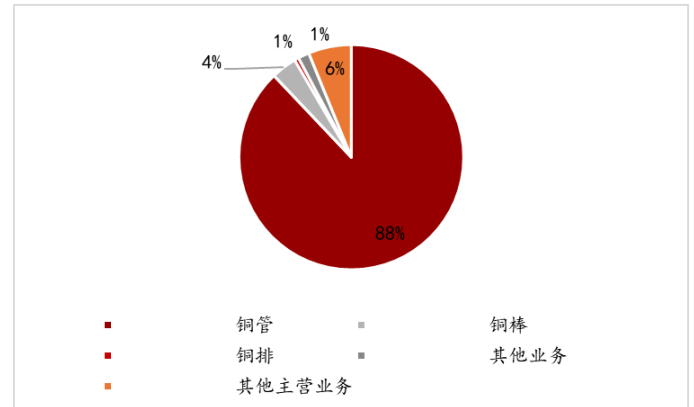
资料来源：公司公告，万联证券

图表8：公司主营业务毛利

图表9：2018年公司各项业务毛利占比



资料来源：公司公告，万联证券

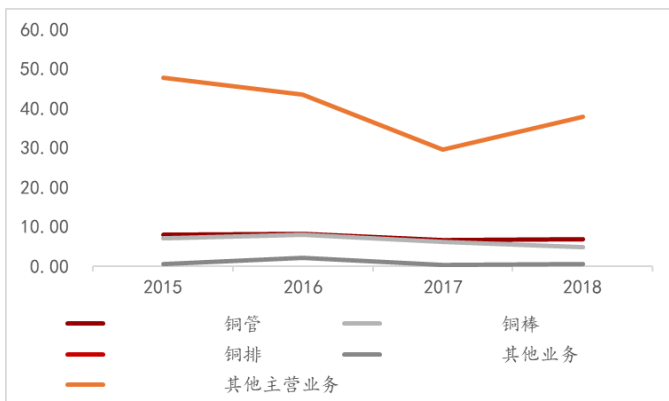


资料来源：公司公告，万联证券

主营铜加工业务毛利率相对而言，与铜价一般成反向趋势。公司铜加工产品定价采用“原材料价格+加工费”的模式，加工费相对较为稳定。若铜价偏低，由于加工费变化不大，毛利率则会较高。2015-2018年期间，公司铜管产品毛利率在6.87%-8.15%波动，铜棒产品毛利率在4.85%-8.00%之间波动。2018年，铜排业务毛利率为2.21%。

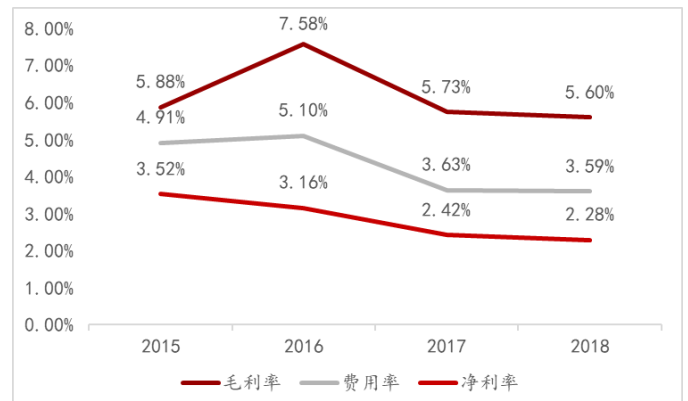
近年来，费用率有所下降，ROE较为稳定。费用率已从2016年的5.10%下降至2018年的3.59%，降本增效成果明显。毛利率随铜价变化有所回落，导致净利率也有所下滑，2018年公司整体毛利率为5.60%，净利率为2.28%。ROE则相对较为稳定，2016-2018年三年ROE分别为13.57%、14.87%和13.76%。

图表10：公司近年分业务毛利率



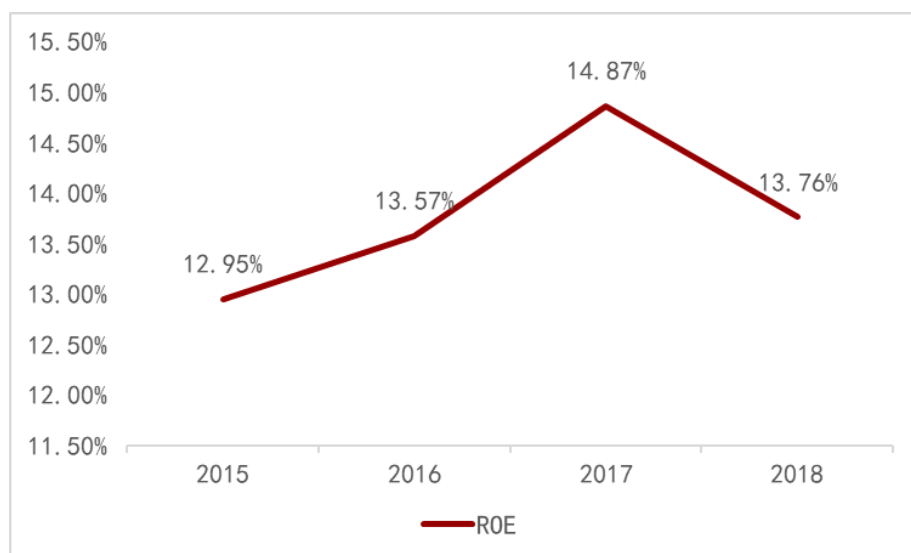
资料来源：公司公告，万联证券

图表11：公司近年毛利率费用率净利率情况



资料来源：公司公告，万联证券

图表12：公司近年ROE情况



资料来源：公司公告，万联证券

2、多措并举，铜加工巨头志在高远

2.1 产能持续扩张，远景方向明确

公司通过技改、并购及自建等方式，产能得到大幅度增长。2015年，随着前期技改项目的产能释放，公司铜加工产能增至28万吨/年；2016年，公司新建“2.5万吨/年制冷用空调管高质低耗信息化生产线建设设项目”、“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5万吨/年；同时，公司对浙江、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3万吨/年；2018年，公司通过技改实现产能增长9.6万吨/年，通过收购诺而达集团旗下三家铜加工企业，实现新增产能6万吨/年，通过收购成都贝德铜业新增铜排产能1万吨/年。截至2018年底，公司合计拥有铜加工产能约66.10万吨/年。2019年，公司收购KME集团旗下位于欧洲的5家铜合金棒与铜管工厂，实现新增28万吨铜合金棒产能、5.2万吨铜管产能。公司近年来自建产能增长迅速，目前在建铜材加工产能合计60.5万吨，投产后将实现产能大幅度增长。

图表 13：公司铜加工业务产能持续增长

	2014	2015	2016	2017	2018
设计产能（万吨/年）	25.00	28.00	36.00	47.50	66.10
实际产量（万吨）	23.14	23.71	29.66	45.11	57.19
实际销量（万吨）	22.99	23.90	28.97	44.73	57.14
产能利用率（%）	91.97	84.68	82.39	94.97	86.52
产销率（%）	99.14	100.80	97.67	99.15	99.91

资料来源：公司官网，万联证券

图表 14：公司在建产能

项目名称	项目实施地	项目投资	建设期	投达产情况	(预计) 投产时间
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	4 亿元	3 年	预计第四年投产, 并达设计产能 80%, 第 5 年达产	3 条生产线已完成 2 条, 预计 2020 达产
年产 9 万吨高效节能环保精密铜管生产线项目	安徽铜陵	5 亿元	3 年	预计第四年投产, 并达设计产能 80%, 第 5 年达产	3 条生产线已完成 2 条, 预计 2020 达产
年产 3 万吨高效节能环保精密铜管生产线项目	重庆	3 亿元	1 年	预计 1 年达产	2019 年
年产 17 万吨铜及铜合金棒材建设项目 (一期项目)	浙江诸暨	5.72 亿元	2 年	第三年投产并达到设计产能 60%, 第四年 80%, 第五年达产	预计 2020-2021 投产
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	浙江诸暨	3.28 亿元	2 年	第三年投产并达到设计产能 60%, 第四年 80%, 第五年达产	预计 2020-2021 投产
扩建年产 5 万吨高效节能环保精密铜管信息化生产线项目	上海	2.7 亿元	2 年	第三年投产并达到设计产能 60%, 第四年 80%, 第五年达产	预计 2020-2021 投产
有色金属材料深 (精) 加工项目 (一期): 3 万吨空调制冷用铜及铜合金精密无缝管	重庆	5 亿元	2 年	第三年投产并达到设计产能 60%, 第四年 80%, 第五年达产	预计 2020-2021 投产
美国新建 6 万吨铜管项目	美国德克萨斯州	11.5 亿元	3 年	预计第四年投产, 并达设计产能 60%, 第 5 年 80%, 第 6 年达产	预计 2021-2022 投产
年产 3 万吨高效节能环保精密铜管智能制造项目	泰国	2.10 亿元	2 年	第三年投产并达到设计产能 60%, 第四年 80%, 第五年达产	预计 2020-2021 投产

资料来源: 公司公告, 万联证券

图表 15: 近期公司收购产能

收购标的	地点	收购时间	收购金额	增加产能
诺而达 3 家亚洲铜管公司	亚洲	2016 年	1.19 亿欧元	6 万吨铜管
成都贝德铜业	成都	2018 年	6160 万元	1 万吨铜排
KME 旗下位于欧洲的五家铜合金棒与铜管工厂相关资产	欧洲	2019 年	1.19 亿欧元	28 万吨铜合金棒、5.2 万吨铜管

资料来源: 公司公告, 万联证券

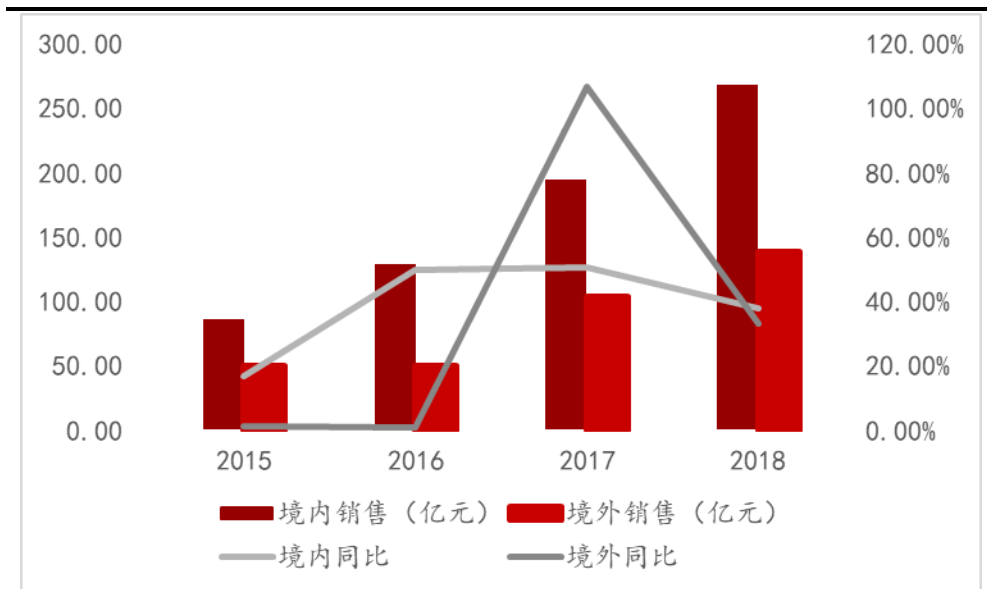
与金龙系委托加工于 2018 年结束, 自有产能覆盖后, 毛利率有望得到提升。2016-2018 年间, 公司与金龙系子公司合作, 委托铜材加工量分别为 15.82 万吨、10.57 万吨和 12.39 万吨。公司与金龙系的委托加工合作于 2018 年结束, 公司通过自有产能的增加有望覆盖相应的市场需求, 毛利率也有望随之得到一定提升。

战略规划目标明确，产能扩张有望持续。根据公司18年发布的《2025年发展战略规划纲要》，公司2025年目标实现铜加工材年销量228万吨，即123万吨铜管、67万吨精密铜棒、35万吨电工铜排及3万吨管接件，成为全球铜加工行业领军企业，未来产能扩张有望持续。

2.2 收购投建并举，全球化布局加速推进

2016年1月，公司公告披露收购JMF100%股权。JMF为美国空调制冷和水暖批发行业领军企业，收购JMF后，有利于利用其销售网络，拓展美国市场。之前，JMF经销产品主要为向其他第三方采购，收购完成后，公司优秀的生产能力及成本优势与JMF在美国市场良好的营销能力产生协同，带动了公司的铜管出口，同时也为公司后续在美国德州自建生产基地奠定了良好基础。收购完成后，公司境外营收增长明显。

图表16：公司近年境外营收增长较快



资料来源：公司年报，万联证券

2016年12月，公司公告披露收购诺而达位于亚洲的3家铜管公司所有已发行股份及待转让知识产权，三家公司为：诺而达铜管公司、诺而达奥托公司和诺而达泰国公司，此三家公司即为诺而达亚太板块下全部从事铜管业务的子公司。三家标的公司主营业务均为空调压缩机管、电子管、通讯管及其他不同用途金属管的研发、生产、销售和相关服务。三家标的公司实力较为雄厚，产品主要在中国市场销售，同时辐射东南亚等国际市场，在合金领域拥有世界领先的技术能力，其品牌在市场上有较高认可度，下游大客户包括格力、松下、志高、格兰仕等知名厂商。收购完成后，产生较好的协同效应，2018年，三家工厂实现销量7.89万吨，同比增长62.22%；实现净利润9202.23万元，同比增长88.83%。

2019年1月，公司公告拟出资1.19亿欧元收购KME集团旗下铜合金棒和铜管业务，标的资产涵盖KME位于德国、意大利、法国、西班牙等国的铜管、铜棒工厂，拥有铜合金棒产能28万吨，铜管产能5.2万吨。收购也包含了收购公司旗下商标、专利等知识产权。

收购KME旗下铜合金棒和铜管业务，有助于打开欧洲市场。KME为全球铜加工行业领袖级企业，主要客户集中于意大利、德国、法国等欧洲主要国家，在欧洲高档铜合金市场中占据主导地位，市占率约为17%。收购完成后，公司可获取高档铜合金棒制造技术，抢占欧洲高档铜合金棒市场，并利用KME的品牌拓展欧洲市场。

公司较强管理运营能力有望提振标的公司业绩。公司在并购JMF、诺而达等公司后，向其输出精细化管理和制备技术，显著改善了其销量和盈利能力。收购KME相关业务后，通过技术共享以及精细化管理的经验，有望快速提升标的公司盈利能力。

产能扩张，全球化进程全面推进。此次收购的铜合金棒28万吨产能及铜管5.2万吨产能，进一步提升了公司产能。公司已经拥有浙江、上海、安徽、广东、重庆、成都、越南、泰国等生产基地，美国基地亦在建设之中，收购完成后，公司在国内、东南亚、美国、欧洲等全球主要市场都拥有生产基地，全球化布局加速推进。

2.3 打造第二主业，优化产品结构

在做大做强铜加工主业的同时，公司致力于产业延伸，优化产品结构。公司于18年发布的《2025年发展战略规划纲要》中提出，要全力打造第二主业，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。

2015年，公司将“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”加入到经营范围中。2017年，公司定增募资1.5亿元建设“年产1万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”，建设期为2年，第三年达产。项目实施后，将填补公司在全铝微通道换热产品上的空白，进入下游的汽车空调系统市场，为公司增加新的盈利点。预计项目达产后，新增销售收入3亿元，利润总额4761万元。2019年3月，该项目已处于试生产阶段，预计于当年达产。

此外，公司于2015年募资向母公司收购浙江海亮环境材料有限公司100%股权后，已涉足环保材料领域，产品包括SCR板式催化剂、多孔SCR蜂窝脱硝催化剂、低温SCR蜂窝脱硝催化剂和SCR蜂窝脱硝催化剂等。海亮环材在2015-2017年均完成业绩承诺。2017年，其贡献扣非后净利润达1.63亿元。

图表 17：海亮环材为公司开拓新的利润增长点

年份	承诺净利润（扣非后） （万元）	实际实现净利润（扣非后） （万元）	完成率
2015	6899.03	6929.04	100.43%
2016	8646.81	8727.15	100.93%
2017	10199.12	16327.58	160.09%

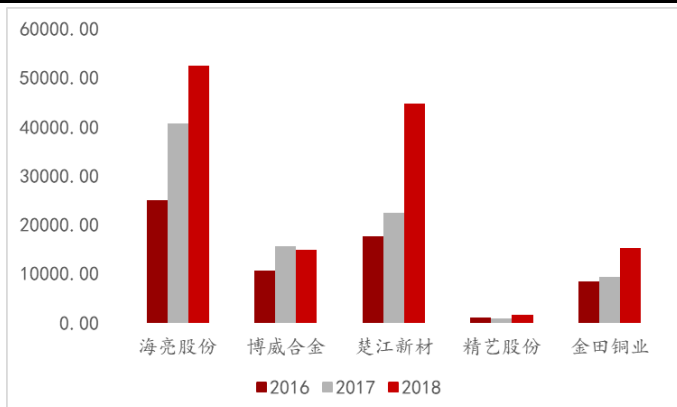
资料来源：公司公告，万联证券

2.4 全力推进“智造”理念，打造公司成本优势

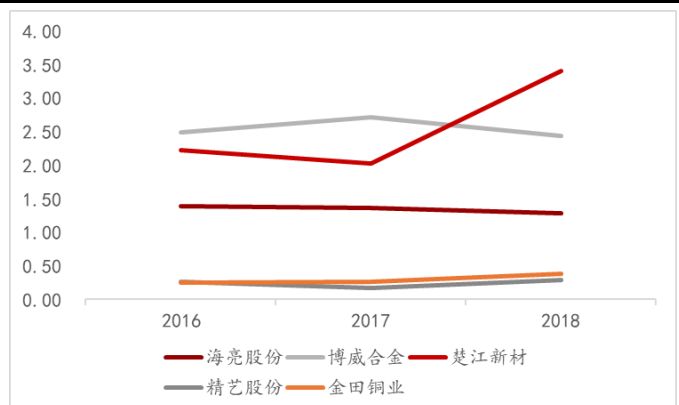
公司全力推进“智造”理念，以技术研发创新为先行。近年来，公司加大了研发投入力度，提升产品研发与制造能力。其研发支出在行业内处于前列，且保持较快增长。2018年，公司申请专利148项，其中包括43项发明专利，并累计主持或参与了数

十项国家及行业标准的起草。

图表18：公司研发投入保持较快增长



图表19：公司研发支出占营收比例处于行业中上水平

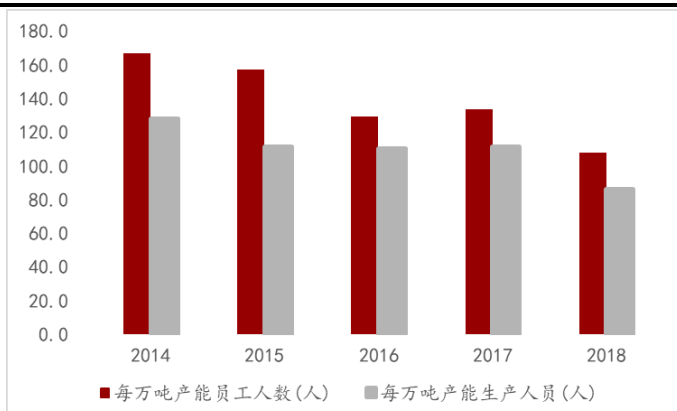


资料来源：公司年报，万联证券

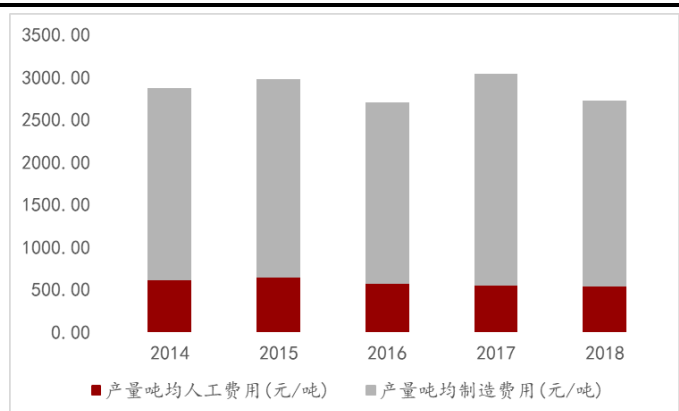
资料来源：公司年报，万联证券

“智造”的推进提升了自动化水平，降低了人力成本和制造成本，提升了人均盈利能力。公司在铜管、铜棒等产品的关键工艺机器换人方面已初见成效，一方面，智能化制造成为了保障产品质量的有效手段，另一方面，也有助于公司提高生产效率、降低人力及制造成本。

图表20：公司产能效率提升



图表21：公司吨均人工及制造费用有所下降

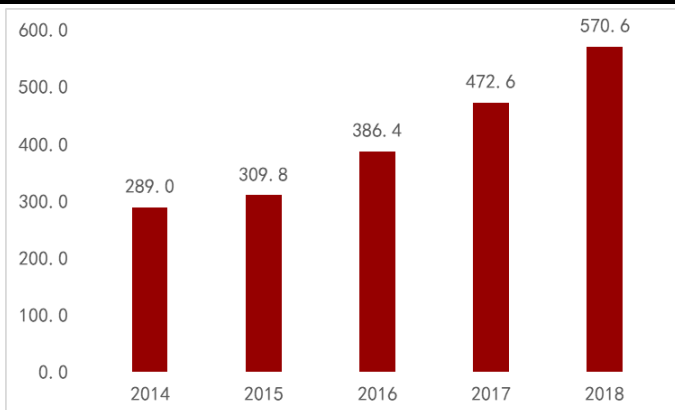


资料来源：公司年报，万联证券

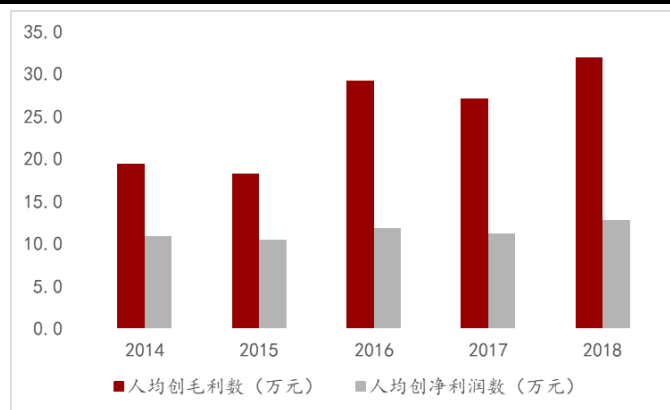
资料来源：公司年报，万联证券

图表22：公司人均创收增长明显

图表23：公司人均创利水平有一定提升



资料来源：公司年报，万联证券



资料来源：公司年报，万联证券

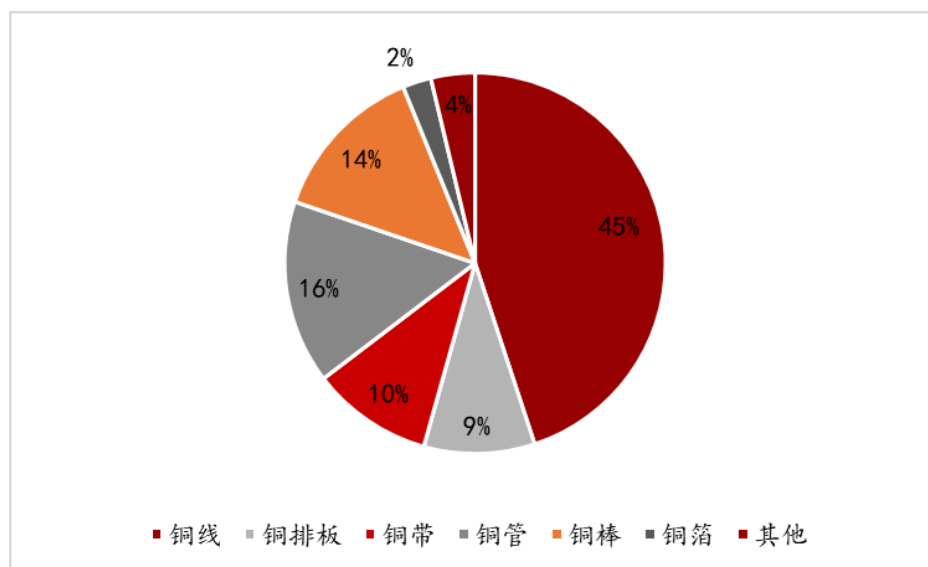
新募资投建项目多数为智能化制造项目，公司“智造”水平有望得到进一步提升。公司17年定增及18年可转债募投项目中，涉及部分产线智能化制造技改项目，其余新建产能建成后，多数也可实现自动化生产。随着募投项目的不断投产，公司有望进一步降低成本，提升盈利能力。

3、铜管行业加速整合，下游需求有望回暖

3.1 行业加速整合，加工费有望随之提升

近年来，包括铜管在内的铜加工材生产与消费呈现稳定增长态势。2017-2019年，我国铜加工材产量分别达到1722.5万吨、1781万吨和1816万吨，分别同比增长4.5%、3.4%和2.0%。其中，2019年，我国铜管产量达到283万吨，同比增长1.8%，在铜加工材产量占比中达到16%。

图表24：铜加工材细分品种拆分



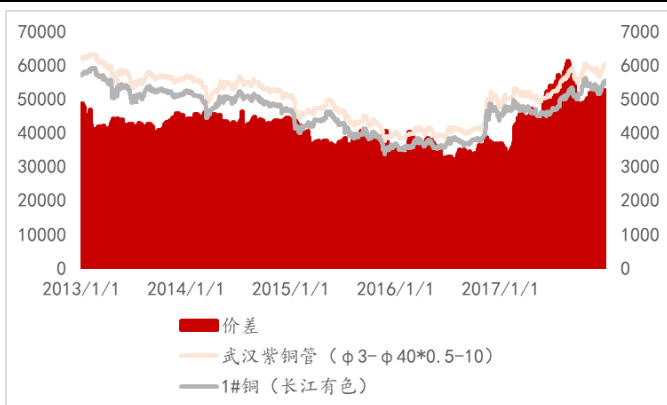
资料来源：有色金属加工工业协会，万联证券

铜管行业加速整合，行业集中度有所提升。我国铜管行业多年来一直呈现出低端产

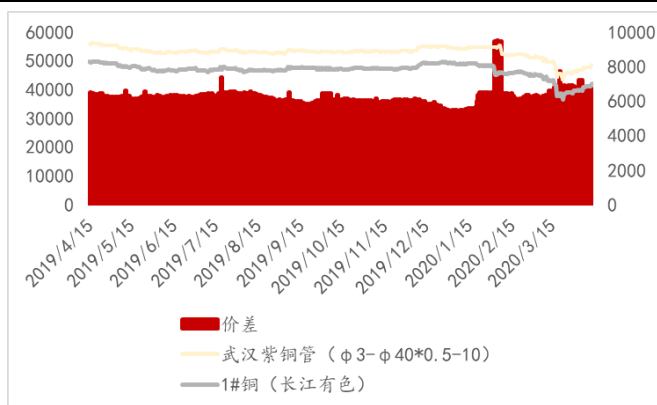
能过剩、行业集中度不足、产品同质化严重等特点，随着近年来价格、市场等方面的激烈竞争，部分中小厂商由于技术水平低、产能规模小、抗风险能力差等原因导致盈利甚微甚至亏损，从而被市场淘汰或被龙头厂商兼并。根据安泰科数据，2019年，调研16家铜管样本企业合计产能为231万吨，占全国铜管产能已超过65%，相比17年不足57%有了明显提升。未来随着海亮等龙头厂商产能进一步增长，行业集中度将得到进一步提升。

加工费有望随行业整合、集中度提升而上涨。对于大型铜管厂商而言，铜管加工费多以长单形式协定，相比中小型厂商，行业龙头厂商能够有更强的议价能力。随着铜管行业的整合，龙头厂商议价能力有所加强。我们以武汉紫铜管（ $\phi 3-\phi 40 \times 0.5-10$ ）为例，可以观察到，2013-2018年，其与铜价差有了明显提升；近一年来，价差稳中略有上升。随着铜管行业的加速整合，加工费有进一步提升的空间。

图表25：13-18年铜管加工费提升较为明显



图表26：近一年来铜管加工费稳中略升



资料来源：公司年报，万联证券

资料来源：公司年报，万联证券

3.2 下游空调需求有望回暖，新标准实施利好铜管需求

铜管下游主要可以拆分为空调制冷、建筑及装饰、船舶及海洋工程等。目前，制冷行业仍是铜管产品的主要下游，中国有75%以上的铜管产品应用到该行业。海亮股份铜管业务下游客户中，空调业务占比达到60%-70%。

空调用铜管以热交换器用管为主。空调用铜管主要可分为热交换器用管、配管用管、连接性用管及异型管件等几种。其中，热交换器作为空调两器（蒸发器、冷凝器）的重要组成部分，用铜管占比最大，达到60%。

图表 27：空调用铜管以热交换器为主

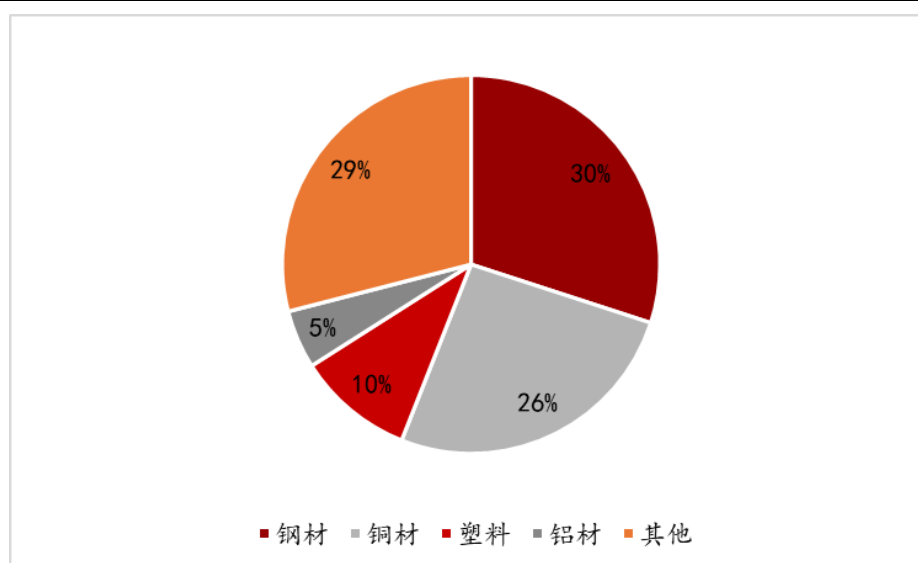
空调铜管应用	使用类型	性能要求	使用比例 (%)
热交换器用管	内螺纹铜管	换热性好、具有良好加工性及耐压性	60.00
配管用管	光面铜管	具有良好抗震性和耐压性	20.00

连接性用管	室内外连接管	具有良好弯曲性和加工性	15.00
异型管件	储液筒、三通管、四通或多通用管及半圆管	具有良好延伸性和耐压效果	5.00

资料来源：李沪春《空调行业发展与铜管需求预测》，万联证券

国内空调用铜管市场规模可达每年600亿元。2019年，我国空调产量为21866.2万台，均价在2500元左右，按此测算，产值约为5400亿元。各大厂商空调业务毛利率基本在25%以上，粗略估计成本约4000亿元。铜材成本是空调成本的重要组成部分，约占到26%以上，而空调中使用的铜材按照使用比例测算，约有60%的铜材为铜管，据此测算，国内空调用铜管市场规模可达每年600亿元以上。

图表28：空调成本中铜材占比约为26%

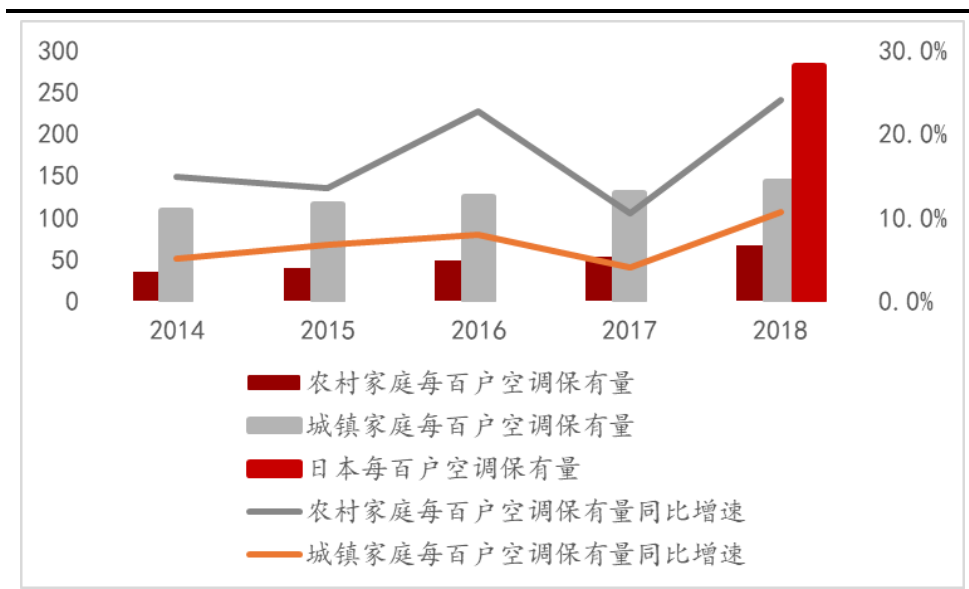


资料来源：中国产业信息网，万联证券

空调需求主要来自于两部分，一部分为新增需求，另一部分为更新换代需求。可以以空调户均保有量简单衡量。新增需求包括用户首次购买空调或增添空调数量，可以提升户均保有量；而更新换代需求指空调达到使用寿命后更换的需求，并不提升户均保有量。

与日本相比，我国空调保有量仍处低位，增长空间较大。中国与日本生活习惯类似，且大部分区域纬度在日本之下，空调需求更有刚性。但当前我国与日本相比，空调保有量仍处低位，2018年，日本空调保有量达到281.3台/百户，与之对比，我国城镇家庭及农村家庭每百户空调保有量分别为142.2台和65.2台，对标日本，差距明显。随着未来我国的经济、城镇化的推进，整体空调保有量有望进一步提升。

图表29：与日本相比，我国空调保有量仍处低位



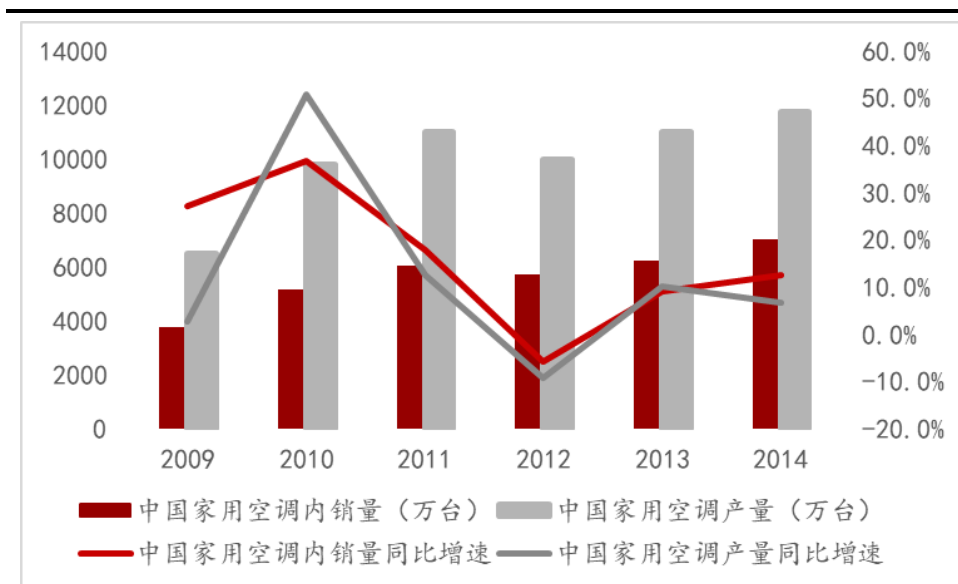
资料来源: Wind, 国家统计局, 万联证券

竣工预期回暖, 空调内需有望回升。家电属地产后周期行业, 与竣工数据联系较为密切, 通常销售数据增速滞后地产销售数据增速6个月-1年左右。16-19年, 地产竣工比例较低, 这部分竣工需求更可能被延后。2019Q4竣工已出现回暖迹象, 12月单月房屋竣工面积增幅更是高达20.2%, 竣工改善有望持续驱动空调新增需求。

新一轮家电消费政策有望落地。09年财政补贴家电下乡政策面向全国推广, 此后极大推动了家电行业的发展。20年4月, 广东下发《关于提供家电下乡备选生产企业及产品清单的函》, 已经率先开展新一轮家电下乡专项行动, 其他地方家电消费政策亦有望得到落地。

存量市场更新换代需求正在加强。空调的安全使用寿命一般为8-10年, 目前正处于上轮家电下乡产品更新换代时期。2009-2013年, 中国家用空调产量从6485万台大幅增长至11002万台, 内销量也从3767万台增至6235万台, 产销量的大幅攀升为当下更新换代需求奠定基础。

图表30: 09-13空调产销量攀升有望带动当下更新换代需求



资料来源: Wind, 国家统计局, 万联证券

受疫情影响, 短期内空调行业承压, 长期影响有限。需求端, 线下门店关闭, 线下渠道受阻, 且疫情期间小区管控严格, 空调配送及安装受阻; 供给端, 公司复工复产延期影响产量。2020年1-2月, 国内家用空调产量为1352.8万台, 同比下滑40.3%。但考虑到空调需求较为刚性, 需求更可能推迟而非消失, 且一季度为空调销售淡季, 因此长期来看, 影响较为有限。疫情对竣工的短期影响也较为明显, 1-2月, 竣工面积同比下滑22.9%, 但竣工周期已至, 逐渐回暖仍是大概率事件。

新空调能效标准将实施, 铜管需求有望受益。空调新能效标准将于2020年7月1日正式实施, 新版标准变频空调能效准入指标比原标准提高一级, 而定频空调能效准入要求(5级)约相当于原标准能效1级要求。通常而言, 空调能效比要求越高, 对铜管需求量越大, 铜管需求有望受益。

图表 31: 国内主要空调生产企业产品用铜管情况

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	2.42	4.18
3 级能效	1.60	2.62	3.20	3.76	4.61
一拖多机型					
5 匹	10 匹		14 匹		
21.1	32.30		41.89		

资料来源: 李沪春《空调行业发展与铜管需求预测》, 万联证券

4、盈利预测及投资建议

4.1 盈利预测

关键假设：

- 1、公司在建项目按预期投产。
- 2、规模效应、“智造”推进叠加加工费上涨预期，使得公司铜加工产品毛利率有所上升。

图表 32：公司业务拆分预测

营业收入（亿元）	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
铜加工	242.82	328.40	314.36	380.00	494.10
其他	56.31	78.59	96.13	105.74	114.20
总计	299.13	406.99	410.49	485.74	608.30
营业成本（亿元）	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
铜加工	226.68	306.50	287.85	346.28	450.18
其他	54.38	76.74	94.40	103.78	112.05
总计	281.06	383.24	382.25	450.06	562.23
毛利（亿元）	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
铜加工	16.14	21.90	26.51	33.73	43.92
其他	1.93	1.85	1.73	1.96	2.15
总计	18.07	23.75	28.24	35.68	46.07
毛利率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
铜加工	6.65%	6.67%	8.43%	8.88%	8.89%
其他	3.43%	2.35%	1.80%	1.85%	1.88%
总计	6.04%	5.84%	6.88%	7.35%	7.57%

资料来源：Wind，万联证券

图表 33：可比公司 PE 估值比较

证券简称	TTM	2020E	2021E
精艺股份	32.29		
楚江新材	21.54	16.93	14.14
博威合金	19.10	15.31	12.15
可比公司平均值	24.31	16.12	13.15
海亮股份	17.09	14.05	11.19

资料来源：Wind，万联证券

4.2 投资建议

预计公司2019年-2021年归母净利润分别为10.61亿元、13.38亿元和18.17亿元，对应EPS分别为0.54、0.69和0.93元/股，对应收盘价9.32元的PE分别为17、14和10倍，给予“增持”评级。

5、风险提示

风险因素：项目投产不及预期、加工费下跌、疫情扩散海外市场大幅下滑等

资产负债表

单位：百万元

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	12,284.13	14,572.25	15,613.15	17,469.55
货币资金	3,371.18	2,409.95	1,596.40	1,336.09
应收及预付	5,161.75	5,770.83	6,654.60	8,218.11
存货	2,918.43	3,037.10	3,945.78	4,313.07
其他流动资产	832.77	3,354.36	3,416.38	3,602.28
非流动资产	6,934.03	8,969.57	10,123.39	11,380.89
长期股权投资	1,560.81	1,560.81	1,560.81	1,560.81
固定资产	1,600.17	2,420.93	2,202.50	1,940.28
在建工程	562.88	750.50	944.71	1,175.10
无形资产	523.24	1,550.39	2,728.44	4,017.77
其他长期资产	2,686.93	2,686.93	2,686.93	2,686.93
资产总计	19,218.16	23,541.82	25,736.54	28,850.44
流动负债	10,184.58	9,788.81	10,498.09	11,785.59
短期借款	4,108.79	4,108.79	4,108.79	4,108.79
应付及预收	4,593.03	4,135.97	4,760.38	5,886.41
其他流动负债	1,482.77	1,544.04	1,628.92	1,790.39
非流动负债	642.60	4,211.68	4,331.32	4,302.32
长期借款	525.77	438.85	369.49	217.49
应付债券	0.00	3,656.00	3,845.00	3,968.00
其他非流动负债	116.83	116.83	116.83	116.83
负债合计	10,827.18	14,000.48	14,829.41	16,087.91
股本	1,952.46	1,952.11	1,952.11	1,952.11
资本公积	2,309.67	2,309.67	2,309.67	2,309.67
留存收益	5,719.70	6,847.62	8,185.14	10,002.14
归属母公司股东权益	8,029.37	9,157.30	10,494.82	12,311.81
少数股东权益	361.61	384.04	412.31	450.72
负债和股东权益	19,218.16	23,541.82	25,736.54	28,850.44

现金流量表

单位：百万元

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	2,606.55	369.72	1,147.20	2,077.09
净利润	926.51	1,061.14	1,337.52	1,816.99
折旧摊销	252.19	270.09	294.59	300.89
营运资金变动	1,115.04	-1,464.00	-1,145.18	-829.20
其它	312.81	480.06	632.00	750.00
投资活动现金流	-1,434.25	-2,274.74	-1,462.40	-1,572.39
资本支出	-58.63	0.00	0.00	0.00
投资变动	-1,266.26	-2,219.74	-1,407.40	-1,517.39
其他	-109.36	-55.00	-55.00	-55.00
筹资活动现金流	-600.92	3,124.91	-498.36	-765.00
银行借款	-877.23	-86.92	-69.36	-152.00
债券融资	0.00	3,656.00	189.00	123.00
股权融资	2,049.59	0.00	0.00	0.00
其他	-1,773.28	-444.17	-618.00	-736.00
汇率变动影响	85.43	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	533.24	1,190.06	2,409.95	1,596.40
期初现金余额	656.81	1,219.89	-813.56	-260.30
期末现金余额	1,190.05	2,409.95	1,596.40	1,336.09

资料来源：Wind，万联证券研究所

利润表

单位：百万元

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	40,698.34	41,048.70	48,574.30	60,830.10
营业成本	38,324.42	38,225.60	45,006.50	56,223.90
营业税金及附加	59.69	61.57	82.58	103.41
销售费用	408.27	410.49	510.03	638.72
管理费用	387.62	402.28	476.03	590.05
财务费用	488.30	510.95	618.00	736.00
研发费用	174.80	184.72	233.16	304.15
资产减值损失	28.54	31.23	50.28	61.96
公允价值变动收益	141.01	-60.00	-60.00	-60.00
投资净收益	14.15	5.00	5.00	5.00
营业利润	1,019.80	1,176.86	1,556.73	2,130.91
营业外收入	56.15	99.00	50.00	50.00
营业外支出	3.69	5.11	5.00	5.00
利润总额	1,072.27	1,270.75	1,601.73	2,175.91
所得税	145.75	187.18	235.93	320.51
净利润	926.51	1,083.57	1,365.79	1,855.40
少数股东损益	17.72	22.43	28.27	38.41
归属母公司净利润	908.79	1,061.14	1,337.52	1,816.99
EBITDA	12,031.90	2,002.90	2,510.32	3,208.80
EPS（元）	0.47	0.54	0.69	0.93

主要财务比率

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入	36.05%	0.86%	18.33%	25.23%
营业利润	35.88%	15.40%	32.28%	36.88%
归属于母公司净利润	28.85%	16.76%	26.05%	35.85%
获利能力				
毛利率	5.83%	6.88%	7.35%	7.57%
净利率	2.63%	3.10%	3.30%	3.58%
ROE	11.32%	11.59%	12.74%	14.76%
ROIC	11.96%	9.77%	10.92%	12.80%
偿债能力				
资产负债率	56.34%	59.47%	57.62%	55.76%
净负债比率	129.03%	146.74%	135.96%	126.06%
流动比率	1.21	1.49	1.49	1.48
速动比率	0.86	1.08	1.01	1.01
营运能力				
总资产周转率	2.36	1.92	1.97	2.23
应收账款周转率	7.95	7.30	7.47	7.56
存货周转率	14.01	12.59	11.41	13.04
每股指标（元）				
每股收益	0.47	0.54	0.69	0.93
每股经营现金流	1.34	0.19	0.59	1.06
每股净资产	4.11	4.69	5.38	6.31
估值比率				
P/E	16.89	17.15	13.60	10.01
P/B	1.91	1.99	1.73	1.48
EV/EBITDA	11.22	12.46	10.32	8.14

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

电话：021-60883482 传真：021-60883484

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场