

铜管龙头，底部扩张

买入（首次）

2021 年 07 月 21 日

证券分析师 杨件

执业证号：S0600520050001

13166018765

yangjian@dwzq.com.cn

研究助理 王钦扬

wangqy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	46,410	71,162	87,257	99,115
同比（%）	12.8%	53.3%	22.6%	13.6%
归母净利润（百万元）	678	1,315	1,986	2,689
同比（%）	-36.3%	94.0%	51.0%	35.4%
每股收益（元/股）	0.35	0.67	1.02	1.38
P/E（倍）	29.90	15.41	10.20	7.53

投资要点

■ **深耕铜管主业，全球行业龙头。**浙江海亮股份有限公司是海亮集团有限公司控股的中外合资股份有限公司，公司主要从事铜管、铜棒、铜管管件、铜铝复合导体、铝型材等产品的生产制造，是中国铜管生产企业龙头以及中国最大的铜管出口商。2020 年，公司实现营业收入同比增长 12.8%；其中，铜管产业收入占比超过 55%。

■ **铜管行业：行业出清，“剩”者为王。**2020 年中国铜管材产量共 205 万吨，同比下降 4.21%，2019 年全国铜管前六大企业产量占比超过 64%。自 2019 年起，铜管加工费开始普遍大幅下跌，同时电解铜价格在 2020 年 4 月起大幅上涨，铜管加工行业面临收入和成本端双重压力，普遍亏损。根据 Mysteel 统计数据，大规模铜管企业的产能利用率要远高于小规模企业，推动行业整合，我们预计未来行业集中度上升。下游端铜管主要应用在制冷（境内 75%）、建筑、海洋工程、船舶、医疗行业以及电力行业等。2021 年 H1 空调产量同比 21%；房屋竣工面积同比增加 25.7%，驱动未来需求上升；同时政策鼓励高效制冷产品，也有利于铜管需求量扩大。随着行业产能集中度的提升和需求的持续增长，铜管行业即将迎来盈利性拐点。

■ **携手中色奥博特，龙头地位愈显。**公司于 2021 年 5 月 8 日与中色奥博特签署了《合作协议》，由双方共同出资设立合资公司，海亮股份占合资公司出资额的 70%。两家公司区域互补，完成境内市场全覆盖。公司成立以来布局境外市场，在全球设立了十九个生产基地。公司当前拥有铜加工产能 111.7 万吨，在建项目产能近 60 万吨，公司计划在 2025 年实现铜材销量 228 万吨/年，未来五年销量 CAGR 超过 20%。

■ **产品多样化，生产效率提升。**公司在空调用制冷铜管外，保持丰富多样的产品结构，并在细分行业内处于上游水平，保障了公司的抗风险性。公司其他产品主要包括铜棒、医用铜管以及海洋工程中的铜镍合金等。公司通过升级生产线，增加公司员工人均产量，提高生产效率。光伏发电基地的建设也帮助公司有效利用资源，我们预计未来进一步降低成本。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计，2021/22/23 年，公司营收分别为 711.62/872.57/991.15 亿元，增速分别为 53.3%/22.6%/13.6%。我们预计公司 2021/22/23 年归母净利分别为 13.15/19.86/26.89 亿元，对应增速分别为 94.0%/51.0%/35.4%；对应 PE 分别为 15.4x/10.2x/7.5x，低于可比公司估值。考虑公司所处铜管行业需求增长，公司与奥博特开设合资公司以及有多项扩产计划，提高市占率，故首次覆盖，给予“买入”评级。

■ **风险提示：**疫情恢复不及预期，公司全球布局存在市场及汇率波动风险；下游空调等行业需求不及预期；反倾销政策应对不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	10.38
一年最低/最高价	7.11/11.68
市净率(倍)	2.17
流通 A 股市值(百万元)	19328.22

基础数据

每股净资产(元)	4.84
资产负债率(%)	64.69
总股本(百万股)	1966.84
流通 A 股(百万股)	1862.06

相关研究

内容目录

1. 海亮股份：全球铜管龙头	4
1.1. 公司简介	4
1.2. 股权结构稳定，布局全国	4
1.3. 深耕铜管主业	5
2. 铜管行业：行业出清，“剩”者为王	7
2.1. 铜管产量下降，头部企业集中	7
2.2. 行业出清，整合开启	7
2.3. 全球需求中国占比超半，未来多增长点	9
3. 海亮股份：携手中色奥博特，龙头地位愈显	13
3.1. 牵手奥博特强强联合，境内市场区域互补	13
3.2. 全球化布局，抢占境外市场	15
3.3. 产能稳步扩张，年化增长 15%-20%	16
4. 海亮股份：产品多样化，生产效率提升	17
4.1. 产品多样化，摆脱空调产业依赖性	17
4.2. 生产效率提升	18
4.3. 建设光伏项目，降低用电成本	19
5. 盈利预测、估值与投资建议	20
6. 风险提示	22

图表目录

图 1: 公司发展历程.....	4
图 2: 股权结构 (2021 年 7 月 21 日)	5
图 3: 公司铜管的全球市占率 (公司销量在全球需求中占比)	5
图 4: 公司各项业务收入占比变化情况.....	6
图 5: 2020 年公司各项业务收入占比.....	6
图 6: 公司营业收入及同比增长.....	6
图 7: 2014-2020 年中国铜管产量	7
图 8: 2019 年我国铜管行业供应结构.....	7
图 9: H62 铜管加工费.....	8
图 10: 1998-2019 年全球精炼铜产量	8
图 11: 2015-2021 年上海电解铜均价	8
图 12: 不同规模 (万吨/年) 铜管企业产能利用率	9
图 13: 不同规模 (万吨/年) 企业产能利用率恢复情况	9
图 14: 2019 年全球铜管需求分布.....	10
图 15: 2016-2021 年我国制冷行业产量同比	10
图 16: 2017-2021 年我国房屋竣工、开工情况	10
图 17: 我国房地产开发投资情况.....	12
图 18: 我国居民生活水平.....	12
图 19: 2014-2020 年我国船舶订单	13
图 20: 我国医疗卫生需求增长.....	13
图 21: 2016-2020 公司人均产量	19
表 1: 各类水管材质优缺点.....	11
表 2: 奥博特公司简介.....	13
表 3: 公司境内生产基地.....	14
表 4: 公司境外基地.....	15
表 5: 截至 2021 年 3 月末公司产能.....	16
表 6: 截至 2021 年 3 月末公司在建项目情况 (亿元)	16
表 7: 公司铜棒具体品类以及应用场景.....	17
表 8: 公司铜棒主要客户名称.....	18
表 9: 公司 2020 年光伏项目共投资 1.6 亿元.....	19
表 10: 公司分业务营收毛利拆分 (百万元)	20
表 11: 公司可比公司估值 (2021 年 7 月 21 日)	22

1. 海亮股份：全球铜管龙头

1.1. 公司简介

浙江海亮股份有限公司是海亮集团有限公司控股的中外合资股份有限公司。公司成立于 2001 年，2008 年在深圳证券交易所上市。公司主营业务为高档铜产品、导电异型材、铝型材的研发、生产、销售和服务。公司产品广泛应用于空调和冰箱制冷、建筑水管、海水淡化、舰船制造、装备制造、汽车工业、电子、交运、五金、电力等行业。

图 1：公司发展历程



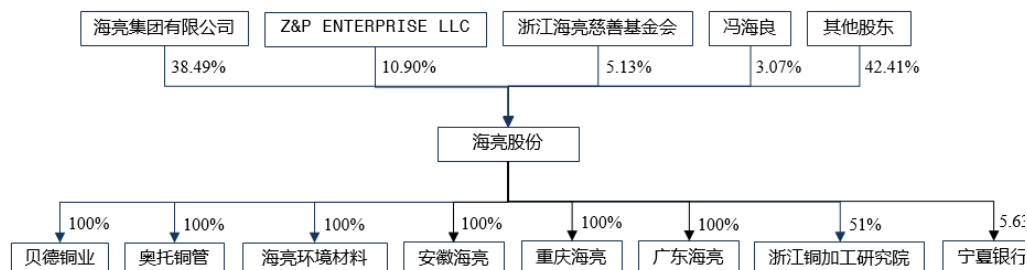
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 股权结构稳定，布局全国

公司股权结构较为稳定，截至 2021 年 7 月 21 日公司第一大股东为海亮集团，持股比例为 38.49%；实控人为冯海良，直接持股比例为 3.07%，通过持股海亮集团，合计控制比例达 41.56%。海亮股份及其旗下的成都贝德铜业有限公司、海亮奥托铜管（广东）有

限公司、海亮(安徽)铜业有限公司等十八家子公司从事铜产品、原材料等的生产制造。其他的子公司业务涉及商品流通、物流运输、材料研发等。

图 2: 股权结构 (2021 年 7 月 21 日)

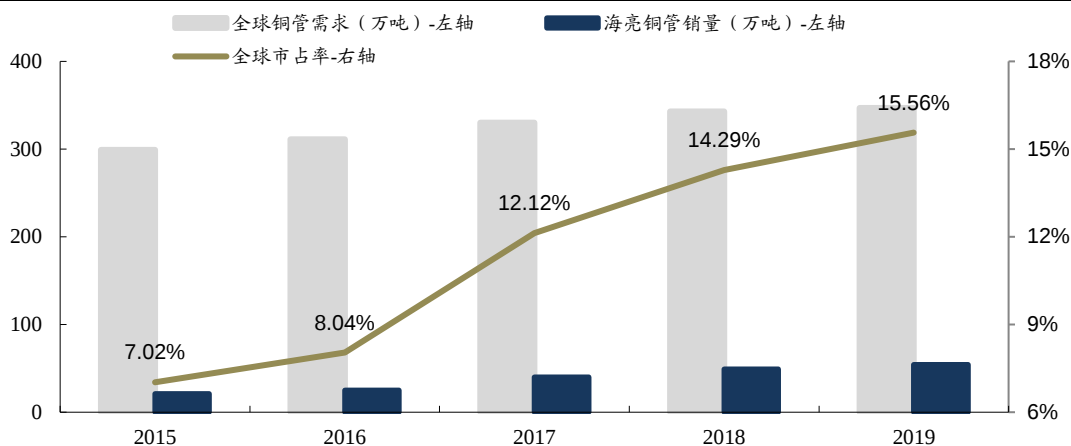


数据来源: Wind、东吴证券研究所

1.3. 深耕铜管主业

公司主要从事铜管、铜棒、铜管接件、铜铝复合导体、铝型材等产品的生产制造。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。公司是中国铜管生产企业龙头、中国最大的铜管出口商以及最大的铜合金管生产企业,也是中国最主要的铜棒生产企业之一、中国排名前三的精密铜棒生产企业。

图 3: 公司铜管的全球市占率 (公司销量在全球需求中占比)

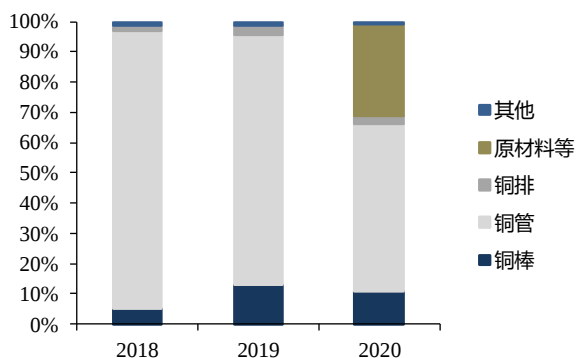


数据来源: IWCC, 公司公告, 东吴证券研究所

铜管行业龙头地位。公司的核心业务是铜管生产,主要包括制冷用无缝铜管、建筑用铜及铜合金管、热交换用铜及铜合金管、其他用途铜及铜合金管等品种;按产品形态

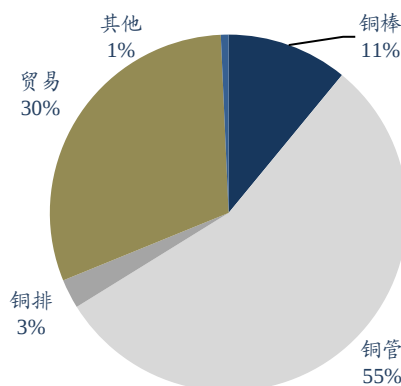
主要分为直管、盘管和铜管件。根据安泰科的统计 2020 年中国铜管企业产量 219 万吨，公司铜管产量 53.9 万吨，根据产量统计市场份额为 24.6%，行业第一。国际市场上，公司也是铜管行业的龙头企业，根据 2025 年规划，公司在 2025 年铜管销量达到 126 万吨。

图 4：公司各项业务收入占比变化情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

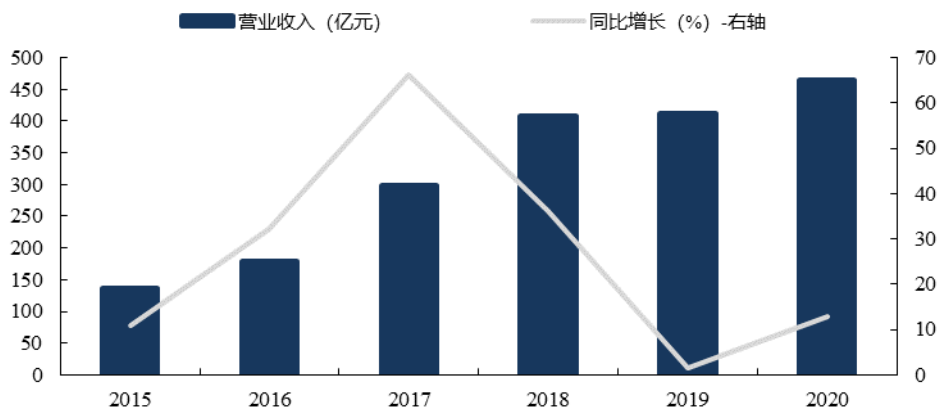
图 5：2020 年公司各项业务收入占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司采用“以销定产”的经营模式、“原材料价格+加工费”的销售定价模式，从而实现“赚取稳定加工费”的盈利模式。公司在境内建立完善客户网络，尤其是在占境内 80% 以上市场份额苏、浙、沪、粤地区，积累一大批稳定客户，如格力、海信、TCL、富士康等，又率先开拓境外市场，境外客户已发展到 300 多家，主要为亚洲、欧洲和北美地区开利、特灵、LG、三星、富士通等大型家电、IT 企业。

图 6：公司营业收入及同比增长



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

收入结构上，铜管是公司的主要收入来源，2016年铜管产品收入占比达94%，之后逐年降低，2020年度占比为55%。2020年，围绕“优化供应链资源及渠道配置效率，增强产业链竞争力和话语权”的战略目标，公司在业已形成的有色金属大制造平台的基础上，着力推动和完善大物流平台的建设，将原材料贸易业务与铜加工业务进行垂直整合，贯通产业链，使两者在公司的统筹管理下相辅相成、协同增效。

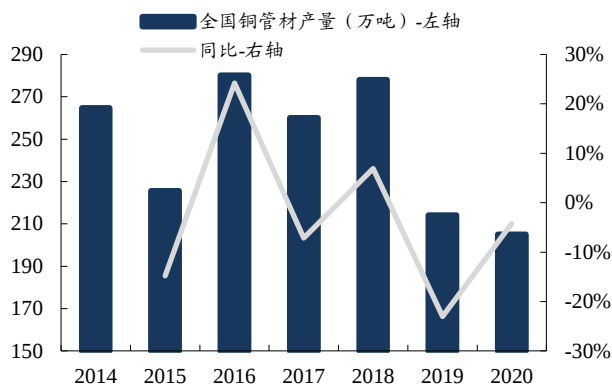
2. 铜管行业：行业出清，“剩”者为王

2.1. 铜管产量下降，头部企业集中

据中国有色金属工业协会与产业信息网，2020年中国铜管材产量共计205万吨，在所有铜加工材中占比达到10.81%，是除铜线材外占比最大的品类。2018年之后，我国铜管产量开始逐年下降，2019、2020年产量同比分别下降23.02%、4.21%。

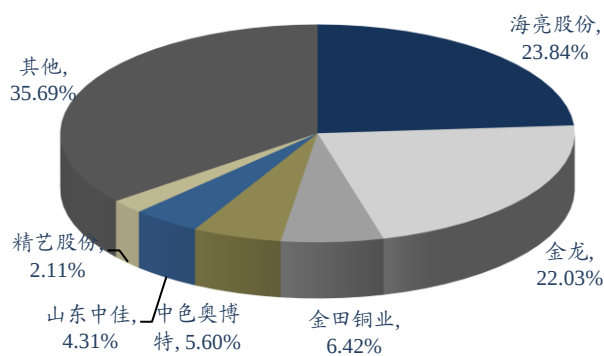
我国铜管行业的集中度较高，主要产量来自于头部企业，根据安泰科数据，2019年中国铜管企业铜管产量232万吨，境内前六大铜管企业产量占比超过64%，其中海亮股份和河南金龙占比分别为23.8%、22.0%。2020年我国铜管企业产量219万吨，其中海亮股份、金龙、奥博特占比分别为24.6%、22.7%、4.4%。

图 7：2014-2020 年中国铜管产量



数据来源：中国有色加工工业协会，东吴证券研究所

图 8：2019 年我国铜管行业供应结构



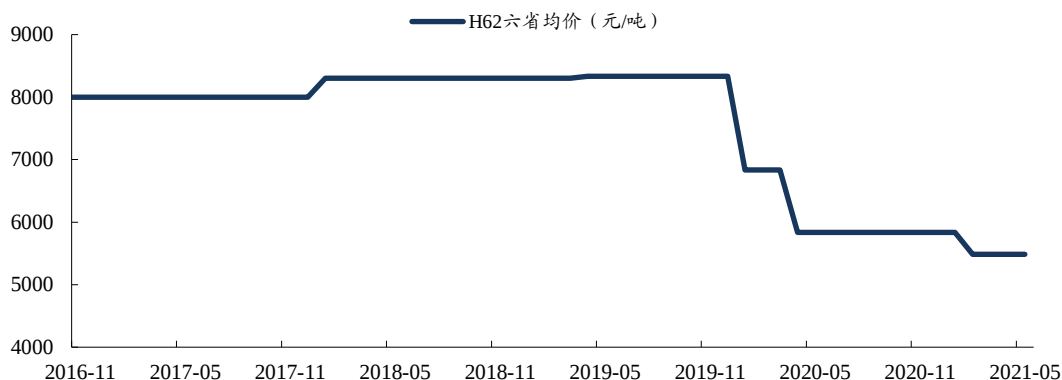
数据来源：上市公司公告，安泰科，东吴证券研究所

2.2. 行业出清，整合开启

铜加工行业经历过前期爆发式增长之后，过剩产能问题开始出现。铜管行业定价模式为铜价+加工费，企业利润与加工费息息相关。自2019年起，铜管加工费开始普遍大幅下跌，行业内铜管型号众多，此处以H62为例。2019年1月，H62铜管在浙江、广东、山东、河南、安徽、江苏六个省份的平均加工费为8300元/吨，2020年1月加工费已跌至6833元/吨，2021年1月加工费为5833元/吨，2019年、2020年跌幅分别达到

17.7%、14.6%，2021 年 1-5 月 H62 铜管加工费继续下跌至 5483 元/吨。

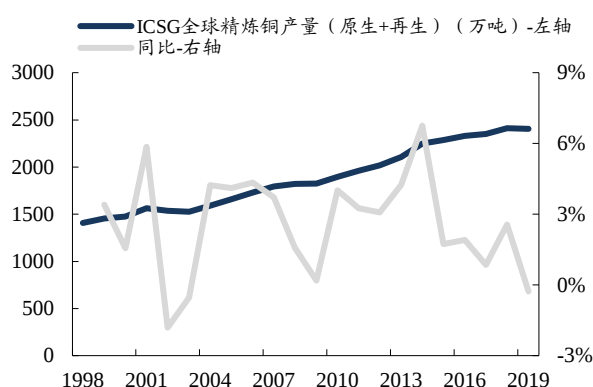
图 9: H62 铜管加工费



数据来源: Mymetal, 东吴证券研究所

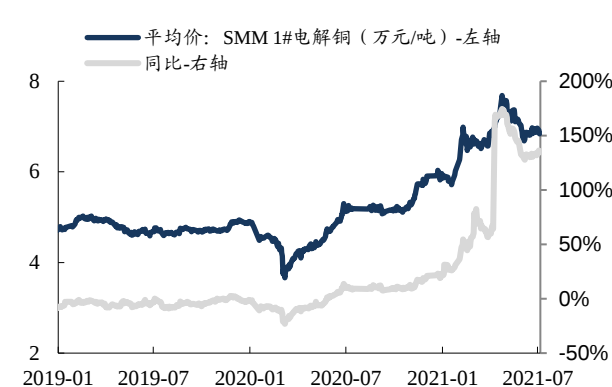
铜加工产业上游为铜精矿,由铜精矿进行一系列精炼得到精炼铜及电解铜。据 ICSG 统计数据,全球精炼铜产量逐年上升,但 2015-2019 年增速有所放缓,2019 年产量为 2404.6 万吨,同比下降 0.27%;其中原生精炼铜产量 1999.2 万吨,再生精炼铜 405.4 万吨。上海有色市场中电解铜价格在 2020 年上半年疫情爆发期间大跳水,吨价低至 4 万元以下;自 2020 年下半年大幅上升,吨价从 2020 年 4 月的 4.29 万元上涨至 2021 年 4 月的 6.99 万元,同比 63.18%。

图 10: 1998-2019 年全球精炼铜产量



数据来源: ICSG, 东吴证券研究所

图 11: 2015-2021 年上海电解铜均价



数据来源: choice, 东吴证券研究所

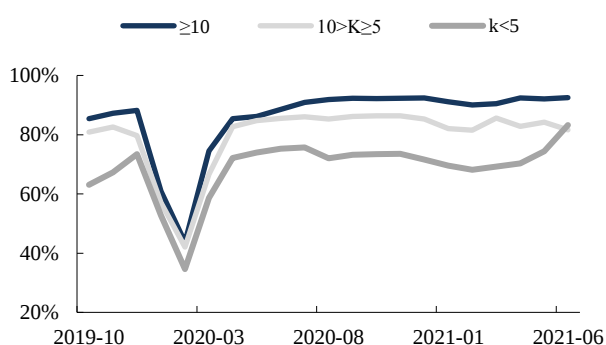
铜管加工费连续下降导致企业利润大幅下降,而铜价在 2020 年 4 月份以来连续走高,极大增加了铜管企业成本端的压力。因此 2019 年至今,铜管企业普遍出现巨额亏

损，并且面临现金流缺口危机。

铜管生产能力已进入收缩与整合阶段。无能力应对亏损与现金流压力的中小企业逐渐被淘汰，未淘汰企业行业内竞争力进一步加强。根据安泰科的统计，2020 年我国铜管企业产能仅增加 0.6%，已连续两年处于低增速状态，产量则同比减少了 5.56%，行业产能利用率较 2019 年下滑了 6%，行业生产能力已开始收缩。

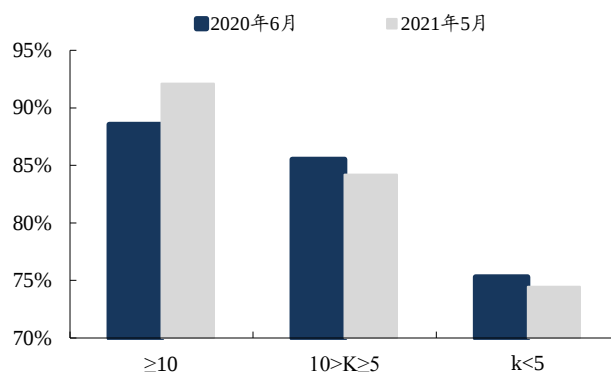
存活下来的企业通常拥有更好的成本管理水平和技术优势，根据 Mysteel 统计数据，大规模铜管企业的产能利用率要远高于小规模企业。在 2020 年初由于疫情原因行业产能利用率普遍大幅跳水，开工后大规模企业的产能利用率的恢复能力要强于小规模企业。2020 年 6 月到 2021 年 5 月，年产能大于等于 10 万吨企业的产能利用率从 88.55% 逐渐上升至 92.1%，产能小于 10 万吨的企业产能利用率均不升反降。2021 年 6 月该趋势仍然延续，其中产能小于 5 万吨的企业产能利用率大幅上升原因为其在 6 月产能退出约 20%，反映铜管企业末端产能正在逐渐清退。

图 12：不同规模（万吨/年）铜管企业产能利用率



数据来源：Mymetal，东吴证券研究所

图 13：不同规模（万吨/年）企业产能利用率恢复情况



数据来源：Mymetal，东吴证券研究所

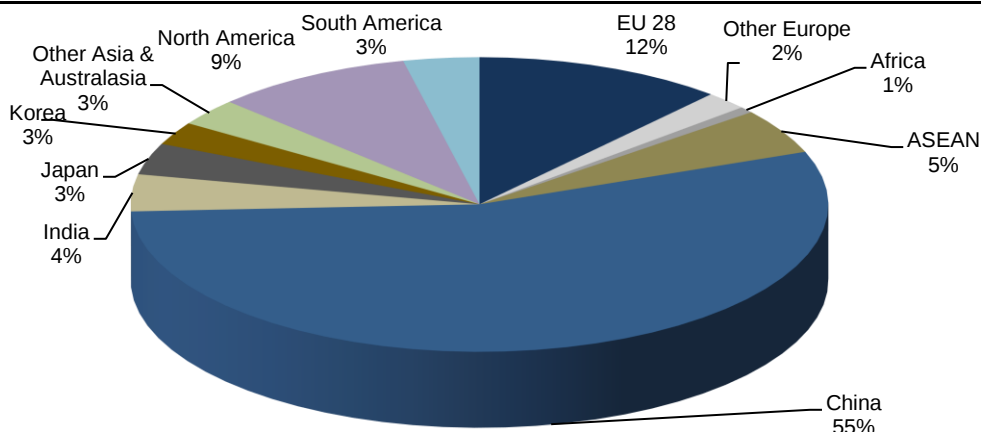
产线及其配套设施的更换成本高，而现有产线的产能利用率较低，这些使小规模企业的竞争力下降，不断推动行业内的整合，大规模企业在市场中的地位进一步稳定。

2.3. 全球需求中国占比超半，未来多增长点

精炼铜及电解铜在加工后即得到铜加工材，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。从全球铜管需求地域分布来看，中国是全球铜管需求最大的地区，据 IWCC，2019 年中国铜管需求占比 55%，其次是欧洲、北美，分别占比 14%、9%。

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，主要应用在制冷行业、建筑房地产、海洋工程、船舶工业、医疗行业以及电力行业等。建筑领域中由于铜水管价格较高，尚未大规模应用。

图 14：2019 年全球铜管需求分布

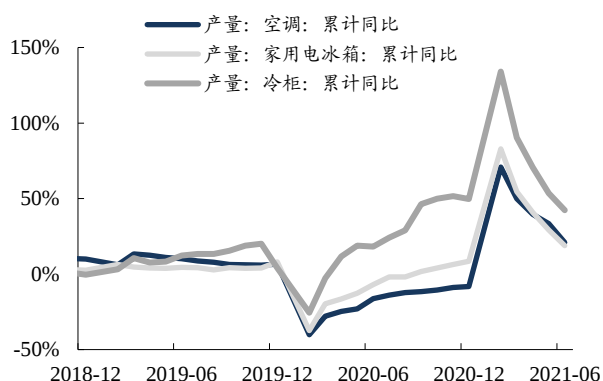


数据来源：IWCC，东吴证券研究所

1) 制冷行业：主力军空调

境内铜管中约有 75% 应用于制冷行业。铜管产品铜管由于其柔韧性、导热性以及耐腐蚀性优异等特点，被广泛应用于空调与冰箱、冰柜等设备的蒸发器、冷凝器、连接管、配管、管件等领域，其中空调是主要下游。空调中的铜管用以连接空调的室外机和室内机，以便制冷剂在其中流通，来回流通中压强以及温度都会发生剧烈变化。相较于普通管材，铜管可以承受极冷和极热的温度，从-196 度到 250 度适用范围大，且适应温度剧烈变化，使用性能不会因长期使用和温度的剧烈变化而降低，不会产生老化现象。

图 15：2016-2021 年我国制冷行业产量同比



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 16：2017-2021 年我国房屋竣工、开工情况



数据来源：wind，东吴证券研究所

2021 年，空调、家用冰箱以及冷柜产量均大幅上升，上半年产量分别为 1585、4435、1585 万台，同比分别达到 21%、19%、42%。制冷行业产量提升将带动制冷用铜管的需求

求。

空调、冰箱及冷柜的产量在房屋建筑竣工面积增加的驱动下，未来上升趋势明显。2021 年上半年我国房屋竣工面积、新开工面积分别为 3.65、10.13 亿平方米，同比分别增加 25.7%、3.8%。

中央发布文件淘汰低效制冷产品，铜管行业有望受益：2019 年 6 月份三部委发布了《推动重点消费品更新升级畅通资源循环利用实施方案（2019-2020 年）》以及《绿色高效制冷行动方案》，提出淘汰低效制冷产品，推进空调行业格局调整与产品优化，并鼓励龙头行业争当标准“领跑者”。在同一马力情况下，空调能效等级与铜管使用量直接挂钩，能效等级越高使用铜管量越高，并且精密铜管的齿形、螺旋角、齿高、清洁度等标准也相应大幅提高。该方案有望有力提升精密铜管在空调行业中的用量。

2) 建筑业：政策鼓励+消费升级

铜水管是铜管一种，采用优质紫铜拉制而成，是供水、供气、供暖管道系统的最佳选择，可以广泛应用于建筑冷、热给排水、直饮水、中水、燃气等领域。相较于传统水管，铜水管有内壁光滑、不易生锈结垢的优点，避免水的二次污染，并可降低热能损耗，抑制细菌增长。

表 1：各类水管材质优缺点

	优点	缺陷
铜水管	耐腐蚀、耐高低温、消菌、可再生利用	价格贵
镀锌管（已禁止饮用水管）	相对耐腐蚀性	极易锈蚀、结垢、渗漏
不锈钢管	耐腐蚀、安全卫生	价格贵
铝塑复合管	耐高温、施工方便	长期的热胀冷缩可能会造成卡套式连接错位以致造成渗漏
PVC-U 管	较好的抗拉性、流体阻力小、质轻	使用中会渗出添加剂和氯乙烯单体
PE 管	强度高、韧性好、耐腐蚀	耐高温性差

数据来源：CNKI，东吴证券研究所

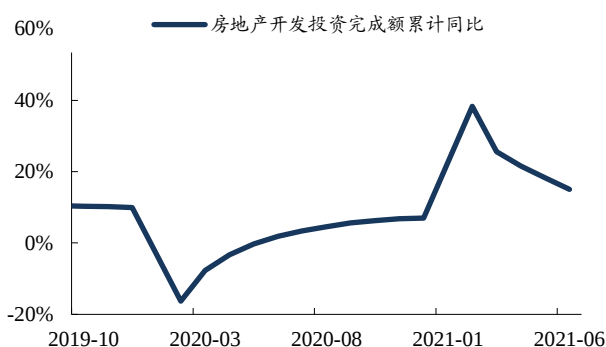
发达国家铜水管在建筑领域的应用达到 7%~9%，由于铜管价格较高，中国目前建筑中铜水管应用仅为 3%（中国有色金属报 2021 年 1 月报道）。在上海、北京、广州、深圳等城市，境内一些重要工程中大量采用了建筑给水铜管，具有代表性的是国家大剧院水暖工程、深圳华侨村世纪城 11.4 万平方米的建筑面积、2008 年奥运会场馆、全球最高酒店上海中心 J 酒店等。

2019 年 3 月，国家住房和城乡建设部发布国家标准《绿色建筑评价标准》，于 2019

年 8 月生效，鼓励建筑中使用耐腐蚀、抗老化、耐久性好的管材、管线、管件。随着我国城市化水平以及环保意识的提高，我们预测，铜水管由于其耐腐蚀、耐高低温、杀菌等特性，未来在建筑中将被广泛应用。

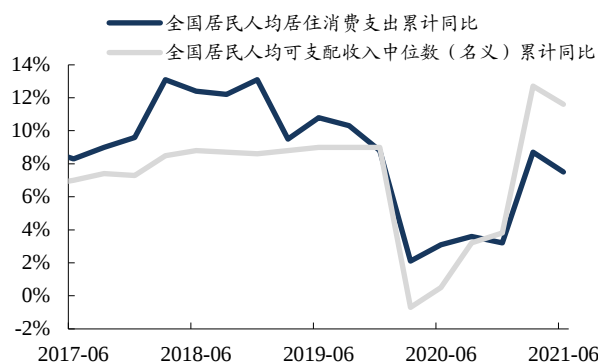
2021 年上半年，我国房地产开发投资完成额为 7.22 万亿元，同比上升 15%，驱动未来房地产建设面积的增长；随着我国居民生活水平的不断提高，居住消费支出也处于上升趋势，2021 年上半年我国居民居住上的消费支出同比达到 7.5%。我们预计未来建筑用铜管的需求量将得到提升。

图 17: 我国房地产开发投资情况



数据来源: choice, 东吴证券研究所

图 18: 我国居民生活水平



数据来源: choice, 东吴证券研究所

3) 其他行业多面开花

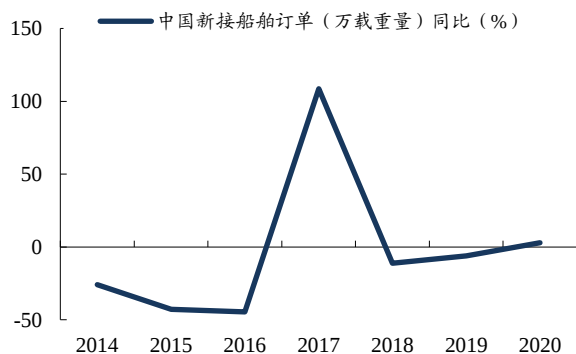
在电力行业、船舶工业以及医疗系统中，各类铜及铜合金管也得到大量使用。

据产业信息网测算，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%。2020 年我国新接船舶订单达到 2893 万载重量，同比达到 2.84%。

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。国家发展改革委在 2021 年 6 月份新闻发布会上表示，我国已建成海水淡化工程 123 个，全国海水淡化总能力约为每日 165 万吨。《海水淡化利用发展行动计划》提出，到 2025 年，全国海水淡化总规模达到每日 290 万吨以上，新增海水淡化规模每日 125 万吨以上，对热交换冷凝铜管的需求很大。

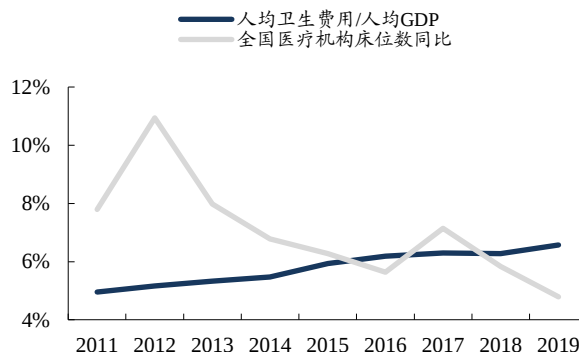
由于铜管具有明显抑制细菌繁殖的作用，因此被大量应用于医院集中供氧、手术室净化气体输送、压缩空气、负压吸引等医疗用气体和真空用领域中。2010 年以来，我国卫生费用在 GDP 中比重逐年增加，2019 年达到 6.57%；全国医疗卫生机构床位数 2019 年同比增长 4.79%。2021 年 1-5 月，我国在医药制造业的固定资产投资完成额累计同比达到 24.2%，我们预计未来医疗费用与医疗需求将进一步增长。

图 19: 2014-2020 年我国船舶订单



数据来源: choice, 东吴证券研究所

图 20: 我国医疗卫生需求增长



数据来源: choice, 东吴证券研究所

3. 海亮股份：携手中色奥博特，龙头地位愈显

3.1. 牵手奥博特强强联合，境内市场区域互补

公司于 2021 年 5 月 8 日与中色奥博特签署了《合作协议》，由双方共同出资设立合资公司，其中海亮股份以现金方式出资 7 亿元，占合资公司出资额的 70%；奥博特以与铜管业务相关的固定资产、无形资产、流动资产等相关资产作价出资 3 亿元，占合资公司出资额的 30%。奥博特公司的铜管业务将全部注入合资公司，自身不再保留铜管业务相关资产和人员。

奥博特位于山东省临清市，公司主要从事空调制冷铜管、高精铜合金板带、高精压延铜箔三大主营业务板块产品的研发、生产和销售，年铜加工能力 16 万吨。奥博特于 2018 年 12 月被中国有色金属加工工业协会评定为中国铜管材十强企业，2020 年实现铜管材产量 10.08 万吨，基于产量口径统计得奥博特在境内铜管行业市占率达到 4.9%。

在发挥合作双方铜管行业优势的基础上，海亮股份将采用自主研发的先进铜管制备及装备技术，对奥博特原有的铜管生产基地进行全面改造升级，并通过智能化、信息化生产线与管理业务系统的建设，全方位实现智能制造。我们预计进行产能置换后，海亮股份基于产量口径的市占率将进一步提高。

表 2: 奥博特公司简介

项目	内容
公司名称	中色奥博特铜铝业有限公司
成立日期	2001/9/30
注册资本	81923.34 万元人民币

所属地区	山东省
所属行业	有色金属冶炼和压延加工业
经营范围	铜材料、铝材料；经营本企业自产产品及技术的出口业务和本企业所需的机械设备、零配件、原辅料及技术的进口业务，但国家限定公司经营或禁止进出口的商品及技术除外；加工、制造

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

两家公司区域互补，完成境内市场全覆盖，有效实现产销布局优化。目前公司生产基地主要覆盖其华中、华东、华南、西南市场，奥博特铜管客户主要分布广东、重庆、武汉等地。合资公司位于山东省临清市，未来覆盖华北、胶东半岛区域客户，与公司现有生产基地布局重合度很低，互补效果明显。未来公司可根据客户分布区域和生产基地布局合理分配产品生产布局，实现产品的就近供应，从而大幅缩短产品与原材料的运送半径，降低运输成本、提高客户服务能力。

表 3：公司境内生产基地

区域	名称	简介
浙江	浙江海亮股份有限公司（浙江本部）	下设 3 个工业园区。其中，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。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。
上海	上海海亮铜业有限公司	主要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，主要用于海水淡化、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。
安徽	海亮（安徽）铜业有限公司	主营产品为铜及铜合金管材，与格力、美的、海尔、日立等知名空调生产企业保持长期稳定的合作。
广东中山	海亮奥托铜管（广东）有限公司	全套引进欧洲铜管加工设备，采用连铸连轧技术进行生产，铜管的年产量达 60,000 吨，产品包括空调用小径、薄壁内螺纹铜盘管和光面铜管，电子通信用无氧铜管等等。
广东台山	广东海亮铜业有限公司	主营业务为铜及铜合金管材、管件及其他金属制品的生产、销售，与境内多家行业品牌企业如美的、格力、海信等建立了长期业务合作关系。
成都	成都贝德铜业有限公司	可生产各类铜排 400 余种，拥有 5 条母排生产线，年产能 2 万吨，产值可达 10 亿元。
重庆	重庆海亮铜业有限公司	主要是建设空调制冷用铜管、保温管及电工用铜排制造生产基地，年产 10 万吨新型高效制冷铜管、6 万吨高精密度导电铜排。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.2. 全球化布局，抢占境外市场

公司已通过自建、并购相结合的方式在全球设立了十九个生产基地(遍及境内华东、华中、华南、西南以及境外东南亚、欧洲、北美等地)。

- 1) 依托业已形成的全球生产基地布局及规模效应，实现了供应链渠道的共享，有效降低了采购成本。在生产实践中，公司采购团队基于各基地实时生产需求，通过对全球各市场信息的及时把握和分析，确定最优采购方案并通过合理运用相关工具（如衍生品合约）确保落地。
- 2) 依托体量及信誉优势，在与供应商的长协价格谈判过程中亦具备较强的议价能力及优势，有效增强应对全球贸易保护主义等潜在挑战的能力。
- 3) 积累较为丰富的行业整合经验，通过管理、工艺输出，提升铜加工工厂的产能利用率与盈利能力。公司在陆续并购 JMF、诺尔达、成都贝德和 KME 等同行后，通过不断向标的公司输出精细化管理和制备技术，实现了其销量与盈利能力的快速增长。以诺尔达下属三个工厂为例，2019 年该三个工厂实现营业收入较交割前年度增长 86%；实现净利润较交割前年度增长 84%，获得了丰厚的回报。

表 4：公司境外基地

区域	名称	简介
泰国	海亮奥托铜管（泰国）有限公司	主要生产高品质无缝铜管，主要应用于空调、冰箱等制冷领域，目前主要客户有大金系，日立系，三菱系，富士通系，东芝系等。
越南	海亮（越南）铜业有限公司	主导产品为铜及铜合金管材，应用于空调制冷、海水淡化、五金机械、装备制造、电子信息、建筑水道、汽车工业、交通运输、电力等行业。产品出口美国、欧洲、澳洲、亚洲等地区，主要客户为开立、美的、大金、日立等知名品牌企业。
美国	JMF Company	
欧洲	HME （Hailiang Metal Europe）	HME 拥有在德国柏林、法国、意大利的三家铜合金棒生产工厂，和位于德国门登、西班牙的两家铜管生产工厂。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.3. 产能稳步扩张，年化增长 15%-20%

依据公司披露的《2025 年发展战略规划纲要》，公司计划至 2025 年实现铜加工材（含铜管、铜棒、铜排、管件等）年销量超 220 万吨，成为全球最大的铜管、铜棒、铜排加工制造企业。当前包括募投项目在内的公司各重要在建项目正按计划推进，技改其他筹划项目正加快论证，产能扩张将有节奏依序进行。

表 5：截至 2021 年 3 月末公司产能

生产基地	产能（万吨/年）	主要产品
浙江	26	铜管、铜棒、管件
浙江	1.8	铜排
四川-成都	1.6	铜排
上海	11	铜管
安徽	10	紫铜管
广东-江门	10.5	紫铜管、铜棒
广东-中山	6	紫铜管
重庆	2	紫铜管
越南	7.1	铜管
泰国	2.5	紫铜管、管件
德国	14.5	紫铜管、铜棒
西班牙	0.2	紫铜管
法国	8	铜棒
意大利	10.5	铜棒
合计	111.7	--

数据来源：公司债券跟踪评级报告，东吴证券研究所

公司募投项目进展顺利。截至 2021 年 3 月末，公司拥有铜加工产能 111.7 万吨，在建项目产能近 60 万吨，公司计划在 2025 年实现铜材销量 228 万吨/年，未来五年销量 CAGR 超过 20%。2021 年新增产能包括浙江 7 万吨铜管产线（其中一条 3.5 万吨年中就可以投产），投产后将成为全球智能化程度最高、综合生产成本最低的铜管生产线之一。

表 6：截至 2021 年 3 月末公司在建项目情况（亿元）

在建项目名称	计划总投资	2021.3 累计投资	2021.4~12 计划投资
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	4	2.94	0.06
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	5	3.09	0.61

高精密环保型铜及铜合金管件智能化制造技改项目	1.18	0.22	0.32
年产 17 万吨铜及铜合金棒材建设项目（一期项目）	5.72	4.09	1.63
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	3.28	1.16	2.12
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	2.7	1.98	0.72
有色金属材料深（精）加工项目（一期）	5	2.1	0
美国新建年产 6 万吨铜管项目	11.5	5.13	3.5
泰国年产 3 万吨高效节能环保精密铜管智能制造项目	2.1	1.19	0.91
合计	40.48	21.9	9.87

数据来源：公司债券评级报告，东吴证券研究所

4. 海亮股份：产品多样化，生产效率提升

4.1. 产品多样化，摆脱空调产业依赖性

空调企业是公司最大的下游客户，但由于空调企业寡头现象严重，若过度依赖空调行业，有可能导致铜管企业盈利能力波动风险较大。公司在空调用制冷铜管外，保持丰富多样的产品结构，并且在细分行业内处于上游水平，保障了公司的盈利稳定性与抗风险性。

1) 铜棒。

2020 年公司收入中铜棒占比 10.94%，毛利率为 4.53%。诸暨有色智造园一期 15 万吨/年铜棒项目 2020 年全部达产，公司铜棒产量从 2018 年的 6.7 万吨增至 2020 年的 25.32 万吨，年复合增速为 94.4%。

表 7：公司铜棒具体品类以及应用场景

铜棒品类	特质	应用场景
铸造铜锭	重熔用铜锭，产品经过严格的精炼处理，内部质量良好，无微气孔、杂质等品质缺陷，具有良好的镜面抛光效果	常用于结构复杂、表面要求高的构件，如水龙头等。
精密铜棒	固态成型的挤压铜棒。产品尺寸精度高，具有良好的力学、切削等机械性能	广泛应用于电子电器、汽车、船舶、航天航空等多个领域
铅黄铜空心铜棒	多为液态成型铜棒，产品有外圆内圆、外方内圆、外圆内方，以及多种异形空心铜棒等	产品常用于直接精加工成型的标准零部件，如螺帽等紧固件
普通黄铜棒	液态成型与固态成型两种，多为铅黄铜，涵盖国标、日标、美标、欧标等多个牌号	产品常用于热锻加工成型的五金器件，如水暖卫浴等领域

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

公司曾获得“中国铜棒（排）材十强企业”等荣誉，已成为铜棒行业领先企业，与下游行业内优质客户均保持良好合作关系。

表 8：公司铜棒主要客户名称

下游行业	主要客户
空调配件行业	三花控股集团、盾安（控股）集团有限公司
通讯行业	安德鲁电信器材（中国）有限公司及其配套厂
洁具行业	美国科勒、德国汉斯格雅、海鸥卫浴、和成路达、深圳成霖股份

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2) 医用铜管。

海亮股份是医用铜管行业的领先者，于 2019 年牵头起草了行业标准《医疗气体和真空用无缝铜管》。医用气体管道输送的气体往往直接作用于病人，因此对洁净度与毒性残留的要求十分苛刻，所用管材必须严格按照规定进行脱脂清洁。由于使用传统清洗剂脱脂会产生清洁度不高和残留腐蚀较大等风险，海亮股份为此专门定制了铜管超声波清洗设备，可同时实现全程自动上料，清洗，吹扫，烘干，全程自动化，最大程度减少人为因素干预，并确保产品性能一致性，严格控制管材内表面碳的残留量不超过 0.02g/m²，从技术角度保证铜管脱脂质量稳定。目前已完成 ISO/IEC 17025-2005 标准的 CNAS 实验室认证，为当前境内极少数的国家级检测实验室，能够满足医疗管需要进行的各项检测要求。在疫情期间，公司医用铜管方面的项目包括上海市公共卫生临床中心、深圳第三人民医院、佛山市急救医院等全国多地医疗机构的医疗铜管供应。

7 月 1 日，国家发改委印发《“十四五”优质高效医疗卫生服务体系建设实施方案》，旨在加快构建强大公共卫生体系，推动优质医疗资源扩容和区域均衡布局。海亮股份在全国各地均有生产基地，可以更加便捷地为各地医疗卫生机构提供医用铜管。

3) 铜镍合金。

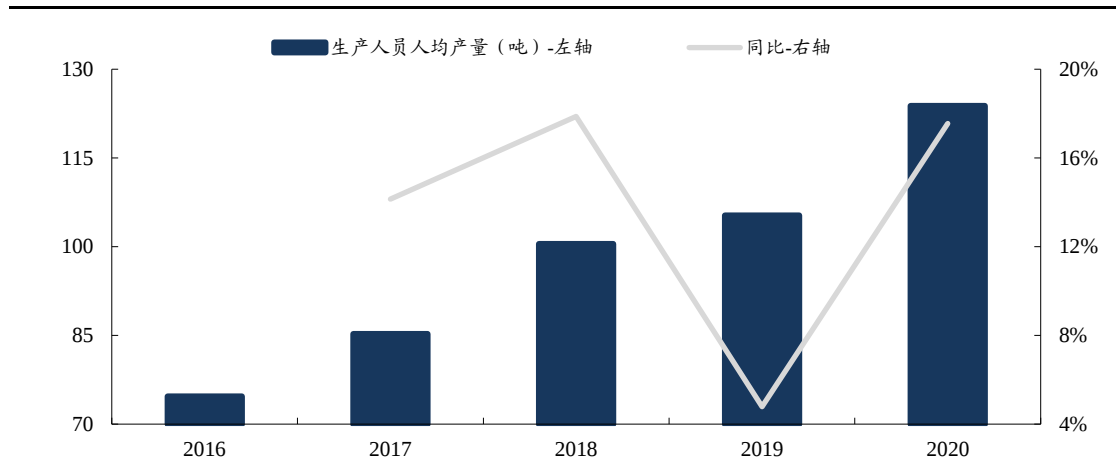
主要应用于海洋工程，铜镍合金有强耐腐蚀性的优点。公司产品在海水淡化行业总销量中占比较高，目前仍在开发船舶等新市场，未来在销量与加工费上有较大增长空间。海亮股份是国家标准 GB/T 23609-2009《海水淡化装置用铜合金无缝管》的起草单位，拥有与海水淡化管生产制造相关的“直燃式金属管材光亮热处理炉”、“直燃式金属管材光亮热处理方法”等多项发明专利。

4.2. 生产效率提升

公司不断升级生产线，公司坚持科技强企方针，不断增强新工艺、新装备、新产品的研发实力，将制造智能化与管理信息化高度融合，通过采用智能化设备、物流、仓储，

将 ERP 及 MES 等智能化控制系统相互融合，建设智能化工厂，形成以自动化装备和工业互联网网络为基础的智能工厂新模式。2016 年以来，公司生产人员人均产量逐年提升，2020 年达到 123.8 吨，2016 至 2020 的年复合增速为 13.47%。

图 21：2016-2020 公司人均产量



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4.3. 建设光伏项目，降低用电成本

公司结合自身业务特点，将光伏发电与制造主业有机融合，通过在旗下各基地工厂屋顶建设分布式光伏电站并自主运营的方式优化能源供给结构。铜加工研究院在 2016 年投资于太阳能光伏发电领域，2020 年，公司在安徽、重庆、中山分别设立三家光伏发电行业子公司，光伏项目先后建成并网（年发电量可达 5000 万 KWh），进一步挖掘了公司的资源要素潜力，有效降低了综合用电成本。在浙江建设两个装机容量合计 7.7576 兆瓦的分布式光伏发电项目。

表 9：公司 2020 年光伏项目共投资 1.6 亿元

基地地理位置	MWp	并网时间
浙江	4.03	2020 年 5 月
上海	5.00	2020 年 6 月
安徽	13.59	2020 年 7 月
重庆	5.22	2020 年 7 月
广东台山	20.01	2020 年 7 月
广东中山	2.92	2020 年 8 月
合计	50.77	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

国家规定 2018 年 1 月 1 日以后投运的、采用“自发自用、余量上网”模式的分布式光伏发电项目，补贴标准由每千瓦时 0.42 元调整为每千瓦时 0.37 元（含税）。即，未来公司自用部分电力无需付费，余量上网部分在得到燃煤发电脱硫标杆收购电价外可以得到国家的补贴。2021 年在 2017-2020 年，公司均有得到政府的光伏发电补贴，分别为 1.0、8.9、8.7、7.9 百万元。

另一方面，光伏发电在降低碳排放方面拥有压倒性的优势。根据中国碳排放交易网讯息，光伏发电的二氧化碳排放为 33-50 克/度，而煤电为 796.7 克/度。

5. 盈利预测、估值与投资建议

我们盈利预测基于以下假设：

- 1) 铜管行业下游需求增加，空调“一户多台”属性叠加换装升级需求拉升空调行业稳定增长；房地产以及政策导向驱动制冷行业与建筑用铜水管未来需求增加，海洋工程政策目标带来增长空间。铜管行业处于底部回升阶段，行业整合后盈利能力开始恢复。
- 2) 公司与奥博特合作，稳固铜管行业龙头低位，同时扩产项目齐头并进提升同时市占率，从而增加公司对下游空调厂商的议价权。
- 3) 公司产品内容不断拓宽，在船舶、医用等领域应用更加深入。
- 4) 公司生产效率进一步提高，毛利率与净利率双升。

表 10：公司分业务营收毛利拆分（百万元）

		2020A	2021E	2022E	2023E
铜管	收入	25629.6	42702.0	53218.0	61845.0
	YOY	-0.3%	66.6%	24.6%	16.2%
	毛利率	5.1%	6.6%	6.5%	6.9%
	毛利	1294.3	2800.0	3444.0	4275.0
	YOY	-45.0%	116.3%	23.0%	24.1%
铜棒	收入	5076.7	11100.0	16039.0	18000.0
	YOY	24.9%	118.6%	44.5%	12.2%
	毛利率	4.5%	7.1%	6.7%	7.5%
	毛利	230.0	792.0	1075.0	1344.0
	YOY	-31.5%	244.4%	35.7%	25.0%
铜排	收入	1233.4	2360.0	3000.0	4270.0

	YOY	24.4%	91.3%	27.1%	42.3%
	毛利率	2.2%	2.0%	2.5%	2.8%
	毛利	26.6	48.0	75.0	119.0
	YOY	4.7%	80.2%	56.3%	58.7%
其他主营业务	收入	323.4	450.0	467.0	484.0
	YOY	17.6%	39.2%	3.8%	3.6%
	毛利率	23.6%	43.0%	43.0%	43.0%
	毛利	76.3	193.5	200.8	208.1
其他业务	YOY		153.6%	3.8%	3.6%
	收入	14146.6	14550.0	14533.0	14516.0
	YOY	39.8%	2.9%	-0.1%	-0.1%
	毛利率	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
合计	毛利	49.5	52.5	52.2	52.9
	YOY	54.5%	6.0%	-0.6%	1.3%
	收入	46409.7	71162.0	87257.0	99115.0
	YOY	12.8%	53.3%	22.6%	13.6%
	毛利率	3.6%	5.5%	5.6%	6.1%
	毛利	1676.7	3886.0	4847.0	5999.0
	YOY	-40.4%	131.8%	24.7%	23.8%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

我们预计，2021/22/23 年，公司营收分别为 711.62/872.57/991.15 亿元，增速分别为 53.3%/22.6%/13.6%。我们预计公司 2021/22/23 年归母净利分别为 13.15/19.86/26.89 亿元，对应增速分别为 94.0%/51.0%/35.4%；对应 PE 分别为 15.4x/10.2x/7.5x。此处选取楚江新材、博威合金两家同样以铜材加工为主业的上市公司进行比较，海亮股份估值低于可比公司估值。考虑公司所处铜管行业需求增长，公司与奥博特开设合资公司以及有多项扩产计划，提高市占率，故首次覆盖，给予“买入”评级。

表 11: 公司可比公司估值 (2021 年 7 月 21 日)

证券名称	证券代码	股价 (元)	P/E			EPS (元)		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
楚江新材	SZ.002171	9.19	19.55	15.32	12.42	0.47	0.6	0.74
博威合金	SZ.002295	12.27	17.78	14.44	12.15	0.69	0.85	1.01
均值			18.67	14.88	12.28			
海亮股份	SZ.002203	10.38	15.41	10.20	7.53	0.67	1.02	1.38

数据来源: wind, 东吴证券研究所; 非加粗部分来自 wind 一致预测, 其余为东吴证券研究所测算

6. 风险提示

1) 疫情恢复不及预期。

公司在全球多地有生产基地, 疫情反复带来的全球市场波动以及汇率波动风险较大。

2) 铜加工行业下游需求不及预期。

公司通过与奥博特合作以及布局多项扩产计划, 来增加铜加工行业的龙头地位。若铜加工行业下游需求不及预期, 尤其是空调行业, 将对公司的收入以及盈利能力产生较大负面影响。

5) 反倾销政策应对不及预期。

2021 年 6 月 17 日, 美国商务部宣布对进口自越南的无缝精炼铜管材作出反倾销终裁, 越南生产商和出口商的倾销率为 8.35%。公司在越南设有基地, 且在公司境外基地中产量最大, 若反倾销应对不及时, 可能会对公司越南基地产品的市场产生不利影响。

海亮股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	16,664	23,251	21,221	28,421	营业收入	46,410	71,162	87,257	99,115
现金	4,196	4,327	1,944	3,161	减:营业成本	44,733	67,276	82,410	93,116
应收账款	4,184	9,855	7,157	12,423	营业税金及附加	95	164	192	228
存货	5,079	5,686	7,936	8,994	营业费用	114	391	436	496
其他流动资产	3,205	3,383	4,184	3,843	管理费用	987	1,886	1,937	2,230
非流动资产	9,455	10,699	11,482	11,905	研发费用	213	569	541	595
长期股权投资	1,713	1,940	2,169	2,397	财务费用	-59	116	44	-14
固定资产	2,916	3,656	4,040	4,195	资产减值损失	0	0	0	0
在建工程	1,324	1,570	1,644	1,613	加:投资净收益	116	120	118	119
无形资产	665	728	808	887	其他收益	115	96	102	100
其他非流动资产	2,837	2,804	2,821	2,813	资产处置收益	7	5	5	5
资产总计	26,120	33,950	32,703	40,326	营业利润	892	1,600	2,519	3,364
流动负债	10,967	17,955	15,222	21,005	加:营业外净收支	4	34	24	27
短期借款	3,229	3,875	3,552	3,713	利润总额	895	1,633	2,542	3,391
应付账款	5,540	11,049	9,104	13,744	减:所得税费用	195	285	499	628
其他流动负债	2,198	3,031	2,566	3,548	少数股东损益	22	34	58	74
非流动负债	4,939	4,579	4,167	3,391	归属母公司净利润	678	1,315	1,986	2,689
长期借款	4,509	4,181	3,753	2,985	EBIT	1,263	1,864	2,804	3,646
其他非流动负债	430	398	414	406	EBITDA	1,635	2,279	3,337	4,275
负债合计	15,905	22,533	19,389	24,396	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	377	410	468	542	每股收益(元)	0.35	0.67	1.02	1.38
归属母公司股东权益	9,838	11,006	12,846	15,389	每股净资产(元)	4.69	5.29	6.24	7.54
负债和股东权益	26,120	33,950	32,703	40,326	发行在外股份(百万股)	1952	1952	1952	1952
					ROIC(%)	10.1%	13.7%	15.5%	19.7%
					ROE(%)	6.9%	11.8%	15.4%	17.3%
现金流量表 (百万元)					毛利率(%)	3.6%	5.5%	5.6%	6.1%
经营活动现金流	703	1,330	-425	2,792	销售净利率(%)	1.5%	1.8%	2.3%	2.7%
投资活动现金流	-719	-1,534	-1,112	-860	资产负债率(%)	60.9%	66.4%	59.3%	60.5%
筹资活动现金流	-220	335	-847	-715	收入增长率(%)	12.8%	53.3%	22.6%	13.6%
现金净增加额	-140	130	-2,383	1,217	净利润增长率(%)	-35.4%	92.7%	51.5%	35.2%
折旧和摊销	373	415	533	629	P/E	29.90	15.41	10.20	7.53
资本开支	800	1,057	534	205	P/B	2.21	1.96	1.66	1.38
营运资本变动	-12	-419	-2,844	-392	EV/EBITDA	14.98	10.97	8.03	5.86

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>