

事件：公司发布 2023 年年报和 2024 年一季报。2023 年公司实现营业收入 755.89 亿元，同比增长 2.33%，归母净利润 11.18 亿元，同比减少 7.46%。单季度来看，2023Q4 公司实现营收 62.80 亿元，同比减少 62.1%，环比减少 75.6%，归母净利润 1.48 亿元，同比减少 46.1%，环比减少 41.4%。2024Q1 公司实现营收 218.52 亿元，同比增长 12.2%，环比增长 248.0%，归母净利润 3.15 亿元，同比减少 5.5%，环比增长 112.7%。业绩略低于市场预期。

2023 年公司产品产销量保持高位，在铜箔加工费压力下维持盈利稳健。2023 年，受各产品产销量变化影响，公司铜管和铜排的营收增长放缓，铜棒营收负增长。2023 年，公司铜管产品实现收入 412 亿元，占总营收的 54.4%，同比增长 0.58%；铜棒产品实现收入 48 亿元，占总营收的 6.4%，同比下降 19.42%；在铜排产品实现收入 19.6 亿元，占总营收的 2.6%，同比增长 2.97%；在铜箔产品实现收入 7.35 亿元，占总营收的 1.0%，同比增长 893.50%。从毛利占比来看，铜管板块依旧是毛利占比最高的板块，达到 80.4%，铜棒/铜排/铜箔的毛利占比分别为 8.6%/1.2%/-5.7%。

2024Q1 环比来看，公司归母净利润环比增长 1.67 亿元。主要得益于毛利环比增长 4.01 亿元，主要或由于 Q1 空调需求向好使得公司产品产销量增长，叠加 Q4 铜箔产品亏损较为严重产生低基数，公允价值变动环比增利 0.79 亿元，环比减利项主要是费用和税金环比减利 3.55 亿元。主要是由于管理费用和财务费用环比分别增长 1.7 和 2.6 亿元，管理费用增长或由于 Q4 基数较低，Q1 恢复正常，财务费用环比增长主要是或由于海外借款利率提升以及资产负债率提升（2024Q1 期末为 61.22%，环比增长 2.89pct），导致利息费用增长。

核心看点：①产线改造持续进行，铜管产能不断扩张。公司将在 2024 年底前利用第五代连铸连轧工艺分批对旧生产线进行淘汰、改造和升级，预计公司精密铜管生产能力 2024 年将增加至 131 万吨，具备较大成长潜力。**②铜箔项目落地投产进度超预期。**目前甘肃工厂一期产能已投产。同时公司还成立了印尼子公司，在印尼投资建设 10 万吨锂电铜箔产能，布局海外市场。由于产能利用率较低叠加行业供应较多加工费低迷，铜箔板块仍处于亏损状态，期待铜箔板块扭亏为盈。

投资建议：随着竞争格局向好，产品加工费回升，公司产品吨盈利或仍有上行空间，叠加产能持续扩张，公司产品量价齐升。同时公司切入铜箔赛道，随着铜箔产能利用率提升，有望逐步实现盈利。我们预计 2024-2026 年公司将实现归母净利 13.40、15.66、18.19 亿元，EPS 分别为 0.67、0.78、0.91 元，对应 4 月 30 日收盘价的 PE 为 14x、12x 和 10x，维持“推荐”评级。

风险提示：项目进展不及预期，汇率波动风险，下游需求不及预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	75,749	88,655	96,266	108,933
增长率 (%)	2.4	17.0	8.6	13.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,118	1,340	1,566	1,819
增长率 (%)	-7.5	19.8	16.9	16.1
每股收益 (元)	0.56	0.67	0.78	0.91
PE	16	14	12	10
PB	1.3	1.2	1.1	1.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 4 月 30 日收盘价）

推荐

维持评级
当前价格：
9.23 元

分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

分析师 张弋清

执业证书：S0100523100001

邮箱：zhangyiqing@mszq.com

相关研究

- 海亮股份 (002203.SZ) 2022 年年报&2023 年一季报点评：产品结构优化，吨毛利回升-2023/05/07
- 海亮股份 (002203.SZ) 2022 年半年报点评：加工费水平回升，铜箔放量打造新增长点-2022/08/30
- 海亮股份 (002203.SZ) 2021 年年报&2022 年一季报点评：吨净利回升，“铜管+铜箔”双轮驱动-2022/05/07

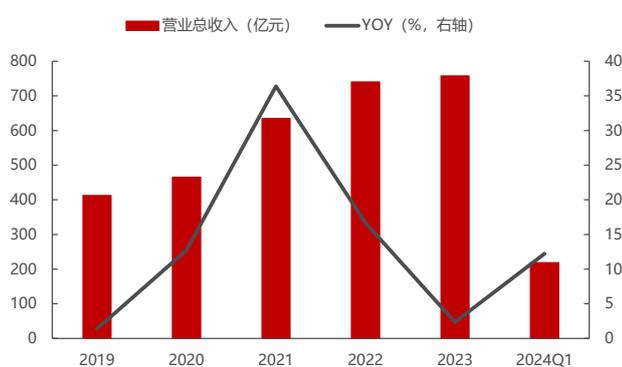
目录

1 事件：公司发布 2023 年年报和 2024 年一季报	3
2 点评：主业稳健增长，期待铜箔扭亏为盈	4
2.1 2023 年年报：单吨毛利维持高位，铜箔板块拖累利润	4
2.2 2024 年一季报：毛利同环比均提升，费用端增长拖累利润.....	6
3 盈利预测与投资建议	8
4 风险提示	9
插图目录	11
表格目录	11

1 事件：公司发布 2023 年年报和 2024 年一季报

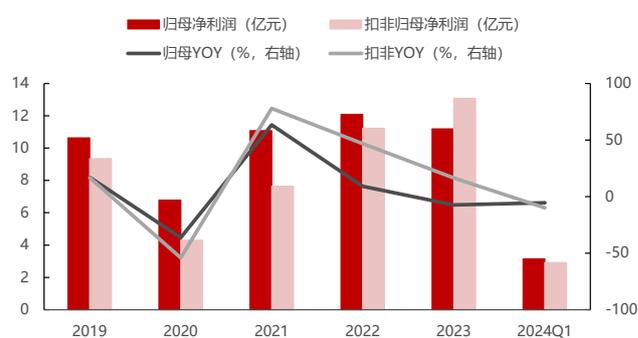
公司发布 2023 年年报和 2024 年一季报。2023 年公司实现营业收入 755.89 亿元，同比增长 2.33%，归母净利润 11.18 亿元，同比减少 7.46%。单季度来看，2023Q4 公司实现营收 62.80 亿元，同比减少 62.1%，环比减少 75.6%，归母净利润 1.48 亿元，同比减少 46.1%，环比减少 41.4%。2024Q1 公司实现营收 218.52 亿元，同比增长 12.2%，环比增长 248.0%，归母净利润 3.15 亿元，同比减少 5.5%，环比增长 112.7%。业绩略低于市场预期。

图1：2024Q1，公司实现营收 218.52 亿元



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图2：2024Q1，公司实现归母净利润 3.15 亿元



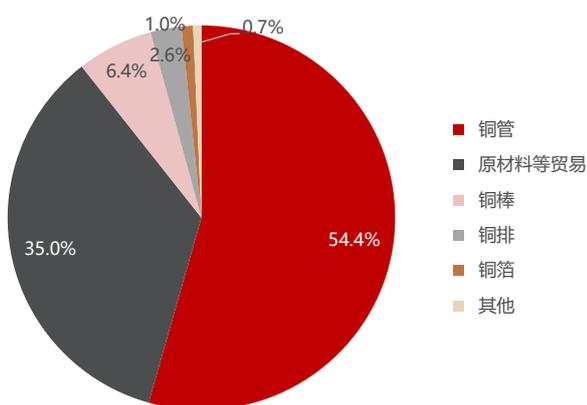
资料来源：公司公告，民生证券研究院

2 点评：主业稳健增长，期待铜箔扭亏为盈

2.1 2023 年年报：单吨毛利维持高位，铜箔板块拖累利润

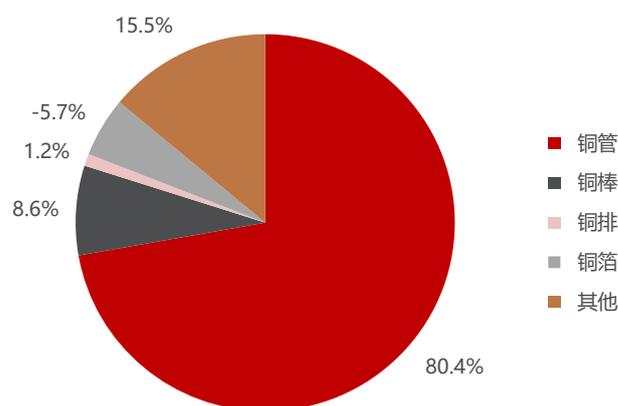
公司主要负责铜加工产品的研发、生产制造和销售。2023 年公司产品产销量保持高位，在铜箔加工费压力下维持盈利稳健。2023 年，受各产品产销量变化影响，公司铜管和铜排的营收增长放缓，铜棒营收负增长。2023 年，公司铜管产品实现收入 412 亿元，占总营收的 54.4%，同比增长 0.58%；铜棒产品实现收入 48 亿元，占总营收的 6.4%，同比下降 19.42%；在铜排产品实现收入 19.6 亿元，占总营收的 2.6%，同比增长 2.97%；在铜箔产品实现收入 7.35 亿元，占总营收的 1.0%，同比增长 893.50%。从毛利占比来看，铜管板块依旧是毛利占比最高的板块，达到 80.4%，铜棒/铜排/铜箔的毛利占比分别为 8.6%/1.2%/-5.7%。

图3：2023 年各板块营收占比



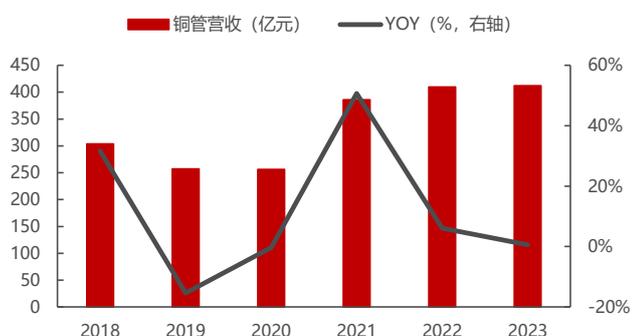
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图4：2023 年各板块毛利占比



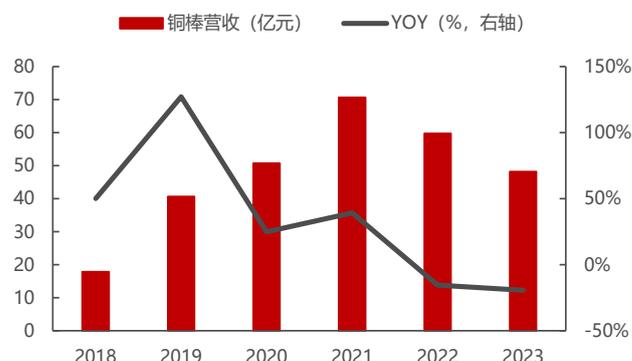
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图5：2018-2023 年铜管营收及同比增速



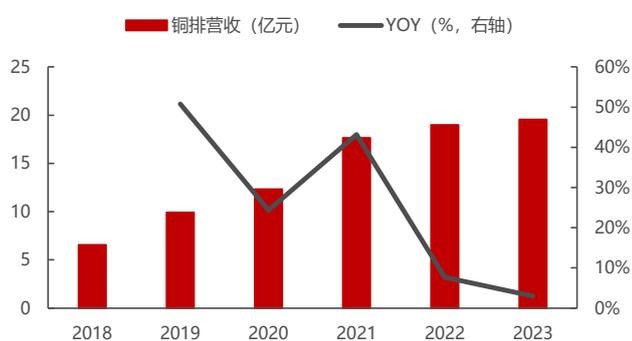
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图6：2018-2023 年铜棒营收及同比增速



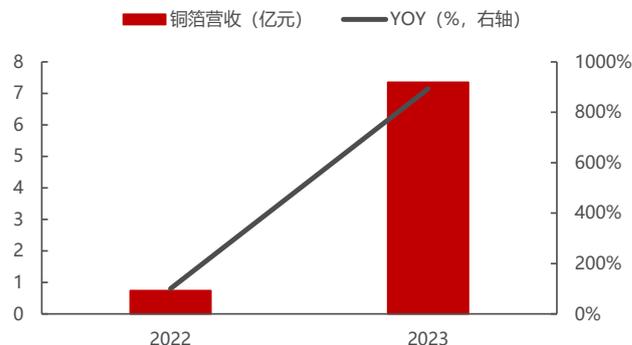
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图7：2018-2023年铜排营收及同比增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图8：2022-2023年铜箔营收及同比增速



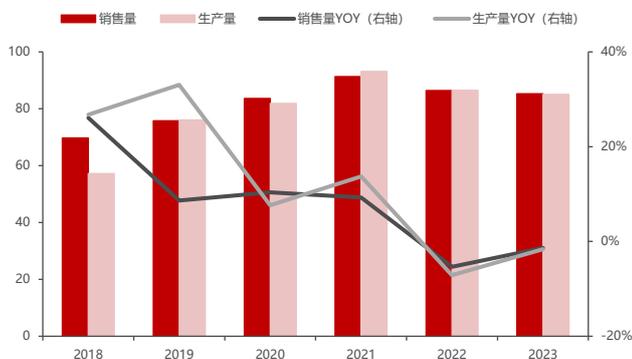
资料来源：公司公告，民生证券研究院

2023年，公司依旧维持此前的战略，主动放弃部分低利润率订单，持续优化客户结构，在销量下降的情况下仍取得良好的业绩。产量方面，公司在铜加工行业总产量为85.07万吨，同比下降1.64%。销量方面，公司在铜加工行业总销售量为85.28万吨，同比下降1.36%。库存量为5.03万吨，同比下降4%。

除此之外，公司积极布局于新能源锂电行业。铜箔行业快速发展，根据CNIA数据，2023年我国实现铜箔材89万吨，同比增长11.3%。公司锂电铜箔产量也同比大幅增长，对锂电铜箔业务提出了“三年进前三，五年争第一”的目标，兰州铜箔项目一期已投产，印尼铜箔试产及投产计划稳步推进。

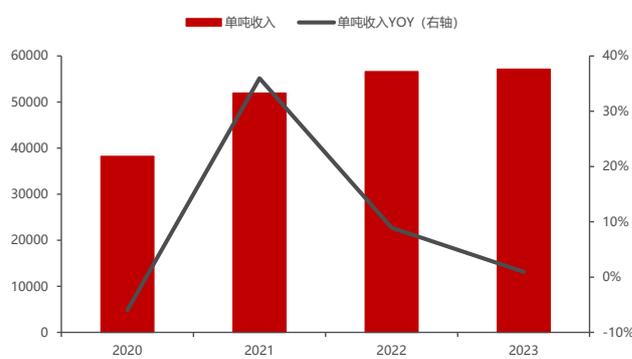
单位量价本：单吨毛利受铜箔产品拖累略有下降。2023年铜加工材单位售价为5.7万元/吨，同比增长0.9%，单吨成本5.4万元/吨，同比增长1.2%，成本上行更多，导致单吨毛利同比减少2.53%收窄至3089元/吨，主要或由于铜箔板块产能投放后竞争激烈，目前产能利用率较低导致毛利未能完全释放，2023年实现毛利亏损1.78亿元。

图9：2018-2023年铜加工合计产销量（万吨）



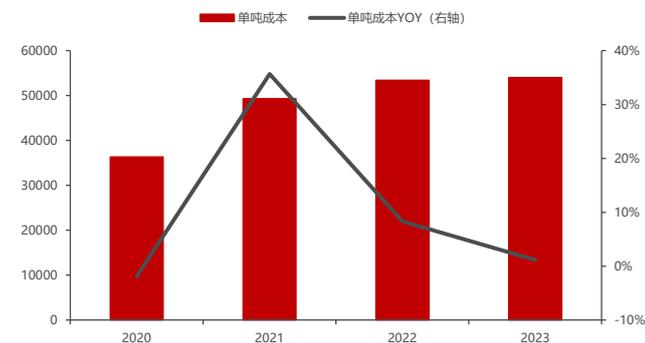
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图10：2020-2023年铜加工材单吨收入（单位：元/吨）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图11: 2020-2023 年铜加工材单吨成本 (单位: 元/吨)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图12: 2020-2023 年铜加工材单吨毛利 (单位: 元/吨)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

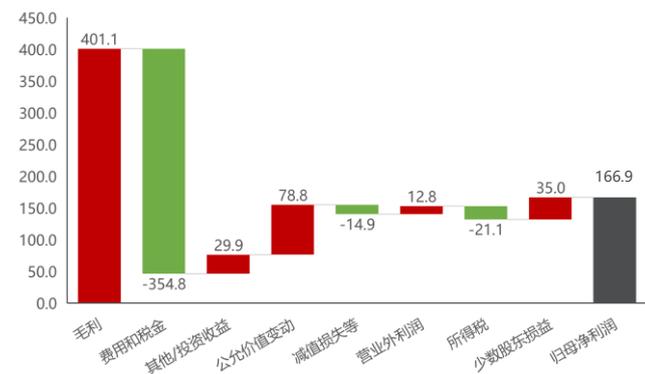
2.2 2024 年一季报: 毛利同环比均提升, 费用端增长拖累

利润

环比来看 (2024Q1 vs 2023Q4), 公司归母净利润环比增长 1.67 亿元, 主要得益于毛利环比增长 4.01 亿元, 主要或由于 Q1 空调需求向好使得公司产品产销量增长, 叠加 Q4 铜箔产品亏损较为严重产生低基数, 公允价值变动环比增利 0.79 亿元, 环比减利项主要是费用和税金环比减利 3.55 亿元。

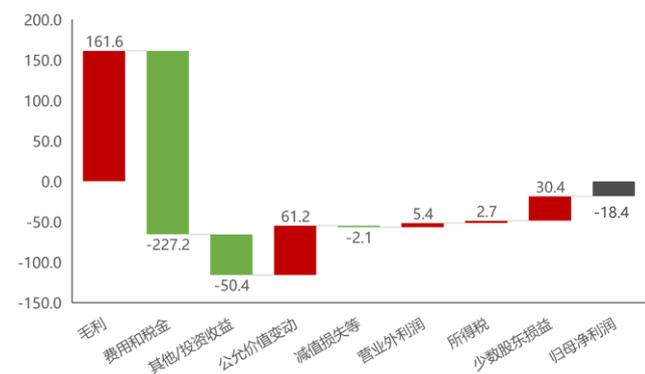
同比来看 (2024Q1 vs 2023Q1), 公司归母净利润同比减少 0.18 亿元, 主要是由于费用和税金同比减利 2.27 亿元, 其他/投资收益同比减利 0.5 亿元, 增利项主要为毛利同比增利 1.6 亿元, 或主要得益于公司铜加工产品产销量提升。

图13: 2024Q1, 公司归母净利润环比增加 1.67 亿元 (单位: 百万元)



资料来源: ifind, 民生证券研究院

图14: 2024Q1, 公司归母净利润同比减少 0.18 亿元 (单位: 百万元)

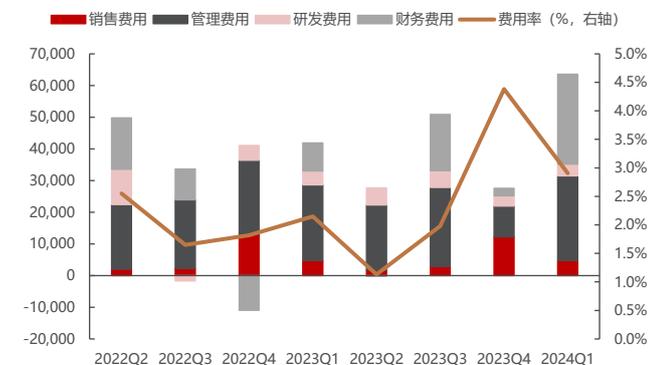


资料来源: ifind, 民生证券研究院

费用端来看, 2024Q1 公司四费环比增加 3.6 亿元。主要是由于管理费用和财务费用环比分别增长 1.7 和 2.6 亿元, 管理费用增长或由于 Q4 基数较低, Q1 恢复正常, 财务费用环比增长主要是或由于海外借款利率提升以及资产负债率提

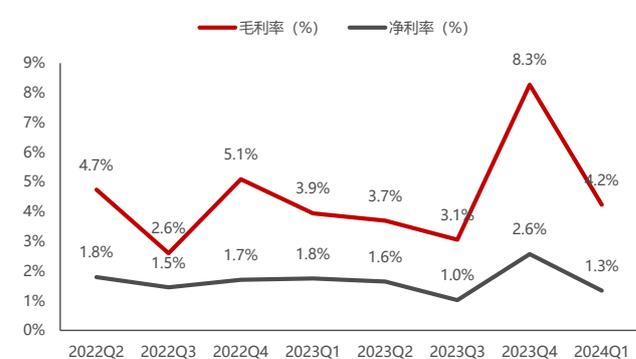
升 (2024Q1 期末为 61.22%，环比增长 2.89pct)，导致利息费用增长。

图15: 2024Q1 公司费用率为 2.9% (单位: 万元)



资料来源: ifind, 民生证券研究院

图16: 2024Q1 公司毛利率和净利率分别为 4.2%和 1.3%



资料来源: ifind, 民生证券研究院

3 盈利预测与投资建议

随着竞争格局向好，产品加工费回升，公司产品吨盈利或仍有上行空间，叠加产能持续扩张，公司产品量价齐升。同时公司切入铜箔赛道，随着铜箔产能利用率提升，有望逐步实现盈利。我们预计 2024-2026 年公司将实现归母净利 13.40、15.66、18.19 亿元，EPS 分别为 0.67、0.78、0.91 元，对应 4 月 30 日收盘价的 PE 为 14x、12x 和 10x，维持“推荐”评级。

4 风险提示

1) 项目进展不及预期。公司仍有较多在建项目，若项目进展不及预期，或将影响公司利润释放。

2) 汇率波动风险。公司产品部分销往海外，同时公司在海外也建设有工厂，盈利受到汇率波动影响，若汇率出现大幅波动，或将影响公司盈利能力。

3) 下游需求不及预期等。公司产品下游客户众多，若下游部分领域需求较弱，减少产品采购或寻求降低加工费，或将对公司盈利能力产生不利影响。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	75,749	88,655	96,266	108,933
营业成本	72,635	85,130	92,253	104,348
营业税金及附加	124	146	159	179
销售费用	214	251	272	308
管理费用	793	930	1,010	1,143
研发费用	184	215	234	265
EBIT	1,948	2,149	2,520	2,895
财务费用	287	493	585	648
资产减值损失	-24	0	0	0
投资收益	-284	0	0	0
营业利润	1,376	1,647	1,924	2,235
营业外收支	-1	0	0	0
利润总额	1,374	1,647	1,924	2,235
所得税	212	254	297	345
净利润	1,162	1,392	1,627	1,890
归属于母公司净利润	1,118	1,340	1,566	1,819
EBITDA	2,505	2,743	3,188	3,641

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	7,721	7,387	8,536	9,152
应收账款及票据	5,670	6,650	7,221	8,171
预付款项	1,176	1,378	1,493	1,689
存货	7,087	8,307	9,002	10,182
其他流动资产	1,670	2,024	2,148	2,355
流动资产合计	23,324	25,746	28,400	31,549
长期股权投资	2,058	2,058	2,058	2,058
固定资产	7,408	8,495	9,640	10,837
无形资产	896	896	896	896
非流动资产合计	17,081	18,940	20,440	21,940
资产合计	40,405	44,686	48,840	53,490
短期借款	8,227	11,341	13,841	16,341
应付账款及票据	3,115	3,651	3,956	4,475
其他流动负债	3,427	3,574	3,703	3,919
流动负债合计	14,768	18,566	21,500	24,736
长期借款	5,685	5,201	5,201	5,201
其他长期负债	3,114	3,131	3,131	3,131
非流动负债合计	8,798	8,332	8,332	8,332
负债合计	23,566	26,898	29,833	33,068
股本	1,998	1,998	1,998	1,998
少数股东权益	2,761	2,814	2,875	2,946
股东权益合计	16,839	17,788	19,008	20,422
负债和股东权益合计	40,405	44,686	48,840	53,490

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	2.36	17.04	8.59	13.16
EBIT 增长率	4.35	10.34	17.24	14.89
净利润增长率	-7.46	19.84	16.86	16.13
盈利能力 (%)				
毛利率	3.91	3.98	4.17	4.21
净利润率	1.48	1.51	1.63	1.67
总资产收益率 ROA	2.77	3.00	3.21	3.40
净资产收益率 ROE	7.94	8.95	9.71	10.41
偿债能力				
流动比率	1.58	1.39	1.32	1.28
速动比率	0.92	0.77	0.74	0.71
现金比率	0.52	0.40	0.40	0.37
资产负债率 (%)	58.33	60.19	61.08	61.82
经营效率				
应收账款周转天数	24.06	23.85	24.73	24.25
存货周转天数	34.56	32.55	33.77	33.09
总资产周转率	2.05	2.08	2.06	2.13
每股指标 (元)				
每股收益	0.56	0.67	0.78	0.91
每股净资产	7.04	7.49	8.07	8.75
每股经营现金流	-0.39	0.31	0.98	0.84
每股股利	0.17	0.20	0.24	0.28
估值分析				
PE	16	14	12	10
PB	1.3	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA	13.06	11.93	10.27	8.99
股息收益率 (%)	1.84	2.21	2.58	3.00

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	1,162	1,392	1,627	1,890
折旧和摊销	557	594	668	746
营运资金变动	-3,112	-1,992	-1,071	-1,797
经营活动现金流	-776	612	1,967	1,669
资本开支	-2,146	-2,072	-2,148	-2,227
投资	0	-7	0	0
投资活动现金流	-2,456	-2,374	-2,148	-2,227
股权募资	2,201	0	0	0
债务募资	3,059	2,554	2,500	2,500
筹资活动现金流	5,742	1,427	1,329	1,175
现金净流量	2,636	-335	1,149	617

插图目录

图 1: 2024Q1, 公司实现营收 218.52 亿元	3
图 2: 2024Q1, 公司实现归母净利润 3.15 亿元.....	3
图 3: 2023 年各板块营收占比.....	4
图 4: 2023 年各板块毛利占比.....	4
图 5: 2018-2023 年铜管营收及同比增速.....	4
图 6: 2018-2023 年铜棒营收及同比增速.....	4
图 7: 2018-2023 年铜排营收及同比增速.....	5
图 8: 2022-2023 年铜箔营收及同比增速.....	5
图 9: 2018-2023 年铜加工合计产销量 (万吨)	5
图 10: 2020-2023 年铜加工材单吨收入 (单位: 元/吨)	5
图 11: 2020-2023 年铜加工材单吨成本 (单位: 元/吨)	6
图 12: 2020-2023 年铜加工材单吨毛利 (单位: 元/吨)	6
图 13: 2024Q1, 公司归母净利润环比增加 1.67 亿元 (单位: 百万元)	6
图 14: 2024Q1, 公司归母净利润同比减少 0.18 亿元 (单位: 百万元)	6
图 15: 2024Q1 公司费用率为 2.9% (单位: 万元)	7
图 16: 2024Q1 公司毛利率和净利率分别为 4.2%和 1.3%	7

表格目录

盈利预测与财务指标	1
公司财务报表数据预测汇总.....	10

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，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。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

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。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。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。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026