

2024年10月10日

海亮股份 (002203.SZ)

——海外布局持续推进，产线改造推动产能扩张

买入 (首次覆盖)

投资要点:

- **24H1 业绩符合预期。**2024H1 公司铜材销量超 50 万吨，传统主业盈利能力保持稳健。2024 年上半年公司铜材产品销量为 50.69 万吨，同比增长 14.04%（其中铜箔销量同比增长 450.51%），铜箔业务对归母净利润的影响额为 1.46 亿元，若剔除铜箔产品的亏损影响，公司铜管等传统主业对归母净利润贡献为 7.64 亿元，同比增长 3.7%，传统主业盈利能力保持稳健。分产品看，2024 年上半年铜管/铜棒/铜排的毛利率分别为 5.78%/5.56%/1.88%，同比分别-0.65pct/-1.4pct/+0.16pct。境内外销售情况看，境外地区铜材产品盈利保持较好水平。铜材境外营收 111.55 亿元，占比达 37.2%，同比增长 6.16%，毛利率为 6.56%，同比下降 0.37pct；铜材境内营收为 188.4 亿元，同比增加 25.42%，毛利率为 4.18%，同比下降 1.6pct。
- **全球铜加工龙头，海外布局持续加速。**公司是全球规模最大、最具国际竞争力的铜管、铜棒制造企业。截至 23 年底公司在全球设有 22 个生产基地，其中海外 11 个基地遍布欧美及东南亚，12 个销售分公司、120 个销售网点遍布全球。继公司在印尼的铜箔项目顺利投产之后，公司计划在摩洛哥投资建设海亮（摩洛哥）新材料科技工业园，预计新建包括年产 5 万吨无热轧铜及铜合金材的生产线、年产 3.5 万吨铜管的生产线、年产 4 万吨精密黄铜棒的生产线、年产 1.5 亿只精密铜合金管件、以及年产 2.5 万吨锂电铜箔等新能源材料的生产线。
- **产线改造持续推进，铜管产能不断扩张。**公司将在 2024 年底前分批对已建、在建、新建的铜管生产线（含募投项目）以第五代连铸连轧精密铜管低碳智能高效生产线标准进行淘汰、改造的升级，新增投资金额约 76,400 万元。1) 对 2017 年之后已建成的募投项目中的连铸连轧精密铜管生产线全面进行改造升级为第五代生产线；对正在建设中的募投项目和还未建设的募投项目均按第五代生产线标准进行建设。产能将由 40.5 万吨增加至 62.5 万吨。2) 对 2017 年以前建成的生产线进行全面淘汰升级改造，生产线由 20 条改造为 15 条，生产能力由 39.3 万吨增加至 63.7 万吨，技术改造投入约 69,500 万元。预计公司精密铜管生产能力将由 79.8 万吨增加至 131 万吨，经营业绩在现有基础上增长超 14 亿元，预计生产效率进一步提高，综合成本大幅下降，核心竞争力持续增强，行业头部地位显著确立。
- **盈利预测与估值：**我们预测公司 24-26 年归母净利润分别为 13.06/15.80/17.34 亿元，对应 2024 年 10 月 9 日收盘价 PE 估值为 13/11/10x。我们选取精达股份、斯瑞新材、楚江新材作为可比公司，根据 Wind 一致预期，可比公司 24-26 年平均 PE 分别为 27/21/17x。作为全球铜管龙头，公司海外布局持续加速，产线改造提供新增量，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**需求波动风险；项目建设不及预期风险；原材料波动风险。

证券分析师

田源
S1350524030001
tianyuan@huayuanstock.com
田庆争
S1350524050001
tianqingzheng@huayuanstock.com
项祈瑞
S1350524040002
xiangqirui@huayuanstock.com

联系人

陈轩
chenxuan01@huayuanstock.com

市场表现:



股票数据: 2024年10月9日

收盘价(元) 8.79
一年内最高/最低(元) 11.93/7.42
总市值(亿元) 176.65

基础数据: 2024年6月30日

总股本(亿股) 19.98
总资产(亿元) 476.89
每股净资产(元) 6.84

盈利预测与估值

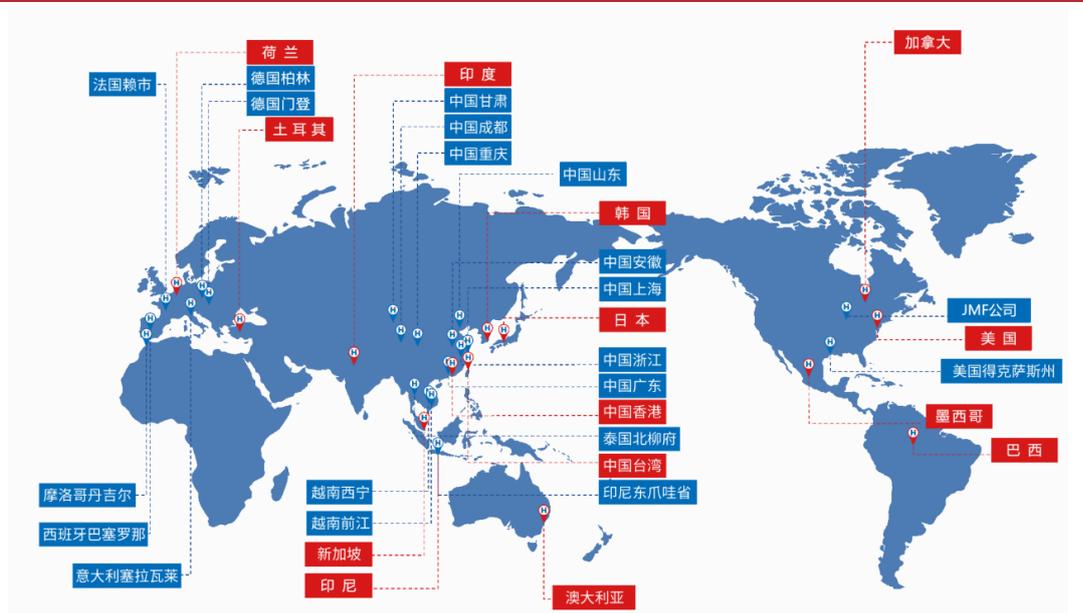
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	73865.33	75588.76	89194.74	102573.95	112831.35
同比增长率(%)	16.67%	2.33%	18.00%	15.00%	10.00%
归母净利润(百万元)	1208.26	1118.12	1306.39	1579.93	1734.34
同比增长率(%)	9.13%	-7.46%	16.84%	20.94%	9.77%
每股收益(元/股)	0.60	0.56	0.65	0.79	0.87
毛利率(%)	4.02%	3.91%	3.96%	3.99%	4.01%
ROE(%)	9.50%	7.94%	8.63%	9.62%	9.73%
市盈率	14.54	15.71	13.45	11.12	10.13

1. 全球铜加工龙头，海外布局持续加速

公司是全球规模最大、最具国际竞争力的铜管、铜棒制造企业。截至 2023 年底公司在全球设有 22 个生产基地，其中海外 11 个基地遍布欧美及东南亚，12 个销售分公司、120 个销售网点遍布全球。公司在国内外积累了大批优质稳定的客户，与超过 130 个国家或地区的近万家客户建立了长期稳定的业务关系，同众多在上下游相关行业内具有重要影响力的企业建立了战略合作关系。随着公司对海外基地的管理组织调整及人员到位，一方面海外产品结构向商业管、精密管件等高附加值产品倾斜，另一方面迅速提升海外市场占有率，进一步提高公司全球化能力，提升海外资产盈利能力，拉大与同业公司的竞争优势。

加强国际市场扩张，摩洛哥项目稳步推进。公司将继续加快海外制造基地的建设，以加强全球供应链的布局。继公司在印尼的铜箔项目顺利投产之后，公司计划在摩洛哥投资建设海亮（摩洛哥）新材料科技工业园，预计新建包括年产 5 万吨无锻轧铜及铜合金材的生产线、年产 3.5 万吨铜管的生产线、年产 4 万吨精密黄铜棒的生产线、年产 1.5 亿只精密铜合金管件、以及年产 2.5 万吨锂电铜箔等新能源材料的生产线。摩洛哥的项目是公司实施全球战略布局的关键步骤，旨在充分利用公司的国际业务优势，扩大其经验和市场资源，开拓新的国际市场，实施差异化竞争策略，并在一定程度上减少国内市场激烈竞争带来的风险。

图表 1：公司基地分布情况



资料来源：公司官网，华源证券研究

2. 产线改造持续推进，铜管产能不断扩张

第五代产线改造完成在即，铜管产能持续扩张。公司将在 2024 年底前分批对已建、在建、新建的铜管生产线（含募投项目）以第五代连铸连轧精密铜管低碳智能高效生产线标准进行淘汰、改造的升级，新增投资金额约 76,400 万元。具体改造情况如下：

1) 对 2017 年之后已建成的募投项目中的连铸连轧精密铜管生产线全面进行改造升级为第五代生产线；对正在建设中的募投项目和还未建设的募投项目均按第五代生产线标准进行建设。预计产能将由 40.5 万吨增加至 62.5 万吨。

2) 对 2017 年以前建成的生产线进行全面淘汰升级改造，生产线由 20 条改造为 15 条，预计生产能力由 39.3 万吨增加至 63.7 万吨，技术改造投入约 69,500 万元。

预计公司精密铜管生产能力将由 79.8 万吨增加至 131 万吨，经营业绩在现有基础上增长超 14 亿元，预计生产效率进一步提高，综合成本大幅下降，核心竞争力持续增强，行业头部地位显著确立。

图表 2：2017 年之后建成与在建项目改造情况

募投项目		原方案		改造后	
项目名称	实施地	生产线(条)	合计产能(万吨)	生产线(条)	合计产能(万吨)
年产7万吨空制冷用铜及铜合金精密无缝管智能化制造项目	浙江	2	7	2	9.6
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	5	2	9.1
有色金属材料深(精)加工项目(一期)	重庆	1	3	1	4.3
年产6万吨空制冷管智能化生产线项目	美国	2	6	2	9.6
年产7.5万吨高效节能环保精密铜管信息化生产线项目	广东	3	7.5	3	12.9
年产9万吨高效节能环保精密铜管信息化生产线	安徽	3	9	3	13.4
年产3万吨高效节能环保精密铜管智能制造项目(局部改造)	泰国	1	3	1	3.6
合计		14	40.5	14	62.5

资料来源：公司公告，华源证券研究

图表 3：2017 年之前建成项目改造情况

铜管生产基地	现状		改造升级后		
	生产线数量(条)	合计产能(万吨)	生产线数量(条)	合计产能(万吨)	投入估算金额(不含税)(万元)
广东基地	4	6.8	3	12.9	13,600
浙江基地	5	10.5	4	16.4	14,800
上海基地	4	8	3	12.9	12,400
越南基地	4	8	3	12.9	13,900
安徽基地	3	6	2	8.6	14,800
合计	20	39.3	15	63.7	69,500

资料来源：公司公告，华源证券研究

3. 盈利预测

我们预测公司 2024-2026 年营业收入分别为 891.9/1025.7/1128.3 亿元，归母净利润分别为 13.06/15.80/17.34 亿元，对应 2024 年 10 月 9 日收盘价 PE 估值为 13/11/10x。我们选取精达股份、斯瑞新材、楚江新材作为可比公司，根据 Wind 一致预期，可比公司 2024-2026 年平均 PE 分别为 27/21/17x。作为全球铜管龙头，公司海外布局持续加速，产线改造提供新增量，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 4：可比公司估值表（盈利预测采用 Wind 一致预期，截至 2024 年 10 月 9 日）

股票代码	公司名称	市值 (亿元)	利润 (亿元)			估值PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
600577.SH	精达股份	114.50	5.44	6.86	8.10	21.07	16.69	14.14
688102.SH	斯瑞新材	63.79	1.32	1.78	2.39	48.33	35.89	26.70
002171.SZ	楚江新材	87.67	6.19	7.52	9.12	14.17	11.67	9.61
	平均值					27.86	21.41	16.82
002203.SZ	海亮股份	175.65	13.06	15.80	17.34	13.45	11.12	10.13

资料来源：公司公告，华源证券研究

4. 风险提示

需求波动风险：铜合金需求受下游景气度和宏观等因素影响，存在市场销售的不确定性。

项目建设不及预期风险：公司处于产能建设爬坡阶段，项目建设不及预期可能会影响其经营增长。

原材料波动风险：公司主要产品的原材料为大宗金属，存在价格波动的可能性，进而影响公司的生产成本。

图表 5：财务数据(百万元)

资产负债表					利润表				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	7721.49	4459.74	5128.70	5641.57	营业收入	75588.76	89194.74	102573.95	112831.35
应收票据及账款	6741.51	8088.33	9301.58	10231.73	营业成本	72629.54	85662.63	98481.25	108306.81
预付账款	1175.52	1467.89	1688.08	1856.88	税金及附加	124.49	142.22	163.55	179.91
其他应收款	160.09	268.78	309.10	340.01	销售费用	213.62	220.72	253.83	279.21
存货	7087.09	9207.96	10585.85	11642.01	管理费用	792.83	1015.94	1168.33	1285.16
其他流动资产	438.67	507.38	578.78	633.52	研发费用	183.56	295.21	339.49	373.44
流动资产总计	23324.37	24000.08	27592.08	30345.72	财务费用	287.39	498.22	461.04	496.66
长期股权投资	2057.58	2177.45	2297.32	2417.19	资产减值损失	-23.62	-17.89	-20.57	-22.63
固定资产	7495.74	8605.63	9796.51	9739.54	信用减值损失	8.33	-19.16	-22.03	-24.23
在建工程	3106.98	1970.16	1166.67	2583.33	其他经营损益	154.32	138.91	138.91	138.91
无形资产	895.77	842.32	788.88	735.43	投资收益	-284.23	-5.59	-5.59	-5.59
长期待摊费用	0.61	0.31	0.00	0.00	公允价值变动损益	29.55	32.33	28.64	30.14
其他非流动资产	3524.05	3484.60	3445.14	3405.69	资产处置收益	-8.04	-2.26	-2.26	-2.26
非流动资产合计	17080.73	17080.46	17494.52	18881.18	其他收益	141.91	154.28	154.28	154.28
资产总计	40405.10	41080.53	45086.60	49226.91	营业利润	1375.56	1640.44	1977.84	2178.78
短期借款	8226.68	5800.11	8431.11	10969.95	营业外收入	14.65	14.35	14.35	14.35
应付票据及账款	3114.89	6133.43	7051.24	7754.75	营业外支出	16.12	11.37	11.37	11.37
其他流动负债	3426.50	4119.80	4726.55	5191.65	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	14768.08	16053.34	20208.91	23916.35	利润总额	1374.08	1643.41	1980.82	2181.75
长期借款	8248.02	6546.98	5077.79	4062.01	所得税	212.28	304.62	361.70	404.40
其他非流动负债	550.30	550.30	550.30	550.30	净利润	1161.81	1338.79	1619.12	1777.35
非流动负债合计	8798.31	7097.28	5628.09	4612.31	少数股东损益	43.68	32.40	39.19	43.01
负债合计	23566.39	23150.62	25837.00	28528.66	归属母公司股东净利润	1118.12	1306.39	1579.93	1734.34
股本	1998.32	1998.32	1998.32	1998.32	EBITDA	2218.64	2761.77	3147.67	3411.62
资本公积	3023.85	3023.85	3023.85	3023.85	NOPLAT	1404.80	1717.75	1971.98	2156.82
留存收益	9055.32	10114.12	11394.62	12800.26	EPS (元)	0.56	0.65	0.79	0.87
归属母公司权益	14077.49	15136.29	16416.79	17822.43					
少数股东权益	2761.22	2793.62	2832.80	2875.82					
股东权益合计	16838.71	17929.91	19249.60	20698.25					
负债和股东权益合计	40405.10	41080.53	45086.60	49226.91					
现金流量表					主要财务比率				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	1161.81	1190.74	1473.58	1631.08	成长能力				
折旧与摊销	557.17	620.14	705.81	733.21	营收增长率	2.33%	18.00%	15.00%	10.00%
财务费用	287.39	498.22	461.04	496.66	营业利润增长率	-8.52%	19.26%	20.57%	10.16%
投资损失	284.23	5.59	5.59	5.59	EBIT增长率	-7.66%	28.90%	14.02%	9.69%
营运资金变动	-3105.95	-225.63	-1398.47	-1072.17	EBITDA增长率	-0.69%	24.48%	13.97%	8.39%
其他经营现金流	39.01	151.67	151.67	151.67	归母净利润增长率	-7.46%	16.84%	20.94%	9.77%
经营性现金净流量	-776.34	2240.73	1399.22	1946.04	经营现金流增长率	-189.21%	388.63%	-37.56%	39.08%
资本支出	2160.14	500.00	1000.00	2000.00	盈利能力				
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	毛利率	3.91%	3.96%	3.99%	4.01%
其他投资现金流	-295.53	-129.08	-131.59	-130.86	净利率	1.54%	1.50%	1.58%	1.58%
投资性现金净流量	-2455.67	-629.08	-1131.59	-2130.86	营业利润率	1.82%	1.84%	1.93%	1.93%
短期借款	2825.48	-2426.57	2631.00	2538.83	ROE	7.94%	8.63%	9.62%	9.73%
长期借款	2041.39	-1701.03	-1469.19	-1015.78	ROA	2.77%	3.18%	3.50%	3.52%
普通股增加	15.12	0.00	0.00	0.00	ROIC	6.46%	6.28%	6.97%	7.01%
资本公积增加	275.67	0.00	0.00	0.00	估值倍数				
其他筹资现金流	584.40	-745.81	-760.48	-825.36	P/E	15.71	13.45	11.12	10.13
筹资性现金净流量	5742.07	-4873.41	401.33	697.69	P/S	0.23	0.20	0.17	0.16
现金流量净额	2636.40	-3261.76	668.96	512.87	P/B	1.30	1.21	1.11	1.02
					股息率	1.93%	1.41%	1.70%	1.87%
					EV/EBIT	21.41	14.34	13.07	12.50
					EV/EBITDA	16.04	11.12	10.14	9.81
					EV/NOPLAT	25.33	17.88	16.18	15.52

资料来源：公司公告，华源证券研究

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

本报告是机密文件，仅供华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司均不承担任何法律责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。

销售人员信息

华东区销售代表 李瑞雪 liruixue@huayuanstock.com
华北区销售代表 王梓乔 wangziquiao@huayuanstock.com
华南区销售代表 杨洋 yangyang@huayuanstock.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

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。

本报告采用的基准指数 ： 沪深 300 指数