

有色金属

2024 年 12 月 31 日

华峰铝业 (601702)

——空调铝代铜或加速，公司将充分受益

报告原因：有信息公布需要点评

买入 (维持)

投资要点：

- **格力集团布局空调铝管项目，空调铝代铜应用进程加速。**据格力集团，1) 格力集团拟与龙源金科共同建设一家专注于铝制制冷用管制造的实体工厂，主要生产高效高耐腐的家用空调铝管以及微通道集流管等产品。2) 该项目拟投资 1.8 亿元，建成后铝管年产 1.5 万吨，销售收入 5 亿元，计划建设周期在 10 个月内，确保项目能在 2025 年 10 月前顺利投产。
- **空调铝代铜降本明显，且具备性能优势。**换热器是暖通制冷空调的核心部件，主要分为铜管翅片式和铝微通道式。1) 性能对比：据《国家工业节能技术应用指南与案例（2021）》，较铜管翅片式换热器，铝通道换热器全铝焊接无接触热阻，换热效率可提升 30%以上，制冷剂充注量可减少 50%，并且体积小（减少 30%）/质量轻（减小 50%），全铝结构可直接回收。2)成本对比：换热器由铝管替换为铜管后，我们测算单台原材料成本可下降约 250 元（仅考虑原材料成本不考虑加工费，假设铜/铝单吨价格为 8/2 万元），降本明显。
- **中国/海外铝微通道空调渗透率分为 5%/40%，潜在市场空间大。**据《换热器用微通道铝扁管市场前景及生产技术浅析》，目前微通道换热器已经广泛应用于汽车空调系统，在民用空调领域应用相对缓慢，其中美国家用空调市场的铝微通道换热器占有率约 40%，中国只有约 5%，在铜铝价差日益扩大/技术逐渐成熟背景下，假设中国铝微通道换热器渗透率提升至 40%，仅考虑翅片，我们预计全球空调换热器钎焊铝材需求由 6.6 万吨增至 22 万吨，市场空间广阔。
- **公司产品已有民用空调领域布局，预计将充分受益于铝代铜的产业趋势。**公司产品广泛应用于汽车、空调、电力电子、高铁等多个领域，据公司招股说明书，2019 年应用于空调领域收入占比为 4.59%；公司在新能源汽车、储能、风电、大数据算力、空分、民用商用空调等各大行业的散热领域都实现多个新项目定点，随着铝代铜的产业趋势推进，公司成长空间进一步打开，有望充分受益。
- **维持买入评级。**公司是汽车热管理铝材领先企业，新建重庆基地完全投产后打开出货空间，且行业格局稳定，公司盈利能力领先同行，已有汽车、空调、储能、数据中心相关液冷材料产品，将充分受益相关行业需求放量。维持原盈利预测，预计 24-26 年公司归母净利润为 12.5/16.0/19.0 亿元，对应 PE 为 15/11/10 倍，维持买入评级。
- **风险提示：**产品加工费下降；重庆基地建设不及预期；国际贸易摩擦

市场数据：2024 年 12 月 31 日

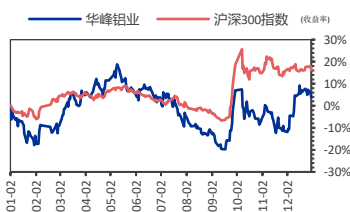
收盘价 (元)	18.32
一年内最高/最低 (元)	21.37/13.74
市净率	3.5
息率 (分红/股价)	1.09
流通 A 股市值 (百万元)	18,293
上证指数/深证成指	3,351.76/10,414.61

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2024 年 09 月 30 日

每股净资产 (元)	5.19
资产负债率%	31.51
总股本/流通 A 股 (百万)	999/999
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

马焰明 A0230523090003
maym@swsresearch.com
陈松涛 A0230523090002
chenst@swsresearch.com
宋涛 A0230516070001
songtao@swsresearch.com

联系人

马焰明
(8621)23297818x
maym@swsresearch.com

财务数据及盈利预测

	2023	2024Q1-3	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	9,291	7,678	11,483	13,069	15,949
同比增长率 (%)	8.7	14.7	23.6	13.8	22.0
归母净利润 (百万元)	899	868	1,250	1,598	1,897
同比增长率 (%)	35.1	30.8	39.0	27.8	18.7
每股收益 (元/股)	0.90	0.87	1.25	1.60	1.90
毛利率 (%)	15.9	16.6	17.8	19.3	19.2
ROE (%)	19.9	16.7	21.9	21.9	20.6
市盈率	20		15	11	10

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE



申万宏源研究微信服务号

财务摘要

百万元, 百万股	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	8,545	9,291	11,483	13,069	15,949
其中: 营业收入	8,545	9,291	11,483	13,069	15,949
减: 营业成本	7,357	7,812	9,435	10,549	12,890
减: 税金及附加	16	35	46	52	80
主营业务利润	1,172	1,444	2,002	2,468	2,979
减: 销售费用	39	71	92	105	144
减: 管理费用	92	119	149	161	207
减: 研发费用	259	231	287	327	399
减: 财务费用	34	26	61	52	43
经营性利润	748	997	1,413	1,823	2,186
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	-21	-27	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	-27	-18	0	0	0
加: 投资收益及其他	31	58	0	0	0
营业利润	724	1,013	1,433	1,824	2,186
加: 营业外净收入	-2	0	-12	-8	-31
利润总额	722	1,014	1,421	1,816	2,155
减: 所得税	56	114	170	218	259
净利润	666	899	1,250	1,598	1,897
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	666	899	1,250	1,598	1,897

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

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注册为证券分析师，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、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swsresearch.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swsresearch.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swsresearch.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swsresearch.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swsresearch.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swsresearch.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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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真实性、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。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。