

加工费水平回升，铜箔放量打造新增长点

2022 年 08 月 30 日

► **公司发布 2022 半年报：**2022 上半年，公司实现营收 381.05 亿元，同比增长 14.9%；归母净利润 6.51 亿元，同比增长 4.7%；扣非归母净利 5.63 亿元，同比增长 18.9%。2022Q2，公司实现营收 195.32 亿元，同比增长 11.2%、环比增长 5.2%；归母净利润 3.39 亿元，同比减少 3.3%、环比增长 8.6%；扣非归母净利 3.32 亿元，同比增长 12.9%、环比增长 43.8%。业绩略低于我们预期。

► **铜加工费回升推动单吨利润增长。**量：公司 2022H1 实现铜及铜合金等产品销量 46.04 万吨，同比减少 3.16%；价：公司 2022H1 铜产品单吨不含税均价为 5.80 万元/吨，同比增长 18.92%，主要受铜价上涨以及加工费上涨推动。**成本：**公司 2022H1 铜产品单吨成本为 5.48 万元/吨，同比增长 18.04%，增长幅度略小于价格增速，反映加工费水平有一定回升，提高公司毛利水平。**单吨盈利：**公司 2022H1 铜产品单吨毛利为 3252 元，同比增长 35.95%；毛利率为 5.61%，同比增加 0.71pct。**分产品毛利率来看，**铜管、铜棒业务毛利表现优秀，毛利率分别同比增加 0.61、1.72pct 至 5.55%、7.10%。

► **单季来看，汇兑损失拖累利润表现。**2022Q2 归母净利润环比增加 2673 万元，同比减少 1152 万元。归母净利润环比增加主要来自毛利（+2.95 亿元），由于空调客户面临 Q3 的销售旺季需要在 Q2 提前备货，因此 Q2 是铜管企业的传统旺季，产销量相比于 Q1 环比或有一定增长，但今年面临疫情以及全球经济下行带来的经营压力，公司 Q2 环比增速不及去年。环比业绩的减利项主要来自费用和税金（-2.47 亿元）和投资收益（-0.34 亿元）。公司由于出口业务汇兑损失导致财务费用同比增长 82.47%至 3.07 亿元，导致净利润表现弱于营收表现。

► **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由 2021 年的 79.8 万吨增加至 2024 年的 131 万吨，CAGR 达到 18%。**②铜箔项目落地投产进度超预期。**铜箔项目已于 2022 年 6 月 14 日实现了 6 μ m 和 8 μ m 产品的成功试产，4.5 μ m 铜箔产品从技术层面上已经实现了突破，着手准备试产。送样客户意向订单已超过试产产能。预计 9 月完成 6 条生产线建设，合计年产能达到 1.25 万吨；至年底完成 12 条生产线建设，届时合计年产能将达到 2.5 万吨。

► **投资建议：**随着竞争格局向好，产品加工费回升，公司产品吨盈利逐步上行，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，有望画出第二成长曲线。考虑到疫情影响全年产销，我们下调业绩预测，预计 2022-2024 年公司将实现归母净利 13.87、19.78、25.73 亿元，EPS 分别为 0.71、1.01、1.31 元，对应 8 月 30 日收盘价的 PE 为 16x、12x 和 9x，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**原材料价格波动，加工费下滑，项目投产不及预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	63439	67191	80102	93360
增长率 (%)	36.4	5.9	19.2	16.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	1107	1387	1978	2573
增长率 (%)	63.4	25.3	42.6	30.1
每股收益 (元)	0.56	0.71	1.01	1.31
PE	21	16	12	9
PB	2.1	1.9	1.7	1.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 08 月 30 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

11.60 元


分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

分析师 张航

执业证书：S0100522080002

邮箱：zhanghang@mszq.com

分析师 张建业

执业证书：S0100522080006

邮箱：zhangjianye@mszq.com

研究助理 张弋清

执业证书：S0100121120057

邮箱：zhangyiqing@mszq.com

相关研究

1.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

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	63439	67191	80102	93360
营业成本	60704	64029	75910	88154
营业税金及附加	106	123	145	168
销售费用	122	134	160	187
管理费用	756	806	961	1120
研发费用	313	235	333	380
EBIT	1563	1863	2591	3351
财务费用	357	417	450	503
资产减值损失	-1	-1	-1	-1
投资收益	181	202	229	271
营业利润	1433	1718	2516	3277
营业外收支	10	48	37	34
利润总额	1443	1766	2553	3311
所得税	311	353	532	685
净利润	1131	1413	2022	2627
归属于母公司净利润	1107	1387	1978	2573
EBITDA	1959	2295	3040	3830

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	4703	5008	6219	7152
应收账款及票据	5943	6400	7517	8803
预付款项	1230	1376	1637	1880
存货	7780	7723	9257	10803
其他流动资产	1448	1520	1719	1938
流动资产合计	21103	22028	26350	30576
长期股权投资	1838	1944	2056	2168
固定资产	3205	4119	4903	5586
无形资产	747	817	884	956
非流动资产合计	10996	11874	12706	13501
资产合计	32099	33901	39056	44076
短期借款	5901	5498	7106	7875
应付账款及票据	6822	7738	8997	10426
其他流动负债	2633	2811	3066	3352
流动负债合计	15357	16047	19170	21653
长期借款	1843	2143	2443	2743
其他长期负债	3183	3183	3193	3203
非流动负债合计	5026	5326	5636	5946
负债合计	20383	21373	24806	27599
股本	1967	1967	1967	1967
少数股东权益	657	683	726	779
股东权益合计	11716	12529	14250	16477
负债和股东权益合计	32099	33901	39056	44076

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	36.37	5.91	19.22	16.55
EBIT 增长率	133.96	19.22	39.07	29.31
净利润增长率	63.36	25.28	42.62	30.09
盈利能力 (%)				
毛利率	4.31	4.71	5.23	5.58
净利率	1.78	2.10	2.52	2.81
总资产收益率 ROA	3.45	4.09	5.07	5.84
净资产收益率 ROE	10.01	11.71	14.63	16.39
偿债能力				
流动比率	1.37	1.37	1.37	1.41
速动比率	0.79	0.81	0.81	0.83
现金比率	0.31	0.31	0.32	0.33
资产负债率 (%)	63.50	63.04	63.51	62.62
经营效率				
应收账款周转天数	32.81	33.26	32.75	32.93
存货周转天数	46.78	44.03	44.51	44.73
总资产周转率	1.98	1.98	2.05	2.12
每股指标 (元)				
每股收益	0.56	0.71	1.01	1.31
每股净资产	5.62	6.02	6.88	7.98
每股经营现金流	-1.31	1.30	0.58	0.93
每股股利	0.08	0.10	0.15	0.20
估值分析				
PE	21	16	12	9
PB	2.1	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	15.18	12.77	9.88	7.88
股息收益率 (%)	0.65	0.88	1.31	1.75

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	1131	1413	2022	2627
折旧和摊销	396	432	448	479
营运资金变动	-4262	474	-1597	-1577
经营活动现金流	-2580	2559	1139	1824
资本开支	-1513	-1183	-1157	-1151
投资	485	-77	-83	-86
投资活动现金流	-532	-1058	-1011	-966
股权募资	381	0	0	0
债务募资	3128	-103	1918	1078
筹资活动现金流	3091	-796	1083	75
现金净流量	-57	305	1211	933

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。	公司评级	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