

方正证券研究所证券研究报告

海亮股份(002203)

公司研究

有色金属行业

公司深度报告

2019.05.31/推荐(维持)

首席机械分析师：吕娟
 执业证书编号：S1220517020002
 TEL：
 E-mail lvjuan@foundersc.com

联系人：曹特，吴江

TEL：
 E-mail: caote@foundersc.com

历史表现：



数据来源：wind 方正证券研究所

相关研究

- 《业绩高速增长，全球布局再添动能》
2019.04.30
- 《多重因素保证公司业绩正增长》
2013.10.29
- 《金融股权投资创造稳定投资收益》
2013.08.29

请务必阅读最后特别声明与免责条款

报告摘要：

秉承匠心精神，铜加工行业国际巨匠。公司是全球最大、国际最具竞争力的铜加工企业之一，为中国最大的铜管、铜管管件出口企业之一，为铜加工行业精细化管理标杆企业。公司围绕“成为有色材料智造国际巨匠”的发展愿景，全力推进“智造”理念，重视技术研发。

全球布局产销渠道，利润空间增厚。目前全球铜管产能 200 多万吨，有近 100 亿的加工费空间，海亮目标在未来 3-5 年市场占有率达到 50%。2019 年公司产能有望超 70 万吨，2020 年产能将超过 80 万吨，全球铜管巨头地位稳固。目前实现中国、越南、泰国、美国、欧洲的全球基地产业布局。公司通过收购海外公司，生产、销售协同效应加强，快速提升海外市场占有率，产能转化为利润效率提升。

铜管产业整合，集中度提升，议价能力强。过去十年，我国铜管行业高速发展，目前铜管产量已经占世界产量一半以上。同时，随着规模、技术的要求提高，中小企业加速淘汰或被收购，目前国内海亮和金龙两大集团产能占比超 50%。行业准入壁垒高，技术、规模更新换代快，目前行业格局稳固，下游空调需求仍能保持强劲，我们认为龙头企业对下游订单及加工费话语权提升，加工费有望上涨。

投资评级与估值：

根据盈利预测，预计公司 2019 年至 2021 年归母净利润分别为 11.75、15.34、17.26 亿元；对应 PE 分别为 18.53、14.19、12.61。维持“推荐”评级。

风险提示：

宏观经济波动风险；下游消费不及预计的风险；项目建设不达预期等风险。

盈利预测：

单位/百万	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	40698.34	47293.25	57942.62	64671.06
(+/-) (%)	36.05	16.20	22.52	11.61
净利润	908.79	1175.14	1534.24	1726.38
(+/-) (%)	28.85	29.31	30.56	12.52
EPS(元)	0.52	0.60	0.79	0.88
P/E	16.88	18.53	14.19	12.61

数据来源：wind 方正证券研究所

目录

1	公司概况：秉承匠心精神，铜加工行业国际巨匠	4
1.1	管理层及控股情况	4
1.2	铜管产品为公司营收和利润的主要来源	5
1.3	产品结构持续优化，整体业绩向好	7
1.4	基地扩产、新项目建设与全球收购并举，快速提升市场份额	8
2	产销结合，全球铜管巨头扬帆	9
2.1	全球布局，产能持续扩张	9
2.2	多元化销售渠道，打开利润增长空间	11
2.3	产业延伸，开拓新业务	12
2.4	智能制造提升产品水平	13
3	铜管行业：产业整合，集中度提升，议价能力强	15
3.1	行业集中度提升，加工费有望上涨	15
3.2	市场化竞争促使我国铜管国际竞争力强	16
3.3	行业壁垒高，现有格局稳定	17
3.3.1	资金壁垒	17
3.3.2	技术壁垒	17
3.4	空调行业迎政策利好，刺激需求持续增长	17
4	盈利预测及投资建议	19
4.1	盈利预测	19
4.2	投资建议	20

图表目录

图表 1:	公司发展历程大事记	4
图表 2:	股权结构图	5
图表 3:	公司主要产品及用途	5
图表 4:	主要产品产销量、库存量	6
图表 5:	公司营收结构	6
图表 6:	公司毛利结构	6
图表 7:	公司营收情况 (百万元)	6
图表 8:	公司毛利情况 (百万元)	6
图表 9:	公司内销占比	7
图表 10:	公司季度营收、毛利 (亿元)	8
图表 11:	公司季度归母净利润 (亿元)	8
图表 12:	公司季度毛利率、净利率	8
图表 13:	公司季度期间费率	8
图表 14:	海亮股份全球布局	9
图表 15:	公司项目产能分布	10
图表 16:	公司近 10 年销售量及单位销售成本	11
图表 17:	公司铝材系列产品	13
图表 18:	海亮环材防止污染设施情况	13
图表 19:	海亮环材业绩完成情况	13
图表 20:	公司铜加工行业生产量对比 (万吨)	13
图表 21:	公司营业收入对比 (单位: 万元)	13
图表 22:	公司研发费用对比 (单位: 万元)	14
图表 23:	公司研发费用占营业收入比重对比	14
图表 24:	公司全面提升生产线智能制造水平	14
图表 25:	公司铜加工材业务各项成本占比情况	15
图表 26:	全球和中国精炼铜消费情况	15
图表 27:	全球铜材加工企业情况	16
图表 28:	国内铜管加工费情况 (1)	16
图表 29:	国内铜管加工费情况 (2)	16
图表 30:	中国铜材出口结构	17
图表 31:	空调产量及同比情况	18
图表 32:	空调产量及同比情况	18
图表 33:	公司业绩拆分预测表	19
图表 34:	可比公司估值表	19

1 公司概况：秉承匠心精神，铜加工行业国际巨匠

浙江海亮股份有限公司（以下简称“海亮股份”或“公司”）是海亮集团有限公司控股的中外合资股份有限公司。公司核心业务为三大系列（铜管、铜棒和铜排）、八大主导产品（铜合金管、制冷用空调管、无缝铜水（气）管、精密铜棒、管件、微通道铝扁管、铝型材、导电异型材），广泛用于核电、航空航天、舰船及海洋工程、海水淡化、空调和冰箱制冷、建筑水管、装备制造、汽车工业、电子信息等军工和民用行业。公司是全球最大、国际最具竞争力的铜加工企业之一，为中国最大的铜管、铜管接件出口企业之一，为铜加工行业精细化管理标杆企业。公司于2008年1月16日在深圳证券交易所上市，股票代码：002203。2019年5月13日，海亮股份作为行业代表性强、盈利记录良好的上市公司股票被纳入深证成指样本股。

图表1：公司发展历程大事记

时间	事件
1989年	海亮股份前身诸暨县铜材厂成立
1992年	诸暨市铜业公司成立
1993年	诸暨市铜材公司变更为诸暨市铜业有限公司
1996年	浙江海亮铜业集团有限公司成立
2001年	浙江海亮股份有限公司成立
2003年	引入境外财务投资者美国Z&P公司，公司成为外商投资股份有限公司
2005年7月	在上海奉贤组建上海海亮铜业有限公司
2006年12月	第一家境外公司成立--香港海亮铜贸易有限公司
2007年1月	首家海外生产企业--越南海亮金属制品有限公司成立
2008年1月	海亮股份（股票代码：002203）在深交所中小板上市
2008年3月	投资设立海亮（越南）铜业有限公司
2009年5月	在美国投资设立了海亮美国公司
2010年7月	投资设立海亮（安徽）铜业有限公司
2012年8月	与MWANA AFRICA PLC 式签订了《合作开发协议》
2012年9月	参股金川集团股份有限公司，截至2016年12月31日持股数量、比例 1.12%
2015年3月	投资设立广东海亮铜业有限公司
2015年12月	变更经营范围，经营范围为“铜管、铜板带、铜箔及其他铜制品，铝及铝合金管型材及相关铝制品，铜铝复合材料的制造、加工”
2016年4月	成功收购JMF公司100%股权
2016年12月	收购Luvata Group下属三家公司
2018年1月	收购成都贝德铜业100%股权，并设立重庆海亮铜业，大规模布局西南地区
2019年3月	收购KME集团位于德国、法国、意大利的3家铜合金棒生产工厂及位于德国、西班牙的2家铜管生产工厂

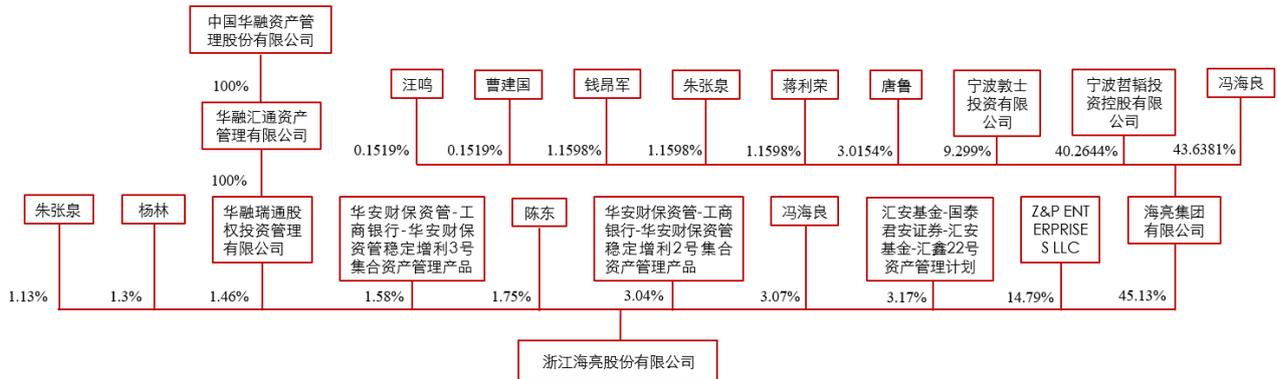
资料来源：公司官网，方正证券研究所

1.1 管理层及控股情况

截至2019年一季度，公司前十大股东共持有14.92亿股，占总股本76.42%。第一大股东为海亮集团有限公司，持8.81亿股，占比45.13%。公司实际控制人为冯海良，直接控股3.07%，持有海亮集团

有限公司 43.64% 股权。

图表2： 股权结构图



资料来源：Wind，方正证券研究所

1.2 铜管产品为公司营收和利润的主要来源

公司主要从事高档铜产品（铜管、铜棒、铜管接件、铜导体新材料、铜加工设备）的研发、生产、销售和服务。2015 年公司经营范围在“铜管、铜板带、铜箔及其他铜制品制造、加工”的基础上加入“铝及铝合金管型材及相关铝制品，铜铝复合材料的制造、加工”。公司的生产经营采用“以销定产”的经营模式，产品销售采用“原材料价格+加工费”的定价模式，从而赚取稳定的加工费的盈利模式。

图表3： 公司主要产品及用途

分类	产品名称	主要用途
铜产品	铜管	主要应用于空调和冰箱制冷、建筑暖通、海水淡化等领域。
	铜棒	广泛应用于五金卫浴、制冷配件、锁具等领域。
	铜排	主要应用于发电系统以及输配电领域。

资料来源：公司公告，方正证券研究所

2017 年公司收购诺而达下属三个公司和通过新建及改造生产线项目，铜加工材产能得到较大幅度提升，同时通过积极拓展海内外市场，使得铜加工材销售量也得到较大幅度提升，由于公司合并单位及销售增加，周转库存量增加。2018 年，公司实现销售铜加工材数量为 69.53 万吨，较上年同期增长 25.73%（其中委托加工业务实现销售量为 12.39 万吨）。

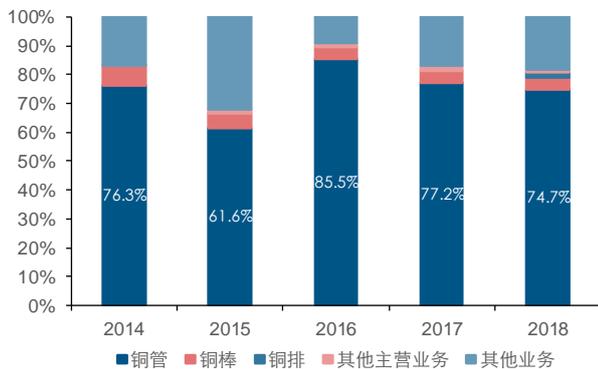
图表4: 主要产品产销量、库存量

行业分类	项目	单位	2014	2015	2016	2017	2018
铜加工行业	销售量	吨	229,931.04	239,012.41	289,692.41	447,310.61	571,387.09
	YoY		14.04%	3.95%	21.20%	54.41%	27.74%
	生产量	吨	231,383.04	237,104.30	296,562.49	451,116.79	571,874.96
	YoY		13.53%	2.47%	25.08%	52.12%	26.77%
	库存量	吨	8,604.06	6,695.95	13,566.03	19,620.19	20,463.48
	YoY		20.30%	-22.18%	102.60%	44.63%	4.30%

资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

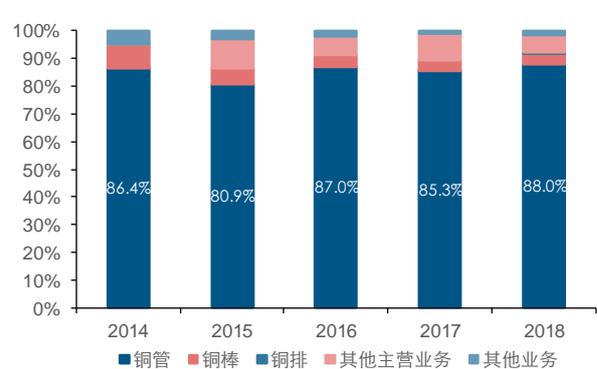
公司营收结构和毛利结构以铜管产品为主。2018年铜管营收占比和毛利占比分别为74.68%和87.96%，巩固了公司在全球铜管行业的龙头地位。近年来，公司提出丰富核心竞争力产品，加快新产品的开发力度，优化产品结构的发展目标。2018年，公司铜排业务的营收占比由0.00%变为1.62%。2019年1月，公司与KME集团签署《股权资产购买协议》，收购其持有的位于德国、法国、意大利、西班牙的五家铜合金棒与铜管工厂。KME是全球铜加工行业领袖级企业，铜棒年产能达28万吨。此次收购将使公司在现有铜加工技术能力的基础上，进一步提升公司在高端铜棒产品的技术研发与制造能力，并填补国内部分高端铜合金加工材的市场空缺。

图表5: 公司营收结构



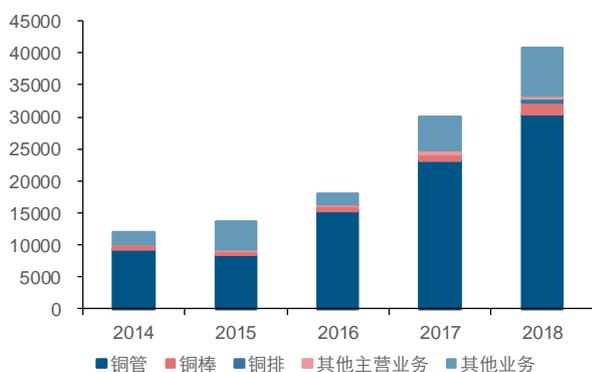
资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表6: 公司毛利结构



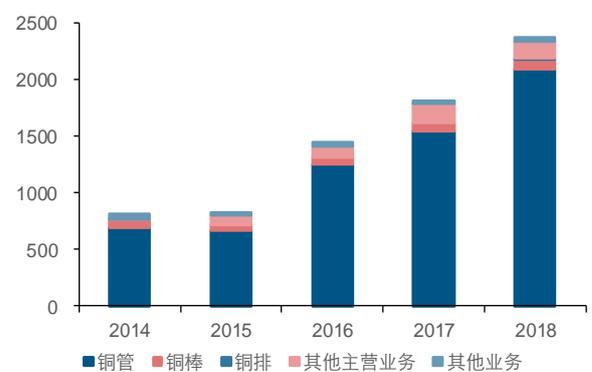
资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表7: 公司营收情况 (百万元)



资料来源: Wind, 方正证券研究所

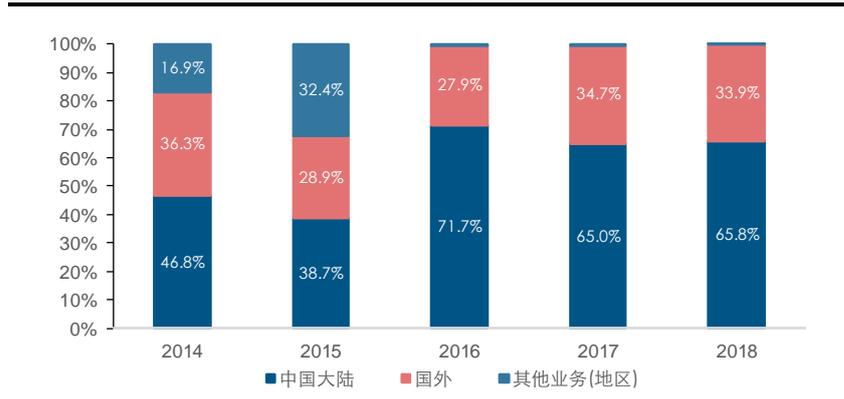
图表8: 公司毛利情况 (百万元)



资料来源: Wind, 方正证券研究所

与2017年相比公司的内外销占比无明显变化。2018年营业总收入为406.98亿元，其中国外营业收入达到138.00亿元，占比33.91%；国内营业收入267.96亿元，占比65.84%。

图表9： 公司内销占比



资料来源：Wind，方正证券研究所

1.3 产品结构持续优化，整体业绩向好

2018年，公司实现营收406.98亿元，同比增长36.05%；归母净利润9.09亿元，同比增长28.85%；EPS为0.52元。2019Q1实现营收84.39亿元，同比下降9.87%；归母净利润3亿元，同比增长19.83%。公司通过产能释放，布局核心地区，生产、销售协同效应加强，快速提升市场占有率，全球行业龙头地位稳固。

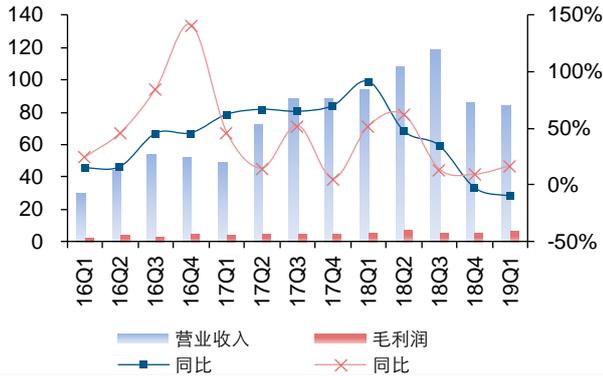
铜管业务：铜管业务2018年营业收入303.95亿元，占总营收74.68%，毛利率为6.87%。公司募投项目“广东海亮年产7.5万吨高效节能环保精密铜管信息化生产线项目”、“安徽海亮年产9万吨高效节能环保精密铜管信息化生产线项目”等多个项目持续推进，部分生产线已陆续投产，使得公司的产品制造能力与市场竞争力进一步加强，产品销量与市场占有率持续提升。

铜棒业务：铜棒业务2018年营业收入17.87亿元，占总营收4.39%，毛利率为4.85%。2019年公司将通过实施“年产17万吨铜及铜合金棒材建设项目”以及KME项目并购与后期融合，快速提升在全球铜棒市场的行业地位，成长为全球铜棒行业的龙头企业。

铜排业务：铜排业务2018年营业收入6.58亿元，占总营收1.62%，毛利率为2.21%。2018年，公司完成了对铜排生产企业成都贝德铜业有限公司的收购，当即就实现了较好的并购协调效应，2018年度整体经营业绩显著提升。

现金流及负债方面，2018年公司经营性现金流净额同比大幅增加，主要原因为2017年公司为优化和降低融资成本，减少采用信用证贸易融资方式采购原材料，并及时清理上期留存余额，使得应付货款大幅减少；同时原材料电解铜上涨幅度较大，且报告期内销售量增加，使应收款项增加；公司为了减少资金融资成本，减少应收票据的贴现使应收票据大幅减少，导致17年公司经营性现金流阶段性转负。2018年，公司成功实施非公开发行A股股票，使公司总资产与净资产规模大幅增加，资产负债率有效降低。

图表10: 公司季度营收、毛利(亿元)



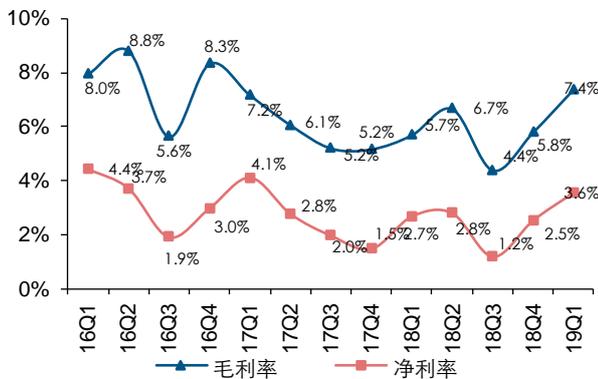
资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表11: 公司季度归母净利润(亿元)



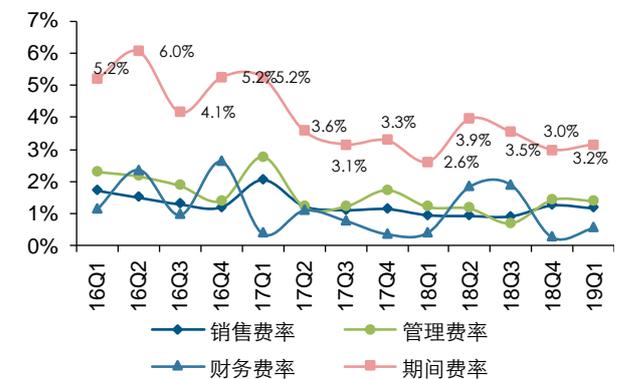
资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表12: 公司季度毛利率、净利率



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表13: 公司季度期间费率



资料来源: Wind, 方正证券研究所

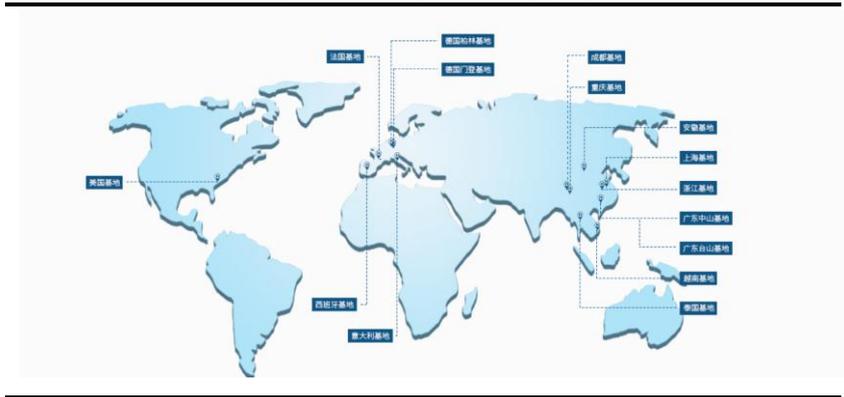
1.4 基地扩产、新项目建设与全球收购并举, 快速提升市场份额

公司以“成为有色材料制造国际巨匠”为发展愿景, 通过基地扩产、新项目建设与并购, 整合全球资源, 抢占市场份额, 提升公司制造能力与品牌影响力。

2016年, 公司浙江基地的“年产2.5万吨制冷用空调管高质低耗信息化生产线建设项目”与广东基地的“年产2.5万吨高效节能环保精密铜管生产线项目”相继投入使用。2017年公司启动了广东、安徽等生产基地新生产线的筹建与部分旧生产线的智能化技改。2018年公司募投的多个生产线项目持续推进, 部分生产线已陆续投产。

2016年—2019年公司共投资设立9家子公司, 分别分布在美国(2家)、新加坡(1家)、重庆(3家)、宁波(1家)、浙江(1家)、香港(1家)。期间, 主要通过整合打造铜材西南生产基地, 实现了在西南地区的生产布局。

图表14：海亮股份全球布局



资料来源：公司官网，方正证券研究所

2016—2019年，公司先后完成了对美国知名铜管销售企业 JMF Company、老牌欧洲知名铜加工企业诺尔达集团下属三家公司 100% 股权及与铜管业务相关的商标权和专利等知识产权、成都贝德铜业有限公司、全球铜加工行业领袖级企业 KME 集团位于欧洲的五家铜合金棒与铜管工厂的收购。

2019年公司将继续在全球范围内寻求行业收购与合作的机会，并在国内、东南亚、美国、欧洲等全球主要市场都拥有制造基地。同时，进一步整合全球生产与销售资源，优化全球供应链资源配置，提高经营效益，加快搭建公司跨国企业经营架构。

2 产销结合，全球铜管巨头扬帆

2.1 全球布局，产能持续扩张

目前全球铜管产能 200 多万吨，有近 100 亿的加工费空间，海亮目标在未来 3-5 年市场占有率达到 50%。2019 年公司产能有望超 70 万吨，2020 年产能将超过 80 万吨，全球铜管巨头地位稳固。公司通过一系列自建、并购、收购稳健扩张全球产能和市场，目前在拥有国内浙江、上海、安徽、广东台山、广东中山等生产基地，以及东南亚越南、泰国生产基地的基础上，于重庆和美国休斯敦开建铜加工生产基地；2019 年 3 月，公司完成收购 KME 集团分布在德国、法国、意大利、西班牙的 5 家铜合金棒及铜管生产公司，实现在国内、东南亚、美国、欧洲等全球主要市场都拥有制造基地，产业布局更加合理，产能快速增加。

中国是最大铜管消费市场，细分为华东、华北、华南等几大市场。公司根据每个区域进行基地布局，浙江、上海、安徽、西南、广东，华中华北主要依靠安徽辐射。目前已有上海基地对外出口，面对欧洲、南美洲、澳洲；泰国、越南基地辐射东南亚及印度。

未来几年全球铜管领域最大的增量来自海亮。在未来新建铜管生产线中，海亮占大头，中等规模企业纷纷被收购，小型企业逐渐淘汰。

公司出口产品主要是管棒，无板带，未来产量增加带来的效益确定性较强。管棒与板带下游均不错，管棒更多面向空调等家电，板带更多面向电子。大型企业虽都在铜加工领域，但各个企业有不同的发展战略，铜加工产品侧重点不同，不会面临方向性瓶颈期。

图表15： 公司项目产能分布

项目	地点	产能(万吨/年)
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	浙江诸暨	7
年产17万吨铜及铜合金棒材建设项目(一期项目)	浙江诸暨	17
年产2.5万吨制冷用空调管高质低耗信息化生产线建设项目	浙江诸暨	2.5
年产1万吨新型高效平行流换热器用精密微通道铝合金扁管建设项目	浙江诸暨	1
年产7.5万吨高效节能环保精密铜管信息化生产线项目	广东台山	7.5
年产9万吨高效节能环保精密铜管信息化生产线项目	安徽铜陵	9
年产5万吨高效节能环保精密铜管信息化生产线项目(扩建)	上海奉贤	5
年产3万吨高效节能环保精密铜管生产线项目	重庆江津	3
年产10万吨新型高效制冷铜管生产线项目	重庆江津	10
年产6万吨高精密度导电铜排生产线项目	重庆江津	6
年产7.1万吨铜及铜合金管项目	越南	7.1
年产5万吨高效节能环保精密铜管生产线项目	越南	5
年产3万吨高效节能环保精密铜管智能制造项目	泰国	3
年产6万吨铜管生产线项目	美国	6
年产5.2万吨铜管和23万吨铜合金棒业务	欧洲	5.2+23

资料来源：公司公告、公司官网，方正证券研究所整理

国内产能实现多区域分布，全区域供应，生产线完备。浙江生产基地下设铜管部、管件部、盘管事业部3个工业园区，主要产品为紫铜管、合金铜管、各类配套紫铜、黄铜管件等，种类丰富，计划产能约达27.5万吨/年。**上海生产基地**主要产品为铜合金冷凝管和空调与制冷用无缝铜管和无缝内螺纹铜管，计划产能将达20万吨/年。**安徽生产基地**主要产品为铜及铜合金管材，计划产能达9万吨。**广东中山生产基地**全套引进欧洲铜管加工设备，采用连铸连轧技术进行生产，铜管年产量达6万吨，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。**广东台山生产基地**计划产能7.5万吨/年。**重庆生产基地**目前正在建设中，计划产能将达19万吨。

全球产能实现重要市场全覆盖，东南亚、美国、欧洲生产基地布局不断弥补短板。公司2007年开始在越南建厂，目前产能7.1万吨；2016年并购诺尔达集团铜加工业务、美国JMF公司；今年3月完成收购KME集团的5家铜合金棒与铜管公司，实现铜加工的全球布局。

收购诺尔达集团旗下位于亚洲的3家工厂，协同整合，2018年，该3家工厂实现销量7.89万吨，较交割前年度增长62.22%，实现净利润9202.23万元，较交割前年度增长近88.83%。诺尔达是全球最早做铜管的企业之一，有近200年的历史，是全球连铸连轧生产工艺的鼻祖。2016年12月，与3个工厂一起被收购的，还有诺尔达在全球的大量专利和商标。随后的2年多时间里，对诺尔达亚洲工厂的整合带来了正向的协同效应，这些工厂的生产效率和经营效益得到大幅提升。

收购JMF公司，拓展销售渠道，带动公司铜管出口，为在美国休斯敦自建生产基地打下基础。2018年，海亮股份在美国休斯敦拿下1200多亩工业用地，部分用地今年将用来自建工厂。2016年上半年，公司完成对JMF的收购，拥有了其在美国现成的销售渠道。JMF是美国领先的空调制冷用管和水暖用管批发企业，以前一直是海亮股份的客户。收购JMF的第一年，就产生明显的协同效应，大大带动了海亮的铜管出口。**美国是除中国外最大消费市场**，之前主要是从越南出口到美国，成本主要为人力成本、能耗成本、物流成本、时间成本。**目前考虑公司单线人均产能、单位能耗产能及自动化程度，决定在美国设厂。**同时在产品销售线上，尤其终端销售，加拿大及美国部分市

场认北美制造，在美国建设基地有利于打开新的销售市场。

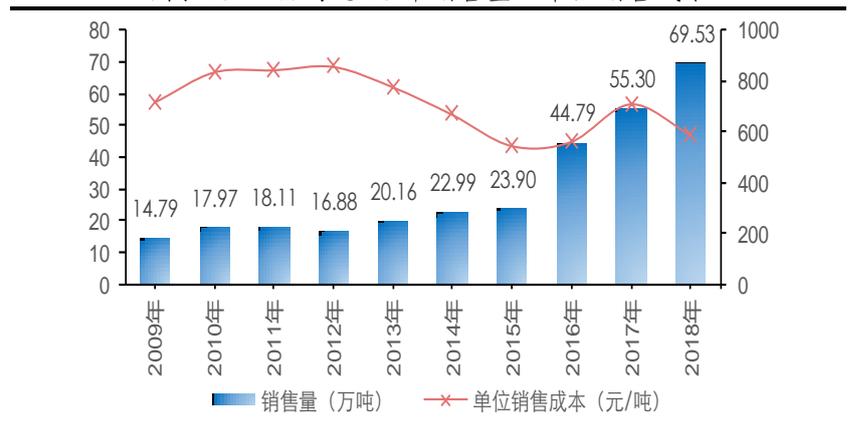
收购 KME 集团分布在德国、法国、意大利、西班牙的 5 家工厂，产能包括 5.2 万吨铜管、23 万吨铜棒，公司产能供应扩展至欧洲市场。2019 年 3 月，公司完成收购 KME 集团分布在德国、法国、意大利、西班牙的 5 家工厂，公司将持有 KMMB、KBG、KBI、KBF、Ibertubos 五家公司 100% 股份以及德国 Menden 工厂铜管业务和铜管业务相关的资产。此次收购标的中，还包含了商标和专利。KME 集团是总部位于德国的全球铜加工的领袖企业，是产能最早突破 100 万吨的巨无霸企业。其主要客户集中在意大利、德国及法国等欧洲主要国家，在欧洲高档铜合金棒市场中占据主导地位，市场占有率约为 17%。欧洲是全球重要且相当成熟的铜加工材制造区域与消费市场，铜加工材在欧洲有着非常广泛的应用，特别是在高端设备、精密仪器等行业有着较大的需求量，如航空航天、汽车、机械装备、电气电子等领域。

通过本次并购公司与并购标的可实现技术上的共享，加快精细化管理经验输出步伐，不断提升并购标的运营效率，快速提升公司的盈利能力。同时可提升高端铜合金产品的技术研发与制造能力，抢占欧洲高档铜合金棒市场，并利用收购标的的品牌与渠道拓展欧洲高端市场，快速提升市场占有率。

2.2 多元化销售渠道，打开利润增长空间

近几年来，公司一方面通过持续新建与改造生产线稳步扩展公司生产能力，另一方面通过全球范围的行业并购快速提升公司产能与市场份额，继续扩大公司产品制造能力。2013 年—2018 年，公司销量、销售收入与归属母公司净利润复合增长率分别达到了 26.67%、25.31% 和 26.08%，增幅远远超过全球铜管市场消费量增幅（根据 IWCC 提供的数据，2013 年—2018 年全球铜管市场消费量复合增长 3.09%）。

图表 16： 公司近 10 年销售量及单位销售成本



资料来源：公司年度报告，方正证券研究所

销售量稳步增长，2016 年起实现飞跃式提升，扩张势头强劲。公司近 10 年实现销售量稳步上升，尤其是从 2016 年开始，公司通过新建、改建生产线，以及并购与委托加工等方式，不断提升公司产品市场占有率，销量实现飞跃式上升。2016 年公司通过对美国知名铜管销售企业 JMF Company 的收购，充分利用 JMF 原有的销售网络和本土品牌优势，快速提升了美国市场占有率，铜加工材销量同比提升 87.41%，达到 44.79 万吨，实现飞跃式上升。行业龙头地位得到进一步稳固。在此基础上，2017 年和 2018 年公司铜加工材销量分别同比

增长 23.47%和 25.73%，增长势头强劲。2018 年公司实现销售铜加工材数量已达到 69.53 万吨。

单位销售成本整体呈下降趋势，2013 年起营销改革、管理创新、全球多基地布局降低运费等多措施降本增效效果显现。2009—2012 年，单位销售成本小幅增加主要系公司销售量增加，对应的运费、佣金及报关等费用增加所致。2013—2015 年，单位销售成本下降，主要系公司一方面着力推进营销策略、营销团队管理模式改革，抓住高效标准变频空调市场需求增长之契机，优化产品结构，大力拓展国内外市场；一方面推进管理创新，加强销售管理、严控费用支出，双管齐下所致。2016—2018 年，单位销售成本经历在总体下降趋势内的先增后降。公司通过收购诺尔达位于亚洲的 3 家工厂和 JMF 公司，拥有了其原有的销售渠道，市场占有率提高，销量跃升。单位销售成本的增长系销量大幅上升及运输成本上涨所致；下降主要是由于国内与全球的生产基地区域布局，使公司充分利用与调配全球市场与全球资源，优化公司采销供应链体系，补充了公司在部分重要市场的供应短板，逐步实现公司生产供应能力在国内全区域与全球重要市场的全面覆盖，从而大大降低采销运输费用等中间销售成本。

收购 KME，抓住南亚、东南亚新兴市场需求扩大的发展机遇，持续推进销售渠道多元化。公司 2018 年营业收入境内销售实现 267.96 亿元，占比约 66%；境外销售实现 138 亿元，占比约 34%。公司产品除销往国内全区域，国外目前主要销往东南亚和美国。2019 年收购欧洲全球铜加工行业领袖级企业 KME 集团位于德国、法国、意大利、西班牙的 5 家铜合金棒与铜管公司后，将利用其原有销售网络和本土品牌优势，继续推进公司销售渠道多元化，提升欧洲市场占有率，降本增效，进一步扩大利润增长空间。公司也将抓住南亚、东南亚新兴市场需求扩大的发展机遇，持续拓展销售渠道。

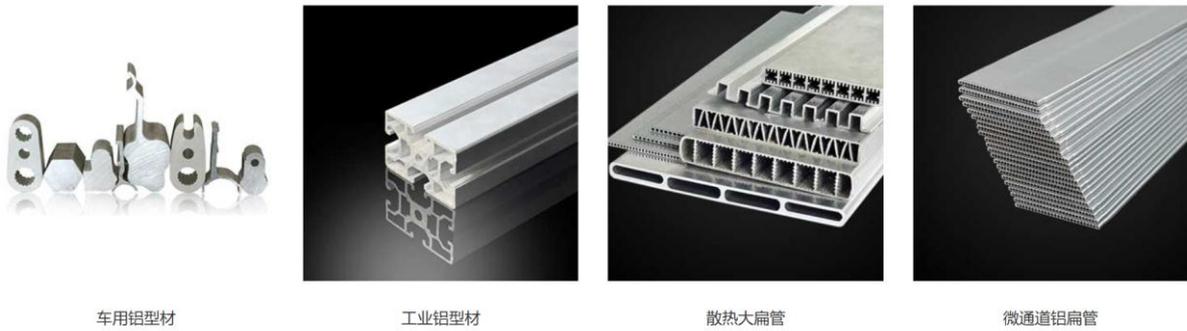
2.3 产业延伸，开拓新业务

面对中国铜管加工行业激烈的市场竞争，公司实现了稳固铜加工业务与开拓新产品业务并举，一直致力于优化产品结构，研发制造铝材、环材系列产品。

截至 2018 年，公司铝材系列产品包括车用铝型材、工业铝型材、散热大扁管、微通道铝扁管。面对铜加工行业受高铜价影响而存在的“以铝代铜”挑战，公司于 2015 年将“铝及铝合金管型材及相关铝制品、铜铝复合材料”加入经营范围，并募投“建设年产 1 万吨新型高效平行流换热器用精密微通道铝合金扁管建设”项目。项目完成后将形成年产 10,000 吨铝合金多孔微通道管的产能。预计项目达产年新增销售收入 30,000 万元（含税价），利润总额 4,761.07 万元，项目投资财务内部收益率 29.12%（税后），静态投资回收期 5.03 年（含建设期，税后）。2019 年，该项目已进入试生产阶段。

2016 年，“铝合金多孔微通道扁管生产基地”和“导体新材料生产基地”正式投产，大幅降低了生产成本，丰富了公司产品结构。

图表17: 公司铝材系列产品



资料来源: 公司官网, 方正证券研究所

截至 2018 年, 公司环保材料系列产品包括 SCR 板式催化剂, 多孔 SCR 蜂窝脱硝催化剂, 低温 SCR 蜂窝脱硝催化剂, SCR 蜂窝脱硝催化剂。2015 年, 公司完成收购浙江海亮环境材料有限公司 100% 股权, 成功实现公司兼具铜加工、金融、环保三大业务板块的战略布局, 更好地把握环保脱硝产业的战略发展机遇。海亮环材于 2017 年通过高新技术企业复审。

图表18: 海亮环材防止污染设施情况

设备	数量	处理量
废水设备	1	240 吨/天
氨气吸收设备	2	12000m ³ /h ; 18000m ³ /h
湿电除尘设备	1	30000m ³ /h
滤芯除尘器	2	5500m ³ /h; 5500m ³ /h

资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

图表19: 海亮环材业绩完成情况

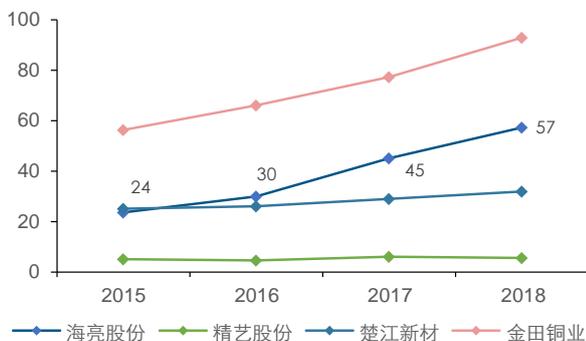
公司名称	期间	承诺 净利润	实现 净利润	完成率 (%)
海亮环材	2015 年	6899.03	6929.04	100.43
	2016 年	8646.81	8727.15	100.93
	2017 年	10199.12	16327.58	160.09

资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

2.4 智能制造提升产品水平

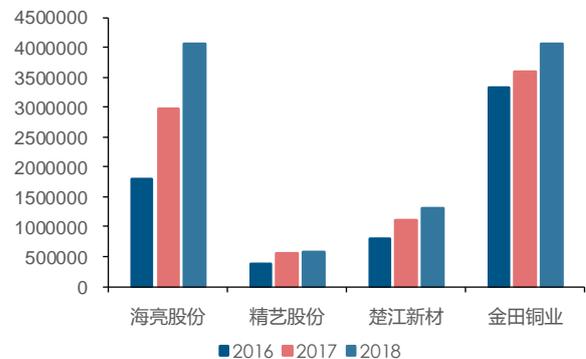
海亮股份围绕“成为有色材料智造国际巨匠”的发展愿景, 全力推进“智造”理念, 重视技术研发。近年来, 公司在铜加工行业的产量始终居于行业前列。

图表20: 公司铜加工行业生产量对比 (万吨)



资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

图表21: 公司营业收入对比 (单位: 万元)



资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

加大研发投入, 快速提升产品技术研发与制造能力。2018 年, 行业内公司楚江新材的研发费用大幅度提升, 主要原因是公司主要从事

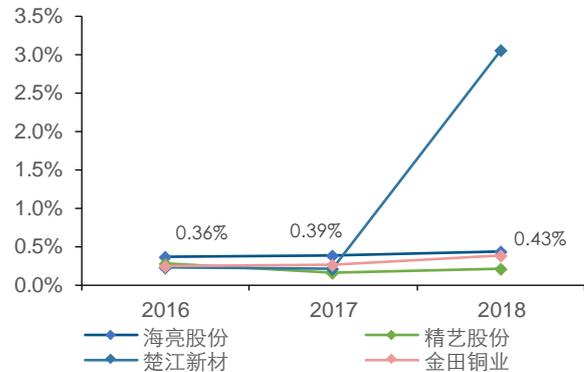
创新型特种装备和高性能材料制造的子公司顶立科技大力推行新产品、新工艺的研发和技术攻关。去除该特殊情况，海亮股份的研发费用仍然保持着逐年稳步增长，并且在行业内公司中处于前列。研发费用占营业收入比重也在逐年提升，位居前列。

图表22： 公司研发费用对比（单位：万元）



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表23： 公司研发费用占营业收入比重对比



资料来源：公司公告，方正证券研究所

在劳动力成本上升的背景下，公司积极通过优化产品结构、提高设备自动化程度、优化工艺流程等措施，抵消成本上升的不利影响。2017年和2018年公司共募投“智造”项目4个。

其中，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，预计达产后，可实现年均销售收入468,000万元（含税价），年均利润总额18,969万元。

高精密环保型铜及铜合金管件智能化制造技改项目，预计达产后可实现新增销售收入4,500万元（含税价），新增利润总额4,112万元。

铜及铜合金管材智能制造项目，预计改造完成后年节能降耗4,150.50万元，实现利润总额2,653.7万元。

年产3万吨高效节能环保精密铜管智能制造项目，预计达产后，可实现年均销售收入468,000万元（含税价），年均利润总额18,969万元。

公司将充分运用最新生产工艺与装备技术，并引入智能化、信息化、自动化的体系与设备，全面提升公司生产线的智能制造水平。

图表24： 公司全面提升生产线智能制造水平

年份	项目	建设期	财务内部收益率 (税后)	投资回收期 (含建设期，税后)
2017年	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	3年	29.22%	5.81年
	高精密环保型铜及铜合金管件智能化制造技改	2年	33.84%	4.87年
	铜及铜合金管材智能制造项目	22个月	25.39%	5.57年
2018年	年产3万吨高效节能环保精密铜管智能制造	2年	33.84%	4.87年

资料来源：公司公告，方正证券研究所

原材料成本是铜加工业务利润的主要影响因素。海亮股份通过全球布局的生产基地以及规模效应整合全球采销供应链资源，通过从全球市场调控资源渠道，保证原材料供应、降低原材料采购成本。

图表25： 公司铜加工材业务各项成本占比情况

项目	原材料	人工工资	其他（包括制造费用、燃料动力等）
海亮股份	93.61%	1.26%	5.13%
精艺股份	95.34%	1.54%	3.12%
楚江新材	89.18%	8.75%	2.07%
均值	92.71%	3.85%	3.44%

资料来源：公司公告，方正证券研究所

3 铜管行业：产业整合，集中度提升，议价能力强

3.1 行业集中度提升，加工费有望上涨

近年来，全球精炼铜生产和消费呈现出稳定增长的态势，中国是世界精炼铜消费量增加值最大贡献国家。铜管加工制造行业是铜产品制造业中发展最为迅速的细分行业之一，2004—2018年，中国铜管消费量增加值对全球同期数值贡献度达到了150%以上，中国铜管加工制造市场对世界铜管及铜消费增长有着重要的影响。

图表26： 全球和中国精炼铜消费情况

年份	全球精炼铜消费量	增加值	中国精炼铜消费量	增加值	中国增加值对全球增加值贡献度
2013	21,540.00		9,773.30		
2014	23,071.00	1,531.00	11,058.30	1,285.00	83.93%
2015	22,849.00	-222.00	11,312.70	254.40	214.59%
2016	23,441.00	592.00	11,534.60	221.90	37.48%
2017	23,701.00	260.00	11,806.80	272.20	104.69%
2018	24,221.00	520.00	12,500.60	693.80	133.42%

资料来源：ICSG，方正证券研究所

2008年之前，河南金龙、高新张铜、海亮股份为我国铜管行业三大龙头企业，总市占率约空调用铜管的1/3。但高新张铜由于企业内部财务问题，最终被停产淘汰。随后行业在铜价的巨幅波动影响下，中小厂商由于产能规模小、技术落后等原因被加速淘汰，促进我国铜加工产业向规模化和专业化升级，海亮股份和金田铜业通过大力收购国内外加工企业，产能、技术不断进步，行业集中度不断提升。

铜管行业在2014、2015年格局发生变化，通过全国、全球来看最大两家海亮、金龙，产销量两家加起来100万吨，国内第三大山东奥博特，十几万吨，之后金田等两三家10万吨左右，行业格局已较成熟，进入行业稳定期。

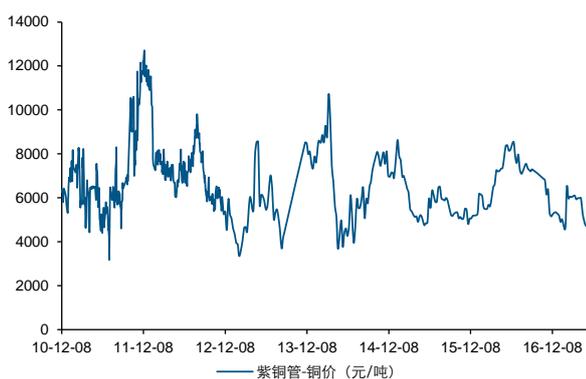
图表27：全球铜材加工企业情况

企业名称	产能(万吨/年)	产量(万吨)	所在地	主要产品
欧洲Aurubis公司	阴极铜100 铜杆24 无氧铜棒3.20	120.00	德国、比利时、瑞士、斯洛伐克	线材、型材、连铸件、冷轧产品、特殊铜和铜合金
凯美欧洲金属公司 (KM Europa Metal)	>100		铜管：德国、西班牙 铜棒：德国、法国、意大利	铜管、高档铜合金棒、各种建筑、工业铜轧制品等高端铜合金加工材
美国环球金属制品有限公司			美国东奥尔顿、美国蒙特利埃、美国沃特伯里、古巴	铜及铜合金板、带、箔、管材、板材、复合材料
德国维兰德公司 (Wieland-Werke-AG)	50		德国	铜板带、铜管、铜棒、型材及异型材、铜制品
韩国封山公司	47		韩国(30万吨/年)、美国、泰国、中国	铜及铜合金铜合金板带、杆、线、引线框架、镀锌带
中国浙江金田铜业集团有限公司	86.82	85.09	浙江宁波	铜管、铜板带、铜棒、铜丝、漆包线
广东精艺金属股份有限公司	7.00	5.31	广东顺德、安徽芜湖	精密铜管、铜管深加工产品
中国金龙精密铜管集团股份有限公司	>50	50.00	重庆、河南、上海、江苏、珠海、山东、北美	高精度铜管、铜板带
中国浙江海亮股份有限公司	>70	69.53	浙江、上海、安徽、广东台山、广东中山、重庆、越南、泰国、美国休斯敦	铜管、铜棒、铜排

资料来源：方正证券研究所整理

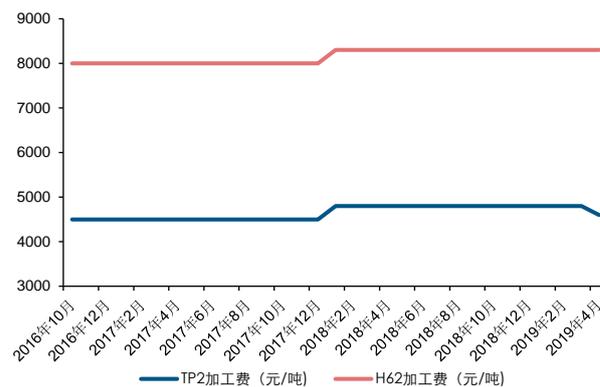
加工费跟整体上下游行业供需关系相关，整个行业短期两三年来看，供不应求，但往后看5-6年，下游市场话语权较大。区间基本稳定，波动区间3-400元，主要根据市场行情。目前来看，我国铜管行业主要集中在金龙、海亮。2018年，我国铜管产量153.54万吨，其中海亮和金龙贡献率达到50%以上，龙头企业议价能力强。从历史加工费来看，目前加工费处于低位回暖阶段，随着行业的进一步整合，加工费有望上涨。

图表28：国内铜管加工费情况(1)



资料来源：Wind，方正证券研究所

图表29：国内铜管加工费情况(2)



资料来源：我的有色网，方正证券研究所

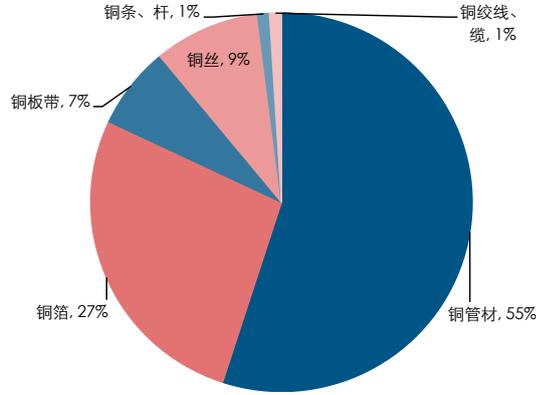
3.2 市场化竞争促使我国铜管国际竞争力强

中国铜管行业已经赶超发达国家，国际化竞争程度高。我国铜管的大型生产商(如海亮、金龙等)已经在生产技术、产品质量、销售服务各方面赶超国际企业，加之我国生产成本方面的优势，产品性价比高。我国不干预铜管价格，市场化程度高，经过几年较为充分的竞争，行业内的企业逐步由零散走向龙头化，国内已经形成大型厂商为

主导、中小型企业为补充的竞争格局。

我国铜管行业和其他铜加工材不同，有很强的国际竞争力。在每年的铜材出口当中，铜管出口占据 50% 以上。

图表30： 中国铜材出口结构



资料来源：Wind，方正证券研究所

3.3 行业壁垒高，现有格局稳定

3.3.1 资金壁垒

从生产成本来看，电解铜在成本中占比超 90%。原材料采购以及企业的运营周期都需要大量的流动资金。目前行业内龙头产商效应强，中小企业竞争困难，因此对新进入企业投资规模要求高。假设要新建具有规模效应的 10 万吨铜管企业，需要购买约 8 亿的固定资产，以及 15 亿左右的流动资金。除此之外，铜管加工行业毛利率较低，企业需要承受铜价波动带来的流动性风险。

3.3.2 技术壁垒

有色金属加工两大工艺体系：挤压法与连铸连轧法，中国企业通过连铸连轧法引领全球铜管制造工艺。连铸连轧法由诺而达发明，两种工艺完全不同，1990 年后中国企业引入锥形不断革新，推进中国铜管制造水平，但国外很多生产企业还在用挤压法。连铸连轧法设备目前均由中国自主研发，产品竞争力、运营竞争力全球领先。

在加工过程中，不仅要求企业有精确的技术参数，还要求企业具备成熟的技术管理能力，对生产经验积累要求较高。而中小企业的痛点就在于技术不成熟，产品质量不稳定，最终无法及时对技术创新，导致产品更新换代难。而龙头企业的技术创新、研发投入等对新入企业构成了强大的技术壁垒。

3.4 空调行业迎政策利好，刺激需求持续增长

铜管主要应用于空调整冷、建筑、船舶及海洋工程。目前来看，空调整冷以及建筑用材是主要领域，占比 80% 以上。

我国铜管消费以空调为主，空调制造业的每一次技术革新都将对铜管需求带来变化。从 2005 年起，中国空调用铜管的产量就占全球产量的一半以上。

空调制造业第一次变化：2009 年空调生产从整体式转向分体式，

以及能效级别的提升，在一定程度上提高了铜管的使用量。

空调制造业第二次变化：与普通铜管相比，高精密铜管的传热效率提高了 2~3 倍，可节省铜材 30%。目前我国内螺纹铜管在家用空调器中的应用比例已经高达 80%，正在向全螺纹化方向推进。

空调制造业第三次变化：材料替代、换热器小型化趋势。

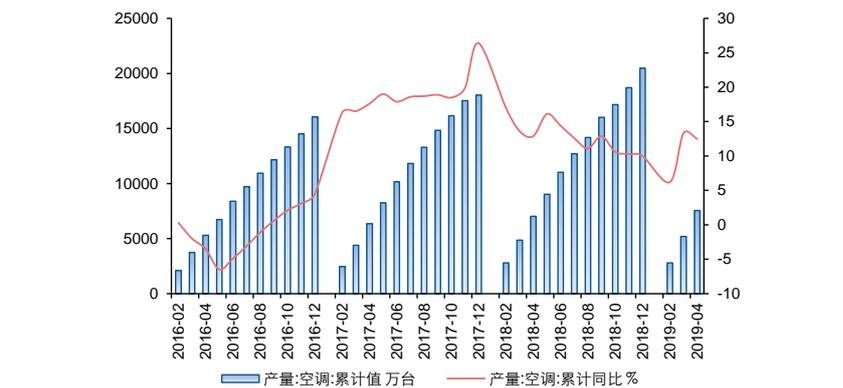
图表31： 空调产量及同比情况

分体式空调耗铜管量 (千克)					
能效级别	1匹	1.5匹	2匹	3匹	5匹
5级	2.84	3.18	5.26	8.26	12.38
3级	3.30	3.60	6.10	9.80	14.60
1级	3.48	3.83	6.45	10.28	15.90
整体式空调耗铜管量 (千克)					
能效级别	0.75匹	1匹	1.5匹	2匹	3匹
5级	1.45	2.32	2.83	3.42	4.18
3级	1.60	2.62	3.20	3.76	4.61

资料来源：中国金属通报，方正证券研究所

铜管是制冷装置加工制造的重要原材料，它主要有两种用途：1、制作换热器。是空调的蒸发器、冷凝器的重要组成部分。2、制作连接管道和管件。2015 年以及 2016 年上半年，我国空调产量同比增速为负；2017 年在行业补库以及外销增加的背景下，空调产量同比大幅增长；2018 年增速有所回落，但仍处于快速增长阶段。2019 年 1 月，国家发展改革委等十部委印发了《进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场的实施方案(2019 年)》。促进家电消费方面，家电补贴将主要应用于支持绿色、智能家电销售和促进家电产品更新换代两个方面。**新增需求和更新需求将持续带动空调行业增速。**

图表32： 空调产量及同比情况



资料来源：Wind，方正证券研究所

空调行业增速下降，是行业必然有的过程。但从 2019 年来看，家电空调行业在政策方面得到支持利好，新一轮家电补贴启动(加速：行业去库存)、增值税税率从 16%下调至 13%(4 月 1 日起正式实施)，尽管近期中美贸易摩擦升级但对家电行业影响相对有限。下游地产成交回暖拉动需求改善，后续家电刺激政策有望持续发酵。

4 盈利预测及投资建议

4.1 盈利预测

关键假设:

- 1、2019-2021 年 LME 铜价分别为 6000、6500、7000 美元/吨, 原材料单位成本随铜价同向变动。
- 2、公司在建项目按预期投产, 投产第一年产能 60%, 第二年 80%, 第三年达产。
- 3、随规模效应提升和加工费上涨, 铜材加工毛利率提升。
- 4、其他业务规模保持稳定。

图表33: 公司业绩拆分预测表

营业总收入(亿元)	2018年	2019年E	2020年E	2021年E
铜加工	328.40	404.93	485.93	567.71
铝扁管			1.50	3.00
其他	3.88	8.00	12.00	16.00
原材料等	74.71	60.00	80.00	60.00
总计	406.98	472.93	579.43	646.71
营业成本(亿元)	2018年	2019年E	2020年E	2021年E
铜加工	306.50	378.61	451.91	525.13
铝扁管			1.10	2.20
其他	2.41	5.20	7.80	10.40
原材料等	74.33	59.40	79.20	59.40
总计	383.24	443.21	540.01	597.13
毛利(亿元)	2018年	2019年E	2020年E	2021年E
铜加工	21.90	26.32	34.01	42.58
铝扁管			0.40	0.80
其他	1.47	2.80	4.20	5.60
原材料等	0.38	0.60	0.80	0.60
总计	23.74	29.72	39.41	49.58
毛利率(%)	2018年	2019年E	2020年E	2021年E
铜加工	6.67%	6.50%	7.00%	7.50%
铝扁管			26.67%	26.67%
其他	37.86%	35.00%	35.00%	35.00%
原材料等	0.50%	1.00%	1.00%	1.00%
总计	5.83%	6.28%	6.80%	7.67%

资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表34: 可比公司估值表

代码	证券简称	总市值	流通市值	市盈率PE			市净率 PB(MRQ)
				TTM	19E	20E	
002203.SZ	海亮股份	205.95	205.95	21.49	16.33	13.23	2.58
	中位值	324.04	304.94	26.69	21.64	20.46	2.78
603993.SH	洛阳钼业	909.33	743.73	26.69	22.96	20.71	2.23
600362.SH	江西铜业	530.84	318.14	21.90	17.58	15.87	1.05
600516.SH	方大炭素	379.19	379.19	8.60	11.31	12.36	2.83
600111.SH	北方稀土	373.12	373.12	62.78	69.02	59.12	3.98
002466.SZ	天齐锂业	338.39	338.39	20.49	19.64	15.25	3.34
002460.SZ	赣锋锂业	324.04	274.71	28.99	30.95	25.36	4.08
000629.SZ	攀钢钒钛	304.94	304.94	9.03	9.56	9.71	3.46
601212.SH	白银有色	295.71	295.71	540.93	124.24	75.79	2.78
000630.SZ	铜陵有色	263.16	263.16	33.48	33.11	27.93	1.46
600497.SH	驰宏锌锗	254.56	254.56	43.80	21.64	20.46	1.73

资料来源: Wind, 方正证券研究所

4.2 投资建议

根据盈利预测,预计公司 2019 年至 2021 年归母净利润分别为 11.75、15.34、17.26 亿元;对应 PE 分别为 18.53、14.19、12.61。给予“推荐”评级。

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					利润表				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	12284.13	14905.17	17228.68	21876.21	营业总收入	40698.34	47293.25	57942.62	64671.06
现金	3371.18	3755.95	3862.62	7180.38	营业成本	38324.42	44321.18	54001.13	59713.23
应收账款	3677.16	4264.83	5205.56	5786.29	营业税金及附加	59.69	69.59	83.89	94.34
其它应收款	83.77	128.02	140.42	153.65	营业费用	408.27	576.98	828.58	1164.08
预付账款	641.52	1017.24	1165.48	1267.81	管理费用	387.62	562.79	770.64	1164.08
存货	2918.43	3418.49	4124.18	4540.15	财务费用	488.30	546.74	620.42	662.38
其他	1592.06	2320.65	2730.42	2947.93	资产减值损失	28.54	0.00	0.00	0.00
非流动资产	6934.03	10071.52	11200.50	9771.23	公允价值变动收益	141.01	0.00	0.00	0.00
长期投资	2712.50	2796.88	2865.79	2930.73	投资净收益	14.15	84.37	68.92	64.94
固定资产	2163.05	5132.94	6071.67	4458.78	营业利润	1019.80	1329.12	1739.16	1970.65
无形资产	790.61	873.84	995.18	1113.85	营业外收入	56.15	0.00	0.00	0.00
其他	1267.86	1267.86	1267.86	1267.86	营业外支出	3.69	0.00	0.00	0.00
资产总计	19218.16	24976.69	28429.18	31647.44	利润总额	1072.27	1372.91	1783.18	2016.00
流动负债	10184.58	11589.60	13471.85	14923.08	所得税	145.75	169.40	212.94	248.96
短期借款	4108.79	4108.79	5108.79	5608.79	净利润	926.51	1203.51	1570.24	1767.04
应付账款	3483.25	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	17.72	28.37	36.00	40.66
其他	2592.55	7480.81	8363.06	9314.28	归属母公司净利润	908.79	1175.14	1534.24	1726.38
非流动负债	642.60	3792.60	3792.60	3792.60	EBITDA	1567.18	2036.77	2564.02	2871.82
长期借款	525.77	525.77	525.77	525.77	EPS (元)	0.52	0.60	0.79	0.88
其他	116.83	3266.83	3266.83	3266.83					
负债合计	10827.18	15382.19	17264.45	18715.67	主要财务比率	2018	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	361.61	389.98	425.98	466.64	成长能力				
股本	1952.46	1952.46	1952.46	1952.46	营业收入	0.36	0.16	0.23	0.12
资本公积	2309.67	2309.67	2309.67	2309.67	营业利润	0.36	0.30	0.31	0.13
留存收益	3952.68	5127.82	6662.07	8388.44	归属母公司净利润	0.29	0.29	0.31	0.13
归属母公司股东权益	8029.37	9204.51	10738.75	12465.13	获利能力				
负债和股东权益	19218.16	24976.69	28429.18	31647.44	毛利率	0.06	0.06	0.07	0.08
					净利率	0.02	0.02	0.03	0.03
					ROE	0.11	0.13	0.14	0.14
					ROIC	0.15	0.13	0.14	0.17
					偿债能力				
					资产负债率	0.56	0.62	0.61	0.59
					净负债比率	0.70	0.95	0.91	0.82
					流动比率	1.21	1.29	1.28	1.47
					速动比率	0.92	0.99	0.97	1.16
					营运能力				
					总资产周转率	2.36	2.14	2.17	2.15
					应收账款周转率	11.50	11.91	12.24	11.77
					应付账款周转率	14.40	27.15	—	—
					每股指标(元)				
					每股收益	0.52	0.60	0.79	0.88
					每股经营现金	1.34	0.59	0.59	1.22
					每股净资产	4.11	4.72	5.50	6.39
					估值比率				
					P/E	16.88	18.53	14.19	12.61
					P/B	1.91	2.36	2.03	1.75
					EV/EBITDA	11.22	13.14	10.79	8.65

数据来源：wind 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com