

2011年7月4日

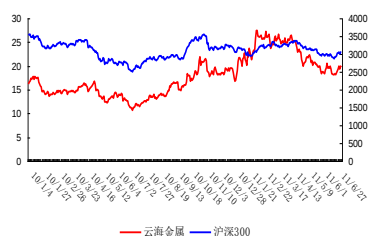
## 公司评价

## 谨慎推荐（首次）

## 发行基本情况

|       |             |
|-------|-------------|
| 截止日期  | 2011-7-1    |
| 收盘价   | 12.97 元     |
| 总股本   | 28800 万股    |
| 上市流通股 | 21143.98 万股 |
| 流通受限股 | 7656.02 万股  |

## 公司股价走势图



## 相关报告

《小金属把握政策导向，铜板块关注超跌反弹》——2011 年有色行业中期投资策略

2011 年 6 月 27 日

## 研发部

何阳阳<sup>1</sup>

SAC 执业证书编号：S1340510120005

联系电话：010-68858167

Email: luobaiyan@cnpsec.com

## 受益“轻量化”趋势，镁合金业务成长可期

### ——云海金属（002182）研究报告

## 摘要：

● **镁合金行业龙头，产业链条完整。**公司镁合金产量居全球第一，按照 2009 年的数据进行折算，公司的市场占有率更是达到 35% 以上。此外，为了进一步打破资源瓶颈，公司先后收购了五台县石粉厂和巢湖市青苔山的白云岩采矿权，进而使公司获得了“白云石开采-原镁冶炼-镁合金铸造-镁合金加工-镁合金回收”的完整产业链。以全部镁合金产能来折算，公司资源自给率能达到 78.95%，从而进一步巩固公司镁合金行业的龙头地位。

● **技术、区位优势明显，客户群体稳定。**公司自主研发的“粗镁一步法生产镁合金”、“边角料再生回收净化”以及“竖罐炼镁技术”不仅保证了镁合金的品质而且能耗也低于行业平均 5—7 吨标煤的水平，进而使公司产品具备很强的竞争力。此外，合理的生产基地布局，使得公司即能充分利用山西的资源、能源和人工成本优势，又能就近服务客户相对集中的长三角地区。凭借着技术、质量和区位优势，公司积累了德国大众、日本丰田、日本本田、可成科技、富士康集团、华孚科技等大批稳定的客户群体。

● **镁、铝并驾齐驱，产能迎来释放期。**根据工程进度推算，公司在建的 15 万吨铝合金项目于 2011 年即可完全投产，而巢湖 10 万吨镁合金项目的一期 5 万吨工程也于 2011 年即可达产，二期工程预计与 2013 年初达产，届时公司将拥有 19 万吨的镁合金产能和 28.5 万吨的铝合金产能。在经过几年的快速扩张后，公司镁合金和铝合金业务已经基本布局完成，随着产能的持续释放，公司业绩将有大幅增长。

● **受益“轻量化”趋势，镁合金行业将迎来黄金成长期。**降低汽车自重是新能源汽车大规模推广应用的必然之路，而轻、薄、短、小也是 3C 行业的发展趋势。与其他合金及材料相比，镁合金恰巧是最轻的可用于结构材料的实用金属且具备良好的减振性能，导热性能，机械性能，加工性能，再生性能以及良好的电磁波屏蔽性能。随着国家对新能源汽车的扶持，对电动自行车“超标”的严格治理以及 3C 行业自身的快速发展，未来镁合金行业将进入快速成长的黄金时期，而公司作为镁合金行业龙头也将充分分享行业成长盛宴。

● **给予云海金属“谨慎推荐”评级。**经过测算，我们预计公司 2011—2013 年的 EPS 分别为：0.25 元，0.38 元，0.52 元，对应 PE 分别为：52X，34X，25X。考虑到公司在镁合金行业的龙头地位，铝、镁合金产能开始进入释放期以及镁合金行业未来巨大的成长空间，我们给予公司“谨慎推荐”评级。

● **风险提示：**1，在建项目工程进度放缓；2，公司产品销量下滑；3，硅铁、煤炭等原辅料价格上涨；4，新能源汽车，电动自行车，3C 行业的发展不如预期。

<sup>1</sup> 报告贡献人：罗柏言

## 目 录

|                                         |    |
|-----------------------------------------|----|
| 1. 镁合金行业龙头，竞争优势明显 .....                 | 4  |
| 1.1 公司基本情况及股权结构介绍 .....                 | 4  |
| 1.2 镁合金、铝合金并驾齐驱，产能开始进入释放期 .....         | 4  |
| 1.3 积极向上游拓展，打造完整产业链 .....               | 6  |
| 1.4 技术、区位优势明显，客户群体稳定 .....              | 6  |
| 1.5 公司盈利能力将继续提升 .....                   | 7  |
| 2. 受益“轻量化”趋势，镁合金行业将迎来黄金成长期 .....        | 8  |
| 2.1 镁合金用途及性能介绍 .....                    | 8  |
| 2.2 新能源汽车和 3C 行业的发展将使镁合金行业进入黄金成长期 ..... | 10 |
| 2.3 镁铝比价稳定有利于镁合金的推广应用 .....             | 11 |
| 3. 盈利预测与估值 .....                        | 12 |
| 3.1 产品价格、销量和毛利率假设 .....                 | 12 |
| 3.2 公司财务报表预测 .....                      | 13 |

## 图表目录

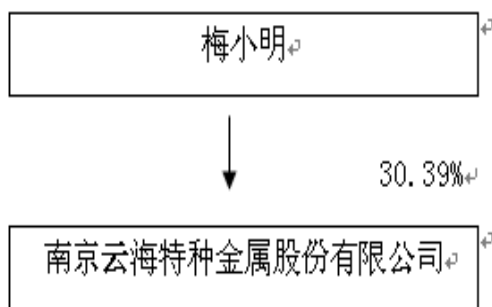
|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 图表 1: 公司与实际控制人产权及控制关系图 .....         | 4  |
| 图表 2: 2010 年公司股东结构 .....             | 4  |
| 图表 3: 公司收入结构变化情况 .....               | 5  |
| 图表 4: 公司利润结构变化情况 .....               | 5  |
| 图表 5: 公司组织结构架构图 .....                | 5  |
| 图表 6: 公司收入、利润和毛利变化情况 .....           | 7  |
| 图表 7: 公司三费和负债变化情况 .....              | 7  |
| 图表 8: 世界镁储量分布 .....                  | 8  |
| 图表 9: 镁合金应用分布 .....                  | 8  |
| 图表 10: 镁及镁合金的主要经济循环 .....            | 8  |
| 图表 11: 镁合金主要性能优势 .....               | 9  |
| 图表 12: Ford 公司 2000 年使用的镁合金零部件 ..... | 10 |
| 图表 13: 中国手机当月产量及同比变化 .....           | 10 |
| 图表 14: 中国笔记本产量及同比变化 .....            | 10 |
| 图表 15: 镁铝比价走势图 .....                 | 11 |
| 图表 16: 主要产品销量假设 .....                | 12 |
| 图表 17: 主要产品价格假设 .....                | 12 |
| 图表 18: 产品毛利率敏感性分析 .....              | 12 |
| 图表 19: 公司财务报表预测 .....                | 13 |

## 1. 镁合金行业龙头，竞争优势明显

### 1.1 公司基本情况及股权结构介绍

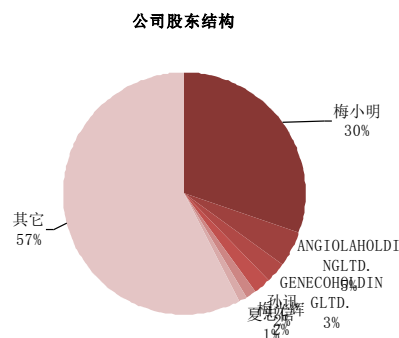
公司成立于 1993 年并于 2007 年 11 月在深交所上市，是专业从事镁及镁合金生产和回收；铝合金铸锭及铸棒生产和回收；镁、铝合金压铸件生产；中间合金和金属锆生产和销售的国家级高新技术企业。此外，公司具有较强的研究开发能力，拥有多项有自主知识产权的发明专利和实用新型专利，为江苏省科技创新百强企业。而且经过多年的努力耕耘，目前公司已经形成了“白云石开采-原镁冶炼-镁合金铸造-镁合金加工-镁合金回收”的较为完整的镁产业链，和“铝合金铸造-铝合金加工-铝合金回收”的铝产业链，其中金属锆和镁合金产销量更是居全球第一位。

图表 1：公司与实际控制人产权及控制关系图



数据来源：公司公告 中邮证券研发部

图表 2：2010 年公司股东结构



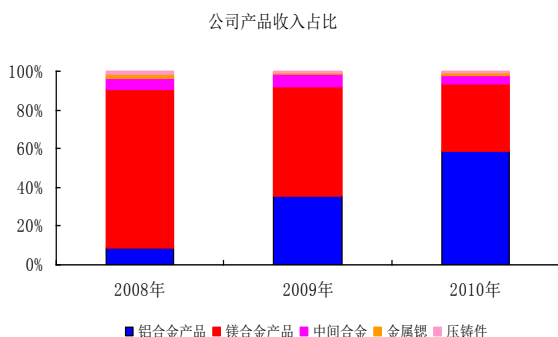
数据来源：WIND 资讯 中邮证券研发部

公司是民营股份制企业，股权分布相对分散且多为自然人股东。截止 2010 年末，梅小明，ANGIOLAHOLDING LTD. 和 GENECOHOLDING LTD. 分别持股 30.39%，4.5% 和 3%。目前梅小明先生是公司第一大股东和实际控制人且一直担任南京云海特种金属股份有限公司董事长兼总经理。

### 1.2 镁合金、铝合金并驾齐驱，产能开始进入释放期

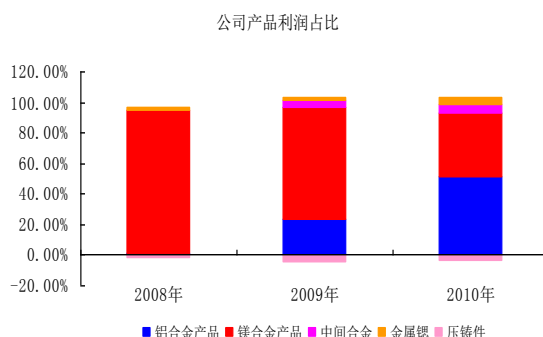
公司主营产品包括镁合金、铝合金、中间合金和压铸件等，在 2009 年以前镁合金无论从收入占比还是从利润占比来看都是公司的主营产品。但面对国际金融危机导致镁合金下游需求复苏缓慢和镁合金销量下滑等不利形势，公司迎合高性能铝合金棒材市场需求大幅增加的趋势，适时扩大了铝合金产能，并积极提高市场占有率，现阶段铝合金在公司产品结构中的比重已经超过了镁合金。而且经过近几年的快速扩张，公司铝合金业务布局已经基本完成，随着产能的持续释放，铝合金业务将成为公司新的强有力的利润增长点。

图表 3：公司收入结构变化情况



数据来源：WIND 资讯 中邮证券研发部

图表 4：公司利润结构变化情况



数据来源：WIND 资讯 中邮证券研发部

图表 5：公司组织结构架构图



数据来源：公司网站 中邮证券研发部

目前，公司在江苏、山西、浙江、安徽及内蒙古设有 12 个子分公司，拥有镁合金产能 19 万吨（苏州云海 4 万吨，五台云海 5 万吨，巢湖云海在建 10 万吨），铝合金产能 28.5 万吨（南京云海 15.5 万吨其中 5 万吨再生铝合金是在建项目，运城云海 10 万吨在建，台州云泽 3 万吨），中间合金 1 万吨，压铸件 0.5 万吨，金属锶 0.3 万吨。按照进度，公司的铝合金产能于 2011 年即可完全投产并开始贡献业绩，而且在经过两年的快速扩张后，公司铝合金产能暂时有望维持稳定。而公司新建的巢湖镁合金一期项目预计 2011 年就可完成，二期项目将于 2013 年初达产，届时公司将拥有 19 万吨的镁合金项目。由于公司的镁合金产能利用率不高，所以我们预计巢湖项目达产后公司镁合金项目也有望维持稳定，当然，不排除公司为适应镁合金市场需求增加而继续扩张产能的可能性。据此我们预计随着新建产能开始投产，未来几年公司业绩将进入快速增长期。如果按照镁合金 2009 年数据和铝合金 2010 年数据进行折算，公司镁合

金和铝合金的市场占有率分别达到 35%和 3.1%以上，而且随着公司产能持续释放和下游需求的增长，公司市场占有率还有进一步扩大趋势。

### 1.3 积极向上游拓展，打造完整产业链

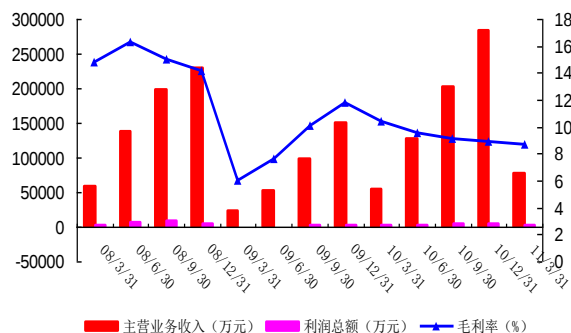
为了进一步打破资源供给瓶颈，提高公司竞争力和盈利水平，近几年公司积极收购上游矿山，以期打造完整产业链。公司全资子公司云海镁业曾于 2008 年以 496.6 万元收购五台县石粉厂 0.3365 平方公里的白云岩采矿权，该采矿权有效期为 2007 年 8 月至 2015 年 6 月，生产规模为 10.8 万吨/年，能够满足五台云海 5 万吨镁合金的产能需求。而 2011 年公司全资子公司巢湖云海镁业有限公司再度以 4806 万元的价格竞得了安徽省巢湖市青苔山镁矿（冶镁白云岩）及冶金用白云岩矿采矿权。该矿区出让年限为 25 年，矿区面积为 0.7783 平方公里，其中镁矿（冶镁白云岩）矿石量 4915.31 万吨，冶金用白云岩矿石量 396.78 万吨。此次矿山资源收购能够满足公司巢湖在建的 10 万吨镁合金项目的需求。上游资源拓展完成后，公司已经形成了“白云石开采—原镁冶炼—镁合金铸造—镁合金加工—镁合金回收”的较为完整的镁产业链，以全部镁合金产能来折算，公司资源自给率达到 78.95%，这将进一步保障公司镁合金业务的盈利能力。

### 1.4 技术、区位优势明显，客户群体稳定

多年来，公司一直致力于镁合金生产装备与工艺的研发，开发出一套质量控制稳定、能耗低、劳动效率高的自动化生产线。公司拥有的镁液输送、底模浇铸、密封浇铸、镁水直供压铸和挤压铸造等核心技术达到国际领先水平。公司自主研发的已应用于产业化的粗镁一步法生产镁合金、镁合金压铸边角料再生回收净化工艺技术，不仅能保证镁合金品质，还显著地降低了生产成本，提高产品的竞争力。而且公司自主研发的节能环保竖罐炼镁新技术（每个还原炉有 48 个还原罐，而行业平均水平为 28 个还原罐），能使冶炼能耗明显降低，劳动生产率则大幅度提高。目前原镁冶炼行业的平均能耗在 5—7 吨标煤的水平，而公司能做到 4 吨标煤的水平，仅此一项就意味着公司在行业内将拥有更强的竞争力。此外，针对原镁产地主要在山西、镁合金应用客户相对集聚在长三角一带的现状，公司在山西建立镁合金的生产基地，以利用当地低成本的粗镁一步法生产镁合金；在苏州建立了镁合金压铸边角料的再生回收加工生产基地；在公司本部南京建立镁合金的技术研发和镁压铸等深加工基地，合理的生产布局使公司在就近服务客户的同时也节约了大量运输成本。而公司则凭借着技术、质量和区位优势，形成了相对稳定的客户群体。目前公司已通过了德国大众、日本丰田、日本本田等知名汽车厂家的镁合金产品资格认证，成为上述汽车公司及其压铸工厂的重要供应商。而在 3C 领域，镁合金部件主要制造商可成科技、富士康集团、华孚科技的镁合金原材料大部分也采购自本公司。

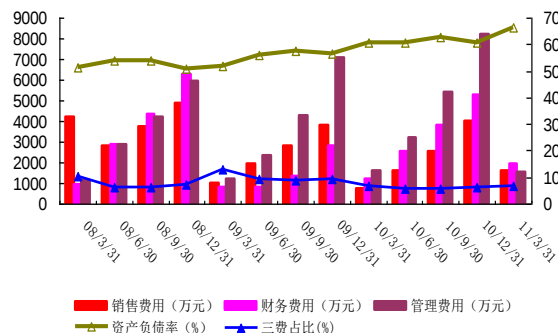
## 1.5 公司盈利能力将继续提升

图表 6：公司收入、利润和毛利变化情况



数据来源：WIND 资讯 中邮证券研发部

图表 7：公司三费和负债变化情况



数据来源：WIND 资讯 中邮证券研发部

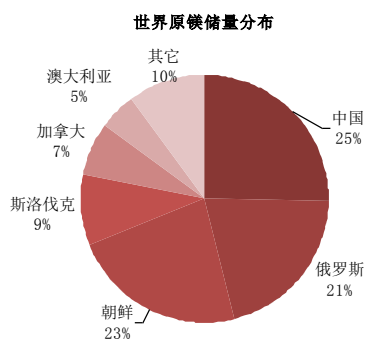
在经历过金融危机的冲击后，随着全球经济的复苏，3C 和新能源汽车的发展，公司营业收入也逐步增加，尽管国家节能减排和原辅料成本上涨使得公司镁合金业务和公司整体毛利率有所下滑，但随着公司粗镁一步法的实施和产业链布局的完成，产品成本还有进一步下降空间，而盈利能力将会有明显提升。特别是随着公司在建项目投产贡献收益和各项生产指标逐步达标，预计公司初期费用较高的问题将有所缓解。

2010 年，公司实现主营业务收入 279,365.25 万元，比上年增长 87.78%。其中：主要产品镁合金和铝合金销量持续增长，特别是铝合金产品销量增长较快，全年实现营业收入 284,119.64 万元，比上年增长 89.69%。公司新设成立的子公司运城云海铝业有限公司和南京云开合金有限公司相继建成投产，压铸产品的销量也持续上升。2010 年公司实现净利润 2,819.48 万元，比上年增长 456.53%。镁合金和铝合金较好的应用前景及市场发展空间，为公司持续健康发展提供了有力保证。

## 2. 受益“轻量化”趋势，镁合金行业将迎来黄金成长期

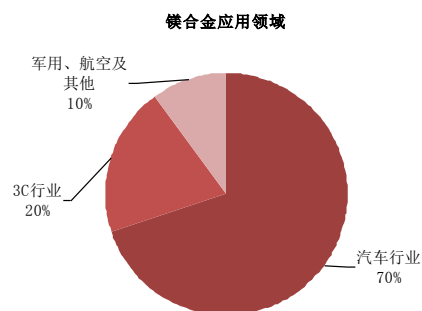
### 2.1 镁合金用途及性能介绍

图表 8：世界镁储量分布



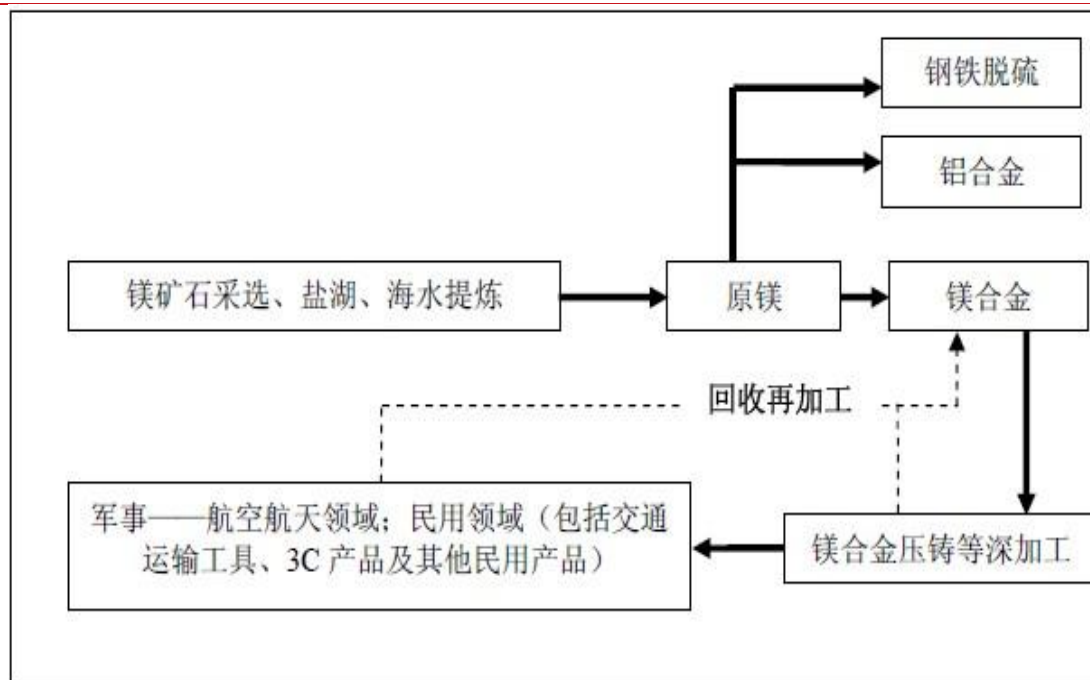
数据来源：中邮证券研发部

图表 9：镁合金应用分布



数据来源：中邮证券研发部

图表 10：镁及镁合金的主要经济循环



数据来源：公司公告 中邮证券研发部

图表 11：镁合金主要性能优势



数据来源：公司网站 中邮证券研发部

我国是全球镁储量最大和产量最大的国家，而且长期以来我国一直以占全球 25%的储量供给着全球近 90%的产量。正因为此，我国在镁行业拥有充足的话语权。目前，工业中的原镁主要用于制作镁合金，从消费比重上看，汽车行业占比最大，为 70%左右，3C 行业占比为 20%左右，航天、军工等其它领域合计占 10%左右。此外，与其他合金及材料相比，镁合金具备更好的性能。其一，镁合金是最轻的可用于结构材料的实用金属且具备良好的物理特性。镁合金比重为铝合金的 2/3，减振性能比铝合金高 30 倍，镁合金比重为工程塑料 ABS 的 1.8 倍，比塑料导热性能高 200 倍，但其热膨胀性能只有塑料的 1/2。其二，镁合金具备良好的机械性能和加工性能。镁合金强度不仅强度和刚度明显好于塑料，抗冲击力好于铝合金，由冲撞而引起的凹陷小于其他金属材料。而且由于镁合金比其他金属的切削阻力小，所以其比铝更适合压铸大型部件。其三，镁合金具备良好的电磁波屏蔽性和再生性。镁合金与塑料相比不仅有很好的可再生性，而且镁合金的电磁波屏蔽性能比在塑料上电镀屏蔽膜的效果好，因此，使用镁合金可省去电磁波屏蔽膜的电镀工序和成本。随着新能源汽车所带来的汽车轻量化发展，国家对电动自行车“超标”的严格治理以及 3C 行业的快速发展，镁合金有望凭借其自身优势而迎来广阔的发展空间。

## 2.2 新能源汽车和 3C 行业的发展将使镁合金行业进入黄金成长期

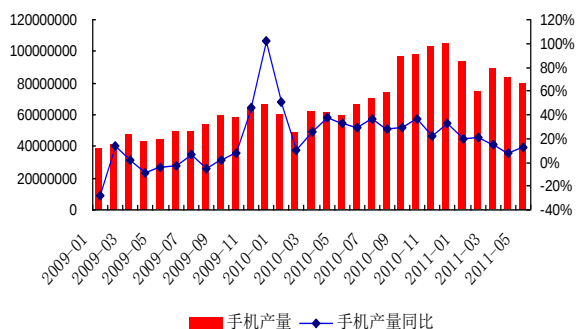
图表 12: Ford 公司 2000 年使用的镁合金零部件

| 零部件类别 | 代替前重量<br>(KG) | 代替后的重量<br>(KG) | 减轻率 (%) | 轻量化量<br>(KG) |
|-------|---------------|----------------|---------|--------------|
| 车身    | 12.5          | 5.4            | 58      | 7.1          |
| 内饰件   | 31.2          | 21             | 33      | 10.2         |
| 动力总成  | 55.2          | 36.2           | 35      | 19           |
| 发动机   | 33.5          | 22.2           | 34      | 11.3         |
| 悬挂件   | 62.2          | 25.9           | 58      | 26.2         |
| 刹车    | 3.9           | 1.8            | 54      | 2.1          |
| 各种固定件 | 14.5          | 7.2            | 50      | 7.3          |
| 方向盘支架 | 5.6           | 3.9            | 30      | 1.7          |
| 电气外壳  | 3.2           | 1.8            | 44      | 1.4          |
| 合计    | 188.6         | 103.2          | 45      | 85.4         |

数据来源: 中国压铸网 中邮证券研发部

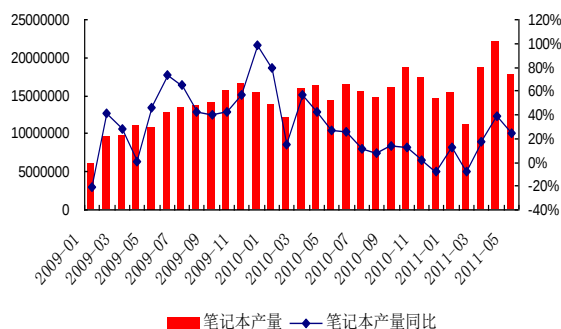
随着汽车保有量的增多, 汽车在石油消费结构中的比重增大以及环保问题的日益突出, 传统动力的汽车正站在十字路口面临着方向性选择, 应该说新能源汽车是未来的一个主要发展方向, 而新能源汽车真正大规模推广应用除了电池动力系统要获得突破外, 汽车轻量化也是必然之路。事实上, 汽车使用燃料的 60%都消耗在汽车自重上, 据测算, 如果汽车减重 10%, 其燃油消耗可降低 6-8%, 燃油效率可提高 5.5%, 噪音也可降低 2 分贝。假设一辆汽车平均用 30 公斤镁合金, 则以 2010 年全球 7760.9 万辆汽车来计算, 则一年需要消耗 232 万吨的镁合金。而且考虑到国家对新能源汽车的扶持, 镁合金在汽车轻量化中的重要作用, 未来全球汽车市场对镁合金压铸件的需求还将继续增加, 镁合金市场也将因此迎来非常广阔的发展前景。

图表 13: 中国手机当月产量及同比变化



数据来源: WIND 资讯 中邮证券研发部

图表 14: 中国笔记本产量及同比变化

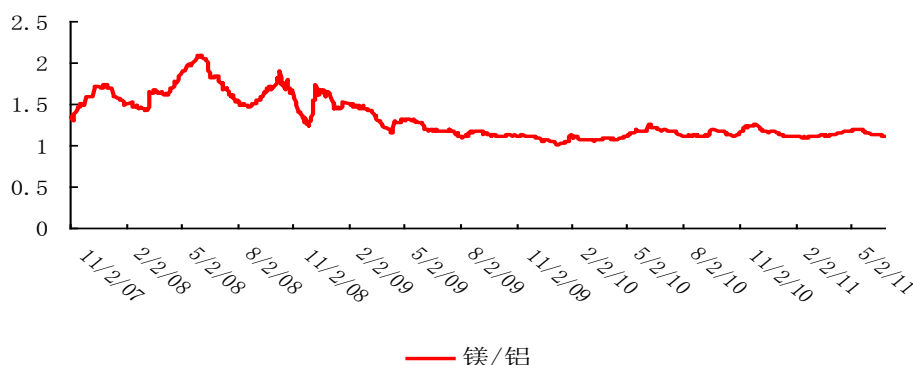


数据来源: WIND 资讯 中邮证券研发部

3C 产业是全球发展最快的产业，在以笔记本电脑、手机和数码相机为代表的 3C 产品朝着轻、薄、短、小方向发展的推动下，镁合金的应用得到了持续增长。镁合金与传统 3C 产品使用的外壳材料相比具有轻量化、刚性高、减震性好、无磁、散热、可回收等优点；特别是应用于 3C 产品外壳上其外观及触摸质感极佳，已成为设计和消费的流行趋势。随着手机和笔记本的大规模普及和平板电脑、电子书等产品的迅速崛起，未来镁合金将迎来广阔的发展前景。

## 2.3 镁铝比价稳定有利于镁合金的推广应用

图表 15：镁铝比价走势图



数据来源：WIND 资讯 中邮证券研发部

正是由于镁合金与铝合金具有很强的替代作用，才使得镁铝比价具有现实的指导意义。而为促使汽车和 3C 行业有动力使用镁，则镁价格应该保持在合理和稳定的价位上。按照我们的预计 1—1.3 是一个上下游双方都能接受的相对合理和稳定的以镁代铝的黄金价位。如果镁铝比价超过 1.3 甚至是超过 1.5，则会抑制下游需求用户用镁的积极性，而当镁铝比价低于 1 时，会使整个行业的盈利水平降低，进而影响上游生产的积极性。所以真正有益于镁大量推广使用的是恰恰是镁价相对平稳，而不是大起大落。

由于从 2009 年开始，铝价因受到需求拉动和成本推动表现较为强势，而镁价则继续疲软，所以镁铝比价已经从之前的 1.5 左右回调至 1.1 左右，从现在的比值来看，正是下游用户用镁合金替代铝合金的黄金时期，汽车和 3C 行业在使用镁合金替代铝合金以减轻重量的同时降低了产品成本，这无疑进一步打开了镁合金的应用空间，从而有利于镁合金的推广应用。

### 3，盈利预测与估值

#### 3.1 产品价格、销量和毛利率假设

图表 16：主要产品销量假设

|          | 2010年销量 | 2011年销量 | 2012年销量 | 2013年销量 |
|----------|---------|---------|---------|---------|
| 镁合金（万吨）  | 5.64    | 10      | 13      | 16      |
| 铝合金（万吨）  | 11.2    | 20      | 25      | 28      |
| 压铸件（万吨）  | 0.087   | 0.2     | 0.3     | 0.4     |
| 中间合金（万吨） | 0.65    | 0.75    | 0.85    | 0.95    |
| 金属锆（万吨）  | 0.135   | 0.18    | 0.22    | 0.26    |

数据来源：中邮证券研发部

（注：销量假设是根据公司历史数据和新建产能投产进度进行估算）

图表 17：主要产品价格假设

|      | 2010年均价 | 2011年均价 | 2012年均价 | 2013年均价 |
|------|---------|---------|---------|---------|
| 镁锭   | 17000   | 20000   | 22000   | 24000   |
| 镁合金  | 20000   | 23000   | 25000   | 27000   |
| 铝合金  | 17000   | 18500   | 19500   | 20500   |
| 压铸件  | 23000   | 25000   | 27000   | 29000   |
| 中间合金 | 26000   | 29000   | 31000   | 33000   |
| 金属锆  | 32000   | 33000   | 34000   | 35000   |

数据来源：中邮证券研发部

（注：因镁合金比铝合金有更大的价格弹性，价格假设镁合金以 2000 元递增，铝合金以 1000 元递增）

图表 18：产品毛利率敏感性分析

| 敏感性分析 |             | 镁合金         |             |             |        |
|-------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------|
| 价格上涨  | 1000        | 1500        | 2000        | 3000        |        |
| 毛利率变化 | 0.003124841 | 0.004687262 | 0.006249683 | 0.009374524 |        |
| 敏感性分析 |             | 铝合金         |             |             |        |
| 价格上涨  | 1000        | 1500        | 2000        | 3000        |        |
| 毛利率   | 0.006249683 | 0.009374524 | 0.012499366 | 0.018749049 |        |
| 敏感性分析 |             | 压铸件         |             |             |        |
| 价格上涨  | 1000        | 1500        | 2000        | 3000        |        |
| 毛利率   | 6.24968E-05 | 9.37452E-05 | 0.000124994 | 0.00018749  |        |
| 敏感性分析 |             | 中间合金        |             |             |        |
| 价格上涨  | 1000        | 1500        | 2000        | 3000        |        |
| 毛利率   | 0.000234363 | 0.000351545 | 0.000468726 | 0.000703089 |        |
| 敏感性分析 |             | 金属锆         |             |             |        |
| 价格上涨  | 1000        | 1500        | 2000        | 3000        |        |
| 毛利率   | 5.62471E-05 | 8.43707E-05 | 0.000112494 | 0.000168741 |        |
|       |             | 2010年       | 2011年E      | 2012年E      | 2013年E |
| 毛利率假设 |             | 8.88%       | 10.84%      | 12.16%      | 13.47% |

数据来源：中邮证券研发部

### 3.2 公司财务报表预测

图表 19：公司财务报表预测

| 资产负债表          |             |             |             |             | 现金流量表    |       |        |        |        |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|----------|-------|--------|--------|--------|
| 单位：百万元         |             |             |             |             | 单位：百万元   |       |        |        |        |
| 会计年度           | 2010        | 2011E       | 2012E       | 2013E       | 会计年度     | 2010  | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
| 货币资金           | 265         | 519         | 700         | 867         | 经营活动现金流  | -95   | -185   | -250   | -309   |
| 应收票据           | 181         | 353         | 477         | 591         | 投资活动现金流  | -229  | -448   | -605   | -749   |
| 应收账款           | 282         | 551         | 744         | 922         | 筹资活动现金流  | 375   | 733    | 990    | 1226   |
| 预付账款           | 109         | 214         | 289         | 358         | 现金净增加额   | 49    | 95     | 128    | 159    |
| 其他应收款          | 3           | 6           | 8           | 10          | 利润表      |       |        |        |        |
| 存货             | 616         | 1204        | 1626        | 2014        | 单位：百万元   |       |        |        |        |
| 其他流动资产         | 0           | 0           | 0           | 0           | 会计年度     | 2010  | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
| <b>流动资产</b>    | <b>1456</b> | <b>2847</b> | <b>3845</b> | <b>4762</b> | 营业收入     | 2841  | 5555   | 7502   | 9290   |
| 长期投资           | 5           | 10          | 14          | 17          | 营业成本     | 2589  | 4953   | 6590   | 8038   |
| 固定资产           | 955         | 1868        | 2523        | 3124        | 营业税金及附加  | 50    | 98     | 133    | 164    |
| 无形资产           | 121         | 237         | 320         | 396         | 销售费用     | 40    | 78     | 105    | 130    |
| 递延所得税          | 1           | 1           | 2           | 2           | 管理费用     | 82    | 160    | 216    | 267    |
| <b>非流动资产</b>   | <b>1155</b> | <b>2259</b> | <b>3051</b> | <b>3778</b> | 财务费用     | 53    | 103    | 139    | 172    |
| <b>资产总计</b>    | <b>2612</b> | <b>5106</b> | <b>6896</b> | <b>8540</b> | 营业利润     | 25    | 60     | 91     | 125    |
| 短期借款           | 869         | 1700        | 2295        | 2842        | 利润总额     | 42    | 100    | 151    | 208    |
| 应付票据           | 274         | 536         | 724         | 896         | 所得税      | 13    | 25     | 38     | 52     |
| 应付账款           | 247         | 484         | 654         | 809         | 净利润      | 29    | 75     | 114    | 156    |
| 预收款项           | 14          | 27          | 37          | 46          | 归属母公司净利润 | 28    | 72     | 109    | 150    |
| 应交税费           | -43         | -84         | -113        | -140        | EPS      | 0.10  | 0.25   | 0.38   | 0.52   |
| 其他流动负债         | 0           | 0           | 0           | 0           | 主要财务指标   |       |        |        |        |
| <b>流动负债</b>    | <b>1387</b> | <b>2712</b> | <b>3662</b> | <b>4535</b> | 会计年度     | 2010  | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
| 长期借款           | 50          | 98          | 132         | 163         | 营业收入 (%) | 90%   | 96%    | 35%    | 24%    |
| 应付债券           | 78          | 153         | 207         | 257         | 营业成本 (%) | 96%   | 91%    | 33%    | 22%    |
| 预计负债           | 0           | 0           | 0           | 0           | 毛利率 (%)  | 8.88% | 10.84% | 12.16% | 13.47% |
| 其他非流动负债        | 62          | 122         | 165         | 204         | 三项费率 (%) | 6%    | 6%     | 6%     | 6%     |
| <b>非流动负债</b>   | <b>194</b>  | <b>379</b>  | <b>511</b>  | <b>633</b>  | 净利润 (%)  | 484%  | 156%   | 51%    | 37%    |
| <b>负债合计</b>    | <b>1581</b> | <b>3091</b> | <b>4174</b> | <b>5168</b> | ROE (%)  | 3%    | 4%     | 5%     | 5%     |
| 少数股东权益         | 142         | 278         | 375         | 465         | P/S      | 1.31  | 0.67   | 0.50   | 0.40   |
| 归母公司权益         | 889         | 1738        | 2347        | 2906        | P/B      | 4.20  | 2.15   | 1.59   | 1.29   |
| 所有者权益合计        | 1031        | 2016        | 2722        | 3371        | P/E      | 132   | 52     | 34     | 25     |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>2612</b> | <b>5106</b> | <b>6896</b> | <b>8540</b> |          |       |        |        |        |

数据来源：中邮证券研发部

## 中邮证券投资评级标准

---

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20%以上；  
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；  
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；  
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10%以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5%以上；  
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；  
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5%以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10%以上；  
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；  
中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5%之间；  
回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5%以上；

## 分析师声明

---

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

---

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券有限责任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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

本报告旨在发送给中邮证券有限责任公司的特定客户及其他专业人士。报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

---

## 公司简介

**中邮证券有限责任公司**（以下简称“公司”）是经中国证券监督管理委员会批准设立，注册地及公司总部设在西安，目前主要从事证券经纪、证券自营、证券投资咨询、证券投资基金销售业务的一家正处于稳健成长中的证券公司。公司股东为：中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司、西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局，公司注册资本金为 5.6 亿元人民币。

公司的前身“西安华弘证券经纪有限责任公司”成立于 2002 年，从事单一经纪业务。2006 年 4 月，公司完成了第一次增资扩股，引进中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司三家股东；2009 年 3 月，公司新增证券自营和证券投资咨询业务资格，完成了由单一业务范围向多元化经营的突破；2009 年 10 月，经中国证监会和国家工商总局审批同意后，公司在西安市工商局办理了登记注册手续，正式更名为“中邮证券有限责任公司”；2009 年 10 月 21 日，西安市工商局为公司换发了新的《经营证券业务许可证》；2010 年 11 月，公司取得证券投资基金销售业务资格，使得公司经营业务种类更趋多元化。

公司现下设四个证券营业部，分别为西安南大街证券营业部、西安电子二路证券营业部、阎良人民路证券营业部和北京西直门北大街证券营业部。公司现有员工 200 余名，保有客户数量 5 万余人，管理客户资产逾 50 亿元。

## 业务简介

### ■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证券监督管理委员会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国工商银行、中国建设银行、中国银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

### ■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

### ■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。