

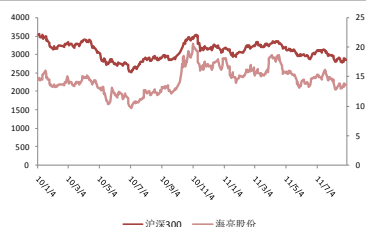
公司评价

谨慎推荐（维持）

发行基本情况

截止日期	2011-8-29
收盘价	13.6 元
总股本	40010 万股
上市流通股	36462.97 万股
流通受限股	3547.03 万股

公司股价走势图



相关报告

《业务布局基本完成，热交换铜管
成长可期——海亮股份（002203）
研究报告》

2011-07-26

研发部

何阳阳¹

SAC 执业证书编号：S1340510120005

联系电话：010-68858167

Email: luobaiyan@cnpsc.com

毛利率下降并不影响公司盈利能力

——海亮股份（002203）2011 年中报点评

事件：

公司发布半年报，报告期内公司实现铜管棒材销售 93514.9 吨，同比增长 3.72%；实现营业收入 57.56 亿元，同比增长 27.36%；实现归属母公司净利润 9816.45 万元，同比增长 24.35%；实现基本每股收益 0.25 元。

点评：

● **铜价高企虽压低公司毛利率，但不影响公司盈利能力。**公司产品采用原材料价格+加工费的定价模式，即主要为通过相对稳定的加工费获取毛利。这种“原材料价格+加工费”的定价机制和盈利模式尽管可以将电解铜等原材料价格波动的风险转嫁给下游客户，但由于原材料在产品价格构成中占比很大，而加工费的金额相对铜价来说较小，所以会导致公司毛利率整体偏低且易受铜等原材料价格波动的影响。由于近几年公司铜材产品加工费却相对稳定，但受到通货膨胀和美元贬值等因素的影响，上半年铜、锌、镍等原材料价格均继续维持高位。主要原材料的持续高位运行，不仅增加了公司对流动资金的需求，还压低了公司的综合毛利率。报告期内，公司综合毛利率为 4.66%，同比下降了 0.44 个百分点。但是，我们认为公司毛利率的下滑主要是由于铜等原材料价格继续维持高位所造成的，不管铜价如何变化，公司仍然可以赚取稳定的单位加工费，公司的毛利润并不会受到影响，公司本身的盈利状况也依旧保持良好。

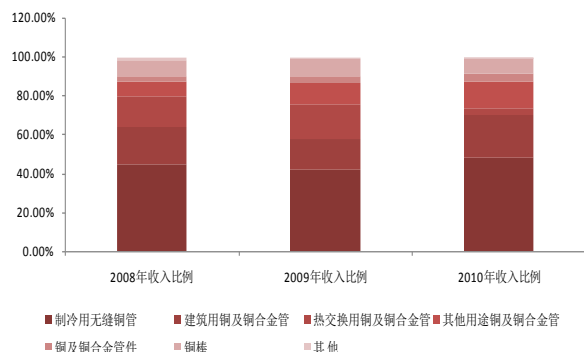
● **发展思路清晰，积极打造完整产业链。**公司一直坚持“主业做精做大，通过股权投资，进军上游行业，通过产业延伸发展下游，通过品牌扩展发展其它产业”的发展思路，在进一步做强、做大铜加工产业的同时，积极向上下游产业延伸，从而巩固与增强公司在行业中的主导领先地位。而为了进一步打破公司资源供给瓶颈，提高公司竞争力和盈利水平，报告期内，公司再次收购了金平添惠投资有限公司持有的红河恒昊矿业股份有限公司 1000 万股股权，交易完成后，公司共计持有红河恒昊矿业 12.89% 的股权。通过股权投资，公司获得了丰富的镍、铜、锰、钼等矿产资源，从而进一步解决了公司生产经营所必须的铜和镍等原材料，这对于保障公司可持续发展，增强成本转嫁能力有巨大的作用。

● **维持海亮股份“谨慎推荐”评级。**由于铜价高企压低公司毛利率，所以我们下调公司业绩预测，预计公司 2011—2013 年的 EPS 分别为：0.61 元，0.71 元，0.83 元，对应的 PE 分别为：22X，19X，16X。考虑到公司在铜加工行业的龙头地位，以及热交换铜管巨大的发展空间，我们维持公司“谨慎推荐”的评级。

● **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、火电项目建设和海水淡化工程投资不如预期；4、铜价剧烈波动和加工费下滑。

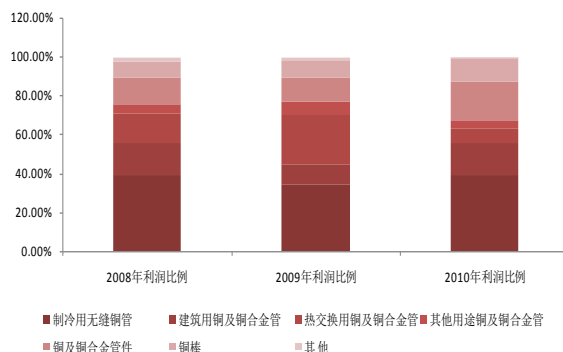
¹ 报告贡献人：罗柏言

图表 1：公司收入结构变化情况



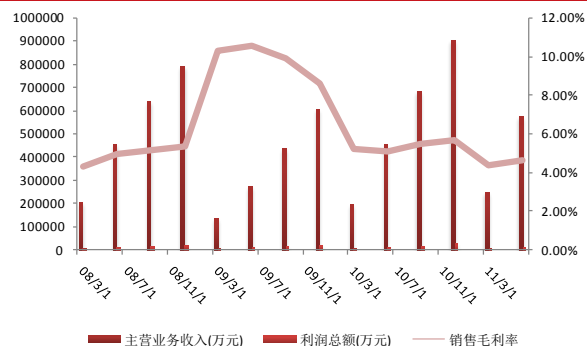
数据来源：公司公告 中邮证券研发部

图表 2：公司利润结构变化情况



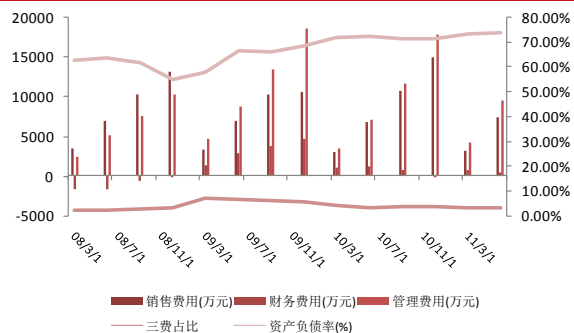
数据来源：公司公告 中邮证券研发部

图表 3：公司收入、利润和毛利率变化情况



数据来源：公司公告 中邮证券研发部

图表 4：公司三费和负债变化情况



数据来源：公司公告 中邮证券研发部

图表 5：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	942	1137	1262	1394	经营活动现金流	-45	-54	-60	-66
应收票据	355	429	476	526	投资活动现金流	-384	-463	-514	-568
应收账款	805	972	1078	1192	筹资活动现金流	168	203	225	249
预付账款	101	122	135	149	现金净增加额	-253	-305	-339	-374
其他应收款	38	45	50	56	利润表				
存货	1287	1553	1724	1905	单位：百万元				
其他流动资产	0	0	0	0	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	3527	4259	4725	5222	营业收入	9053	10929	12126	13401
长期投资	496	599	664	734	营业成本	8534	10383	11484	12650
固定资产	941	1136	1260	1393	营业税金及附加	9	11	13	14
无形资产	225	271	301	333	销售费用	150	181	201	222
递延所得税	32	38	42	47	管理费用	180	217	240	266
非流动资产	1900	2293	2545	2812	财务费用	0.36	0.44	0.48	0.53
资产总计	5427	6552	7270	8034	营业利润	212	256	284	314
短期借款	1217	1470	1631	1802	利润总额	258	272	320	374
应付票据	0	0	0	0	所得税	19	27	32	37
应付账款	1102	1331	1476	1632	净利润	239	245	288	336
预收款项	87	105	116	129	归属母公司净利润	237	243	285	333
应交税费	23	27	30	34	EPS	0.59	0.61	0.71	0.83
其他流动负债	92	111	124	137	主要财务指标				
流动负债	3211	3876	4301	4753	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
长期借款	655	791	878	970	营业收入 (%)	50%	21%	11%	11%
应付债券	0	0	0	0	营业成本 (%)	54%	22%	11%	10%
预计负债	0	0	0	0	毛利率 (%)	5.73%	5.00%	5.30%	5.60%
其他非流动负债	0	0	0	0	三项费率 (%)	4%	4%	4%	4%
非流动负债	655	791	878	970	净利润 (%)	33%	2%	18%	17%
负债合计	3866	4667	5179	5723	ROE (%)	15%	13%	14%	15%
少数股东权益	13	16	18	20	P/S	0.60	0.50	0.45	0.41
归母公司权益	1548	1869	2073	2291	P/B	3.5	2.9	2.6	2.4
所有者权益合计	1561	1885	2091	2311	P/E	23	22	19	16
负债和股东权益	5427	6552	7270	8034					

数据来源：公司公告 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。