

公司研究/中报点评

2019年07月28日

有色金属/合金碳材 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 8.68
合理价格区间(元): 9.19~9.98

李斌 执业证书编号: S0570517050001
研究员 libin@htsc.com

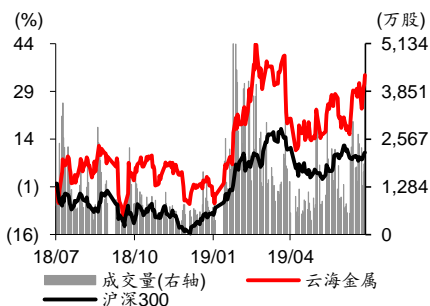
邱乐园 执业证书编号: S0570517100003
研究员 010-56793945
qiuleyuan@htsc.com

江翰博 010-56793962
联系人 jianghanbo@htsc.com

相关研究

- 1《云海金属(002182,增持): 经营利润持续改善, 轻量化进程加速中》2019.04
- 2《云海金属(002182,增持): 签订搬迁补偿协议, 有望改善现金流与盈利》2019.03
- 3《云海金属(002182,增持): 镁价助力盈利改善, 轻量化步伐有望加快》2019.03

一年内股价走势图



资料来源: Wind

镁价上涨和拆迁补偿款增厚 H1 利润

云海金属(002182)

公司 19H1 归母净利润同比增长 91%

公司 19H1 营收 24.64 亿元, 同比增长 0.89%; 归母净利润 2.78 亿元, 同比增长 91.08%; 扣非后归母净利润 1.06 亿元, 同比增长 73.15%。公司第二季度归母净利润 2.30 亿元, 同比增加 162.47%, 环比增加 389.36%; 扣非后归母净利润 0.65 亿元, 同比增加 36.80%, 环比增加 58.54%。公司较早收到拆迁补偿款, 业绩超出我们预期, 我们预计公司 19-21 年 EPS 分别为 0.86/0.77/0.90 元, 维持增持评级。

拆迁补偿款确定, 公司预计 19Q1-3 归母净利润 4.8-5.2 亿元

公司归母净利润大幅增长主要是非经常性损益贡献。此前公司公告南京云海特种金属股份有限公司厂区搬迁补偿金额 6.75 亿元中的 4.20 亿元已于 6 月 17 日收到, 将陆续计入资产处置收益科目。上半年公司非流动资产处置收益合计 1.82 亿元。后续公司洪蓝项目和晶桥项目拆迁补偿款还有共计 3.45 亿元。公司预计 19Q1-3 业绩仍将有较大幅度增长, 前三季度预计实现归母净利润 4.8-5.2 亿元, 同比增长 94%-110%。

19H1 镁锭价格上涨, 增厚公司扣非后利润

公司扣非后利润增长的主要原因是 H1 镁价同比上涨而原材料价格下降。19H1 镁均价 17944 元/吨, 同比涨 10.03%, 原材料硅铁 19H1 价格为 5957 元/吨, 同比降 8.04%, 吨原镁利润上升约 2200 元/吨, 公司 H1 毛利润同比增加 0.33 亿元。分业务看, 受益于涨价和产量扩张, 公司 H1 镁合金业务营收增长 37%, 毛利率 19.7%, 同比上升 6.4 个百分点。其他业务中, 由于铝价格同比大幅上涨, 其毛利率增加 17.0 个百分点至 48.4%, 但空调扁管和压铸件毛利率分别为 22.6%和 12.9%, 分别同比下滑 7.0 和 11.3 个百分点, 或反映当前汽车需求偏淡且行业竞争较激烈。

拟收购重庆博奥向下游延伸, 投资硅铁项目降低成本

公司 7 月 9 日公告, 拟出资 2.35 亿元收购重庆博奥 100% 股权。重庆博奥专业从事镁铝合金中大型压铸产品的研发和生产, 主要产品有座椅支架、中控支架、电池箱体等, 技术领先。公司收购后将向产业链下游延伸, 提高盈利和抗风险能力, 有助于未来进一步开拓终端市场客户。此外公司 6 月 6 日公告, 子公司包头云海拟投资 8 亿元建设 30 万吨硅铁合金项目, 项目建成后公司将实现硅铁自给, 原镁生产成本有望下降。

上调盈利预测, 对公司维持增持评级

考虑到公司较早收到拆迁款, 以及已预告三季度利润, 我们上调资产处置收益假设。加总三处拆迁款, 假设 19-21 年资产处置收益为 3.0/2.2/2.5 亿元, 预计 19-21 年 EPS 为 0.86/0.77/0.90 元, 较上次上调 29%/42%/4%。按照扣非后净利润(2.58/2.78/3.33 亿元, 因下调镁价预测, 较上次略下调)估值, 参考可比公司 19 年 23.64 倍的 Wind 一致预期平均 PE 估值, 我们给予公司 19 年 23-25 倍 PE, 目标价 9.19-9.98 元, 维持增持评级。

风险提示: 拆迁补偿款不符合预期、产能释放慢、镁价低于预期等。

公司基本资料

总股本 (百万股)	646.42
流通 A 股 (百万股)	489.32
52 周内股价区间 (元)	5.91-9.43
总市值 (百万元)	5,611
总资产 (百万元)	4,919
每股净资产 (元)	3.16

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	4,927	5,101	5,371	6,052	6,731
+/-%	21.71	3.54	5.29	12.68	11.22
归属母公司净利润 (百万元)	154.82	329.50	557.89	498.20	582.74
+/-%	(8.55)	112.83	69.31	(10.70)	16.97
EPS (元, 最新摊薄)	0.24	0.51	0.86	0.77	0.90
PE (倍)	36.24	17.03	10.06	11.26	9.63

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 可比公司 Wind 一致预期估值情况

代码	公司	市值/亿元	19E 归母净利润/亿元	PE (19E)
600219	南山铝业	265.20	19.00	13.96
002085	万丰奥威	153.96	10.06	15.30
600456	宝钛股份	98.73	2.37	41.66
平均值				23.64

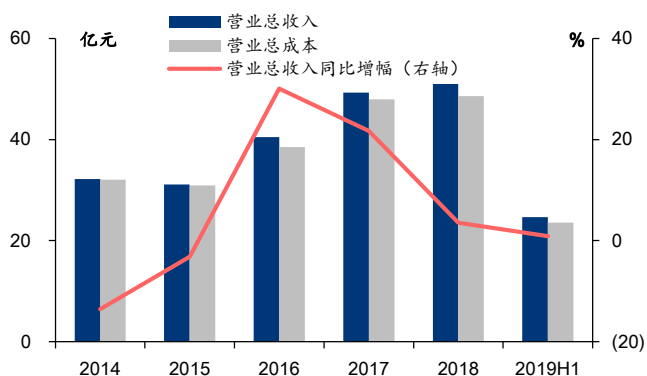
资料来源: Wind, 华泰证券研究所 (注: 数据截至 2019.7.26)

图表2: 盈利预测核心假设变动表

核心预测项目	本次报告预测	前一次报告预测	说明
19-21 年资产处置收益 (亿元)	3.00/2.20/2.50	1.73/0.00/2.03	根据公司最新公告调整
19-21 年镁价格 (万元/吨)	1.65/1.65/1.65	1.70/1.70/1.70	铝价偏低压制镁价
公司 19-21 年镁合金产量 (万吨)	16/17/18	16/17/18	维持不变

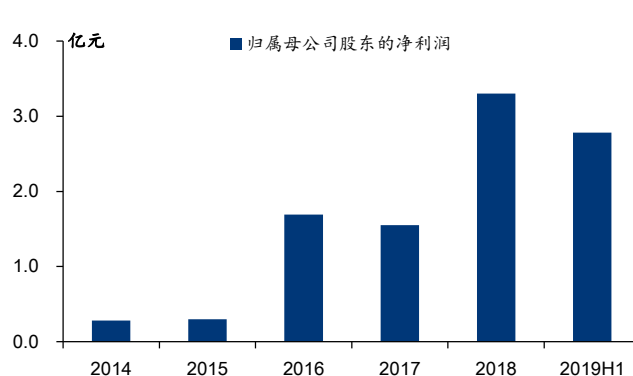
资料来源: 华泰证券研究所

图表3: 公司营业总收入和营业总成本



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

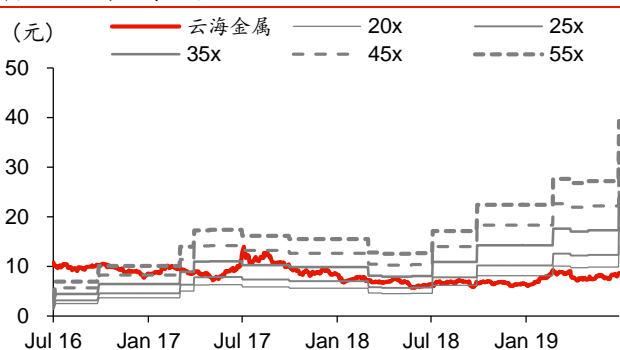
图表4: 公司归母净利润



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

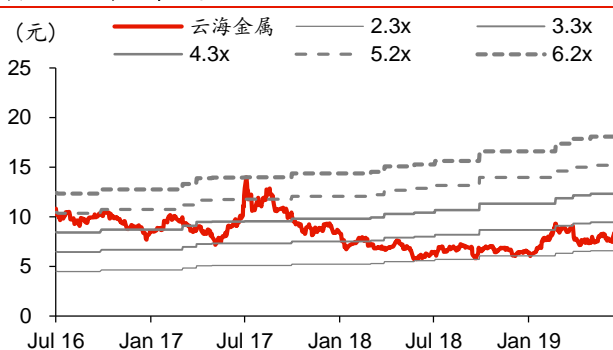
PE/PB - Bands

图表5: 云海金属历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表6: 云海金属历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1,851	2,341	2,026	2,288	2,560
现金	147.08	306.60	0.00	0.00	0.00
应收账款	753.09	907.19	908.83	1,025	1,149
其他应收账款	4.34	21.36	14.14	16.47	19.61
预付账款	88.95	59.96	84.16	89.57	98.72
存货	663.85	785.77	784.47	892.65	1,003
其他流动资产	193.50	260.09	234.18	264.42	289.54
非流动资产	1,871	2,186	2,265	2,357	2,411
长期投资	114.52	219.54	219.54	219.54	219.54
固定投资	1,337	1,346	1,445	1,523	1,574
无形资产	211.02	213.03	206.07	199.22	192.41
其他非流动资产	208.64	407.38	394.29	414.91	424.85
资产总计	3,722	4,527	4,290	4,645	4,971
流动负债	2,022	2,568	1,703	1,568	1,434
短期借款	1,586	2,098	1,226	1,041	857.94
应付账款	317.21	327.00	349.34	392.65	438.87
其他流动负债	118.39	142.79	127.49	134.29	137.44
非流动负债	147.56	130.13	144.87	140.87	138.61
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	147.56	130.13	144.87	140.87	138.61
负债合计	2,169	2,698	1,848	1,709	1,573
少数股东权益	3.33	2.40	2.40	2.40	2.40
股本	646.42	646.42	646.42	646.42	646.42
资本公积	466.10	466.10	466.10	466.10	466.10
留存公积	434.89	712.68	1,207	1,571	2,033
归属母公司股东权益	1,549	1,827	2,440	2,934	3,396
负债和股东权益	3,722	4,527	4,290	4,645	4,971

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	310.83	90.04	1,017	710.43	680.67
净利润	153.24	328.58	557.89	498.20	582.74
折旧摊销	182.16	154.25	183.38	216.75	251.40
财务费用	86.77	98.62	117.82	84.70	70.94
投资损失	(1.59)	(5.95)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(126.07)	(390.60)	5.88	(222.10)	(230.84)
其他经营现金	16.32	(94.85)	151.64	132.88	6.43
投资活动现金	(354.78)	(236.48)	(278.27)	(306.27)	(304.27)
资本支出	256.14	246.44	302.17	302.17	302.17
长期投资	101.90	132.00	(24.00)	4.00	2.00
其他投资现金	3.26	141.96	(0.10)	(0.10)	(0.10)
筹资活动现金	(27.14)	168.54	(1,045)	(404.16)	(376.40)
短期借款	53.73	511.92	(871.78)	(184.99)	(183.44)
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	323.21	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(323.21)	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(80.87)	(343.38)	(173.15)	(219.17)	(192.96)
现金净增加额	(71.86)	28.27	(306.60)	0.00	0.00

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	4,927	5,101	5,371	6,052	6,731
营业成本	4,303	4,321	4,592	5,197	5,794
营业税金及附加	32.90	38.12	41.36	46.60	51.83
营业费用	100.29	103.87	118.16	133.14	148.07
管理费用	78.13	99.11	123.53	139.19	154.80
财务费用	86.77	98.62	117.82	84.70	70.94
资产减值损失	7.56	14.35	14.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	(0.17)	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.59	5.95	0.00	0.00	0.00
营业利润	165.23	410.33	536.02	450.72	713.34
营业外收入	27.92	12.81	0.00	0.00	0.00
营业外支出	4.56	20.93	0.00	0.00	0.00
利润总额	188.60	402.21	536.02	450.72	713.34
所得税	35.36	73.64	98.14	82.52	130.60
净利润	153.24	328.58	557.89	498.20	582.74
少数股东损益	(1.58)	(0.93)	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	154.82	329.50	557.89	498.20	582.74
EBITDA	434.16	663.20	837.23	752.17	1,036
EPS (元, 基本)	0.24	0.51	0.86	0.77	0.90

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	21.71	3.54	5.29	12.68	11.22
营业利润	(13.70)	148.34	30.63	(15.91)	58.27
归属母公司净利润	(8.55)	112.83	69.31	(10.70)	16.97
获利能力 (%)					
毛利率	12.66	15.30	14.49	14.12	13.91
净利率	3.14	6.46	10.39	8.23	8.66
ROE	10.00	18.04	22.86	16.98	17.16
ROIC	7.02	12.54	15.58	11.74	16.03
偿债能力					
资产负债率 (%)	58.29	59.60	43.07	36.79	31.64
净负债比率 (%)	73.12	77.76	66.36	60.93	54.55
流动比率	0.92	0.91	1.19	1.46	1.79
速动比率	0.59	0.60	0.73	0.89	1.08
营运能力					
总资产周转率	1.37	1.24	1.22	1.35	1.40
应收账款周转率	6.34	5.79	5.58	5.90	5.84
应付账款周转率	14.37	13.41	13.58	14.01	13.94
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.24	0.51	0.86	0.77	0.90
每股经营现金流(最新摊薄)	0.48	0.14	1.57	1.10	1.05
每股净资产(最新摊薄)	2.40	2.83	3.77	4.54	5.25
估值比率					
PE (倍)	36.24	17.03	10.06	11.26	9.63
PB (倍)	3.62	3.07	2.30	1.91	1.65
EV_EBITDA (倍)	16.21	10.61	8.41	9.36	6.80

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com