

镁合金盈利边际改善, 青阳项目落地在即

投资要点

- 事件:** 公司发布2023年半年度报告, 2023上半年公司实现营业收入35.3亿元, 同比-28.9%; 归母净利润1.2亿元, 同比-75.9%; 扣非归母净利润1.1亿元, 同比-77.3%。其中, 单Q2实现营业收入18.4亿元, 环比+8.6%; 归母净利润0.7亿元, 环比+39.7%; 扣非归母净利润0.7亿元, 环比+43.5%。
- 行业层面:** 主产区兰炭整改政策逐步落地, 镁铝比保持低位。产量: 23Q2国内镁合金产量7.8万吨, 环比-0.4%。23Q2受主产区兰炭整改影响, 镁锭价格跳涨, 镁合金产量出现小幅下滑。进入Q3, 镁价回调使得下游需求有望持续释放, 预计镁合金产量小幅增长。需求: 据测算, 22-25年我国汽车镁合金需求量CAGR+36.6%; 22-25年建筑模板镁合金需求量CAGR+130.5%。竞争格局: 镁合金行业CR5产能达82%, 目前云海金属占到40%, 随着产能逐步落地, 云海金属市占率将持续提升。
- 公司层面:** 产品结构持续升级, 镁产品盈利能力边际改善。价: 23Q2长江有色镁锭均价2.5万元/吨, 环比+9.6%。量: 1) 镁合金: 23年预测公司镁合金对外销量17万吨, 镁合金深加工销量4200万件。2) 铝合金: 23H1公司的铝挤压汽车结构件销量同比+38%, 微通道扁管销量实现同比增长, 其中家用空调微通道扁管占总销量28%。23年预测公司铝合金对外销量14万吨, 铝合金深加工销量7万吨。成本和利润: 23Q2硅铁均价7364.0元/吨, 环比-9.1%; 陕西兰炭均价1031.9元/吨, 环比-18.4%。得益于原料价格下降, Q2公司镁合金盈利能力边际改善, 公司综合毛利率环比+3.1pp至13.2%。
- 在建项目稳步推进, 持续深入布局深加工领域。业绩:** 加速布局镁铝深加工产业, 23年Q4青阳项目投产后公司镁合金年产能将达到43万吨, 25年达到63万吨。同时, 宝镁精密年产15万吨压铸件、重庆博奥年产1500万件压铸件、巢湖云海精密年产1000万件方向盘骨架及年产200万方建筑模板等深加工项目投产后, 公司产品附加值有望显著提升。
- 盈利预测与投资建议。** 预计2023/2024/2025年公司归母净利润分别为4.1/8.3/11.2亿元, 对应EPS分别为0.63/1.28/1.74元, 未来三年归母净利润增速分别为-33.5%/103.3%/35.9%。考虑到公司未来产品附加值不断提升且产能大幅释放, 给予公司2024年20倍PE, 对应目标价25.60元, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 镁价或剧烈波动, 下游需求或不及预期, 在建项目投产或不及预期。

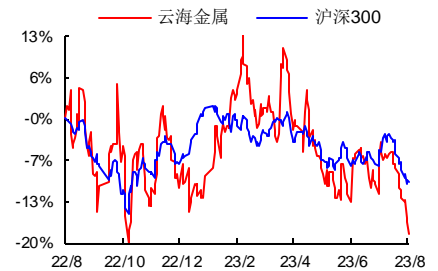
指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	9104.61	8522.91	12371.25	14183.03
增长率	12.17%	-6.39%	45.15%	14.65%
归属母公司净利润(百万元)	611.31	406.68	826.85	1123.98
增长率	24.03%	-33.47%	103.32%	35.93%
每股收益EPS(元)	0.95	0.63	1.28	1.74
净资产收益率ROE	14.81%	9.19%	15.96%	18.26%
PE	20	30	15	11
PB	3.14	2.93	2.49	2.09

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 黄腾飞
执业证号: S1250523070010
电话: 13651914586
邮箱: htengf@swsc.com.cn
联系人: 朱善颖
电话: 18810685324
邮箱: zsyf@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	6.46
流通A股(亿股)	5.57
52周内股价区间(元)	18.86-26.4
总市值(亿元)	123.73
总资产(亿元)	94.27
每股净资产(元)	6.17

相关研究

- 云海金属(002182): 镁产业一体化优势明显, 宝钢赋能协同发展 (2023-07-24)

盈利预测

关键假设：

镁合金：根据公司产能规划，考虑到公司产能爬坡时间，预计 2023-2025 年公司产能利用率分别为 40%/80%/100%，对应销量分别为 17/38/44 万吨。根据镁锭 23 年价格走势，考虑到供给增加后镁价有望保持稳定，预计 2023-2025 年单位均价分别-25%/-1%/-1%，单位成本分别-16%/-3%/-3%，对应毛利率分别为 20.6%/22.2%/23.8%。

镁合金深加工：根据公司产能规划，考虑到公司产能爬坡时间，预计 2023-2025 年公司产能利用率分别为 70%/90%/100%，对应销量分别为 4200/5400/7750 万件。根据镁锭 23 年价格走势，考虑到供给增加后镁价有望保持稳定，预计 2023-2025 年单位均价分别-22%/-1%/-1%，单位成本分别-22%/-3%/-3%，对应毛利率分别为 8.0%/9.8%/11.7%。

铝合金：根据公司产能规划，考虑到公司产能爬坡时间，预计 2023-2025 年公司产能利用率分别为 80%/90%/100%，对应销量分别为 14/15/15 万吨。根据铝锭 23 年价格走势，考虑到电解铝产能天花板限制或产生供给扰动，预计 2023-2025 年单位均价分别-8%/+2%/+2%，单位成本分别-10%/+1%/+1%，对应毛利率分别为 3.7%/4.7%/5.6%。

铝合金深加工：根据公司产能规划，考虑到公司产能爬坡时间，预计 2023-2025 年公司产能利用率分别为 85%/90%/100%，对应销量分别为 7.2/7.7/8.5 万吨。根据铝锭 23 年价格走势，考虑到电解铝产能天花板限制或产生供给扰动，预计 2023-2025 年单位均价分别-8%/+2%/+2%，单位成本分别-10%/-2%/-2%，对应毛利率分别为 12.2%/15.6%/18.9%

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
镁合金	收入	3308.1	2739.3	6044.2	6981.1
	增速	40.4%	-17.2%	120.6%	15.5%
	毛利率	29.1%	20.6%	22.2%	23.8%
镁合金深加工	收入	1065.7	991.0	1261.5	1792.3
	增速	51.9%	-7.0%	27.3%	42.1%
	毛利率	8.0%	8.0%	9.8%	11.7%
铝合金	收入	2029.6	1795.7	1888.9	1946.1
	增速	-35.4%	-11.5%	5.2%	3.0%
	毛利率	1.6%	3.7%	4.7%	5.6%
铝合金深加工	收入	1390.1	1638.8	1770.0	2005.9
	增速	58.3%	17.9%	8.0%	13.3%
	毛利率	10.2%	12.2%	15.6%	18.9%
中间合金	收入	715.7	751.5	789.1	828.5
	增速	66.0%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	3.1%	3.0%	3.0%	3.0%
金属锆	收入	95.5	96.4	97.4	98.4
	增速	-7.0%	1.0%	1.0%	1.0%

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
	毛利率	26.9%	25.0%	25.0%	25.0%
其他主营业务	收入	178.7	182.3	186.0	189.7
	增速	-27.6%	2.0%	2.0%	2.0%
	毛利率	73.2%	50.0%	50.0%	50.0%
其他业务	收入	321.3	327.7	334.3	341.0
	增速	23.7%	2.0%	2.0%	2.0%
	毛利率	19.5%	20.0%	20.0%	20.0%
合计	收入	9104.6	8522.9	12371.2	14183.0
	增速	12.2%	-6.4%	45.2%	14.6%
	毛利率	16.1%	12.3%	15.8%	17.4%

数据来源：Wind, 西南证券

相对估值

我们选取了行业中与云海金属业务最为相近的三家公司星源卓镁、万丰奥威、创新新材，2023-2025年平均PE为29/21/17倍。云海金属未来最大的看点有两个：1) 青阳项目投产后，原镁和镁合金产能将大幅提升；2) 公司持续布局镁深加工领域，项目投产后产品附加值有望显著提升，增强公司盈利水平。公司作为全产业链镁行业龙头，具备一定的估值溢价，结合对标公司的估值和云海金属产能释放节奏，给予公司2024年20倍PE，对应目标价25.60元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
301398.SZ	星源卓镁	57.51	0.70	1.04	1.56	2.19	44.32	55.04	36.84	26.23
002085.SZ	万丰奥威	5.78	0.38	0.47	0.59	0.71	15.75	12.17	9.87	8.11
600361.SH	创新新材	5.82	0.27	0.29	0.33	0.37	22.28	19.76	17.42	15.75
平均值							27.45	28.99	21.38	16.69
002182.SZ	云海金属	19.14	0.95	0.63	1.28	1.74	20.24	30.42	14.96	11.01

数据来源：Wind, 西南证券整理, 数据截止2023年8月25日

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	9104.61	8522.91	12371.25	14183.03	净利润	683.70	454.84	924.77	1257.08
营业成本	7640.02	7475.53	10418.30	11719.26	折旧与摊销	261.82	254.69	286.42	308.94
营业税金及附加	48.23	45.27	64.80	74.78	财务费用	76.76	171.40	207.66	230.81
销售费用	23.93	28.68	39.26	44.63	资产减值损失	-20.10	-20.00	-10.00	-10.00
管理费用	140.19	298.30	556.71	638.24	经营营运资本变动	511.90	491.07	-823.15	-1094.79
财务费用	76.76	171.40	207.66	230.81	其他	-171.93	-7.84	44.94	66.85
资产减值损失	-20.10	-20.00	-10.00	-10.00	经营活动现金流净额	1342.15	1344.17	630.64	758.90
投资收益	-18.24	0.00	0.00	0.00	资本支出	-1044.02	-511.00	-411.22	-461.44
公允价值变动损益	1.90	0.49	0.89	0.92	其他	-757.98	1.13	0.68	0.99
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1802.00	-509.87	-410.54	-460.45
营业利润	784.95	524.22	1095.41	1486.25	短期借款	633.21	289.40	373.73	198.91
其他非经营损益	-3.13	-7.36	-7.45	-7.33	长期借款	-130.29	50.00	50.00	50.00
利润总额	781.82	516.87	1087.96	1478.92	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	98.12	62.02	163.19	221.84	支付股利	-64.64	-122.26	-81.34	-165.37
净利润	683.70	454.84	924.77	1257.08	其他	57.24	-471.48	-177.66	-200.81
少数股东损益	72.39	48.16	97.91	133.10	筹资活动现金流净额	495.52	-254.35	164.74	-117.27
归属母公司股东净利润	611.31	406.68	826.85	1123.98	现金流量净额	34.50	579.94	384.83	181.18
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	272.35	852.29	1237.12	1418.30	成长能力				
应收和预付款项	1921.02	1684.93	2405.19	3411.88	销售收入增长率	12.17%	-6.39%	45.15%	14.65%
存货	1348.58	1217.89	1733.64	1963.44	营业利润增长率	33.71%	-33.22%	108.96%	35.68%
其他流动资产	296.44	167.37	238.54	262.04	净利润增长率	32.14%	-33.47%	103.32%	35.93%
长期股权投资	778.08	778.08	778.08	778.08	EBITDA 增长率	26.34%	-15.42%	67.26%	27.46%
投资性房地产	41.11	41.11	41.11	41.11	获利能力				
固定资产和在建工程	3347.75	3631.88	3785.34	3967.37	毛利率	16.09%	12.29%	15.79%	17.37%
无形资产和开发支出	393.08	365.87	337.82	308.90	三费率	2.65%	5.85%	6.50%	6.44%
其他非流动资产	664.86	663.25	661.64	660.02	净利率	7.51%	5.34%	7.48%	8.86%
资产总计	9063.28	9402.66	11218.47	12811.15	ROE	14.81%	9.19%	15.96%	18.26%
短期借款	2484.39	2773.78	3147.52	3346.42	ROA	7.54%	4.84%	8.24%	9.81%
应付和预收款项	1227.23	1219.02	1696.98	1905.17	ROIC	11.85%	9.33%	15.71%	17.47%
长期借款	110.00	160.00	210.00	260.00	EBITDA/销售收入	12.34%	11.15%	12.85%	14.28%
其他负债	624.02	299.91	370.59	414.46	营运能力				
负债合计	4445.63	4452.71	5425.09	5926.06	总资产周转率	1.11	0.92	1.20	1.18
股本	646.42	646.42	646.42	646.42	固定资产周转率	4.16	2.76	3.50	3.77
资本公积	607.88	607.88	607.88	607.88	应收账款周转率	5.28	5.92	7.89	6.05
留存收益	2680.09	2964.51	3710.03	4668.64	存货周转率	6.08	5.67	6.92	6.23
归属母公司股东权益	3934.67	4218.81	4964.33	5922.94	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	95.42%	—	—	—
少数股东权益	682.98	731.14	829.05	962.15	资本结构				
股东权益合计	4617.64	4949.95	5793.38	6885.09	资产负债率	49.05%	47.36%	48.36%	46.26%
负债和股东权益合计	9063.28	9402.66	11218.47	12811.15	带息债务/总负债	58.36%	65.89%	61.89%	60.86%
					流动比率	0.92	0.96	1.13	1.30
					速动比率	0.60	0.66	0.78	0.94
					股利支付率	10.57%	30.06%	9.84%	14.71%
					每股指标				
					每股收益	0.95	0.63	1.28	1.74
					每股净资产	6.09	6.53	7.68	9.16
					每股经营现金	2.08	2.08	0.98	1.17
					每股股利	0.10	0.19	0.13	0.26
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	1123.53	950.32	1589.50	2026.00					
PE	20.24	30.42	14.96	11.01					
PB	3.14	2.93	2.49	2.09					
PS	1.36	1.45	1.00	0.87					
EV/EBITDA	12.68	14.40	8.63	6.81					
股息率	0.52%	0.99%	0.66%	1.34%					

数据来源: Wind, 西南证券

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
	持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	刘中一	销售经理	19821158911	19821158911	lzhongy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com

	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
