

2010年10月28日

云海金属

三季度业绩低于预期，四季度盈利不容乐观

持有

A

002182.SZ - 人民币 14.82
目标价格:人民币 12.90

乐宇坤*

(8621) 2032 8559

yukun.le@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300200010044

股价相对指数表现



资料来源：彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	18	6	16	24
相对新华富时A50指数(%)	29	2	23	45

资料来源：彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	192
流通股(%)	69.61
流通市值(人民币百万)	1,981
3个月日均交易额(人民币百万)	225
净负债比率(%)	97.9
主要股东(%)	
梅小明	30.39

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

*李文宾为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司

具备证券投资咨询业务资格

云海金属 2011 年前三季度共实现营收 26.71 亿元，同比上涨 32.7%；净利润下滑 29.6% 至 1,870 余万元，折合每股盈利 0.065 元，低于我们的预期。虽然公司净利润萎缩，但毛利润同比仍增长 43.2%。公司净利润下滑主要原因是高人工、电力和油价影响销售费用大幅攀升，同时高利率也抬升了公司财务费用。公司主要客户可成科技受“毒苹果”事件影响于 10 月底关停部分产能，预计将对公司第四季度盈利产生较大压力。此外我们认为费用长期上行也将会继续压制公司盈利，而可成科技复产存在不确定性，且镁铝价格持续低迷，因此我们下调公司 11-13 年盈利预测。但我们相信公司新产能投产能有效摊薄成本，新材料和新能源汽车将有力扶持镁合金产业，所以我们依然对镁行业未来发展抱有一定的信心。出于这点考虑我们维持 12.90 元的目标价，并维持持有评级。

支撑评级的要点

- 可成科技停产拖累公司四季度盈利。
- 受益于新能源汽车和新材料新兴产业。

评级面临的主要风险

- 油价、人工及电力等成本上升挤压盈利空间。
- 可成科技不能及时复产。

估值

- 我们将公司 11 年-13 年每股盈利预测分别下调 51.6%、33.0% 和 29.7% 至 0.077 元、0.209 元和 0.283 元。但维持 12.90 元（相当于 4.1 倍 2011 年市净率）的目标价和持有评级。

图表 1. 投资摘要

年结日：12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	1,498	2,841	4,262	4,886	5,636
变动(%)	-	90	50	15	15
净利润(人民币 百万)	5	28	22	60	82
全面摊薄每股收益(人民币)	0.018	0.098	0.077	0.209	0.283
变动(%)	-	456.5	(21.2)	171.4	35.3
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.160	0.312	0.403
调整幅度(%)	-	-	(51.6)	(33.0)	(29.7)
核心每股收益(人民币)	0.018	0.098	0.077	0.209	0.283
变动(%)	-	456.5	(21.2)	171.4	35.3
全面摊薄市盈率(倍)	842.5	151.4	192.1	70.8	52.3
核心市盈率(倍)	842.5	151.4	192.1	70.8	52.3
每股现金流(人民币)	0.42	(0.49)	0.54	0.35	0.52
价格/每股现金流量(倍)	35.5	(30.1)	27.6	42.5	28.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	42.0	22.0	30.7	21.7	17.7
每股股息(人民币)	0.050	0.000	0.015	0.042	0.057
股息率(%)	0.3	0.0	0.1	0.3	0.4

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

费用大幅上扬拖累前三季度盈利下滑

公司 2011 年前三季度共实现营收 26.71 亿元，同比上涨 32.7%；净利润下滑 29.6% 至 1,870 余万元，折合每股盈利 0.065 元，低于我们的预期。

虽然公司净利润萎缩，但毛利润同比仍增长 43.2%。公司净利润下滑主要是由于销售费用以及财务费用大面积上扬：

1. 在油价和人工等大步上扬的推动下，2011 年前三季度公司销售费用同比上升 135.1%，增加额高达 3,456 万元。
2. 由于银行贷款利率的提高，以及公司贷款规模的扩大，公司财务费用也较去年同期增长 70.88%，增加额高达 2,710 万元。

需要指出的是，在费用大幅攀升背景下，公司前三季度录得正收益还有赖于 1-9 月份公司收到的政府补贴较上期增加 419.93% 至 2,331 余万元，否则公司前三季度将处于亏损的尴尬境地。

主要客户关闭部分产能，四季度业绩堪忧

公司三季报中称，主要客户之一可成科技由于涉及“毒苹果”污染事件，已于 10 月中旬关闭位于苏州工厂的部分产能，且复工日期有待当地政府检查后批准，不确定性较大，因此公司第四季度利润压力较大。

图表 2. 可成科技销售额占公司总销售比重

	2011 年中报	2010 年年报	2010 年中报	2009 年年报
(%)	2.17	6.77	11.94	12.37

资料来源：公司数据

此外由于公司铝合金业务基本采用外购铝水加工或者来料加工模式，因此如若铝价下跌，则将对公司铝合金的利润产生较大负面影响。

综合这两点判断，公司预计全年归属于上市公司股东的净利润将比上年同期下降 20%-50%，第四季度更有可能出现一定亏损。

下调盈利预测，维持目标价和评级

除主要客户可成科技第四季度部分停产影响公司订单外，我们预计由高油价、高利率和高人工能源成本带来的费用压力也会继续困扰公司第四季度及未来几年盈利：

1. 国际原油价格自年初以来步入快速上升通道，虽然油价在三季度有所回调，但目前已回升至 90-100 美元区间范围内。
2. 我国人工、电力成本业已形成长期上涨的趋势。
3. 在我国央行维持高利率的背景下，企业利息开支压力也不容小觑，因此我们预计第四季度公司各项费用仍面临较大压力。

基于以上因素，我们将公司 11 年-13 年每股盈利预测分别下调 51.6%、33.0% 和 29.7% 至 0.077 元、0.209 元和 0.283 元。

从长期来看，公司镁、铝合金扩产产能的陆续投产也将在一定程度上有助于摊薄固定成本和运营成本。同时新能源汽车，及新材料新兴产业也将对镁合金产业带来长期利好。此外一旦可成科技复产，公司盈利将会显著改善，因此我们维持公司 12.90 元的目标价 (4.1 倍 2011 年市净率) 和对公司的持有评级。

图表 3.11 年三季报业绩摘要

(人民币，百万)	10 年 1-3 季度	11 年 1-3 季度	同比变化(%)
销售收入	2,012.9	2,671.3	32.7
销售成本	1,829.3	2,415.4	32.0
营业税	33.8	41.3	22.3
毛利润	150	215	43.2
其他营业收入			
分销费用	25.6	60.1	135.1
管理费用	54.3	65.8	21.3
资产减值损失	3.6	6.1	68.3
经营利润	66	82	24.2
财务费用	38.23	65.32	70.9
投资收入	0.24	(0.10)	n.a.
其它非经营性收入	3.28	23.31	610.5
税前利润	32	40	27.4
税金	7.1	14.3	101.1
少数股东权益	(2.0)	7.3	n.a.
净利润	26.5	18.7	(29.6)
全面摊薄每股收益(元)	0.092	0.065	(29.6)
盈利能力(%)			
毛利率	7.4	8.0	
经营利润率	3.3	3.1	
净利率	1.3	0.7	

资料来源：公司数据

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	1,498	2,841	4,262	4,886	5,636
销售成本	(1,322)	(2,589)	(3,888)	(4,391)	(5,016)
经营费用	(96)	(86)	(197)	(226)	(272)
息税折旧前利润	79	166	177	268	348
折旧及摊销	(63)	(88)	(77)	(90)	(104)
经营利润(息税前利润)	17	78	99	179	243
净利润收入/(费用)	(28)	(53)	(85)	(115)	(150)
其他收益/(损失)	22	17	17	18	17
税前利润	11	42	31	82	111
所得税	(6)	(13)	(8)	(21)	(28)
少数股东权益	0	(1)	(1)	(1)	(1)
净利润	5	28	22	60	82
核心净利润	5	28	22	60	82
每股收益(人民币)	0.018	0.098	0.077	0.209	0.283
核心每股收益(人民币)	0.018	0.098	0.077	0.209	0.283
每股股息(人民币)	0.050	0.000	0.015	0.042	0.057
收入增长(%)	n.a.	90	50	15	15
息税前利润增长(%)	n.a.	361	28	80	36
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	109	7	52	29
每股收益增长(%)	n.a.	457	(21)	171	35
核心每股收益增长(%)	n.a.	457	(21)	171	35

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	11	42	31	82	111
折旧与摊销	63	88	77	90	104
净利息费用	26	47	85	115	150
运营资本变动	(11)	(69)	164	271	310
税金	(6)	(13)	(8)	(21)	(28)
其他经营现金流	(2)	(189)	(195)	(437)	(498)
经营活动产生的现金流	80	(95)	154	101	149
购买固定资产净值	(138)	(235)	(360)	(350)	(300)
投资减少/增加	4	6	0	0	0
其他投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(134)	(229)	(360)	(350)	(300)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(8)	(50)	492	457	389
支付股息	0	0	(4)	(12)	(16)
其他融资现金流	56	425	(163)	(115)	(150)
融资活动产生的现金流	48	375	324	330	223
现金变动	(6)	51	118	81	71
期初现金	221	214	265	384	464
公司自由现金流	(54)	(320)	(205)	(248)	(151)
权益自由现金流	(90)	(423)	267	191	222

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	214	265	384	464	535
应收帐款	227	282	362	489	592
库存	421	616	739	878	1,129
其他流动资产	137	293	454	556	603
流动资产总计	1,000	1,456	1,939	2,387	2,859
固定资产	917	955	1,100	1,285	1,516
无形资产	75	121	115	109	103
其他长期资产	26	79	222	304	275
长期资产总计	1,018	1,155	1,438	1,698	1,894
总资产	2,019	2,612	3,377	4,086	4,753
应付帐款	188	247	389	483	527
短期债务	570	869	1,253	1,605	1,904
其他流动负债	232	270	461	570	738
流动负债总计	990	1,387	2,103	2,658	3,169
长期借款	100	50	158	263	353
其他长期负债	48	144	66	65	65
股本	192	192	288	288	288
储备	679	697	619	667	732
股东权益	871	889	907	955	1,020
少数股东权益	10	142	143	145	146
总负债及权益	2,019	2,612	3,377	4,086	4,753
每股帐面价值(人民币)	4.54	4.63	3.15	3.32	3.54
每股有形资产(人民币)	4.15	4.00	2.75	2.94	3.18
每股净负债/(现金)(人民币)	2.53	3.41	3.57	4.88	5.98

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	5.3	5.8	4.1	5.5	6.2
息税前利润率(%)	1.1	2.7	2.3	3.7	4.3
税前利润率(%)	0.7	1.5	0.7	1.7	2.0
净利率(%)	0.3	1.0	0.5	1.2	1.4
流动性					
流动比率(倍)	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9
利息覆盖率(倍)	0.6	1.5	1.2	1.5	1.6
净权益负债率(%)	55.1	63.4	97.9	127.7	147.7
速动比率(倍)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5
估值					
市盈率(倍)	842.5	151.4	192.1	70.8	52.3
核心业务市盈率(倍)	842.5	151.4	192.1	70.8	52.3
目标价对应核心业务市盈率(倍)	733.3	131.8	167.3	61.6	45.6
盈率(倍)					
市净率(倍)	3.3	3.2	4.7	4.5	4.2
价格/现金流(倍)	35.5	(30.1)	27.6	42.5	28.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	42.0	22.0	30.7	21.7	17.7
周转率					
存货周转天数	116.4	73.1	63.6	67.2	73.0
应收帐款周转天数	55.4	36.2	27.6	31.8	35.0
应付帐款周转天数	45.7	31.8	27.2	32.6	32.7
回报率					
股息支付率(%)	189.5	0.0	20.0	20.0	20.0
净资产收益率(%)	0.6	3.2	2.5	6.5	8.3
资产收益率(%)	0.4	2.1	2.5	3.6	4.1
已运用资本收益率(%)	1.1	4.0	4.6	6.6	7.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371