

## 专注镁铝十余载，业绩初“释”锋芒

### ——云海金属（002182）调研简报

2016年05月16日

推荐/维持

云海金属

调研简报

#### 报告摘要：

##### 业绩初放量，未来可持续。

- ◆ 镁金属供求错配叠加铝价上涨、毛利率小幅上升，公司一季度业绩亮眼：净利润为 2063.05 万，同比上涨 457.74%。
- ◆ 深加工业务净利润带动公司业绩大幅提升。2015 年公司中压铸件和挤压件仅占总营业收入的 6%，但两项业务的毛利润却达到 5940 万，占总毛利润的 21%。
- ◆ 作为占公司镁合金产能 30%的子公司巢湖云海扭亏为盈，未来镁合金整体毛利率水平提升可期。

##### 铝镁合金深加工业务是公司未来利润的主要增长点。

- ◆ 镁合金压铸件毛利率水平高达 39%，未来在汽车轻量化应用方面前景广阔。
- ◆ 镁合金挤压件 Surface 供应商认证最快四季度完成，一旦认证完成可立即投入生产，而受益于镁合金挤压件高毛利率水平，将为公司带来丰厚的利润。
- ◆ 公司收购空调用微通道扁管业务，深耕铝合金深加工产业链，受益于强制节能环保政策倒逼，未来市场空间巨大。

**公司盈利预测及投资评级。** 公司作为镁合金的龙头企业，镁合金产销量规模始终保持行业第一。近年来，公司积极向镁铝合金下游深加工拓展，通过扩大镁压铸件产能，调整高端产品结构比例，增大在汽车配件领域及 3C 领域用的镁铝合金压铸件和挤压件等业务。我们预计公司微软 Surface 供应链认证将在第四季度完成，同时将逐渐批量供货，公司镁合金挤压材业务将在未来两年加速放量，业绩贡献明显。

我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.25/0.39/0.56 元，对应 PE 分别为 56/37/26 倍，维持公司“推荐”评级。

#### 财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	3,215.68	3,112.67	3,509.79	4,362.28	5,246.66
增长率(%)	-13.56%	-3.20%	12.76%	24.29%	20.27%
净利润(百万元)	18.17	23.26	75.86	118.73	174.82
增长率(%)	9.04%	9.04%	171.63%	52.38%	44.97%
净资产收益率(%)	3.03%	3.29%	8.28%	11.86%	15.84%
每股收益(元)	0.10	0.10	0.25	0.39	0.56
PE	148.85	136.62	56.42	37.03	25.54
PB	4.51	4.50	4.67	4.39	4.04

#### 郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号:

S1480510120012

#### 刘岗

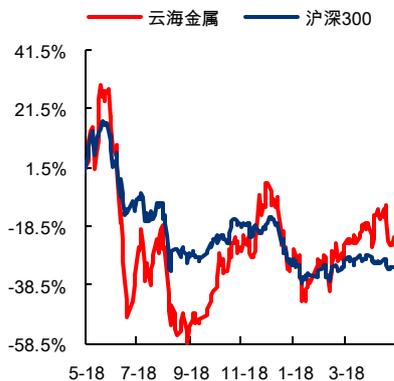
010-66554021

liugang@dxzq.net.cn

#### 交易数据

52 周股价区间(元)	13.79-18.4
总市值(亿元)	44.57
流通市值(亿元)	30.43
总股本/流通 A 股(万股)	32321/22065
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	7.21

#### 52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

#### 相关研究报告

- 1、《云海金属（002182）2015 年报点评：业绩稳步增长，布局产业链深加工》  
2016-04-22

## 目 录

1. 业绩初放量，未来可持续 .....	3
1.1 原材料价格上涨带动业绩大幅上升 .....	3
1.2 深加工业务毛利占比增大，成为公司利润最大的增长点 .....	4
1.3 子公司巢湖云海扭亏为盈，提高未来镁合金毛利率水平 .....	5
2. 镁铝合金深加工业务是公司未来利润增长点 .....	6
2.1 镁合金压铸业务市场前景广阔 .....	6
2.2 镁合金挤压件认证接近尾声，业绩可期 .....	7
2.3 政策带动朝阳产业-空调用微通道扁管 .....	8
3. 盈利预测及估值 .....	8

## 表格目录

表 1: 公司精密压铸业务 .....	6
表 2: 公司盈利预测表 .....	9

## 插图目录

图 1:2015 年以来镁铝价格变化情况 .....	3
图 2:铝合金业务参股子公司 .....	4
图 3:镁合金业务参股子公司 .....	4
图 4:参股公司 2012-2015 年营业收入（万元） .....	4
图 5:铝合金子公司营业收入（万元） .....	4
图 6:2015 年营业收入构成 .....	5
图 7:2014(内环)-2015(外环)年净利润构成 .....	5
图 8:镁合金子公司净利润（万元） .....	5
图 9:镁合金子公司营业收入（万元） .....	5
图 10:压铸件毛利率 .....	6
图 11:镁制汽车压铸方向盘 .....	7
图 12:镁制汽车压铸件 .....	7
图 13:镁合金挤压板 .....	7
图 14:surface 镁外壳 .....	7
图 15:空调用微通道扁管 .....	8
图 16:微通道扁管 .....	8

## 1. 业绩初放量，未来可持续

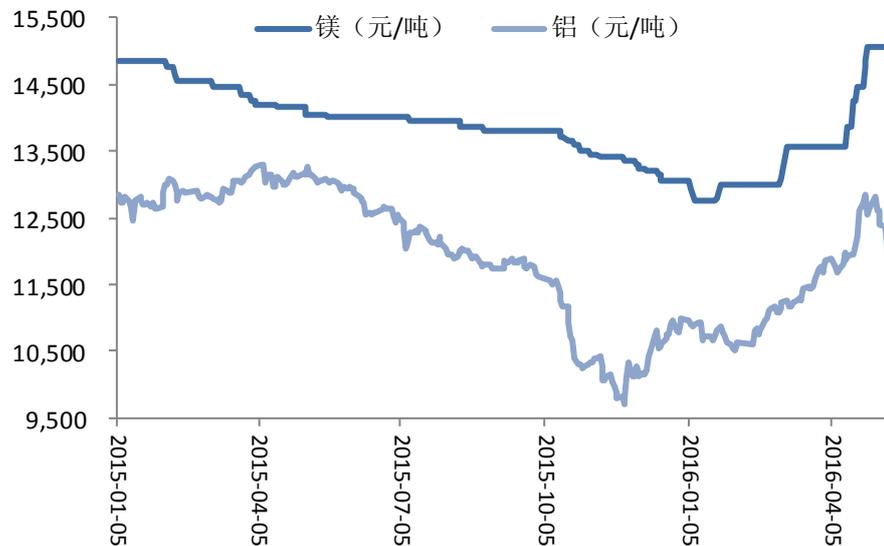
云海金属是镁合金龙头企业，2015年全国镁合金产量24.16万吨，公司镁合金产能达17万吨。公司镁合金产销量规模为行业第一。目前公司已经形成“白云石开采—原镁冶炼—镁合金铸造—镁合金加工—镁合金回收”的完整镁产业链。近年来，公司积极向镁铝合金下游深加工拓展，镁铝合金压铸件挤压件等业务快速增长，主要客户为汽车厂商、3C企业和空调企业。

### 1.1 原材料价格上涨带动业绩大幅上升

公司一季度业绩猛增。2016年一季度季报显示，公司营业收入为8.13亿元，同比上涨13.27%，净利润为2063.05万，同比上涨457.74%，相当于2015年全年净利润的68.46%，扣除非经常性损益的净利润为1681.22万，同比上涨1235.17%。我们认为，价升量增两个方面的原因带来公司一季度业绩大涨。

镁金属供求错配，价格上涨带动业绩提升。近期，镁价主要由于陕西府谷几家镁厂停产，加之贸易商趁机囤货，带来短期内价格上涨。从2016年年初至今镁锭价格上涨15%，当前镁锭价格为15050元/吨，由于公司镁合金原材料全部自给，原材料价格上涨带动镁合金利润率和营业收入的同步增加。

图 1:2015 年以来镁铝价格变化情况



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

铝价上涨，毛利率小幅上升。铝金属价格从年初至今也一路上扬，最高达到过12810元/吨。公司铝合金生产80%通过回收边角料，产量主要集中在公司本部。随着铝价上涨，库存成本将不计跌价损失，毛利率将在去年4.89%的基础上小幅上涨。

图 2:铝合金业务参股子公司

## 南京云海本部

- 产能15.5万吨
- 9万吨DC棒

## 台州云泽

- 产能3万吨
- 再生铝为原材料

## 运城永济云海

- 产能10万吨
- 10万吨产能中4万吨是DC棒

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 3:镁合金业务参股子公司

## 巢湖云海

- 产能5万吨
- 2016年拟收购剩余49%股权。

## 五台云海

- 产能5万吨
- 拥有的白云石矿可实现自给

## 苏州云海

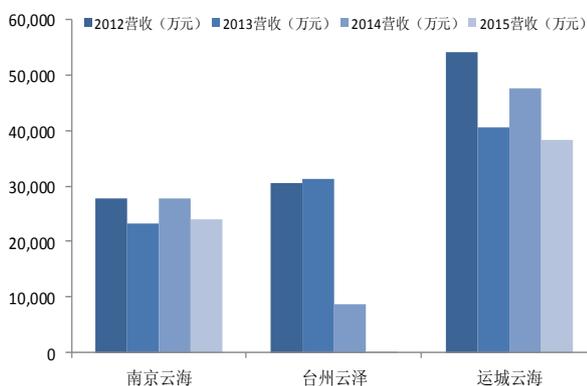
- 产能4万吨
- 要以镁合金边角料为原料，向客户提供回收加工服务，服务长三角地带
- 因园区改造，将苏州云海现有业务逐步转移到惠州云海及巢湖云海惠州云海

## 惠州云海

- 产能3万吨
- 2014年成立，针对珠三角压铸企业众多的情况，为珠三角客户提供镁合金回收服务

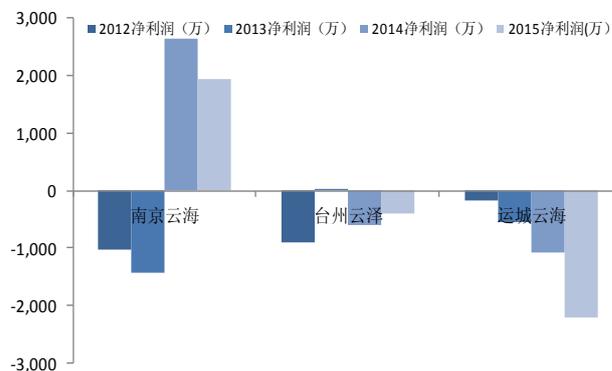
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 4:参股公司 2012-2015 年营业收入（万元）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 5:铝合金子公司营业收入（万元）

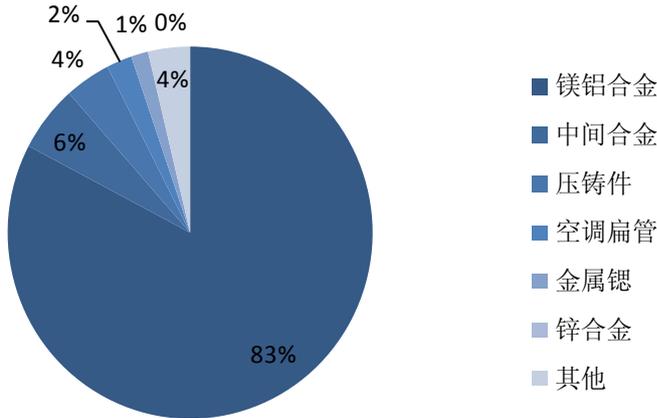


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

## 1.2 深加工业务毛利占比增大，成为公司利润最大的增长点

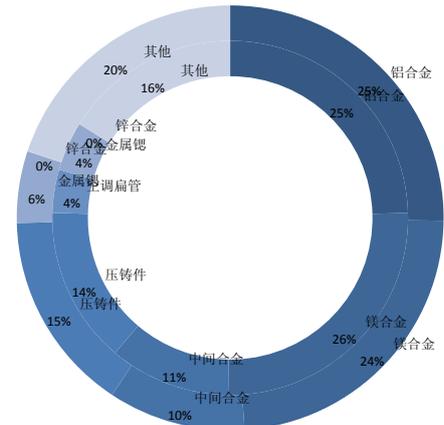
深加工业务净利润带动公司业绩大幅提升。2015 年公司中压铸件和挤压件仅占总营业收入的 6%，但两项业务的毛利润却达到 5940 万，占总毛利润的 21%。2015 年镁合金毛利润占比也由 2014 年的 23% 上升到 25%，未来随着深加工业务的逐步投产公司的整体利润水平将大幅上升。

图 6: 2015 年营业收入构成



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 7: 2015(内环)-2014(外环)年毛利构成



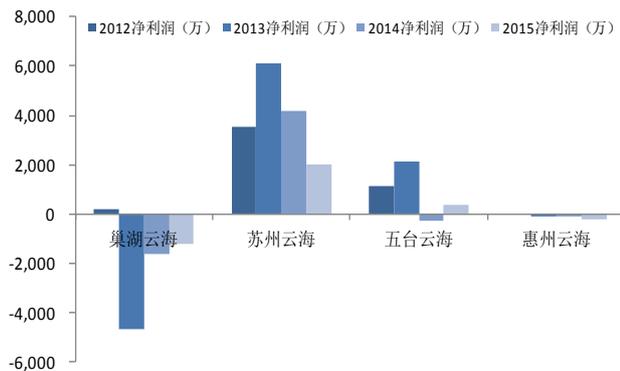
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

### 1.3 子公司巢湖云海扭亏为盈, 提高未来镁合金毛利率水平

公司巢湖云海 5 万吨产能全部释放。子公司巢湖云海生产能力占公司镁合金总产能 30%，与五台云海同为公司镁合金产能最大的子公司。巢湖云海和五台云海分别拥有各自矿山，每年生产约 100 万吨白云石，满足公司 10 万吨原镁生产需要，为下游镁合金的铸造做准备。

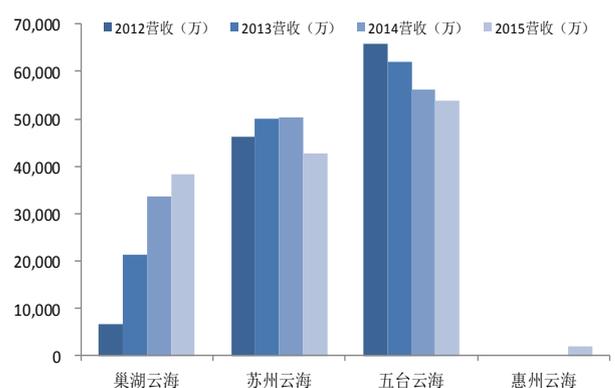
前期投资释放盈利，子公司巢湖云海 2016 年预计扭亏为盈。巢湖云海一期 5 万吨镁合金项目从 2009 年 9 月披露以来，公司持续投资，直至 2015 年 11 月开始盈利，若镁金属价格维持现在水平，预计 2016 年为公司至少带来 2000 万利润。同时由于项目一期已经完成厂房、公共设施、以及一系列共用设备已建设完成，未来镁合金二期项目如若开展，将迅速投产。2016 年 5 月公司披露公告表示拟收购巢湖云海另 49% 股权，预计 5 月底产权能变更完毕，届时巢湖云海将成为公司 100% 控股公司，进一步增厚公司的业绩。

图 8: 镁合金子公司净利润 (万元)



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 9: 镁合金子公司营业收入 (万元)



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

## 2. 镁铝合金深加工业务是公司未来利润的主要增长点

### 2.1 镁合金压铸业务市场前景广阔

公司精密压铸件资产主要包括：云海精密和荆州云海。公司所生产的压铸件包括汽车零部件、电动工具等。

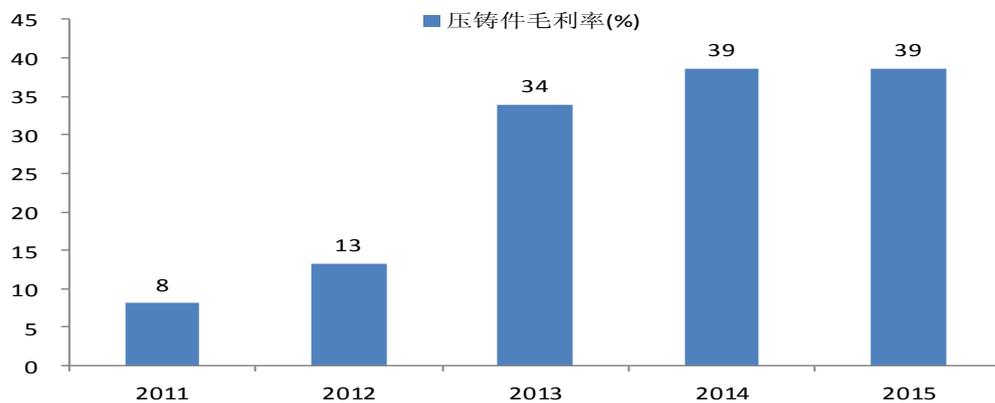
表 1：公司精密压铸业务

精密压铸业务	产能	产品
南京云海精密	5000 吨镁合金压铸	目前压铸业务核心
荆州云海精密	投资建设 3000 吨镁合金铸件生产线	汽车用精密压铸件为主，辐射西南地区汽车零部件市场

资料来源：公司年报，东兴证券研究所

**镁压铸件利润水平高。**从 2011 年公司压铸件生产带来利润开始到 2014 年，压铸件产业的毛利率每年以 69% 的复合增长率增长，目前毛利率稳定在 39%，成为公司毛利率最高的主营产品之一，提升了公司的盈利水平。

图 10: 压铸件毛利率



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

**镁压铸件技术含量高，项目逐步成熟。**公司经过长期技术积累，压铸件主要生产汽车零部件，如方向盘、仪表盘和支架等，客户主要为大众、奔驰和宝马等汽车制造商。此类配件属于安全件，对技术水平要求高且接近最终产品，验证流程严格，需要完成成分验证、性能验证、上车验证、破坏性验证等一系列验证，目前已经完成部分客户认证。预计 2016 年可生产 400 万套方向盘，带来产能的进一步释放。

**镁压铸件应用前景广泛。**镁合金具有质量轻，比强度优于钢材和铝合金，铸造性能和加工性能良好，阻尼减震性能高的优点。这使得其在交通工具、通讯器材、航空航天、国防等领域都有着极为广泛的应用前景。但目前由于镁属性活泼，耐腐蚀性差，且在加工过程中，容易发生燃烧和爆炸的问题，镁合金在汽车上的应用有较大阻碍。因此

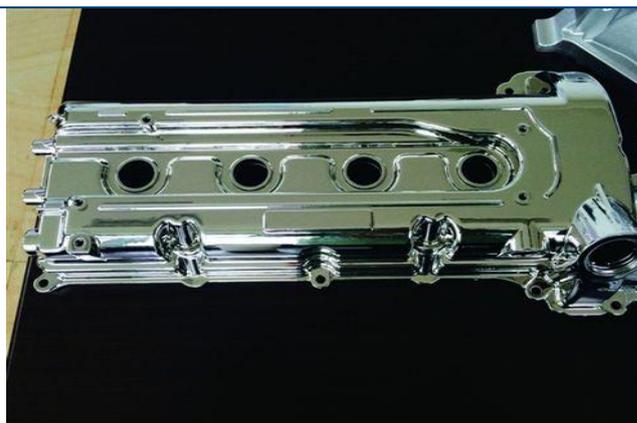
近年，国内对镁合金深加工产业化的研究与应用主要集中在汽车方向盘、中控支架及一些较小的零件，由于此类产品不暴露在外，规避了镁合金表面处理的难题。

图 11:镁制汽车压铸方向盘



资料来源：百度图片，东兴证券研究所

图 12:镁制汽车压铸件



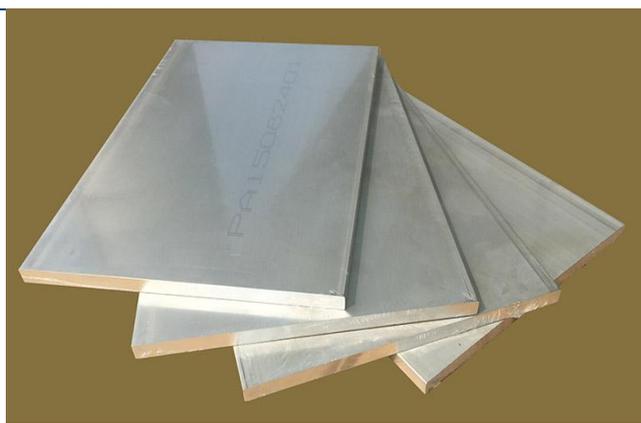
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

汽车轻量化带动镁合金汽车零部件巨大的市场空间。国外，从 90 年代开始，欧美、日本、韩国的汽车商逐渐开始把镁合金用于许多汽车零件上。2000 年，日本每辆汽车用镁量已达 210kg 左右，占汽车质量的 25%。我国工信部去年出台了一个燃油料消耗量规定，2020 年由 2015 年的 6.9 降低到 5.0。而汽车的轻量化正是节能减排一个重要的手段，镁合金材料也成为汽车轻量化过程中所追逐的热点。未来 5 年，镁合金在汽车轻量化进程中 will 发挥重大作用，未来市场空间广阔。

## 2.2 镁合金挤压件认证接近尾声，业绩可期

镁合金挤压件 Surface 供应商认证最快四季度完成。Surface 产品使用镁合金作为外壳，轻薄、耐用、有韧性，而且具有良好的质感，具有较高的技术含量。目前公司客户为 Surface 的二级供应商，目前外壳正在认证过程中，预计 4 季度完成认证，一旦认证完成，可立即投入生产，而受益于镁合金挤压件高毛利率水平，将为公司带来丰厚的利润。

图 13:镁合金挤压板



资料来源：公司网站，东兴证券研究所

图 14:surface 镁外壳



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

### 2.3 政策带动朝阳产业-空调用微通道扁管

**强制性节能政策，带来未来巨大市场需求。**由于国家对环保的要求，目前空调所用铜管未来将逐步替换为微通道扁管，市场需求巨大。但此种产品技术要求高，需要高挤压比，目前此市场中主要为外资企业。公司主要产品为汽车空调用微通道扁管，目前已经配备 5 条生产线，其中 3 条生产线开始运转，未来计划投资 10 条生产线。2015 年，11 月份才开始投产，产量较小，公司计划 2016 年生产至少 4000 吨。未来随着家用空调扁管需求的释放，市场空间将进一步扩大，

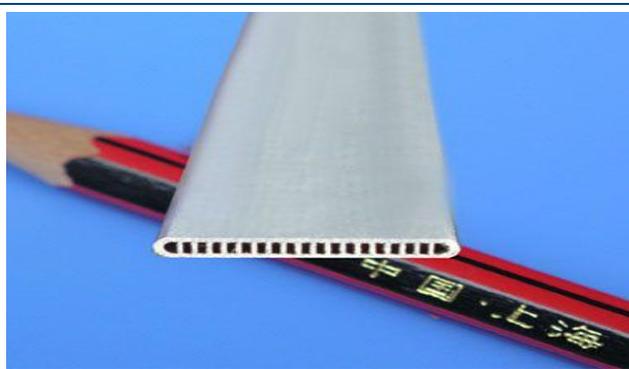
**接连收购微通道扁管业务，布局铝合金深加工产业链，提高公司盈利能力。**2014 年公司收购瑞斯乐，该公司目前主要从事铝合金的挤压生产，主要产品是铝型材、多孔微通道、微通道铝管及金属复合材料等，2014 年营收仅为 618 万。2015 年 7 月，公司出资 8506 万元收购江苏振兴铝业有限公司的破产资产，并与瑞斯乐合并重组。江苏振兴铝业是一家专业生产微通道铝扁管的公司，此次股权收购将扩大微通道扁管高附加值产品的产能，有利于提高公司的盈利能力。

图 15:空调用微通道扁管



资料来源：百度图片，东兴证券研究所

图 16:微通道扁管



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

## 3. 盈利预测及估值

公司作为镁合金的龙头企业，镁合金产销量规模始终保持行业第一。近年来，公司积极向镁铝合金下游深加工拓展，通过扩大镁压铸件产能，调整高端产品结构比例，增大在汽车配件领域及 3C 领域用的镁铝合金压铸件和挤压件等业务。我们预计公司微软 Surface 供应链认证将在第四季度完成，同时将逐渐批量供货，公司镁合金挤压材业务将在未来两年加速放量，业绩贡献明显。

我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.25/0.39/0.56 元，对应 PE 分别为 56/37/26 倍，给予公司“推荐”评级。

**表 2：公司盈利预测表**

资产负债表	单位：百万元					利润表	单位：百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产合计</b>	1306	1323	1370	1670	1978	<b>营业收入</b>	3216	3113	3510	4362	5247
货币资金	214	194	225	279	336	<b>营业成本</b>	2895	2776	3107	3858	4621
应收账款	381	491	481	598	719	营业税金及附加	15	15	14	17	21
其他应收款	80	13	15	18	22	营业费用	71	75	77	96	115
预付款项	54	81	81	81	81	管理费用	146	155	158	192	226
存货	492	434	468	581	696	财务费用	75	64	79	79	83
其他流动资产	39	52	52	52	52	资产减值损失	3.80	9.15	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	1413	1606	1514	1408	1307	公允价值变动收益	0.24	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	4	2	3	3	3	投资净收益	-0.69	-0.09	0.00	0.00	0.00
固定资产	1149.76	1222.44	1194.81	1140.55	1072.12	<b>营业利润</b>	10	19	74	120	181
无形资产	179	192	183	173	164	营业外收入	12.69	19.42	20.00	25.00	30.00
其他非流动资产	24	58	60	55	50	营业外支出	7.13	7.37	5.00	5.00	5.00
<b>资产总计</b>	2719	2929	2884	3078	3285	<b>利润总额</b>	15	31	89	140	206
<b>流动负债合计</b>	1493	1719	1594	1732	1855	所得税	-3	7	13	21	31
短期借款	1221	1401	1315	1401	1472	<b>净利润</b>	18	23	76	119	175
应付账款	199	245	213	264	316	少数股东损益	-9	-7	-6	-6	-6
预收款项	12	13	13	13	13	归属母公司净利润	28	30	82	125	181
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	227	233	244	289	355
<b>非流动负债合计</b>	120	107	13	13	13	<b>BPS (元)</b>	0.10	0.10	0.25	0.39	0.56
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>负债合计</b>	1613	1827	1607	1745	1868	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	193	187	181	175	169	营业收入增长	3.3%	-3.2%	12.76%	24.29%	20.27%
实收资本(或股	288	288	323	323	323	营业利润增长	-50.4%	385.7%	299.08%	61.20%	50.95%
资本公积	450	450	450	450	450	归属于母公司净利润	171.6%	244.7%	171.63%	52.38%	44.97%
未分配利润	153	152	189	245	327	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东	913	915	989	1051	1142	毛利率(%)	9.97%	10.81%	11.48%	11.55%	11.93%
<b>负债和所有者权</b>	2719	2929	2884	3078	3285	净利率(%)	0.57%	0.75%	2.16%	2.72%	3.33%
<b>现金流量表</b>	单位：百万元					总资产净利润(%)	1.02%	1.03%	2.84%	4.05%	5.50%
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE(%)	3.03%	3.29%	8.28%	11.86%	15.84%
<b>经营活动现金流</b>	336	242	207	104	155	<b>偿债能力</b>					
净利润	18	23	76	119	175	资产负债率(%)	59.33%	62.37%	55.73%	56.70%	56.86%
折旧摊销	141.78	150.07	90.50	90.50	91.37	流动比率	0.87	0.77	0.86	0.96	1.07
财务费用	75	64	79	79	83	速动比率	0.55	0.52	0.57	0.63	0.69
应付帐款的变化	0	0	-32	51	52	<b>营运能力</b>					
预收帐款的变化	0	0	0	0	0	总资产周转率	1.18	1.10	1.21	1.46	1.65
<b>投资活动现金流</b>	-136	-270	-3	5	5	应收账款周转率	7	7	7	8	8
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	14.96	14.04	15.34	18.29	18.07
长期投资	4	2	3	3	3	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	-1	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.10	0.10	0.25	0.39	0.56
<b>筹资活动现金流</b>	-165	-13	-173	-55	-103	每股净现金流(最新	0.12	-0.14	0.10	0.17	0.18
短期借款	1221	1401	1315	1401	1472	每股净资产(最新摊	3.17	3.18	3.06	3.25	3.53
长期借款	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	0	35	0	0	P/E	148.85	136.62	56.42	37.03	25.54
资本公积增加	-3	0	0	0	0	P/B	4.51	4.50	4.67	4.39	4.04
<b>现金净增加额</b>	35	-40	31	55	57	EV/EBITDA	22.60	22.86	23.38	19.85	16.20

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 郑闵钢

房地产行业首席研究员（D），基础产业小组组长。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今，之前在中国东方资产管理公司从事债转股工作八年。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014 年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

## 联系人简介

### 刘岗

刘岗，材料学硕士、冶金科学与工程学士。有色冶炼加工行业 8 年从业经验，对有色金属行业产业结构、发展趋势、主要上市公司的发展战略、多种有色金属市场价格波动都有较为深入的研究。2015 年加入东兴证券研究所，主要负责有色金属板块的行业研究工作。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。