

# 镁合金龙头，业绩持续能力强，深加工多点开花

## ——云海金属（002182）深度报告

2016 年 12 月 20 日

强烈推荐/维持

云海金属

深度报告

### 报告摘要：

镁产业：内外因共同作用致公司 2016 年业绩大涨，未来业绩持续能力强，深加工多点开花。

- ◆ 2016 年镁价上涨以及公司销量增长带动镁合金毛利率上升至 21%，而同时随着镁冶炼技术问题的逐步突破，子公司五台云海和巢湖云海盈利能力逐步恢复和改善，未来将持续稳定的为公司提供业绩保障。
- ◆ 压铸件毛利率在 30% 以上，目前市占率约 10%，公司镁合金的龙头地位和汽车轻量化趋势将进一步提升公司市占率水平。目前我国汽车平均用镁量约为 3kg，随着未来汽车轻量化成为趋势，预计 2020 年将达到 30kg。
- ◆ 公司正在进行军工认证，目前具备 2,000 吨产能，毛利率有望超过 50%。
- ◆ 公司生产的镁合金挤压板正在进行 Surface 认证，该行业平均毛利率高达 30%。公司未来将具备国内先进的镁合金挤压板线生产商和先进 3C 产品镁合金挤压外壳供应商。

铝产业：铝合金是公司第一大产品，是公司最主要的收入来源，铝合金营收占比在总营收的 50% 以上，毛利率水平稳定，而铝空调扁管项目是未来铝产业板块的利润增长点。

- ◆ 空调扁管产品的毛利率在 10% 以上。空调的更新换代和国家环保节能优惠政策将为公司铝空调扁管业务带来广阔的市场空间。

公司盈利预测及投资评级。我们看好公司镁合金龙头企业地位，拥有完整的镁产业链，未来在产业链两端并购优质标的空间巨大。

我们预计公司 2016-2018 年营业收入分别为 37.33 亿元、42.47 亿元和 48.46 亿元，每股收益分别为 0.53 元、0.77 元和 1.01 元，对应 PE 分别为 35X、24X 和 18X；我们给予公司 6 个月目标价 25.27 元，维持公司“强烈推荐”评级。

风险提示：镁价持续下降风险，下游订单持续下滑风险。

### 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 | 3,733.80 | 4,247.80 | 4,846.03 |
| 增长率（%）    | -13.56%  | -3.20%   | 19.95%   | 13.77%   | 14.08%   |
| 净利润（百万元）  | 18.17    | 23.26    | 171.89   | 250.04   | 326.52   |
| 增长率（%）    | 9.04%    | 9.04%    | 470.39%  | 45.46%   | 30.59%   |
| 净资产收益率（%） | 3.03%    | 3.29%    | 15.35%   | 18.25%   | 19.25%   |
| 每股收益（元）   | 0.10     | 0.10     | 0.53     | 0.77     | 1.01     |
| PE        | 192.29   | 176.48   | 34.71    | 23.86    | 18.27    |
| PB        | 5.82     | 5.81     | 5.33     | 4.35     | 3.52     |

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

### 郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

联系人：刘岗

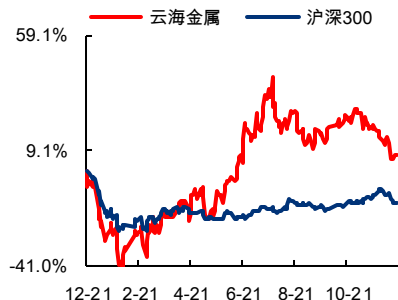
010-66554021

liugang@dxzq.net.cn

### 交易数据

|                |             |
|----------------|-------------|
| 52 周股价区间（元）    | 18.46-17.29 |
| 总市值（亿元）        | 59.66       |
| 流通市值（亿元）       | 40.64       |
| 总股本/流通 A 股（万股） | 32321/22015 |
| 流通 B 股/H 股（万股） | /           |
| 52 周日均换手率      | 5.51        |

### 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）：业绩持续释放，未来增长确定性强》2016-08-01
- 2、《云海金属（002182）：专注镁铝十余载，业绩初“释”锋芒》2016-05-17
- 3、《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. 专注研发的镁合金龙头 .....                    | 4  |
| 2. 镁产业：内外因致镁合金业绩大增，深加工业务是未来看点 .....    | 5  |
| 2.1 镁合金：内外因至公司业绩大涨，未来持续能力强 .....       | 5  |
| 2.1.1 公司拥有镁合金产能 17 万吨，在建 5 万吨 .....    | 6  |
| 2.1.2 内外因共同作用致公司 2016 年业绩大增 .....      | 7  |
| 2.1.3 应用范围广和准入门槛高利好龙头企业 .....          | 8  |
| 2.2 压铸件：毛利率高，适应汽车轻量化趋势，市占率提升空间大 .....  | 9  |
| 2.2.1 公司拥有压铸件产能 8000 吨 .....           | 9  |
| 2.2.2 压铸件毛利率高，主要产品是方向盘骨架 .....         | 10 |
| 2.2.3 镁合金压铸件适应汽车轻量化趋势 .....            | 11 |
| 2.3 高强镁合金变形材：民用、军品均处于认证阶段 .....        | 12 |
| 2.3.1 民品正在进行 Surface 认证 .....          | 13 |
| 2.3.2 军品也处于认证阶段 .....                  | 13 |
| 3. 铝产业：铝合金是最主要收入来源，铝扁管项目是未来业绩增长点 ..... | 14 |
| 3.1 铝合金：公司拥有铝合金产能 28 万吨，收入增速稳定 .....   | 15 |
| 3.2 铝扁管：毛利率高，国家政策利好，未来业绩增长点 .....      | 16 |
| 3.2.1 公司积极布局铝扁管产业 .....                | 16 |
| 3.2.2 空调扁管毛利率高，未来应用前景广阔 .....          | 17 |
| 4. 盈利预测及估值 .....                       | 18 |
| 5. 投资评级 .....                          | 19 |
| 6. 风险提示 .....                          | 19 |

## 表格目录

|                                |    |
|--------------------------------|----|
| 表 1：云海金属研发投入情况 .....           | 5  |
| 表 2：镁产业布局 .....                | 5  |
| 表 3：镁合金事业部产能一览 .....           | 6  |
| 表 4：一步法生产镁合金事业部拥有采矿权一览 .....   | 6  |
| 表 5：来料加工生产镁合金事业部服务客户群体一览 ..... | 7  |
| 表 6：镁合金的具体应用 .....             | 9  |
| 表 7：镁行业准入条件一览 .....            | 9  |
| 表 8：压铸件事业部产能及所处状态一览 .....      | 10 |
| 表 9：全球主要国家和地区燃油排放标准 .....      | 11 |
| 表 10：镁合金零部件用于汽车的优势 .....       | 11 |
| 表 11：高强镁合金及其变形加工产品产业化项目 .....  | 13 |
| 表 12：瑞斯乐生产线 .....              | 17 |
| 表 13：空调扁管产品营收和毛利率一览 .....      | 17 |
| 表 14：云海金属分产品近年营业收入一览（万元） ..... | 18 |

|                           |    |
|---------------------------|----|
| 表 15: 公司收入预测表 .....       | 18 |
| 表 16: 同类型上市公司市盈率比较表 ..... | 19 |
| 表 17: 公司盈利预测表 .....       | 20 |

## 插图目录

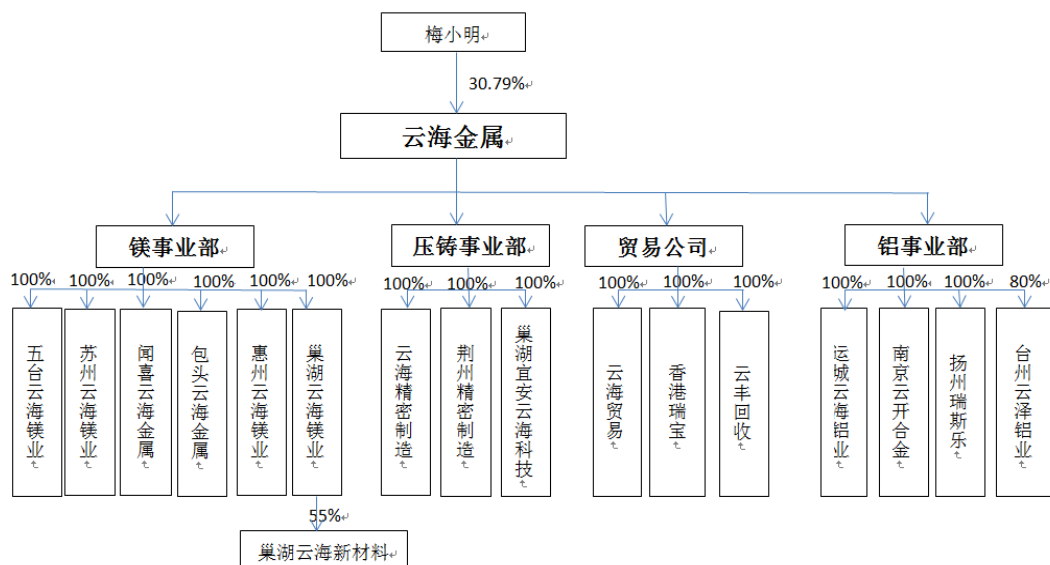
|                                         |    |
|-----------------------------------------|----|
| 图 1: 云海金属股权结构 .....                     | 4  |
| 图 2: 云海金属 2016 年上半年分产品营业收入占比 .....      | 4  |
| 图 3: 2016 年上半年(外环)—2015 年(内环)毛利构成 ..... | 4  |
| 图 4: 镁合金 2013 年以来营业收入占比和毛利率 .....       | 7  |
| 图 5: 2013 年以来镁价变化 .....                 | 7  |
| 图 6: 五台云海近年净利润一览(万元) .....              | 8  |
| 图 7: 巢湖云海近年净利润一览(万元) .....              | 8  |
| 图 8: 压铸件近年营业收入和营收占比 .....               | 10 |
| 图 9: 压铸件近年毛利率 .....                     | 10 |
| 图 10: 方向盘骨架 1 .....                     | 11 |
| 图 11: 方向盘骨架 2 .....                     | 11 |
| 图 12: 镁合金在汽车上的典型应用 .....                | 12 |
| 图 13: 镁合金挤压件 .....                      | 13 |
| 图 14: surface 镁外壳 .....                 | 13 |
| 图 15: 导弹 .....                          | 14 |
| 图 16: 飞机尾翼 .....                        | 14 |
| 图 17: 公司铝产业布局 .....                     | 14 |
| 图 18: 铝合金 2013 年以来营业收入占比和毛利率 .....      | 15 |
| 图 19: 2013 年以来铝价变化 .....                | 15 |
| 图 20: 铝合金棒 .....                        | 15 |
| 图 21: 铝合金锭 .....                        | 15 |
| 图 22: 近年来公司布局铝扁管路径 .....                | 16 |
| 图 23: 微通道扁管 1 .....                     | 18 |
| 图 24: 微通道扁管 2 .....                     | 18 |

## 1. 专注研发的镁合金龙头

云海金属的主要业务为有色金属的冶炼和压延加工业务；主要产品为铝合金、镁合金、中间合金、压铸件和金属锆等。公司的产品主要应用于 3C 行业和汽车行业。

公司是镁合金的龙头企业，拥有完整的镁产业链，镁合金产销量规模始终保持行业第一，2015 年全国镁合金产量 24.16 万吨，公司镁合金产能达 17 万吨。

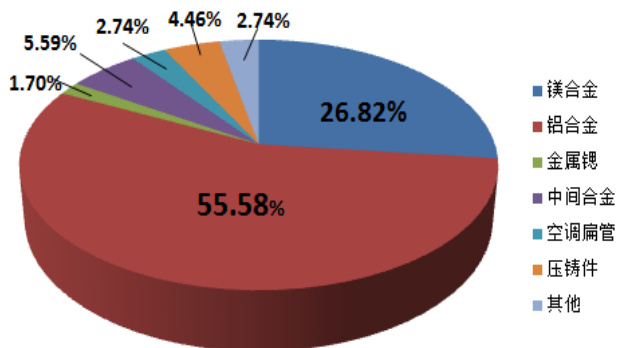
图 1：云海金属股权结构



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

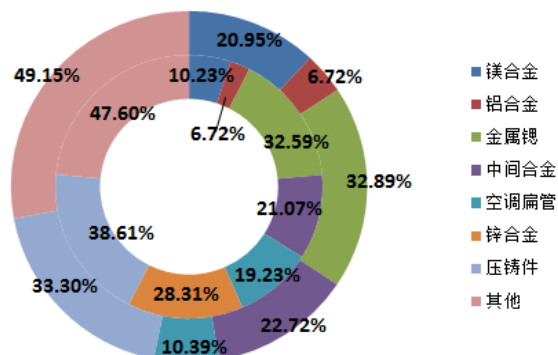
2016 年三季度季报显示，截至报告期末，公司本年营业收入为 27.86 亿元，同比上涨 22.02%，净利润为 11,717.91 万，同比上涨 379.16%，相当于 2015 年全年净利润的 388.83%，扣除非经常性损益的净利润为 10,642.83 万，同比上涨 474.31%。

图 2：云海金属 2016 年上半年分产品营业收入占比



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 3：2016 年上半年(外环)—2015 年(内环)毛利构成



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司自 2002 年起被认定为江苏省高新技术企业，2004 年被认定为国家火炬计划重点高新技术企业，2006 年被批准设立江苏省镁合金材料工程技术研究中心，在镁合金

领域有较强的研发能力。2015 年 7 月，公司拟以自有资金 4000 万投资建设公司研发中心，整合公司研发体系，加快镁合金和铝合金材料开发、扩大镁合金和铝合金产品的应用，提高镁合金的技术水平，将公司的资源优势转化为技术和经济优势。截至 2016 年 4 月，公司共申请国家专利 91 项，其中已获授权的国家发明专利 14 项，实用新型专利 55 项。

**表 1：云海金属研发投入情况**

|             | 2014 年        | 2015 年        |
|-------------|---------------|---------------|
| 研发人员数量（人）   | 165           | 173           |
| 研发人员数量占比    | 7.97%         | 6.18%         |
| 研发投入金额      | 64,142,211.11 | 70,666,165.62 |
| 研发投入占营业收入比例 | 1.99%         | 2.27%         |

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

## 2. 镁产业：内外因致镁合金业绩大增，深加工业务是未来看点

公司是镁合金全球最大的企业，已经形成了“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。

合理的区位布局使公司具有较为显著的综合竞争优势。由于我国山西和安徽地区拥有丰富的白云石矿，而镁合金应用客户则相对集中在长三角和珠三角一带，公司一方面在山西、巢湖地区建立镁合金的生产基地，从矿石直接生产粗镁并一步法生产镁合金，另一方面在苏州、惠州、荆州等地建立了镁合金压铸、挤压锻造等深加工基地和边角料的再生回收加工生产基地；在本部南京，还建立了镁合金的技术研发和镁压铸等深加工基地。

**表 2：镁产业布局**

|                          | 地区       |
|--------------------------|----------|
| 利用矿石直接生产基地               | 山西、巢湖    |
| 深加工基地和<br>边角料的再生回收加工生产基地 | 苏州、惠州、荆州 |
| 技术研发                     | 本部南京     |

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

### 2.1 镁合金：内外因至公司业绩大涨，未来持续能力强

镁价上涨带动镁合金毛利率上升，而同时随着镁冶炼技术问题的逐步突破，子公司五

台云海和巢湖云海盈利能力逐步恢复和改善，未来将持续稳定的为公司提供业绩保障。

### 2.1.1 公司拥有镁合金产能 17 万吨，在建 5 万吨

公司的镁合金生产分为直接销售和来料加工，2015 年达到产能 17 万吨，在建 5 万吨。

其中，直接销售集中于五台云海（5 万吨）和巢湖云海（5 万吨），主要利用其采矿权优势，从矿石直接生产粗镁并一步法生产镁合金；来料加工集中于苏州云海（4 万吨）和惠州云海（3 万吨），主要利用客户提供的废料，加工返给客户镁合金成品，公司收取加工费。

**表 3：镁合金事业部产能一览**

| 事业部  | 产能         | 在建         |
|------|------------|------------|
| 五台云海 | 年产 5 万吨镁合金 |            |
|      | 年产 3 千吨金属锆 |            |
| 巢湖云海 | 年产 5 万吨镁合金 | 年产 5 万吨镁合金 |
| 苏州云海 | 年产 4 万吨镁合金 |            |
| 惠州云海 | 年产 3 万吨镁合金 | 年产 3 千吨压铸件 |

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

五台云海、闻喜云海和巢湖云海利用一步法生产镁合金。其中，闻喜云海拟由公司全资子公司运城云海吸收合并。2016 年 3 月，国开发展基金以 6000 万元人民币对巢湖云海 10 万吨镁合金二期工程（5 万吨）进行投资，体现了政府对实体经济的扶持，有利于公司降低资金成本、拓宽融资渠道。5 月，公司完成收购巢湖云海剩余 49% 股权，有利于完善公司业务和产品布局结构，进一步增厚业绩。

**表 4：一步法生产镁合金事业部拥有采矿权一览**

| 事业部  | 采矿权                          |
|------|------------------------------|
| 五台云海 | 拥有白云岩采矿权（许可证已延期）             |
| 巢湖云海 | 拥有青苔山镁矿及白云岩矿采矿权（有效期至 2022 年） |

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

苏州云海和惠州云海利用客户提供的废料加工生产镁合金。由于政府拆迁回购，未来苏州云海产能将逐步向巢湖云海和惠州云海转移，随着其 4 万吨镁合金生产线逐渐开足，公司镁合金产量将继续增加。

**表 5：来料加工生产镁合金事业部服务客户群体一览**

| 事业部  | 服务客户群体  |
|------|---------|
| 苏州云海 | 服务长三角客户 |
| 惠州云海 | 服务珠三角客户 |

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

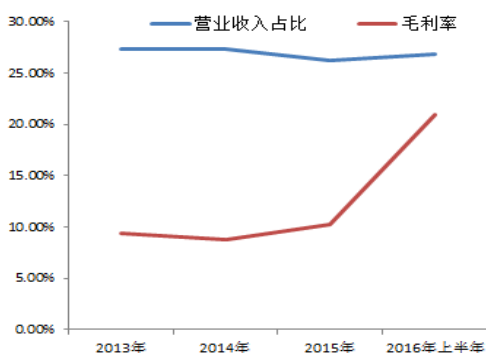
### 2.1.2 内外因共同作用致公司 2016 年业绩大增

镁合金是公司两大主要产品之一，其营业收入占比在 20%以上，毛利率水平较高。

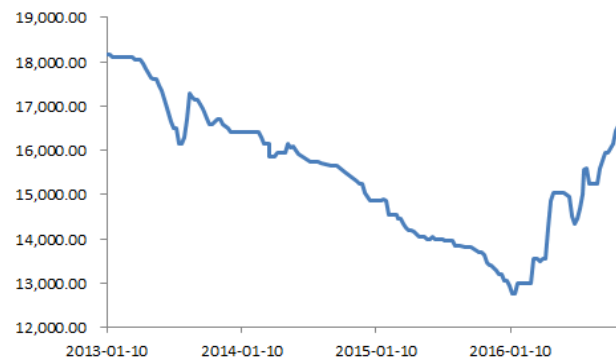
镁合金价升量增带来公司 2016 年前三季度业绩大涨。2016 年上半年，镁合金实现营业收入 4.49 亿，比上年同期上涨 12.70%，毛利率 20.95%，比去年同期上涨 14.29%。

外因是镁价上涨带动镁合金毛利率上升。2016 年金属价格普涨，且镁合金应用端需求强劲，镁价从年初开始上涨，近期最高达到 17,250 元/吨。该价位处于历史正常水平，预计未来仍能维持。公司原镁全部用于供应镁合金生产，由于此次上涨非因原材料价格上涨，镁价上涨会提高原镁的利润空间，并进一步提高镁合金的营业收入和毛利率。

**图 4：镁合金 2013 年以来营业收入占比和毛利率**



**图 5：2013 年以来镁价变化**



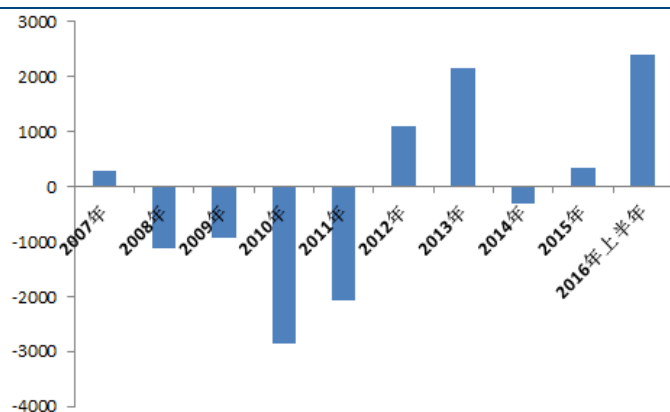
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

内因是攻克技术难关，子公司五台云海和巢湖云海扭亏为盈。五台云海自 2014 年以来，随着技术问题的逐步突破，盈利能力逐步恢复和改善。2016 年上半年实现净利润 2385.3 万元，比 2013 年全年增长 10.9%。巢湖云海年产 10 万吨镁合金项目自 2008 年立项，一期工程于 2015 年 11 月开始盈利。按照当前镁合金价格 18,550 元/吨计算，年产 5 万吨镁合金将带来营业收入 92,750 万元。

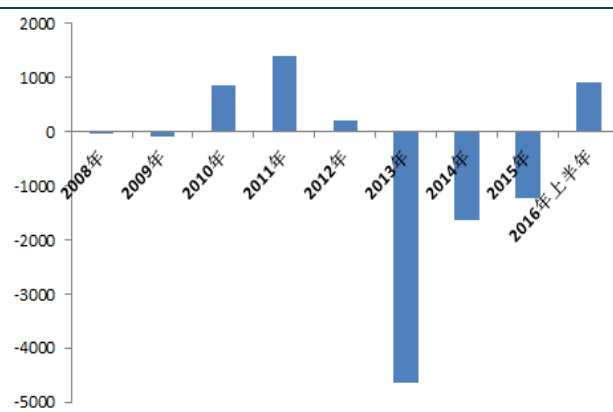
镁合金产量增加，摊薄固定费用，提高毛利率。巢湖云海一期工程建成后，增加了 5 万吨的原镁供应。2016 年上半年，镁合金产品营业成本 3.5 亿，比上年同期减少 4.5%；毛利率 20.9%，比上年同期增加 14.2%。

图 6：五台云海近年净利润一览（万元）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 7：巢湖云海近年净利润一览（万元）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

### 2.1.3 应用范围广和准入门槛高利好龙头企业

预计镁合金下游需求 70%来自汽车行业。镁合金的应用领域很广，包括汽车行业、3C 行业、军事和航空航天业等。预计未来需求快速增长重点来自于汽车行业和 3C 行业。

**表 6：镁合金的具体应用**

| 应用领域     | 具体应用产品                                                    | 预计需求占比 |
|----------|-----------------------------------------------------------|--------|
| 汽车行业     | 方向盘骨架、离合器与传动外壳、气管架中心板、离合器外壳、闸车与离合器踏板支架、汽缸端盖、齿轮箱、汽化器、汽车轮毂等 | 70%    |
| 3C 行业    | 手机、摄影器材、电脑外壳等                                             | 20%    |
| 军事－航空航天业 | 齿轮箱、仪表盘等                                                  | 10%    |
| 其他       | 振动装置器、锯头箱、棒球棍、网球拍等                                        |        |

资料来源：公开资料，东兴证券研究所

**行业准入条件的提高抬升产业门槛。**工信部于 2011 年颁布镁行业准入条件，准入门槛的提高，有利于加快镁产业结构调整，规范镁行业投资行为，制止盲目投资和低水平重复建设，利好行业龙头。

**表 7：镁行业准入条件一览**

| 准入条件        | 要点                                                                      |
|-------------|-------------------------------------------------------------------------|
| 企业布局及规模     | 现有、改扩建、新建镁冶炼企业生产能力准入规模应分别不低于 1.5 万吨/年、2 万吨/年和 5 万吨/年                    |
| 工艺装备        | 还原镁收率 $\geq 80\%$ 、硅铁中硅利用率 $\geq 70\%$ 、粗镁精炼收率 $\geq 95\%$              |
| 产品质量        | 原镁和铸造镁合金质量应分别达到 GB/T3499—2003 和 GB/T19078—2003 标准                       |
| 资源、能源消耗     | 涉及现有、改扩建、新建镁冶炼企业的白云石、硅铁、新水量、吨煤综合能耗的准入值                                  |
| 资源、能源综合利用   | 镁还原渣综合利用率 $\geq 70\%$ 。镁还原渣中氧化镁的含量 $\leq 8\%$ ，生产全过程余热综合利用率 $\geq 80\%$ |
| 环境保护        | 涉及废气、废水、废渣、噪声的排放标准，强调清洁生产                                               |
| 安全生产与职业危害防护 | 安全设施和职业危害防护设施必须经安全监管部门验收合格并取得安全生产许可证后方可投入生产                             |
| 劳动保护        | 依法参加各类保险，为从业人员足额缴纳相关保险费用                                                |
| 监督管理        | 符合准入条件的企业名单由工信部公告                                                       |

资料来源：工信部，东兴证券研究所

## 2.2 压铸件：毛利率高，适应汽车轻量化趋势，市占率提升空间大

### 2.2.1 公司拥有压铸件产能 8000 吨

压铸件是镁合金深加工的产品，公司压铸件 2015 年产能达到 8,000 吨。荆州精密制造重点研究开发生产汽车用精密压铸件，利用地区优势，立足中部，辐射西南部汽车零部件市场。为进一步扩展公司合金产业深加工业务领域，公司与宜安科技共同投资 5 亿元，在安徽巢湖建设轻合金精密压铸件生产基地项目，并设立宜安云海用于项目后续经营。宜安云海注册资本 1,000 万，公司以现金出资 200 万。

表 8：压铸件事业部产能及所处状态一览

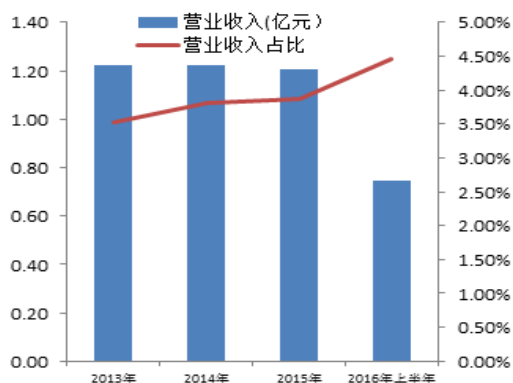
| 事业部    | 产能                    | 所处状态                                                        |
|--------|-----------------------|-------------------------------------------------------------|
| 云海精密制造 | 年产 5,000 吨镁合金压铸件      | 压铸业务核心                                                      |
| 惠州云海   | 年产 3,000 吨镁合金压铸件      | 未启动                                                         |
| 荆州精密制造 | 年产 3,000 吨镁合金和铝合金精密铸件 | 试产，预计达产后，可实现年销售收入约 8,974.36 万元，<br>年净利润为 2,299.65 万元        |
| 宜安云海   | 轻合金精密压铸件生产            | 预计 2020 年底完全达产。完全达产后，<br>可实现年收入约 100,000 万元，年净利润约 10,275 万元 |

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

## 2.2.2 压铸件毛利率高，主要产品是方向盘骨架

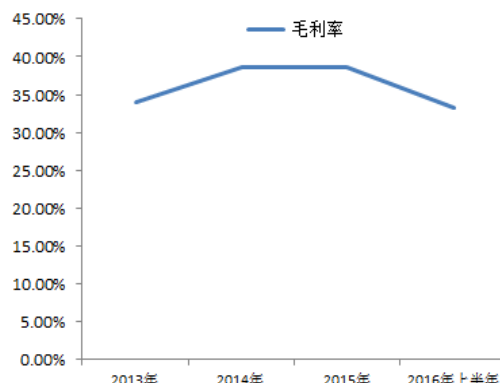
公司压铸件毛利率高，始终维持在 30% 以上。近年来，公司压铸件产品的营业收入不断上升。2016 年上半年，压铸件实现营业收入 7469.3 万，比上年同期上涨 32.6%；毛利率 33.3%，比去年同期下降 0.5%。压铸件的营业收入仅占到公司主营业务收入的 4.4%，却为公司贡献了 10.2% 的毛利润。

图 8：压铸件近年营业收入和营收占比



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 9：压铸件近年毛利率



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司方向盘骨架产品全球市占率提升空间巨大。公司镁合金压铸的主要产品是汽车方向盘骨架。公司现有方向盘骨架产能 1000 万套，产量 400 万套，全球市占率 10%，已先后通过了美国、德国、日本等多家知名汽车厂家的镁合金产品资格认证，成为奔驰、本田、大众、福特、日产等公司的重要供应商。由于方向盘的技术壁垒较高，且公司镁合金的全球市占率高达 30%，预计未来方向盘骨架的全球市占率水平提升空间巨大。

**图 10：方向盘骨架 1**


资料来源：公司网站，东兴证券研究所

**图 11：方向盘骨架 2**


资料来源：公开资料，东兴证券研究所

### 2.2.3 镁合金压铸件适应汽车轻量化趋势

中国燃油排放压力大，汽车轻量化已成为全球汽车发展新趋势。近年来，随着全球节能减排压力加剧，各国纷纷制定严格的燃油排放标准。尤其是中国，2015-2020 年汽车燃油消耗降幅明显大于其他国家，燃油排放压力更大。

**表 9：全球主要国家和地区燃油排放标准**

| 国家（地区） | 2015 年     | 2020 年     | 油耗降幅 |
|--------|------------|------------|------|
| 中国     | 6.9L/100km | 5.0L/100km | 6.2% |
| 日本     | 5.9L/100km | 4.9L/100km | 3.6% |
| 美国     | 6.7L/100km | 6.0L/100km | 2.2% |
| 欧盟     | 5.2L/100km | 3.8L/100km | 6.1% |

资料来源：公开资料，东兴证券研究所

根据万丰的数据，使用镁合金可使单辆汽车减重 85 公斤，减轻率 45%。经测算，一辆汽车的自重每减少 10%，燃油消耗量便会降低 6%~8%，同时减少 5%~6%的废气排放。因此，减重 45%可降低燃油消耗量 27%~36%，减少废气排放 22%~27%。降低汽车整车质量是汽车轻量化最有效途径。作为最轻的工程材料，镁合金是高性能轻型结构材料，强度高于铝合金和钢，比刚度接近铝合金和钢，能够承受一定的负荷，具有良好的铸造性和尺寸稳定性，容易加工，废品率低，具有良好的阻尼系数。

**表 10：镁合金零部件用于汽车的优势**

| 特征      | 优势                                        |
|---------|-------------------------------------------|
| 常用金属中最轻 | 铝的 2/3，铁的 1/4，不到钢或铸铁的 1/4                 |
| 比强度高    | 在不降低零部件强度条件下，镁合金铸件比铝铸件的重量减轻大约 25%         |
| 热传导性好   | 比钢高近 1 倍，比塑料材料高 10 倍，用于压铸汽车轮毂，可有效散发制动摩擦热量 |

抗凹陷性能好

对振动、冲击的吸收性能好，适用于方向盘和座椅

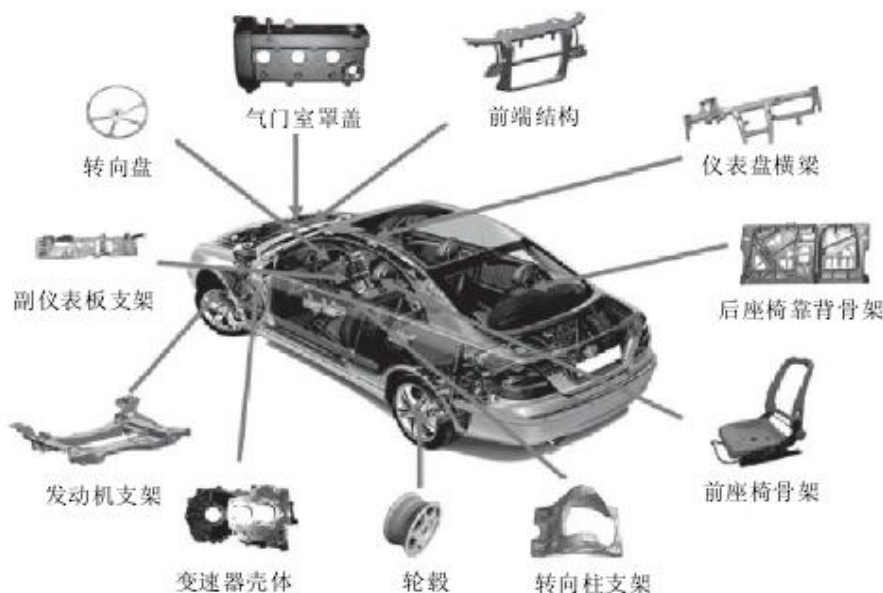
良好的焊接和铸造性能

易于机械加工，生产周期短，寿命长

资料来源：公开资料，东兴证券研究所

目前我国汽车平均用镁量约为 3kg，预计 2020 年将达到 30kg，镁合金在汽车中的年需求量将达到 108 万吨。将全球在不同车上所用的不同的镁合金零部件全部加起来，装在一辆车上，有 150 公斤。北美的汽车平均用镁量不到 10 kg，而目前我国汽车平均用镁量约为 3kg，相对于欧美国家潜力更大。按照 2020 年我国汽车产量 3600 万辆、新能源车保有量 500 万辆，以及单车镁合金使用量平均达到 30kg 计算，镁合金在汽车中的年需求量将达到 108 万吨。应用规模的不断提升将带动公司压铸件业务的不断发展。

图 12：镁合金在汽车上的典型应用



资料来源：公开资料，东兴证券研究所

### 2.3 高强镁合金变形材：民用、军品均处于认证阶段

公司除了布局镁合金压铸产能外，进一步向挤型和轧制等镁加工切入，通过联合北京有色金属研究总院等科研院所，开发高强镁合金变形材，满足国家航空航天及国防军工的需求，形成镁合金压铸和变形加工规模生产能力。

公司投资 29,863.5 万元建设高强镁合金及其变形加工产品产业化项目，达产后，预计实现年销售收入 125,213.68 万元，年净利润 11,631.98 万元。2014 年 10 月，公司通过《关于投资高强镁合金及其变形加工产品产业化项目的议案》，正式进入高强镁合金变形材的加工领域，有利于公司推动产业链向高端化延伸和产品品质、品种高质量发展，进一步奠定公司行业内的领军地位。

**表 11：高强镁合金及其变形加工产品产业化项目**

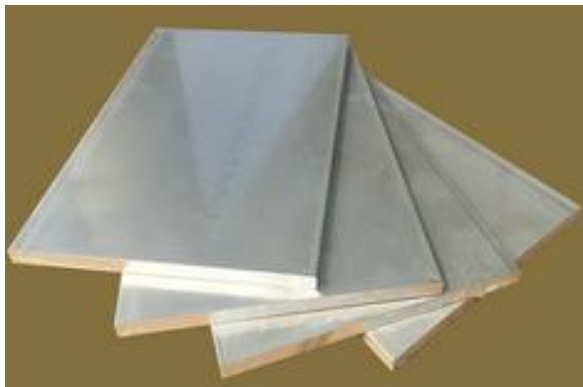
| 建设地 | 建设项目                 | 项目状态                                      |
|-----|----------------------|-------------------------------------------|
| 巢湖云 | 年产 30,000 吨高强镁合金     | 4 条生产线：1 条在产，3 条建成但未投产                    |
| 海   | 年产 4,000 吨高强镁合金半连续铸锭 | 基础工程已完成，设备尚在采购中                           |
| 南京总 | 年产 300 吨高强镁合金锻件      | 未开工                                       |
| 部   | 年产 2,000 吨高强镁合金挤压型材  | 2 条生产线：已建成，1 条即具备 2,000 吨产能，预备 2016 年年底投产 |

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

**高强镁合金及其变形加工产品产业化项目符合国家工信部工业强基的产业政策。**该项目属于高端装备领域，旨在通过突破高强镁合金材料制备关键技术，形成工程化、产业化能力，满足我国航空航天、轨道交通、电子等领域对高性能镁合金材料的需求。

### 2.3.1 民品正在进行 Surface 认证

公司生产的镁合金挤压板正在进行 Surface 认证，该行业平均毛利率高达 30%。公司生产的镁合金挤压板可用于生产电子产品的外壳，目前有小批量销售给惠普、华硕等客户，并正在进行首次微软认证。公司未来将具备国内先进的镁合金挤压板线生产商和先进 3C 产品镁合金挤压外壳供应商。该行业平均毛利率 30%，毛利率水平较高，未来随着 Surface 销量的增长，将为公司带来丰厚的利润。

**图 13：镁合金挤压件**


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：公开资料，东兴证券研究所

### 2.3.2 军品也处于认证阶段

**军品也处于认证阶段。**镁合金的特点满足航空航天等高科技领域对轻质材料吸噪、减震、防辐射的要求，可大大改善飞行器的气体动力学性能，明显减轻结构重量。在军工方面，需要镁合金板材以提高结构件强度，减轻装备重量，提高武器命中率。

公司目前已经具备 2,000 吨产能，军工产品毛利率有望超过 50%。公司产品主要集中在

在武器、导弹、火箭、五代机支架类产品，由于军方的尾翼产品处在供不应求的状态，加上未来装甲部件的轻量化趋势，预计公司完成认证实现投产后，军工产品将大幅增厚公司业绩。

图 15: 导弹



资料来源：公开资料，东兴证券研究所

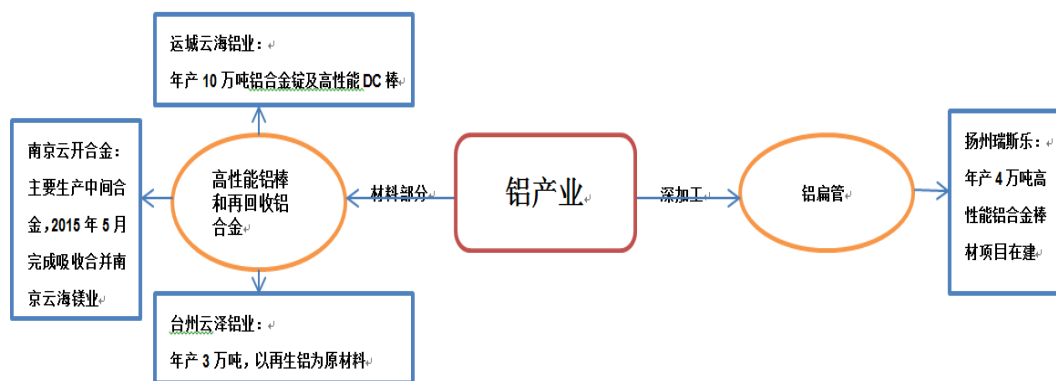
图 16: 飞机尾翼



资料来源：公开资料，东兴证券研究所

### 3. 铝产业：铝合金是最主要收入来源，铝扁管项目是未来业绩增长点

图 17: 公司铝产业布局

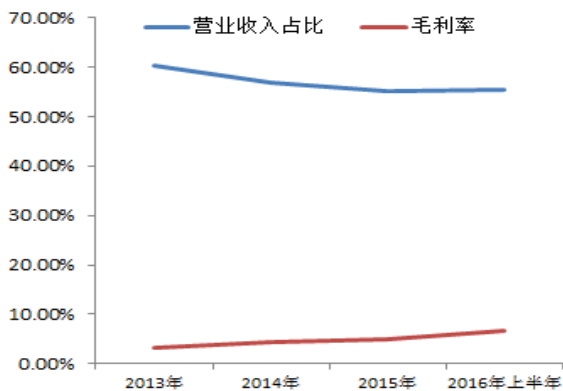


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司铝合金的营收占比基本维持在总营业收入的 50%以上，毛利率水平稳定。铝合金是公司第一大产品，是公司最主要的收入来源，毛利率水平稳定。2016 年上半年，

铝合金产品实现营业收入 9.31 亿，比上年同期增长 19.83%；实现毛利率 6.72%，比上年同期增长 1.33%。这主要是由于 2016 年以来，铝价一路上涨，近期最高达到 14,560 元/吨。

图 18：铝合金 2013 年以来营业收入占比和毛利率



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 19：2013 年以来铝价变化



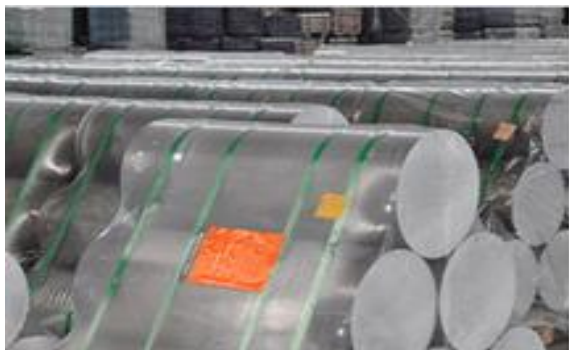
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

### 3.1 铝合金：公司拥有铝合金产能 28 万吨，收入增速稳定

公司目前拥有铝合金产能 28 万吨，预计公司未来铝合金收入增速稳定。铝合金的主要原材料为铝锭、结晶硅，其广泛应用于航空航天、交通运输、轻工建材等领域。由于铝合金是成熟的基础材料，市场竞争激烈，其本身没有很高的利润，主要依靠规模经营，预计公司未来铝合金收入增速稳定。

图 20：铝合金棒

图 21：铝合金锭



资料来源：公司官网，东兴证券研究所



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

### 3.2 铝扁管：毛利率高，国家政策利好，未来业绩增长点

#### 3.2.1 公司积极布局铝扁管产业

2014 年以来，公司积极布局铝扁管产业，其子公司瑞斯乐现有 10 条生产线，并拟投资新建年产 4 万吨高性能铝合金棒材项目。这有利于公司铝产业链往精深加工方向发展、提高整体盈利能力。

图 22：近年来公司布局铝扁管路径



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

瑞斯乐共有 10 条生产线，拥有 20,000 吨产能。瑞斯乐主要从事铝合金的挤压生产，其主要产品是多孔微通道扁管，技术含量比较高，应用于家用及汽车空调上，属于铝替代铜的应用项目。瑞斯乐同时经营高性能铝棒项目，主要是为空调扁管做配套。铝

棒为生产扁管原材料，在瑞斯乐投建可以节约物流费用。

**表 12：瑞斯乐生产线**

| 生产线                 | 完工                      | 在建           |
|---------------------|-------------------------|--------------|
| 10 条：每条拥有 2,000 吨产能 | 5 条：3 条已达到设计产能，2 条仍在改造中 | 5 条：基础建设已经完成 |

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2016 年 10 月，瑞斯乐拟投资 8,000 万新建年产 4 万吨高性能铝合金棒材项目，达产后，预计实现年销售收入 52,991.45 万元，年净利润 1,585.22 万元。该项目可以利用公司现有技术和市场优势，提高瑞斯乐铝挤压的材料开发与应用，使其深加工产品更具市场竞争力；同时，项目的最终产品工业用铝合金棒材坯锭，是微通道扁管原材，项目投产后可降低采购、物流费用，进一步提升微通道扁管利润空间。

### 3.2.2 空调扁管毛利率高，未来应用前景广阔

公司空调扁管产品的毛利率在 10% 以上，目前占比较少。近年来，公司空调扁管产品的毛利率维持在较高的水平，营业收入不断上升，但目前仅有少量的空调使用微通道换热器，总体上空调扁管产品占总营业收入的比重较小。

**表 13：空调扁管产品营收和毛利率一览**

| 年份        | 营业收入（万元） | 营业收入占比 | 毛利率    |
|-----------|----------|--------|--------|
| 2015 年    | 6691.19  | 2.15%  | 19.23% |
| 2016 年上半年 | 4584.8   | 2.74%  | 10.39% |

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

国家政策激励增加空调扁管的市场需求量，公司铝扁管市场空间巨大。由于环保制冷剂 R134A 在汽车空调系统上实施强制使用，为提高其工作压力和换热效果，汽车空调换热器也必须改用微通道平行流换热器，提高了空调扁管的市场需求量。而受国家政策的刺激，随着家用空调用铝扁管量的逐步增大，公司未来产能释放空间巨大，业

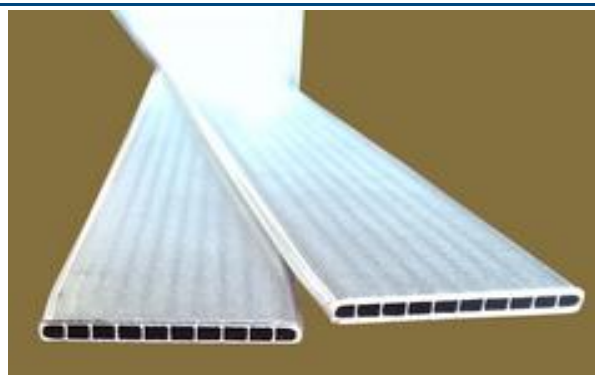
绩增长预期强。

图 23：微通道扁管 1



资料来源：公开资料，东兴证券研究所

图 24：微通道扁管 2



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

## 4. 盈利预测及估值

**盈利预测。**结合云海金属分产品的业绩，我们预计公司 2016-2018 年营业收入分别为 37.33 亿元、42.47 亿元和 48.46 亿元。

表 14：云海金属分产品近年营业收入一览（万元）

| 分产品    | 2013 年     | 2014 年     | 2015 年     | 2016 年上半年 |
|--------|------------|------------|------------|-----------|
| 镁合金产品  | 94,575.40  | 83,966.99  | 81,750.44  | 44,940.89 |
| 铝合金产品  | 209,129.64 | 174,802.20 | 163,889.21 | 93,134.80 |
| 金属锶    | 4,436.30   | 4,245.84   | 4,501.31   | 2,845.26  |
| 中间合金   | 16,824.68  | 18,700.35  | 17,082.33  | 9,376.35  |
| 空调扁管   | 0.00       | 0.00       | 6,691.19   | 4,584.80  |
| 锌合金    | 95.41      | 16.76      | 8.22       | 0.00      |
| 压铸件    | 12,214.45  | 12,224.79  | 12,049.42  | 7,469.33  |
| 其他     | 9,583.47   | 13,542.69  | 11,036.91  | 5,207.01  |
| 合计（亿元） | 3,468.59   | 3,074.99   | 2,970.09   | 1,675.58  |

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

表 15：公司收入预测表

| 营业收入(万元) | 2016E      | 2017E      | 2018E      |
|----------|------------|------------|------------|
| 镁合金产品    | 94,375.88  | 113,251.06 | 135,901.27 |
| 铝合金产品    | 195,583.09 | 215,141.40 | 236,655.54 |
| 金属锶      | 5,690.52   | 6,259.57   | 6,885.53   |
| 中间合金     | 19,690.35  | 21,659.38  | 23,825.32  |
| 空调扁管     | 9,628.09   | 11,553.71  | 13,864.45  |

|          |           |           |           |
|----------|-----------|-----------|-----------|
| 压铸件      | 17,785.60 | 23,121.28 | 30,057.67 |
| 其他       | 11,957.07 | 12,554.93 | 13,182.67 |
| 营业收入（亿元） | 37.33     | 42.47     | 48.46     |

资料来源：Wind，东兴证券研究所

我们选取了 3 家主营业务和经营模式与云海金属类似的公司，三家公司 2017 年的平均 PE 为 32.8 倍。

表 16：同类型上市公司市盈率比较表

| 可比公司 | 最新股价 | PE: 2015A | PE: 2016E | PE: 2017E |
|------|------|-----------|-----------|-----------|
| 亚太科技 | 7.8  | 43.1      | 28.05     | 23.88     |
| 银邦股份 | 10   | -40       | 257       | 52.94     |
| 南山铝业 | 3.20 | 33.3      | 27.78     | 21.64     |
| 平均值  | -    | -         | -         | 32.82     |

资料来源：WIND，东兴证券研究所

结合云海金属分产品的业绩，我们预计公司 2016-2018 年净利润分别为 1.71 亿元、2.50 亿元和 3.26 亿元。公司总股本为 3.23 亿股，EPS 为 0.77 元，按 32.82PE 对应股价为 25.27 元，公司的合理估值对应的股价为 25.27 元。我们给予公司 6 个月目标股价为 25.27 元，相比 12 月 19 日收盘价 18.46 元仍有 37% 的上涨空间，维持公司“强烈推荐”评级。

## 5. 投资评级

公司是镁合金龙头企业，拥有完整的镁产业链，近年来积极向镁铝产业下游深加工业务拓展，进军镁合金压铸件、高强镁合金变形材和空调扁管等领域。我们看好公司的镁铝深加工产品和正在进行中的军工及 Surface 认证以及公司作为龙头企业在产业链上下游端外延并购的空间巨大。

我们预计公司 2016-2018 年营业收入分别为 37.33 亿元、42.47 亿元和 48.46 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为 1.71 亿元、2.50 亿元和 3.26 亿元；每股收益分别为 0.53 元 0.77 元和 1.01 元，对应 PE 分别为 35X、24X 和 18X；我们给予公司 6 个月目标价 25.27 元，维持公司“强烈推荐”评级。

## 6. 风险提示

镁价持续下降风险，下游订单持续下滑风险。

表 17：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  |
| 流动资产合计  | 1306    | 1323    | 1714    | 1816    | 1983    | 营业收入      | 3216   | 3113   | 3734    | 4248   | 4846   |
| 货币资金    | 214     | 194     | 243     | 276     | 315     | 营业成本      | 2895   | 2776   | 3176    | 3563   | 4035   |
| 应收账款    | 381     | 491     | 716     | 698     | 730     | 营业税金及附加   | 15     | 15     | 15      | 17     | 19     |
| 其他应收款   | 80      | 13      | 16      | 18      | 20      | 营业费用      | 71     | 75     | 86      | 98     | 111    |
| 预付款项    | 54      | 81      | 81      | 81      | 81      | 管理费用      | 146    | 155    | 187     | 204    | 218    |
| 存货      | 492     | 434     | 522     | 586     | 663     | 财务费用      | 75     | 64     | 60      | 60     | 60     |
| 其他流动资产  | 39      | 52      | 65      | 75      | 87      | 资产减值损失    | 3.80   | 9.15   | 9.00    | 9.00   | 9.00   |
| 非流动资产合计 | 1413    | 1606    | 1550    | 1554    | 1575    | 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       | 2       | 2       | 2       | 投资净收益     | -0.69  | -0.09  | -0.12   | -0.12  | -0.12  |
| 固定资产    | 1149.76 | 1222.44 | 1144.28 | 1144.85 | 1156.07 | 营业利润      | 10     | 19     | 201     | 298    | 393    |
| 无形资产    | 179     | 192     | 206     | 243     | 295     | 营业外收入     | 12.69  | 19.42  | 24.17   | 20.00  | 20.00  |
| 其他非流动资产 | 24      | 58      | 60      | 60      | 60      | 营业外支出     | 7.13   | 7.37   | 4.72    | 5.00   | 5.00   |
| 资产总计    | 2719    | 2929    | 3265    | 3370    | 3558    | 利润总额      | 15     | 31     | 220     | 313    | 408    |
| 流动负债合计  | 1493    | 1719    | 1828    | 1663    | 1526    | 所得税       | -3     | 7      | 48      | 63     | 82     |
| 短期借款    | 1221    | 1401    | 1462    | 1220    | 984     | 净利润       | 18     | 23     | 172     | 250    | 327    |
| 应付账款    | 199     | 245     | 261     | 293     | 332     | 少数股东损益    | -9     | -7     | 0       | 0      | 0      |
| 预收款项    | 12      | 13      | 13      | 13      | 13      | 归属母公司净利润  | 28     | 30     | 172     | 250    | 327    |
| 一年内到期的非 | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | EBITDA    | 227    | 233    | 355     | 459    | 562    |
| 非流动负债合计 | 120     | 107     | 129     | 149     | 149     | BPS（元）    | 0.10   | 0.10   | 0.53    | 0.77   | 1.01   |
| 长期借款    | 0       | 0       | 30      | 50      | 50      | 主要财务比率    |        |        |         |        |        |
| 应付债券    | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |           | 2014A  | 2015A  | 2016E   | 2017E  | 2018E  |
| 负债合计    | 1613    | 1827    | 1958    | 1813    | 1675    | 成长能力      |        |        |         |        |        |
| 少数股东权益  | 193     | 187     | 187     | 187     | 187     | 营业收入增长    | 3.3%   | -3.2%  | 19.95%  | 13.77% | 14.08% |
| 实收资本（或股 | 288     | 288     | 323     | 323     | 323     | 营业利润增长    | -50.4% | 385.7% | 980.03% | 48.09% | 32.13% |
| 资本公积    | 450     | 450     | 450     | 450     | 450     | 归属于母公司净利  | 470.4% | 244.7% | 470.39% | 45.46% | 30.59% |
| 未分配利润   | 153     | 152     | 307     | 532     | 826     | 获利能力      |        |        |         |        |        |
| 归属母公司股东 | 913     | 915     | 1120    | 1370    | 1697    | 毛利率(%)    | 9.97%  | 10.81% | 14.93%  | 16.13% | 16.74% |
| 负债和所有者权 | 2719    | 2929    | 3265    | 3370    | 3558    | 净利率(%)    | 0.57%  | 0.75%  | 4.60%   | 5.89%  | 6.74%  |
| 现金流量表   | 单位：百万元  |         |         |         |         | 总资产净利润(%) | 1.02%  | 1.03%  | 5.27%   | 7.42%  | 9.18%  |
|         |         |         |         |         |         | ROE(%)    | 3.03%  | 3.29%  | 15.35%  | 18.25% | 19.25% |
| 经营活动现金流 | 336     | 242     | 16      | 384     | 414     | 偿债能力      |        |        |         |        |        |
| 净利润     | 18      | 23      | 172     | 250     | 327     | 资产负债率(%)  | 59.33% | 62.37% | 59.96%  | 53.80% | 47.07% |
| 折旧摊销    | 141.78  | 150.07  | 0.00    | 101.25  | 108.54  | 流动比率      | 0.87   | 0.77   | 0.94    | 1.09   | 1.30   |
| 财务费用    | 75      | 64      | 60      | 60      | 60      | 速动比率      | 0.55   | 0.52   | 0.65    | 0.74   | 0.87   |
| 应付帐款的变化 | 0       | 0       | 16      | 32      | 39      | 营运能力      |        |        |         |        |        |
| 预收帐款的变化 | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 总资产周转率    | 1.18   | 1.10   | 1.21    | 1.28   | 1.40   |
| 投资活动现金流 | -136    | -270    | -32     | -69     | -79     | 应收账款周转率   | 7      | 7      | 6       | 6      | 7      |
| 公允价值变动收 | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 应付账款周转率   | 14.96  | 14.04  | 14.77   | 15.34  | 15.52  |
| 长期投资    | 4       | 2       | 2       | 2       | 2       | 每股指标（元）   |        |        |         |        |        |
| 投资收益    | -1      | 0       | 0       | 0       | 0       | 每股收益(最新摊  | 0.10   | 0.10   | 0.53    | 0.77   | 1.01   |
| 筹资活动现金流 | -165    | -13     | 64      | -281    | -296    | 每股净现金流(最新 | 0.12   | -0.14  | 0.15    | 0.10   | 0.12   |
| 短期借款    | 1221    | 1401    | 1462    | 1220    | 984     | 每股净资产(最新摊 | 3.17   | 3.18   | 3.47    | 4.24   | 5.25   |
| 长期借款    | 0       | 0       | 30      | 50      | 50      | 估值比率      |        |        |         |        |        |
| 普通股增加   | 0       | 0       | 35      | 0       | 0       | P/E       | 192.29 | 176.48 | 34.71   | 23.86  | 18.27  |
| 资本公积增加  | -3      | 0       | 0       | 0       | 0       | P/B       | 5.82   | 5.81   | 5.33    | 4.35   | 3.52   |
| 现金净增加额  | 35      | -40     | 49      | 33      | 39      | EV/EBITDA | 27.90  | 28.01  | 20.33   | 15.18  | 11.91  |

资料来源：公司财报、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。