

上半年业绩大幅增长，未来业绩可期

投资要点

- **事件：**公司发布 2018 年半年报，上半年实现营业收入 24.4 亿元，同比增长 4.15%；实现归母净利润 1.45 亿元，同比增长 51.89%。
- **多因素助力上半年归母净利润大幅增加。**公司上半年归母净利润同比大幅度增加，主要原因有两点：（1）2018 年上半年镁锭价格同比增长约 5%。受国内环保督察与夏季高温导致国内府谷等地镁锭厂商大幅度停产检修等因素的影响，上半年镁价上行。此外，硅铁、焦炭等原材料产品成本得价格涨幅小于镁价涨幅。（2）公司本期收到政府拆迁补偿，导致非经常性损益增加至 8417.6 万元，带动公司归母净利润增加。
- **镁铝挤压产品市场逐步打开，或成新利润增长点。**2018 上半年空调扁管营收同比增长 64.53%，毛利率同比增长 5.92%。公司在稳定原材料供应龙头地位的基础上，着力发展和深化深加工产品。扬州瑞斯乐的铝挤压产品微通道空调扁管通过开发客户和应用领域，销售量增幅较大。镁铝其他挤压产品的市场也已经打开，成为公司新的利润增长点。
- **多个重点在建项目，公司未来发展可期。**公司目前有多个在建或计划将建设项目，随着这些项目建设完成，公司盈利能力势必有一个新的提升：（1）“5 万吨高性能铝合金棒材项目”预期 2019 年建设完毕，该项目完全达产后预计给公司可带来年净利润 1820 万元。（2）“惠州年产 30000 吨镁合金和 3000 吨压铸件生产线项目”目前已完成 50.94% 的建设，项目达成后可实现年净利润为 3409 万元。另外，公司计划建设项目：（1）扬州瑞斯乐目前计划建设“年产 1 万吨微通道扁管项目”，项目达产后，预计实现年净利润为 4604.73 万元；（2）“年产 100 万件压铸件及配套镁合金回收项目”，项目达产后预计实现年净利润为 1446.26 万元。
- **盈利预测与评级。**我们预计公司 2018-2020 年的 EPS 分别为 0.36 元、0.48 元、0.59 元，对应 PE 分别为 18 倍、14 倍和 11 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**镁、铝金属价格或大幅波动，微通道扁管应用市场拓展不及预期的风险。

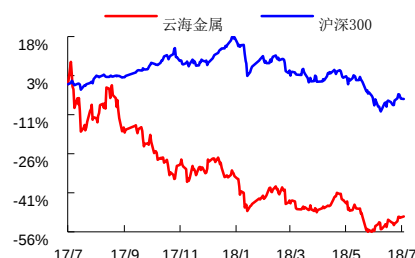
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	4926.86	5831.65	6824.92	7967.36
增长率	21.71%	18.36%	17.03%	16.74%
归属母公司净利润（百万元）	154.82	232.51	307.21	384.34
增长率	-8.55%	50.18%	32.12%	25.11%
每股收益 EPS（元）	0.24	0.36	0.48	0.59
净资产收益率 ROE	9.87%	13.15%	15.15%	16.35%
PE	27	18	14	11
PB	2.73	2.42	2.11	1.82

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：刘岗
 执业证号：S1250517100001
 电话：010-57631191
 邮箱：lg@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)	4.51
52 周内股价区间(元)	5.8-14.37
总市值(亿元)	42.41
总资产(亿元)	38.98
每股净资产(元)	2.54

相关研究

1 公司概况：巩固原材料龙头地位，着力深加工产品发展

公司成立于 1993 年，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、压铸件和金属锇等。公司的产品主要应用于 3C 行业和汽车行业。目前，公司已经形成了“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。

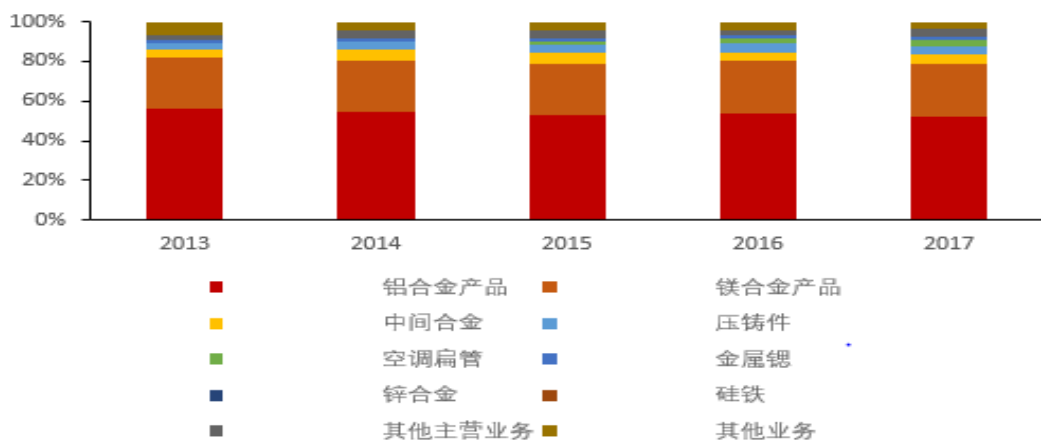
公司目前铝合金总产能 28.5 万吨，镁合金 18 万吨，原镁 10 万吨，金属锇接近 3000 吨。主要产品有六大系列，分别是镁合金、铝合金、金属锇、中间合金、压铸件和微通道扁管。镁合金产品主要包括镁合金粒、镁合金锭、镁合金棒和镁合金挤压板；铝合金产品主要包括铝合金棒和铝合金锭；中间合金则主要包括铝钛硼、铝锆合金和锌合金。压铸件主要是镁合金方向盘。

2018 年上半年，公司在稳定原材料供应龙头地位的基础上，着力发展和深化深加工产品，压力铸造产品除了拳头产品方向盘以外，继续开发仪表盘支架、横梁支架、箱体、壳体等产品。扬州瑞斯乐的铝挤压产品微通道空调扁管通过开发客户和应用领域，销售量增幅较大。镁铝其他挤压产品的市场也已经打开，成为公司新的利润增长点。

2 公司业绩：镁铝双主，营收稳步增长

公司主营产品收入占比最大的是镁产品和铝产品，但镁、铝产品毛利率较低，2018 年上半年镁、铝毛利率分别为 13.23%、6.78%。2018 年上半年，公司镁、铝业务带来的收入占公司总营业收入的 75.2%。

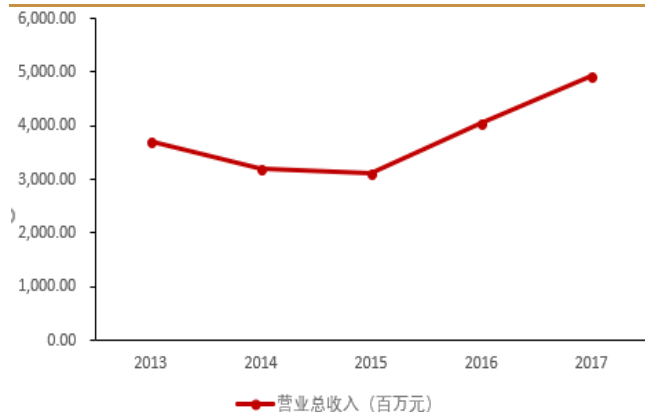
图 1：公司各项业务占比情况



数据来源：Wind，西南证券整理

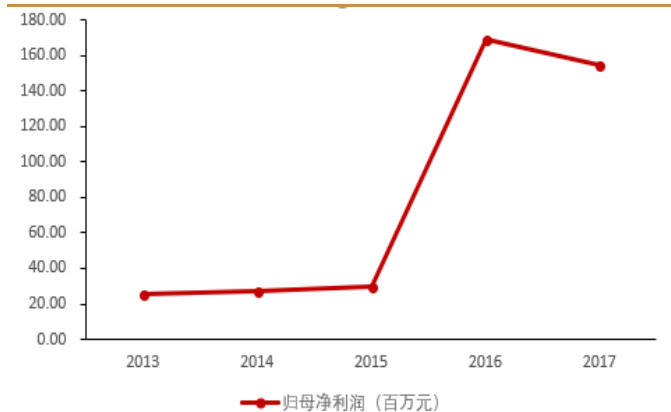
公司近几年来主营业务收入稳步增长，但 2017 年归母净利润下滑。2018 年上半年公司归母净利润同比增长 51.89%，有望带动 2018 年整体业绩上升。

图 2：公司 2013-2017 年营业收入



数据来源：WIND，西南证券整理

图 3：公司 2013-2017 年归母净利润



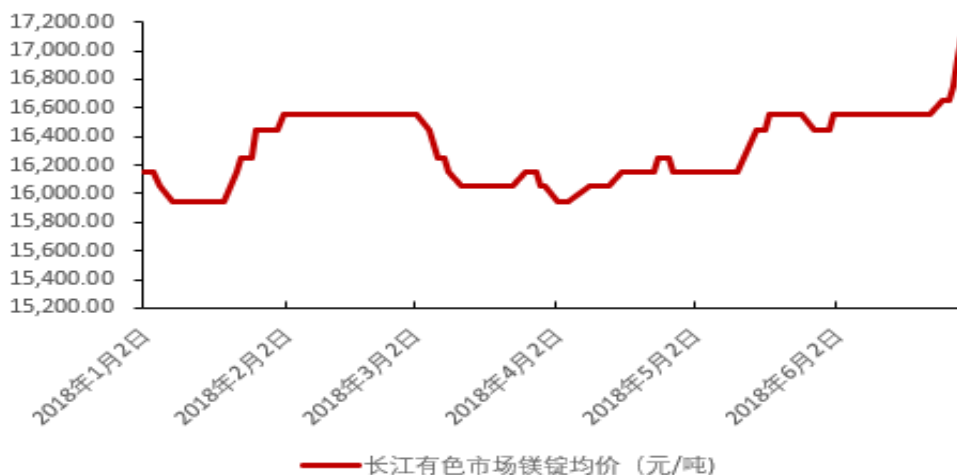
数据来源：WIND，西南证券整理

3 上半年业绩分析：业绩大幅增长，未来业绩可期

公司上半年归母净利润大幅增长，主要原因有两个方面：

(1) 受国内环保督察与夏季高温导致国内府谷等地镁锭厂商大幅度停产检修等因素的影响，上半年镁价上行。此外，硅铁、煤炭等原材料产品价格涨幅小于镁价涨幅，因此利润增加。

图 4：长江有色市场镁锭均价



数据来源：Wind，西南证券整理

(2) 公司本期收到政府拆迁补偿，导致计入非经常性损益项目金额增加，进而带动公司归母净利润增加。

2018 年上半年，公司在稳定原材料供应龙头地位的基础上，着力发展和深化深加工产品。扬州瑞斯乐的铝挤压产品微通道空调扁管通过开发客户和应用领域，销售量增幅较大。2018 上半年空调扁管营收同比增长 64.53%，毛利率同比增长 5.92%。镁铝其他挤压产品的市场也已经打开，成为公司新的利润增长点。此外，随着镁铝其他挤压产品的市场逐渐打开，预计公司镁合金、铝合金产品毛利率也会有所回升。

表 1：公司 2018 年上半年分业务情况

	营业收入 (元)	营业成本 (元)	毛利率	营业收入 比上年同期增减	营业成本 比上年同期增减	毛利率 比上年同期增减
镁合金产品	620,988,936.86	538,807,566.68	13.23%	-11.84%	-9.45%	-2.30%
铝合金产品	1,216,319,731.92	1,133,861,684.69	6.78%	3.61%	2.36%	1.14%
金属镗	53,101,720.59	36,476,402.85	31.31%	22.05%	15.45%	3.93%
中间合金	140,316,690.71	122,096,445.89	12.99%	32.46%	40.87%	-5.19%
空调扁管	129,293,559.48	91,054,236.44	29.58%	64.53%	51.79%	5.92%
压铸件	94,336,357.15	71,514,966.93	24.19%	-1.60%	3.71%	-3.88%
其他	111,213,419.07	42,524,603.34	61.76%	48.38%	23.60%	7.66%

数据来源：公司 2018 年中报，西南证券整理

4 盈利预测与评级

关键假设：

公司目前铝合金总产能 28.5 万吨，镁合金 18 万吨，原镁 10 万吨，金属镗接近 3000 吨。主要产品有六大系列，分别是镁合金、铝合金、金属镗、中间合金、压铸件和微通道扁管。

假设 1：公司 2020 年“5 万吨高性能铝合金棒材项目”完全投产，公司铝合金产能增加 50000 吨。

假设 2：公司 2018 年镁价格保持稳定增长，2019-2020 年镁价格稳定。随着镁铝挤压产品的打开，2019、2020 年镁合金、铝合金产品毛利率回升。

假设 3：扬州瑞斯乐下半年净利润 1500 万，与上半年相近，2019、2020 年随着产能释放，保守预计该子公司收入增速为 15%、15%。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 2：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
铝合金产品	收入	2550.6	2907.6	3256.5	3777.6
	增速	17.9%	14.0%	12.0%	16.0%
	毛利率	5.3%	4.5%	5.0%	5.0%
镁合金产品	收入	1325.1	1590.1	1876.3	2157.7
	增速	23.3%	20.0%	18.0%	15.0%
	毛利率	14.8%	14.0%	15.0%	15.0%
中间合金	收入	238.62	317.4	412.6	474.5
	增速	23.1%	33.0%	30.0%	15.0%
	毛利率	17.1%	15.0%	14.0%	13.0%
压铸件	收入	192.9	185.7	200.5	216.6
	增速	14.3%	10.0%	8.0%	8.0%

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
空调扁管	毛利率	27.1%	26.0%	25.5%	24.5%
	收入	167.1	270.7	406.1	527.9
	增速	62.6%	62.0%	50.0%	30.0%
	毛利率	26.5%	30.0%	33.5%	33.5%
金属铈	收入	89.4	107.2	123.3	141.8
	增速	24.0%	20.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	27.2%	27.0%	27.0%	26.5%
其他主营业务	收入	183.4	256.7	333.7	433.8
	增速	64.8%	40.0%	30.0%	30.0%
	毛利率	56.9%	59.0%	63.0%	63.0%
其他业务	收入	178.5	196.3	215.9	237.5
	增速	10.7%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	15.0%	17.0%	19.0%	20.0%
合计	收入	4926.9	5831.7	6824.9	7967.4
	增速	21.7%	18.4%	17.0%	16.7%
	毛利率	12.7%	12.8%	14.3%	14.6%

数据来源：Wind，西南证券

根据以上说明和假设，我们预计公司 2018-2020 年的营业收入分别为 58.3 亿元、68.2 亿元和 79.7 亿元，归母净利润分别为 2.3 亿元、3.1 亿元和 3.8 亿元，EPS 分别为 0.36 元、0.48 元和 0.59 元，对应 PE 分别为 18 倍、14 倍和 11 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

表 3：可比公司估值情况

证券代码	证券名称	股价	EPS			PE		
			2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
601600.SH	中国铝业	3.86	0.18	0.27	0.36	20.98	14.24	10.62
600219.SH	南山铝业	2.84	0.22	0.25	0.30	12.95	11.17	9.52
002085.SZ	万丰奥威	9.22	0.49	0.59	0.74	18.76	15.54	12.48
002101.SZ	广东鸿图	8.28	0.71	0.90	1.05	11.60	9.18	7.86
平均值						16.07	12.53	10.12
002182.SZ	云海金属	6.56	0.36	0.48	0.59	18.24	13.80	11.03

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	4926.86	5831.65	6824.92	7967.36	净利润	153.24	230.14	304.07	380.41
营业成本	4303.24	5087.34	5851.17	6804.85	折旧与摊销	182.16	133.70	133.70	133.70
营业税金及附加	32.90	35.49	42.62	54.97	财务费用	86.77	73.32	80.42	81.02
销售费用	100.29	127.64	147.24	171.10	资产减值损失	7.56	0.83	0.83	0.83
管理费用	261.34	307.26	360.40	420.42	经营营运资本变动	-84.60	-269.16	-253.63	-291.83
财务费用	86.77	73.32	80.42	81.02	其他	-34.31	-3.29	-3.32	-1.66
资产减值损失	7.56	0.83	0.83	0.83	经营活动现金流净额	310.83	165.55	262.08	302.48
投资收益	1.59	1.59	1.59	1.59	资本支出	-66.37	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-0.17	-0.08	-0.10	-0.11	其他	-288.41	1.51	1.49	1.49
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-354.78	1.51	1.49	1.49
营业利润	165.23	201.28	343.72	435.65	短期借款	53.73	374.86	-37.32	-47.26
其他非经营损益	23.37	86.39	22.63	22.68	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	188.60	287.67	366.35	458.33	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	35.36	57.53	62.28	77.92	支付股利	-32.32	-30.96	-46.50	-61.44
净利润	153.24	230.14	304.07	380.41	其他	-48.55	-74.87	-80.42	-81.02
少数股东损益	-1.58	-2.38	-3.14	-3.93	筹资活动现金流净额	-27.14	269.03	-164.24	-189.73
归属母公司股东净利润	154.82	232.51	307.21	384.34	现金流量净额	-71.86	436.09	99.33	114.24
资产负债表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	147.08	583.17	682.49	796.74	成长能力				
应收和预付款项	1002.37	1254.19	1456.69	1691.26	销售收入增长率	21.71%	18.36%	17.03%	16.74%
存货	663.85	786.48	906.01	1053.35	营业利润增长率	-15.12%	21.82%	70.77%	26.74%
其他流动资产	37.51	44.39	51.95	60.65	净利润增长率	-12.30%	50.18%	32.12%	25.11%
长期股权投资	114.52	114.52	114.52	114.52	EBITDA 增长率	1.72%	-5.96%	36.63%	16.59%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1464.12	1355.25	1246.39	1137.52	毛利率	12.66%	12.76%	14.27%	14.59%
无形资产和开发支出	211.02	186.37	161.72	137.06	三费率	9.10%	8.71%	8.62%	8.44%
其他非流动资产	81.20	81.02	80.83	80.65	净利率	3.11%	3.95%	4.46%	4.77%
资产总计	3721.68	4405.40	4700.60	5071.76	ROE	9.87%	13.15%	15.15%	16.35%
短期借款	1586.23	1961.09	1923.77	1876.51	ROA	4.12%	5.22%	6.47%	7.50%
应付和预收款项	399.99	504.73	573.37	664.92	ROIC	6.46%	6.45%	9.70%	11.07%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	8.81%	7.00%	8.17%	8.16%
其他负债	183.17	189.66	195.98	203.88	营运能力				
负债合计	2169.39	2655.48	2693.13	2745.30	总资产周转率	1.37	1.44	1.50	1.63
股本	646.42	646.42	646.42	646.42	固定资产周转率	3.75	4.55	5.82	7.48
资本公积	466.10	466.10	466.10	466.10	应收账款周转率	6.72	6.88	6.69	6.72
留存收益	434.89	636.44	897.15	1220.05	存货周转率	6.85	6.98	6.89	6.93
归属母公司股东权益	1548.96	1748.96	2009.66	2332.56	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	101.09%	—	—	—
少数股东权益	3.33	0.96	-2.18	-6.11	资本结构				
股东权益合计	1552.29	1749.91	2007.48	2326.45	资产负债率	58.29%	60.28%	57.29%	54.13%
负债和股东权益合计	3721.68	4405.40	4700.60	5071.76	带息债务/总负债	73.12%	73.85%	71.43%	68.35%
					流动比率	0.92	1.06	1.22	1.39
					速动比率	0.59	0.75	0.86	0.98
					股利支付率	20.88%	13.32%	15.14%	15.99%
					每股指标				
					每股收益	0.24	0.36	0.48	0.59
					每股净资产	2.40	2.71	3.11	3.60
					每股经营现金	0.48	0.26	0.41	0.47
					每股股利	0.05	0.05	0.07	0.10
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	434.16	408.30	557.85	650.37					
PE	27.39	18.24	13.80	11.03					
PB	2.73	2.42	2.11	1.82					
PS	0.86	0.73	0.62	0.53					
EV/EBITDA	12.90	13.57	9.68	8.06					
股息率	0.76%	0.73%	1.10%	1.45%					

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

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 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，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，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。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告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的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 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 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

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	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn