

享受镁价上涨红利，布局下游深加工

——云海金属（002182）深度报告

首次覆盖（增持）

日期：2018年12月27日

报告关键要素：

云海金属主要经营镁合金、铝合金、中间合金、压铸件、挤压件和金属铈等产品，是国内镁业龙头企业和全球最大的金属铈生产商。合金业务方面，上游受益于镁价上涨，核心业务镁合金利润率显著提高；下游加速布局微通道扁管领域和汽车零部件领域，产能释放确定性强。铈方面，公司金属铈销量全球占比超60%，毛利率稳定，销量有望随其应用的推广持续扩张。

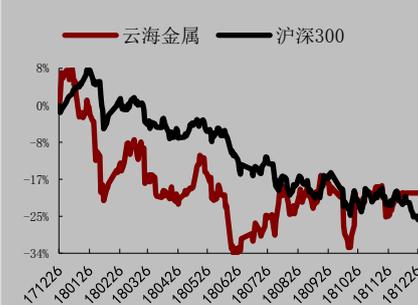
投资要点：

- **镁价上涨，利润有望持续增厚：**硅铁和镁价倒挂由2017年底延续至2018年2季度，受此影响，上半年镁合金的毛利率同比下降2.3%。后市硅铁价格企稳，原镁盈利能力趋于稳定。同时，环保政策施压使得国内镁供应趋紧，公司镁产品毛利润有望进一步抬升。
- **全球金属铈龙头，毛利率稳定高位：**公司金属铈销量占全球总额超60%，行业地位稳固，2017年业务增速近25%。产品用途亟待开发，市场前景广阔。
- **微通道扁管产业前景良好，已形成新的利润增长点：**公司位于扬州的瑞斯乐拟新建年产1万吨微通道扁管项目，目前项目已经开工，后续将根据市场需求逐步投产，完全投产后公司微通道扁管产业产能将翻番。17年微通道扁管业务收入达1.67亿元，毛利率达26.49%。预计2020年度能为企业带来1亿元以上的利润。
- **布局新能源汽车轻量化，寻求多方合作：**公司在镁、铝轮毂及压铸件方面均有新产能在建当中，产能提升确定性强。同时，与知名车企北汽、老牌汽车零部件企业宝钢等企业进行合作，增强公司零部件领域核心竞争力。随着新能源汽车的快速发展，公司业务销量预计将稳步提升。
- **盈利预测与投资建议：**从中长期来看，公司项目投产和技术突破均有望使利润大幅提升。预计公司2018-2020年EPS为0.31、0.42元和0.45元，结合2018年12月26日收盘价6.50，对应的PE为20.67、15.40和14.45倍，公司当前估值较低，看好公司的成长性，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险因素：**产品、原料价格波动；外销收入占比提高带来的汇兑风险；项目研发、投产低于预期。

基础数据

行业	有色金属
公司网址	
大股东/持股	梅小明/24.03%
实际控制人/持股	
总股本(百万股)	646.42
流通股(百万股)	450.94
收盘价(元)	6.99
总市值(亿元)	45.18
流通A股市值(亿元)	31.52

个股相对沪深300指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所
数据截止日期：2018年12月26日

相关研究

分析师：	宋江波
执业证书编号：	S0270516070001
电话：	02160883490
邮箱：	songjb@wlzq.com.cn
研究助理：	夏振荣
电话：	01056508505
邮箱：	xiazr@wlzq.com.cn

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(亿元)	49.27	55.06	60.61	64.62
增长比率(%)	21.71	11.75	10.09	6.61
净利润(亿元)	1.53	1.95	2.67	2.83
增长比率(%)	-8.55	31.30	34.21	6.58
每股收益(元)	0.24	0.31	0.42	0.45
市盈率(倍)	39.16	20.67	15.40	14.45

投资核心观点

- **公司整体判断：**公司主要业务为有色金属的压延和加工，主要产品为镁合金、铝合金、中间合金、压铸件、挤压件和金属锆等。镁金属方面，拥有从矿山开采—原镁冶炼—镁合金—深加工产品—镁合金回收的完整产业链，资源配置效率高，具有较强的盈利能力和抵御风险的能力。作为镁行业龙头，公司拥有 18 万镁合金产能和 10 万吨原镁产能，镁合金占全球产量 30%以上，原镁产能居全国第一，约占 7.1%，并将随产业集中度提升而随之进一步提升。锆方面，公司拥有金属锆产能 3,000 吨/年，占全球金属锆需求 4,500 吨的 65%左右，拥有较强的议价能力，利润率维持高位。兼具镁、锆金属两大业务优势地位，下游产能提升预期良好，公司长期成长性较强。
- **差异化观点：**作为全球镁的主要生产国，我国镁随环保政策的趋严急速下降，产业亟待整合升级。据统计，国内镁生产商多为小厂商，高于 3 万吨产能的企业仅有约 26%，预计部分小企业将无法承担环保压力而面临停产，2018 年 9 月中国镁粉生产商库存量为 1,060 吨，较去年同期 1,800 吨减少 41.1%，镁供应压力凸显。预计镁价将随之继续抬升，公司利润有望进一步增厚。此外，公司锆金属业务占全球 65%左右，其优势地位有望在未来为公司继续带来持续稳定的营收及利润。深加工方面，随着新能源汽车的不断发展，公司轻量化材料的市场将进一步被扩大，前景可期。
- **估值和评级：**预计公司 2018-2020 年 EPS 为 0.31、0.42 元和 0.45 元，结合 2018 年 12 月 26 日收盘价 6.50，对应的 PE 为 20.67、15.40 和 14.45 倍，对比当前有色板块平均 PE 22.8，稀有金属平均 PE 22.6 及小金属平均 PE 31.84 均显著较低，公司当前估值低，看好公司的成长性，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **股价触发因素：**
 - 1) 环保因素使得镁产能持续下降，镁价继续承压抬升；
 - 2) 锆金属应用的推广使得锆金属需求大幅增加；
 - 3) 微通道扁管项目投产、轻量化轮毂项目投产显著增加公司营业收入和利润。
- **风险提示：**原料价格波动；外销收入占比提高带来的汇兑风险；项目研发、投产不及预期。

目录

1、镁行业龙头，注重技术研发	5
1.1 拥有完整镁产业链，积极布局下游深加工	5
1.2 合金产品收入占比高，下游加工业务毛利率高	5
1.3 注重研发，投入逐年增长	7
1.4 高新技术企业，有一定的政策扶持	8
2、核心业务量价同升，利润稳定增厚	8
2.1 镁价格处于上升通道，原料价格企稳	8
2.2 产品覆盖地区广泛，销售结构合理	10
2.3 产能有序扩张，产销比稳定	11
3、布局深加工，下游业务快速发展	12
3.1 借助锆业务优势，中间合金业务稳定发展	12
3.2 微通道扁管业务已成为新的利润增长极	12
3.3 着力发展轻量化车用材料	13
3.2.1 行业背景及发展潜力	13
3.2.2 公司轻量化领域布局及合作情况	14
4、镁资源情况	15
4.1 镁供应情况	15
4.2 镁需求情况	16
4.3 库存情况	18
5、锆行业老牌龙头，收入稳中有升	18
6、投资建议	20
7、风险提示	21
图表 1. 公司基本结构	5
图表 2. 合金收入占比约 85%.....	6
图表 3. 利润以合金为主，下游业务毛利高	6
图表 4. 铝合金业务收入高，毛利低 单位：万元，%	6
图表 5. 镁合金业务增速较快，毛利高 单位：万元，%	6
图表 6. 中间合金毛利率稳定 单位：万元，%	7
图表 7. 公司营业收入及净利润呈上涨趋势 单位：万元	7
图表 8. 公司研发投入年复合增长率达 34% 单位：元	8
图表 9. 镁锭价格年初至今回升明显 单位：元/吨	9
图表 10. 硅铁价格下半年后开始回落 单位：元/吨	9
图表 11. 我国镁产量下降明显 单位：万吨	10
图表 12. 汽车行业用量约占镁合金使用量的 70%.....	10
图表 13. 公司汽车行业镁用量比有明显提升空间	10
图表 14. 公司产销比稳定，库存保持合理 单位：吨	11
图表 15. 公司产能释放预期强劲	12
图表 16. 微通道扁管业务增长明显 单位：万元，%	13
图表 17. 我国空调产量即将突破 2 亿台 单位：万台	13
图表 18. 我国镁储量全球排行第三 单位：千公吨	15
图表 19. 我国镁产量占全球产量约 87% 单位：千公吨	15
图表 20. 我国原镁产量突破 100 万吨 单位：万吨	16
图表 21. 我国镁合金产量稳步提升 单位：万吨	16

图表 22. 镁及其制品出口量较为稳定 单位：吨	17
图表 23. 2018 年我国汽车产量预计约 3000 万辆 单位：万辆	18
图表 24. 汽车月度产量趋于回落	18
图表 25. 新能源汽车产量快速增长	18
图表 26. 锆产业结构	19
图表 27. 全球锆矿产量下降明显 单位：吨	20
图表 28. 公司锆业务毛利保持高位 单位：万元，%	20
图表 29. 可比公司估值	20

1、镁行业龙头，注重技术研发

1.1 拥有完整镁产业链，积极布局下游深加工

南京云海特种金属股份有限公司成立于1993年，上市日期为2007年，所属行业为有色金属冶炼及压延加工，主要业务为有色金属的冶炼和压延加工。作为镁合金的龙头企业，其镁合金产销量规模始终保持国内行业第一。公司主要产品为铝合金、镁合金、中间合金、铸件和金属铈等，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，具有较高的资源配置效率。近年来，公司积极向镁铝合金下游深加工拓展，镁铝合金铸件和挤压件等业务快速增长。

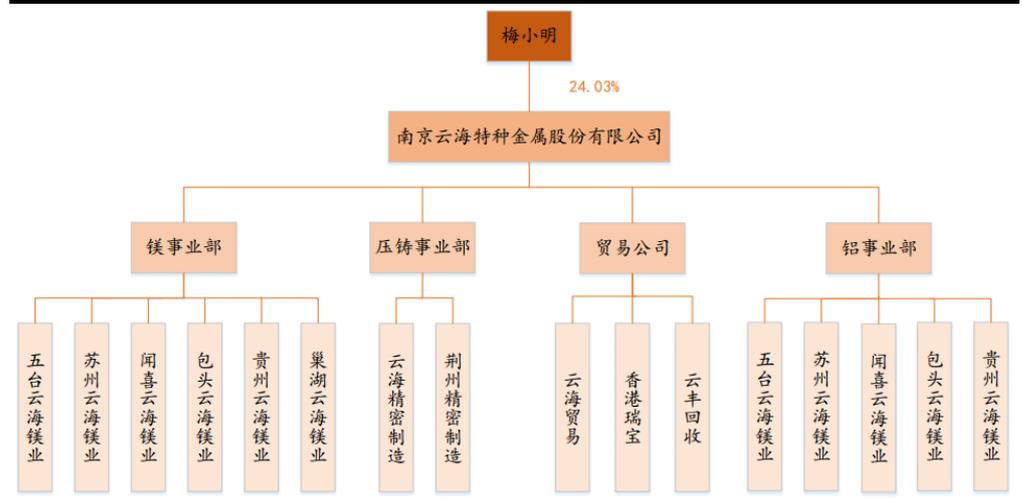
股权控制方面，公司实际控制人为梅小明先生，持股比例为24.03%。

12月26日，公司收到梅小明先生通知，梅小明先生与宝钢金属签署了《股份转让协议》，公司控股股东、实际控制人梅小明先生将其持有的51,713,803股公司股份，占上市公司总股本的8%，按7.02元/股的价格转让给宝钢金属，标的股份转让总价为363,030,897.06元。

上述股份转让最终完成后，宝钢金属最终持有公司股份数为51,713,803股，占上市公司总股本的8%，梅小明先生持有公司股份数为155,345,247股，占上市公司总股本的24.03%，

目前，公司旗下分为四个事业部，共计全资/控股子公司16家。

图表 1. 公司基本结构



资料来源：公司报告，万联证券研究所

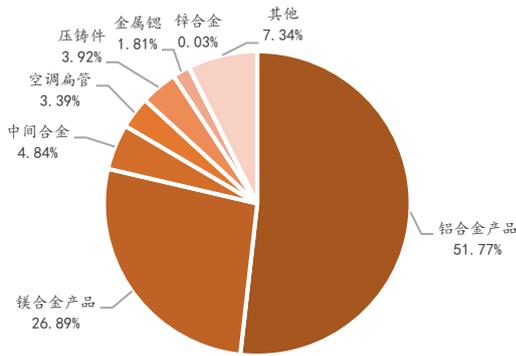
1.2 合金产品收入占比高，下游加工业务毛利率高

合金产品约占公司收入的85%。公司列入报表项目为镁铝合金、中间合金、铸件、空调扁管及金属铈，主要业务为合金产品，镁合金、铝合金及中间合金三者占总收入约85%，其他产品收入占比不到20%。以2017年年报来看，铝合金产品

占收入 51.77%，镁合金产品占 26.89%，中间合金占比 4.84%，压铸件、空调扁管及金属铈等业务占 16.50%。

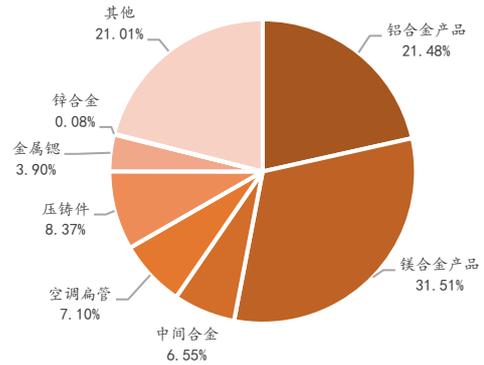
毛利方面以镁铝合金为主，下游业务虽收入占比不高，但毛利率高使得其毛利占比较大。镁合金产品贡献毛利 31.51%，铝合金产品贡献毛利 21.48%，中间合金毛利占比 6.55%。下游业务压铸件及空调扁管共约 15.47%。金属铈业务占比 3.90%。

图表 2. 合金收入占比约85%



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表 3. 利润以合金为主，下游业务毛利高

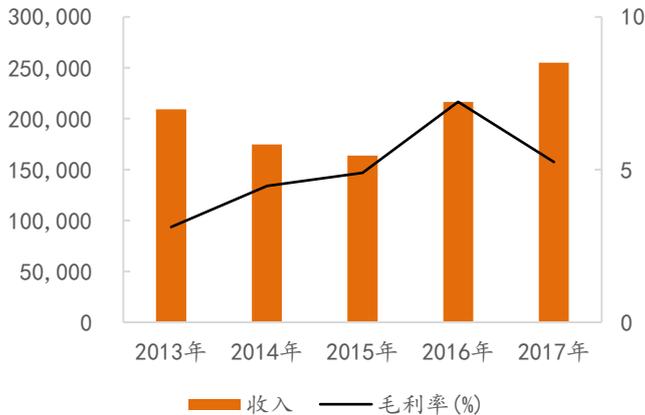


资料来源: Wind, 万联证券研究所

铝合金业务收入高、毛利率低，镁合金业务毛利率高，中间合金毛利率稳定。

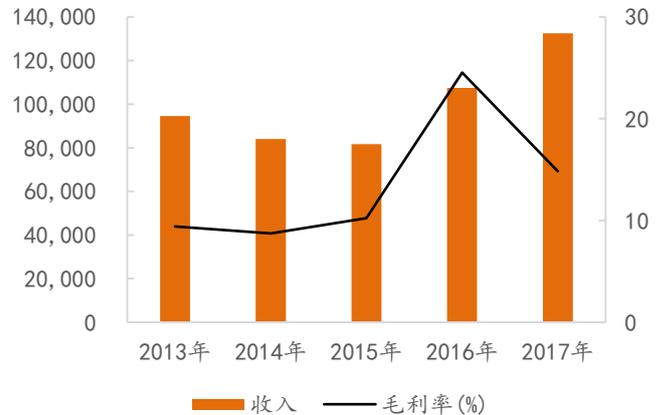
铝合金业务收入占总收入超50%，但由于公司铝原材料均为外购，其利润仅为加工利润，以近五年来看，铝合金业务收入、毛利率均小幅增长，年复合增长率为 4.05%，年平均毛利率为 4.99%；镁合金业务较铝合金业务增速稍快，且受益于公司资源端优势，毛利率较高，平均毛利率约 13.55%，收入年复合增长率达 6.98%；中间合金方面，毛利率保持稳定，平均毛利率达 18.04%，收入年复合增长率为 7.24%。

图表 4. 铝合金业务收入高，毛利低 单位: 万元, %



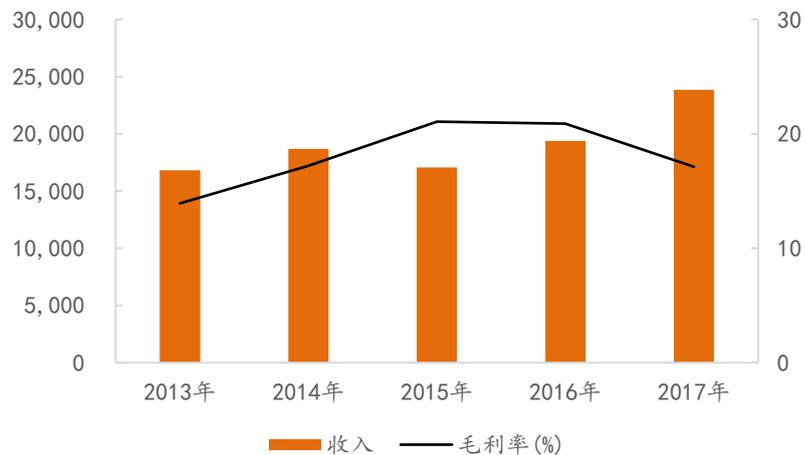
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表 5. 镁合金业务增速较快，毛利高 单位: 万元, %



资料来源: Wind, 万联证券研究所

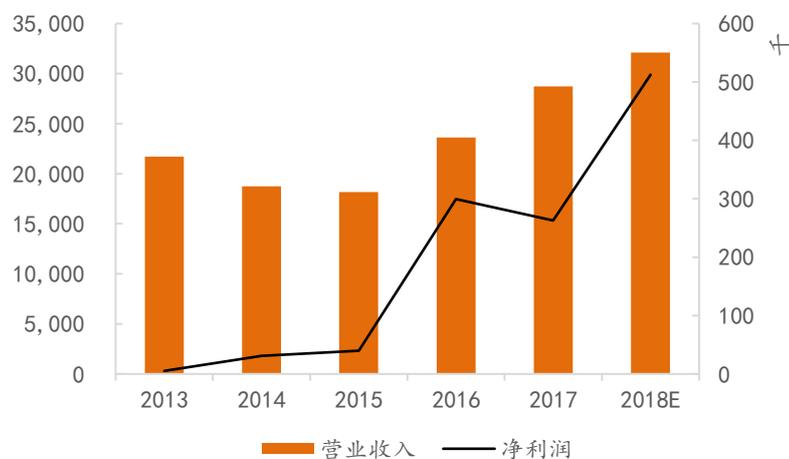
图表 6. 中间合金毛利率稳定 单位：万元，%



资料来源：公司年报，万联证券研究所

预测公司2018年营业收入将增长6.6%至291.93亿元，净利润增长240.8%至7.72亿元。预计营收增长主要由于镁价上涨、惠州3万吨镁合金产能的增加以及空调扁管产能的增加；第三季报显示，年初至报告期末计入当期损益的政府补助达2亿元，加之镁价上涨红利，预计净利润增长明显。

图表 7. 公司营业收入及净利润呈上涨趋势 单位：万元



资料来源：公司年报，万联证券研究所

1.3 注重研发，投入逐年增长

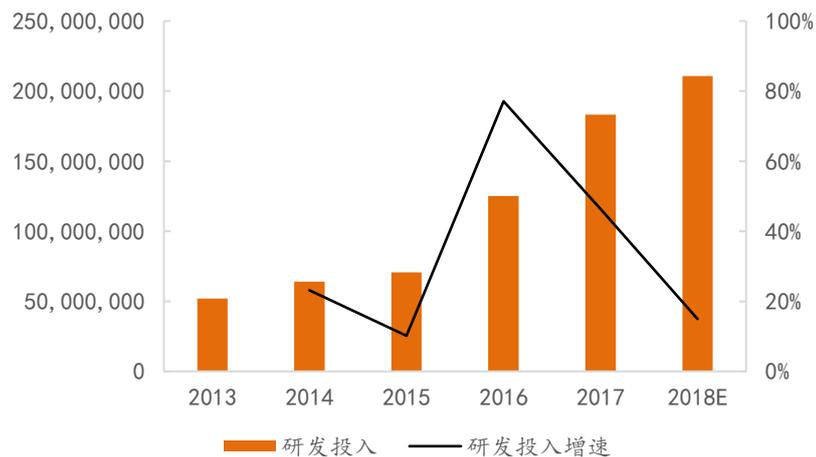
公司具有较强的研究开发能力，为江苏省科技创新百强企业，拥有“江苏省镁合金材料工程技术研究中心”、“江苏省先进金属材料重点实验室”，设立了“江苏省硕士研究生工作站”，培养了一批长期从事轻金属研究开发的工程技术人员。

五年研发投入复合增速达34%。研发投入方面，2015、16、17年分别为0.71亿、1.25亿和1.83亿，同比增加53.55%和46.38%，18年上半年研发费用较上年同期小幅提升约600万元。研发投入主要用于原镁和镁合金新工艺的研发，镁铝合金新品种的开发，镁铝合金挤压和锻造工艺的深入拓展，镁铝合金及深加工产品

生产设备及辅助设备的研究以及提高产线的自动化和智能化程度,淘汰落后产线,向智能化生产企业转型。

拥有多项专利,奠定镁行业龙头地位。公司自主研发镁和铝新品种合金,与下游客户合作开拓镁铝的应用领域,拥有多项自有技术和专利,截至2018年年中,公司拥有专利128项,其中发明专利17项,实用新型专利111项。

图表 8. 公司研发投入年复合增长率达 34% 单位: 元



资料来源: 公司年报, 万联证券研究所

1.4 高新技术企业, 有一定的政策扶持

公司为高新技术企业, 享受低税率等政策优惠。税率方面, 公司及子公司五台云海镁业有限公司、南京云海轻金属精密制造有限公司、南京云开合金有限公司、扬州瑞斯乐复合金属材料有限公司、巢湖云海镁业有限公司及惠州云海镁业有限公司系高新技术企业, 按应纳税所得额的15%计缴企业所得税; 子公司-瑞宝金属(香港)有限公司在香港注册, 因实际经营所得来源于香港以外地区, 不缴纳所得税。政府项目补助款方面, 截止至2017年年末, 共计93,698,000元。

2、核心业务量价同升, 利润稳定增厚

2.1 镁价格处于上升通道, 原料价格企稳

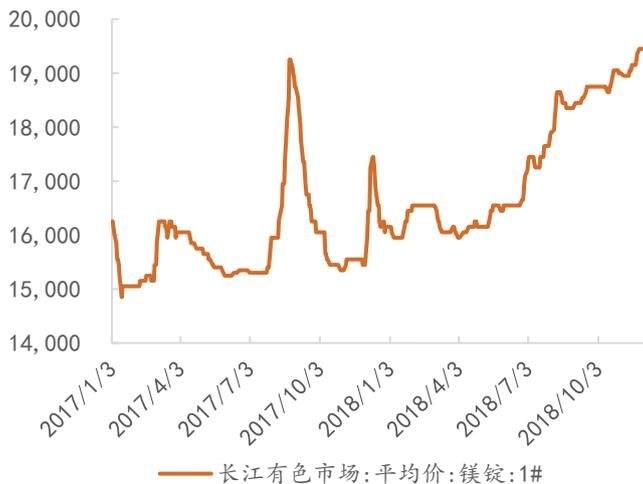
镁价较年初增长 19.20%, 供给压力促进镁价稳中有升。以长江有色市场镁锭价格为例, 17 年均价为 15,895 元/吨, 18 年均价为 17,153 元/吨, 上涨 7.92%; 从 18 年季度来看, 前三季度均价分别为 16,265、16,385 和 18,154 元/吨, 呈上涨趋势。今年前 10 个月, 山西地区累计生产 7.88 万吨, 同比减少 33.77%; 宁夏地区累计生产 6 万吨, 同比减少 59.38%。山西地区的镁企去年经过改造向生产镁合金、镁粉等深加工产品过渡, 这是造成镁锭减产的主要原因; 今年为中国原镁生产贡献最大的陕西地区也是产量下滑, 前 10 个月陕西地区共生产原镁 35.46 万吨, 同比减少 8.9%。镁价上升将进一步提高公司原镁的利润空间、镁合金产品的营收和毛利率水平。

主要原料—硅铁价格回归低位，助力公司核心业务毛利率提升。原料方面，硅铁占原料成本约一半以上，其价格与镁价倒挂由 2017 年底延续至 2018 年，到 18 年 2 季度才逐渐恢复正常，受此影响，上半年镁合金的毛利率同比下降了 2.3%。后市硅铁价格企稳，原镁盈利能力趋于稳定。同时，公司具有硅产能 1.6 万吨，自给率约 16%，在一定程度上能够降低原料波动带来的风险。

从整个行业来看，生产镁的小型企业、民营企业较多，难以承受环保政策、产业升级所带来的资金压力。国内原镁生产厂商多数规模较小，仅有 17 家产能不低于 3 万吨，占比约为 26%，公司属于大型上市企业，可以承受日益趋严的环保政策压力，同时可以享受国内总体产能降低带来的价格上涨红利。

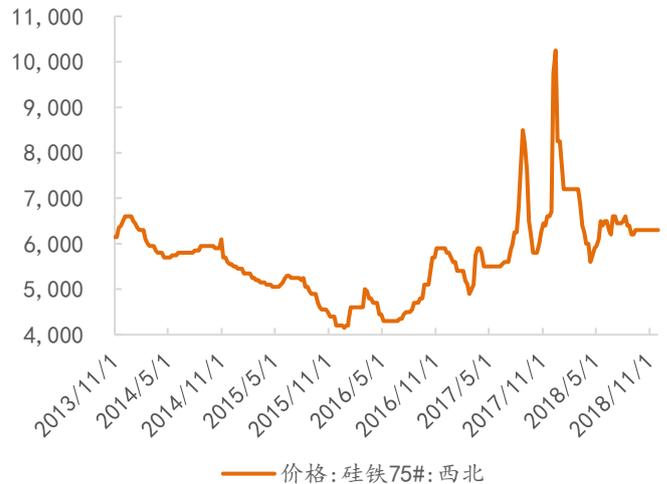
此外，公司镁合金生产有以原镁为主要原料和回收料为主要原料两种模式，有一定的成本优势。据统计，每年全国含镁废弃料达 50 万吨以上，由于镁融化潜热较低（仅为铝的 2/3），回收时消耗能量少，生产等量再生镁与原生镁相比，可节约能耗约 95%，节约镁合金材料成本 40%。随着镁合金应用领域不断扩大和应用数量不断增加，对废镁和废旧镁合金的回收利用将产生巨大需求空间。

图表 9. 镁锭价格年初至今回升明显 单位：元/吨



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表 10. 硅铁价格下半年后开始回落 单位：元/吨



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表 11. 我国镁产量下降明显 单位：万吨



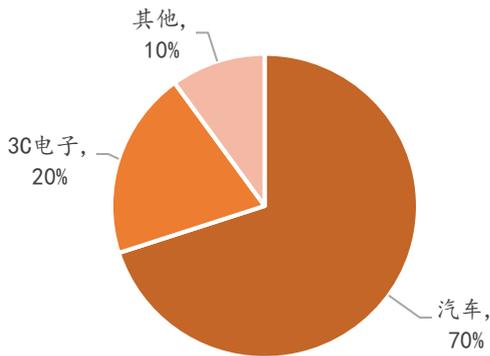
资料来源: Wind, 万联证券研究所

2.2 产品覆盖地区广泛, 销售结构合理

目前来看, 镁合金大部分用在汽车、3C 领域。汽车领域用量占 70%, 3C 电子领域占 20%, 其他领域占 10%。其中目前可以用的镁合金汽车零部件有盘骨架、气囊支架、泵壳、泵盖、座椅支架, 仪表盘支架、车门内框、车盖、轮毂等, 普及率最高的镁合金部件是方向盘。

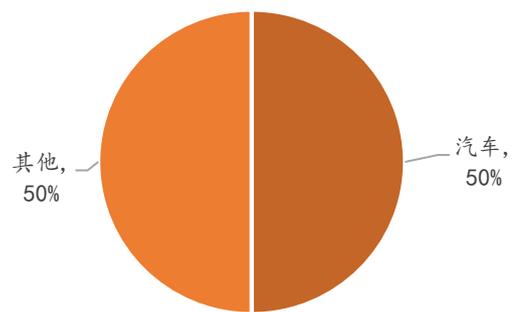
公司镁合金供给汽车客户占一半左右, 3C 和其他客户占一半左右。随着与北汽、宝钢等老牌企业合作的加深, 供给汽车方面的镁合金收入有望随着公司产品由小型化向大型发展有望进一步提高, 受益新能源汽车发展而带来的轻量化材料需求增长, 公司下游镁合金需求前景良好。

图表 12. 汽车行业用量约占镁合金使用量的70%



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表 13. 公司汽车行业镁用量比有明显提升空间



资料来源: Wind, 万联证券研究所

子公司覆盖地区广泛, 利于销售和运输。由巢湖子公司、五台子公司生产的原镁和回收镁作为原料来源, 由巢湖子公司, 五台子公司和惠州子公司生产镁合金产品, 其中巢湖子公司面向长三角、中部地区客户; 五台子公司面向中西部地区、海外客户; 惠州子公司面向珠三角客户。按地域分配, 节省运输成本。此外, 公司通过南京、扬州、荆州和巢湖子公司来将镁合金产品进一步深加工。

2.3 产能有序扩张，产销比稳定

目前镁业务部拥有 10 万吨原镁、17 万吨镁合金产能；压铸事业部拥有 9000 吨铸件产能；铝业务部拥有铝合金产能 28.5 万吨，空调扁管 1 万吨；金属铈产能 3000 吨。公司产销比比较稳定，库存较低。

2018 年 1 月 30 日，全资子公司巢湖云海镁业有限公司投资建设年产 5 万吨高性能铝合金棒材项目，项目总额约 1.5 亿元，预计建设期 1 年，达产后实现年净利润 1,820 万元，投资回收期为 5.06 年。

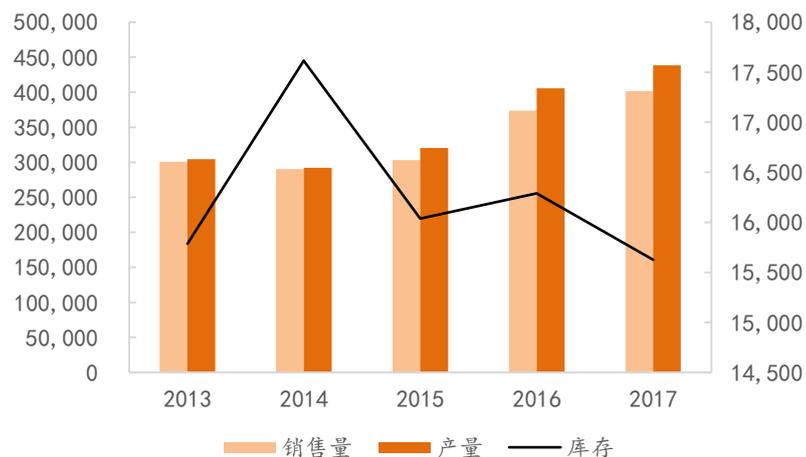
4 月 23 日，批准出资 8,000 万元于印度投资建设年产 100 万件压铸件及配套镁合金回收项目并设立印度子公司，项目达产后，预计实现年净利润为 1,446.26 万元，投资回收期为 6.97 年(含建设期)。

4 月 23 日，批准全资子公司扬州瑞斯乐复合金属材料有限公司投资建设年产 1 万吨微通道扁管项目，项目投资预计 1.03 亿元，项目达产后预计实现年净利润为 4604.73 万元，投资回收期为 2.9 年(不含建设期)。

4 月 23 日，批准对运城云海铝棒生产线进行升级改造，规模为年产 5 万吨高性能铝合金棒材，并同时在运城云海投资建设年产 5 万吨铝中间合金项目，投资总额为 3.6 亿元。

运城云海目前仍处于停产当中，根据 2017 年审计报告，运城云海利润占公司总利润约 4%左右，目前公司铝棒产能满足需求，运城云海停产期间由南京厂区补足产能。

图表 14. 公司产销比稳定，库存保持合理 单位：吨



资料来源：公司年报，万联证券研究所

图表 15. 公司产能释放预期强劲

		截至报告期产能	在建产能
镁产品	原镁	10万吨	无
	镁合金	17万吨	无
铝产品	铝合金	28.5万吨	15万吨
	压铸件	9000吨	100万件
空调扁管		1万吨	1万吨
金属锶		3000吨	无

资料来源：公司年报，万联证券研究所

3、布局深加工，下游业务快速发展

3.1 借助锶业务优势，中间合金业务稳定发展

中间合金毛利率保持稳定，平均毛利率达 18.04%，收入年复合增长率为 7.24%。

中间合金是由一种金属做基体，与其他金属（包括过渡族元素和稀土）或非金属形成的具有特定功能的合金新材料。作为关键的基础性材料，不仅能够大幅提高金属综合性能，扩大金属应用领域，还能降低制造成本，并为新型金属材料的研发和制备提供支持，未来金属材料生产和产品制造对改变金属性能的中间合金需求将越来越大。

2000 年以来，公司在中间合金领域不断加大研发投入和设备改造力度，2010 年与美国最大的铝钛硼生产企业 KBA 公司合作成立南京云开（2013 年收购剩余 45% 股权），进一步提升了中间合金产能。目前，公司合计拥有中间合金产能约 1.5 万吨，批量生产的中间合金产品主要包括铝锶合金、铝钛硼合金、铝钙合金；镁钙合金、镁稀土合金等，其中铝锶合金已基本替代进口并实现批量出口。

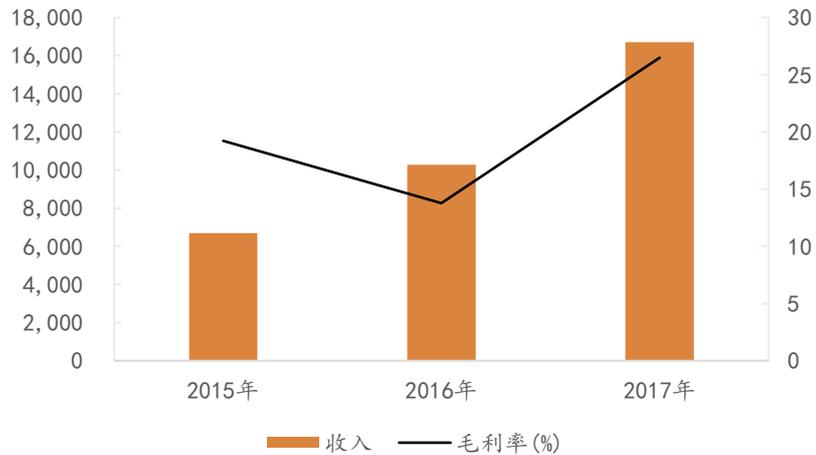
3.2 微通道扁管业务已成为新的利润增长极

微通道铝扁管（又称“平行流铝扁管”）是一种采用精炼铝棒、通过热挤压、经表面喷锌防腐处理，薄壁多孔扁形管状材料，主要应用于各种冷剂的空调系统中，作为承载新型环保制冷剂的管道零部件，采用新型环保制是新一代平行流微通道空调换热器的关键材料。公司微通道扁管项目仅入表三年，其业务收入已达 1.67 亿元，增长迅速，随着其产能的翻番预计将对公司营收产生明显的提振作用。

微通道扁管市场广阔，且随环保政策要求及产业发展趋势将进一步扩大。2017 年，我国汽车产量为 2901.54 万辆，按照每个汽车空调平均需用微扁通道铝管 1.05 公斤（用量范围为 0.8~1.6 公斤）计算，共需求约 3 万吨。在家用、商用空调方面，随着 R22 禁用令期限的越来越近，越来越多的国内外知名空调企业已开始研发使用全铝微通道换热器。美国早在多年前就开始在家用空调上使用全铝微通道换热器，美国空调业的航母“约克”已 100% 在产品上使用了全铝微通道换热器；日本和韩国的空调生产企业，如夏普，三星等早在几年前就开始了微通道换热器

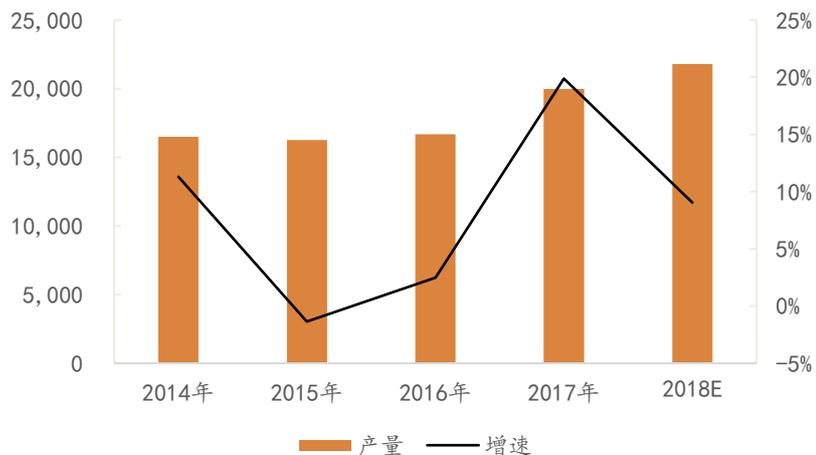
的研究。而中国，加速家、商用空调的更新换代更具迫切性。17年，中国空调产量约占全球市场的40%以上，达到1.8亿台，预计今年将突破两亿台。预计将显著提升国内微通道扁管的需求。

图表 16. 微通道扁管业务增长明显 单位：万元，%



资料来源：公司年报，万联证券研究所

图表 17. 我国空调产量即将突破2亿台 单位：万台



资料来源：公司年报，万联证券研究所

3.3 着力发展轻量化车用材料

3.2.1 行业背景及发展潜力

作为最直接有效的车辆节能减排措施，汽车轻量化已成为当期汽车行业发展的**重要趋势**。随着全球环保压力的不断加大，世界各国都对汽车领域制定了各类乘用车尾气排放及燃料消耗标准。轻量化汽车减重可以降低消费者油耗，减重后惯性降低可减小制动距离，提升安全性；同时欧美等国要求汽车的回收率必须达到车重的95%，镁合金的高回收性能更好地帮助汽车厂商完成要求，所以轻量化也是汽车产业发展的必然趋势。各国及地区对燃气减排和油耗降低都设立了严格的标

准。2020 年我国汽车燃气排放量计划降至 5L/100km，所以未来汽车轻量化巨大的发展空间给镁合金市场创造了庞大的需求。

高性能镁合金及变形镁合金等镁制材料获国家政策支持。2017 年，工信部、发改委、科技部、财政部印发《新材料产业发展指南》，旨在突破一批新材料品种、关键工艺技术与专用装备，不断提升新材料产业国际竞争力。《指南》给出了镁材料的发展方向，提出了镁材料发展重点任务及镁材料的相关保障措施。国家发改委发布 2017 年第 1 号公告，正式发布《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录》（2016 版），高性能镁合金及变形镁合金等列入其中。

纯电动汽车整车重量若降低 10kg，续航里程则可增加 2.5km，镁合金部件的使用将显著减少汽车的整车重量。镁是实用金属中最轻的金属，比重为 1.738，是铁的 1/4，铝的 2/3。到目前为止，国外汽车上共有 60 多个零部件采用镁合金，其中方向盘骨架、转向管柱支架、仪表盘骨架、座椅框架、气门室罩盖、变速箱壳、进气歧管等 7 个部件镁合金的使用率最高。

同时，铝合金材料在我国汽车行业存在巨大的发展空间。目前我国汽车行业用铝量约 8 万吨，跟欧美比起来偏低，欧洲、北美均为数十万吨级。据介绍，目前铝材的使用在下探，比如 A 级车、比较小的车可能不用全铝车身，但是会在发罩内外板、尾门、翼子板等覆盖件上先进行应用，从而达到轻量化减重要求。根据全球最大的铝压延产品制造商诺贝丽斯预测，2025 年中国汽车产业用铝量会超过欧洲，仅次于北美。

3.2.2 公司轻量化领域布局及合作情况

为扩大下游市场，增加公司的盈利能力，云海金属在布局轻量化汽车部件方面进行了多方合作和布局。

2017 年末，公司与北京汽车集团有限公司签订战略合作框架协议，协议期为 5 年。与汽车生产商的直接合作，对公司新品开发、技术改进、产品批量化生产有积极影响，有利于提高公司产品在汽车轻量化应用推广的速度。

2018 年 4 月 24 日，公司通过会议决定以自有资金 8,000 万元在印度投资设立子公司，投资建设年产 100 万件压铸件及配套镁合金回收项目。从汽车消费市场来看，印度是仅次于中国和美国的全球第三大单一汽车市场，发展前景广阔，在印度投资建厂有利于公司进一步开拓国际市场。且因为印度属于发展中国家，生产成本较低，且节约运输费用，在印度建厂将有助于公司更好的控制费用，增强竞争实力。

2018 年 8 月 23 日，公司披露了关于签订对江苏珀然增资协议书的公告，向后者增资 4000 万元，增资后持有江苏珀然 15.22% 股权。江苏珀然主营业务为轻量化旋压锻造铝轮毂制造业，已经通过了德国 TUV 产品认证、ISO9001、IATF16949、美国 DOT-T、日本 JWJ 及巴西 INMETRO 等认证，产品广泛用于新能源汽车、公交车、客车和卡车，处于行业领先水平。锻造铝轮毂相比传统轮毂主要优点有：重量轻，节省燃油；强度高，不容易变形，承载能力强，安全性好；此外，还能延长轮胎

使用寿命，具有良好的驾驶舒适性，且造型美观，容易回收加工，符合汽车轻量化的需求。

2018年9月28日，公司决定与健信科技及合肥信实拟共同投资建设年产100万只汽车镁轮毂生产加工项目，项目投资总金额预计为10.8亿元。其中，云海金属投资5000万元，占比33.11%。健信科技是一家以镁、铝锻造汽车轮毂生产、研发、营销一体的国际一流的台湾上市公司，产品为国际知名的汽车企业配套，并通过国内外知名车厂认证。此次投资合作各方将发挥各自在专攻领域的特长优势，在镁轮毂生产技术的研发方面取长补短，共同发展镁轮毂行业。

2018年12月25日，公司控股股东、实际控制人梅小明先生将其持有的51,713,803股公司股份，占上市公司总股本的8%，按7.02元/股的价格转让给宝钢金属，标的股份转让总价为363,030,897.06元。

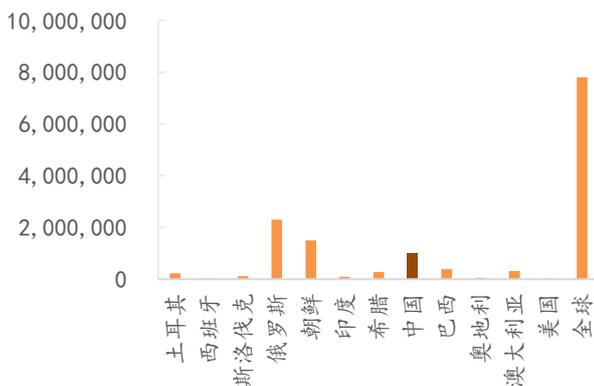
宝钢在汽车行业有着丰富的制造经验。四十年来，宝钢汽车板以改革开放长子的担当从零起步，有力支撑了中国汽车行业的迅猛发展，累计为中国汽车行业提供了近1亿吨钢材，累计销售高强度钢近2000万吨，占据了国内汽车板市场的半壁江山。本次战略股东的引进有利于公司加快公司战略布局，推进轻合金应用，推动行业发展。

4、镁资源情况

4.1 镁供应情况

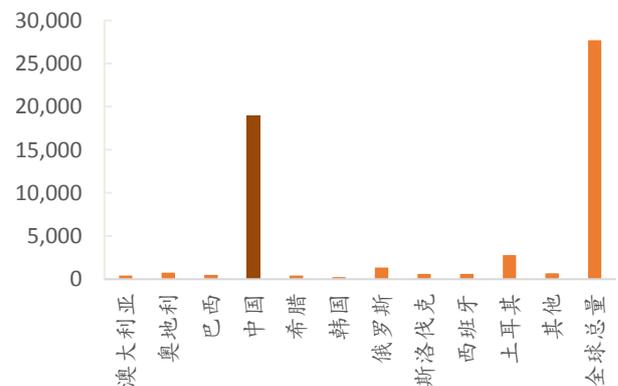
我国镁资源丰富，全球储量排名第三位。镁储量达10一定，镁在自然界中以化合态存在，主要分布于镁矿石（白云石矿、菱镁矿等）、盐湖、海水等资源中，镁在地壳表层储量居第8位，占1.9%（质量比），我国已探明的白云石矿资源总量为40亿吨、菱镁矿31.45亿吨、蛇纹石矿30亿吨，青海柴达木盆地的33个盐湖镁盐储量为47.5亿吨，而且储存形式为非常有利于开采的高纯度氯化镁。据中国镁协报道，中国陆地镁资源储量占全球陆地总储量的67%；而我国的铝和钢均依靠大量的进口矿石，从资源的角度镁的应用特别是替代铝和钢将是大势所趋。

图表 18. 我国镁储量全球排行第三 单位：千公吨



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表 19. 我国镁产量占全球产量约87% 单位：千公吨

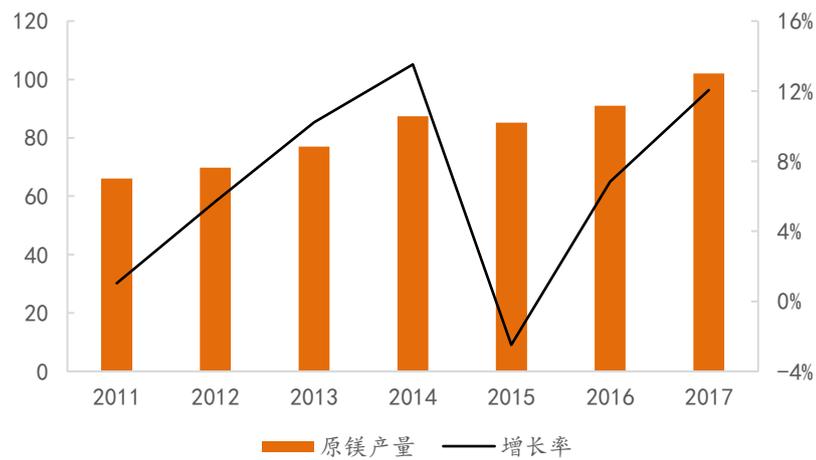


资料来源：Wind，万联证券研究所

2020 年，预计原镁全球产量将达 120 万吨。据国外一家名为“Roskill”的研究公司在调查结果显示，预计全球原镁产量将以平均每年 3.4% 的增长率增长，并在 2020 年达到 120 万吨/年。

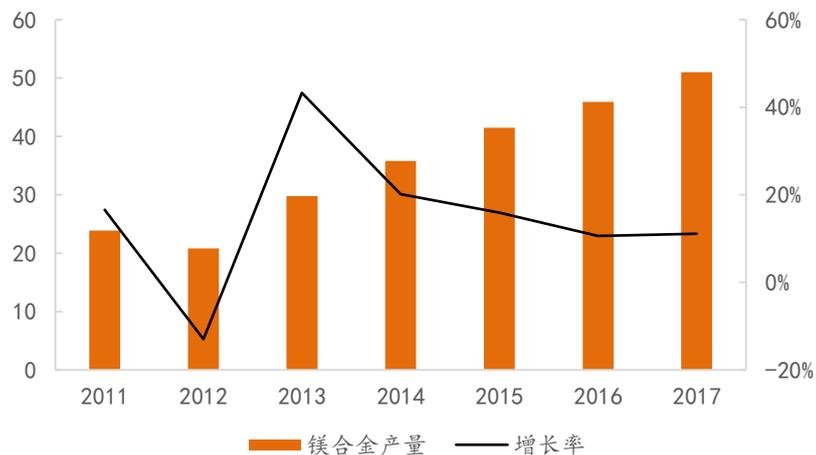
产量方面，我国原镁产量占世界总量 87.13%，占据市场主导地位。我国是世界上最大的原镁生产国，2017 年原镁和镁合金产量分别为 102 万吨和 51 万吨，同比分别增长 12.05% 和 11.11%。

图表 20. 我国原镁产量突破 100 万吨 单位：万吨



资料来源：公开资料，万联证券研究所

图表 21. 我国镁合金产量稳步提升 单位：万吨



资料来源：公开资料，万联证券研究所

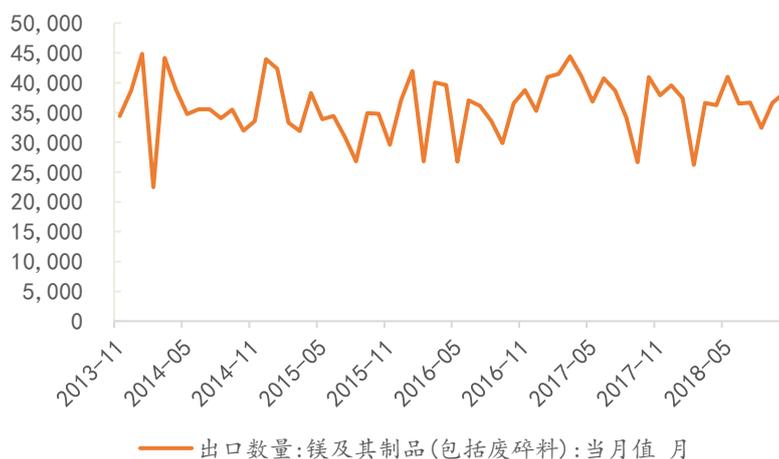
4.2 镁需求情况

我国是镁最大的消费国和出口国，国内市场广阔。2017 年国内镁消费量约为 48 万吨，同比增长超 20%；2017 年镁产品出口数量为 46.02 万吨，较上年 38.3 万吨增长超 20%，其中镁合金共出口 10.76 万吨，同比增加 9.65%。

国内镁出口增速放缓，保持高位。据统计，2018年1-8月中国共出口各类镁产品31.2万吨，同比减少1.86%。预计18年全年镁出口量将小幅下调。

国内镁消费增长明显，冶金领域的消费量同比有望小幅增长；加工领域的消费预计增长幅度较大。2017年我国镁消费达48万吨，过去十年间，中国镁消费量增长超100%。

图表 22. 镁及其制品出口量较为稳定 单位：吨



资料来源: Wind, 万联证券研究所

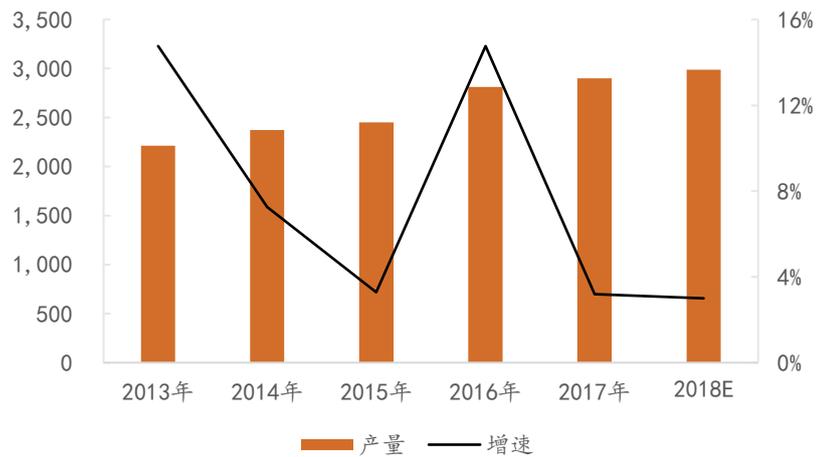
全球镁主要应用于镁合金，镁合金需求主要来源于汽车行业。目前，全球原镁产量中，约有70%用于生产镁合金，剩余产量用于钢铁脱硫、铸造产品等其他用途。镁合金需求中有70%来源于汽车行业，其他20%和10%分别来自3C行业和航空航天等行业。汽车轻量化的加速推广将明显提高对镁金属的整体需求。

国内汽车镁用量显著低于发达国家，发展空间巨大。预计到2020年，欧美日汽车用镁合金的市场需求是77万吨，国内需求为8~10万吨。目前北美地区每辆汽车使用镁合3.8kg，日本为9.3kg，欧洲PASSAT和Audi A4上每辆车使用镁合金达到14kg，而国产汽车每辆用量平均仅1.5kg左右。

政策支持，单车镁合金用量预计显著提升。国家制造强国建设战略咨询委员会、工信部委托，中国汽车工程学会牵头发布的新能源汽车联合研究项目显示，将大力推进镁合金材料在中国汽车上的应用，单车用镁量目标为：2020年达到15kg，25年达到25kg，30年达到45kg。中国工程院院士潘复生指出，未来汽车行业镁合金需求量达150~200万吨。

全球汽车产量稳步增长，中国汽车市场前景广阔。世界汽车产量2017年为9,730万辆，较上年9,498万辆增加2.36%。增速较上年4.50%调低。我国2017年汽车产量为2,940万辆，增加4.30%。预计2018年世界汽车产量将突破1亿辆，国内汽车产量将突破3,000万辆。到2020年中国汽车市场的销量有望占据全球汽车总销量的一半以上，将是美国市场销量的两倍左右，中国汽车市场前景非常广阔。

图表 23. 2018 年我国汽车产量预计约 3000 万辆 单位：万辆



资料来源：公开资料，万联证券研究所

图表 24. 汽车月度产量趋于回落



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表 25. 新能源汽车产量快速增长



资料来源：Wind，万联证券研究所

其他行业的发展将对镁合金的需求产生重要促进作用。在摩托车市场，已经开发应用了镁合金轮毂、气缸体、顶盖等零部件，单车镁合金用量约为 3~10kg。同时，2017 年中国铁路里程达到 12 万公里，其中高铁里程超过 2.2 万公里，对镁合金轻量化零部件需求潜力也很巨大。

目前，全球年用镁量仅为 80 万吨，而同类金属铝全球年用量在 5000 万吨以上，镁作为铝的替代金属具有巨大的发展空间。

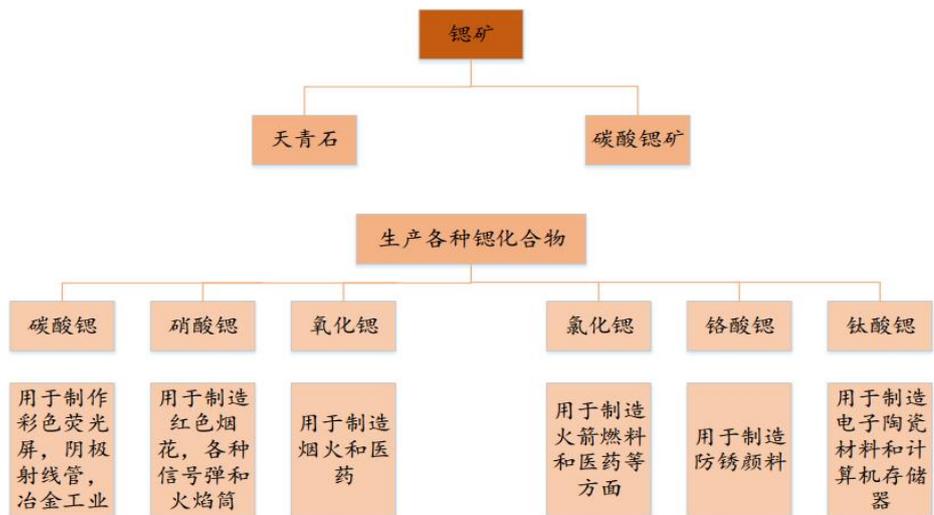
4.3 库存情况

亚洲金属网数据中心数据显示，2018 年 9 月中国镁粉生产商库存量为 1,060 吨，较上月 950 吨增加 11.6%，较去年同期 1,800 吨减少 41.1%。低库存为价格上涨提供了一定的支撑。

5、锆行业老牌龙头，收入稳中有升

铈在地壳中的含量约 0.04%，丰度居第 15 位。由于铈极易与空气和水发生化学反应，所以不存在自然态的铈，都是以化合物的形式出现，它的主要矿物是天青石和菱铈矿。铈元素广泛存在于矿泉水中，是一种人体必需的微量元素，具有防止动脉硬化，预防骨质疏松患者骨折，防止血栓形成的功能。质量数 90 的铈是一种放射性同位素，可作 β 射线放射源。金属铈用于制造合金、光电管，以及分析化学、烟火等。铈具有很强的吸收 X 射线辐射功能和独特的物理化学性能，被广泛应用于电子、化工、冶金、军工、轻工、医药和光学等各个领域。

图表 26. 铈产业结构



资料来源：公司年报，万联证券研究所

“工业味精”——铈金属战略价值愈发明显。金属铈作为长效变质剂，主要作为添加剂用于铝合金生产和铸造中提高其机械性能，在炼钢、耐热镁合金生产中等也有应用。近年来，随着铈在磁性材料、陶瓷电容、光学玻璃、新能源储能技术等新兴行业的加速应用，其战略价值也越来越明显。

公司金属铈对外销售为主，部分自用，做成铝铈合金，且最近两年销量增加明显，毛利率保持稳定。相关资料显示，全球金属铈需求为 4,500 吨，云海金属销量占比 65%以上，拥有明显的规模优势和定价优势。公司总经理梅小明先生曾任南京市冶金研究所工程师，南京市冶金研究所溧水铈业工厂厂长，在铈行业有丰富的从业经验。

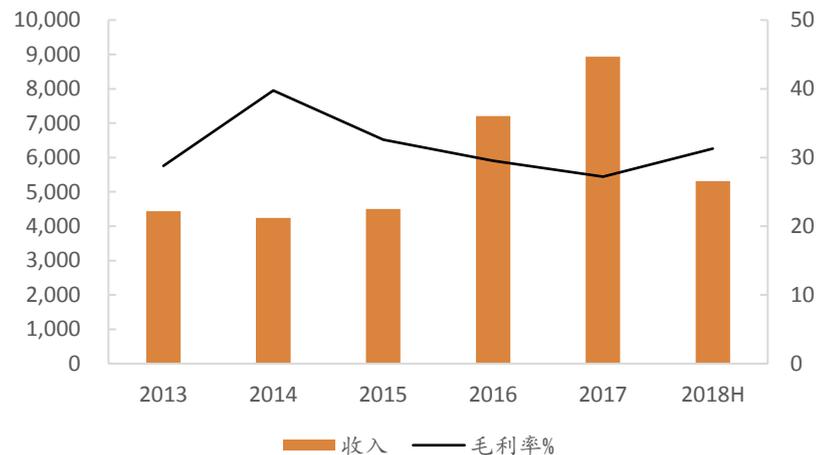
预计 18 年公司铈业务收入可达 1 亿元，贡献毛利 3,000 万元以上。同时，全球铈矿产量下降明显，预计将促进铈价格的进一步上涨。

图表 27. 全球锑矿产量下降明显 单位：吨



资料来源：公司公告，万联证券研究所

图表 28. 公司锑业务毛利保持高位 单位：万元，%



资料来源：公司公告，万联证券研究所

6、投资建议

盈利预测与投资建议：本期来看，公司利润的大幅增加主要来源于政府补助项目，主营项目并没有对利润产生显著的影响。但从中长期来看，项目投产和技术突破均有望使公司利润大幅提升。预计公司 2018-2020 年 EPS 为 0.31、0.42 元和 0.45 元，结合 2018 年 12 月 26 日收盘价 6.50，对应的 PE 为 20.67、15.40 和 14.45 倍，公司当前估值较低，看好公司的成长性，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 29. 可比公司估值

证券简称	证券代码	总市值 亿元	收盘价 元/股	PE		
				2018E	2019E	2020E
濮耐股份	002225	40.68	4.58	14.11	8.84	6.40
南山铝业	600219	256	2.14	12.93	10.71	9.11
亚太科技	002540	59.57	4.72	15.98	13.72	10.02

云铝股份	000807	103	3.95	25.80	10.89	7.17
三祥新材	603663	22.76	16.77	25.97	19.92	15.94
西部材料	002149	23.70	5.57	30.43	19.99	11.10
中钨高新	000657	47.70	5.41	22.76	14.05	8.96
鼎胜新材	603876	84.58	19.66	28.37	22.39	18.11

资料来源: Wind, 万联证券研究所

7、风险提示

产品、原料价格波动带来的风险;

外销收入占比提高带来的汇兑风险。国外收入占比约 12% (2017A), 综合近期贸易冲突情况来看, 公司外销在一定程度上受宏观政策影响。若相关国家发生贸易冲突将导致公司波动;

项目研发、投产低于预期。公司有多项新增产能处于建设期, 存在投产晚于预期风险。

资产负债表		单位：百万元			
至12月31日	2017A	2018E	2019E	2020E	
流动资产	1,851	1,985	2,189	2,357	
货币资金	147	156	197	234	
应收及预付	998	1,052	1,163	1,239	
存货	664	716	772	825	
其他流动资产	42	61	57	59	
非流动资产	1,871	1,892	1,900	1,920	
长期股权投资	115	115	115	115	
固定资产	1,337	1,337	1,337	1,337	
在建工程	127	147	162	176	
无形资产	211	211	211	211	
其他长期资产	81	82	76	81	
资产总计	3,722	3,877	4,089	4,277	
流动负债	2,022	2,130	2,074	1,979	
短期借款	1,586	1,639	1,548	1,422	
应付及预收	366	412	445	473	
其他流动负债	36	42	42	42	
非流动负债	1,871	1,892	1,900	1,920	
长期借款	0	0	0	0	
应付债券	0	0	0	0	
其他非流动负债	148	0	0	0	
负债合计	2,169	2,130	2,074	1,979	
股本	646	646	646	646	
资本公积	466	466	466	466	
留存收益	435	638	911	1,202	
归母股东权益	1,549	1,753	2,025	2,316	
少数股东权益	3	-5	-11	-18	
负债和股东权益	3,722	3,877	4,089	4,277	

现金流量表		单位：百万元			
至12月31日	2017A	2018E	2019E	2020E	
经营活动现金流	311	159	188	223	
净利润	153	195	267	283	
折旧摊销	256	35	48	40	
营运资金变动	-112	-71	-127	-100	
其它	14	0	0	0	
投资活动现金流	-355	-9	-8	-16	
资本支出	-23	-23	-4	-7	
投资变动	0	0	0	0	

利润表		单位：百万元			
至12月31日	2017A	2018E	2019E	2020E	
营业收入	4,927	5,506	6,061	6,462	
营业成本	4,303	4,773	5,210	5,561	
营业税金及附加	33	34	38	40	
销售费用	100	121	131	139	
管理费用	261	290	320	341	
财务费用	87	44	43	39	
资产减值损失	8	0	0	0	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	2	0	0	0	
营业利润	165	244	319	342	
营业外收入	28	0	15	12	
营业外支出	5	0	4	4	
利润总额	189	241	330	350	
所得税	35	46	63	66	
净利润	153	195	267	283	
少数股东损益	-2	-9	-5	-8	
归母净利润	155	203	273	291	
EBITDA	18.32	19.83	15.39	14.22	
EPS (元)	0.24	0.31	0.42	0.45	

主要财务比率					
至12月31日	2017A	2018E	2019E	2020E	
成长能力					
营业收入	21.7%	11.8%	10.1%	6.6%	
营业利润	-13.7%	47.6%	31.0%	7.0%	
归母净利润	-8.6%	31.3%	34.2%	6.6%	
获利能力					
毛利率	12.7%	13.3%	14.1%	14.0%	
净利率	3.1%	3.5%	4.4%	4.4%	
ROE	10.0%	11.6%	13.5%	12.6%	
ROIC	6.2%	7.2%	8.7%	8.8%	
偿债能力					
资产负债率	58.3%	54.9%	50.7%	46.3%	
净负债比率	139.8%	121.9%	103.0%	86.1%	
流动比率	0.92	0.93	1.06	1.19	
速动比率	0.56	0.54	0.62	0.71	
营运能力					
总资产周转率	1.37	1.45	1.52	1.54	

其他	-332	14	-5	-10	应收账款周转率	5.62	5.80	5.74	5.74
筹资活动现金流	-27	-141	-139	-170	存货周转率	6.79	6.58	6.66	6.65
银行借款	54	53	-92	-126	每股指标 (元)				
债券融资	0	0	0	0	每股收益	0.24	0.31	0.42	0.45
股权融资	0	0	0	0	每股经营现金流	0.48	0.25	0.29	0.35
其他	-81	-194	-47	-44	每股净资产	2.40	2.71	3.13	3.58
汇率变动影响	-1	0	0	0	估值比率				
现金净增加额	-71	9	41	37	P/E	39.16	20.67	15.40	14.45
期初现金余额	206	135	144	185	P/B	3.91	2.40	2.07	1.81
期末现金余额	135	144	185	222	EV/EBITDA	18.32	19.83	15.39	14.22

资料来源: Wind, 万联证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦
北京 西城区平安里大街28号中海国际中心