

镁业龙头，受益镁价上涨，发力镁合金汽车轻量化应用

投资要点

- 事件：**公司发布2018年年报，实现营业收入51亿元，同比增长3.5%；实现归母净利润3.3亿元，同比增长112.8%；实现扣非后的归母净利润2.09亿，同比增长91%。
- 镁价大涨增厚公司利润。**公司2018年归母净利润同比大幅度增加，主要原因有两点：（1）2018年原镁价格同比增长约11%，一方面是因为国家环保政策趋紧，环保改造导致部分企业的停产、减产，另一方面是内蒙古和神木府谷的煤炭因为矿难，煤炭供应紧张、价格高企，直接导致了内蒙古、神木府谷地区作为兰炭的主要产地供应紧张。（2）公司2018年收到政府拆迁补助导致非经常性损益增加净利润1.2亿元。
- 镁价维持高位，有利于公司业绩持续释放。**公司作为镁行业龙头，目前原镁产能10万吨，镁合金产能18万吨，按目前原镁完全成本1.4万元/吨计算，公司单吨原镁的盈利超过3500元，镁价高位持稳有利于公司业绩持续释放。
- 铝合金产业链的延伸，微通道扁管成新利润增长点。**公司传统铝合金业务作为产业链下游深加工的原材料，产品附加值不高，毛利率仅为4%-7%左右，产能将近28万吨，而公司大力发展的空调扁管业务毛利率稳定在25%以上，2018年的营收同比增长40%，毛利率高达27.5%，2019年销量有望翻倍，未来2万吨产能达产将进一步增厚公司利润。
- 引入战略合作伙伴，发力镁合金汽车轻量化应用。**公司引入宝钢金属作为战略合作伙伴，持股比例达到8%，公司实际控制人转让价格为7.02元/股。宝钢股份为国内最大的汽车板供应商，在冷轧汽车板市场上持续保持50%以上的市场份额，宝钢金属的引入，有利于加速公司镁合金产品在汽车领域的应用。此外公司还与健信科技、合肥信实拟共同投资10.8亿元，建设年产100万只汽车镁轮毂生产加工项目，目标打造镁轮毂现代化的生产基地。镁轮毂对汽车轻量化意义重大，一方面镁汽车轮毂可以极大的提高单车用镁量，另一方面汽车轮毂作为安全件如果得到应用的话，其他汽车零部件用镁比例将极大的提高。
- 盈利预测与评级。**我们预计公司2019-2021年EPS分别为0.5元、0.6元、0.68元，对应PE分别为19倍、16倍和14倍。首次覆盖给予“增持”评级。
- 风险提示：**镁金属价格大幅波动的风险，微通道扁管业务发展不及预期的风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	5101.05	5837.37	6205.10	6509.83
增长率	3.54%	14.43%	6.30%	4.91%
归属母公司净利润（百万元）	329.50	325.95	385.88	441.54
增长率	112.83%	-1.08%	18.38%	14.43%
每股收益EPS（元）	0.51	0.50	0.60	0.68
净资产收益率ROE	17.96%	15.61%	16.02%	15.92%
PE	18	19	16	14
PB	3.33	2.92	2.53	2.20

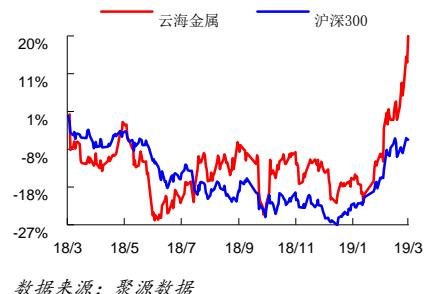
数据来源：Wind，西南证券

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

联系人：刘孟峦
电话：010-57758572
邮箱：lml@swsc.com.cn

相对指数表现



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)	5.8-9.43
总市值(亿元)	60.96
总资产(亿元)	45.27
每股净资产(元)	2.83

相关研究

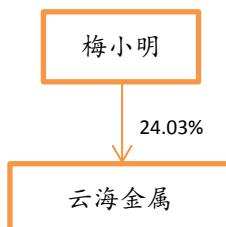
1 公司概况：镁业龙头，发力镁合金汽车轻量化应用

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、压铸件和金属锶等。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，金属锶接近 3000 吨。主要产品有六大系列，分别是镁合金、铝合金、金属锶、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、铝锶合金和锌合金。压铸件主要是镁合金方向盘。

梅小明先生是公司的控股股东、实际控制人，拥有公司总股份的 24.03%，股权结构稳定。梅小明先生作为公司创始人和发起人股东，长期从事金属材料中的锶、镁、钙的冶炼及其合金熔铸技术的研究工作，曾任南京市冶金研究所工程师和南京市冶金研究所溧水锶业工厂厂长，拥有深厚的技术经验和管理能力。

图 1：公司股权结构（2019.1）



数据来源：公司公告，西南证券整理

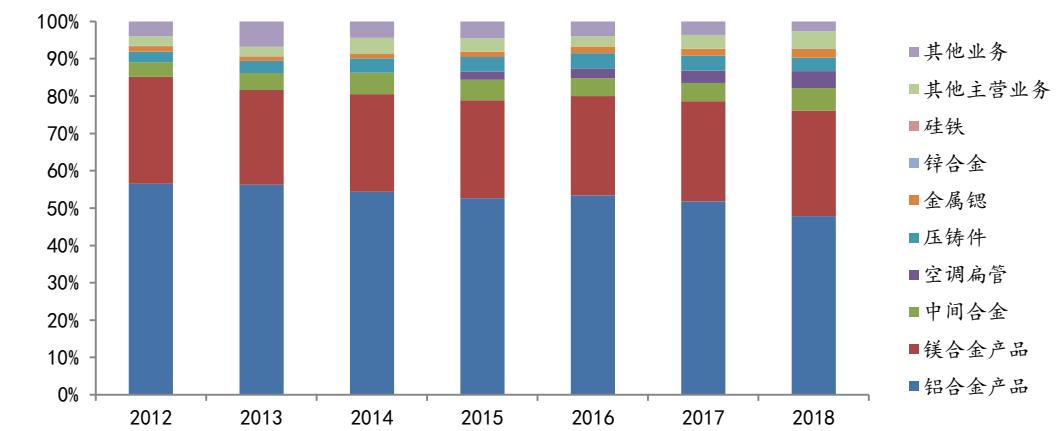
公司在稳定上游产品供应的基础上，着力发展和深化深加工产品，扩大深加工产品的规模，实现升级转型。压铸目前以方向盘骨架为主要产品，同时公司开发了支架、箱体、壳体等镁合金部件；扬州瑞斯乐公司生产的微通道空调扁管通过开发客户和拓展应用领域，销售量增幅较大；镁铝其他挤压产品逐步开发并量产，扩大应用，成为公司新的利润增长点。

2018 年，公司引入宝钢金属作为战略投资者，持股比例达到 8%。宝钢金属为国内最大的汽车板供应商，在冷轧汽车板市场上持续保持 50% 以上的市场份额，宝钢金属的引入，有利于加速公司镁合金产品在汽车领域的应用。此外公司还与健信科技、合肥信实拟共同投资 10.8 亿元，建设年产 100 万只汽车镁轮毂生产加工项目，目标打造镁轮毂现代化的生产基地，积极布局镁产业链下游行业。

2 公司业绩：镁铝为主，营收稳健增长

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 年镁产品受益于镁价上涨，毛利率为 17.98%，同比增长 3.15%，铝合金产品毛利率为 6.94%。2018 年，公司镁、铝业务带来的收入占公司总营业收入的 76%。

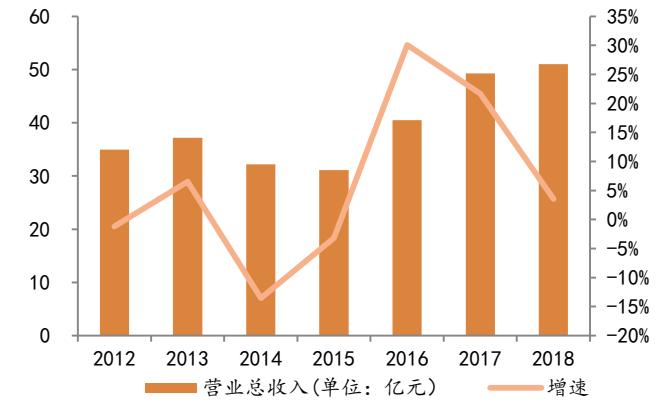
图 2：公司各项业务占比情况



数据来源：Wind，西南证券整理

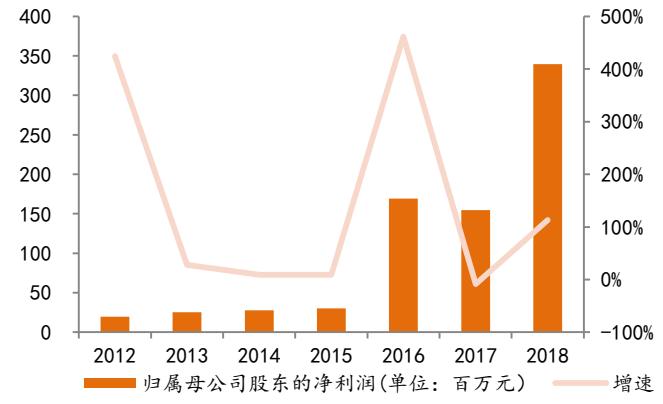
公司近几年来主营业务收入稳步增长，2018 年实现营业收入 51 亿元，同比增长 3.5%；实现归母净利润 3.3 亿元，同比增长 112.8%；实现扣非后的归母净利润 2.09 亿，同比增长 91%。

图 3：公司 2012-2018 年营业收入



数据来源：WIND，西南证券整理

图 4：公司 2012-2018 年归母净利润



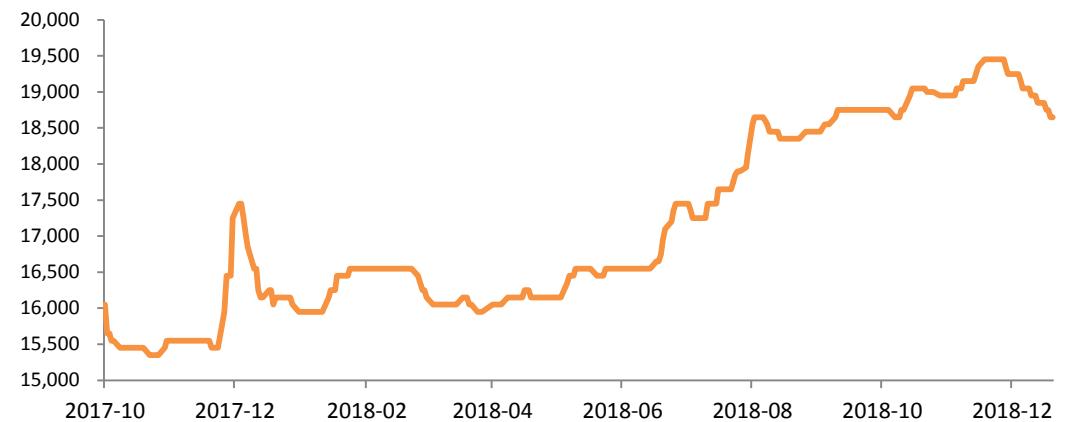
数据来源：WIND，西南证券整理

3 业绩分析：受益镁价上涨，积极布局产业链下游

公司 2018 年归母净利润同比大幅度增加，主要原因有两点：

(1) 2018 年原镁价格同比增长约 11%，一方面是因为国家环保政策趋紧，环保改造导致部分企业的停产、减产，另一方面是内蒙古和神木府谷的煤炭因为矿难，煤炭供应紧张、价格高企，直接导致了内蒙古、神木府谷地区作为兰炭的主要产地供应紧张。

图 5：长江有色市场镁锭均价 (元/吨)



数据来源：Wind，西南证券整理

(2) 公司 2018 年收到政府拆迁补助导致非经常性损益增加净利润 1.2 亿元，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。

公司传统铝合金业务作为产业链下游深加工的原材料，产品附加值不高，毛利率仅为 4%-7% 左右，2018 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 年空调扁管营收同比增长 40.12%，毛利率为 27.48%，2019 年销量有望翻倍。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 年分业务情况

	营业收入 (百万)	营业成本 (百万)	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
铝合金产品	2,440.24	2,271.00	6.94%	8.70%	4.68%	3.15%
镁合金产品	1,440.40	1,181.41	17.98%	-4.32%	-6.02%	1.69%
中间合金	307.50	267.02	13.16%	29.52%	12.94%	9.32%
空调扁管	234.13	169.79	27.48%	28.87%	35.01%	-3.96%
压铸件	183.00	145.62	20.42%	40.12%	38.22%	0.99%
金属锶	115.73	73.45	36.53%	544.93%	704.38%	-16.33%
锌合金	9.40	7.75	17.61%	-5.14%	3.50%	-6.65%

数据来源：公司 2018 年年报，西南证券整理

4 盈利预测与估值

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，金属锶接近 3000 吨。主要产品有六大系列，分别是镁合金、铝合金、金属锶、中间合金、压铸件和微通道扁管。

假设 1：公司铝合金产能 2019 年有 3 万吨的增长。

假设 2：公司 2019-2021 年镁价格稳定，2019 年原镁产量有 1 万吨的增长，镁合金产能有 1 万吨的增长，产品的毛利率稳定在 18%。

假设 3：公司空调扁管业务 2019 年销量翻倍，2020 年满产达到 20000 吨。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 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		2018A	2019E	2020E	2021E
铝合金产品	收入	2440.9	2685.0	2685.0	2685.0
	增速	-4.3%	10.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	6.9%	6.5%	6.5%	6.5%
镁合金产品	收入	1440.3	1656.4	1739.2	1826.2
	增速	8.7%	15.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%
中间合金	收入	307.8	384.8	442.5	508.9
	增速	29.0%	25.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	13.2%	13.0%	13.0%	13.0%
压铸件	收入	182.8	201.1	221.2	243.3
	增速	8.3%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	20.4%	21.0%	21.0%	21.0%
空调扁管	收入	234.1	339.5	458.3	481.2
	增速	40.1%	45.0%	35.0%	5.0%
	毛利率	27.5%	28.0%	28.0%	28.0%
金属锶	收入	115.7	138.8	166.6	199.9
	增速	29.5%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	36.5%	35.0%	35.0%	35.0%
锌合金	收入	9.4	14.1	21.2	31.7
	增速	544.9%	50.0%	50.0%	50.0%
	毛利率	17.6%	20.0%	20.0%	20.0%
其他主营业务	收入	234.5	281.4	337.7	405.2
	增速	27.9%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	60.0%	50.0%	50.0%	50.0%
其他业务	收入	136.3	136.3	136.3	136.3

单位: 百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
	增速	-23.6%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%
合计	收入	5101.1	5837.4	6205.1	6509.8
	增速	3.5%	14.4%	6.3%	4.9%
	毛利率	15.3%	15.0%	15.7%	16.2%

数据来源: Wind, 西南证券

根据以上说明和假设, 我们预计公司 2019-2021 年的营业收入分别为 58.4 亿元、62.1 亿元和 65.1 亿元, 归母净利润分别为 3.26 亿元、3.86 亿元和 4.42 亿元, EPS 分别为 0.50 元、0.60 元和 0.68 元, 对应 PE 分别为 19 倍、16 倍和 14 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		
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
002540.SZ	亚太科技	5.75	-	0.35	0.44	15.51	16.39	13.08
600219.SH	南山铝业	2.75	0.16	0.20	0.23	16.89	14.07	12.10
002085.SZ	万丰奥威	8.53	-	0.50	0.54	17.74	17.03	15.88
601137.SH	博威合金	9.44	0.54	0.71	0.85	17.36	13.33	11.07
平均值						16.88	15.20	13.03
002182.SZ	云海金属	9.43	0.51	0.50	0.60	18.50	18.70	15.80

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)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	5101.05	5837.37	6205.10	6509.83	净利润	328.58	325.95	385.88	441.54
营业成本	4320.61	4963.46	5232.59	5455.44	折旧与摊销	154.25	81.00	81.00	81.00
营业税金及附加	38.12	42.08	45.28	47.31	财务费用	98.62	79.44	76.58	65.88
销售费用	103.87	121.49	127.74	134.26	资产减值损失	14.35	0.00	0.00	0.00
管理费用	99.11	291.87	310.26	325.49	经营营运资本变动	-292.41	-199.45	-103.72	-96.14
财务费用	98.62	79.44	76.58	65.88	其他	-213.34	1.75	0.36	-0.39
资产减值损失	14.35	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	90.04	288.69	440.09	491.89
投资收益	5.95	0.00	0.00	0.00	资本支出	-149.23	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	-0.06	-0.06	-0.05	其他	-87.25	-0.06	-0.06	-0.05
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-236.48	-0.06	-0.06	-0.05
营业利润	410.33	338.98	412.61	481.40	短期借款	511.92	135.39	-261.49	-318.31
其他非经营损益	-8.12	60.74	60.32	59.86	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	402.21	399.72	472.92	541.25	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	73.64	73.77	87.05	99.71	支付股利	0.00	-65.90	-65.19	-77.18
净利润	328.58	325.95	385.88	441.54	其他	-343.38	-80.98	-76.58	-65.88
少数股东损益	-0.93	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	168.54	-11.49	-403.26	-461.37
归属母公司股东净利润	329.50	325.95	385.88	441.54	现金流量净额	28.27	277.14	36.77	30.47
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	306.60	583.74	620.51	650.98	成长能力				
应收和预付款项	1170.36	1292.82	1371.17	1449.31	销售收入增长率	3.54%	14.43%	6.30%	4.91%
存货	785.77	900.99	949.63	990.59	营业利润增长率	148.34%	-17.39%	21.72%	16.67%
其他流动资产	78.23	89.53	95.17	99.84	净利润增长率	114.42%	-0.80%	18.38%	14.43%
长期股权投资	219.54	219.54	219.54	219.54	EBITDA 增长率	52.75%	-24.70%	14.17%	10.19%
投资性房地产	48.01	48.01	48.01	48.01	获利能力				
固定资产和在建工程	1593.75	1533.16	1472.58	1411.99	毛利率	15.30%	14.97%	15.67%	16.20%
无形资产和开发支出	213.03	192.79	172.55	152.31	三费率	5.91%	8.44%	8.29%	8.07%
其他非流动资产	111.93	111.76	111.58	111.41	净利率	6.44%	5.58%	6.22%	6.78%
资产总计	4527.21	4972.33	5060.73	5133.99	ROE	17.96%	15.61%	16.02%	15.92%
短期借款	2098.15	2233.55	1972.06	1653.75	ROA	7.26%	6.56%	7.62%	8.60%
应付和预收款项	450.65	499.02	527.03	553.25	ROIC	11.81%	8.87%	10.05%	11.09%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	13.00%	8.56%	9.19%	9.65%
其他负债	149.26	152.11	153.30	154.29	营运能力				
负债合计	2698.07	2884.67	2652.39	2361.28	总资产周转率	1.24	1.23	1.24	1.28
股本	646.42	646.42	646.42	646.42	固定资产周转率	3.80	4.44	4.94	5.45
资本公积	466.10	466.10	466.10	466.10	应收账款周转率	6.14	6.16	6.09	6.02
留存收益	712.68	972.73	1293.42	1657.79	存货周转率	5.94	5.88	5.64	5.61
归属母公司股东权益	1826.74	2085.25	2405.94	2770.30	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	97.10%	—	—	—
少数股东权益	2.40	2.40	2.40	2.40	资本结构				
股东权益合计	1829.15	2087.65	2408.34	2772.71	资产负债率	59.60%	58.01%	52.41%	45.99%
负债和股东权益合计	4527.21	4972.33	5060.73	5133.99	带息债务/总负债	77.76%	77.43%	74.35%	70.04%
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E	流动比率	0.91	1.04	1.20	1.43
EBITDA	663.20	499.41	570.18	628.28	速动比率	0.61	0.71	0.83	0.99
PE	18.50	18.70	15.80	13.81	股利支付率	0.00%	20.22%	16.89%	17.48%
PB	3.33	2.92	2.53	2.20	每股指标				
PS	1.20	1.04	0.98	0.94	每股收益	0.51	0.50	0.60	0.68
EV/EBITDA	11.51	15.00	12.62	10.89	每股净资产	2.83	3.23	3.73	4.29
股息率	0.00%	1.08%	1.07%	1.27%	每股经营现金	0.14	0.45	0.68	0.76
					每股股利	0.00	0.10	0.10	0.12

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。

本报告版权归西南证券所有，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：重庆市江北区江北城 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	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn