

2019年04月09日

证券研究报告·公司研究报告

云海金属 (002182) 有色金属

增持 (维持)

当前价: 8.85元

目标价: ——元 (6个月)



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## 多面发展深加工领域，镁业强者恒强

### 投资要点

- **推荐逻辑:** 目前镁价处于上升周期，云海金属作为镁行业龙头企业，业绩受益于镁价上涨弹性大，有望改善利润。公司发力镁合金汽车轻量化，引入国内最大的汽车板供应商宝钢金属作为战略股东，同时投资年产100万只镁轮毂加工项目，随着汽车轻量化发展，高附加值业务有望助力公司业绩增长。公司延伸铝产业链，重点布局微通道扁管，随着产量不断释放，将成为公司利润新的增长点。
- **镁价上涨，原镁业绩弹性凸显。** 目前受环保因素影响，供给紧缩，镁供需存缺口，镁价处于上升周期。公司作为行业龙头，拥有原镁产能10万吨，镁合金产能18万吨，产量不断释放。公司2018年原镁产量6.1万吨，预计2019年产量达8.5万吨，镁价高位持稳，将提高原镁的利润空间。
- **公司多方面深化镁产业链下游领域。** 由于传统镁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，公司开始着力发展和深化镁合金压铸和挤压深加工领域。一方面公司大力布局镁合金汽车轻量化，引入国内汽车板龙头企业宝钢金属作为战略股东，公司拟投资建设年产100万只汽车镁轮毂生产加工项目，不断加速公司镁合金产品在汽车领域的应用。另一方面，公司积极布局高强镁合金挤压件，产能不断扩张，凭借高附加值助力公司业绩增长。
- **大力发展微通道扁管业务，产能持续释放。** 公司传统铝合金业务2018年毛利率仅为6.8%，而公司大力发展的空调扁管业务毛利率高达27.5%，产品附加值高。随着微通道换热器市场占有率的提升，作为其上游微通道铝管发展潜力巨大，公司目前拥有微通道扁管产能2万吨，2018年公司微通道扁管销量8500吨，预计2019年将达15000吨，对公司营收和利润将产生明显的提振作用。
- **铝行业龙头。** 公司拥有金属铝产能3000吨，是全球最大的铝供应商，金属铝业务毛利率超30%，营收逐年增长，是公司稳定的利润来源。
- **盈利预测与投资建议。** 我们预计公司2019-2021年EPS分别为0.51元、0.60元和0.69元，对应PE分别为18倍、15倍和13倍。维持“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	326.78	388.39	445.77
增长率	112.83%	-0.83%	18.85%	14.78%
每股收益EPS(元)	0.51	0.51	0.60	0.69
净资产收益率ROE	17.96%	15.65%	16.11%	16.04%
PE	17	18	15	13
PB	3.13	2.74	2.37	2.06

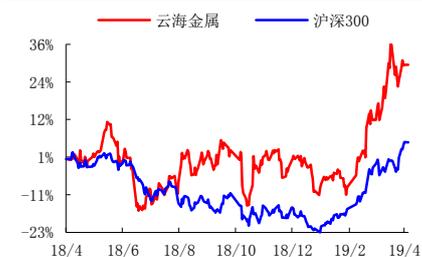
数据来源: Wind, 西南证券

### 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: 刘孟杰  
 电话: 010-57758572  
 邮箱: lml@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)	5.25
52周内股价区间(元)	5.8-9.43
总市值(亿元)	57.21
总资产(亿元)	45.27
每股净资产(元)	2.83

### 相关研究

1. 云海金属(002182): 镁业龙头, 受益镁价上涨, 发力镁合金汽车轻量化应用 (2019-03-21)
2. 云海金属(002182): 上半年业绩大幅增长, 未来业绩可期 (2018-07-31)

## 目 录

<b>1 镁行业龙头，经营稳健增长</b> .....	<b>1</b>
<b>2 镁价上涨，原镁业绩弹性凸显</b> .....	<b>3</b>
<b>3 布局高附加值产品，多方面深化镁产业链下游领域</b> .....	<b>4</b>
3.1 汽车用镁前景广阔，大力发展镁合金汽车轻量化 .....	4
3.2 积极布局高强镁合金挤压件 .....	7
<b>4 铝合金业务经营稳健，着力发展微通道扁管</b> .....	<b>7</b>
4.1 铝合金业务稳步提升 .....	7
4.2 微通道扁管业务成为公司新的利润增长极 .....	8
<b>5 金属铈优势明显，中间合金业务稳健发展</b> .....	<b>9</b>
5.1 金属铈行业老牌龙头 .....	9
5.2 中间合金业务发展迅速 .....	10
<b>6 盈利预测与估值</b> .....	<b>10</b>
<b>7 风险提示</b> .....	<b>12</b>

## 图 目 录

图 1: 公司完整镁产业链 .....	1
图 2: 公司管理结构 (2019.1) .....	1
图 3: 公司 2018 年主营业务营收结构情况 .....	2
图 4: 公司 2018 年主营业务毛利情况 .....	2
图 5: 公司 2012 年以来主要产品结构占比 .....	2
图 6: 公司 2012 年以来主要产品毛利率变化 .....	2
图 7: 公司 2012 年以来营业收入及增速 .....	3
图 8: 公司 2012 年以来归母净利润及增速 .....	3
图 9: 皮江法炼镁流程图 .....	3
图 10: 长江有色市场镁锭均价 (元/吨) .....	4
图 11: 主要汽车生产国燃气排放标准 (L/100KM) .....	5
图 12: 公司压铸件产品 .....	6
图 13: 公司镁合金挤压板 .....	7
图 14: 铝合金棒 .....	8
图 15: 铝合金锭 .....	8
图 16: 微通道换热管结构 .....	8
图 17: 公司微通道扁管产品 .....	8
图 18: 金属铈生产工艺流程图 .....	9
图 19: 中间合金生产工艺流程图 .....	9

## 表 目 录

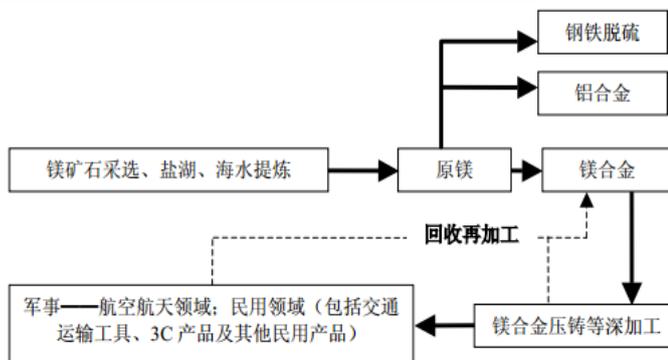
表 1: 公司镁合金产能分布 .....	4
表 2: 主要汽车生产国油耗降幅 .....	5
表 3: 汽车镁合金零部件减重效果 .....	5
表 4: 公司镁合金压铸件产能分布 .....	6
表 5: 公司铝合金产能分布 .....	8
表 6: 公司中间合金产能分布 .....	10
表 7: 分业务收入及毛利率 .....	10
表 8: 可比公司估值情况 .....	11
附表: 财务预测与估值 .....	13

## 1 镁行业龙头，经营稳健增长

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。其中，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。公司的产品主要应用于 3C 行业和汽车行业。

目前公司拥有 10 万吨原镁、18 万吨镁合金产能；8000 吨压铸件产能；铝合金产能 28.5 万吨，空调扁管产能 2 万吨；金属锶产能 3000 吨。产业布局合理，在矿产丰富省份建立镁合金生产基地，在下游产品客户集中的长、珠三角建立深加工基地和镁合金回收再生加工生产基地。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，拥有再生镁产能 7 万吨。

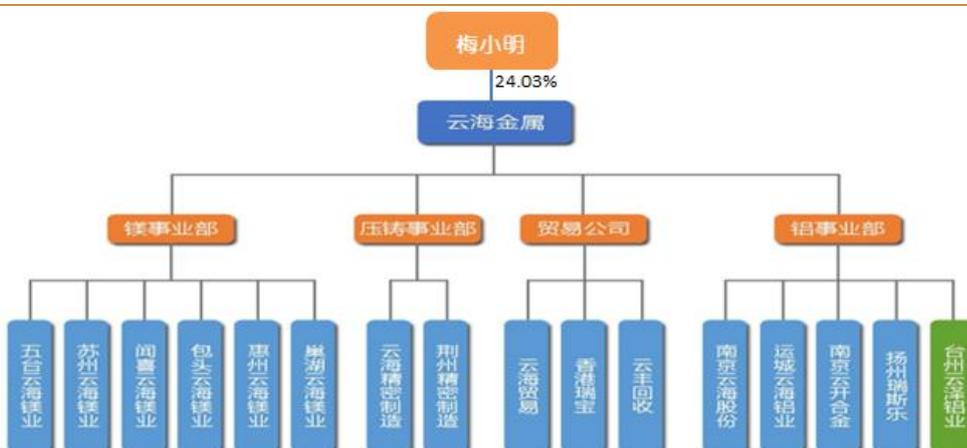
图 1：公司完整镁产业链



数据来源：招股说明书，西南证券整理

**公司股权结构：**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。

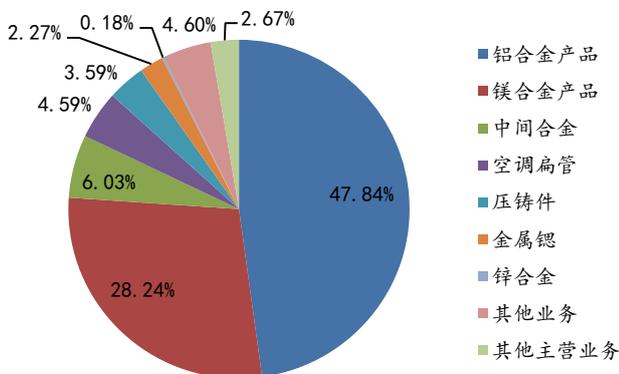
图 2：公司管理结构 (2019.1)



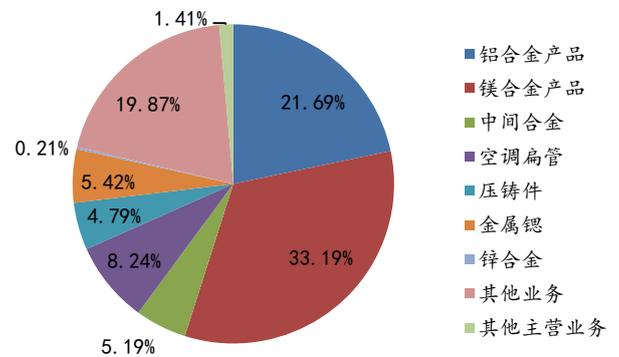
数据来源：公司公告，公司官网，西南证券整理

**公司主营业务结构：**公司主营产品收入占比最大的是镁产品和铝产品，2018年，公司镁、铝业务带来的收入占公司总营业收入的76%。公司在稳定上游产品供应的基础，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。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40.1%，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。

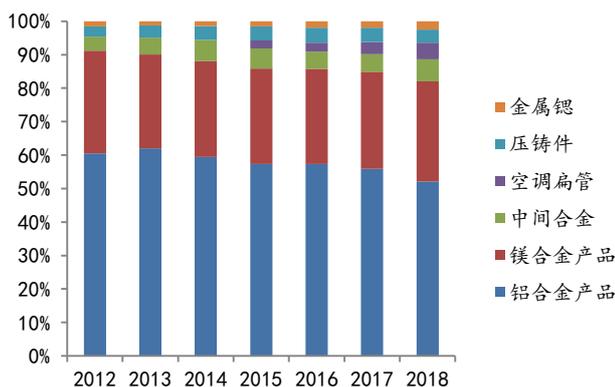
**毛利方面以镁铝合金为主，空调扁管、金属铈业务收入占比虽低，但高毛利率使得其毛利贡献占比较大。**根据2018年年报，公司镁合金产品贡献毛利33.2%，铝合金产品贡献毛利21.7%。公司铝原材料均为外购，其利润仅为加工利润，铝产品毛利率低，2018年毛利为6.9%；镁合金业务受益于镁价上涨，毛利率为17.98%，同比增加3.15%。金属铈毛利率36.5%，空调扁管毛利率27.5%。

**图3：公司2018年主营业务营收结构情况**


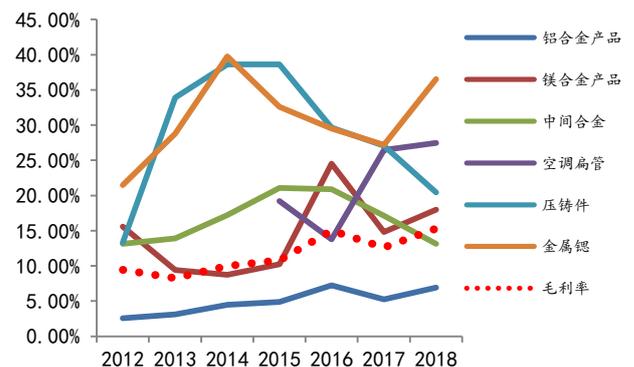
数据来源：Wind，西南证券整理

**图4：公司2018年主营业务毛利情况**


数据来源：Wind，西南证券整理

**图5：公司2012年以来主要产品结构占比**


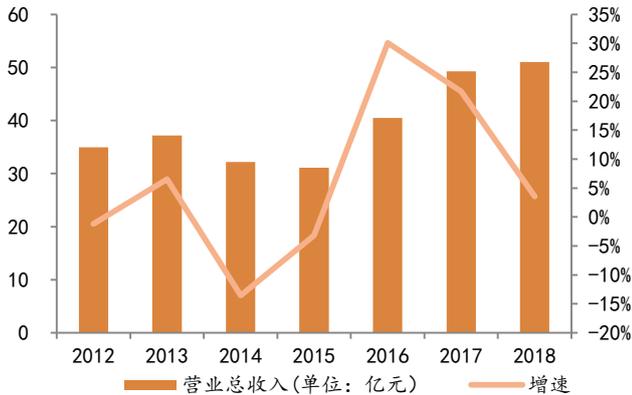
数据来源：Wind，西南证券整理

**图6：公司2012年以来主要产品毛利率变化**


数据来源：Wind，西南证券整理

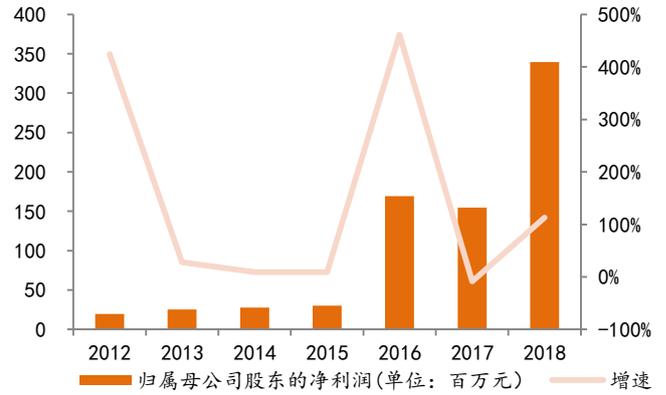
**公司业绩状况：**公司近几年来营业收入保持稳步增长，经营状况良好。根据公司2018年年报，2018年公司实现营业收入51.0亿元，同比增长3.5%；归属于上市公司股东的净利润3.3亿元，同比增长112.8%。公司2018年归母净利润大幅度上涨主要有两方面原因，一方面是镁价受环保等因素影响上涨，另一方面是公司收到的政府拆迁补助款。

图 7: 公司 2012 年以来营业收入及增速



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 8: 公司 2012 年以来归母净利润及增速

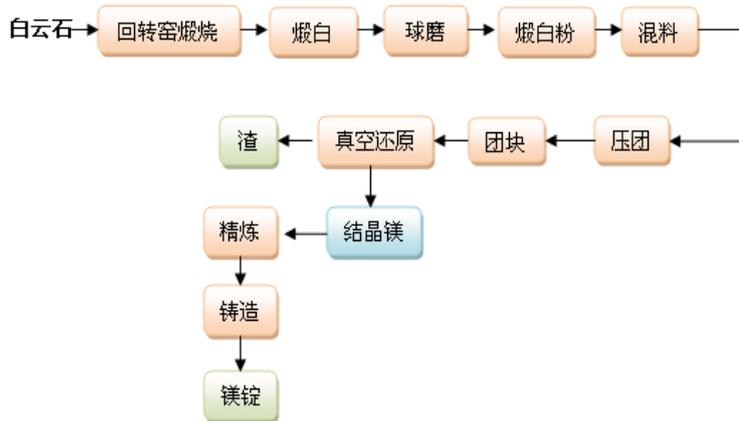


数据来源: Wind, 西南证券整理

## 2 镁价上涨, 原镁业绩弹性凸显

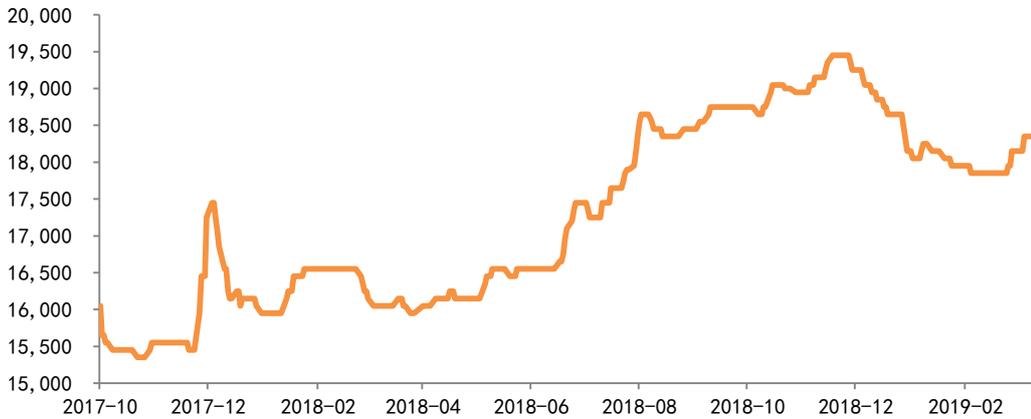
公司原料利用率及能耗均优于行业水平。公司目前拥有原镁产能 10 万吨, 主要布局在镁矿石储量丰富的安徽和山西。公司采用粗镁一步法生产镁合金, 相较传统“白云石-原镁-镁锭-镁合金”流程, 省去了镁锭到镁合金过程中冷却再加热部分的能量浪费, 能有效节能降本。同时公司的炼镁方法属于皮江法, 而在皮江法工艺上公司所采用的是更先进的竖罐炼镁技术, 以天然气为能源, 并有效改善炼镁过程中环保问题, 能比目前业内普遍使用的横罐技术节省 30% 的能耗, 提升了原生镁的经济效益。

图 9: 皮江法炼镁流程图



数据来源: 中国白银网, 西南证券整理

镁价高位持稳有利于公司业绩增长。据我国有色金属协会统计, 2018 年由于受环保限产等影响, 我国原镁产量 86 万吨, 同比减少 5.4%。供给收缩, 镁价进入上行周期, 以长江有色市场镁锭价格为例, 18 年均价为 1.7 万元/吨, 同比上涨 7.92%。据中国有色金属协会调研, 镁价上涨, 提高原镁的利润空间, 镁冶炼企业实际盈利水平同比提升, 行业效益持续改善。生产原镁需要镁矿石、硅铁、煤矿等基本原料, 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增长。

**图 10: 长江有色市场镁锭均价 (元/吨)**


数据来源: Wind, 西南证券整理

**镁业龙头抗风险能力强。**从整个行业来看,国内镁生产商多为小厂商,据统计,高于 3 万吨产能的企业仅有约 26%,部分小企业将无法承担环保压力、产业升级所带来的资金压力而面临停产。公司是镁行业唯一一家上市公司,2018 年原镁产量 6.1 万吨,市场占比 7.1%,居全国第一,有足够的应对环保政策压力,受益于镁价上涨。

### 3 布局高附加值产品,多方面深化镁产业链下游领域

公司目前主营产品收入占比最大的是镁合金产品和铝合金产品。2018 年,公司镁业务带来的收入占公司总营业收入的 28.2%。公司合计拥有镁合金产能 18 万吨,但传统镁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。为了改善产品结构,增加盈利点,公司着力发展和深化镁合金压铸和挤压深加工领域,大力布局镁合金汽车轻量化。

**表 1: 公司镁合金产能分布**

子公司或参股公司	投产产能	未投产产能	主要业务说明
五台云海	5 万吨	-	自供矿石冶炼原煤生产合金,目前基本满产
巢湖云海(一期)	5 万吨	-	自供矿石冶炼原煤生产合金,目前已投产
巢湖云海(二期)	5 万吨	-	承接苏州云海产能,处于产能转移投放中
苏州云海	4 万吨	-	回收边角料在加工,面向长三角地区客户,产能逐步转移至巢湖二期
惠州云海	3 万吨	-	回收边角料再加工,主要面向珠三角地区客户
合计	18 万吨	5 万吨	-

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

#### 3.1 汽车用镁前景广阔,大力发展镁合金汽车轻量化

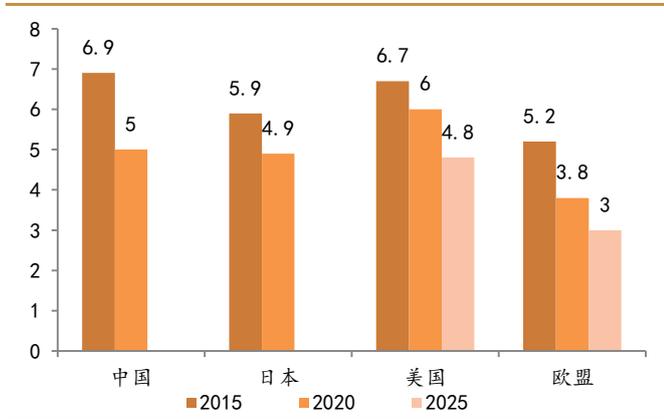
原镁最主要的下游应用即生产镁合金,镁合金是以镁为基加入其他元素组成的合金,是迄今工业应用最轻的金属结构材料,被誉为 21 世纪最具开发和应用潜力的绿色工程材料。镁合金具有轻量化、耐腐蚀性、减震性、耐冲击、良好的机械性能和加工性能、电磁波屏蔽性和再生性等特点。目前镁合金产品 70% 消费于汽车领域。

### 3.1.1 汽车轻量化是汽车发展的必然趋势

汽车行业对镁合金的需求主要来自两个方面：一是汽车产销量的增长，二是单辆汽车中镁合金零部件比例的增加，其中单车用镁量的增加是决定因素。

**汽车轻量化是节油降耗的理想途径。**随着全球环保压力的不断加大，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，油耗降幅目标全球最高。研究表明，空载情况汽车所用燃料约70%消耗于汽车自重，汽车整车重量每降低10%，燃油效率可提高6%-8%，整车重量每减少100kg，百公里油耗可降低0.3-0.6L，二氧化碳排放量可减少约5g/km。尤其对于新能源汽车，续航里程是制约其推广的主要瓶颈，相关测试显示，电动汽车整车重量减重10%，平均续航能力可增加5%~8%，因此轻量化是汽车产业发展的必然趋势。

图 11：主要汽车生产国燃气排放标准 (L/100km)



数据来源：工信部，西南证券整理

表 2：主要汽车生产国油耗降幅

国家	2015-2020	2020-2025
中国	6.2%	-
日本	3.6%	-
美国	2.2%	4.4%
欧盟	6.1%	4.6%

数据来源：工信部，西南证券整理

**镁合金汽车部件存在巨大的市场空间。**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，镁合金部件的使用将显著减少汽车的整车重量。随着汽车轻量化发展，市场对镁合金需求量必将增加。目前，镁合金国内市场规模约40万吨，其中约70%用于汽车，北美是当前汽车用镁量最大的地区，单车用镁约10kg，而国产汽车不超2kg，且主要以铸件形式应用于汽车方向盘、中控支架及一些较小零件，车门、车盖和轮毂等大件产品应用尚不成熟，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。

表 3：汽车镁合金零部件减重效果

汽车零部件	原用材料	原质量	改用镁合金后质量	减重效果 (%)
发动机缸体	铝合金	22	19	14
变速器壳体	铝合金	21.5	15	30
油底壳	铝合金	3	2	33
轮毂	铝合金	23	18	22
	钢	36	18	50
框架	铝合金	14.4	7.3	50
方向盘	钢	4	0.9	78
脚踏板	钢	5	1.1	72
阀体零件	锌合金	2.5	0.7	72

数据来源：中国产业信息网，西南证券整理

### 3.1.2 公司发力镁合金汽车轻量化应用

**引入战略股东，发力镁合金汽车轻量化应用。**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上市公司总股本的8%转让给宝钢金属有限公司，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。

**公司筹划合资建设汽车镁轮毂项目。**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，将进一步打开镁合金市场。

**公司有序扩张镁合金压铸件产能。**压铸件是公司重要的镁合金深加工产品，公司的压铸件产品以汽车部件为主。公司具备年产8000吨压铸件产能，主要为云海精密制造的5000吨产能（目前为公司压铸业务核心）和荆州精密制造的3000吨产能，同时参股公司宜安云海的轻合金项目一期在2018年投产。惠州云海有3000吨计划产能，并且公司拟在印度投资建设年产100万件压铸件及配套镁合金回收项目。2017年公司镁合金压铸件产量5000吨，其中约4000吨为汽车方向盘骨架，其他为电动工具等产品。

**表 4：公司镁合金压铸件产能分布**

子公司或参股公司	投产产能	未投产产能	主要业务说明
云海精密制造	5000吨	-	镁合金压铸，基本满产，主要为汽车方向盘
荆州精密制造	3000吨	-	汽车用精密压铸件（镁合金和铝合金）
宜安云海	轻合金项目投产	-	-
惠州云海	-	3000吨	-
印度子公司	-	100万件	压铸件及配套镁合金回收项目

数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 12：公司压铸件产品**



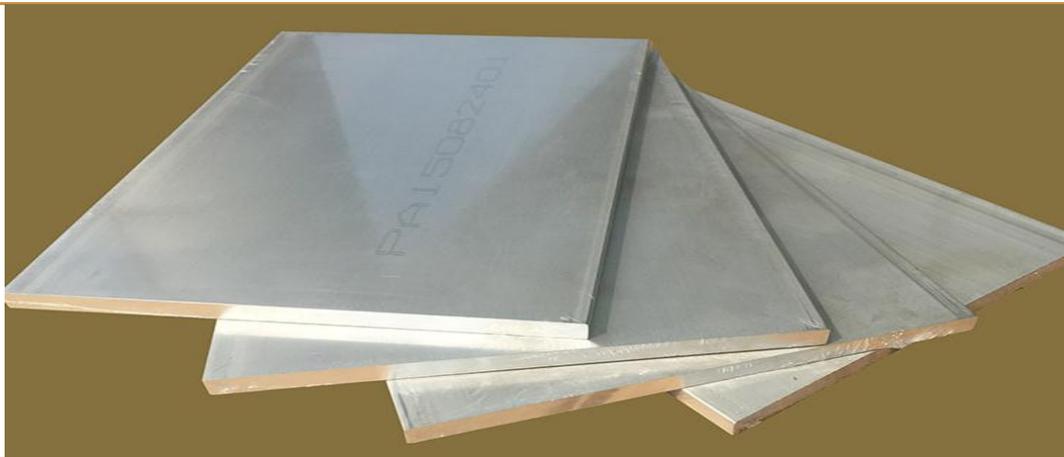
数据来源：公司官网，西南证券整理

### 3.2 积极布局高强镁合金挤压件

公司在镁下游深加工的布局不仅包括对目前已有的压铸件业务的扩展，还包括高强镁合金挤压件。由于镁晶体结构的特殊性，镁合金挤压材的生产目前存在较大的技术难点，以当前的技术水平，镁合金挤压型材的大规模应用不可行；但镁合金挤压材行业平均毛利率达45%，附加值高，远高于目前公司镁领域产品的普遍水平，具有非常大的吸引力。

公司正联合国内高级科研机构开发镁合金变形材，定位高端装备制造领域包括航空航天、汽车、轨道交通、电子信息产品等领域。目前已初步掌握了相关技术，将进一步实现挤压型材的大规模推广应用。

图 13：公司镁合金挤压板



数据来源：公司官网，西南证券整理

**不断扩张产能，获得政策支持。**2014年10月，公司宣布在巢湖云海建设年产3万吨高强镁合金和年产4000吨高强镁合金半连续铸锭，在南京总部建设年产300吨高强镁合金锻件和年产2000吨高强镁合金挤压型材，预计将于2019年达产。该项目符合工业强基政策，得到了国家2370万元的财政支持。公司目前在高强镁合金及挤压材方面的产能多未能达产，产品也多处于认证阶段，未来此项目将进一步带动向镁产业链下游深加工领域的延伸，凭借高附加值助力公司业绩增长。

## 4 铝合金业务经营稳健，着力发展微通道扁管

2018年，公司铝合金产量约24万吨，铝业务带来的收入占公司总营业收入的47.8%。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，产品附加值偏低。为了提高利润，公司以微通道扁管业务为切入口，进一步延伸铝产业链下游。

### 4.1 铝合金业务稳步提升

公司现拥有铝合金产能为28.5万吨，主要从事铝棒和铝回收加工，依靠规模生产方式经营，产品主要是铝合金锭、铝合金棒（DC棒材）和铝废料的回收再利用等。铝合金棒主要用于下游铝挤压型材的生产，下游挤压材主要应用在3C产品上，随着3C产品产量的成

长，未来铝合金需求将继续扩大，公司产销量将随之稳步增长，2018 年公司铝合金销量 24 万吨，预计 2019 年将达到 27 万吨。目前铝合金市场已较为成熟，铝合金的利润水平不高，公司 2018 年铝合金产品的毛利率为 6.8%。

表 5：公司铝合金产能分布

公司	产能
南京云海本部	共 15.5 万吨，其中 9 万吨 DC 棒材，剩余为再生铝
台州云泽铝业	3 万吨，以再生铝为原材料
运城云海	年产 10 万吨铝合金锭及高性能 DC 棒

数据来源：公司公告，西南证券整理

图 14：铝合金棒



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 15：铝合金锭

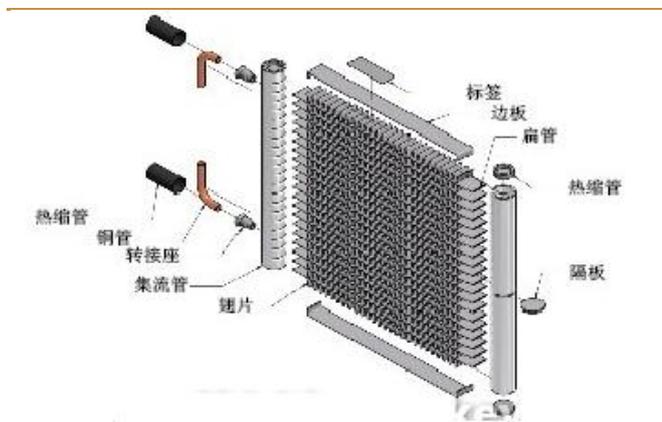


数据来源：公司官网，西南证券整理

## 4.2 微通道扁管业务成为公司新的利润增长极

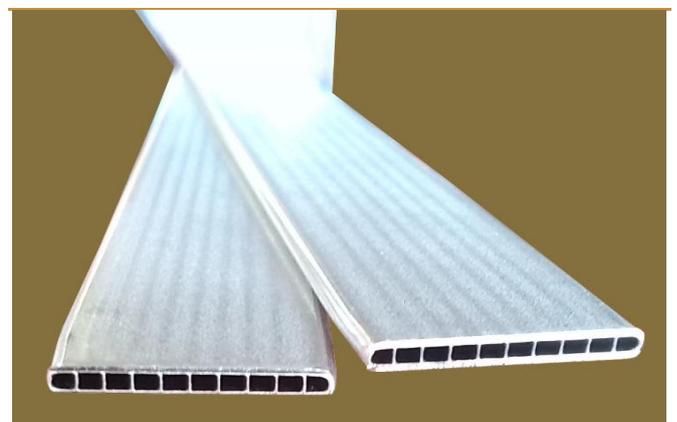
微通道铝扁管（又称“平行流铝扁管”）是一种采用精炼铝棒、通过热挤压、经表面喷锌防腐处理，薄壁多孔扁形管状材料，与传统的铜管穿管式和铝管蛇盘管式热交换器相比，微通道铝扁管在能效比、体积重量、制冷剂使用量方面优势突出，重量优势使其成为承载新型环保制冷剂的管道零部件的首选，是新一代平行流微通道空调换热器的上游材料。

图 16：微通道换热管结构



数据来源：公开资料，西南证券整理

图 17：公司微通道扁管产品



数据来源：公司官网，西南证券整理

**微通道换热器综合性能优越，市场占有率逐步提升。**相比传统换热器优点是高效、节能和环保，其换热性能在同等条件下有着明显优势，并且还大幅节省制冷剂的充注量。在汽车空调方面，微通道换热器已广泛应用于采用环保冷媒 HFC-134a 的汽车空调系统中（欧盟、中国分别于 1996 和 2002 年要求强制使用）。在家用、商用空调方面，随着 R22 禁用令期限的越来越近，应用将得到显著提升。作为微通道换热器上游材料的微通道铝管发展潜力巨大，市场需求广阔。

**着力发展微通道扁管业务。**2014 年以来，公司积极布局铝合金深加工市场，以微通道铝扁管业务为切入口，收购扬州瑞斯乐 100% 股权（产品涵盖铝型材、多孔微通道、微通道铝管及金属复合材料等，主要应用于汽车制冷系统和商用空调系统等领域）并不断壮大其铝扁管业务。公司微通道扁管模具自主设计、自主研发，与行业其他公司相比，成本低廉。近年来微通道扁管营收不断增长，2018 年其业务收入达 2.34 亿元，且毛利率高达 27.48%，对公司营收和利润将产生明显的提振作用。

**微通道扁管产能持续放量。**扬州瑞斯乐主要从事微通道扁管的挤压生产，拥有 2 万吨产能，拥有 10 条生产线，每条具有 2000 吨产能，是目前国内最大的微通道扁管制造企业。公司微通道扁管销量不断增加，2017、2018 年销量分别为 6200 吨、8500 吨，预计 2019 年将达到 15000 吨，将进一步增厚公司利润。同时，2016 年 10 月瑞斯乐拟投资建设 8000 万元年产 4 万吨高性能铝合金棒材项目，投资回收期 4.37 年。铝棒是生产铝扁管的原材料，该项目将提升铝扁管的同业产品竞争力，降低成本，提高利润。

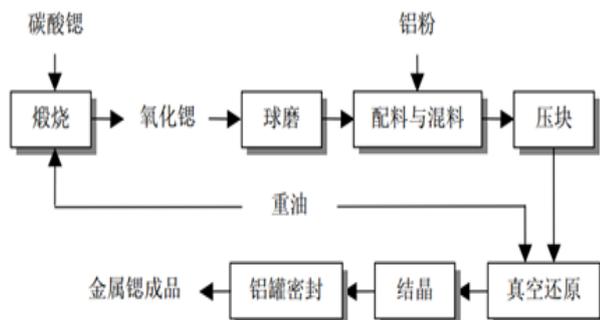
## 5 金属锶优势明显，中间合金业务稳健发展

### 5.1 金属锶行业老牌龙头

锶是一种银白色带黄色光泽的碱土金属，在自然界以化合态存在，可由电解熔融的氯化锶而制得。金属锶作为长效变质剂主要用于铝合金生产和铸造中，提高铝合金及其铸件的机械性能；作为合金元素添加于镁合金中，提高镁合金的抗蠕变性能；作为孕育剂应用于铁合金中，提高其综合性能。金属锶还可用于制造光电管，以及分析化学试剂、烟火等。

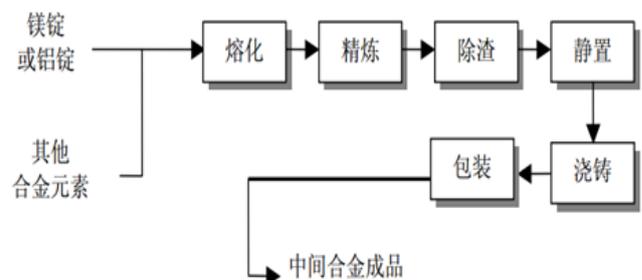
**公司是金属锶的龙头企业，五台云海拥有 3000 吨的金属锶产能，是全球最大的锶供应商。**公司掌握高效率回转窑煅烧和大罐热还原等技术，近年来金属锶营收稳定增长，2018 年营收 1.16 亿元，同比增长 29.5%，毛利率 36.53%，是公司稳定的利润来源。

图 18：金属锶生产工艺流程图



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

图 19：中间合金生产工艺流程图



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

## 5.2 中间合金业务发展迅速

为了将难加入的合金元素加入到合金中，通常将其与基体合金元素或其他合金元素预先制备成含量更高的合金，即中间合金。中间合金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。

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 年公司与美国最大的铝钛硼生产企业 KBA 公司合作成立南京云开，提升了中间合金产能。目前，公司拥有中间合金产能约 1.5 万吨，并计划在在运城云海投资建设年产 5 万吨铝中间合金项目。

表 6：公司中间合金产能分布

公司	产能	主要业务说明
南京云海本部	3000 吨	铝镓合金、铝钛硼合金、铝钙合金、镁钙合金、稀土镁合金等
苏州云海	7000 吨	
云开合金	5000 吨	

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司中间合金营收不断增长，2018 年中间合金产品营收 3.07 亿元，同比增长 28.9%，毛利率 13.16%。公司批量生产的中间合金产品主要包括铝镓合金、铝钛硼合金、铝钙合金；镁钙合金、镁稀土合金等，已具有一定的生产规模，铝镓合金产品在中国市场上基本替代了进口产品且实现了批量出口。中间合金业务为公司带来稳定现金流，是公司利润一个重要的增长点，具有良好的市场前景。

## 6 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，金属镓接近 3000 吨。主要产品有六大系列，分别是镁合金、铝合金、金属镓、中间合金、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 7：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

单位：百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
	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%
金属铈	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
	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 3.27 亿元、3.88 亿元和 4.46 亿元，EPS 分别为 0.51 元、0.60 元和 0.69 元，对应 PE 分别为 18 倍、15 倍和 13 倍，维持“增持”评级。

表 8：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	6.04	-	0.37	0.46	15.51	16.26	13.01
600219.SH	南山铝业	2.83	0.16	0.20	0.23	17.38	14.48	12.45
002085.SZ	万丰奥威	9.18	0.44	0.50	0.54	17.68	18.25	16.9
601137.SH	博威合金	10.31	0.54	0.71	0.85	18.96	14.56	12.09
平均值						<b>17.38</b>	<b>15.89</b>	<b>13.6</b>
002182.SZ	云海金属	9.43	0.51	0.51	0.60	17.51	14.73	12.83

数据来源：Wind, 西南证券整理

## 7 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。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	5101.05	5837.37	6205.10	6509.83	净利润	328.58	326.78	388.39	445.77
营业成本	4320.61	4963.46	5232.59	5455.44	折旧与摊销	154.25	138.25	138.25	138.25
营业税金及附加	38.12	42.08	45.28	47.31	财务费用	98.62	78.42	73.50	60.70
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	78.42	73.50	60.70	其他	-213.34	1.75	0.36	-0.39
资产减值损失	14.35	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	90.04	345.75	496.77	548.18
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	<b>投资活动现金流净额</b>	-236.48	-0.06	-0.06	-0.05
<b>营业利润</b>	410.33	339.99	415.68	486.58	短期借款	511.92	77.32	-321.08	-379.29
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
<b>利润总额</b>	402.21	400.74	476.00	546.44	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	73.64	73.96	87.61	100.67	支付股利	-51.71	-65.90	-65.36	-77.68
净利润	328.58	326.78	388.39	445.77	其他	-291.67	-79.97	-73.50	-60.70
少数股东损益	-0.93	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	168.54	-68.55	-459.94	-517.66
归属母公司股东净利润	329.50	326.78	388.39	445.77	<b>现金流量净额</b>	28.27	277.14	36.77	30.47
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	306.60	583.74	620.51	650.98	<b>成长能力</b>				
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%	-17.14%	22.26%	17.06%
其他流动资产	78.23	89.53	95.17	99.84	净利润增长率	114.42%	-0.55%	18.85%	14.78%
长期股权投资	219.54	219.54	219.54	219.54	EBITDA 增长率	52.75%	-16.06%	12.71%	9.26%
投资性房地产	48.01	48.01	48.01	48.01	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1593.75	1480.97	1368.20	1255.42	毛利率	15.30%	14.97%	15.67%	16.20%
无形资产和开发支出	213.03	187.73	162.43	137.14	三费率	5.91%	8.42%	8.24%	7.99%
其他非流动资产	111.93	111.76	111.58	111.41	净利率	6.44%	5.60%	6.26%	6.85%
<b>资产总计</b>	4527.21	4915.08	4946.23	4962.24	ROE	17.96%	15.65%	16.11%	16.04%
短期借款	2098.15	2175.47	1854.39	1475.09	ROA	7.26%	6.65%	7.85%	8.98%
应付和预收款项	450.65	499.02	527.03	553.25	ROIC	11.81%	8.93%	10.27%	11.50%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	13.00%	9.54%	10.11%	10.53%
其他负债	149.26	152.11	153.30	154.29	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	2698.07	2826.59	2534.72	2182.63	总资产周转率	1.24	1.24	1.26	1.31
股本	646.42	646.42	646.42	646.42	固定资产周转率	3.80	4.53	5.27	6.12
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	973.56	1296.59	1664.69	存货周转率	5.94	5.88	5.64	5.61
归属母公司股东权益	1826.74	2086.08	2409.11	2777.21	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	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	1829.15	2088.48	2411.51	2779.61	资产负债率	59.60%	57.51%	51.25%	43.98%
负债和股东权益合计	4527.21	4915.08	4946.23	4962.24	带息债务/总负债	77.76%	76.96%	73.16%	67.58%
					流动比率	0.91	1.06	1.26	1.55
					速动比率	0.61	0.73	0.87	1.07
					股利支付率	15.69%	20.17%	16.83%	17.43%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.51	0.51	0.60	0.69
					每股净资产	2.83	3.23	3.73	4.30
					每股经营现金	0.14	0.53	0.77	0.85
					每股股利	0.08	0.10	0.10	0.12
业绩和估值指标									
EBITDA	663.20	556.66	627.43	685.53					
PE	17.36	17.51	14.73	12.83					
PB	3.13	2.74	2.37	2.06					
PS	1.12	0.98	0.92	0.88					
EV/EBITDA	10.94	12.68	10.68	9.18					
股息率	0.90%	1.15%	1.14%	1.36%					

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	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
	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	yyi@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