

# 云海金属 (002182)

## 高成长镁合金龙头，汽车轻量化最大受益者 买入 (首次)

2022年09月15日

证券分析师 杨件

执业证书: S0600520050001

yangjian@dwzq.com.cn

研究助理 王钦扬

执业证书: S0600121040010

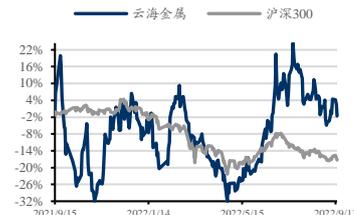
wangqy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	8,117	9,936	13,642	18,382
同比	37%	22%	37%	35%
归属母公司净利润 (百万元)	493	836	1,363	2,164
同比	102%	70%	63%	59%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.76	1.29	2.11	3.35
P/E (现价&最新股本摊薄)	30.28	17.85	10.95	6.90

### 投资要点

- 镁铝业务双轮驱动，全产业链布局。**公司深耕镁铝合金行业近30年，已建立从白云石开采-原镁冶炼-镁合金-镁合金深加工-镁合金回收的完整产业链。2021年公司原镁产能10万吨，市占率约10%；镁合金产能20万吨，市占率35%，为镁合金行业龙头。2021年实现营收81亿元，同比增长37%，镁、铝合金业务合计贡献87%的营收，为公司业绩基石。
- 宝钢金属入股，实现深度合作。**公司向宝钢金属转让共14%的股份，共同聚焦镁行业下游汽车轻量化产品开发，协同战略布局。2020年与宝钢金属在安徽池州共同投资建设年产30万吨高性能镁基轻合金及深加工项目，公司预计将于2023年9月底建成投产。随着宝钢金属入股公司，双方将从研发、生产到销售均形成优势互补。
- 镁合金业务：乘势扩产拥抱汽车轻量化浪潮。**汽车轻量化是世界汽车的发展趋势。镁合金低密度、比强度高优异性能使其成为最有效的汽车轻量化材料。随着镁合金压铸工艺提升，镁铝价格比走低，镁合金汽车结构件将逐步替代铝合金结构件。镁合金行业壁垒较高，格局集中，云海金属一家独大。公司凭借自身优势拓展深加工业务，通过收购完善全国化布局，开拓北方汽车市场。镁合金在产项目稳步推进，产能释放在即，业绩有望迎来高速增长。
- 铝合金业务：新能源驱动加码深加工领域。**公司目前拥有39万吨/年铝合金产能，在建巢湖云海15万吨铝合金汽车结构件及配套项目，公司预计24年产能释放。21年子公司扬州瑞斯乐拥有2万吨微通道扁管产能，在汽车空调市场占有率约40%，目前已向家用/商用空调、国内新能源车电池和风电储能电池客户供货。
- 建筑模板：瞄准市场新动向，发力新业务。**镁合金模板在保留铝合金模板优点的基础上，还具备刚性强、重量轻、耐碱腐蚀、可回收的优异特点。公司抢占先机，自建200万片镁建筑模板产能、成立模板公司，发展产学研合作，积极布局镁合金模板市场，以实现盈利增收的目标。公司目前已和中建四局签署框架协议，建立稳定合作伙伴关系。
- 盈利预测与投资评级：**我们预计公司2022-2024年收入为99/136/184亿元，同比增速为22%/37%/35%；归母净利润为8/14/22亿元，同比增速为70%/63%/59%；对应PE分别为17.85/10.95/6.90x。我们选取三祥新材、志特新材、华峰铝业作为可比公司，得出2022-2024年PE均值为25.62/18.69/14.83x，由于公司估值远低于可比公司，因此首次覆盖给予公司“买入”评级。
- 风险提示：**公司项目进展不及预期；汽车轻量化进程低于预期；宏观经济增速放缓；硅铁价格上涨。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	23.09
一年最低/最高价	15.56/29.99
市净率(倍)	3.90
流通 A 股市值(百万元)	12,865.51
总市值(百万元)	14,925.90

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	5.92
资产负债率(% ,LF)	50.53
总股本(百万股)	646.42
流通 A 股(百万股)	557.19

### 相关研究

## 内容目录

<b>1. 云海金属：镁铝业务双轮驱动，全产业链布局</b>	<b>4</b>
1.1. 镁合金行业龙头，全产业链布局	4
1.2. 股权结构优化，积极开展收购业务	4
1.3. 镁铝业务双轮驱动，精深加工持续推进	5
<b>2. 宝钢金属入股，实现深度合作</b>	<b>6</b>
2.1. 共同建设全产业链基地，产能释放在即	7
2.2. 国企平台助力，技术资源共享	7
<b>3. 镁合金业务：乘势扩产拥抱汽车轻量化浪潮</b>	<b>8</b>
3.1. 政策助推，汽车轻量化大势所趋	8
3.2. 镁合金：更轻更强更高效，或为汽车轻量化最佳材料	10
3.3. 镁合金行业龙头，扩产蓄势待发	12
<b>4. 铝合金业务：新能源驱动加码深加工领域</b>	<b>15</b>
4.1. 受益新能源汽车轻量化，铝合金需求空间广阔	15
4.2. 扩展铝合金深加工业务，升级产业结构	16
<b>5. 建筑模板：瞄准市场新动向，发力新业务</b>	<b>18</b>
5.1. 镁铝合金建筑模板市场未来可期	18
5.2. 抢占先机，顺势布局建筑模板新业务	20
<b>6. 盈利预测、估值与投资建议</b>	<b>21</b>
<b>7. 风险提示</b>	<b>22</b>

## 图表目录

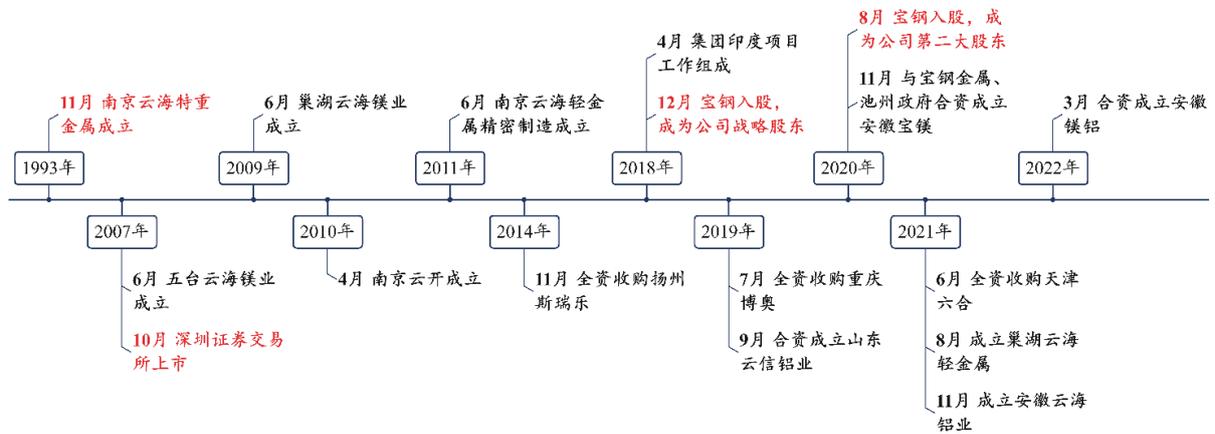
图 1: 云海金属核心业务发展历程 .....	4
图 2: 云海金属股权结构与公司架构 (截止至 20220630) .....	5
图 3: 公司营收屡创新高 .....	5
图 4: 公司归母净利润情况 .....	5
图 5: 公司主营产品营收构成 .....	6
图 6: 2022H1 镁合金产品毛利率达 40.9% .....	6
图 7: 公司各产品毛利贡献度变化 .....	6
图 8: 安徽宝镁股权结构 .....	7
图 9: 安徽宝镁项目主厂区开工 .....	7
图 10: 目前云海金属在汽车行业客户 .....	8
图 11: 西门子发布的不同技术措施的节能潜力对比 .....	9
图 12: 汽车轻量化的实现 .....	10
图 13: 一般家庭用车用材构成 .....	10
图 14: 镁合金产品在汽车/新能源车上的典型应用 .....	11
图 15: 2020 年我国镁合金消费结构 .....	11
图 16: 汽车镁合金零部件对汽车的减重效果明显 .....	11
图 17: 2015-2021 年中国镁合金产量总体呈增长态势 .....	12
图 18: 2021 年行业竞争格局 .....	12
图 19: 公司镁合金汽车压铸件部分产品 .....	13
图 20: 新能源汽车销量快速上升 .....	15
图 21: 节能与新能源汽车技术路线图版本 1/2 新能源汽车占乘用车比例 .....	15
图 22: 2018-2030 年 ICEs、BEVs 用铝量 (细分到各零部件; 单位:kg) .....	16
图 23: 公司铝合金棒、铝合金锭产品 .....	16
图 24: 扬州瑞斯乐-开卷车间 .....	16
图 25: 铝压铸工艺流程图 .....	17
图 26: 铝挤压工艺流程图 .....	17
图 27: 公司铝挤压产品 .....	18
图 28: 不同材料的建筑模板 .....	18
图 29: 2020 年各种材料建筑模板的市占率 .....	18
表 1: 轻量化相关政策汇总 .....	9
表 2: 轻量化材料性能比较 .....	10
表 3: 中国汽车轻量化技术路线规划的详细目标 .....	12
表 4: 我国交通运输用镁合金需求测算 .....	12
表 5: 公司镁合金及深加工业务产能布局情况 .....	14
表 6: 公司铝合金及深加工产能情况 .....	17
表 7: 镁合金模板和铝合金模板部分性能对比 .....	19
表 8: 镁合金模板经济对比(以 22/8/20 的价格为例) .....	20
表 9: 公司盈利预测 .....	21
表 10: 可比公司估值 (2022 年 9 月 15 日) .....	22

## 1. 云海金属：镁铝业务双轮驱动，全产业链布局

### 1.1. 镁合金行业龙头，全产业链布局

公司成立于 1993 年，2007 年在深交所上市，经过近 30 年的发展，已经形成了“白云石开采-原镁冶炼-镁合金熔炼-镁合金加工-镁合金回收”完整镁产业链、“高性能铝合金-铝挤压加工”特色产品体系。上游资源方面，子公司巢湖云海和合资公司安徽宝镁共拥有 14.08 亿吨白云石矿石的采矿权。截至 2021 年底，公司原镁产能 10 万吨，市占率约 10%；镁合金产能 20 万吨，为镁合金行业龙头。下游深加工方面，南京云海、巢湖云海精密、荆州云海、天津六合、重庆博奥镁铝已完成精密加工布局。

图 1：云海金属核心业务发展历程



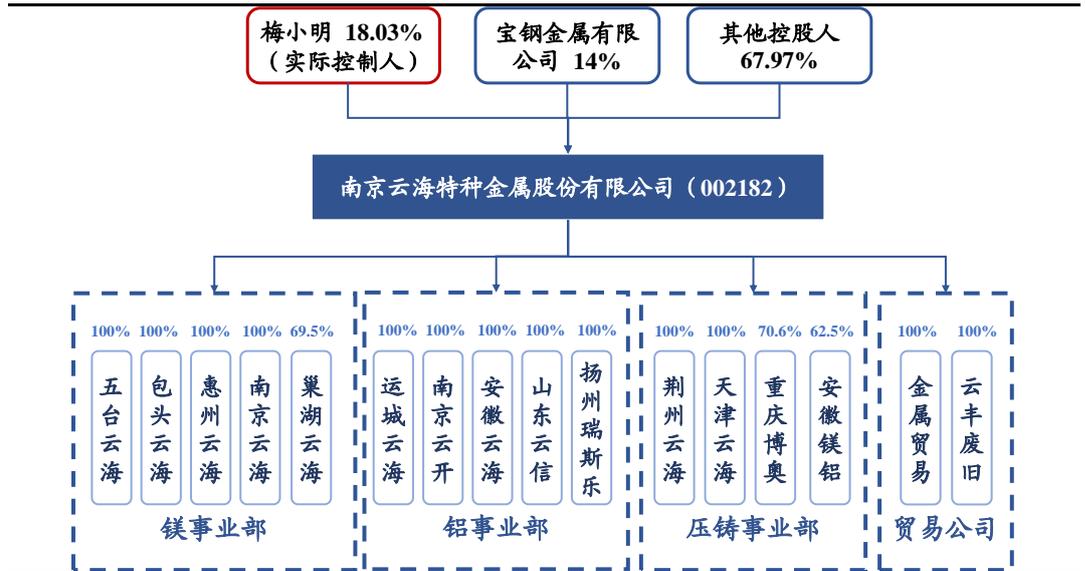
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

### 1.2. 股权结构优化，积极开展收购业务

截止 2022 年 6 月 30 日，董事长梅小明持有 18.03% 的股权，是公司实控人。董事长梅小明于 2018 年 12 月和 2020 年 8 月分别向宝钢金属转让 8% 和 6% 的无限售流通股，宝钢金属成为公司第二大股东，共持股 14%。

公司拥有四大事业部（镁事业部、铝事业部、压铸事业部、贸易公司）、三大原镁供应基地（山西五台云海、安徽巢湖云海、安徽池州宝镁）、四大镁合金供应基地（安徽巢湖云海和安徽宝镁主要面对长三角和中部地区客户；山西五台云海主要面对中西部客户及出口，广东惠州云海主要面对珠三角客户）。近年来，云海金属先后收购了重庆博奥、天津六合镁，完善镁合金下游产品的全面布局。

图 2: 云海金属股权结构与公司架构 (截止至 20220630)

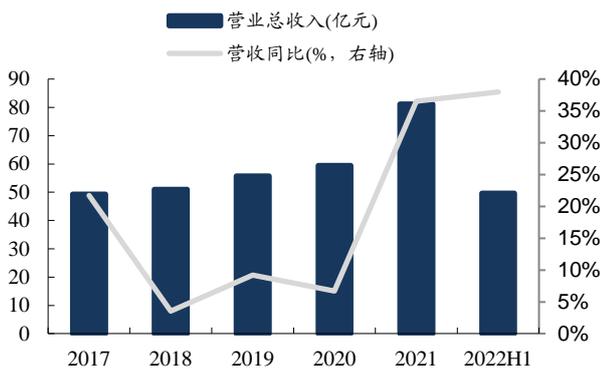


数据来源: WIND, 东吴证券研究所

### 1.3. 镁铝业务双轮驱动, 精深加工持续推进

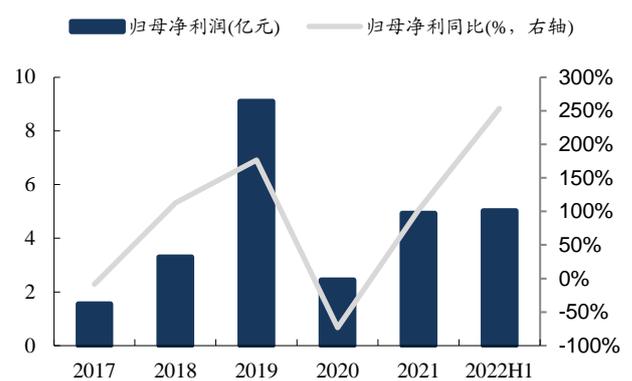
公司营业收入逐年攀升。2021 年实现营收 81.2 亿元, 同比增长 36.5%; 实现归母净利润 4.9 亿元, 同比增长 102.2%。22 年上半年, 公司业绩持续向好, 实现归母净利润 5.0 亿元, 同比增长 253.3%。

图 3: 公司营收屡创新高



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 4: 公司归母净利润情况

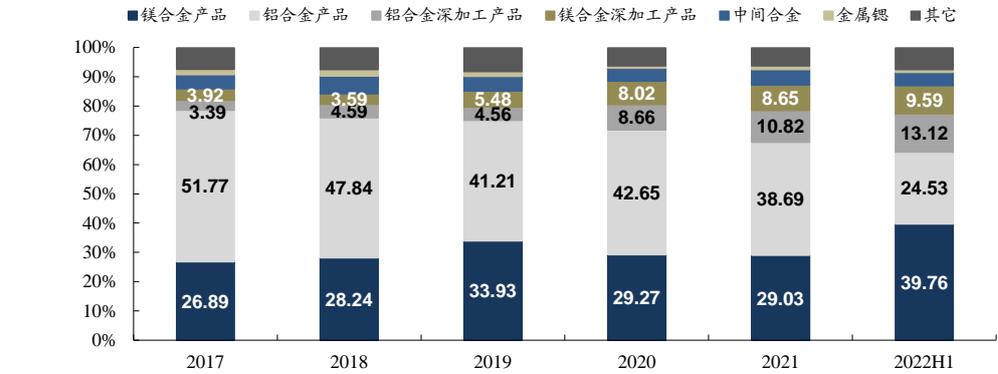


数据来源: WIND, 东吴证券研究所

公司主营产品为镁合金和铝合金产品, 其中 2022H1 镁合金产品营收占比 39.76%, 铝合金产品占比 24.53%, 其中镁合金营收占比较 2021 年相比提升。2022H1 深加工产品合计营业收入占总营业收入的 22.71%, 镁合金和铝合金深加工产品营收较去年同期分别增加 63.26%和 71.29%, 深加工业务营收贡献占比明显提升, 公司下游布局初见成

效。

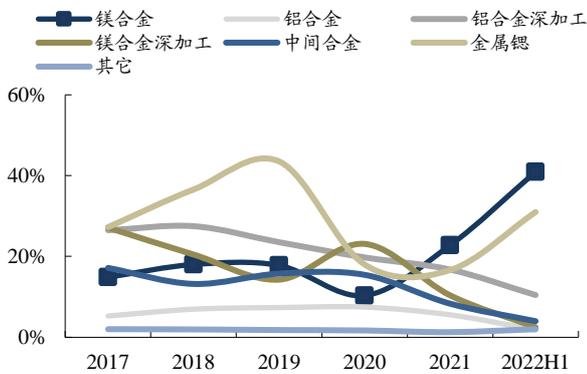
图 5: 公司主营产品营收构成



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

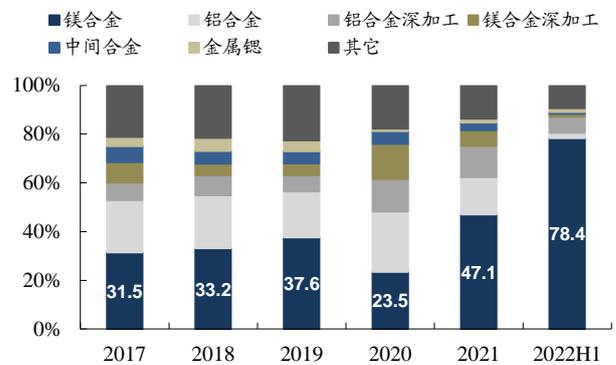
毛利方面, 2022H1 镁合金产品贡献了 78.4%的毛利, 是公司业绩增长的主要动力, 同比增长 45.91pct, 镁合金产品毛利扩大主要来自产品端涨价快于成本端, 随着未来与宝钢金属合作的青阳项目落地投产, 镁产品的营收和毛利贡献度将进一步提升。

图 6: 2022H1 镁合金产品毛利率达 40.9%



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 7: 公司各产品毛利贡献度变化



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

## 2. 宝钢金属入股, 实现深度合作

继宝钢金属 2018 年 12 月以 7.02 元/股的价格受让公司 8%股份后, 2020 年 8 月, 宝武集团下属宝钢金属再度受让了云海金属 6%股份。截止 2022 年 6 月 30 日, 宝钢金属合计持有云海金属的股份占总股本比例达到了 14%, 为公司第二大股东。宝钢金属与云海金属聚焦镁行业下游汽车轻量化产品开发的方向高度一致, 双方战略布局协同,

强强联合开拓新材料市场。

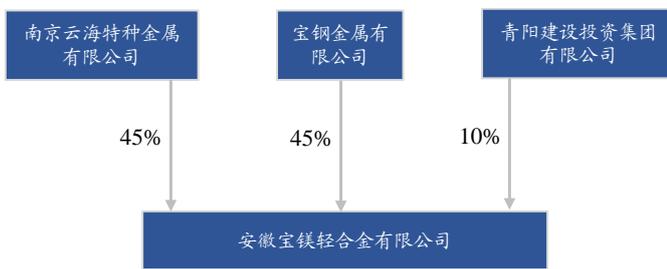
### 2.1. 共同建设全产业链基地，产能释放在即

公司与宝钢金属、青阳建设于 2020 年 11 月 25 日签署投资协议，共同投资设立了安徽宝镁轻合金有限公司（简称“安徽宝镁”）。其中，宝钢金属出资人民币 10.8 亿元，占股权 45%；云海金属出资人民币 10.8 亿元，占股权 45%；青阳建投出资人民币 2.4 亿元，占股权 10%。

由安徽宝镁作为项目主体规划建设“年产 30 万吨高性能镁基轻合金、15 万吨镁合金压铸部件、年产 100 万吨熔剂、年产骨料及机制砂 2500 万吨项目”，致力于打造世界级的镁合金生产基地。

为保障年产 30 万吨高性能镁基轻合金项目原材料的稳定供应，安徽宝镁公司于 2021 年 12 月 24 日竞得了青阳县花园吴家冶镁用白云岩矿采矿权，总矿石量为 131978.13 万吨，公司预计于 2023 年 9 月底建成投产。

图 8：安徽宝镁股权结构



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 9：安徽宝镁项目主厂区开工



数据来源：池州市人民政府，东吴证券研究所

年产 30 万吨高性能镁基轻合金项目建成后，将成为云海金属第二个“白云石开采—原镁冶炼—镁合金熔炼—镁合金精密铸造”的全产业链基地，是全球最大的镁合金生产基地。公司披露项目全部达产后预计可实现年均销售收入 102.49 亿元，年均净利润 12.47 亿元，以云海金属持有 45% 股权计算，项目投产后每年将为公司贡献归母净利润 5.61 亿元，可大幅提升公司盈利能力。

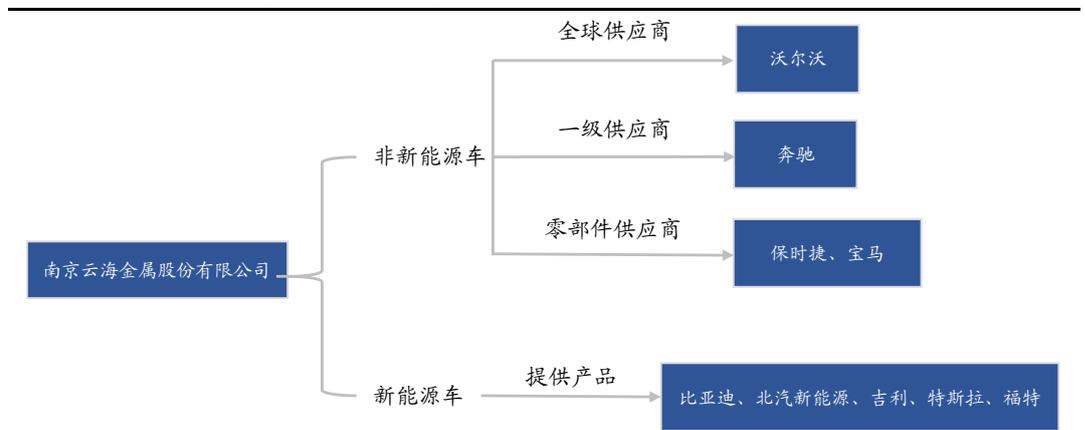
在环保方面宝钢金属将智能化技术嵌入炼镁系统，成功降低了一定的人工费用，加速了机械化进程的推进，提升项目环保能力，保证其可持续性。

### 2.2. 国企平台助力，技术资源共享

中国宝武定位于提供钢铁及先进材料综合解决方案和产业生态圈服务的高科技企业，在国内汽车板市场占有率长期维持在 50%以上，产品定位中高端，拥有丰富的客户资源，目前已正式成为国有资本投资公司。依托于宝武集团，宝钢在全球率先具备第一、二、三代超高强钢的研发和批量供应能力，已跻身国际知名汽车制造供应商行列，主要从事钢、铝合金、镁合金的深加工业务。宝钢产品用于奥迪、宝马、奔驰、别克等高级轿车。

随着宝钢金属入股公司，双方将从研发、生产到销售均形成优势互补。公司的原料采购以宝钢股份为主，辅以宝钢体系外原料。依托宝钢强大的汽车市场背景，伴随双方技术、客户资源共享，有益于公司顺利拓展下游客户，增强其在零部件领域的竞争力。

图 10: 目前云海金属在汽车行业客户



数据来源：人民咨讯，东吴证券研究所

公司与宝钢金属等公司及合伙企业共同对宝玛克（合肥）科技有限公司（简称“宝玛克”）进行增资，该公司主营业务为新材料与汽车部件生产加工，增资后云海金属持有 13.41% 股权。

### 3. 镁合金业务：乘势扩产拥抱汽车轻量化浪潮

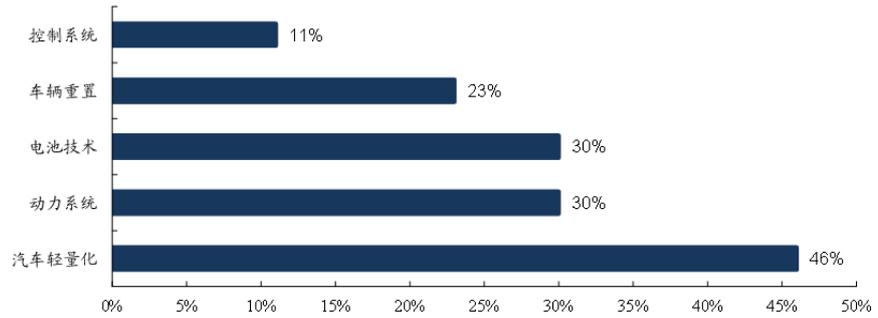
#### 3.1. 政策助推，汽车轻量化大势所趋

随着全球环保压力不断加大，各国及地区对燃气减排和油耗降低的标准愈加严格。2020 年我国汽车燃气排放量计划降至 5L/100km，油耗降幅目标 6.2%，为全球最高，燃油排放压力加大。根据相关研究，汽车每减重 100kg 可降低油耗 0.7L/100km，汽车自重每降低 10% 可提高 5.5% 汽车燃油效率；新能源汽车车身每减重 10% 可增加 14% 的续航里程。在西门子发布的不同技术措施的节能潜力对比中，汽车轻量化以 46% 的节能潜

力位列榜首，是节油降耗的最理想途径。

汽车轻量化是指汽车在确保稳定提升行驶安全性、耐撞性以及舒适性等基础上，有目标地减轻汽车自身的重量。汽车轻量化能减小动力和动力传动系统负荷，可在较低的牵引负荷下表现出同样或更好的性能。

图 11: 西门子发布的不同技术措施的节能潜力对比



数据来源：西门子公司，东吴证券研究所

近年来我国国务院、发改委、工信部等相关部门出台了一系列法律法规和政策，促进汽车轻量化零部件行业的快速发展。2016 年，国务院发布《“十三五”节能减排综合工作方案》，明确指出“加强工业技能，提高能源利用效率，促进交通运输节能”等总体目标。《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》提出“近期以完善高强度钢应用体系为重点，中期以形成轻质合金应用体系为方向，远期形成多材料混合应用体系为目标”。

表 1: 轻量化相关政策汇总

政策名称	时间	发布主体	内容
“十四五”规划	2021.03	十三届全国人大四次会议	落实 2030 年应对气候变化国家自主贡献目标，制定 2030 年前碳排放方案。深入推进建筑、交通等领域低碳转型。
新能源汽车产业发展规划(2021-2035 年)	2020.10	国务院	突破整车智能能量管理控制、轻量化、低摩阻等共性节能技术，提高新能源汽车整车综合性能。
产业结构调整指导目录(2019 年本)	2019.10	发改委	汽车轻量化材料应用：高强度钢、铝合金、镁合金、复合材料、粉末冶金、高强度复合纤维等。
汽车产业投资管理规定	2018.12	发改委	新能源汽车领域重点发展非金属复合材料、高强度轻质合金、高强度钢等轻量化材料的车身、零部件和整车等。
汽车产业中长期发展规划	2017.04	工信部、发改委、科技部	突破车用传感器、车戴芯片等先进汽车电子以及轻量化新材料、高端制造装备等产业链短板。
产业技术创新能力发展规划(2016-2020 年)	2016.10	工信部	提升动力电池、轻量化材料等核心技术的工程化和产业化能力，发展整车轻量化技术、车身外形优化设计等。
中国制造 2025	2015.05	国务院	继续支持电动汽车、智能化核心技术等，提升动力电池、

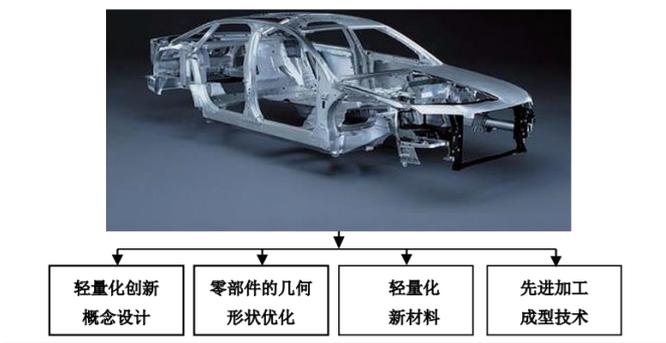
轻量化材料、智能控制等核心技术的工程化和产业化。

数据来源：工信部，国务院，发改委，东吴证券研究所

### 3.2. 镁合金：更轻更强更高效，或为汽车轻量化最佳材料

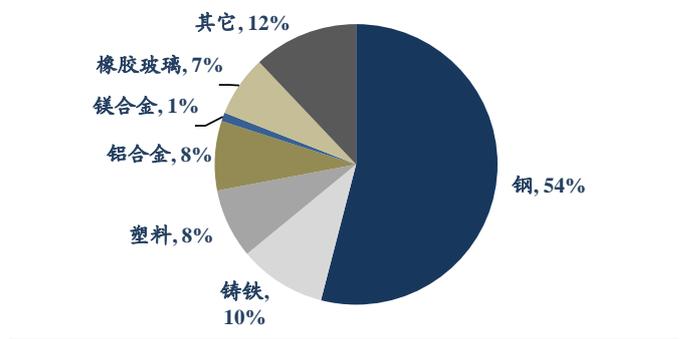
实现汽车轻量化目前主要有两个途径，一是用密度更低的新材料替代钢材、铝合金等；二是采用一体式压铸工艺制造车身及其他零部件，以减少零部件数量，优化车身结构。

图 12：汽车轻量化的实现



数据来源：中国材料研究学会，东吴证券研究所

图 13：一般家庭用车用材构成



数据来源：中国材料研究学会，东吴证券研究所

**镁合金是最有效的汽车轻量化材料。**目前用于汽车轻量化的新材料包括高强度钢、镁合金、铝合金及碳纤维。使用镁合金材料可使车体重量减轻 60%~70%，减重效果优于高强度钢与铝合金。此外镁合金强度高、吸震性能好、模铸生产率高、铸造性能好，对汽车构件的设计十分有利。

表 2：轻量化材料性能比较

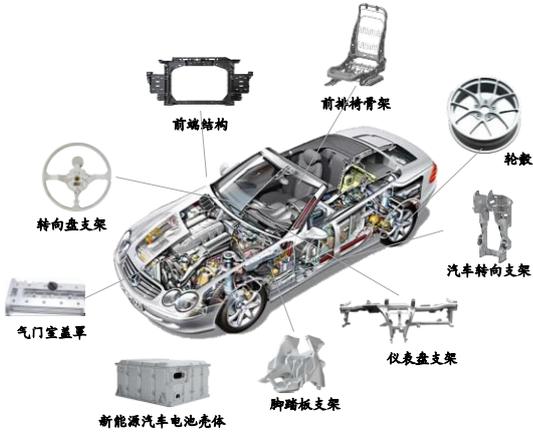
材料	密度(g/cm <sup>3</sup> )	抗拉强度(MPa)	比强度(MPa·g/cm <sup>3</sup> )	减重效果
普通钢（低碳钢）	7.64~8.1	274~412	70	-
高强度钢（双相钢）	7.9	600~1180	175	10%
铝合金	2.7	290	114	30%~60%
镁合金	1.8	250	146	60%~70%
碳纤维	1.5~2.0	3500	1334	60%

数据来源：CNKI，东吴证券研究所

镁合金的优势还在于镁矿储量丰富，开采寿命分别为铁和铝的 20 和 4 倍。中国是镁资源大国，拥有菱镁矿、白云石矿和盐湖镁资源等优质炼镁原料，占有世界 70%的

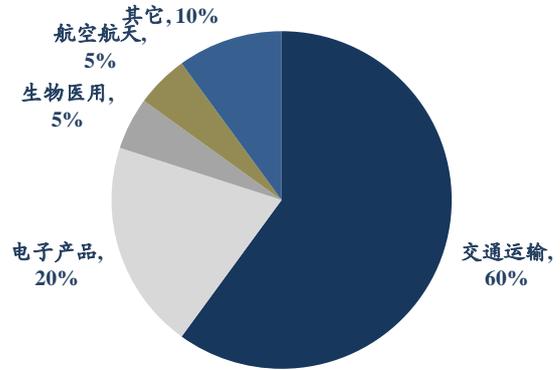
镁储量。

图 14: 镁合金产品在汽车/新能源车上的典型应用



数据来源: 中国创意同盟, 公司官网, 东吴证券研究所

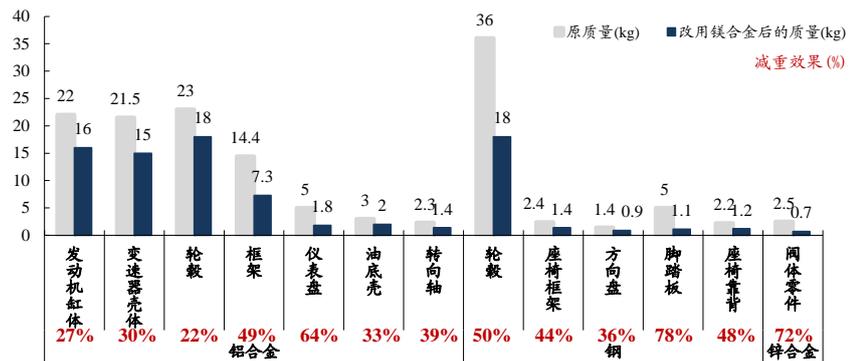
图 15: 2020 年我国镁合金消费结构



数据来源: 华经情报网, 东吴证券研究所

汽车用镁合金替代铝合金空间可观。镁合金主要用在壳体类与支架类等零部件上, 包括仪表盘支架、显示屏支架、中控支架、座椅支架、方向盘、转向件等部件; 铝合金主要应用在车身结构材料。采用镁合金可在铝轻量化的基础上再减轻 30%~40%, 随着镁合金压铸技术的提升, 镁铝价格比走低, 镁合金结构件将逐步替代铝合金结构件。

图 16: 汽车镁合金零部件对汽车的减重效果明显



数据来源: 中国产业信息网, 东吴证券研究所

我国单车用镁量存在较大的提升空间。根据 2015 年平均每辆车消耗镁合金数据, 北美地区/日本/欧洲单车用镁量分别为 3.8/9.3/14kg, 我国与欧美等发达国家存在较大差距, 仅为 1.5kg。2021 年我国汽车单车用镁量已提升至近 5kg。据中国汽车工程学会发布的《节能与新能源汽车技术路线图 1.0》, 至 2030 年单车用镁量将提升至 45kg。

**表 3: 中国汽车轻量化技术路线规划的详细目标**

类型	2016~2020 年	2021~2025 年	2026~2030 年
整车减重目标	减重 15%	减重 30%	减重 40%
高强度钢	强度在 600MPa 以上的 AHSS 钢应用达到 50%	第三代汽车钢应用比例达到白车身重量的 30%	2000MPa 以上的钢材有一定比例的应用
铝合金/kg	单车用铝量 190	单车用铝量 250	单车用铝量 350
镁合金/kg	单车用量 15	单车用量 25	单车用量 45

数据来源:《节能与新能源汽车技术路线图 1.0》,《中国镁合金行业发展现状分析与投资趋势预测报告(2022-2029)》,东吴证券研究所

假设压铸技术工艺的改善,铸件成材率约以 1%复合增速提升,随着单车用镁量逐步提升,我们预计 2021-2025 年我国交通运输用镁合金需求复合增速可达 42%。

**表 4: 我国交通运输用镁合金需求测算**

	单位	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	CAGR
汽车产量	万辆	2653	2706	2814	2927	3073	4%
平均单车用镁量	kg	5	7	11	15	18	38%
铸件成材率(平均)	%	77%	77%	78%	78%	79%	1%
<b>交通运输用镁合金需求量</b>	<b>万吨</b>	<b>17</b>	<b>25</b>	<b>40</b>	<b>56</b>	<b>70</b>	<b>42%</b>

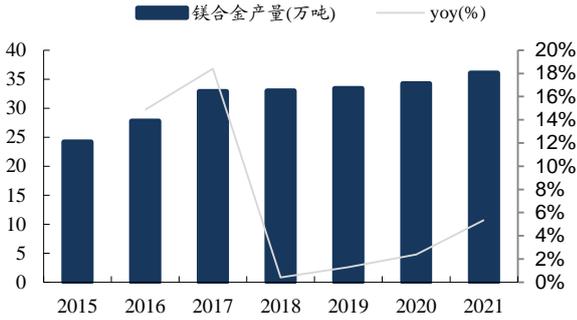
数据来源: WIND, 东吴证券研究所

### 3.3. 镁合金行业龙头, 扩产蓄势待发

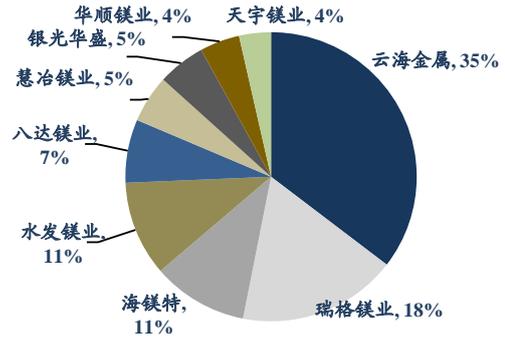
1) 镁合金行业龙头规模领先。随着镁合金生产工艺技术的不断突破,近 7 年我国镁合金产量总体呈增长态势,2021 年我国镁合金产量共 36.05 万吨,同比增长 5.35%。镁合金行业集中度较高,CR5 超过 80%,产能规模较大的企业主要有云海金属、瑞格镁业、海美特、水发镁业。其中云海金属镁合金产能约占行业总产能的 35%,是全球镁合金龙头企业,在巢湖、五台、惠州三大基地拥有 20 万吨/年镁合金产能,现有产能规模遥遥领先于同行。

**图 17: 2015-2021 年中国镁合金产量总体呈增长态势**

**图 18: 2021 年行业竞争格局**



数据来源：智研咨询，中国有色金属工业协会，东吴证券研究所



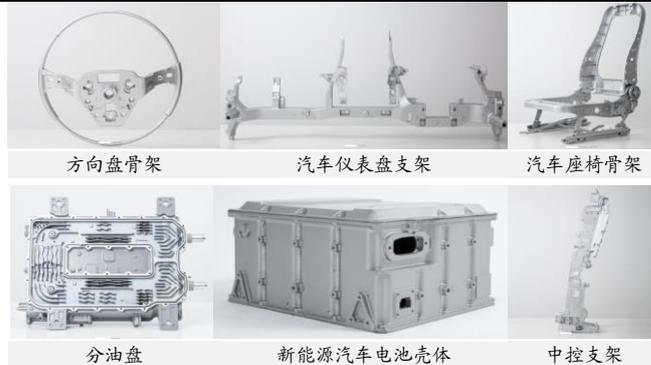
数据来源：各公司官网，东吴证券研究所

## 2) 镁合金材料+深加工大力扩产

公司生产符合 ASTM 标准的 AZ、AM、ZK 等全系列镁合金锭、镁合金粒子、镁合金棒产品，应用于汽车和 3C 电子领域。公司可根据客户需求定制非标准化产品，与 100 多家企业建立了密切的合作关系，RSM 系列产品已成为全球知名品牌。

公司近几年在稳定铝、镁合金基础材料供应的基础上，着力拓展下游深加工业务。公司镁合金深加工产品为汽车压铸件，主要有仪表盘支架、座椅支架、显示屏支架、中控支架、方向盘等部件。

图 19: 公司镁合金汽车压铸件部分产品



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

**通过收购完善深加工全国化布局，开拓北方汽车市场。**公司 2019 年 7 月收购重庆博奥，产业链得以向下游延伸，并将产业布局向西部地区延伸；2021 年 6 月收购天津六合镁，强化在北方汽车领域的布局。至此公司在压铸件业务布局进一步完善，云海精密、巢湖精密、安徽宝镁负责长三角与中部市场，重庆博奥负责西南市场，荆州云海负责华中市场，天津六合镁负责北方市场，惠州云海负责南方市场，并且海外布局瑞宝金属，进一步稳固公司行业地位。

镁合金在产项目稳步推进，产能释放在即。公司目前在建项目主要是安徽宝镁的年产 30 万吨高性能镁基轻合金、15 万吨镁合金压铸部件项目以及五台云海 10 万吨高性能镁基轻合金及深加工项目、重庆博奥 100 万件镁铝合金中大型汽车零部件项目、巢湖云海 200 万片建筑模板及 1000 万只方向盘骨架项目。其中重庆博奥项目即将于 22 年下半年投产，巢湖云海、五台云海及安徽宝镁项目 23 年便可投产使用。随着未来项目投产，2025 年镁合金产能达 50 万吨，稳居行业龙头地位。

表 5: 公司镁合金及深加工业务产能布局情况

产品类别	(子)公司名称	现有产能	规划产能	预计投产时间/进展
镁合金 (20 万吨)	巢湖云海	镁合金 10 万吨	-	-
	五台云海	镁合金 5 万吨	10 万吨高性能镁基轻合金及深加工项目	23 年底或 24 年初投产
	惠州云海	镁合金 3 万吨	-	-
	重庆博奥	镁合金 2 万吨	-	-
	安徽宝镁		30 万吨高性能镁基轻合金	23 年第 4 季度投产
压铸件	云海本部	镁合金压铸件 0.5 万吨	-	-
	荆州云海	镁铝合金压铸件 0.3 万吨	-	-
	惠州云海	镁合金压铸件 0.3 万吨	-	-
	瑞宝（印度）	100 万件压铸件+镁合金回收	-	-
		镁合金压铸件 1 万吨	-	-
	重庆博奥	-	100 万件镁铝合金中大型汽车零部件	2022 年下半年投产
	巢湖云海	-	200 万片建筑模板+方向盘骨架 1000 万只	23 年 6 月投产
	宜安云海	轻合金压铸 1 万吨	-	-
	安徽宝镁	-	15 万吨镁合金压铸部件	23 年第 4 季度投产

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 3) 技术领先

**原镁自给，工艺改良，成本优势显著。**公司的原镁自供，并拥有白云石矿的开采权，原材料成本有一定的优势。公司率先全部采用竖罐节能炼镁工艺，自主研发了大罐竖罐底出渣镁冶炼技术，并将智能化技术融入到原镁生产的设计中，效率提高，吨能源成本在行业内较低。

**设备自主研发，技术硕果累累。**公司自主研发镁合金生产加工设备、镁合金熔炼净化技术和镁合金成型技术。2020 年公司“镁合金”获批工业和信息化部、中国工业经济联合会第五批制造业单项冠军产品，同年获“江苏省企业技术创新奖”，2021 年

“一种镁合金熔体过滤装置”获南京市优秀实用新型专利奖。

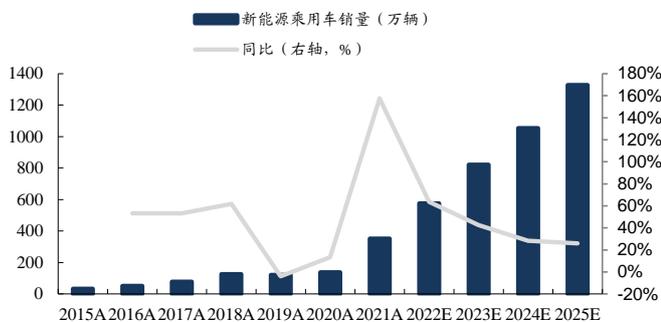
**研发生产平台+产学研合作。**公司建有“江苏省镁合金材料工程技术研究中心”、“江苏省轻金属合金研究重点实验室”、“江苏省先进金属材料重点实验室”、“江苏省认定企业技术中心”等创新研发平台，设立“江苏省企业研究生工作站”、“南京市博士后创新实践基地”、“江苏省博士后创新实践基地”、“院士专家工作站”等人才智力平台。

## 4. 铝合金业务：新能源驱动加码深加工领域

### 4.1. 受益新能源汽车轻量化，铝合金需求空间广阔

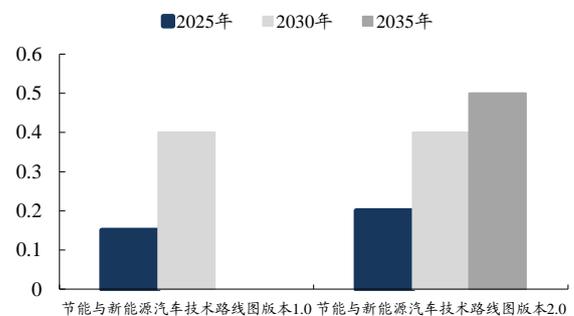
根据中汽协数据，2021年累计汽车销量为2627.50万辆，同比累计增长3.80%，其中新能源汽车销量352.10万辆，同比累计增长157.50%。未来随疫情防控形式持续好转刺激需求释放，乘用车销量有望维持稳定增长，伴随多省市新能源汽车补贴政策持续落地，新能源渗透率将进一步提高。我们预计2025年中国新能源汽车产量将达到1327.0万辆，2015-2025年CAGR达44.6%。

图 20：新能源汽车销量快速上升



数据来源：WIND，东吴证券研究所

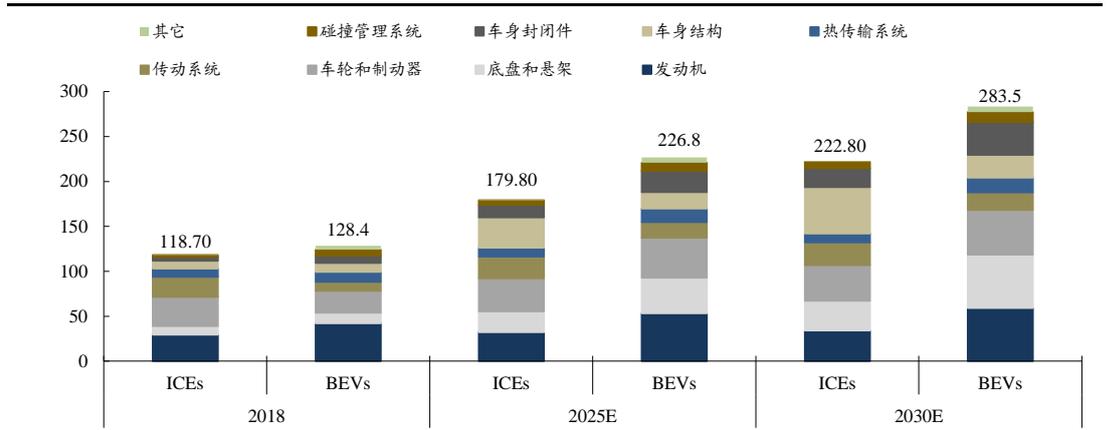
图 21：节能与新能源汽车技术路线图版本 1/2 新能源汽车占乘用车比例



数据来源：节能与新能源汽车技术路线图版本 1.0/2.0，东吴证券研究所

电池驱动的新能源汽车比传统汽车在车身减重方面的需求更为迫切，其单车用铝量将明显提高。根据国际铝协数据，2020年国内传统乘用车/纯电动/混动新能源乘用车单车用铝量分别为138.6/157.9/198.1kg，其预计到2025年中国传统燃油车/纯电动/插电混动车的单车用铝量能分别提升至180/227/238kg。《中国汽车工业用铝量评估报告（2016-2030）》预测中国新能源汽车行业使用铝的比例将从原占铝消费总量的3.80%升至29.40%。

图 22: 2018-2030 年 ICEs、BEVs 用铝量 (细分到各零部件; 单位:kg)

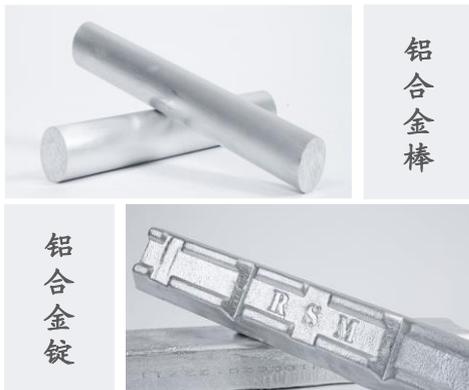


数据来源: 国际铝协, CM 公司, 东吴证券研究所

#### 4.2. 扩展铝合金深加工业务, 升级产业结构

铝合金业务是公司支柱产业之一, 目前拥有约 39 万吨铝合金产能, 产品包括 ADC1、ADC12、A380、AlSi9Cu3 等各种规格铝合金锭和 1-7 系高性能铝合金棒, 产品广泛应用于 3C 产品壳体、高性能汽车锻造轮毂、新能源汽车零部件等。公司铝合金产能主要分布在云海本部、运城云海、巢湖云海、扬州瑞斯乐。

图 23: 公司铝合金棒、铝合金锭产品



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图 24: 扬州瑞斯乐-开卷车间



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

铝深加工成为稳定增长点。2022 年 H1 公司铝合金深加工产品营收 6.51 亿, 同比增长 71.3%, 营收占 13.12%, 同比增长 24.12%, 产品毛利率为 10.45%。目前公司铝合金深加工产能 7 万吨, 主要有扬州瑞斯乐 2 万吨微通道扁管和南京云海 5 万吨铝挤压结构件。在建巢湖云海 15 万吨铝合金汽车结构件, 预计 24 年产能释放; 扩建扬州瑞斯乐产业线, 增加 1 万吨产能。

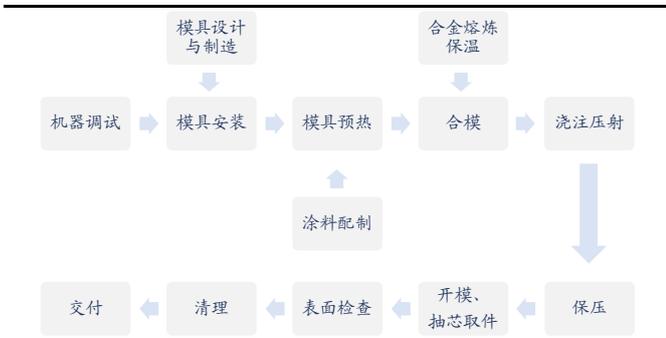
表 6: 公司铝合金及深加工产能情况

产品类别	(子)公司名称	现有产能	规划产能
铝合金	南京云海	15 万吨高性能铝合金棒材、5 万吨铝合金	-
	扬州瑞斯乐	高性能铝合金棒材 4 万吨	-
	运城云海	铝合金 10 万吨	-
	巢湖云海	高性能铝合金棒材 5 万吨	-
挤压件	扬州瑞斯乐	微通道铝扁管 2 万吨	-
	南京云海	5 万吨铝挤压结构件	-
	巢湖云海	-	15 万吨铝挤压型材

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

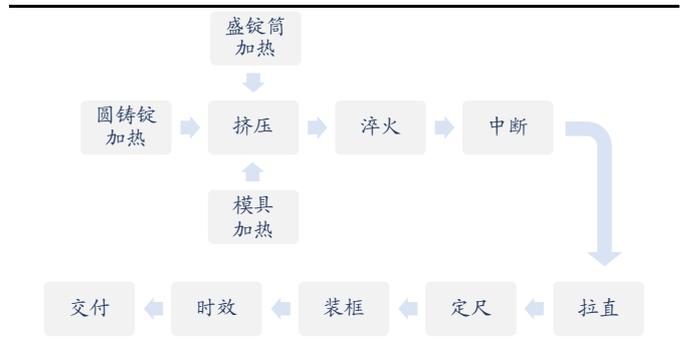
公司铝深加工产品主要铝压铸产品和铝挤压产品。在压铸深加工方面，公司目前有南京、巢湖、重庆、荆州、天津五大压铸基地，拥有 38000 吨/年高性能镁、铝和其他合金压铸件产能，逾 70 台压铸机，其中 24 台 1000-4200 吨进口大型压铸单元，逾 200 台加工中心，具有各类部件的表面处理能力，同时具备自主开发设计制造模具的能力。随着公司一体化压铸全产业链的发展，盈利能力将有所增强。

图 25: 铝压铸工艺流程图



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 26: 铝挤压工艺流程图

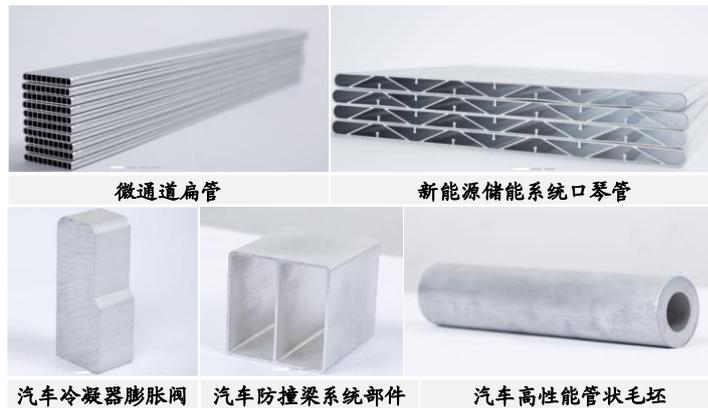


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

在铝挤压深加工方面，主要产品是汽车结构件及微通道扁管：

1) 铝挤压汽车结构件是公司近年来大力发展方向。公司在安徽巢湖投建年产 15 万吨轻量化铝挤压型材及配套项目，公司披露项目达产后预计实现年净利润为 2.1 亿元。公司以稳定可靠的质量、全面优质的服务获得多家新能源汽车客户的认可，铝挤压汽车结构件主要供应给特斯拉、比亚迪、蔚来、小鹏、吉利、上汽新能源等。

图 27: 公司铝挤压产品



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

2) 铝挤压微通道扁管是一种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, 属于附加值较高的铝深加工产品。公司全资子公司扬州瑞斯乐是微通道扁管的行业龙头, 根据公司披露: 2021 年空调微通道扁管产品销量同比增长, 在汽车空调市场占有率约 40%, 在家用和商用空调也已经开始供货。此外, 微通道扁管在风电储能电池以及新能源车电池上也有广泛应用, 公司目前已经为国内新能源车电池和风电储能电池客户供货。

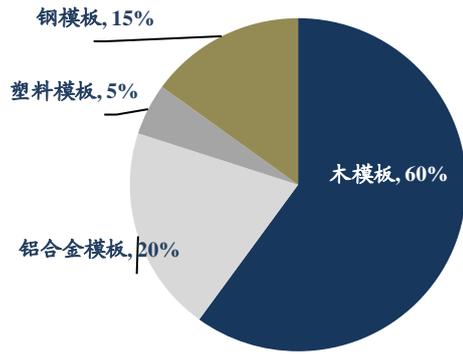
## 5. 建筑模板: 瞄准市场新动向, 发力新业务

### 5.1. 镁铝合金建筑模板市场未来可期

建筑模板是混凝土的模具, 能够使混凝土按照规定的位置和几何尺寸成形。模板技术直接影响工程建设的质量、造价和效益。20 世纪 70 年代初, 我国建筑模板以木模板为主, 环境代价较高。后来随着模板技术的进步, 又出现了钢模板、塑料模板和铝合金模板等建筑模板。《“十四五”建筑节能与绿色建筑发展规划》强调了要建设高品质绿色建筑, 促进绿色建材推广应用。节能、环保、绿色、可持续发展成为建筑行业的大趋势。

图 28: 不同材料的建筑模板

图 29: 2020 年各种材料建筑模板的市占率



数据来源：中国有色金属工业协会，东吴证券研究所

数据来源：华经情报网，东吴证券研究所

铝合金模板是国家近年来大力推广提倡应用的绿色建材，具有周期短、精度高、安装方便、环保等优点。2020年铝合金模板市场占有率达20%。截止到2021年底，全国铝合金模板市场保有量约7950万平方米，全国共有850家铝合金建筑模板相关企业。但是铝合金材料模板存在耐酸不耐碱的缺点。为了保护钢筋提高建筑混凝土的强度，混凝土的化学性质通常为弱碱性，然而市面上流行的铝合金模板都会被碱性物质所腐蚀。

镁合金模板在保留铝合金模板优点的基础上，还有以下四点优势：**1) 具有较强的耐碱腐蚀性，并且不易粘水泥。**即使粘上，用高压水枪基本都可清理干净，弥补了铝合金模板的缺陷。**2) 密度低，轻质量。**镁合金模板与铝合金模板相比重量更轻，方便搬运与拼装，有效降低了工人的工作强度，减轻清理建筑垃圾的负担。**3) 回收效率更高。**镁合金模板可以多次重复利用，可回收重新冶炼制作成镁锭或者镁棒后，并再次应用于其他产品，在这过程中其原有的物理特性不变。这是铝合金和其他金属材料所无法实现的。**4) 使用效率高。**使用镁合金模板还能够减少抹灰，缩短建筑施工时间，节省土建总包成本。

表 7: 镁合金模板和铝合金模板部分性能对比

	镁合金建筑模板	铝合金建筑模板
每平方米重量	16kg	21-25kg
每吨原料可加工	约 60m <sup>2</sup>	约 40m <sup>2</sup>
抗拉强度	250MPa	300MPa
弹性模量	45GPa	72GPa
弱酸	×	✓
弱碱	✓	×

数据来源：中国模板脚手架协会，东吴证券研究所

如今镁合金模板的市场还处于刚起步阶段。镁合金建筑模板的市场占有率较低。2022年国内仅有5-6家企业生产镁合金建筑模板。虽然性能比其他材料的模板更佳，但是因为镁价贵，在价格上呈现出劣势。然而随着镁价下行，当镁合金与铝合金的材料成本相近时，镁合金模板规模替代铝合金模板是未来可期的。

表 8: 镁合金模板经济对比(以 22/8/20 的价格为例)

	镁模板(压铸)	镁模板(挤压)	铝模板(压铸)	铝模板(挤压)
原锭材价格	25557 元/吨		18484.3 元/吨	
加工费(元/吨)	锭材加工费 2000	棒材加工费 4000	锭材加工费 300	棒材加工费 300
模板加工	压铸及人工费 170 元/m <sup>2</sup>	挤压费 9000-12000 元/吨	半固态压铸及人工费 5600-5800 元/吨	挤压费 3000-3500 元/吨
		人工费 150 元/m <sup>2</sup>		人工费 150 元/m <sup>2</sup>
每吨模板面积(m <sup>2</sup> )	60		40	
<b>模板成本(元/m<sup>2</sup>)</b>	<b>629.3</b>	<b>817.6</b>	<b>612.1</b>	<b>700.9</b>
<b>若镁铝锭价格持平</b>				
原锭材价格	20000 元/吨		20000 元/吨	
加工费(元/吨)	锭材加工费 2000	棒材加工费 4000	锭材加工费 300	棒材加工费 300
模板加工	压铸及人工费 170 元/m <sup>2</sup>	挤压费 9000-12000 元/吨	半固态压铸及人工费 5600-5800 元/吨	挤压费 3000-3500 元/吨
		人工费 150 元/m <sup>2</sup>		人工费 150 元/m <sup>2</sup>
每吨模板面积(m <sup>2</sup> )	60		40	
<b>模板成本(元/m<sup>2</sup>)</b>	<b>536.7</b>	<b>750</b>	<b>652.5</b>	<b>745</b>

数据来源: CKNI (《铝及镁合金在建筑模板行业应用现状及展望》), 东吴证券研究所测算

## 5.2. 抢占先机, 顺势布局建筑模板新业务

**公司抢占先机**, 在安徽巢湖投资建设年产 200 万片建筑模板项目。公告披露项目固定资产投资额为 2.4 亿元, 达产后预计实现年净利润为 7670.6 万元, 投资回收期为 5.3 年(不含建设期)。2022 年 3 月 16 日云海金属与南京领航签署《投资合作协议》, 共同出资设立合资公司安徽镁铝建筑模板科技有限公司(简称“安徽镁铝”), 注册地在安徽巢湖, 其中公司投资 1 亿元, 股权占比 62.5%, 南京领航投资 0.6 亿元, 股权占比 37.5%。

**批量供货成规模, 框架协议绑定优质客户**。公司在 2021 年开始投资镁建筑模板项目并已经在建筑工程上中批试用, 2022 年已批量供货并形成规模, 提高镁在建筑领域的使用量。8 月 25 日, 子公司安徽镁铝与中建四局签署了《关于镁合金模板租赁框架协议》, 就镁合金建筑模板租赁事宜签订框架协议。公司与中建四局建立了稳定的合作伙伴关系, 可以提升公司在建筑模板市场上的竞争力, 对镁建筑模板的应用拓展有深远的意义。

**建立产学研机构，攻克技术难关。**针对镁合金目前存在的诸如耐碱不耐酸、不方便打孔、挤压速度慢、脆性大的技术和应用瓶颈，公司与上海交通大学和重庆大学合作建立研究机构，主要目标是解决镁的精准塑性问题和耐蚀性问题，并进一步研究拓展镁合金的应用，攻克镁合金模板的技术难关，提升行业认可度。

## 6. 盈利预测、估值与投资建议

我们盈利预测基于以下假设：

- 1) 2022-2024 年公司镁铝合金材料及深加工业务板块受益汽车轻量化趋势，各产品价格量齐升；
- 2) 受益下游旺盛需求与公司规模生产优势，公司镁合金、镁铝深加工相关业务占比提升，镁合金业务综合毛利率逐步提升，铝合金业务毛利中枢稳定在 8% 左右；
- 3) 公司 22-24 年其他业务板块收入稳定，毛利率稳定在 17%。

表 9：公司盈利预测

		2021A	2022E	2023E	2024E
镁合金业务	收入（百万元）	3058	4510	6841	8514
	YOY	76%	47%	52%	24%
	毛利率	20%	25%	25%	26%
	毛利（百万元）	608	1127	1689	2237
	YOY	239%	85%	50%	32%
铝合金业务	收入（百万元）	4018	4310	5613	8503
	YOY	58%	7%	30%	51%
	毛利率	8%	8%	8%	8%
	毛利（百万元）	321	345	421	680
	YOY	70%	7%	22%	62%
其它	收入（百万元）	1040	1116	1188	1366
	YOY	54%	7%	6%	15%
	毛利率	20%	17%	17%	17%
	毛利（百万元）	209	190	202	232
	YOY	14%	53%	36%	44%
合计	收入（百万元）	8,117	9,936	13,642	18,382
	YOY	37%	22%	37%	35%
	毛利率	14%	17%	17%	17%
	毛利（百万元）	1139	1661	2312	3150
	YOY	49%	46%	39%	36%

数据来源：WIND，东吴证券研究所

我们预计公司 2022-2024 年收入为 99/136/184 亿元，同比增速为 22%/37%/35%；归母净利润为 8/14/22 亿元，同比增速为 70%/63%/59%；对应 PE 分别为 17.85/10.95/6.90x。我们选取三祥新材、志特新材、华峰铝业作为可比公司，得出 2022-2024 年 PE 均值为 25.62/18.69/14.83x，由于公司估值远低于可比公司，因此首次覆盖给予公司“买入”评级。

表 10: 可比公司估值 (2022 年 9 月 15 日)

	证券代码	股价(元)	P/E			EPS (元)		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
三祥新材	603663.SH	13.93	24.77	16.47	13.5	0.56	0.85	1.03
志特新材	300986.SZ	40.05	29.7	21.97	16.66	1.35	1.82	2.40
华峰铝业	601702.SH	16.42	22.4	17.62	14.33	0.73	0.93	1.15
	均值		25.62	18.69	14.83			
<b>云海金属</b>	<b>002182.SZ</b>	<b>29.03</b>	<b>17.85</b>	<b>10.95</b>	<b>6.90</b>	<b>1.29</b>	<b>2.11</b>	<b>3.35</b>

数据来源：估值非加粗数据来自 WIND 一致预测，其余盈利预测来自东吴证券研究所

## 7. 风险提示

- 1) **公司项目进展不及预期。**项目进展不及预期将影响公司营收及利润增长。
- 2) **汽车轻量化进程低于预期。**受疫情影响，全球汽车产销量有所下滑，行业轻量化使用镁合金的布局能否符合预期，将对公司收益很大影响。
- 3) **宏观经济增速放缓。**如果未来发生宏观经济景气度下降，影响下游行业需求，将对公司经营情况产生较大影响，从而影响公司收入、利润表现；
- 4) **硅铁价格上涨。**镁合金板块一直是公司利润的主要来源，而原镁核心成本来自硅铁，包头云海硅铁项目仍存不确定性，如未来公司硅铁不能自供，则原镁成本依然受硅铁价格波动影响大。

## 云海金属三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>4,130</b>	<b>4,722</b>	<b>6,377</b>	<b>8,443</b>	<b>营业总收入</b>	<b>8,117</b>	<b>9,936</b>	<b>13,642</b>	<b>18,382</b>
货币资金及交易性金融资产	244	100	111	100	营业成本(含金融类)	6,978	8,275	11,329	15,232
经营性应收款项	2,383	2,825	3,930	5,281	税金及附加	40	43	63	82
存货	1,103	1,295	1,782	2,374	销售费用	30	43	57	77
合同资产	0	0	0	0	管理费用	103	161	220	294
其他流动资产	399	502	554	688	研发费用	309	398	580	790
<b>非流动资产</b>	<b>3,280</b>	<b>3,711</b>	<b>4,109</b>	<b>4,486</b>	财务费用	99	83	87	94
长期股权投资	303	329	359	387	加:其他收益	83	69	117	142
固定资产及使用权资产	1,625	1,767	1,860	1,940	投资净收益	-17	-3	194	614
在建工程	694	958	1,239	1,511	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	219	226	230	235	减值损失	-37	-42	-31	-51
商誉	94	94	94	94	资产处置收益	0	22	15	17
长期待摊费用	18	18	18	18	<b>营业利润</b>	<b>587</b>	<b>978</b>	<b>1,601</b>	<b>2,534</b>
其他非流动资产	326	317	309	300	营业外净收支	-6	-2	-1	-1
<b>资产总计</b>	<b>7,410</b>	<b>8,433</b>	<b>10,486</b>	<b>12,929</b>	<b>利润总额</b>	<b>581</b>	<b>977</b>	<b>1,600</b>	<b>2,533</b>
<b>流动负债</b>	<b>3,011</b>	<b>3,296</b>	<b>4,131</b>	<b>4,647</b>	减:所得税	64	122	188	307
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,851	1,813	2,180	1,989	<b>净利润</b>	<b>517</b>	<b>855</b>	<b>1,412</b>	<b>2,226</b>
经营性应付款项	942	1,165	1,563	2,123	减:少数股东损益	25	18	49	62
合同负债	22	45	49	74	<b>归属母公司净利润</b>	<b>493</b>	<b>836</b>	<b>1,363</b>	<b>2,164</b>
其他流动负债	195	274	340	462	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.76	1.29	2.11	3.35
非流动负债	414	406	391	376	EBIT	703	1,016	1,393	1,906
长期借款	240	232	217	202	EBITDA	906	1,270	1,684	2,216
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	14.03	16.72	16.95	17.14
租赁负债	5	5	5	5	归母净利率(%)	6.07	8.42	9.99	11.77
其他非流动负债	169	169	169	169	收入增长率(%)	36.52	22.42	37.29	34.75
<b>负债合计</b>	<b>3,425</b>	<b>3,702</b>	<b>4,522</b>	<b>5,023</b>	归母净利润增长率(%)	102.21	69.67	63.02	58.73
归属母公司股东权益	3,388	4,115	5,299	7,179					
少数股东权益	597	616	664	726					
<b>所有者权益合计</b>	<b>3,985</b>	<b>4,730</b>	<b>5,963</b>	<b>7,906</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>7,410</b>	<b>8,433</b>	<b>10,486</b>	<b>12,929</b>					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	57	755	401	620	每股净资产(元)	5.24	6.37	8.20	11.11
投资活动现金流	-896	-669	-484	-59	最新发行在外股份(百万股)	646	646	646	646
筹资活动现金流	827	-230	94	-572	ROIC(%)	11.67	13.83	16.23	18.14
现金净增加额	-17	-144	11	-11	ROE-摊薄(%)	14.55	20.32	25.73	30.14
折旧和摊销	203	254	292	310	资产负债率(%)	46.22	43.90	43.13	38.85
资本开支	-834	-641	-651	-648	P/E(现价&最新股本摊薄)	30.28	17.85	10.95	6.90
营运资本变动	-786	-429	-1,222	-1,410	P/B(现价)	4.41	3.63	2.82	2.08

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

