

云海金属 (002182.SZ)

镁产业链龙头，依托股东优势加速扩张

买入

核心观点

2022 年公司归母净利润同比增长 24%。2022 年公司实现营收 91.05 亿元 (+12.2%)，归母净利润 6.11 亿元 (+24.0%)，扣非归母净利润 5.73 亿元 (+36.5%)，经营性净现金流 13.42 亿元 (+2260%)。其中 2022Q4 单季营收 20.0 亿元 (-19.0%)，归母净利润 0.32 亿元 (-85.9%)，扣非归母净利润 0.18 亿元 (-90.7%)。

公司业绩增长主因金属镁价格上涨。2022 年公司销售毛利润 14.6 亿元，比 2021 年增加 3.3 亿元，其中镁合金产品毛利润同比增加 4.3 亿元或 80%，铝合金产品毛利润同比减少 1.4 亿元或 -82%，镁合金深加工产品毛利润增加 0.13 亿元或 17.2%。从事原镁冶炼的子公司五台云海净利润 3.8 亿元，同比增加 2 亿元或 116%，巢湖云海净利润 2.5 亿元，同比增加 1.7 亿元或 188%。

宝钢入主，公司加速扩张。公司是全球镁行业龙头企业，现有 10 万吨原镁和 20 万吨镁合金产能，镁合金全球市占率近 40%，拥有“白云石开采-原镁冶炼-镁合金熔炼-镁合金精密铸造、变形加工-镁合金再生回收”完整产业链。本轮定增完成后，宝钢金属将成为公司控股股东，公司与中国宝武“一基五元”发展战略中新材料产业方向高度契合。今年是公司的项目建设年，巢湖 5 万吨原镁项目、安徽青阳 30 万吨原镁和 30 万吨镁合金项目、安徽铝业 15 吨铝挤压型材项目有望 2023 年底前建成。到 2025 年，公司将达到 50 万吨原镁和 50 万吨镁合金产能。

风险提示：产能释放低于预期，镁压铸件市场竞争加剧。

投资建议：首次覆盖给予“买入”评级

假设 2023-2025 年镁锭价格均为 22000 元/吨，镁合金价格均为 23400 元/吨，预计 2023-2025 年营业收入 128/183/241 亿元，同比增速 40.6/43.1/31.5%，归母净利润 6.84/13.22/19.52 亿元，同比增速 11.9/93.3/47.7%；摊薄 EPS 分别为 1.06/2.05/3.02 元，当前股价对应 PE 分别为 21/11/8x。公司是全球镁产业链一体化龙头，不仅有原材料的资源、技术和成本优势，也有深加工产品设计及技术优势，将依托宝武国际化的市场资源和强大的汽车市场背景，在汽车轻量化领域的渗透进一步加速，首次覆盖给予“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8,117	9,105	12,797	18,313	24,087
(+/-%)	36.5%	12.2%	40.6%	43.1%	31.5%
净利润(百万元)	493	611	684	1322	1952
(+/-%)	102.2%	24.0%	11.9%	93.3%	47.7%
每股收益(元)	0.76	0.95	1.06	2.05	3.02
EBIT Margin	8.1%	9.4%	7.8%	12.9%	15.4%
净资产收益率 (ROE)	14.5%	15.5%	16.3%	27.9%	35.4%
市盈率 (PE)	29.6	23.9	21.3	11.0	7.5
EV/EBITDA	21.2	17.2	17.7	9.7	7.3
市净率 (PB)	4.31	3.71	3.47	3.08	2.65

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

有色金属·小金属

证券分析师：刘孟劼

010-88005312

liumengjie@guosen.com.cn

S0980520040001

证券分析师：焦方冉

021-60933177

jiaofangran@guosen.com.cn

S0980522080003

基础数据

投资评级	买入(首次评级)
合理估值	22.58 元
收盘价	14596/12582 百万元
总市值/流通市值	29.33/15.56 元
52 周最高价/最低价	324.74 百万元
近 3 个月日均成交额	

市场走势

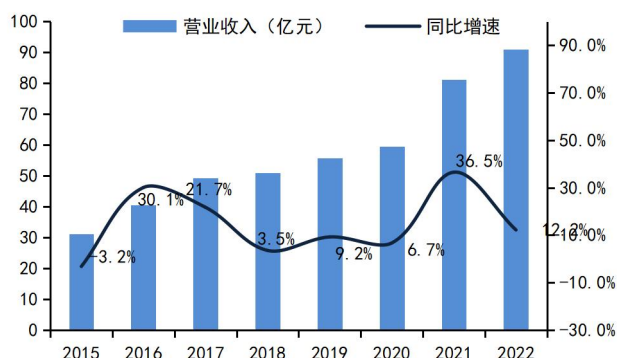


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

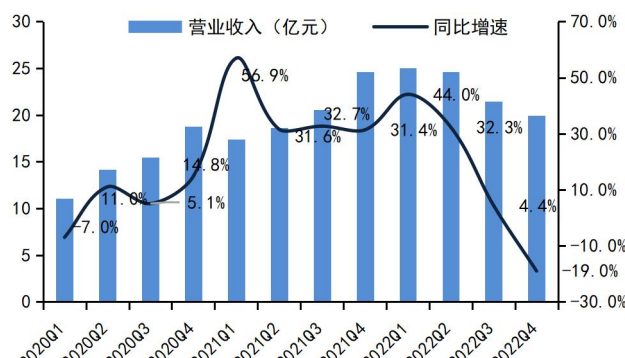
2022 年公司归母净利润同比增长 24%。2022 年公司实现营收 91.05 亿元(+12.2%)，归母净利润 6.11 亿元(+24.0%)，扣非归母净利润 5.73 亿元(+36.5%)，经营性净现金流 13.42 亿元(+2260%)。其中 2022Q4 单季营收 20.0 亿元(-19.0%)，归母净利润 0.32 亿元(-85.9%)，扣非归母净利润 0.18 亿元(-90.7%)。

图1：云海金属营业收入及增速（单位：亿元、%）



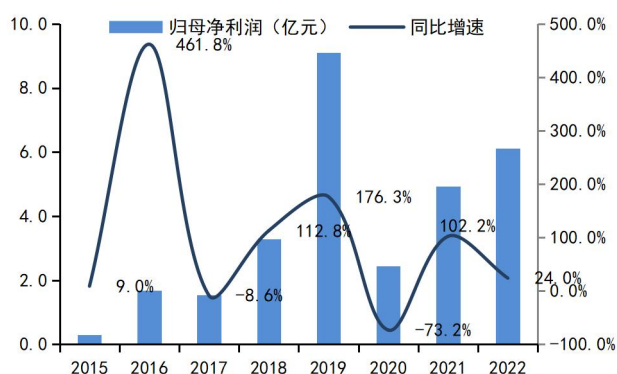
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：云海金属单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：云海金属归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：云海金属单季归母净利润（单位：亿元、%）



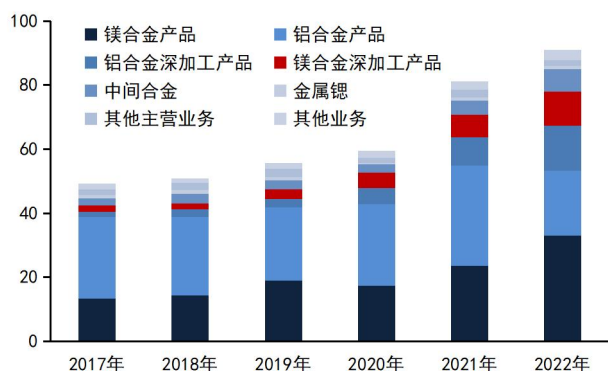
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司业绩增长主因金属镁价格上涨。2022 年镁合金产品营业收入同比增加 9.5 亿元或 40%，铝合金产品营业收入减少 11 亿元或 35%，镁合金深加工产品营业收入增加 3.6 亿元或 52%。2022 年公司销售毛利润 14.6 亿元，比 2021 年增加 3.3 亿元，其中镁合金产品毛利润同比增加 4.3 亿元或 80%，铝合金产品毛利润同比减少 1.4 亿元或-82%，镁合金深加工产品毛利润增加 0.13 亿元或 17.2%。

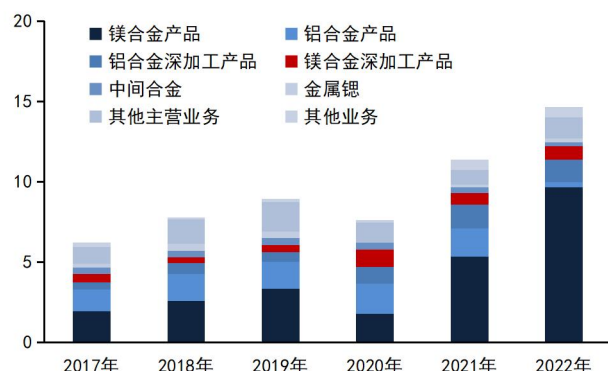
公司当前有两家子公司从事原镁冶炼，分别是五台云海和巢湖云海，产能均为 5 万吨/年，2022 年五台云海净利润 3.8 亿元，同比增加 2 亿元或 116%，巢湖云海净利润 2.5 亿元，同比增加 1.7 亿元或 188%。

图5：云海金属营业收入构成（单位：亿元）

图6：云海金属毛利润构成（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表1：公司镁冶炼子公司盈利情况（万元）

五台云海镁业有限公司

	营业收入	净利润
2020	88213	4276
2021	149936	17699
2022	208583	38144

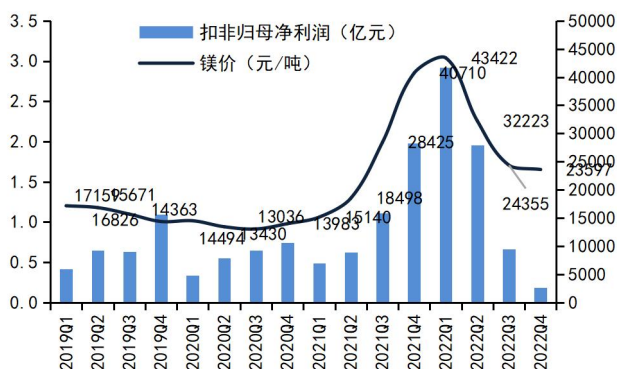
巢湖云海镁业有限公司

	营业收入	净利润
2020	100182	9150
2021	142193	8855
2022	213705	25458

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

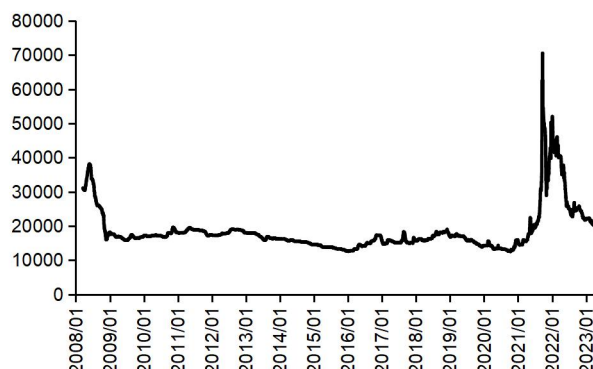
近两年镁价大幅波动。我国镁冶炼产能分布集中，陕西榆林府谷县原镁产量占全国50%以上，2021年受“能耗双控”影响限电停产，造成镁价急速上涨，2022年以来随着供应恢复、需求走弱，镁价逐渐回落，2020-2022年镁年均价分别为13713/25887/30655元/吨。云海金属拥有10万吨原镁产能，受益于2022年高镁价，公司原镁和镁合金版块盈利大幅提升。目前镁价已恢复到正常区间内，2023Q1镁锭均价为21430元/吨。

图7：公司单季度扣非归母净利润与镁价的关系



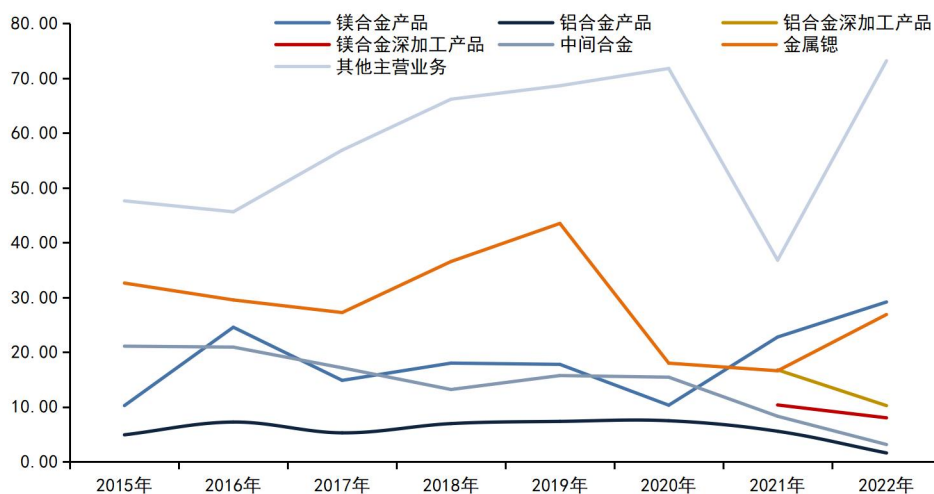
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：国内镁锭价格（元/吨）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：公司分产品毛利率（%）



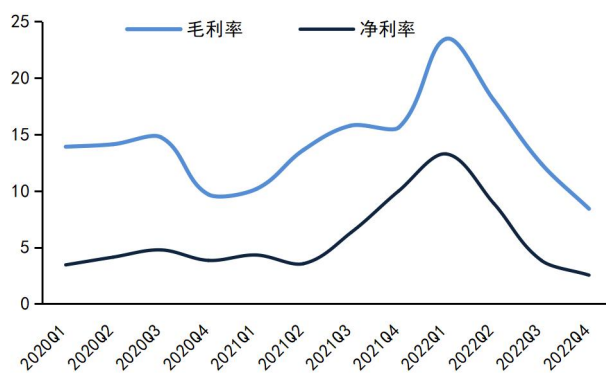
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图10：公司毛利率、净利率变化情况



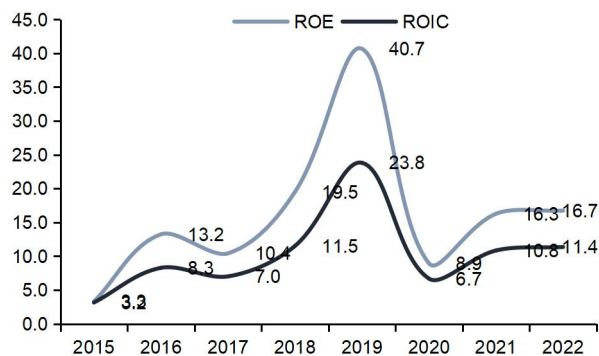
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11：公司单季度毛利率、净利率变化情况（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图12：公司 ROE、ROIC 变化情况（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图13：公司经营性净现金流（亿元）

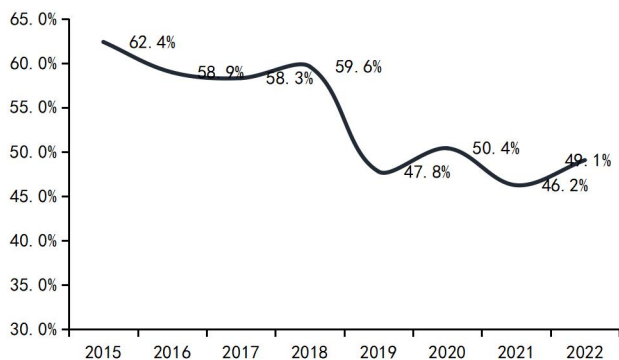


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

经营性净现金流强劲，研发费用率走高。2022 年公司经营活动产生的现金流量净

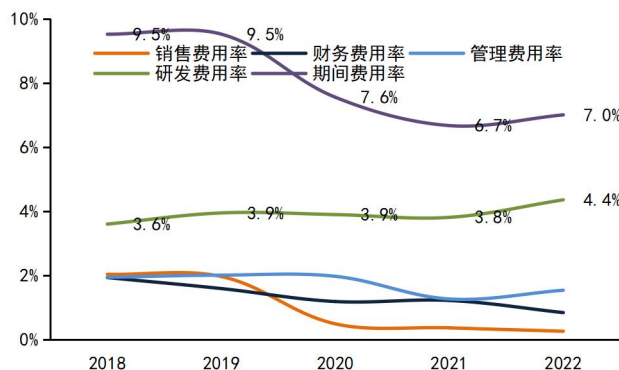
额达到 13.4 亿元，主因经营性应收项目减少了 4.8 亿元。2022 年公司研发费用 3.97 亿元，同比增加 28.3%，研发费用率稳中有升。

图 14: 云海金属资产负债率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 15: 公司期间费用率



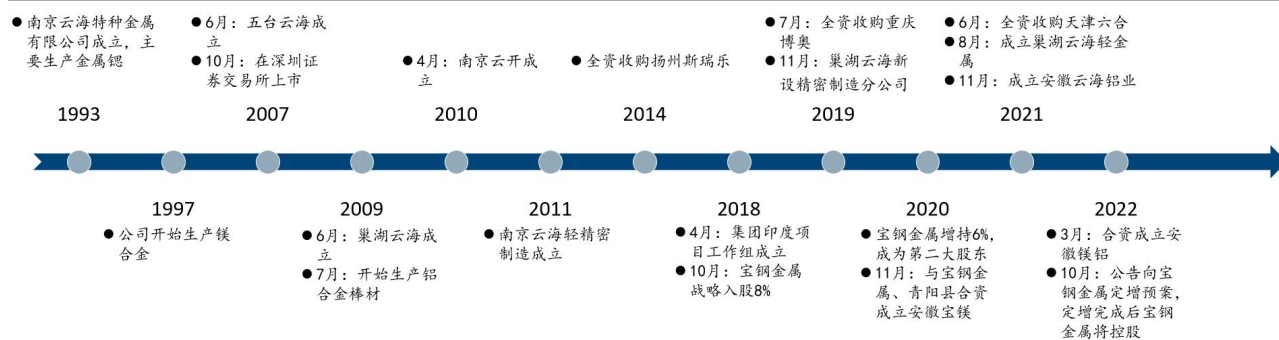
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

◆ 全球镁行业龙头，宝钢入主为公司发展赋能

南京云海特种金属股份有限公司成立于 1993 年，2007 年在深交所上市。经过 30 年发展，公司已成为一家集矿业开采、有色金属冶炼、加工与回收为一体的高新技术企业。公司是全球镁行业龙头企业，现有年产能 10 万吨原镁和 20 万吨镁合金，镁合金全球市占率近 40%，拥有“白云石开采-原镁冶炼-镁合金熔炼-镁合金精密铸造、变形加工-镁合金再生回收”的完整产业链，全产业链优化公司产品成本结构和增强抵御风险能力，能稳定给客户提供各种产品，镁合金产销量连续多年全球领先。

公司是工业和信息化部第五批制造业单项冠军企业，公司子公司重庆博奥和五台云海入选了国家级专精特新“小巨人”企业名单，巢湖云海、南京云海轻金属和扬州瑞斯乐入选了省级专精特新“小巨人”企业名单。

图 16: 公司历史沿革



资料来源：公司公告、公司官网、国信证券经济研究所整理

生产基地合理布局。公司在全国多地区布局项目，公司拥有三大原镁供应基地：山西五台云海、安徽巢湖云海、安徽宝镁；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，公司先后收购了重庆博奥、天津六合，完善镁合金深加工产品的国内布局，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

合负责北方市场。

图 17: 公司业务布局

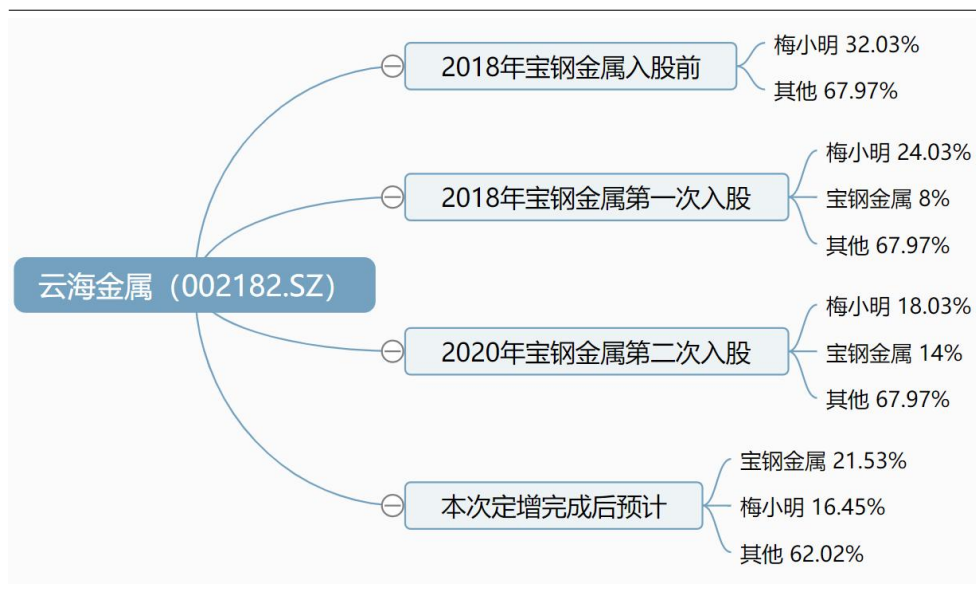


资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

为了保证下游客户有充足的原材料供应，避免因需求上升引起镁价剧烈波动，公司扩大原镁和镁合金的生产规模，在 2025 年能达到 50 万吨原镁和 50 万吨镁合金的产能。今年是公司的项目建设年，巢湖 5 万吨原镁项目、安徽青阳 30 万吨原镁和 30 万吨镁合金项目、安徽铝业 15 吨铝挤压型材项目 2023 年底前建成。

宝钢金属成为公司控股股东。2018 年 12 月和 2020 年 8 月公司董事长、实际控制人梅小明分两次向宝钢金属（宝武集团全资子公司）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，现持股比例 14%。2022 年 10 月公司公告向宝钢金属定向增发的预案，2023 年 3 月国资委批准了本次增发预案。本次增发完成后，预计宝钢金属持股比例将上升至 21.53%，成为公司控股股东，公司实际控制人将变更为国务院国资委。云海金属与中国宝武“一基五元”发展战略中新材料产业方向高度契合。同时，依托中国宝武国际化的市场资源和强大的汽车市场背景，公司在汽车轻量化领域的渗透将进一步加速。

图 18: 公司股权结构变动情况

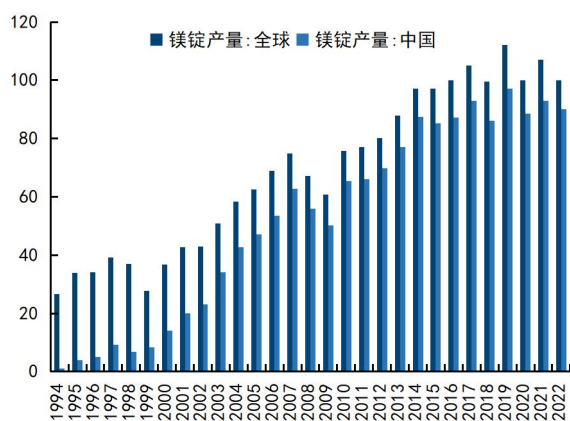


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 镁是我国优势矿产资源，汽车轻量化加速镁需求扩张

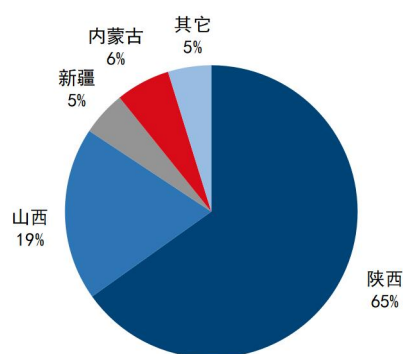
我国镁资源储量丰富，占世界镁矿资源 70%以上。镁在地壳表层储量居第 8 位，质量占比约 1.9%，是地壳中含量最丰富的元素之一。镁在自然界中主要以固体矿和液体矿的形式存在，固体矿主要包括菱镁矿、白云石等；液体矿主要来自海水、天然盐湖水、地下卤水等。目前开采镁资源主要来自菱镁矿（ $MgCO_3$ ，镁质量占比 28.8%）和白云石（ $MgCO_3 \cdot CaCO_3$ ，镁质量占比 13.2%），其次为海水苦卤、盐湖卤水以及地下卤水。据统计，中国已探明可开采白云石镁矿超过 200 亿吨，菱镁矿超过 30 亿吨，盐湖氯化镁储量 40 亿余吨，占世界镁矿资源的 70%以上，其余主要镁资源大国为俄罗斯、韩国、澳大利亚等。

图 19：全球和中国镁锭产量（万吨）



资料来源：USGS，国信证券经济研究所整理

图 20：2022 年中国镁锭产能地域分布



资料来源：亚洲金属网，国信证券经济研究所整理

我国镁锭占比世界第一，大部分产能集中于榆林。根据 USGS 数据，2022 年中国镁锭产能为 90 万吨，占全球产量的 90%。按地域分，我国镁锭产能集中于陕西、山西等省份，陕西榆林市府谷、神木等地兰炭产业发达，镁锭产能占全国的 65%，当地已经形成了兰炭-镁循环经济产业链，利用原煤生产出兰炭、煤焦油和副产品

煤气，兰炭用于生产硅铁，硅铁用作生产金属镁的还原剂，煤气用作冶炼金属镁的燃料，镁渣等工业废料生产免烧砖、水泥等建筑材料。

榆林地区限产影响，镁锭价格冲高后回落。受上游限产影响，2021 年-2022 年年初镁锭价格出现了 2 次明显的冲高，并在 2022 年开始回落：

①2021 年 5 月以来，榆林市和府谷县相继出台了能耗双控有关政策，榆林市全市 2021 年度能耗双控目标为单位 GDP 能耗下降 3.2%、能源消费增量控制在 76 万吨标准煤以内、单位工业增加值能耗降低 3.9%。府谷县拟对 1-7 月份累计综合能源消费量在 1000 吨标准煤以上的 126 户重点用能企业进行限产调控，调控后第三季度重点用能企业削减 41 万吨标准煤。2021 年 9 月，陕西因未能完成“双控”要求，被列为重点监管区域，约 15 家镁厂被要求暂停运营，30 家镁厂被要求减产 50%，镁价创历史新高。

②2021 年 12 月，中央第三生态环境保护督察组督察陕西发现，榆林市一些地方淘汰兰炭落后产能不力，违规建设问题多发，工业园区环境问题突出。考虑到后续停产、减产的可能，镁价又呈现上涨趋势。

③2022 年上半年以来，受疫情等影响下游需求不足以支撑 2021 年镁价，镁锭价格持续走弱。受生产成本支撑，下半年以来下跌趋势放缓，目前价格趋稳。

目前镁锭价格在 22000 元/吨附近，接近成本支撑位，随着新能源汽车轻量化、镁建筑模版等下游应用推进，镁价有望稳中有升。

盈利预测及估值

我们的盈利预测基于以下假设条件：

◆ 原镁及镁合金

销售量：截至 2022 年末公司拥有 10 万吨原镁产能和 20 万吨镁合金产能，预计十四五末镁及镁合金产能均达到 50 万吨。结合公司规划，我们预计 2023-2025 年公司镁合金销量分别为 20/35/50 万吨。

单吨售价：镁合金有成熟的市场定价体系，公司外售镁合金价格随行就市，2022 年受主产地减产影响，牌号 AZ91D 镁合金年均价达到 30655 元/吨，随着供给恢复，目前镁合金价格已回落至 23400 元/吨附近。我们假设 2023-2025 年镁合金价格均为 23400 元/吨。

◆ 镁合金深加工产品

2022 年公司镁合金深加工产品（方向盘骨架、中控支架、仪表盘支架等）销售收入 10.66 亿元，根据公司规划及在建工程，假设 2023-2025 年镁合金深加工产品销售收入分别为 21.6/30.3/41.3 亿元。

◆ 铝合金及深加工

根据公司规划，公司将逐步缩减低附加值铝合金产品，扩大以微通道扁管、汽车铝挤压材为主的高附加值产品。假设 2023-2025 年铝合金销量均为 14 万吨，铝合金深加工产品销量分别为 10/12/14 万吨。

表2：业绩预测假设条件

	2023E	2024E	2025E
销量（万吨）			

白云石	230	2050	3900
镁合金	20	35	50
自产镁锭	12	32	50
外购镁锭	8	3	0
铝合金	14	14	14
铝合金深加工	10	12	14
营业收入（百万元）			
镁合金	4,001	7,002	10,003
镁合金深加工	2,165	3,025	4,125
方向盘	375	375	375
汽车支架	1,250	1,750	2,250
镁建筑模板	540	900	1,500
铝合金	2,543	2,543	2,543
铝合金深加工	2,817	3,380	3,943
中间合金	716	716	716
金属锶	95	95	95
其他产品（外售白云石）	138	1,230	2,340
其他业务	321	321	321
合计	12,797	18,313	24,087
毛利润（百万元）			
镁合金	747	1,717	2,613
镁合金深加工	412	583	795
方向盘	45	45	45
汽车支架	275	385	495
镁建筑模板	92	153	255
铝合金	210	210	210
铝合金深加工	300	360	420
中间合金	36	36	36
金属锶	17	17	17
其他产品（外售白云石）	69	615	1,170
其他业务	66	66	66
合计	1,848	3,596	5,319

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所预测

未来 3 年业绩预测

根据上述假设条件，我们得到公司 2023/2024/2025 年营收分别为 128/183/241 亿元，归母净利润分别为 6.84/13.22/19.52 亿元，每股收益分别为 1.06/2.05/3.02 元。

表3：未来 3 年盈利预测表

	单位	2023	2023E	2024E	2025E
营业收入	百万元	9105	12797	18313	24087
营业成本	百万元	7640	10948	14717	18768
销售费用	百万元	24	34	48	63
管理费用	百万元	140	197	282	371
研发费用	百万元	397	557	798	1049
财务费用	百万元	77	108	154	203
营业利润	百万元	785	885	2217	3505
利润总额	百万元	782	885	2217	3505
归属于母公司净利润	百万元	611	684	1322	1952
EPS		0.95	1.06	2.05	3.02
ROE		15%	16%	28%	35%

资料来源：Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

盈利预测的敏感性分析

公司产品为镁、铝合金及深加工类产品，影响公司盈利的因素归结为“量”和“价”，以下从镁合金销量以及镁合金价格两个变量进行盈利预测的敏感性分析。

敏感性分析 1-产销量变动

未来 3 年，公司镁合金产能将从 20 万吨扩张到 50 万吨。宝钢金属成为公司控股股东后，各项业务有望加速推进，但仍存在如市场需求等不可控因素。乐观预测是未来 3 年镁合金产销量比基本假设高 10%，悲观预测是未来 3 年产销量比基本假设低 10%，对公司业绩影响如下表所示。

表4：情景分析（乐观、中性、悲观）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
乐观预测					
营业收入(百万元)	8,117	9,105	12,797	18,313	24,087
(+/-%)	36.5%	12.2%	40.6%	43.1%	31.5%
净利润(百万元)	493	611	651	1224	1790
(+/-%)	102.2%	24.0%	6.6%	88.0%	46.1%
摊薄 EPS	0.76	0.95	1.01	1.89	2.77
中性预测					
营业收入(百万元)	8,117	9,105	12,797	18,313	24,087
(+/-%)	36.5%	12.2%	40.6%	43.1%	31.5%
净利润(百万元)	493	611	684	1322	1952
(+/-%)	102.2%	24.0%	11.9%	93.3%	47.7%
摊薄 EPS(元)	0.76	0.95	1.06	2.05	3.02
悲观预测					
营业收入(百万元)	8,117	9,105	12,797	18,313	24,087
(+/-%)	36.5%	12.2%	40.6%	43.1%	31.5%
净利润(百万元)	493	611	723	1426	2115
(+/-%)	102.2%	24.0%	18.3%	97.3%	48.3%
摊薄 EPS	0.76	0.95	1.12	2.21	3.27
总股本(百万股)	646	646	646	646	646

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

敏感性分析 2-镁合金价格波动

我们在盈利预测中假设 2023 年镁合金价格为 23400 元/吨，铝型材加工毛利润为 3000 元/吨。我们列举不同镁合金价格即不同铝型材加工毛利润情况下，公司 2023 年归母净利润的变化情况，如下表所示：

表5：不同毛利润水平下公司的归母净利润（百万元）

		镁合金价格（元/吨）				
		20000	22000	23400	24000	25000
铝型材毛利润（元/吨）	2000	380	507	597	634	698
	2500	424	551	640	678	742
	3000	467	595	684	722	785
	3500	511	638	728	765	829
	4000	555	682	771	809	873

资料来源：国信证券经济研究所整理

估值与投资建议

绝对估值：25.8–36.2

估值假设条件见下表：

表6：公司盈利预测假设条件

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
营业收入增长率	6.70%	36.52%	12.17%	40.55%	43.11%	31.53%	5.00%	5.00%
营业成本/营业收入	87.16%	85.97%	83.91%	85.56%	80.36%	77.92%	77.92%	77.92%
管理费用/营业收入	1.84%	1.15%	1.41%	1.54%	1.54%	1.54%	1.54%	1.54%
研发费用/营业收入	3.90%	3.81%	4.36%	4.36%	4.36%	4.36%	4.36%	4.36%
销售费用/销售收入	0.49%	0.37%	0.26%	0.26%	0.26%	0.26%	0.26%	0.26%
营业税及附加/营业收入	0.62%	0.49%	0.53%	0.53%	0.53%	0.53%	0.53%	0.53%
所得税税率	14.01%	10.98%	12.55%	12.55%	12.55%	12.55%	12.55%	12.55%
股利分配比率	78.45%	28.56%	60.18%	60.18%	60.18%	60.18%	60.18%	60.18%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

无杠杆 beta 系数采用申万二级行业“工业金属”板块过去 5 年的剔除财务杠杆 beta 算数平均值 (1.03x)；股票风险溢价率采用 6.50%；由此计算出 WACC 为 9.4%。

表7：资本成本假设

无杠杆 Beta	1.03	T	12.55%
无风险利率	2.18%	Ka	8.88%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	1.46
公司股价（元）	22.58	Ke	11.65%
发行在外股数（百万）	646	E/(D+E)	67.84%
股票市值(E, 百万元)	14596	D/(D+E)	32.16%
债务总额(D, 百万元)	6920	WACC	9.39%
Kd	5.30%	永续增长率（10年后）	1.0%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得到公司的合理价值区间为 25.8–36.2 元。

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为公司绝对估值相对此两因素变化的敏感性分析。

表8：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		8.4%	8.9%	9.39%	9.9%	10.4%
永续 增长 率变 化	2.5%	47.42	41.70	36.82	32.63	28.99
	2.0%	43.85	38.77	34.40	30.60	27.27
	1.5%	40.80	36.24	32.28	28.80	25.74
	1.0%	38.17	34.03	30.41	27.21	24.37
	0.5%	35.86	32.08	28.75	25.79	23.15
	0.0%	33.84	30.36	27.27	24.51	22.04
	-0.5%	32.03	28.81	25.94	23.36	21.03

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值：26.5–29.7

公司业务主要涉及镁全产业链，在上市公司当中不存在完全可比公司，我们选取

镁压铸件领域的星源卓镁、万丰奥威，以及小金属板块的几家龙头企业中钨高新、锡业股份、金钼股份作为可比公司：

星源卓镁主要从事镁合金、铝合金精密压铸产品及配套压铸模具的研发、生产和销售；现有主要压铸产品包括汽车车灯散热支架、汽车显示器支架、汽车变速器壳体以及电动自行车功能件及结构件、园林机械零配件等非汽车类压铸件。

万丰奥威从事的主要业务有两大板块，以“铝合金-镁合金-高强度钢”为主线的汽车金属部件轻量化业务；集自主研发、设计、制造、销售服务等于一体的专业通用飞机制造业务。公司汽车金属部件轻量化产业旗下镁瑞丁是全球镁合金深加工领域领导者，镁合金应用设计、开发技术全球领先。

中钨高新主要从事硬质合金和钨、钼、钽、铌等有色金属及其深加工产品和装备的研制、开发、生产、销售及贸易业务等。公司硬质合金产品占国内市场的 25% 以上份额，硬质合金产量全球第一。

锡业股份拥有全球最完整的锡产业链，是中国最大的锡生产、加工、出口基地，自 2005 年以来锡产销量位居全球第一，2022 年公司锡金属国内市占率为 47.78%，全球市占率为 22.54%。

金钼股份主要从事钼系列产品的生产、销售、研发及钼相关产品贸易经营业务，是全球钼行业内具有较强影响力的钼专业供应商。公司拥有钼采矿、选矿、冶炼、化工、金属加工、科研、贸易一体化全产业链条，高品位钼精矿生产技术达到世界先进水平，钼冶金炉料、钼化工及钼金属深加工装备技术居国内同行前列。

云海金属是全球镁产业链龙头，公司镁合金产量占全球近 40%，依托控股股东中国宝武国际化的市场资源和强大的汽车市场背景，公司在汽车轻量化领域的渗透将进一步加速。鉴于我们对今年镁合金价格假设较为保守，且考虑到公司在 2024-2025 年业绩高增长，我们给予公司 2023 年 25-28 倍估值，得到公司的合理估值区间为 26.5-29.7 元，对应约 171-192 亿市值，相较于当前市值有 17%-31% 溢价空间。

表9：可比公司估值比较

	简称	股价（4月9日）	总市值（亿元）	EPS			PE			PB（2022Q3）
				2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	
301398.SZ	星源卓镁	34.82	27.9	0.89	-	-	39.1	-	-	-
002085.SZ	万丰奥威	6.15	131.7	0.15	0.38	0.47	41.0	16.2	13.1	2.1
000657.SZ	中钨高新	13.19	141.9	0.49	0.57	0.80	26.9	23.1	16.5	2.5
000960.SZ	锡业股份	14.56	239.6	1.69	0.82	1.51	8.6	17.8	9.6	1.2
601958.SH	金钼股份	10.76	347.2	0.15	0.43	0.82	71.7	25.0	13.1	2.0
	平均值						34.0	20.5	13.1	
002182.SZ	云海金属	22.58	146.0	0.76	0.95	1.06	29.7	23.8	21.3	3.5

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 备注：可比公司盈利预测均来自 Wind 一致预期

投资建议

投资建议：首次覆盖给予“买入”评级。假设 2023-2025 年镁锭价格均为 22000 元/吨，镁合金价格均为 23400 元/吨，预计 2023-2025 年收入 128/183/241 亿元，同比增速 40.6/43.1/31.5%，归母净利润 6.84/13.22/19.52 亿元，同比增速 11.9/93.3/47.7%；摊薄 EPS 分别为 1.06/2.05/3.02 元，当前股价对应 PE 分别为 21/11/8x。公司是全球镁产业链一体化龙头，不仅有原材料的资源、技术和成本优势，同时也有深加工产品的设计及技术优势，将依托宝武国际化的市场资源和

强大的汽车市场背景，在汽车轻量化领域的渗透进一步加速，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 26.5–29.7 元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.2%、风险溢价 6.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；
- 3、我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 1%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；
- 4、相对估值方面，我们选取了与公司业务相近或下游应用行业类似的企业进行比较，选取了可比公司 2023 年平均 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司的行业地位和成长性，给予公司 23 年 25–28 倍 PE 估值，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

我们在预测公司业绩的时候，设定了很多假设条件和参数，这些假设条件和参数的设置加入了很多个人判断：

- 1、我们假设公司在建项目按期顺利投产并贡献利润，但存在因政府审批、疫情等因素导致建设进度低于预期，从而使公司产销量和盈利状况低于预测值的风险；
- 2、我们基于国家产业政策、新能源汽车等领域的发展趋势，判断公司产品下游应用领域迎来高速成长，公司产品销售顺畅。但不排除国家产业政策变动、下游尤其是新能源汽车领域发展弱于预期，造成公司产品市场需求增长不及预期，由此带来公司产销量低于假设的风险；
- 3、我们假设公司的铝加工产品单位毛利润与过去几年均值持平，但不排除由于市场竞争加剧、下游需求偏弱、人工及能源成本上升等原因，导致产品单位盈利能力下滑的风险。

经营风险

公司经营情况受镁市场行情影响较大。镁作为大宗商品原材料，价格波动受宏观经济形式、国内外风险事件等因素影响，存在较大不确定性，镁价急涨急跌容易造成公司经营业绩波动较大。

财务风险

近年来公司一方面大规模扩产，资本开支增加，另一方面随着镁价大幅波动和产销量增加，经营环节资金占用显著增加。公司若财务管理不当，可能存在流动性的风险。

技术风险

由于技术产业化与市场化存在着不确定性，且研发项目需要一定的开发周期，开发过程中可能出现市场发展趋势变化等不确定因素，造成技术研发偏离市场需求，或新开发技术无法规模化运用等问题，将可能对公司的市场份额、经济效益及发展前景造成不利影响。

政策风险

公司所处有色金属加工行业一定程度上受到国家政策的影响，可能由于税收优惠政策、节能环保政策等变化，给公司经营带来不确定风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	244	272	272	272	272	营业收入	8117	9105	12797	18313	24087
应收款项	2053	1746	3506	5519	7919	营业成本	6978	7640	10948	14717	18768
存货净额	1103	1349	2341	3155	4036	营业税金及附加	40	48	68	97	128
其他流动资产	729	469	1024	1465	1927	销售费用	30	24	34	48	63
流动资产合计	4130	3838	7146	10413	14156	管理费用	103	140	197	282	371
固定资产	2313	3348	4301	4876	5387	研发费用	309	397	557	798	1049
无形资产及其他	219	299	288	277	266	财务费用	99	77	108	154	203
投资性房地产	445	800	800	800	800	投资收益	(17)	(18)	0	0	0
长期股权投资	303	778	1253	1728	2204	资产减值及公允价值变动	(2)	(18)	0	0	0
资产总计	7410	9063	13787	18095	22813	其他收入	83	36	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	1851	2814	6810	9736	12574	营业利润	587	785	885	2217	3505
应付款项	942	1128	1463	1972	2522	营业外净收支	(6)	(3)	0	0	0
其他流动负债	217	224	322	434	556	利润总额	581	782	885	2217	3505
流动负债合计	3011	4167	8595	12143	15652	所得税费用	64	98	111	278	440
长期借款及应付债券	240	110	110	110	110	少数股东损益	25	72	90	616	1112
其他长期负债	174	169	169	169	169	归属于母公司净利润	493	611	684	1322	1952
长期负债合计	414	279	279	279	279	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	3425	4446	8874	12421	15931	净利润	493	611	684	1322	1952
少数股东权益	597	683	719	964	1406	资产减值准备	23	(7)	14	6	5
股东权益	3388	3935	4207	4734	5511	折旧摊销	195	254	333	419	483
负债和股东权益总计	7410	9063	13799	18119	22849	公允价值变动损失	2	18	0	0	0
						财务费用	99	77	108	154	203
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(920)	147	(2861)	(2641)	(3065)
每股收益	0.76	0.95	1.06	2.05	3.02	其它	(6)	36	22	239	437
每股红利	0.22	0.57	0.64	1.23	1.82	经营活动现金流	(213)	1059	(1808)	(655)	(187)
每股净资产	5.24	6.09	6.51	7.32	8.53	资本开支	0	(1251)	(1301)	(1001)	(1001)
ROIC	10%	11%	9%	16%	20%	其它投资现金流	(1)	(1)	0	0	0
ROE	15%	16%	16%	28%	35%	投资活动现金流	(33)	(1728)	(1776)	(1476)	(1476)
毛利率	14%	16%	14%	20%	22%	权益性融资	(4)	13	0	0	0
EBIT Margin	8%	9%	8%	13%	15%	负债净变化	240	(130)	0	0	0
EBITDA Margin	10%	12%	10%	15%	17%	支付股利、利息	(141)	(368)	(412)	(796)	(1175)
收入增长	37%	12%	41%	43%	32%	其它融资现金流	52	1680	3995	2927	2838
净利润增长率	102%	24%	12%	93%	48%	融资活动现金流	247	697	3584	2131	1663
资产负债率	54%	57%	70%	74%	76%	现金净变动	(0)	28	0	0	0
息率	1.0%	2.5%	2.8%	5.5%	8.0%	货币资金的期初余额	244	244	272	272	272
P/E	29.6	23.9	21.3	11.0	7.5	货币资金的期末余额	244	272	272	272	272
P/B	4.3	3.7	3.5	3.1	2.6	企业自由现金流	0	(102)	(2960)	(1150)	(340)
EV/EBITDA	21.2	17.2	17.7	9.7	7.3	权益自由现金流	0	1447	846	1452	2059

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032