

云海金属 (002182)

2023 年中报点评：镁价企稳，Q2 业绩环比改善

业绩概要：2023 年上半年公司实现营业收入 35.3 亿元（-28.9%），实现归母净利润 1.2 亿元（-75.9%），对应基本 EPS 为 0.19 元，扣非后归母净利润为 1.1 亿元（-77.3%）。2023Q2 营收为 18.4 亿元（同比-25.3%，环比+8.6%），归母净利润为 0.71 亿元（同比-64.5%，环比+39.7%），单季度 EPS 为 0.11 元；

镁价整体底部震荡，深加工产品占比持续提升：由于下游需求不足，原镁出口减弱，以及硅铁、煤炭原材料价格下降等因素，除了 4-5 月份受府谷地区行业提标升级改造因素影响，价格有所反弹，2023 年上半年镁价基本维持底部震荡态势，镁锭均价为 2.39 万元/吨，由于高基数原因，同比大幅下降 40.3%。受产品价格疲软拖累，报告期内公司镁合金产品营收为 12 亿元，同比减少 39.2%；铝合金方面，由于公司主动调整产品结构影响，产品营收同比大幅降低 53.2%。在稳定的镁、铝合金材料稳定供应的基础上，公司深加工产品继续拓展：镁合金方面上半年成功开发了国内外汽车的仪表盘支架、座椅支架等新项目，建筑模板方面已经与部分国企达成合作意向并实质性取得订单；铝合金方面，铝挤压汽车结构件销量上半年同比增加 38%；上半年镁铝深加工占公司营业收入比重达到 34%，相比 2022 年同期的 23%有明显增长。从分产品盈利性来看，虽然受镁价下行负面影响，但公司深加工产品继续深化布局，镁合金和镁深加工产品毛利率分别为 14.4%（-26.5pcts）和 7.9%（+5.5pcts）；得益于产品结构调整，铝合金毛利率为 3.9%（+2.1pcts），铝深加工产品毛利率为 10%，基本保持稳定；

财务数据：报告期内，公司销售费用同比减少 51.2%，主要为上期销售仓储费用较高；财务费用同比增长 20.6%，原因为本期银行借款利息较上年同期增加；资产减值损失为 2577 万元，主要为计提的存货跌价损失转回；筹资活动产生的现金流量净额同比减少 58.1%，是因为本期取得的银行借款较上年同期减少；

淡化镁价波动，重视公司全产业链优势：镁价在经历了去年前高后低的大幅波动后，今年以来逐步筑底企稳，二季度因为府谷地区提标改造，价格环比有所反弹，（镁锭平均价格为 2.5 万元/吨，环比+9.6%），这也是公司 Q2 营收和利润改善的重要原因。公司作为镁行业龙头企业，现已具有从白云石开采-原镁冶

投资评级

买入

维持评级

2023 年 08 月 25 日

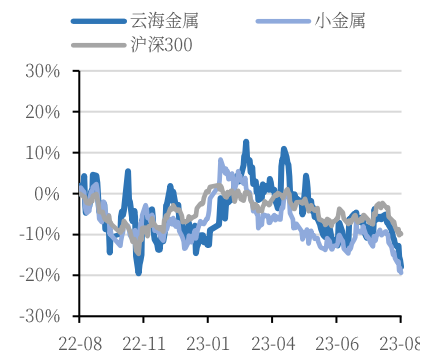
收盘价(元):

19.14

公司基本数据

总股本(百万股)	646.42
总市值(百万)	12,372.53
流通股本(百万股)	557.20
流通市值(百万)	10,664.77
12 月最高/最低价(元)	27.45/18.81
资产负债率(%)	50.37
每股净资产(元)	6.17
市盈率(TTM)	53.79
市净率(PB)	3.10
净资产收益率(%)	3.04

股价走势图



作者

邓轲

分析师

SAC 执业证书: S0640521070001

邮箱: dengke@avicsec.com

相关研究报告

2022 年报点评：淡化镁价波动，深加工占比提升 —2023-04-12

2022 年中报点评：镁合金贡献多数利润，深加工占比提升 —2022-08-19

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大

厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

炼-镁合金-镁合金深加工-镁合金回收的完整产业链，目前镁合金国内市占率达到 40%以上，全产业链成本优势显著。同时公司还在持续扩大原镁和镁合金产能，来满足日益增长的镁合金应用需求，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 万吨铝挤压型材项目等正在紧锣密鼓的建设当中，中长期规模优势持续加强，产业链不断优化。同时还布局掌握原材料硅铁等上游资源，结合中国宝武规模化生产技术和装备优势，未来能够有效稳定镁产品价格，推广引领镁合金在下游领域不断扩大应用；

一体化压铸取得新进展：当前各路车企纷纷布局一体化压铸，随着技术加速渗透，相关材料发展成为重要的前提条件。镁合金凭借其优良的压铸性能，可以满足汽车一体化结构件压铸需求。公司上半年成功试制出一体化车身铸件和电池箱盖两类超大型新能源汽车结构件，投影面积均大于 2.2m²，将有力推动镁合金在大型复杂结构件领域的进一步大规模应用，对于镁合金在汽车、建筑、航空航天等行业的超大部件的应用具有战略意义；

投资建议：受镁价上年同期高基数影响，公司上半年业绩有所下滑，但镁铝合金深加工产品占比提升显示出下游战略布局的进展。长期来看，应淡化镁价格周期波动，重视公司全产业链布局优势，在汽车、建筑等领域轻量化推广不断加速的过程中，公司有望全面受益。我们预计公司 2023-2025 年实现营业收入 86/132/178 亿元，同比增长-6.0%/55%/34%，实现归母净利润 4.2/7.6/12.2 亿元，同比增长-32%/82%/61%，对应 PE 30X/16X/10X，维持“买入”评级。

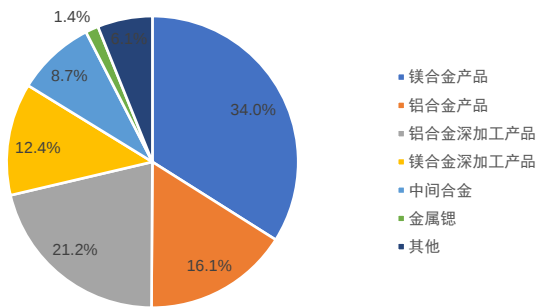
风险提示：下游需求恢复不及预期，项目投产不及预期，原材料价格波动等。

盈利预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	8,117	9,105	8,559	13,247	17,777
增速（%）	36.52%	12.17%	-5.99%	54.78%	34.20%
归属于母公司净利润	493	611	416	757	1,218
增速（%）	102.21%	24.03%	-31.94%	81.90%	60.93%
每股收益（元）	0.76	0.95	0.64	1.17	1.88
市盈率（倍）	25.10	20.24	29.74	16.35	10.16

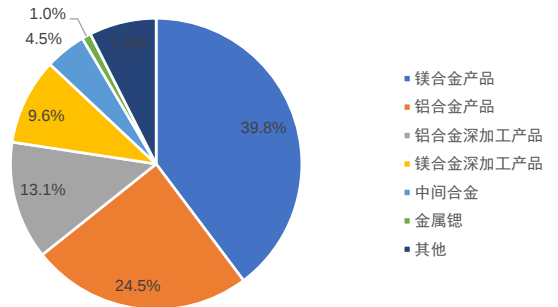
资料来源：iFind，中航证券研究所

图 1 2023H1 分产品营收占比



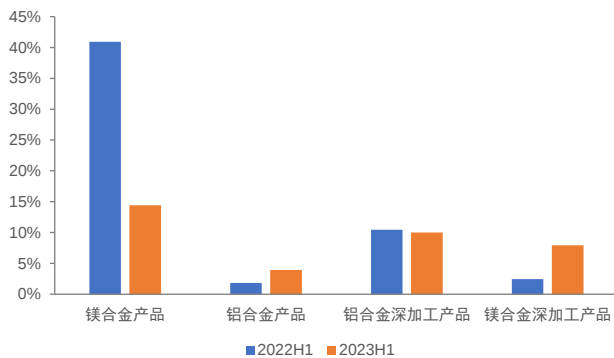
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图 2 2022H1 分产品营收占比



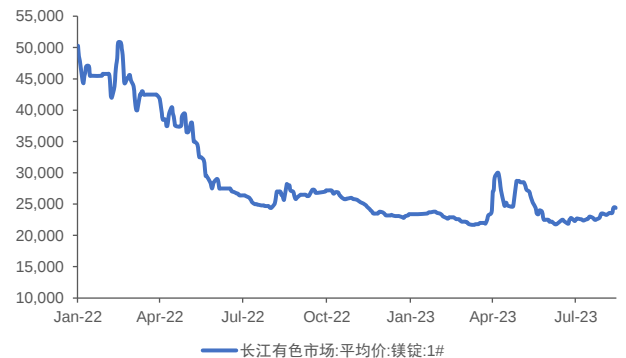
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图 3 主营产品毛利率比较



资料来源：iFinD，中航证券研究所

图 4 镁锭价格回归合理水平（元/吨）



资料来源：iFinD，中航证券研究所

图 5 财务数据预测分析（百万元）

资产负债表							利润表						
会计年度	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	244.22	244.06	272.35	855.90	1324.72	1777.71	营业收入	5945.53	8116.56	9104.61	8558.96	13247.15	17777.07
应收票据及账款	1501.53	2097.30	1813.37	1618.00	2395.38	2873.55	营业成本	5181.86	6977.72	7640.02	7386.56	11280.40	14879.02
预付账款	192.06	285.73	174.59	187.59	290.35	389.63	税金及附加	36.70	39.78	48.23	42.79	66.24	88.89
其他应收款	182.52	142.29	149.87	117.25	181.47	243.52	销售费用	29.32	29.92	23.93	26.53	46.37	62.22
存货	807.64	1103.49	1348.58	1214.23	1699.79	2038.22	管理费用	117.32	102.91	140.19	154.06	238.45	319.99
其他流动资产	147.49	257.39	79.64	187.59	289.16	387.31	研发费用	231.64	309.19	396.58	359.48	556.38	746.64
流动资产总计	3075.46	4130.26	3838.40	4180.55	6180.86	7709.95	财务费用	70.63	99.14	76.76	121.74	159.86	206.38
长期股权投资	270.19	302.91	778.08	778.08	778.08	778.08	资产减值损失	-4.60	-1.73	-20.10	59.91	-1.32	-1.78
固定资产	1458.96	1625.48	2772.73	2751.64	3007.69	3660.56	信用减值损失	-9.74	-35.65	-9.97	-42.79	-39.74	-53.33
在建工程	396.91	694.44	586.39	822.00	1224.26	1626.53	其他经营损益	-0.00	-0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	219.00	219.09	298.73	248.94	199.15	149.37	投资收益	-1.61	-16.68	-18.24	-4.59	-5.58	-6.19
长期待摊费用	20.89	17.96	16.14	8.07	0.00	0.00	公允价值变动损益	-2.82	0.05	1.90	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	349.08	420.06	772.81	767.35	761.89	756.43	资产处置收益	0.38	0.12	13.95	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	2715.03	3279.94	5224.88	5376.07	5971.08	6970.96	其他收益	21.54	83.02	38.51	47.69	56.41	47.54
资产总计	5790.49	7410.20	9063.28	9556.62	12151.93	14680.91	营业利润	281.20	587.05	784.95	528.02	909.22	1460.17
短期借款	1770.45	1851.18	2484.39	2968.14	4349.56	5187.21	营业外收入	6.73	2.97	3.79	4.50	3.75	4.02
应付票据及账款	759.48	942.35	1128.48	971.38	1328.92	1752.87	营业外支出	5.77	8.80	6.92	7.16	7.63	7.24
其他流动负债	215.14	217.22	553.93	339.10	518.86	685.96	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	2745.07	3010.75	4166.80	4278.63	6197.34	7626.04	利润总额	282.17	581.22	781.82	525.36	905.35	1456.95
长期借款	0.00	244.85	114.84	96.44	89.87	90.74	所得税	39.52	63.81	98.12	63.04	108.64	174.83
其他非流动负债	172.43	169.15	164.00	164.00	164.00	164.00	净利润	242.65	517.41	683.70	462.32	796.70	1282.12
非流动负债合计	172.43	414.00	278.84	260.44	253.87	254.74	少数股东损益	-1.10	24.54	72.39	46.23	39.84	64.11
负债合计	2917.51	3424.75	4445.63	4539.07	6451.21	7880.78	归属母公司股东净	243.75	492.87	611.31	416.08	756.87	1218.01
股本	646.42	646.42	646.42	646.42	646.42	646.42	EBITDA	535.59	883.43	1120.40	995.91	1470.20	2163.44
资本公积	466.10	607.88	607.88	607.88	607.88	607.88	NOPLAT	304.87	611.32	739.70	572.11	941.26	1466.95
留存收益	1706.20	2133.89	2680.36	3034.04	3677.37	4712.68	EPS(元)	0.38	0.76	0.95	0.64	1.17	1.88
归属母公司权益	2818.72	3388.19	3934.67	4288.34	4931.68	5966.99	主要财务比率						
少数股东权益	54.26	597.26	682.98	729.21	769.04	833.15	会计年度	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
股东权益合计	2872.98	3985.45	4617.64	5017.55	5700.72	6800.14	成长能力						
负债和股东权益合计	5790.49	7410.20	9063.28	9556.62	12151.93	14680.91	营收增长率	6.70%	36.52%	12.17%	-5.99%	54.78%	34.20%
现金流量表							营业利润增长率	-72.94%	108.76%	33.71%	-32.73%	72.19%	60.60%
会计年度	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	EBIT增长率	-68.65%	92.85%	26.20%	-24.63%	64.61%	56.15%
税后经营利润	242.65	517.41	683.70	426.73	755.39	1248.57	EBITDA增长率	-59.65%	64.95%	26.82%	-11.11%	47.62%	47.15%
折旧与摊销	182.79	203.07	261.82	348.81	405.00	500.11	归母净利润增长率	-73.23%	102.21%	24.03%	-31.94%	81.90%	60.93%
财务费用	70.63	99.14	76.76	121.74	159.86	206.38	经营现金流增长率	72.00%	-89.24%	2260.42%	-39.52%	-53.36%	300.00%
投资损失	1.61	16.68	18.24	4.59	5.58	6.19	盈利能力						
营运资金变动	14.63	-785.75	284.85	-130.53	-994.20	-485.05	毛利率	12.84%	14.03%	16.09%	13.70%	14.85%	16.30%
其他经营现金流	16.26	6.30	16.78	40.44	46.95	38.12	净利率	4.08%	6.37%	7.51%	5.40%	6.01%	7.21%
经营性现金净流量	528.56	56.86	1342.15	811.78	378.58	1514.32	营业利润率	4.73%	7.23%	8.62%	6.17%	6.86%	8.21%
资本支出	402.72	842.52	1332.80	500.00	1000.00	1500.00	ROE	8.65%	14.55%	15.54%	9.70%	15.35%	20.41%
长期投资	-14.50	-61.92	-490.56	0.00	0.00	0.00	ROA	4.21%	6.65%	6.74%	4.35%	6.23%	8.30%
其他投资现金流	-1.65	8.69	21.36	-9.44	-11.21	-10.77	ROIC	7.01%	13.17%	12.16%	7.93%	11.65%	14.47%
投资性现金净流量	-418.87	-895.75	-1802.00	-509.44	-1011.21	-1510.77	估值倍数						
短期借款	94.50	80.72	633.21	483.76	1381.42	837.65	P/E	50.76	25.10	20.24	29.74	16.35	10.16
长期借款	0.00	244.85	-130.02	-18.39	-6.57	0.87	P/S	2.08	1.52	1.36	1.45	0.93	0.70
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/B	4.39	3.65	3.14	2.89	2.51	2.07
资本公积增加	0.00	141.78	0.00	0.00	0.00	0.00	股息率	0.52%	0.52%	0.52%	0.50%	0.92%	1.48%
其他筹资现金流	-161.31	359.41	-7.68	-184.15	-273.39	-389.08	EV/EBIT	29.39	25.75	19.71	24.98	16.50	11.11
筹资性现金净流量	-66.81	826.77	495.52	281.21	1101.45	449.44	EV/EBITDA	19.36	19.83	15.10	16.23	11.96	8.54
现金流量净额	40.57	-16.54	34.50	583.55	468.82	452.99	EV/NOPLAT	34.02	28.66	22.87	28.25	18.68	12.60

资料来源：iFinD，中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券新材料团队: 擅长新材料和宏观周期研究, 依托中航工业集团强大产业背景, 研究体系重点围绕航空新材料, 并逐步拓展至新能源材料、轻量化材料等, 形成赛道型产业链覆盖和跟踪, 注重投研一体, 形成业务层面一二级市场协同。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律许可下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637