

Q3 盈利环比继续回升，青阳项目放量在即

2023 年 10 月 27 日

► **事件：2023 年 10 月 26 日，公司发布 2023 年三季度报。**2023 年 Q1-3，公司实现营收 55.63 亿元，同比减少 21.7%；归母净利润 2.07 亿元，同比减少 64.2%；扣非归母净利润 1.87 亿元，同比减少 66.3%。2023Q3，公司实现营收 20.3 亿元，同比减少 5.3%、环比增长 10.4%；归母净利润 0.86 亿元，同比增长 12.8%、环比增长 21.8%；扣非归母净利润 0.76 亿元，同比增长 14.7%、环比增长 16.3%。业绩超我们预期。

► **2023Q1-3 利润下跌主要是因为镁价下跌。**①**毛利：**2023Q1-3 毛利同比减少 5.73 亿元。②**产销量：**产销量增长需要靠青阳项目放量，由于青阳项目计划于 2023 年底前投产，Q4 或将贡献部分增量，巢湖产能利用率提升，前三季度产销量或同比持平略有增长。③**价格：**2023Q1-3 镁锭含税均价为 2.21 万元/吨，同比下跌 33%。④**成本：**2023Q1-3 动力煤现货价格和硅铁价格分别同比下跌 20.8%和 14.9%至 966 元/吨和 7517 元/吨。价格下跌幅度远大于成本回落，单位盈利空间收窄。

► **单季度看，Q3 盈利环比增长主要或得益于毛利环比增长 0.67 亿元。**①**产销量：**随着巢湖产能爬坡，2023Q3 产销量环比或略有增长。②**价格：**根据亚洲金属网，2023Q3 镁锭含税均价为 2.21 万元/吨，同比下跌 8.8%，环比下跌 4.3%。但由于 Q2 减产事件影响，镁价出现两波脉冲式上涨，成交量较少，所以 Q3 实际售价环比或高于 Q2 售价。③**成本：**2023Q3 动力煤现货价格和硅铁价格分别为 866 元/吨和 7117 元/吨，同比分别下跌 31.5%和 10.1%，环比下跌 5.2%和 3.4%。实际售价环比上涨而成本环比持续下降，单位盈利空间扩大。此外，随着销售逐步向好，铝加工及镁深加工板块盈利或也环比有所好转。

► **核心看点：**①**全产业链覆盖，资源优势显著。**公司拥有丰富白云石资源，子公司巢湖云海和合资公司安徽宝镁均拥有白云石采矿权。②**公司产能增长空间广阔。**青阳 30 万吨原镁、30 万吨镁合金、15 万吨镁深加工项目，巢湖 5 万吨原镁项目，安徽铝业 15 万吨铝挤压型材项目均将有望于 2023 年底前建成，五台 10 万吨原镁项目有望于 2024 年下半年建成，随着项目逐步达产，2025 年公司将拥有 50 万吨原镁和 50 万吨镁合金产能。③**定增发行完成。**宝钢成为大股东后或可与公司形成研发、客户等多维度协同，促进公司发展。④**规划 30 万吨硅铁项目，成本优势进一步加强。**项目投产后公司将实现青阳项目硅铁自给，有利于公司进一步降低原镁生产成本，提高竞争能力。

► **投资建议：**考虑到镁价下滑，我们下调公司盈利预测，预计公司 2023-2025 年分别实现归母净利润 3.05/5.96/14.05 亿元，EPS 分别为 0.43/0.84/1.98 元/股。对应 10 月 26 日收盘价的 PE 分别为 41/21/9X，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**金属价格波动，产能投放不及预期，镁下游需求释放不及预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	9,105	7,967	10,731	16,289
增长率 (%)	12.2	-12.5	34.7	51.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	611	305	596	1,405
增长率 (%)	24.0	-50.1	95.2	135.8
每股收益 (元)	0.86	0.43	0.84	1.98
PE	20	41	21	9
PB	3.2	2.4	2.1	1.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 10 月 26 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

17.59 元



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

分析师 张弋清

执业证书：S0100523100001

邮箱：zhangyiqing@mszq.com

相关研究

- 云海金属 (002182.SZ) 2023 年半年报预告点评：镁价下跌影响利润，期待青阳项目下半年投产-2023/07/16
- 云海金属 (002182.SZ) 2022 年年报点评：价降本升 Q4 利润承压，期待青阳项目投产-2023/04/10
- 云海金属 (002182.SZ) 2022 年中报点评：镁价回调利润环比下降，期待青阳项目投产-2022/08/20
- 云海金属 (002182.SZ) 2021 年年报点评：Q4 镁价大涨，利润环比持续增长-2022/03/16

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	9,105	7,967	10,731	16,289
营业成本	7,640	6,967	9,175	13,370
营业税金及附加	48	42	57	86
销售费用	24	21	28	43
管理费用	140	120	161	244
研发费用	397	343	451	668
EBIT	864	499	891	1,926
财务费用	77	118	145	161
资产减值损失	-20	0	0	0
投资收益	-18	0	0	0
营业利润	785	385	752	1,774
营业外收支	-3	0	0	0
利润总额	782	385	752	1,774
所得税	98	46	90	213
净利润	684	339	662	1,561
归属于母公司净利润	611	305	596	1,405
EBITDA	1,126	834	1,343	2,465

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	272	1,960	2,334	2,204
应收账款及票据	1,597	1,400	1,885	2,862
预付款项	175	160	211	308
存货	1,349	1,145	1,508	2,198
其他流动资产	446	430	542	767
流动资产合计	3,838	5,095	6,480	8,338
长期股权投资	778	778	778	778
固定资产	2,761	3,683	4,266	4,570
无形资产	299	299	299	299
非流动资产合计	5,225	6,217	6,750	7,013
资产合计	9,063	11,312	13,230	15,351
短期借款	2,484	3,484	4,284	4,384
应付账款及票据	1,128	821	1,081	1,575
其他流动负债	554	381	309	437
流动负债合计	4,167	4,686	5,674	6,397
长期借款	110	460	760	660
其他长期负债	169	175	175	175
非流动负债合计	279	635	935	835
负债合计	4,446	5,321	6,609	7,232
股本	646	708	708	708
少数股东权益	683	717	783	939
股东权益合计	4,618	5,991	6,621	8,119
负债和股东权益合计	9,063	11,312	13,230	15,351

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	12.17	-12.49	34.69	51.80
EBIT 增长率	22.97	-42.23	78.53	116.13
净利润增长率	24.03	-50.08	95.23	135.82
盈利能力 (%)				
毛利率	16.09	12.56	14.50	17.92
净利润率	6.71	3.83	5.55	8.63
总资产收益率 ROA	6.74	2.70	4.50	9.15
净资产收益率 ROE	15.54	5.79	10.21	19.57
偿债能力				
流动比率	0.92	1.09	1.14	1.30
速动比率	0.54	0.79	0.82	0.90
现金比率	0.07	0.42	0.41	0.34
资产负债率 (%)	49.05	47.04	49.96	47.11
经营效率				
应收账款周转天数	60.48	60.00	60.00	60.00
存货周转天数	64.43	60.00	60.00	60.00
总资产周转率	1.11	0.78	0.87	1.14
每股指标 (元)				
每股收益	0.86	0.43	0.84	1.98
每股净资产	5.55	7.44	8.24	10.13
每股经营现金流	1.89	1.30	0.83	1.29
每股股利	0.10	0.05	0.09	0.21
估值分析				
PE	20	41	21	9
PB	3.2	2.4	2.1	1.7
EV/EBITDA	13.75	18.56	11.53	6.28
股息收益率 (%)	0.57	0.26	0.51	1.19

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	684	339	662	1,561
折旧和摊销	262	335	451	539
营运资金变动	285	142	-684	-1,365
经营活动现金流	1,342	922	591	915
资本开支	-1,311	-1,205	-979	-793
投资	-491	0	0	0
投资活动现金流	-1,802	-1,314	-979	-793
股权募资	13	1,099	0	0
债务募资	857	1,158	962	0
筹资活动现金流	496	2,079	762	-252
现金净流量	34	1,687	374	-129

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026