

宝武镁业 (002182.SZ)

镁、铝深加工业务销量增加，盈利逐季改善

买入

核心观点

2023Q3 公司归母净利润同比增加 13%。2023Q3 公司实现营收 20.3 亿元（同比-5.3%，环比+10.4%），归母净利润 0.86 亿元（同比+12.8%，环比+21.8%），扣非归母净利润 0.76 亿元（同比+14.7%）。

三季度镁价环比下跌 700 元/吨，镁合金产品售价下跌，但成本项如煤炭、硅铁价格也处于低位。深加工版块，镁合金零部件及汽车轻量化铝材产销量环比均有明显增长，因此公司三季度毛利润环比增加了 6600 万元，但同时管理费用和财务费用增加，最终归母净利润环比增加 1500 万元。

公司盈利波动主因镁价大幅波动。公司拥有 10 万吨原镁冶炼产能，利润主要来自于原镁冶炼，盈利高度依赖于镁价，近两年镁价大幅波动，2020/2021/2022/2023Q3 年镁均价分别为 13713/25887/30655/22686 元/吨。

投资建设 30 万吨硅铁项目，控制原镁冶炼成本。报告期内，公司和甘肃腾达西铁资源控股集团有限公司签署投资协议，共同建设年产 30 万吨高品质硅铁合金项目，投资总额为人民币 17.4 亿元。项目全部达产后，可实现年均销售收入 21 亿元，年均净利润 2.5 亿元，所得税后全投资财务内部收益率为 18.67%。

风险提示：项目建设进度不及预期风险；原料成本上涨或镁价下跌风险；镁合金及铝合金深加工产品市场竞争加剧风险。

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。

假设 2023-2025 年镁合金价格均为 22500 元/吨（前值 23400 元/吨），同时受市场因素影响，下调白云石、镁铝深加工业务毛利率，预计 2023-2025 年收入 126/178/233 亿元，同比增速 38.6/41.4/30.7%，归母净利润 3.47/8.35/12.44 亿元（原预测值 5.60/10.95/15.76 亿元），同比增速 -43.2/140.6/48.9%；摊薄 EPS 分别为 0.54/1.29/1.92 元，当前股价对应 PE 分别为 34/14/10x。公司是全球镁产业链一体化龙头，当前处于项目建设期、产能加速扩张期，同时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，维持“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	12,619	17,837	23,310
(+/-%)	36.5%	12.2%	38.6%	41.4%	30.7%
净利润(百万元)	493	611	347	835	1244
(+/-%)	102.2%	24.0%	-43.2%	140.6%	48.9%
每股收益(元)	0.76	0.95	0.54	1.29	1.92
EBIT Margin	8.1%	9.4%	4.7%	9.7%	11.8%
净资产收益率 (ROE)	14.5%	15.5%	8.5%	19.0%	25.4%
市盈率 (PE)	24.4	19.7	34.6	14.4	9.7
EV/EBITDA	18.1	14.8	22.8	11.5	8.8
市净率 (PB)	3.55	3.06	2.95	2.73	2.45

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：刘孟峦

010-88005312

liumengluan@guosen.com.cn

S0980520040001

证券分析师：焦方冉

021-60933177

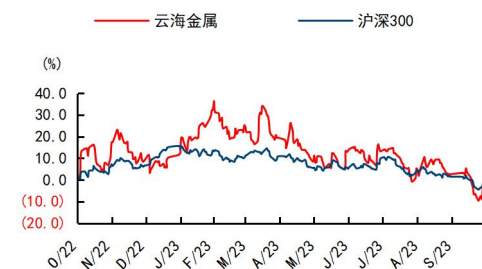
jiaofangran@guosen.com.cn

S0980522080003

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	18.60 元
总市值/流通市值	13177/10364 百万元
52 周最高价/最低价	27.45/17.37 元
近 3 个月日均成交额	119.05 百万元

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

- 《云海金属 (002182.SZ) - 步入加速发展期，受益于镁价上涨趋势》——2023-09-13
- 《云海金属 (002182.SZ) - 镁下游需求空间打开，产业链龙头依托股东优势加速扩张》——2023-04-18
- 《云海金属 (002182.SZ) - 镁产业链龙头，依托股东优势加速扩张》——2023-04-09

2023Q3 公司归母净利润同比增加 13%。2023Q3 公司实现营收 20.3 亿元（同比-5.3%，环比+10.4%），归母净利润 0.86 亿元（同比+12.8%，环比+21.8%），扣非归母净利润 0.76 亿元（同比+14.7%）。

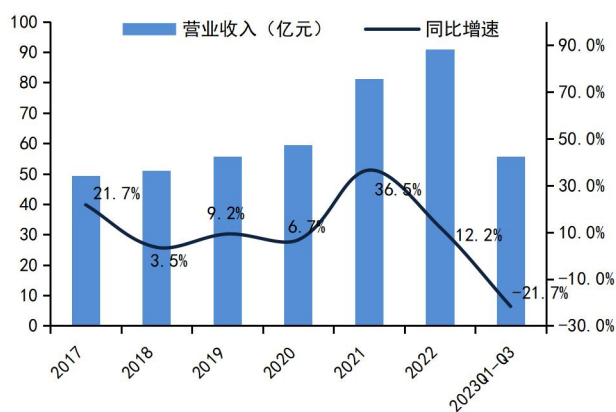
三季度镁价环比下跌 700 元/吨，镁合金产品售价下跌，但成本项如煤炭、硅铁价格也处于低位。深加工版块，镁合金零部件及汽车轻量化铝材产销量环比均有明显增长，因此公司三季度毛利润环比增加了 6600 万元，但同时管理费用和财务费用增加，最终归母净利润环比增加 1500 万元。

图1: Q3-Q2 利润表环比变动（亿元）



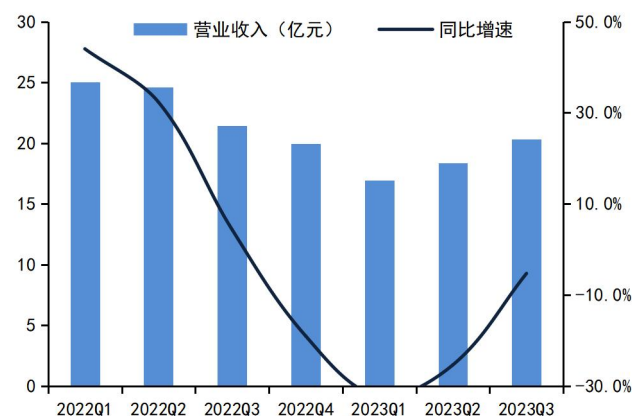
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图2: 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

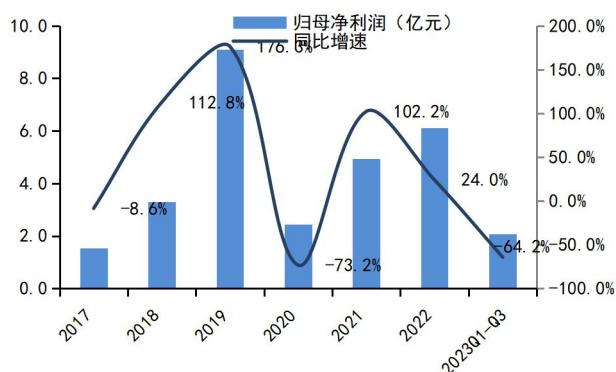
图3: 云海金属单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



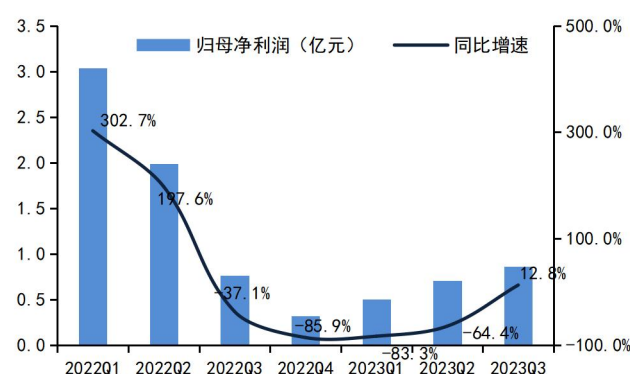
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 云海金属归母净利润及增速（单位：亿元、%）

图5: 云海金属单季归母净利润（单位：亿元、%）



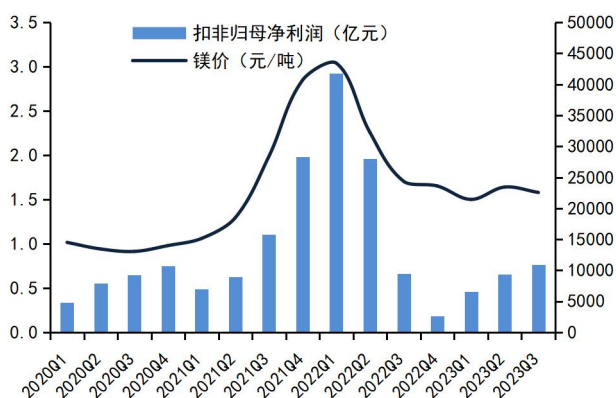
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

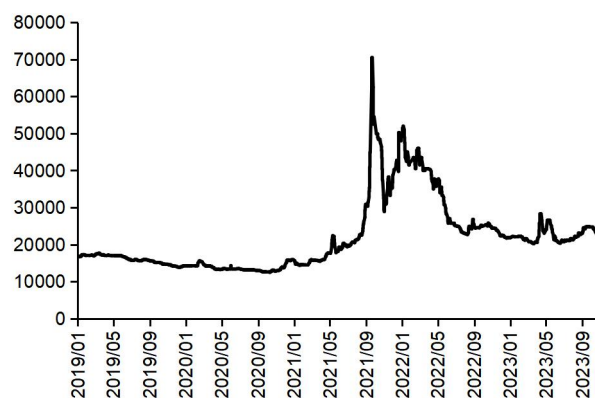
公司盈利波动主因镁价大幅波动。公司拥有10万吨原镁冶炼产能，公司利润主要来自于原镁冶炼，盈利高度依赖于镁价（图5），近两年镁价大幅波动（图6）。2020/2021/2022/2023Q3年镁均价分别为13713/25887/30655/22686元/吨。

图6: 公司单季度毛利率与镁价的关系



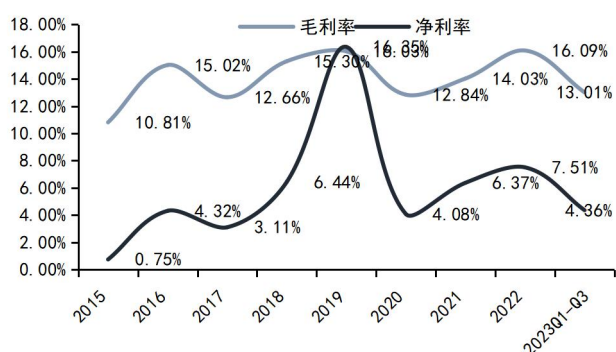
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 国内镁锭价格 (元/吨)



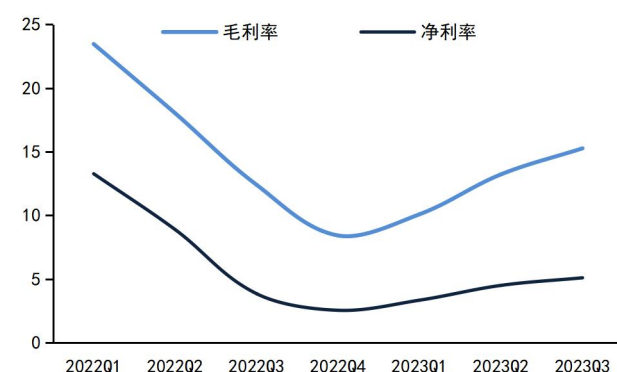
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 公司毛利率、净利率变化情况



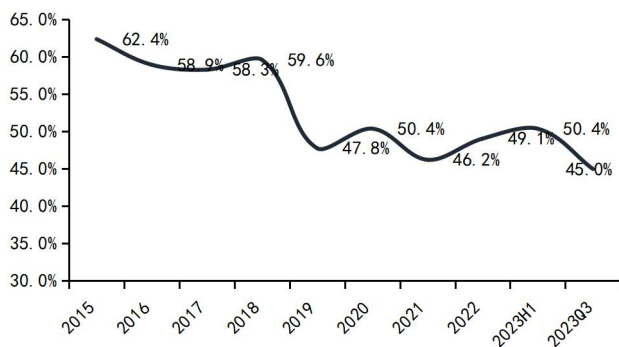
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 公司单季度毛利率、净利率变化情况 (%)



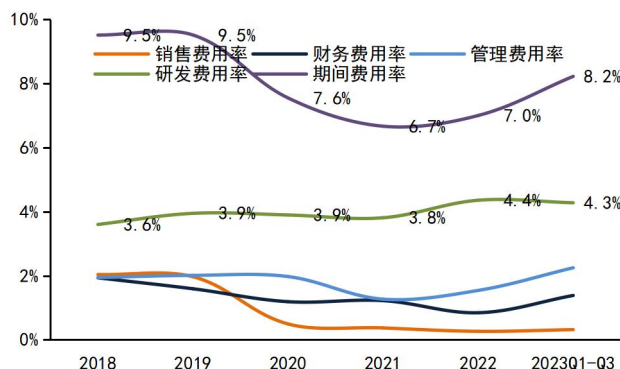
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 公司资产负债率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11: 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

投资建设 30 万吨硅铁项目，控制原镁冶炼成本。报告期内，公司和甘肃腾达西铁资源控股集团有限公司签署投资协议，共同建设年产 30 万吨高品质硅铁合金项目，投资总额为人民币 17.4 亿元。项目全部达产后，可实现年均销售收入 21 亿元，年均净利润 2.5 亿元，所得税后全投资财务内部收益率为 18.67%，投资回收期为 6 年(含建设期)。

投资建议

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。假设 2023-2025 年镁合金价格均为 22500 元/吨（前值 23400 元/吨），同时受市场因素影响，下调白云石、镁铝深加工业务毛利率，预计 2023-2025 年收入 126/178/233 亿元，同比增速 38.6/41.4/30.7%，归母净利润 3.47/8.35/12.44 亿元（原预测值 5.60/10.95/15.76 亿元），同比增速-43.2/140.6/48.9%；摊薄 EPS 分别为 0.54/1.29/1.92 元，当前股价对应 PE 分别为 34/14/10x。公司是全球镁产业链一体化龙头，当前处于项目建设期、产能加速扩张期，同时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，维持“买入”评级。

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	12619	17837	23310
应收款项	2053	1746	3457	5375	7663	营业成本	6978	7640	11184	14915	19000
存货净额	1103	1349	2393	3198	4086	营业税金及附加	40	48	67	94	123
其他流动资产	729	469	1010	1427	1865	销售费用	30	24	33	47	61
流动资产合计	4130	3838	7134	10275	13888	管理费用	103	140	194	275	359
固定资产	2313	3348	4301	4876	5387	研发费用	309	397	550	777	1015
无形资产及其他	219	299	288	277	266	财务费用	99	77	106	150	197
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	13776	17956	22545	其他收入	83	36	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	1851	2814	6899	9927	12962	营业利润	587	785	484	1579	2554
应付款项	942	1128	1496	1999	2553	营业外净收支	(6)	(3)	0	0	0
其他流动负债	217	224	329	440	562	利润总额	581	782	484	1579	2554
流动负债合计	3011	4167	8723	12365	16077	所得税费用	64	98	61	198	321
长期借款及应付债券	240	110	110	110	110	少数股东损益	25	72	76	545	989
其他长期负债	174	169	169	169	169	归属于母公司净利润	493	611	347	835	1244
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	9002	12644	16356	净利润	493	611	347	835	1244
少数股东权益	597	683	713	930	1324	资产减值准备	23	(7)	14	6	5
股东权益	3388	3935	4073	4406	4901	折旧摊销	195	254	333	419	483
负债和股东权益总计	7410	9063	13788	17980	22581	公允价值变动损失	2	18	0	0	0
						财务费用	99	77	106	150	197
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(920)	147	(2810)	(2521)	(2931)
每股收益	0.76	0.95	0.54	1.29	1.92	其它	(6)	36	16	211	388
每股红利	0.22	0.57	0.32	0.78	1.16	经营活动现金流	(213)	1059	(2099)	(1050)	(810)
每股净资产	5.24	6.09	6.30	6.82	7.58	资本开支	0	(1251)	(1301)	(1001)	(1001)
ROIC	10%	11%	7%	14%	17%	其它投资现金流	(1)	(1)	0	0	0
ROE	15%	16%	9%	19%	25%	投资活动现金流	(33)	(1728)	(1776)	(1476)	(1476)
毛利率	14%	16%	11%	16%	18%	权益性融资	(4)	13	0	0	0
EBIT Margin	8%	9%	5%	10%	12%	负债净变化	240	(130)	0	0	0
EBITDA Margin	10%	12%	7%	12%	14%	支付股利、利息	(141)	(368)	(209)	(503)	(749)
收入增长	37%	12%	39%	41%	31%	其它融资现金流	52	1680	4084	3028	3035
净利润增长率	102%	24%	-43%	141%	49%	融资活动现金流	247	697	3875	2526	2286
资产负债率	54%	57%	70%	75%	78%	现金净变动	(0)	28	0	0	0
息率	1.2%	3.1%	1.7%	4.2%	6.2%	货币资金的期初余额	244	244	272	272	272
P/E	24.4	19.7	34.6	14.4	9.7	货币资金的期末余额	244	272	272	272	272
P/B	3.5	3.1	3.0	2.7	2.5	企业自由现金流	0	(102)	(3082)	(1306)	(639)
EV/EBITDA	18.1	14.8	22.8	11.5	8.8	权益自由现金流	0	1447	770	1311	1825

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 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。本报告仅供我公司客户使用，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