

宝武镁业 (002182.SZ)

产能加速扩张, 将受益于镁合金应用增长

买入

核心观点

2023年公司归母净利润同比下降50%。2023年公司实现营收76.5亿元(-16.0%), 归母净利润3.06亿元(-49.8%), 扣非归母净利润3.03亿元(-47.2%), 经营性净现金流3.50亿元(-73.9%)。其中2024Q1单季营收18.6亿元(同比+10.0%), 归母净利润0.61亿元(同比+19.9%, 环比-38.7%), 扣非归母净利润0.60亿元(同比+32.7%, 环比-47.6%)。公司盈利下滑主因镁价下跌, 2022年镁锭均价高达30655元/吨, 2023年跌至22234元/吨, 公司镁合金产品毛利率从2022年的29.14%降至2023年的18.08%。

公司处于产能加速扩张期。公司目前拥有10万吨原镁产能及20万吨镁合金产能, 子公司五台云海、巢湖云海均入选2020年11月工信部公告的镁行业规范企业名单(第一批)。公司正在巢湖新建5万吨原镁产能、在五台新建10万吨原镁产能、在青阳新建30万吨原镁产能。随着各地产能达产, 公司将拥有55万吨原镁和60万吨镁合金的规模。

镁材料性价比凸显, 公司利润对镁价具备高盈利弹性。过去12年, 镁价是铝价的1.2倍, 截至2024年4月份已跌至0.9附近。镁价目前已经重回合理区间, 以镁代铝性价比优势再度显现。公司2023年镁冶炼产能10万吨, 未来产能达到55万吨后, 对镁价的弹性会更明显。参考电解铝行业产能调控政策, 未来如果镁冶炼产能扩张做到有序可控, 对于这类没有资源瓶颈的商品, 产业链利润将集中于冶炼环节, 公司拥有庞大的镁冶炼产能, 将显著受益于镁冶炼利润上行趋势。

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:维持“买入”评级。

假设2024-2026年镁合金价格均为22000元/吨, 预计2024-2026年归母净利润4.52/6.59/8.12亿元, 同比增速47.5%/45.9%/23.1%; 摊薄EPS分别为0.64/0.93/1.15元, 当前股价对应PE分别为28/19/16x。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, 对镁价具有高盈利弹性, 当前镁价重回合理区间, 替代其他金属具备明显的性价比, 我们看好镁在固态储能、汽车中大部件及一体化压铸大部件、建筑模板等方面的应用, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	9,105	7,652	15,464	19,014	22,559
(+/-%)	12.2%	-16.0%	102.1%	23.0%	18.6%
净利润(百万元)	611	306	452	659	812
(+/-%)	24.0%	-49.9%	47.5%	45.9%	23.1%
每股收益(元)	0.95	0.43	0.64	0.93	1.15
EBIT Margin	9.4%	5.7%	5.8%	7.6%	8.6%
净资产收益率(ROE)	15.5%	5.8%	8.3%	11.5%	13.4%
市盈率(PE)	18.9	41.4	28.1	19.2	15.6
EV/EBITDA	14.4	24.6	18.0	13.4	11.6
市净率(PB)	2.94	2.41	2.32	2.21	2.09

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	合理	买入(维持)
合理估值		
收盘价		17.90元
总市值/流通市值	12681/9974	百万元
52周最高价/最低价	23.10/12.80	元
近3个月日均成交额	222.38	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

- 《宝武镁业(002182.SZ)-镁、铝深加工业务销量增加, 盈利逐季改善》——2023-10-30
- 《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

2023 年公司归母净利润同比下降 50%。2023 年公司实现营收 76.5 亿元（-16.0%），归母净利润 3.06 亿元（-49.8%），扣非归母净利润 3.03 亿元（-47.2%），经营性净现金流 3.50 亿元（-73.9%）。其中 2024Q1 单季营收 18.6 亿元（同比+10.0%），归母净利润 0.61 亿元（同比+19.9%，环比-38.7%），扣非归母净利润 0.60 亿元（同比+32.7%，环比-47.6%）。公司盈利下滑主因镁价下跌，2022 年镁锭年均价高达 30655 元/吨，2023 年跌至 22234 元/吨，公司镁合金产品毛利率从 2022 年的 29.14%降至 2023 年的 18.08%。

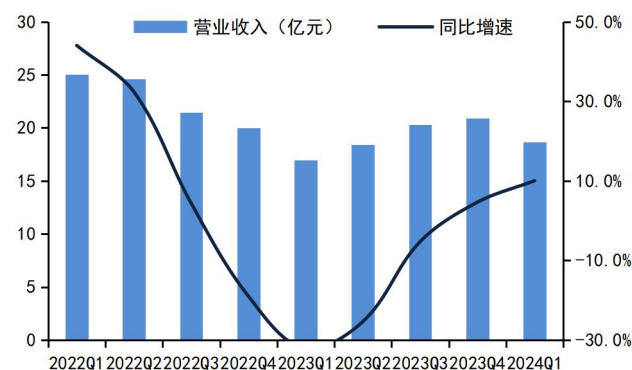
2023 年度利润分配预案：公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 1.3 元（含税），合计拟派发现金红利 9209 万元（含税），占公司当年实现归属于上市公司股东的净利润比例为 30.05%。公司公告了未来三年（2024 年-2026 年）股东回报计划：在满足现金分红条件时，任意三个连续会计年度内，公司以现金方式累计分配的利润不少于该三年实现的年均可分配利润的 30%。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



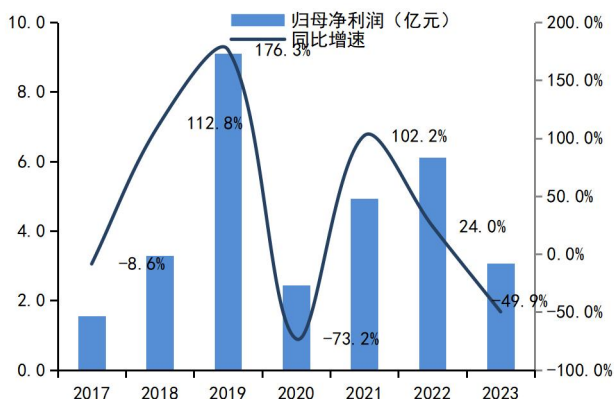
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



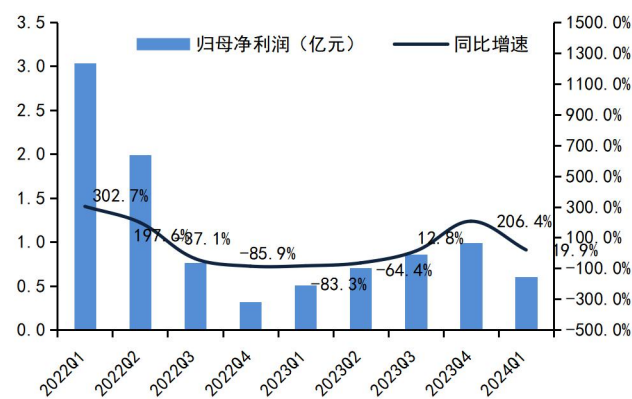
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速（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：公司单季归母净利润（单位：亿元、%）



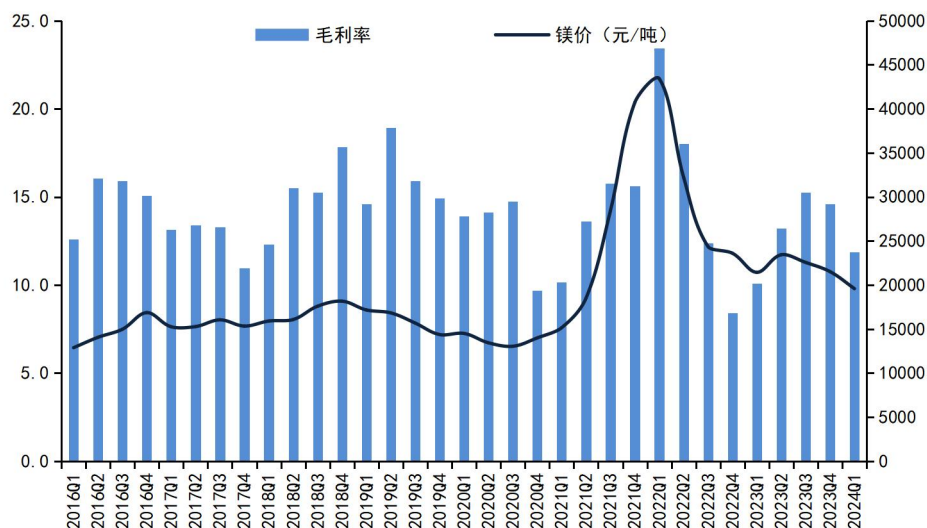
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

◆ 2023 年公司盈利同比下滑主因镁价下跌

公司盈利高度依赖于镁价（图 5），且盈利主要来自镁冶炼，即子公司五台云海和巢湖云海（表 1，图 7），两个子公司各自拥有 5 万吨镁冶炼产能。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，2020/2021/2022/2023 年镁年均价分别为 13713/25887/30655/22234 元/吨。公司拥有 10 万吨原镁产能，受益于 2022 年高镁价，公司镁冶炼版块盈利大幅提升，之后镁价大幅回落，镁冶炼业务盈利随之回落，如五台云海净利润从 2022 年的 3.8 亿元下降到 1.9 亿元，巢湖云海净利润从 2.5 亿元下降到 1.4 亿元。

图5: 公司单季度毛利率与镁价的关系



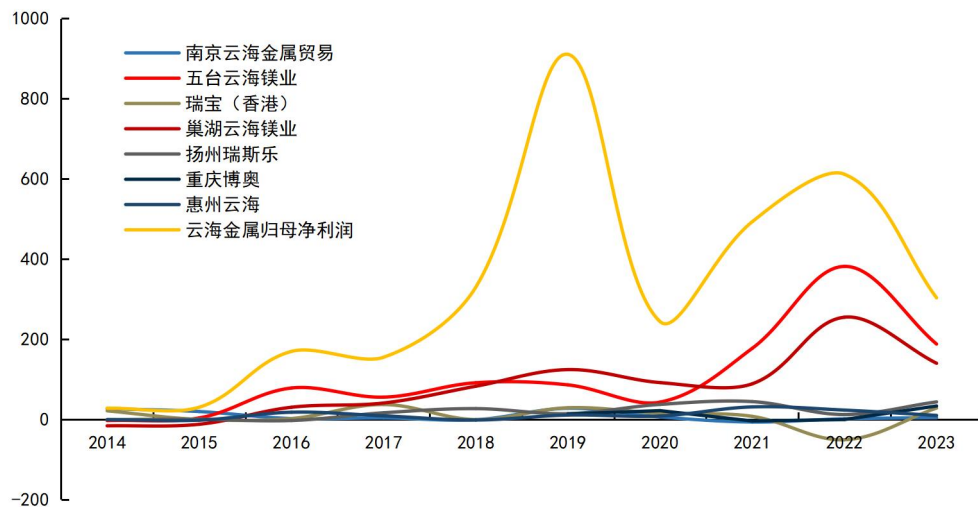
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

表1: 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
2023	149073	18773
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
2023	186641	13966

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图6: 主要子公司净利润 (百万元)



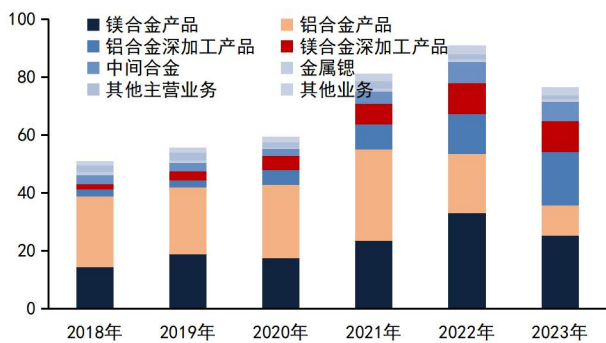
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

◆ 公司镁合金深加工、铝合金深加工产品利润增长显著

2023 年公司毛利润 10.3 亿元, 同比减少 4.3 亿元。其中镁合金产品毛利润 4.6 亿元, 同比减少 5.1 亿元, 是盈利下降的主因; 积极的变化来自镁合金深加工和铝合金深加工业务。镁合金深加工业务指的是镁压铸, 包括汽车零部件和镁建筑模板等, 铝合金深加工业务指的是铝挤压材, 包括微通道扁管及车用铝型材。2023 年公司镁合金深加工产品毛利润 1.32 亿元, 同比增加 4600 万元, 铝合金深加工业务毛利润 1.88 亿元, 同比增加 4600 万元。

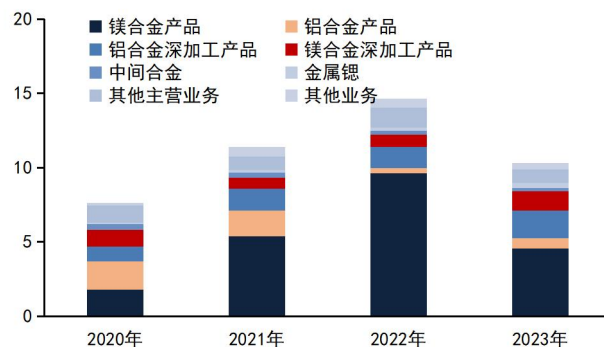
从各产品毛利率来看, 铝合金深加工产品毛利率跟 2022 年持平, 说明盈利增长主要来自产销量增加; 镁合金深加工产品毛利率从 2022 年的 8% 增加到 2023 年的 12.4%, 主因产品结构优化, 中大型镁压铸件占比提升。

图7: 云海金属营业收入构成 (单位: 亿元)



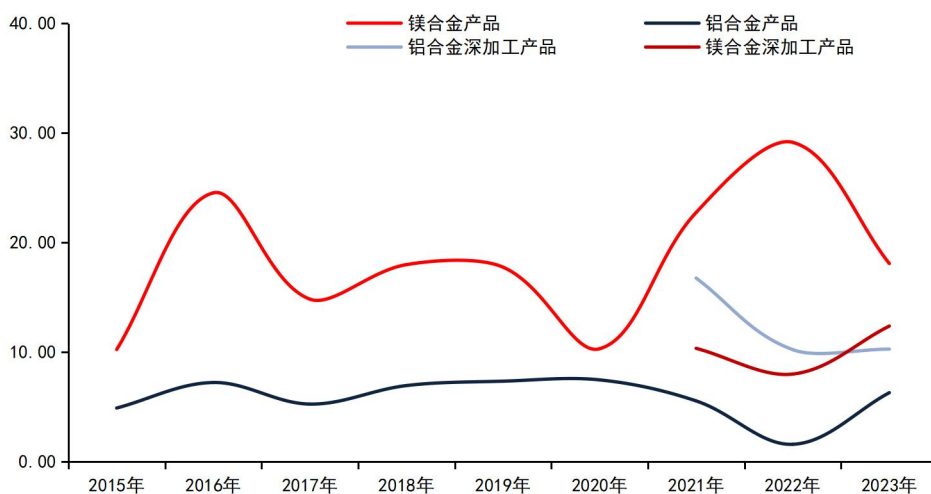
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 云海金属毛利润构成 (单位: 亿元)



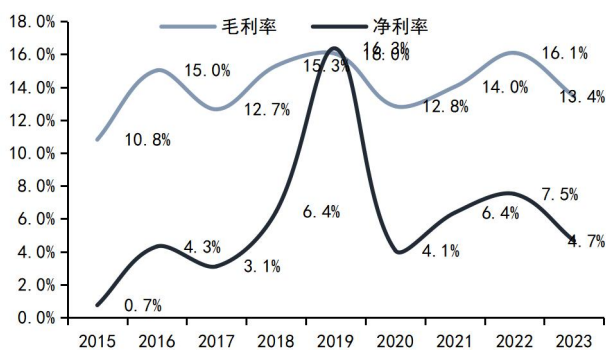
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：公司分产品毛利率（%）



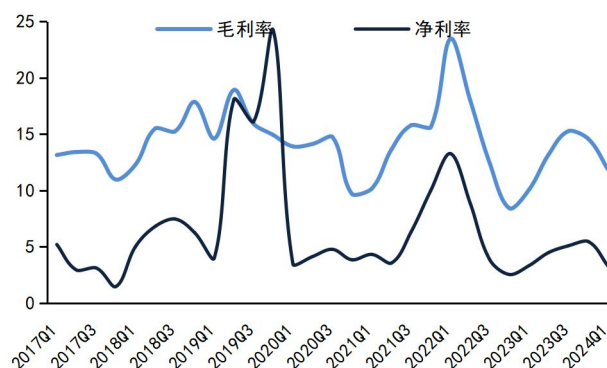
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图10：公司毛利率、净利率变化情况



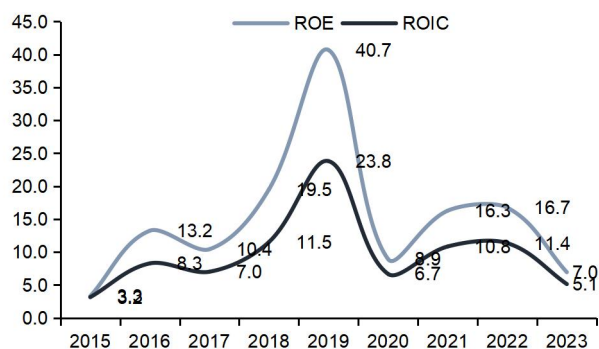
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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（%）



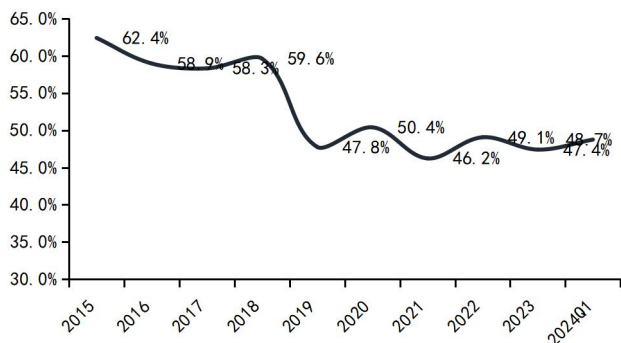
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图13：公司经营净现金流（亿元）



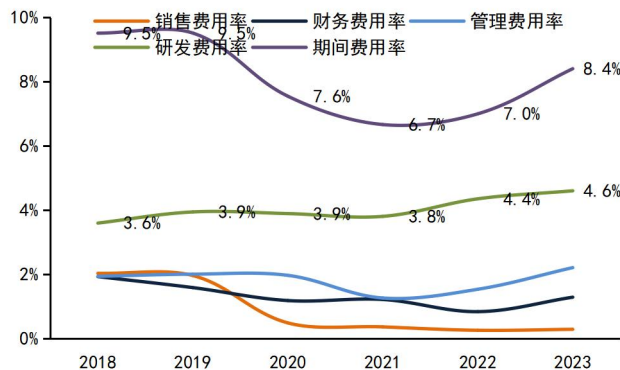
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

◆ 公司步入加速发展期，对镁价有高盈利弹性

公司目前拥有 10 万吨原镁产能及 20 万吨镁合金产能，子公司五台云海、巢湖云海均入选 2020 年 11 月工信部公告的镁行业规范企业名单（第一批）。公司正在巢湖新建 5 万吨原镁产能、在五台新建 10 万吨原镁产能、在青阳新建 30 万吨原镁产能。随着各地新扩产能达产以后，将达到 55 万吨原镁和 60 万吨镁合金的规模。

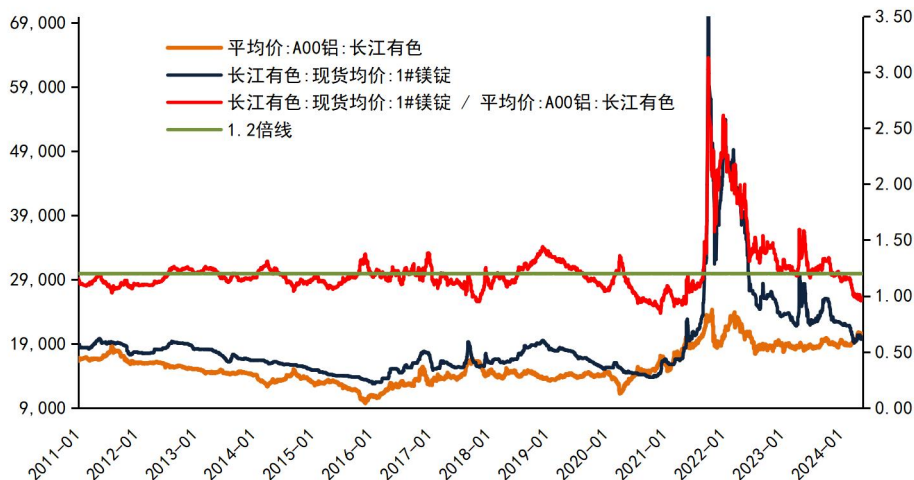
表2: 三年内公司原镁产能从 10 万吨扩张到 55 万吨

项目	公司名称	现有产能	规划产能	预计投产时间/进展
原镁	巢湖云海	原镁 5 万吨	原镁 5 万吨	2024 年下半年投产
	五台云海	原镁 5 万吨	原镁 10 万吨	24 年 7 月基建完成
	安徽宝镁	-	原镁 30 万吨	2023.12 镁生产线热负荷试车
镁合金	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	2023.12 镁生产线热负荷试车

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

镁性价比凸显，应用前景乐观。过去 12 年，镁价是铝价的 1.2 倍，截至 2024 年 4 月份已跌至 0.9 附近。镁价目前已经重合理区间，以镁代铝性价比优势再度显现，镁合金应用领域越来越广，在固态储能、汽车中大部件及一体化压铸大部件、建筑模板等方面将迎来新的机遇。2023 年下半年以来，公司与蔚来汽车、宁波继峰、比亚迪、某通讯客户等达成多项合作，包括铝合金内饰支架、仪表盘支架、屏蔽盖产品等。

图16: 镁铝比价偏离历史均值 (元/吨)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

公司利润对镁价具备高盈利弹性，将显著受益于镁行业格局改善。我们测算了公司 2023 年归母净利润对镁价和铝加工毛利润的敏感性分析，如下表所示。公司 2023 年镁冶炼产能 10 万吨，未来产能达到 55 万吨后，对镁价的弹性会更明显。参考电解铝行业产能调控政策，未来如果镁冶炼产能扩张做到有序可控，对于这类没有资源瓶颈的商品，产业链利润将集中于冶炼环节，公司拥有庞大的镁冶炼产能，将显著受益于镁冶炼利润上行趋势。

表3: 2023 年公司归母净利润对镁合金价格和铝深加工毛利的敏感性分析 (百万元)

		镁合金价格 (元/吨)				
		20000	21000	22000	23000	24000
铝合金深加工毛利 (元/吨)	2000	226	291	356	421	486
	2500	279	344	409	474	539
	3000	332	397	462	528	593
	4000	439	504	569	634	699
	5000	545	611	676	741	806

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

投资建议

投资建议: 维持“买入”评级。假设 2024-2026 年镁合金价格均为 22000 元/吨, 预计 2024-2026 年归母净利润 4.52/6.59/8.12 亿元, 同比增速 47.5%/45.9%/23.1%; 摊薄 EPS 分别为 0.64/0.93/1.15 元, 当前股价对应 PE 分别为 28/19/16x。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, 对镁价具有高盈利弹性, 当前镁价重回合理区间, 替代其他金属具备明显的性价比, 我们看好镁在固态储能、汽车中大部件及一体化压铸大部件、建筑模板等方面的应用, 维持“买入”评级。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	272	373	373	373	373	营业收入	9105	7652	15464	19014	22559
应收款项	1746	1886	4237	5730	7417	营业成本	7640	6623	13861	16708	19591
存货净额	1349	1258	2965	3568	4189	营业税金及附加	48	46	92	113	135
其他流动资产	469	595	1237	1521	1805	销售费用	24	22	31	38	45
流动资产合计	3838	4113	8811	11192	13783	管理费用	140	169	198	241	283
固定资产	3348	5008	5878	6334	6719	研发费用	397	352	387	475	564
无形资产及其他	299	319	307	296	284	财务费用	77	99	155	190	226
投资性房地产	800	821	821	821	821	投资收益	(18)	(17)	0	0	0
长期股权投资	778	1257	1736	2215	2694	资产减值及公允价值变动	(18)	(6)	0	0	0
资产总计	9063	11518	17554	20856	24300	其他收入	83	36	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	2814	3021	7666	10102	12510	营业利润	785	368	740	1248	1715
应付款项	1128	901	1853	2230	2618	营业外净收支	(3)	8	0	0	0
其他流动负债	224	170	357	430	504	利润总额	782	376	740	1248	1715
流动负债合计	4167	4092	9876	12761	15632	所得税费用	98	19	133	225	309
长期借款及应付债券	110	1129	1129	1129	1129	少数股东损益	72	50	155	364	595
其他长期负债	169	239	239	239	239	归属于母公司净利润	611	306	452	659	812
长期负债合计	279	1367	1367	1367	1367	现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	4446	5459	11244	14128	16999	净利润	611	306	452	659	812
少数股东权益	683	788	852	997	1233	资产减值准备	(7)	(21)	5	1	1
股东权益	3935	5271	5458	5731	6067	折旧摊销	254	298	438	556	626
负债和股东权益总计	9063	11518	17554	20856	24300	公允价值变动损失	18	6	0	0	0
						财务费用	77	99	155	190	226
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	147	(430)	(3554)	(1930)	(2127)
每股收益	0.95	0.43	0.64	0.93	1.15	其它	36	42	59	143	236
每股红利	0.57	0.25	0.37	0.55	0.67	经营活动现金流	1059	202	(2601)	(569)	(453)
每股净资产	6.09	7.44	7.70	8.09	8.56	资本开支	0	(1919)	(1301)	(1001)	(1001)
ROIC	11%	4%	6%	7%	8%	其它投资现金流	(1)	2	0	0	0
ROE	16%	6%	8%	12%	13%	投资活动现金流	(477)	(2396)	(1780)	(1480)	(1480)
毛利率	16%	13%	10%	12%	13%	权益性融资	(1)	1137	0	0	0
EBIT Margin	9%	6%	6%	8%	9%	负债净变化	(130)	1019	0	0	0
EBITDA Margin	12%	10%	9%	10%	11%	支付股利、利息	(368)	(179)	(265)	(386)	(475)
收入增长	12%	-16%	102%	23%	19%	其它融资现金流	443	(521)	4645	2435	2408
净利润增长率	24%	-50%	47%	46%	23%	融资活动现金流	(555)	2294	4381	2049	1933
资产负债率	57%	54%	69%	73%	75%	现金净变动	28	100	0	0	0
息率	2.9%	1.4%	2.1%	3.0%	3.7%	货币资金的期初余额	244	272	373	373	373
P/E	18.9	41.4	28.1	19.2	15.6	货币资金的期末余额	272	373	373	373	373
P/B	2.9	2.4	2.3	2.2	2.1	企业自由现金流	0	(1634)	(3684)	(1195)	(910)
EV/EBITDA	14.4	24.6	18.0	13.4	11.6	权益自由现金流	0	(1136)	721	870	1038

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