



宝武镁业 (002182.SZ): 成长属性持续强化的镁产业链一体化龙头

2025年3月28日

推荐/首次

宝武镁业

公司报告

投资要点:

央企平台赋能镁业龙头。公司成立于1993年，后于2007年在深交所上市。2018年，宝钢金属有限公司入股，成为公司战略股东；2020年8月，宝钢成为公司第二大股东，公司于同年10月向宝钢定增募资不超过11.1亿元；2023年9月，定向增发完成，宝钢成为公司控股股东，公司由南京云海特种金属股份有限公司更名为宝武镁业科技股份有限公司。公司为中国镁行业一体化龙头企业，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”的完整镁产业链，并在铝合金材料的生产及深加工业务上有所布局。公司主要产品为镁合金材料、镁合金制品、铝合金制品等，广泛应用于航空航天、大交通、新能源汽车、绿色建筑、消费电子及新基建等领域。

公司白云石资源储量雄厚。公司拥有镁矿石资源储量优势，合计拥有白云石储量约19.7亿吨，占中国白云石已查明储量近10%左右（2024年中国白云石总储量约200亿吨）。其中，公司的参股公司（持股比例45%）安徽宝镁轻合金于安徽青阳拥有白云石储量13亿吨，控股子公司（持股比例69.53%）巢湖云海镁业于安徽巢湖拥有白云石储量0.9亿吨，全资子公司（持股比例100%）五台云海镁业于山西五台拥有白云石储量5.8亿吨。从各矿山采矿证观察，巢湖云海采矿权于2022年整合升级，白云石年产能由150万吨提升至300万吨；安徽宝镁采矿权于2023年5月31日生效，包含白云石年产能4000万吨；五台云海采矿权于2025年3月生效，包含白云石年产能1000万吨。至2025年3月，公司白云石合计年产能已达到5300万吨。公司资产的白云石除原镁生产用途外，亦可满足建材、冶金、化工和轻工等应用需求。根据智研瞻产业研究院预测，2023年中国白云石行业市场规模约为103亿元，预计2028年将达到182亿元，年均复合增长率可达12%。

公司原镁产能已进入释放周期。公司前期原镁扩产项目已见成效，原镁产能由23年的10万吨增长至24年底的30万吨，增幅达200%。考虑到试产的进行及投产节奏的推进，公司原镁业务已经进入加速成长期。从产能分布角度观察，公司安徽青阳宝镁产能已达到15万吨/年，另有15万吨/年产能正在建设中。此外，巢湖云海镁业原镁产能已达到10万吨/年，其中5万吨为新建产能并已于2024年下半年投产。五台宝镁的原镁年产能将增至15万吨，其中5万吨为已有产能，10万吨为在建产能，预计于2025年年底建成。从市场占有率角度考虑，根据中国有色金属工业协会数据公布的中国原镁总产能测算（2023年：136万吨；2024年：148.75万吨），公司原镁产能市占率将由23年的7.4%增至24年的20.2%。以2024年中国原镁平均69%的产能利用率并接近18个月原镁平均价格18659元/吨计算，24年新建产能全部投产后，公司的原镁业务规模或由18.7亿元增至38.6亿元，增长空间达到107%。

公司镁合金业务高市占率优势或持续扩大。公司当前镁合金业务国内市占率或已超50%。公司2023年镁铝合金合计产能为35万吨（镁合金20万吨，铝合金15万吨），合计产量约为36万吨，综合产能利用率达到103%。以此推算，2023年公司镁合金或实现满产，产量约为20万吨左右。从市占率观察，2023

公司简介:

公司成立于1993年，后于2007年在深交所上市。2018年，宝钢金属有限公司入股，成为公司战略股东；2020年8月，宝钢成为公司第二大股东，公司于同年10月向宝钢定增募资不超过11.1亿元；2023年9月，定向增发完成，宝钢成为公司控股股东，公司由南京云海特种金属股份有限公司更名为宝武镁业科技股份有限公司。公司主要产品为镁合金材料、镁合金制品、铝合金制品等，广泛应用于航空航天、大交通、新能源汽车、绿色建筑、消费电子及新基建等领域。

资料来源：公司公告、同花顺

未来3-6个月重大事项提示:

公司预计于2025-04-25公布2024年年报。

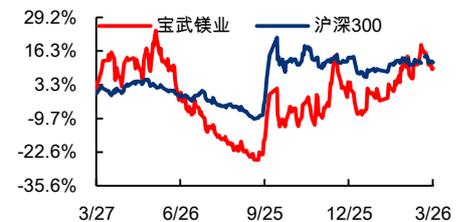
资料来源：公司公告、同花顺

交易数据

52周股价区间(元)	20.4-8.66
总市值(亿元)	126.55
流通市值(亿元)	110.44
总股本/流通A股(万股)	99,179/99,179
流通B股/H股(万股)	-/-
52周日均换手率	3.91

资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

52周股价走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

分析师: 张天丰

021-25102914

zhang_tf@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480520100001

研究助理: 闵泓朴

021-65462553

minhp-yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480124060003

年我国镁合金产量为 34.52 万吨，公司镁合金产品当前市占率约为 58%，为国内镁合金产业龙头。2024 年，安徽宝镁于青阳新建成 30 万吨镁合金产能，该项目为全球最大镁合金生产基地，推动公司镁合金产能由 23 年的 20 万吨增长至 24 年的 50 万吨。目前，子公司五台云海亦有 10 万吨镁合金产能在建，预计于 25 年底建成。至 2025 年底，公司镁合金产能将从 2023 年的 20 万吨增长至 60 万吨，增幅高达 200%，若全部达产，将使公司镁合金产品市占率提升至 81%。然而，考虑到我国镁合金偏松的供需结构和已处低位的镁价，我们认为公司镁合金实际产量的增幅或是渐进的、根据市场需求变化调整的过程，考虑到汽车轻量化、机器人、低空经济等新质生产力领域带来的镁合金需求增量，公司镁合金产量的成长弹性或强化其与行业发展的共振。

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 88.5/109.2/144.0 亿元，归母净利润分别为 2.56/5.66/9.91 亿元，对应 EPS 为 0.26/0.57/1.00 元/股，对应 PE 分别为 49.41X/22.37X/12.77X。考虑到公司上下游产能持续提升，镁合金下游行业需求进入扩张周期，或推动公司产能利用率持续优化，公司盈利能力或得到强化，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：项目投产情况不及预期风险，项目完成时间晚于预期风险，镁价下行风险，下游汽车行业发展不及预期风险，下游机器人行业发展不及预期风险。

财务指标预测

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	9,104.61	7,651.81	8,844.57	10,915.66	14,397.77
增长率 (%)	12.17%	-15.96%	15.59%	23.42%	31.90%
归母净利润 (百万元)	611.31	306.45	256.15	565.80	991.35
增长率 (%)	24.03%	-49.87%	-16.41%	120.89%	75.21%
净资产收益率 (%)	15.54%	5.81%	4.53%	9.60%	15.75%
每股收益 (元)	0.95	0.46	0.26	0.57	1.00
PE	13.49	27.78	49.41	22.37	12.77
PB	2.10	1.72	2.24	2.15	2.01

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

目 录

1. 央企平台赋能镁业龙头，镁铝合金持续增质放量	
1.1 宝钢赋能镁业龙头，新质生产力优势显著	
1.2 国资委为实际控制人，子公司全国布局	
2. 行业领先的镁产业链一体化龙头	
2.1 上游矿端具有强资源储量优势	
2.2 中游冶炼产能逐渐释放，降本增质效果明显	
2.2.1 公司原镁产能已进入释放周期	
2.2.2 原镁冶炼技术行业领先，数智化发展持续赋能	
2.2.3 原镁生产成本优势持续优化	
2.3 镁合金业务高市占率优势或持续扩大	1
2.4 下游深加工产业多线布局，客户和品牌优势显著	1
3. 铝制品板块产品结构升级，聚焦汽车轻量化相关应用	1
3.1 铝产品结构调整升级，铝合金深加工产品产销量增长	1
3.2 铝制品板块以汽车轻量化相关产品为主	1
3.3 镁铝合金放量推动业绩增长，研发投入维持较高水平	1
4. 下游需求受新质生产力发展提振，原镁产能利用率有望提升	1
4.1 中国镁资源储量丰富，原镁产能产量均为世界第一	1
4.2 汽车轻量化发展及机器人行业成长或推动镁需求大幅增长	1
5. 盈利预测及估值	2
5.1 关键假设及营收预测	2
6. 投资评级	2
7. 风险提示	2

插图目录

图 1：公司发展历程	
图 2：公司主营业务结构	
图 3：公司股权结构图	
图 4：子公司分布图	
图 5：皮江法炼镁流程图	
图 6：节能竖罐炼镁结晶装置专利示意图	
图 7：硅铁现货价格走势（2019M2-2025M2）	
图 8：煤炭现货价格走势（2019M2-2025M2）	
图 9：镁合金部件在汽车中的应用	1
图 10：公司主要客户	1
图 11：镁/铝合金及深加工产品营收与营收占比变化（2021-2024H1）	1
图 12：镁/铝合金及深加工产品毛利与毛利率变化（2021-2024H1）	1
图 13：公司铝挤压制品	1

图 14： 公司营业收入与净利润变化（2019-2024Q3）	1
图 15： 公司产销量变化情况（2019-2023）	1
图 16： 镁价变动情况（2020M6-2025M2）	1
图 17： 公司资产负债率变化（2019-2024Q3）	1
图 18： 公司销售毛利率与净利率变化（2019-2024Q3）	1
图 19： 公司期间费用率变化（2019-2024Q3）	1
图 20： 2024 年全球菱镁矿储量分布（亿吨）	1
图 21： 全球与中国镁锭产量（2019-2024 年）	1
图 22： 2023 年全球镁锭需求结构	1
图 23： 2023 年全球镁合金需求结构	1
图 24： 2019-2027E 全球汽车产量预测（万辆）	1
图 25： 2024E-2027E 全球汽车行业镁合金需求预测（万吨）	1
图 26： 2019-2027E 全球工业机器人装机量预测	1
图 27： 2024E-2030E 全球人形机器人销量预测	1

表格目录

表 1： 公司白云石产能梳理	
表 2： 公司原镁产能梳理	
表 3： 公司原镁生产成本测算（元）	1
表 4： 公司镁合金产能梳理	1
表 5： 公司镁合金深加工产品产能梳理	1
表 6： 公司铝及部分其他产品产能梳理	1
表 7： 全球原镁供给预测（2024E-2027E）	1
表 8： 全球汽车行业镁合金需求预测（2024E-2027E）	1
表 9： 全球工业机器人对应镁需求预测（2024E-2027E）	1
表 10： 全球人形机器人对应镁需求预测（2024E-2030E）	1
表 11： 全球镁需求预测（2024E-2027E）	2
表 12： 全球原镁供需结构预测（2024E-2027E）	2
表 13： 产量假设	2
表 14： 主营收入及毛利率预测	2
附表： 公司盈利预测表	2

1. 央企平台赋能镁业龙头，镁铝合金持续增质放量

1.1 宝钢赋能镁业龙头，新质生产力优势显著

深耕镁行业三十余载，镁业龙头得宝钢赋能。公司成立于 1993 年，后于 2007 年在深交所上市。2018 年，宝钢金属有限公司入股，成为公司战略股东；2020 年 8 月，宝钢成为公司第二大股东，公司于同年 10 月向宝钢定增募资不超过 11.1 亿元；2023 年 9 月，定向增发完成，宝钢成为公司控股股东，公司由南京云海特种金属股份有限公司更名为宝武镁业科技股份有限公司。公司为中国镁行业一体化龙头企业，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”的完整镁产业链，并在铝合金材料的生产及深加工业务上有所布局。公司主要产品为镁合金材料、镁合金制品、铝合金制品等，广泛应用于航空航天、大交通、新能源汽车、绿色建筑、消费电子及新基建等领域。

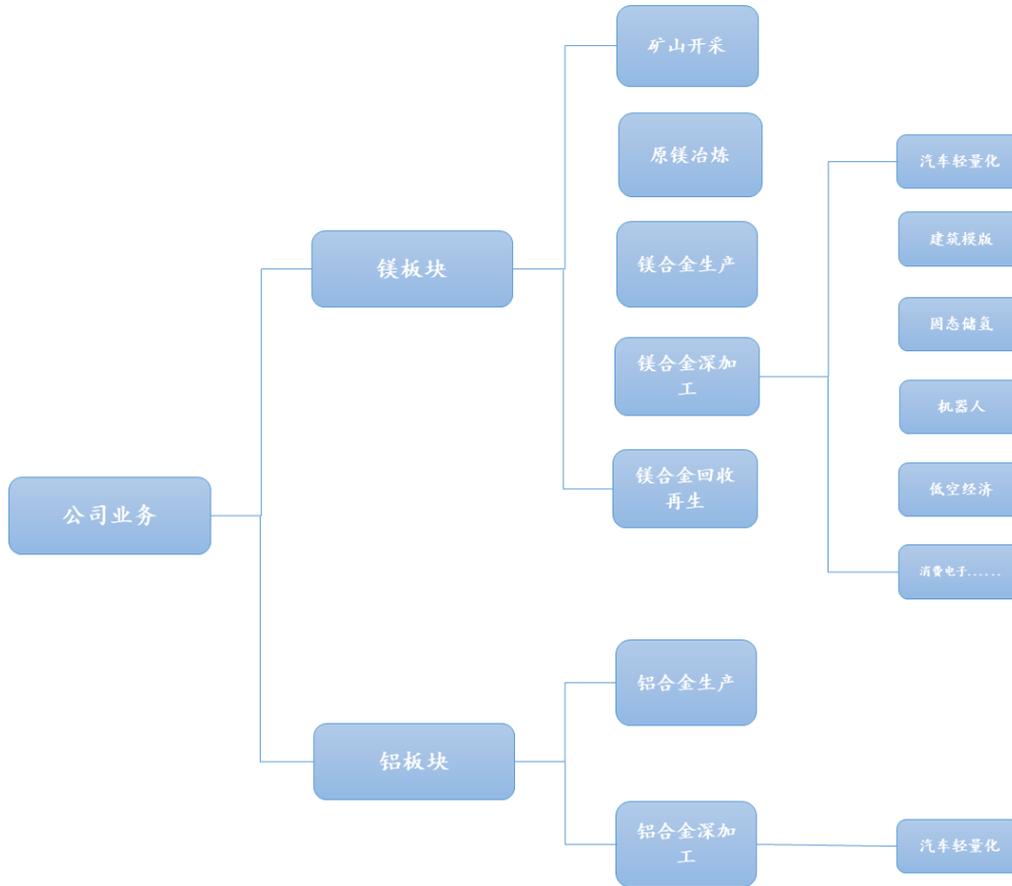
公司以科技创新为核心驱动力，新质生产力优势显著。公司是工业和信息化部制造业单项冠军企业，子公司巢湖宝镁、博奥镁铝和五台宝镁入选了国家级专精特新“小巨人”企业名单，惠州宝镁、南京精密和扬州瑞斯乐入选了省级专精特新“小巨人”企业名单。公司技术实力雄厚，知识产权丰富，多次参与行业标准制定。2023 年公司新增授权专利 95 项，2024 年上半年公司新增授权专利 44 项。此外，公司参与了“镁及镁合金热挤压棒材 GB/T 5155-2022”、“原生镁锭 GB/T 3499-2023”等 15 项国家镁合金相关标准制定，及 ISO 3116:2019《变形镁及镁合金》国际标准、“航空航天用高强镁合金锻件规范”镁合金行业军用标准的制定，技术实力行业领先。

图1：公司发展历程



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

图2：公司主营业务结构



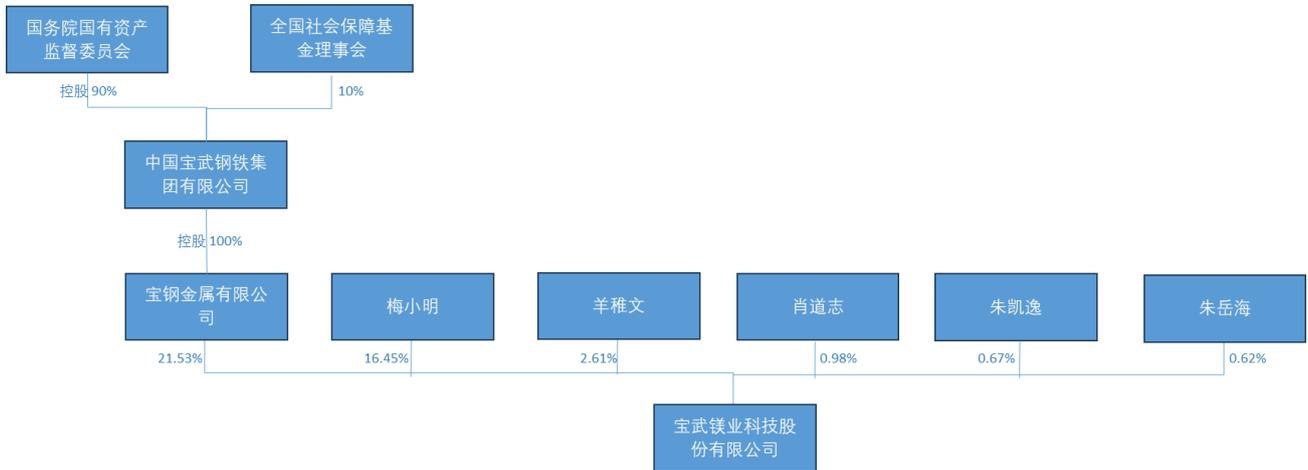
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

1.2 国资委为实际控制人，子公司全国布局

国务院国有资产监督管理委员会为实际控制人。截止 2024 年 7 月 12 日，公司总股本为 9.92 亿股，流通 A 股为 7.79 亿股，占总股本比例 79%。据公司 2024 年三季报，公司前十大股东合计持股 47.5%。公司控股股东为宝钢金属有限公司，持股 21.53%；通过股权穿透，公司实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会，其实际持有公司股权比例为 19.38%。

公司对镁产业链各生产基地已形成一体化布局。公司当前在全国拥有全资及控股子公司近 20 家。公司拥有山西五台云海、安徽巢湖云海、安徽宝镁三大原镁供应基地，五台、巢湖、安徽、惠州四大镁合金生产基地，另有南京、巢湖、青阳、重庆、荆州、天津六大镁合金汽车压铸件生产基地。此外，南京云海铝业和安徽云海铝业负责铝制品生产。

图3：公司股权结构图



资料来源: iFinD, 公司公告, 东兴证券研究所

图4: 子公司分布图



资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

2. 行业领先的镁产业链一体化龙头

2.1 上游矿端具有强资源储量优势

公司白云石资源储量雄厚。公司拥有镁矿石资源储量优势, 合计拥有白云石储量约 19.7 亿吨, 占中国白云石已查明储量近 10% 左右 (2024 年中国白云石总储量约 200 亿吨)。其中, 公司的参股公司 (持股比例 45%) 安徽宝镁轻合金于安徽青阳拥有白云石储量 13 亿吨, 控股子公司 (持股比例 69.53%) 巢湖云

海镁业于安徽巢湖拥有白云石储量 0.9 亿吨，全资子公司（持股比例 100%）五台云海镁业于山西五台拥有白云石储量 5.8 亿吨。从各矿山采矿证观察，巢湖云海采矿权于 2022 年整合升级，白云石年产能由 150 万吨提升至 300 万吨；安徽宝镁采矿权于 2023 年 5 月 31 日生效，包含白云石年产能 4000 万吨；五台云海采矿权于 2025 年 3 月生效，包含白云石年产能 1000 万吨。至 2025 年 3 月，公司白云石合计年产能已达到 5300 万吨。公司资产的白云石除原镁生产用途外，亦可满足建材、冶金、化工和轻工等应用需求。根据智研瞻产业研究院预测，2023 年中国白云石行业市场规模约为 103 亿元，预计 2028 年将达到 182 亿元，年均复合增长率可达 12%。

表1：公司白云石产能梳理

子公司	持股比例	矿山名称	白云石储量（万吨）	开采方式	生产规模（万吨/年）
巢湖云海镁业	69.53%	巢湖市青苔山镁矿（冶镁白云岩）及冶金用白云岩矿	8864	露天开采	300
安徽宝镁轻合金	45%	安徽宝镁轻合金有限公司花园吴家冶镁用白云岩矿	131978	露天开采	4000
五台云海镁业	100%	五台县东冶镇大朴村白云岩	57895	露天开采	1000
合计	/		198737		5300

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2.2 中游冶炼产能逐渐释放，降本增质效果明显

2.2.1 公司原镁产能已进入释放周期

公司原镁产能已进入释放周期。公司前期原镁扩产项目已见成效，原镁产能由 23 年的 10 万吨增长至 24 年底的 30 万吨，增幅达 200%。考虑到试产的进行及投达产节奏的推进，公司原镁业务已经进入加速成长期。从产能分布角度观察，公司安徽青阳宝镁产能已达到 15 万吨/年，另有 15 万吨/年产能正在建设中。此外，巢湖云海镁业原镁产能已达到 10 万吨/年，其中 5 万吨为新建产能并已于 2024 年下半年投产。五台宝镁的原镁年产能将增至 15 万吨，其中 5 万吨为已有产能，10 万吨为在建产能，预计于 2025 年年底建成。从市场占有率角度考虑，根据中国有色金属工业协会数据公布的中国原镁总产能测算（2023 年：136 万吨；2024 年：148.75 万吨），公司原镁产能市占率将由 23 年的 7.4% 增至 24 年的 20.2%。以 2024 年中国原镁平均 69% 的产能利用率并接近 18 个月原镁平均价格 18659 元/吨计算，24 年新建产能全部投产后，公司的原镁业务规模或由 18.7 亿元增至 38.6 亿元，增长空间达到 107%。

表2：公司原镁产能梳理

子公司	2023年原镁产能（万吨）	2024年原镁新建产能（万吨）	原镁在建产能（万吨）	原镁总设计产能（万吨）
巢湖云海镁业	5	5		10
安徽宝镁轻合金		15	15	30
五台云海镁业	5		10	15
合计	10	20	25	55

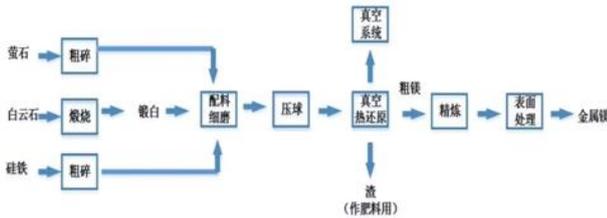
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2.2.2 原镁冶炼技术行业领先，数智化发展持续赋能

公司竖罐炼镁技术行业领先。公司通过“皮江法”炼镁，利用硅铁对矿石中经过煅烧产生的氧化镁进行热还原。然而与传统“皮江法”不同，公司使用改造升级的竖罐炼镁工艺，具有单罐产量提高、还原效率与稳定性增强、生产周期缩短、生产成本降低以及环境污染减少的优势。此外，公司镁合金熔炼净化技术和镁合金成型技术等亦处于行业领先水平。

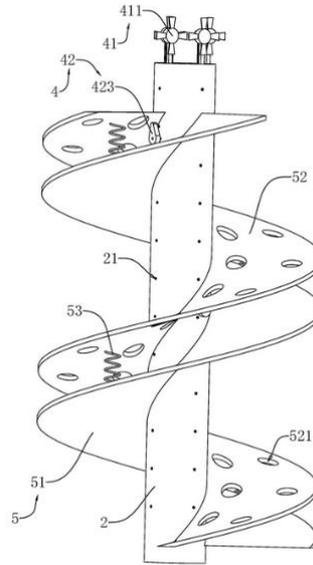
数智化发展持续赋能。另一方面，公司控股股东宝钢金属在炼钢领域具有全球领先的智能化优势，母公司技术赋能之下，公司炼镁工艺机械化程度持续提升。公司将炼钢的智能化技术融入到炼镁技术中，数智化发展将持续为公司生产起到降本增效的作用。近两年，公司竖罐炼镁方案进一步优化，单罐产量持续提升，降本增效成果加强。子公司五台云镁已申请“一种节能竖罐炼镁结晶装置”专利，对镁结晶效率起到优化效果。据公司 2024 年半年报，公司开发了大型化竖罐双蓄热脉冲燃烧底出渣底出镁技术，研制了首台套大型化还原罐及配套还原炉，首次实现了加料、出渣、出镁等工艺流程的自动化，公司镁冶炼工艺持续数智化发展。

图5：皮江法炼镁流程图



资料来源：上海胜帮，东兴证券研究所

图6：节能竖罐炼镁结晶装置专利示意图



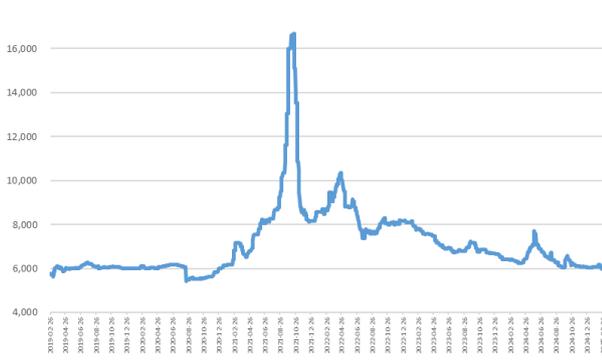
资料来源：天眼查，东兴证券研究所

2.2.3 原镁生产成本优势持续优化

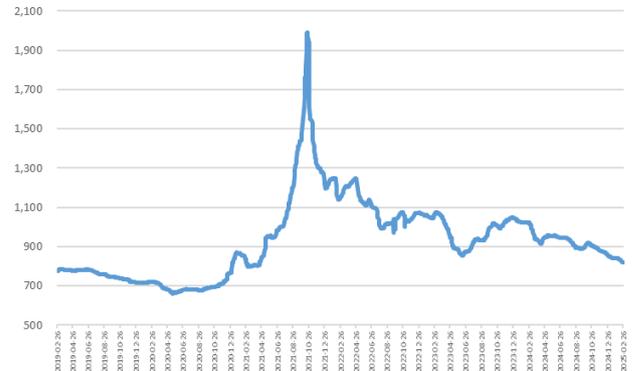
硅铁自产叠加低煤炭消耗量持续优化公司原镁成本优势。根据公司公告，公司每生产 1 吨原镁，需要 1 吨硅铁，3 吨煤炭，10 吨白云石，1000 度电，我们参考各种原料的市场价格，并对其他成本进行估算，测算出公司生产一吨原镁的全维持成本约为 16536 元。其中，硅铁成本占比最高（占比 36%），煤炭成本占比亦达到 15%。而从变量角度观察，硅铁方面，子公司甘肃宝镁年产 30 万吨硅铁项目已于 2024 年 5 月开工建设，项目分为两期，每期可实现 15 万吨硅铁产能，每期预计建设时间均为两年。预计项目于 2028 年左右建成后，将优化硅铁成本并降低硅铁价格变动对公司约 66.7% 产能相关的生产成本扰动。煤炭方面，受益于公司竖罐冶炼技术能源转化效率的优异性，公司原镁生产的煤炭需求量仅为三吨，在行业内处于领先地位。此外，五台云镁与河东煤田和宁武煤田较近，区位优势使得其煤炭运费较低，亦对其成本起到优化作用。

图7：硅铁现货价格走势（2019M2-2025M2）

图8：煤炭现货价格走势（2019M2-2025M2）



资料来源: iFinD, 东兴证券研究所



资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

表3: 公司原镁生产成本测算 (元)

成本分类	成本项目	单位	单耗	单价	单位成本	成本占比
原辅材料	萤石	吨	0.35	3700	1295	8%
	硅铁	吨	1	5957	5957	36%
	白云石	吨	10	160	1600	10%
小计					8852	54%
燃料动力	煤炭	吨	3	818	2454	15%
	电力	Kwh	1000	0.6	600	4%
小计					3054	18%
现金成本					11906	72%
人工与其他					4630	28%
全维持成本					16536	100%

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

2.3 镁合金业务高市占率优势或持续扩大

公司当前镁合金业务国内市占率或已超 50%。公司 2023 年镁铝合金合计产能为 35 万吨 (镁合金 20 万吨, 铝合金 15 万吨), 合计产量约为 36 万吨, 综合产能利用率达到 103%。以此推算, 2023 年公司镁合金或实现满产, 产量约为 20 万吨左右。从市占率观察, 2023 年我国镁合金产量为 34.52 万吨, 公司镁合金产品市占率约为 58%, 为国内镁合金产业龙头。

公司远期镁合金业务市占率或攀升至 81%。2024 年, 安徽宝镁于青阳新建成 30 万吨镁合金产能, 该项目为全球最大镁合金生产基地, 推动公司镁合金产能由 23 年的 20 万吨增长至 24 年的 50 万吨。目前, 子公司五台云海亦有 10 万吨镁合金产能在建, 预计于 25 年底建成。至 2025 年底, 公司镁合金产能将从 2023 年的 20 万吨增长至 60 万吨, 增幅高达 200%, 若全部达产, 将使公司镁合金产品市占率提升至 81%。然而, 考虑到我国镁合金偏松的供需结构和已处低位的镁价, 我们认为公司镁合金实际产量的增幅或是渐进的、根据市场需求变化调整的过程, 考虑到汽车轻量化、机器人、低空经济等新质生产力领域带来的镁合金需求增量, 公司镁合金产量的成长弹性或强化其与行业发展的共振。

表4: 公司镁合金产能梳理

子公司	2023年镁合金产能（万吨）	2024年镁合金新建产能（万吨）	镁合金在建产能（万吨）	当前总设计产能（万吨）	面向客户
巢湖云海镁业	10			10	长三角和中部地区
安徽宝武镁合金		30		30	长三角和中部地区
五台云海镁业	5		10	15	中西部地区及出口
宝武镁业（惠州）	3			3	珠三角地区
重庆博奥镁铝合金制造	2			2	西南地区
合计	20	30	10	60	/

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2.4 下游深加工产业多线布局，客户和品牌优势显著

公司在镁合金下游应用领域全面布局，客户和品牌优势显著。公司在镁合金下游行业全面布局，与汽车轻量化、建筑模版、机器人、低空经济、固态储氢、消费电子等多重领域的头部产商均有开展合作。

汽车轻量化领域：汽车轻量化在公司镁合金深加工产品中占据重要地位，公司有南京、巢湖、青阳、重庆、荆州、天津六大镁合金汽车压铸件生产基地，目前拥有 200 台以上压铸单元和近 1000 台加工中心，具有部件表面处理能力和自主开发设计制造模具的能力。此外，公司不断加大汽车领域产能部署，重庆博奥年产 1500 万件压铸件、天津六合镁年产 250 万件压铸件、南京云海精密 3 万吨压铸件、宝武精密 15 万吨压铸件、巢湖云海 1000 万件方向盘骨架项目均在建设中。公司生产镁合金压铸汽车关键核心零部件，包括方向盘骨架、仪表盘支架、中控支架、显示屏支架、座椅支架等几十种汽车镁合金零部件。公司在汽车领域具备强品牌优势，已经为保时捷、宝马、沃尔沃、蔚来、小鹏等国内外知名汽车厂商提供产品配套。公司在汽车领域的产业化与研发成果不断突破，2024 年重庆博奥与某汽车厂商签订超大型镁合金一体压铸件的开发协议，南京精密与 LGE 的 E2H 汽车三联屏镁合金项目进入量产阶段，公司与汇川动力联合开发镁合金轻量化电驱总成亦有突破，将有助于降低电耗、显著提升电动车续航里程。

建筑模版领域：2023 年公司持续完善了镁合金建筑模版的表面处理工业，且利用镁水直供压铸镁合金建筑模版，显著降低了镁合金建筑模版的生产和后加工成本，进一步加强了镁合金建筑模版对传统建筑模版的替代优势。从相关产品产能角度观察，巢湖云海精密现有 200 万方建筑模版产能正在建设中。

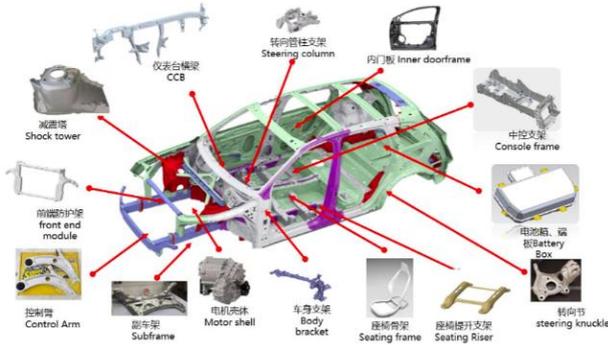
机器人领域：公司与国产智能工业机器人龙头埃斯顿展开合作（据埃斯顿 2024 年半年报披露，埃斯顿位列我国工业机器人市场国产品牌出货量排名第一），镁合金凭借其“轻、快、稳、省”四大优势，为工业自动化领域带来重量轻、效率高、响应快的全新解决方案。

低空经济领域：公司与小鹏飞行汽车签订合作协议，成为其仪表盘管梁总成、中通道左右下支架总成等关键零部件的定点供应商。

固态储氢领域：公司与上海交通大学、重庆大学等多家科研院所机构展开深度合作，未来或能在钢铁行业的氢炼金需求中极大提升用氢的安全性、实现规模储存与运输、并借助炼钢的预热起到节能高效的作用。公司母公司宝武集团作为炼钢行业龙头，未来或有几十万吨镁基储氢材料的新增需求，而公司或从平台优势中受益。从商业应用角度观察，2023 年，公司镁基储氢材料已提供产品供客户试用；2024 年 1 月，公司与氢枫（中国）签订战略合作协议，双方就镁基固态储氢设备市场推广、应用场景落地等方面展开合作，镁基固态储氢规模化发展或将加速。

图9：镁合金部件在汽车中的应用

图10：公司主要客户



资料来源: 宝武镁业 2023 年年报, 东兴证券研究所

VOLVO	CATL 宁德时代	PHILIPS	
沃尔沃	宁德时代	飞利浦	苹果
		TOYOTA	FOXCONN 富士康
福特	大众	丰田	富士康
	BYD	DRAXLMAIER	
吉利汽车	比亚迪	戴姆勒	奔驰
	+GF+		
宝马	GF	LG	均胜电子
	NIO		
长安汽车	蔚来	小鹏	三花股份
		GM	
北汽集团	魏桥集团	GM	奥托立夫

资料来源: 宝武镁业 2023 年年报, 东兴证券研究所

表5: 公司镁合金深加工产品产能梳理

子公司	镁合金深加工产品	产能	产能状态
重庆博奥	压铸件	100万件	已投产
	压铸件	1500万件	在建
天津六合镁	压铸件	250万件	在建
南京云海精密	压铸件	0.5万吨	已投产, 将被新建产能代替
	压铸件	3万吨	在建
青阳宝镁精密	压铸件	15万吨	在建
荆州云海	压铸件	0.3万吨	已投产
巢湖云海精密	方向盘骨架	1000万件	在建
	建筑模版	200万方	在建
五台云海	镁合金深加工项目	5万吨	在建

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

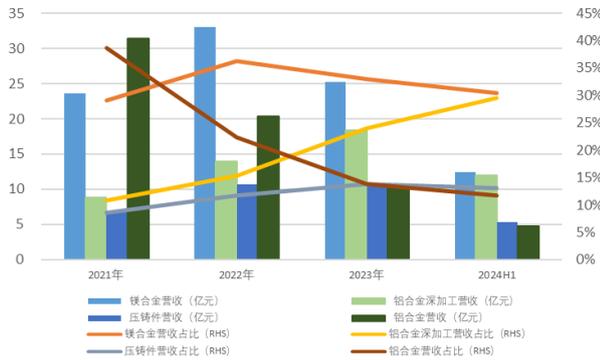
3. 铝制品板块产品结构升级, 聚焦汽车轻量化相关应用

3.1 铝产品结构调整升级, 铝合金深加工产品产销量增长

铝制品板块产品结构升级, 聚焦毛利率较高的深加工产品。2023 年公司铝制品板块占主营比例为 37.7%, 包含铝合金深加工及铝合金产品两部分, 其中铝合金深加工产品为公司铝板块核心业务。2021-2023 年间, 公司铝合金深加工产品营收由 21 年的 8.78 亿元增长至 23 年的 18.33 亿元, 累计增幅 109%, 同期对应营收占比由 10.82% 增长至 23.95% (至 24H1 升至 29.46%)。另一方面, 铝合金产品营收则由 21 年的 31.4 亿元减少至 23 年的 10.51 亿元, 累计降幅为-67%, 同期对应营收占比由 38.69% 降至 13.74% (至 24H1 降至 11.77%)。从利润角度观察, 2023 年起, 公司主动削减了毛利较低、回款较差的铝合金材料的销量, 扩大了铝挤压通道扁管、铝挤压汽车结构件等深加工产品的产销量, 铝板块产品结构的升级推动该板块综合毛利率由 21 年的 8% 增至 23 年的 9%。分类型观察, 铝合金深加工产品毛利率受铝价上行影响, 由 21 年的 16.75%

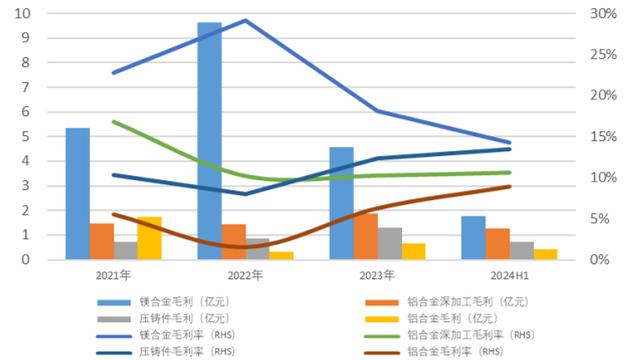
降至 23 年的 10.27%，累计降幅 6.48PCT，同期对应毛利占比由 12.91% 增长至 18.31%；而铝合金产品毛利率由 21 年的 5.54% 增至 23 年的 6.29%，累计增幅 0.75PCT，同期对应毛利占比由 15.29% 降至 6.43%。

图11：镁/铝合金及深加工产品营收与营收占比变化 (2021-2024H1)



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图12：镁/铝合金及深加工产品毛利与毛利率变化 (2021-2024H1)

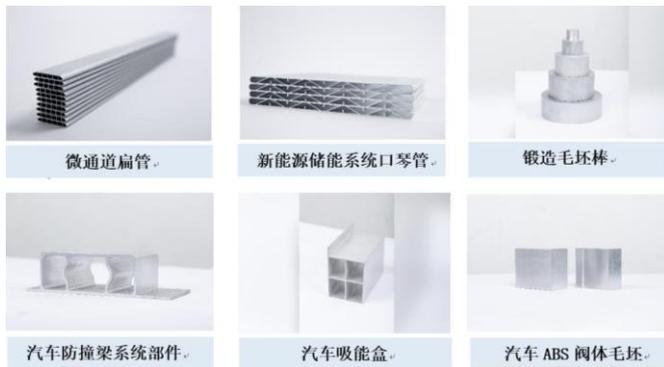


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

3.2 铝制品板块以汽车轻量化相关产品为主

公司铝制品板块以汽车轻量化相关产品为主。公司铝制品板块主要产品有高性能汽车用微通道扁管，储能系统口琴管，汽车空调冷凝器，蒸发器热交换膨胀阀毛坯，汽车车身后防撞梁、吸能盒、门槛梁等。公司现有轻量化铝合金及铝合金深加工产能合计 30 万吨，分别分布在南京云海铝业 (15 万吨) 和安徽云海铝业 (15 万吨)。此外，子公司云信铝业拥有 10 万吨铝中间合金产能，包含 3.5 万吨铝钛硼、1.5 万吨铝丝和 5 万吨其他铝合金材料。五台云海拥有 3000 吨金属锶产能，年产量约 2500 吨左右。2023 年 4 月，公司将全资子公司“南京云开合金有限公司”更名为“南京云海铝业有限公司”，且后续将公司铝业务相关资产均划转至南京云海铝业，保持了铝产品相关资产的完整性和业务的延续性。

图13：公司铝挤压制品



资料来源：公司 2023 年年报，东兴证券研究所

表6：公司铝及部分其他产品产能梳理

子公司	产品名	年产能
南京云海铝业	铝合金及铝深加工产品	15万吨
安徽云海铝业	铝合金及铝深加工产品	15万吨
云信铝业	铝中间合金	10万吨
五台云海	金属锶	3000吨

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

3.3 镁铝合金放量推动业绩增长，研发投入维持较高水平

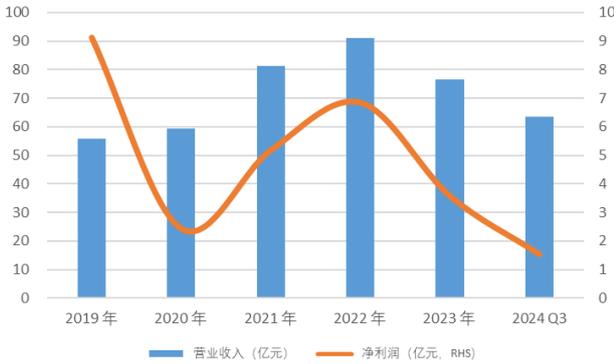
镁价波动影响公司业绩，产品放量支撑逆市增长。2019-2023 年间，公司营业收入整体呈增长态势，由 19 年的 55.72 亿元增长至 23 年的 76.52 亿元，期间 CAGR 为 8%。公司业绩受镁价波动影响较明显，2019-2024Q3 阶段，镁价波动对公司营收及利润影响如下：

- 2019-2022 年间，镁年度现货均价由 19 年的 16989 元/吨增长至 22 年的 32581 元/吨的历史高位，期间公司营收 CAGR 高达 18%；
- 2023 年，镁年度现货均价同比下降 27%至 23705 元/吨。受镁价低迷影响，叠加公司铝产品结构调整，公司 2023 年营收亦同比下降 16%至 76.52 亿元，净利润同比下降 48%至 3.57 亿元；
- 2024 年镁价持续下行，年度现货均价同比下降 17%至 19768 元/吨。然而，公司镁铝合金深加工产品持续放量，上游自给率加强，或对镁价下跌起到抵御作用。至 24 年 Q3，公司营收同比增长 14%至 63.47 亿元；但公司同期净利润依然承压，同比下降 37%至 1.53 亿元。

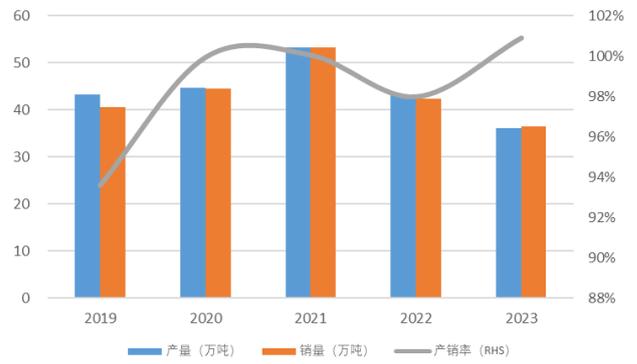
研发投入维持较高水平。除镁价下滑外，公司净利润同比下降的另一原因在于公司期间费用投入增多。至 24Q3，公司销售毛利率为 11.48%，而销售净利率为 2.41%，两者相差 9.07 个百分点，而期间费用率则为 8.7%，解释了 96% 的差异。从期间费用观察，截止 24Q3，由于销量增加，销售人员薪酬及售后费用增加，销售费用同比增长 27.15%至 0.22 亿元；管理人员薪酬及固定资产折旧增加推动管理费用同比增长 10.72%至 1.38 亿元；研发项目投入增长推动研发费用同比增长 31.14%至 3.12 亿元，研发费用在期间费用中占比达 57%。此外，至 2024Q3，公司资产负债率创五年新高至 51.42%，较有色金属冶炼和压延加工业同期资产负债率中位数（47.28%）高 4.14PCT。从资产负债表观察，截止 24Q3，在资产端，公司在建工程较期初增加 5 亿元、无形资产较期初增加 4 亿元；在负债端，公司短期借款较期初增加 4 亿元，长期借款较期初增加 9 亿元。公司借款数额增长推升资产负债率，而负债主要投资于改扩建工程与技术研

图14：公司营业收入与净利润变化（2019-2024Q3）

图15：公司产销量变化情况（2019-2023）

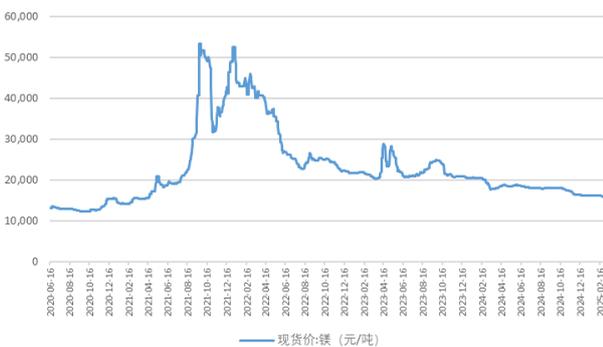


资料来源: iFinD, 东兴证券研究所



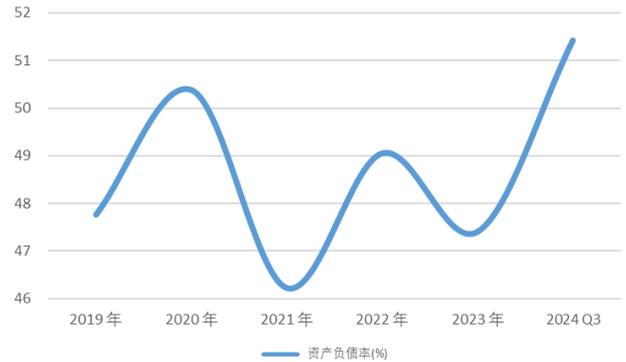
资料来源: iFinD, 公司年报, 东兴证券研究所

图16: 镁价变动情况 (2020M6-2025M2)



资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图17: 公司资产负债率变化 (2019-2024Q3)



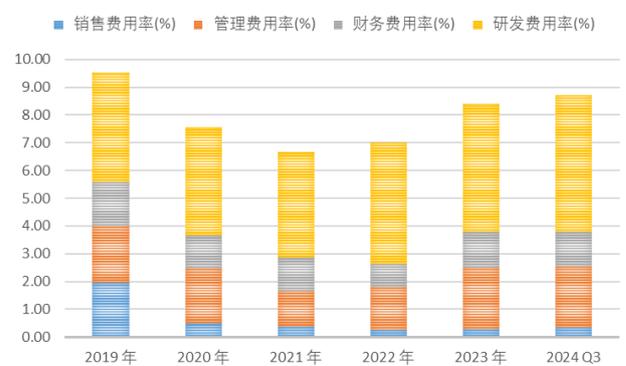
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图18: 公司销售毛利率与净利率变化 (2019-2024Q3)



资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图19: 公司期间费用率变化 (2019-2024Q3)



资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

4. 下游需求受新质生产力发展提振，原镁产能利用率有望提升

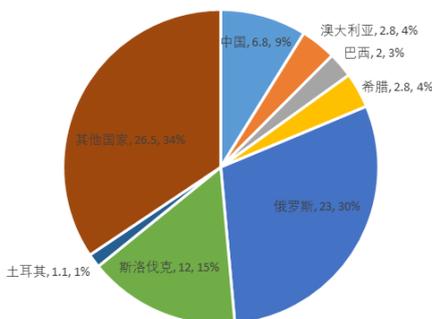
4.1 中国镁资源储量丰富，原镁产能产量均为世界第一

中国镁资源储量世界第一。镁元素在地壳中分布较广，占地壳质量的 2.1%，在地壳中各元素里排名第八。镁化学性质活泼，在自然界中以化合物状态存在，在已知的 1500 种矿物中，镁化合物有 200 多种，占比 12% 以上。但镁的工业矿物主要以菱镁矿与白云石为主，因其分布广、易选冶。此外，还有大量的镁以氯化物和碳酸盐的形式存在于海水、盐湖水中，海水中镁含量大约占地壳中镁总量的 3.7%。据国务院发展研究中心统计，我国拥有世界镁资源储量的 70%，位列世界第一。菱镁矿方面，根据 USGS 统计数据，2024 年全球菱镁矿储量为 77 亿吨，且集中度较高，CR3 达到 54%。其中，俄罗斯储量全球第一（23 亿吨，占比 30%），斯洛伐克（12 亿吨，占比 15%）和中国（6.8 亿吨，占比 9%）。白云石矿方面，我国已确定的可经济开采的白云石矿产资源储量已超过 200 亿吨，产地遍布山西、河北、宁夏、吉林、河南、辽宁和内蒙古等多个省份和自治区，其中山西冶镁白云石资源保有量领先全国，达到 45 亿吨。盐湖资源方面，我国仅仅是青海柴达木盆地 33 个盐湖镁盐储量就高达 47.5 亿吨，且多为高纯度氯化镁，储量丰富且优质。

中国原镁产量近年来维持稳定，2024 年中国原镁产量占全球原镁产量 92%。根据中国有色金属工业协会统计，2024 年全球原镁产量为 112 万吨，同比增长 12%，中国原镁产量增长是主要原因。2024 年中国原镁产量为 102.48 万吨，同比增长 24.73%，中国原镁产量占比亦从 23 年的 82% 增长至 24 年的 92%。根据 USGS 统计，2019-2024 年间，中国镁锭产量占全球镁锭比例年均数值为 89%，2024 年该数值更是达到 95%。从产量变化观察，全球及中国镁锭产量近年来较为稳定，小幅收窄。2019-2024 年间，全球镁锭产量由 2019 年的 112 万吨降至 2024 年的 100 万吨，期间 CAGR 为 -2.2%；同期中国镁锭产量由 19 年的 97 万吨降至 24 年的 95 万吨，期间 CAGR 为 -0.4%，收窄幅度低于全球，整体基本维持稳定。

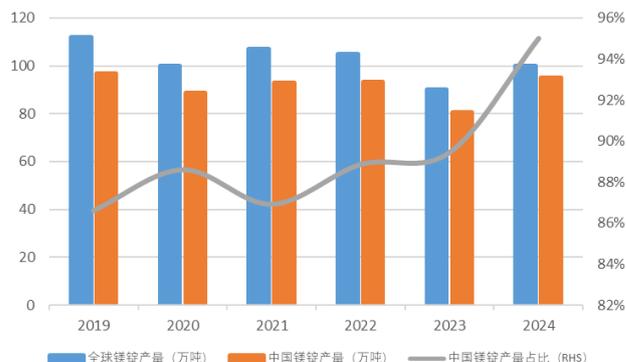
2024 年中国原镁产能占全球原镁产能 85%，但全球及中国产能利用率均偏低。从产能观察，据中国有色金属工业协会统计，2024 年全球原镁产能为 175 万吨，而中国原镁产能为 148.75 万吨，占全球原镁产能比例高达 85%。根据国务院发展研究中心统计，我国拥有全球 90% 金属镁的产能、三分之二的氧化镁产能、下游耐火材料产业 65% 以上产量，以及再下游的钢铁、玻璃、水泥、陶瓷等基础制造业一半上的产量。完整的配套产业链支撑我国镁行业发展，中国是全球原镁及镁合金供给的核心生产国。然而，从产能利用率观察，全球及中国产能利用率均偏低。根据原镁产能与产量数据计算，2024 年全球原镁产能利用率为 64%，而中国原镁产能利用率为 69%，高于全球，但仍然较低，全球及中国原镁产能均较当前原镁需求呈现过剩状态。

图20：2024 年全球菱镁矿储量分布（亿吨）



资料来源：iFinD, USGS, 东兴证券研究所

图21：全球与中国镁锭产量（2019-2024 年）



资料来源：iFinD, USGS, 东兴证券研究所

全球原镁产能利用率有望增长。全球及中国原镁产能利用率目前仍处低位，2024 年全球原镁产能利用率为 64%，中国原镁产能利用率为 69%。但我们仍可见到原镁产能的增长，如 2024 年宝武镁业在青阳的 30 万吨原镁及镁合金产能投产，及其 2025 年预计于山西五台的 10 万吨原镁及镁合金产能建成。镁产业链上游仍在进行新建产能的铺设，只待下游各行业需求的提升。考虑到企业端原镁产能的建设规划，我们认为 2024-2027 年间，全球原镁产能或由 2024 年的 175 万吨增长至 2027 年的 205 万吨，结合我们下文对镁需求的预测，为维持原镁供需结构，全球原镁产量同期或由 112 万吨增至 191 万吨，而对应的产能利用率或由 24 年的 64% 提升至 27 年的 93.2%。

表7：全球原镁供给预测（2024E-2027E）

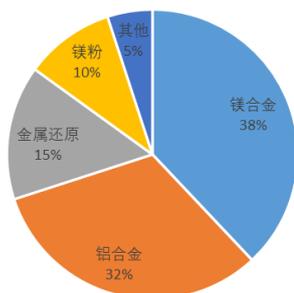
单位：万吨	2024E	2025E	2026E	2027E
中国原镁产能	148.8	150.0	165.0	170.0
中国原镁供给	102.6	128.0	150.0	164.0
中国原镁产能利用率	69.0%	85.3%	90.9%	96.5%
中国原镁供给yoy	24.7%	24.8%	17.2%	9.3%
全球原镁产能	175.0	180.0	200.0	205.0
全球原镁供给	112.0	138.0	165.0	191.0
全球原镁产能利用率	64.0%	76.7%	82.5%	93.2%
全球原镁供给yoy	12.0%	23.2%	19.6%	15.8%

资料来源：iFinD，USGS，东兴证券研究所

4.2 汽车轻量化发展及机器人行业成长或推动镁需求大幅增长

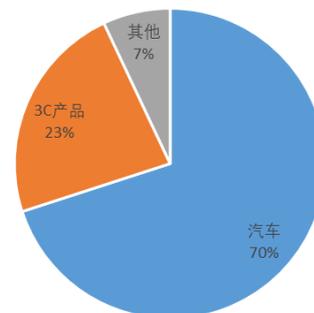
汽车轻量化发展已成为镁需求增长的核心推力。2024 年全球镁消费量约为 110 万吨，同比增长了 4.76%。从镁锭消费结构观察，2023 年镁合金为占比最大市场（占比 38%），其次为铝合金（占比 32%）、金属还原（占比 15%）、镁粉（占比 10%）和其他需求（占比 5%）。而在镁合金市场中，汽车行业为镁合金下游应用最广的领域，2023 年其占镁合金消费需求比例达到 70%，其次为 3C 产品（占比 23%）和其他需求（占比 7%）。综合来看，2023 年汽车行业镁合金需求占全球镁需求的 26.6%，且镁铝合金在汽车行业亦有广泛运用，汽车轻量化发展已成为镁下游需求的核心动力。

图22：2023 年全球镁锭需求结构



资料来源：Mysteel，东兴证券研究所

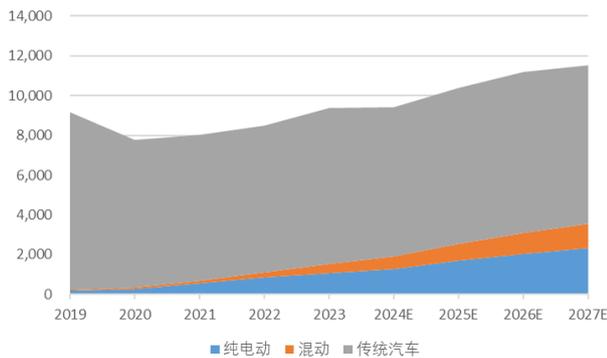
图23：2023 年全球镁合金需求结构



资料来源：Mysteel，东兴证券研究所

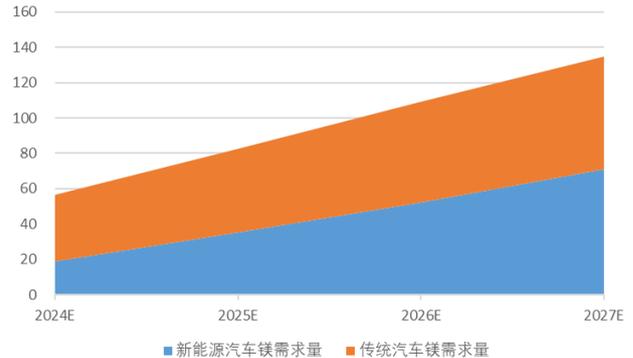
汽车轻量化渗透率提升将大幅推动镁合金需求增长。汽车轻量化能够有效地起到节能减排、提速增续航等作用，为国家大力提倡的绿色新质生产力发展方向。根据国际铝业协会统计，燃油车每减重 100kg，每百公里节省约 0.6L 燃油，减排 800-900g 的二氧化碳。根据清华大学苏州汽车研究院数据，新能源电动汽车每减重 10%，电耗下降 5.5%，续航里程增加 5.5%。与铝和钢等其他轻量化材料对比，镁合金密度小，仅为铝的 2/3，使用镁合金代替铝合金，能进一步使汽车整体重量减轻 1.5%-2.5%。此外，镁合金减震性更好、阻尼系数更高，使其相较铝合金具有更高的强度，也能有效实现隔音，提高驾驶舒适度。从当前镁铝价格观察，镁铝比价已降至 0.73，镁价低于铝价，叠加镁合金制造工业相对简单、生产流程成熟，因此现阶段使用镁合金代替铝合金具有更强的经济性。至 2024 年，新能源汽车单车用镁量已经达到 10kg，而传统汽车则为 5kg 左右。工信部于 2020 年发布了《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》，预计我国 2025 年、2030 年单车镁合金用量将分别达到 25kg、30kg，镁合金整车占比将分别达到 2%、4%。结合国家规划与行业内机构预测，我们认为汽车轻量化对应的全球镁合金需求或可从 2024 年的 57 万吨增长至 2027 年的 135 万吨，期间 CAGR 或达 34%。

图24：2019-2027E 全球汽车产量预测（万辆）



资料来源：iFinD, USGS, 东兴证券研究所

图25：2024E-2027E 全球汽车行业镁合金需求预测（万吨）



资料来源：iFinD, USGS, 东兴证券研究所

表8：全球汽车行业镁合金需求预测（2024E-2027E）

	纯电（万辆）	混动（万辆）	新能源车合计（万辆）	新能源汽车镁需求量（万吨）	传统汽车（万辆）	传统汽车镁需求量（万吨）	汽车合计（万辆）	合计镁需求量（万吨）
2024E	1290	607	1897	19	7525	38	9422	57
2025E	1692	833	2526	35	7874	47	10400	82
2026E	2030	1046	3075	52	8108	57	11183	109
2027E	2314	1246	3560	71	7958	64	11518	135

资料来源：iFinD, EVTank, 工信部《节能与新能源汽车技术路线图2.0》，东兴证券研究所

机器人行业发展带来镁合金需求增长新变量

目前市场主流的机器人分为工业机器人与人形机器人两种。

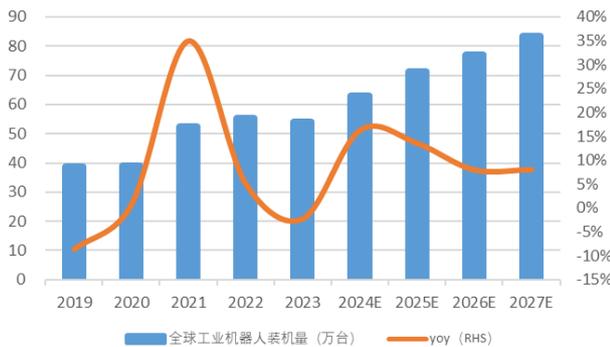
工业机器人行业处于持续上行周期中，已在汽车制造、电子设备生产等多个行业进行广泛应用。根据国际机器人联合会（IFR）数据，在 2014 年至 2023 年这十年间，全球工业机器人年装机量已由 22.1 万台增长至 54.1 万台，累计增幅达到 145%。其中，中国为全球最大的工业机器人制造商，2023 年中国工业机器人装

量达到 27.6 万台, 占全球安装总量的 51%, 且中国工业机器人保有量已有约 180 万台。据中经数据公布, 2024 年中国工业机器人产量为 55.6 万台, 同比增长 30%, 中国工业机器人行业持续高速发展。在 2024 世界智能制造大会上, 宝武镁业与埃斯顿合作制造的镁合金机器人新品“ER4-550-MI”亮相, 借助镁合金的轻量化特点, 该机器人相较铝合金版本成功减重 11%, 且由于其材料特性, 节拍速度得到了 5% 的提升, 在减震、电磁屏蔽和散热方面亦展现显著优势。该款工业机器人单体耗镁量约为 5kg 左右, 未来随着更大尺寸的工业机器人推出镁合金版本, 工业机器人单位耗镁量或仍有增长。综合 IFR 与市场其他机构对全球工业机器人行业发展的分析, 我们预计全球工业机器人镁合金需求量或可从 2024 年的 0.31 万吨增长至 2027 年的 0.67 万吨, 期间 CAGR 或达 28%。

人形机器人量产在即, 远期镁合金用量可观。在全球市场, 特斯拉人形机器人已进入量产周期。一台特斯拉的人形机器人需要约 45 个传感器, 其电机外壳及身体部分外壳相对工业机器人有更高的镁合金需求量, 单位耗镁量约为 14kg, 相较当前的工业机器人单位耗镁量提升了 180%。人形机器人的放量或为镁需求带来更大的成长弹性。结合高工机器人产业研究所 (GGII) 与市场其他机构对全球人形机器人行业发展的分析, 我们预计全球人形机器人镁合金需求量或可从 2024 年的 0.02 万吨增长至 2030 年的 0.85 万吨, 期间 CAGR 或达 93%。

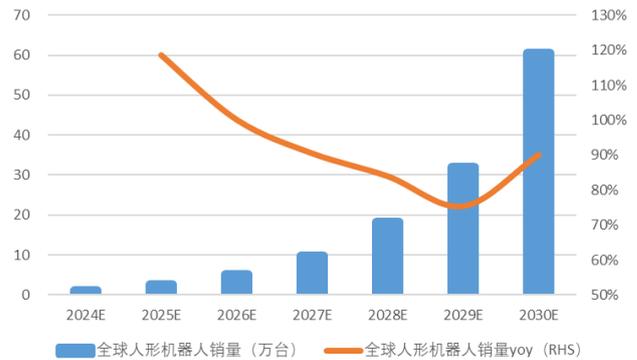
综合机器人与人形机器人的市场预测, 我们认为机器人行业已成为镁需求新的增长点, 2024-2027 年间, 全球机器人行业对应镁需求或由 0.33 万吨增长至 0.81 万吨, 期间 CAGR 或达 34%。

图26: 2019-2027E 全球工业机器人装机量预测



资料来源: iFinD, IFR, 东兴证券研究所

图27: 2024E-2030E 全球人形机器人销量预测



资料来源: GGII, 东兴证券研究所

表9: 全球工业机器人对应镁需求预测 (2024E-2027E)

	中国工业机器人装机量 (万台)	中国工业机器人装机量yoy	全球工业机器人装机量 (万台)	全球工业机器人装机量yoy	单位镁合金需求量 (千克/台)	镁合金合计需求量 (万吨)	镁合金需求量yoy
2023	27.6	-5%	54.1	-2%	5	0.27	-
2024E	35.9	30%	62.9	16%	5	0.31	16%
2025E	43.0	20%	71.4	14%	6	0.43	36%
2026E	47.3	10%	77.2	8%	7	0.54	26%
2027E	52.1	10%	83.4	8%	8	0.67	24%

资料来源: iFinD, IFR, 东兴证券研究所

表10: 全球人形机器人对应镁需求预测 (2024E-2030E)

	中国人形机器人销量 (万台)	中国人形机器人销量yoy	全球人形机器人销量 (万台)	全球人形机器人销量yoy	镁合金合计需求量 (万吨)	镁合金需求量yoy
2024E	0.4	-	1.2	-	0.02	-
2025E	0.9	121%	2.6	118%	0.04	118%
2026E	1.9	121%	5.2	100%	0.07	100%
2027E	3.7	95%	9.9	90%	0.14	90%
2028E	7.5	103%	18.2	84%	0.25	84%
2029E	13.9	85%	31.9	75%	0.45	75%
2030E	27.1	95%	60.6	90%	0.85	90%

资料来源：GGII，东兴证券研究所

综合观察，汽车轻量化发展叠加新能源汽车渗透率提升，或为全球镁金属需求带来大幅增量，而机器人行业以及镁基储氢、低空经济、镁合金建筑模版等领域发展亦或为全球镁金属需求上行提供弹性。受益于其高密度、高强度等优良金属特性，镁金属需求可与多个新质生产力下游行业的发展共振，未来需求增长极为可观。我们认为，2024-2027年间，全球镁金属需求或由2024年的110万吨增长至2027年的190.2万吨，期间CAGR或达20%。

结合我们对全球镁供给端与需求端的预测，我们认为全球原镁产能仍有上升空间，全球原镁产能利用率或可回暖，全球原镁产量或随之增长，全球原镁需求将在下游行业发展之下得到提振，综合考虑，2024-2027年间，全球原镁供需结构或维持紧平衡状态，供需缺口或为2/2.6/1.8/0.8吨，但产能利用率的提升或可修复企业端盈利水平，并对镁价上行起到促进作用。

表11：全球镁需求预测（2024E-2027E）

单位：万吨	2024E	2025E	2026E	2027E
汽车行业	57.0	82.0	109.0	135.0
机器人行业	0.3	0.5	0.6	0.8
3C行业	9.6	9.6	9.6	9.6
金属还原	16.5	16.5	16.5	16.5
镁粉	11.0	11.0	11.0	11.0
其他	15.6	15.9	16.5	17.3
合计镁需求	110.0	135.4	163.2	190.2
镁需求yoy	4.8%	23.1%	20.5%	16.6%

资料来源：iFinD，EVTank，工信部《节能与新能源汽车技术路线图2.0》，IFR，GGII，东兴证券研究所

表12：全球原镁供需结构预测（2024E-2027E）

单位：万吨	2024E	2025E	2026E	2027E
原镁供给	112.0	138.0	165.0	191.0
原镁需求	110.0	135.4	163.2	190.2
原镁供需缺口	2.0	2.6	1.8	0.8

资料来源：iFinD，USGS，EVTank，工信部《节能与新能源汽车技术路线图2.0》，IFR，GGII，东兴证券研究所

5. 盈利预测及估值

5.1 关键假设及营收预测

关键假设：

预计2024-2026年期间，中间合金、其他业务收入、金属锶及其他的合计营业收入、营业成本与毛利率相较2023年无明显变化。

镁合金: 公司现有镁合金产能50万吨, 随着25年底五台10万吨产能建设完成, 公司镁合金产能或提升至60万吨。2023年公司镁合金产量约为20万吨, 2024年镁年度均价同比下降18%至18353元/吨或对公司新建产能投产造成压力。2025-2026年间, 镁下游需求增长或推动镁价上行, 公司镁合金产量或逐渐提升。综合考虑, 预计2024-2026年间公司镁合金产量或为23万吨/30万吨/45万吨, 对应产能利用率或分别为46%/60%/75%。

压铸件: 公司在镁合金下游行业全面布局, 且汽车压铸件产能持续建设中。目前, 重庆博奥年产 1500 万件压铸件、天津六合镁年产 250 万件压铸件、南京云海精密 3 万吨压铸件、宝镁精密 15 万吨压铸件、巢湖云海 1000 万件方向盘骨架等项目均处于建设周期, 公司压铸件产量提升可期。考虑到压铸件与镁合金产量的配套作用, 我们以镁合金产量的预期增长率拟合压铸件产量, 并考虑其产能提升及产品质量增长带来的毛利率优化作用。

铝合金及铝合金深加工产品: 2024年铝价上行, 年度均价同比上涨7%至19943元/吨, 目前铝行业仍处于高景气度周期, 2025-2026年铝价或仍有上行空间, 铝合金产品营收及毛利率或因此受益。公司现有30万吨铝合金及铝深加工产品产能, 我们预计2024-2026年间, 公司铝合金及铝深加工产品产量或分别为20万吨/25万吨/27万吨, 产能利用率或分别为67%/75%/80%。

预计2024-2026年, 公司实现营业收入分别为88.45/109.16/143.98亿元, 归母净利润或分别为2.56/5.66/9.91亿元。

表13: 产量假设

品类	单位	2024E	2025E	2026E
镁合金	万吨	23	30	45
铝合金及深加工产品	万吨	20	25	27

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

表14: 主营收入及毛利率预测

	单位	2024E	2025E	2026E
营业收入	亿元			
镁合金产品		26.48	36.27	59.85
压铸件		12.13	15.83	23.74
铝合金产品		11.20	11.76	12.35
铝合金深加工产品		26.19	32.73	35.35
其他		12.44	12.57	12.69
合计		88.45	109.16	143.98
营业成本	亿元			

镁合金产品	24.02	31.74	51.47
铸件	11.04	13.93	20.65
铝合金产品	10.47	10.88	11.36
铝合金深加工产品	23.91	29.46	31.11
其他	11.67	11.69	11.74
合计	81.11	97.69	126.33
毛利	亿元		
镁合金产品	2.46	4.53	8.38
铸件	1.09	1.90	3.09
铝合金产品	0.73	0.88	0.99
铝合金深加工产品	2.28	3.27	4.24
其他	0.77	0.88	0.95
合计	7.33	11.47	17.65
毛利率	%		
镁合金产品	9.3%	12.5%	14.0%
铸件	9.0%	12.0%	13.0%
铝合金产品	6.5%	7.5%	8.0%
铝合金深加工产品	8.7%	10.0%	12.0%
其他	6.2%	7.0%	7.5%
合计	8.29%	10.51%	12.26%

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

6. 投资评级

我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 88.5/109.2/144.0 亿元, 归母净利润分别为 2.56/5.66/9.91 亿元, 对应 EPS 为 0.26/0.57/1.00 元/股, 对应 PE 分别为 49.41X/22.37X/12.77X。考虑到公司上中下游产能持续提升, 镁合金下游行业需求进入扩张周期, 或推动公司产能利用率持续优化, 公司盈利能力或得到强化, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

7. 风险提示

项目投产情况不及预期风险, 项目完成时间晚于预期风险, 镁价下行风险, 下游汽车行业发展不及预期风险, 下游机器人行业发展不及预期风险。

附表: 公司盈利预测表

资产负债表			单位:百万元			利润表			单位:百万元		
2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		

流动资产合计	3838	4113	4183	5079	6030	营业收入	9105	7652	8845	10916	14398
货币资金	272	373	348	480	600	营业成本	7640	6623	8111	9769	12633
应收账款	1509	1694	1712	2264	2886	营业税金及附加	48	46	53	65	86
其他应收款	150	129	149	184	242	营业费用	24	22	27	32	43
预付款项	175	138	98	112	90	管理费用	140	169	199	251	346
存货	1349	1258	1486	1823	2336	财务费用	77	99	81	67	55
其他流动资产	77	168	23	-168	-541	资产减值损失	-20.10	-3.30	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	5225	7405	7071	6680	6288	公允价值变动收益	1.90	-2.68	0.00	0.00	0.00
计											
长期股权投资	778	1257	1257	1257	1257	投资净收益	-18.24	-17.18	0.00	0.00	0.00
固定资产	2761	3408	3857	3880	3701	营业利润	785	368	374	731	1235
无形资产	299	319	287	259	233	营业外收入	3.79	10.17	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	594	566	580	573	576	营业外支出	6.92	1.86	0.00	0.00	0.00
资产总计	9063	11518	11254	11759	12318	利润总额	782	376	374	731	1235
流动负债合计	4167	4092	3596	3812	3908	所得税	98	19	56	110	185
短期借款	2484	2291	2012	2146	1787	净利润	684	357	317	622	1050
应付账款	859	866	972	1215	1543	少数股东损益	72	50	61	56	59
预收款项	2	3	12	23	37	归属母公司净利润	611	306	256	566	991
一年内到期的非流动负债	330	730	62	62	62	EBITDA	1105	754	798	1184	1684
非流动负债合计	279	1367	1150	1150	1150	EPS (元)	0.95	0.46	0.26	0.57	1.00
计											
长期借款	110	1129	1129	1129	1129	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
负债合计	4446	5459	4746	4963	5058	成长能力					
少数股东权益	683	788	849	905	964	营业收入增长	12.17%	-15.96%	15.59%	23.42%	31.90%
实收资本(或股本)	646	708	992	992	992	营业利润增长	33.71%	-53.15%	1.57%	95.79%	68.90%
资本公积	608	1642	1642	1642	1642	归属于母公司净利润增长	24.03%	-49.87%	-16.41%	120.89%	75.21%
未分配利润	2500	2740	2731	2671	2601	获利能力					
归属母公司股东权益合计	3935	5271	5659	5891	6296	毛利率(%)	16.09%	13.44%	8.29%	10.51%	12.26%
负债和所有者权益	9063	11518	11254	11759	12318	净利率(%)	7.51%	4.66%	3.59%	5.69%	7.29%
权益											
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润(%)					
2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	6.74%						
经营活动现金					ROE(%)						
1342	350	1104	392	1123	15.54%						
					偿债能力						

流											
净利润	684	357	317	622	1050	资产负债率(%)	49%	47%	42%	42%	41%
折旧摊销	243	287	344	386	394	流动比率	0.92	1.01	1.16	1.33	1.54
财务费用	77	99	81	67	55	速动比率	0.60	0.70	0.75	0.85	0.95
应收账款减少	0	-185	-18	-553	-622	营运能力					
预收帐款增加	0	1	9	11	14	总资产周转率	1.11	0.74	0.78	0.95	1.20
投资活动现金	-1802	-2399	-14	7	-4	应收账款周转率	6	0	5	5	6
流											
公允价值变动	2	-3	0	0	0	应付账款周转率	13.13	8.87	9.62	9.98	10.44
收益											
长期股权投资	0	-478	0	0	0	每股指标(元)					
减少											
投资收益	-18	-17	0	0	0	每股收益(最新摊	0.95	0.46	0.26	0.57	1.00
						薄)					
筹资活动现金	496	2167	-1115	-266	-1000	每股净现金流(最新	0.06	0.17	-0.03	0.13	0.12
流						摊薄)					
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	6.09	7.44	5.71	5.94	6.35
						薄)					
长期借款增加	0	1019	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	62	283	0	0	P/E	13.49	27.78	49.41	22.37	12.77
资本公积增加	0	1034	0	0	0	P/B	2.10	1.72	2.24	2.15	2.01
现金净增加额	36	118	-25	133	119	EV/EBITDA	9.87	17.01	19.43	13.10	8.93

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

张天丰

大周期组组长，金属与金属新材料行业首席分析师。英国布里斯托大学金融与投资学硕士。具有十年以上金融衍生品研究、投资及团队管理经验。曾担任东兴资产管理计划投资经理（CTA），东兴期货投资咨询部总经理。曾获得中国金融期货交易所（中金所）期权联合研究课题二等奖及三等奖；曾为安泰科、中国金属通报、经济参考报特约撰稿人，上海期货交易所注册期权讲师，中国金融期货交易所注册期权讲师，Wind 金牌分析师，中国东方资产估值专家库成员，中国东方资产股票专家组成员。

研究助理简介

闵泓朴

东兴证券金属与金属新材料行业助理研究员，美国哥伦比亚大学生物统计硕士，研究数据科学方向。本科毕业于美国加州大学圣塔芭芭拉分校，应用数学与经济双专业，于 2024 年 5 月入职东兴证券。

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，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数):
以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数):
以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526