

## 项目产能快速释放，镁产业链齐头并进

——宝武镁业半年度业绩点评

### 核心观点

- 矿价上涨产能释放，白云石利润贡献或显著提升。**白云岩矿资源方面，公司青阳项目当前具备产能 1350 万吨，650 万吨白云石破碎项目预计于 2025 年底投产，根据项目建设进度，剩余 2000 万吨预计于 2026 年中投产。此外，公司五台云海另有 1000 万吨白云石产能。当前白云石价格出现上涨，钢联数据显示 9 月 18 日五台白云石市场价上行 20 元/吨至 210 元/吨。公司具有完整的镁产业链，按靠近矿山的原则建设项目，具有较低的矿石开采成本优势。我们预计矿价上涨叠加公司矿山产能释放，未来白云石矿产品业务对公司利润的贡献度或显著提升。
- 轻量化新要求趋严，电动自行车用镁合金或放量。**9 月 1 日实施的电动自行车新国标明确锂电池车型整车质量上限 55 公斤，对轻量化的要求趋严，为镁材料在电动两轮车领域的应用带来了广阔的前景。公司已与行业头部车厂合作，爱玛、雅迪、小牛等电动车龙头企业已部分使用镁合金电动车轮毂、车架等部件，车身减重、续航提升及减震避震效果明显。另一方面，根据公司年报披露的项目规划，未来三年母公司及参股公司的镁合金产能有望从当前的 20 万吨快速增长至 60 万吨，电动自行车用镁合金有望放量增长。
- 压铸技术取得突破，镁合金深加工业务有望增长。**公司高度重视研发创新和技术积累，始终把技术创新和新产品开发作为核心发展战略。随着压铸技术的不断突破，公司采用的竖罐炼镁工艺实现突破，通过增加单罐产量、缩短生产周期、提高生产效率、延长还原罐使用寿命以及提高机械化程度等，有效实现了能耗降低与成本控制。当前镁铝比已降至 0.8-0.9 的历史低位，镁合金材料的性价比凸显，新能源汽车镁合金中大部件需求有望迎来明显增长。

### 盈利预测与投资建议

- 由于镁价下行以及公司多个项目建设节奏调整，我们预测公司 2025-27 年归母净利润分别为 3.17、5.19、7.67 亿元（原预测 2025-26 年为 7.72、11.59 亿元）。根据可比公司 2026 年市盈率估值水平，给予公司 2026 年 35 倍市盈率估值，对应目标价为 18.2 元，维持买入评级。

### 风险提示

在建项目产能投放不及预期风险；主要产品销量不及预期风险；镁价大幅波动风险。

### 公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	7,652	8,983	9,850	12,374	13,621
同比增长(%)	-16.0%	17.4%	9.7%	25.6%	10.1%
营业利润(百万元)	368	180	354	586	875
同比增长(%)	-53.1%	-51.1%	96.9%	65.7%	49.2%
归属母公司净利润(百万元)	306	160	317	519	767
同比增长(%)	-49.8%	-47.9%	98.6%	63.7%	47.8%
每股收益(元)	0.31	0.16	0.32	0.52	0.77
毛利率(%)	13.4%	11.7%	12.6%	12.9%	14.5%
净利率(%)	4.0%	1.8%	3.2%	4.2%	5.6%
净资产收益率(%)	6.7%	3.0%	5.8%	8.9%	11.9%
市盈率	50.6	97.2	48.9	29.9	20.2
市净率	2.9	2.9	2.8	2.5	2.3

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

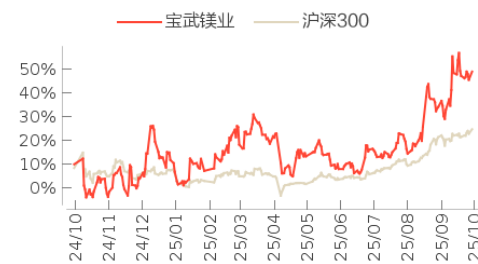
### 投资评级

买入

股价(2025年09月29日)	15.64元
目标价格	18.2元
52周最高价/最低价	17/9.96元
总股本/流通A股(万股)	99,179/86,551
A股市值(百万元)	15,512
国家/地区	中国
行业	有色金属
报告发布日期	2025年09月30日

### 股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	1.89	11.08	28.09	48.89
相对表现%	-0.26	8.34	10.28	24.15
沪深300%	2.15	2.74	17.81	24.74



### 证券分析师

刘洋 执业证书编号：S0860520010002  
香港证监会牌照：BTB487  
liuyang3@orientsec.com.cn  
021-63326320

### 联系人

李一涛 执业证书编号：S0860124120001  
liyitao@orientsec.com.cn  
021-63326320

### 相关报告

镁价凸显性价比，市场渗透有望加速：—— 2024-07-04  
一宝武镁业动态跟踪

表 1：可比公司估值（PE）

公司	代码	最新价格 (元)	每股收益 (元)			PE		
		2025/9/29	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
星源卓镁	301398	51.89	0.92	1.32	1.81	56.29	39.24	28.64
华达科技	603358	41.80	1.01	1.28	1.61	41.55	32.70	26.02
万丰奥威	002085	18.33	0.48	0.58	0.67	37.99	31.68	27.56
永茂泰	605208	14.57	0.25	0.34	0.48	57.25	42.55	30.43
旭升集团	603305	18.80	0.53	0.66	0.81	35.25	28.47	23.15
调整后平均						45.00	35.00	27.00

数据来源：Wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	373	245	295	371	409	营业收入	7,652	8,983	9,850	12,374	13,621
应收票据、账款及款项融资	2,046	2,520	2,764	3,472	3,822	营业成本	6,626	7,932	8,613	10,782	11,651
预付账款	138	116	127	160	176	营业税金及附加	46	44	49	61	67
存货	1,258	1,488	1,616	2,023	2,186	销售费用	20	28	30	38	42
其他	297	350	362	397	414	管理费用及研发费用	522	666	621	780	858
<b>流动资产合计</b>	<b>4,113</b>	<b>4,719</b>	<b>5,164</b>	<b>6,423</b>	<b>7,006</b>	财务费用	99	107	154	175	183
长期股权投资	1,257	1,245	1,251	1,363	1,350	资产、信用减值损失	9	92	96	18	12
固定资产	3,408	3,922	5,373	6,236	6,637	公允价值变动收益	(3)	0	0	0	0
在建工程	1,600	2,582	1,938	1,429	1,050	投资净收益	(17)	(20)	(18)	(18)	(18)
无形资产	319	717	693	668	643	其他	57	85	85	85	85
其他	821	368	352	349	349	<b>营业利润</b>	<b>368</b>	<b>180</b>	<b>354</b>	<b>586</b>	<b>875</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>7,405</b>	<b>8,836</b>	<b>9,607</b>	<b>10,044</b>	<b>10,030</b>	营业外收入	10	11	5	5	5
<b>资产总计</b>	<b>11,518</b>	<b>13,555</b>	<b>14,771</b>	<b>16,466</b>	<b>17,036</b>	营业外支出	2	4	5	5	5
短期借款	2,291	2,707	3,558	4,471	4,198	<b>利润总额</b>	<b>376</b>	<b>187</b>	<b>354</b>	<b>586</b>	<b>875</b>
应付票据及应付账款	901	996	1,082	1,354	1,463	所得税	19	29	26	54	94
其他	901	1,192	1,195	1,204	1,208	<b>净利润</b>	<b>357</b>	<b>158</b>	<b>328</b>	<b>532</b>	<b>781</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>4,092</b>	<b>4,895</b>	<b>5,834</b>	<b>7,029</b>	<b>6,869</b>	少数股东损益	50	(2)	11	13	14
长期借款	1,129	2,243	2,243	2,243	2,243	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>306</b>	<b>160</b>	<b>317</b>	<b>519</b>	<b>767</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.31	0.16	0.32	0.52	0.77
其他	237	249	249	249	249						
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,366</b>	<b>2,493</b>	<b>2,493</b>	<b>2,493</b>	<b>2,493</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>5,458</b>	<b>7,388</b>	<b>8,327</b>	<b>9,521</b>	<b>9,362</b>		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	788	829	840	853	867	成长能力					
实收资本(或股本)	708	992	992	992	992	营业收入	-16.0%	17.4%	9.7%	25.6%	10.1%
资本公积	1,642	1,642	1,642	1,642	1,642	营业利润	-53.1%	-51.1%	96.9%	65.7%	49.2%
留存收益	2,921	2,705	2,973	3,460	4,175	归属于母公司净利润	-49.8%	-47.9%	98.6%	63.7%	47.8%
其他	(1)	(1)	(2)	(2)	(2)	获利能力					
<b>股东权益合计</b>	<b>6,059</b>	<b>6,167</b>	<b>6,444</b>	<b>6,945</b>	<b>7,674</b>	毛利率	13.4%	11.7%	12.6%	12.9%	14.5%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>11,516</b>	<b>13,555</b>	<b>14,771</b>	<b>16,466</b>	<b>17,036</b>	净利率	4.0%	1.8%	3.2%	4.2%	5.6%
						ROE	6.7%	3.0%	5.8%	8.9%	11.9%
						ROIC	5.0%	2.2%	3.7%	5.0%	6.3%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	47.4%	54.5%	56.4%	57.8%	55.0%
净利润	357	158	328	532	781	净负债率	62.3%	92.4%	100.8%	105.6%	91.6%
折旧摊销	257	377	499	599	680	流动比率	1.01	0.96	0.89	0.91	1.02
财务费用	99	107	154	175	183	速动比率	0.69	0.66	0.61	0.62	0.70
投资损失	17	20	18	18	18	营运能力					
营运资金变动	(445)	(583)	(322)	(906)	(435)	应收账款周转率	4.8	4.7	4.4	4.6	4.4
其它	65	(68)	85	8	2	存货周转率	5.0	5.7	5.5	5.9	5.5
<b>经营活动现金流</b>	<b>350</b>	<b>11</b>	<b>762</b>	<b>427</b>	<b>1,229</b>	总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8
资本支出	(1,924)	(2,236)	(1,333)	(928)	(678)	每股指标(元)					
长期投资	(478)	(5)	(6)	(111)	12	每股收益	0.31	0.16	0.32	0.52	0.77
其他	4	457	(19)	(18)	(18)	每股经营现金流	0.49	0.01	0.77	0.43	1.24
<b>投资活动现金流</b>	<b>(2,399)</b>	<b>(1,784)</b>	<b>(1,358)</b>	<b>(1,058)</b>	<b>(684)</b>	每股净资产	5.31	5.38	5.65	6.14	6.86
债权融资	1,418	1,378	0	0	0	估值比率					
股权融资	1,096	283	0	0	0	市盈率	50.6	97.2	48.9	29.9	20.2
其他	(348)	(20)	647	707	(507)	市净率	2.9	2.9	2.8	2.5	2.3
<b>筹资活动现金流</b>	<b>2,167</b>	<b>1,642</b>	<b>647</b>	<b>707</b>	<b>(507)</b>	EV/EBITDA	29.3	31.9	21.1	15.6	12.2
汇率变动影响	(5)	9	-0	-0	-0	EV/EBIT	45.4	74.0	41.8	27.9	20.1
<b>现金净增加额</b>	<b>113</b>	<b>(123)</b>	<b>50</b>	<b>76</b>	<b>37</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（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）；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

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在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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所引致的任何损失负任何责任，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投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。