

云海金属 (002182)

未评级

股价: RMB14.5

分析师

叶洮

+755-82492171 yetao@lhqz.com

张勇

+755-82125160 zhangyong@lhqz.com

孙浩中

+755-82125152 sunhz@lhqz.com

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	192
流通 A 股 (百万股)	102
流通 B 股 (百万股)	0.00
可转债 (百万元)	N/A
流通 A 股市值 (百万元)	1484

危机阴影渐逝, 经营恢复平稳

—云海金属调研简报

2010 年 3 月 13 日, 我们对云海金属实地调研, 参观了南京本部铝合金加工生产线, 并和公司就行业前景及未来发展进行了交流。

镁合金行业龙头, 主营业务逐渐走出金融危机阴影

公司主要从事镁合金、铝合金, 金属锆及中间合金等产品的生产, 销售和研发。公司近三年来镁合金产销量均居中国第一位, 是全球规模最大的镁合金生产企业之一。

镁是地壳中含量最丰富的元素之一, 是仅次于铝、铁、钙, 居第四位的金属元素。镁在实用金属中重量最轻, 比重为 1.738, 是铁的 1/4, 铝的 2/3, 加上其良好的机械性能及加工性能, 被誉为“绿色”环保材料。镁合金的下游行业主要是三类:

(1) 在汽车产品中替代钢铁、铝合金或工程塑料, 约占总需求的 70%。目前在海外汽车厂商中应用较多, 国内汽车业的应用相对较少; (2) 3C 产品 (即电脑 Computer、通讯 Communication 和消费性电子 Consumer Electronic), 约占总需求的 20%; (3) 航空航天及其他行业, 约占总需求的 10%。

2009 年, 受金融危机的影响, 镁金属价格大幅下跌。同期国外汽车产量下滑、3C 市场需求萎缩也令镁合金出口下降, 2009 年公司共销售镁合金约 6 万吨。但自去年下半年以来, 随着世界经济逐渐复苏, 镁合金的销量逐步回升, 目前公司镁合金出口量已经恢复到金融危机前的水平。我们估计, 2010 年公司镁合金销量将达到 8 万吨水平。

公司下属拥有 9 家子公司, 镁合金产能主要集中在五台云海 (5 万吨)、闻喜云海 (4.5 万吨) 和苏州云海 (4 万吨), 公司本部的 1 万吨镁合金产能正在逐渐转往苏州云海。此外包头云海拥有 10 万吨硅铁产能。

因镁合金销售下滑, 2009 年公司暂时关闭了闻喜云海。目前闻喜云海尚未重启, 等待行业进一步复苏。包头云海由于出产硅铁成本高于外购价, 公司决定外购硅铁, 而将包头云海暂时关闭, 目前包头云海仍处停工状态。其余子公司则运转正常, 基本能够满足目前镁合金市场需求。

资源扩张稳步推进, 形成产能尚需时日

公司正在由传统的加工类企业, 通过上下游扩张, 逐渐成为拥有矿石开采、精矿冶炼、合金加工、产品销售完整产业链的综合型企业。公司现在的发展集中在上游资源方面, 以期未来行业高速增长时获得资源升值收益。

目前公司资源方面的主要项目是巢湖云海 10 万吨镁合金项目。而巢湖地区发展镁合金生产具备较强的地域优势：1、巢湖周边白云石资源丰富，拥有 3 亿吨白云石矿储量，主要的矿山包括姥山、青苔山及平顶矿山等；2、巢湖是西气东输的东部节点之一，天然气供应充足，为项目提供了良好的能源保障；3、附近的水泥产业发达，不仅免去了处理镁还原废渣的环节，还能从中获取少量经济效益。

巢湖项目分 2 期进行，预计 2011 年第一期将能建成，届时将能增加镁合金产能约 5 万吨，二期预计将在 2013 年完成。

巢湖云海目前已进入采矿权获取阶段，厂区也已开始建设。一期建成初期，预计产量为 1.5-2 万吨。未来将视镁合金需求情况，逐步释放产能。

表 1，公司镁合金产量预测 (单位：万吨)

	2009	2010E	2011E	2012E
公司本部	0.3	0	0	0
五台云海	2	4	4	5
闻喜云海	0	0	1	2
苏州云海	3.8	4	4	4
巢湖云海	0	0	2	4
合计	6.1	8	11	15

资料来源：华泰联合证券研究所整理。注：五台云海，巢湖云海资源为自给，其余为外购

加工业务毛利稳定，业绩提升需要镁价和销量配合

公司的主营业务镁、铝合金加工，苏州云海按“金属价格+加工费”的成本加成模式定价，加工盈利取决于加工费的多寡，毛利较为稳定。而五台云海及巢湖云海采用“一步法”生产镁合金，其盈利主要受到镁价，硅铁及煤炭价格变动的影响，综合来看，“一步法”镁合金的生产毛利率约为 18%。

未来公司业绩的提升将主要来自两方面，一是镁、铝合金需求增长导致产销量的提升；二是金属价格的上涨带来毛利率的提升。由于公司资源战略进展顺利，未来公司镁合金的大部分原料将由自给，如果镁价上涨，公司将能获得更多收益。

主要假设和盈利预测

按照 2010-2012 年镁合金销售均价 19000，19000 和 19800 元/吨的假设，初步估算增发摊薄后，公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.25，0.49，0.89 元/股；对应于 3 月 18 日 14.56 元/股的收盘价，PE 分别为 58.3，29.1，16.3 倍，暂未评级。

华泰联合证券股票评级标准

增 持 未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性 未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持 未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

华泰联合证券行业评级标准

增 持 行业股票指数超越大盘
中 性 行业股票指数基本与大盘持平
减 持 行业股票指数明显弱于大盘

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未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。本文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。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，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。

我们的研究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。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络华泰联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为华泰联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码：518001
电 话：86 755 8249 3932
传 真：86 755 8249 2062
电子邮件：lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码：200120
电 话：86 21 5010 6028
传 真：86 21 6849 8501
电子邮件：lzrd@lhqz.com