

华泰联合证券  
2010-04-29

有色金属/镁

公司研究 / 深度研究

## 云海金属 (002182)

## “瓶颈”优势初现

增持/首次评级

股价 : RMB16.18

## 分析师

叶洮

SAC 执业证书编号:S1000206110083  
+755-82492171 yetao@lhzq.com

## 联系人

张勇

+755-82125160 zhangyong@lhzq.com

## 相关研究

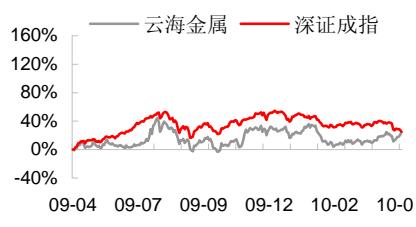
《危机阴影渐去，未来看资源扩张》(2010/03/22)  
《调控方向明确，效果尚有疑虑》(2010/04/23)

## 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)	1656

- 公司是镁合金领域龙头。主营业务镁合金生产，镁合金产品收入占比超过90%，利润占比80%以上。公司现有镁合金产能约8万吨，国内市场份额超过40%。公司拟募集3.5亿元资金建设巢湖10万吨原镁-镁合金项目。预计2013年项目建成时，公司的镁合金产能将实现翻番。目前公司已形成原镁-镁合金-压铸件的完整产业链，未来链式运作的成本优势有望显现。
- 镁合金领域进入壁垒高。镁合金行业目前国际上没有专业和成熟的成套生产设备制造商，大型企业所用生产线基本都是自主研发的。而品质稳定性和客户差异化要求，需要较强的技术实力和管理能力相匹配，这并非朝夕之功。要成为下游厂商的稳定供应商，认证困难重重，阻挡潜在进入者。
- 镁合金将成为产业链瓶颈。镁合金处于中游，上游金属镁，下游压铸件制造，终端需求为汽车、3C等行业。目前上游原镁产能严重过剩，利润受到挤压而向下游输送；终端下游汽车和3C有望为镁合金需求带来总量和结构性增量。镁合金恰为公司核心业务，有望充分享受瓶颈阶段的超额利润。
- 镁价低迷和技术创新打开应用新领域。国外汽车行业使用镁合金替代铝合金、钢材已经相当长时间，但由于价格、技术等因素，推进速度较慢。未来随着镁价的下跌和技术的改进，我们预计镁代铝进程将会提速，镁合金应用领域有望拓宽，其需求面临跨跃式增长。
- 现在的小行业未必是将来的小行业。在转换经济增长模式和产业结构调整背景下，新技术和新需求有望促成新产业的兴起，传统的大小行业之分或将被颠覆。镁合金需求的跨越式增长，可望推动镁行业的迅速壮大。公司拥有核心竞争力，作为镁合金领域的龙头，将成为最大的受益者。
- 首次评级“增持”。假设2010-2012年镁合金价格21600、21700、21900元/吨，按公司2010年增发3000万股后总股本2.22亿股计算，预计公司2010-2012年EPS分别为0.50、0.91和1.24元/股。采用DCF估值方法，推算股票的合理价值是22.01元，对应2010年摊薄后PE44倍，鉴于行业可能出现的根本性变化，我们首次研究覆盖，予“增持”评级。

## 最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源：华泰联合证券

经营预测与估值	2009A	20101Q	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1497.8	544.1	3485	4797	5997
(+/-%)	-34.6	137.1	133	38	25
归属母公司净利润(百万元)	5.1	9.8	97	175	243
(+/-%)	-87.8	197.7	1810	81	39
EPS(元)	0.03	0.05	0.50	0.91	1.27
P/E(倍)	613.2	316.2	32.84	18.19	13.08

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

## 目 录

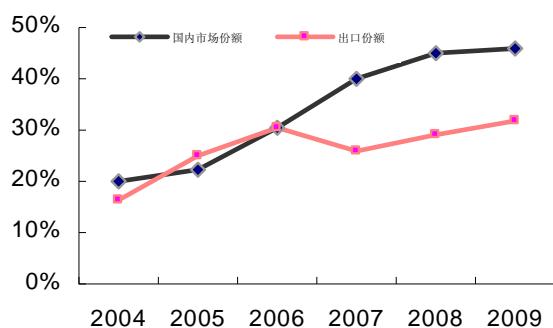
公司概况 .....	3
国内镁合金行业龙头企业 .....	3
链式运作，成本优势明显 .....	3
技术领先 .....	6
镁产业概况 .....	7
原镁：性能优异，消费增长怎奈产能扩张迅速 .....	7
储量丰富，性能优异 .....	7
国内消费增长较快 .....	7
产能扩张迅速，中国已成为全球最大原镁生产国 .....	7
镁合金：应用前景广阔，行业壁垒高 .....	8
汽车：轻量化顺应低碳、节能大趋势 .....	8
3C：消费升级 .....	9
新领域，新材料 .....	10
技术、资格认证构建行业壁垒 .....	11
产业格局悄然变化，镁合金行业或将成为产业瓶颈 .....	11
公司经营分析 .....	12
估值探讨和投资分析 .....	13
主要的经营性假设 .....	13
盈利预测及敏感性 .....	14
估值与投资建议 .....	14
投资建议 .....	15
风险提示 .....	15

## 公司概况

### 国内镁合金行业龙头企业

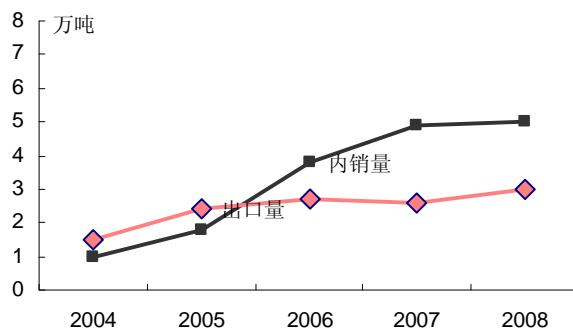
**国内最大镁合金业企业，镁合金国内市场全国占有率达到40%** 南京云海金属成立于1993年，1996年进入镁合金生产领域，主营业务为金属合金的研发、生产和销售，产品包括镁合金、铝合金、中间合金和金属锶等，其中镁合金为主要产品。公司已成为国内镁合金行业龙头企业，年产镁合金8万吨，国内市场占有率达到40%。公司产品中约有1/3用于出口，2/3在国内销售。

图1、国内市场占有率超过40%



资料来源：公司资料，华泰联合证券研究所

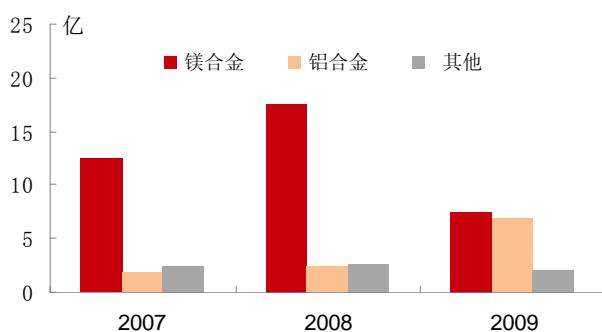
图2、公司产品内销比例逐渐上升



资料来源：公司资料，华泰联合证券研究所

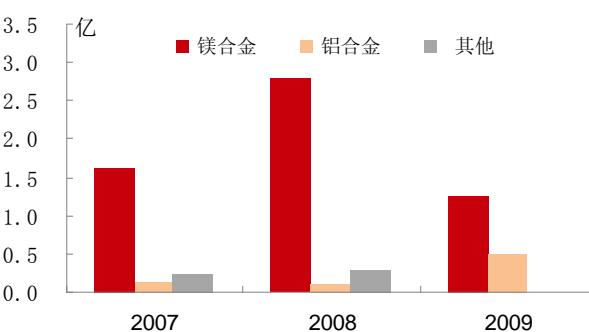
镁合金业务是公司的核心业务，最近三年，镁合金产品贡献了公司收入的90%，利润的80%。此外，公司还利用在客户、技术、渠道等方面的优势，介入废旧铝合金回收再加工业务，目前铝合金产能已经达到15万吨/年，成为公司利润的另一稳定来源。

图3、镁合金是收入主要来源



资料来源：公司资料，华泰联合证券研究所

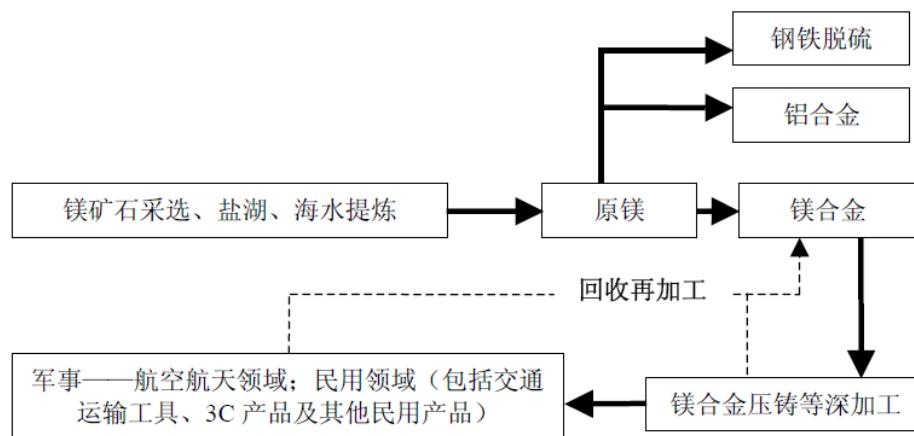
图4、镁、铝合金构成绝大部分利润



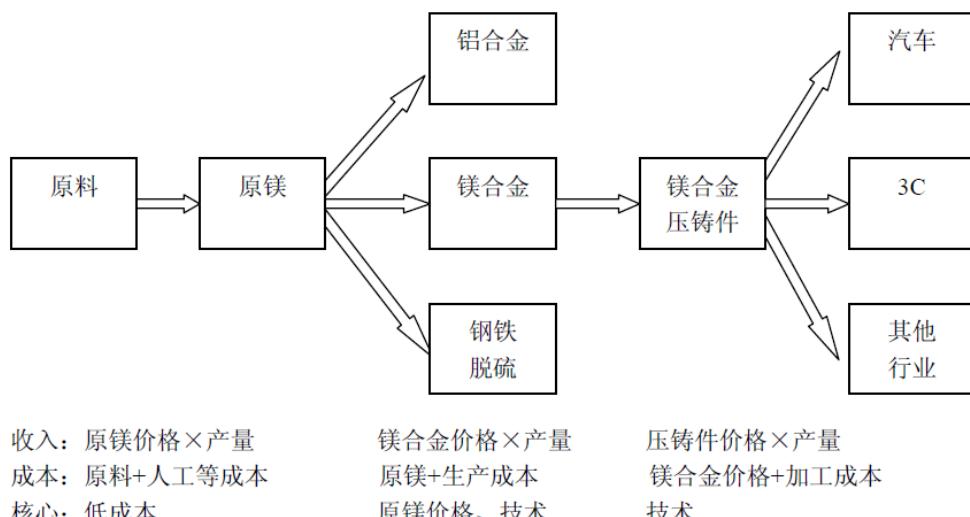
资料来源：公司资料，华泰联合证券研究所

### 链式运作，成本优势明显

镁合金的主要原料——原镁的价格在过去三年出现了大幅波动。为降低原镁价格波动对公司盈利的影响，提升盈利能力，公司在加强主业的同时，积极进入上游原镁生产和下游镁合金压铸深加工领域。时至今日，公司原镁-镁合金-压铸件的产业链已经构建完成。

**图 5、公司已形成完整镁产业链**


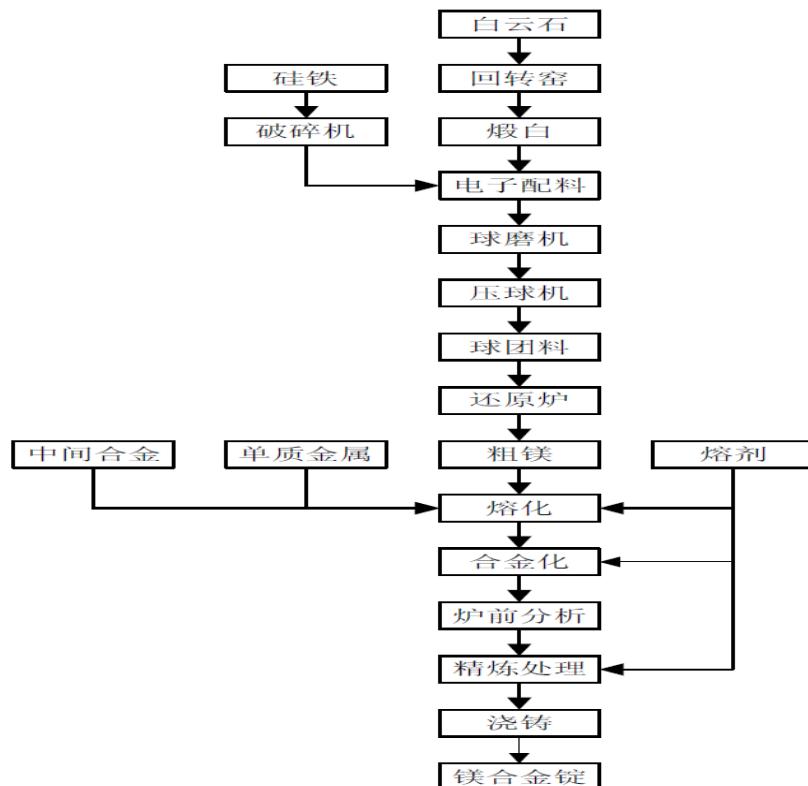
资料来源：公司资料

**图 6、镁产业链盈利模式**


资料来源：公司资料

镁合金生产，处于产业链中原镁至镁合金环节。公司实行“按订单组织生产”的生产模式。盈利来自镁合金的加工费，关键因素是成本控制和加工技术。由于中国是全球最大的镁合金生产国和出口国，国际市场对中国镁合金产品的依赖性较大，使得中国有了较强的“议价能力”。公司作为国内最大的镁合金生产企业，在与客户谈判中具有较强的议价能力，可以通过提高产品价格的方式获取更多的收益。

公司现阶段的工作重心放在上游资源的扩张上，一方面有效规避原料价格波动的影响，提高原料自给率，另一方面公司在原镁生产上具有较强的技术、成本优势。公司采用的粗镁直接熔炼合金生产镁合金（“粗镁一步法”）的新工艺，省去了行业通用的粗镁—镁锭—镁合金工艺中的粗镁到镁锭的生产环节，镁锭生产中的金属损耗和能耗等主要成本被节省，大幅降低了生产成本。

**图 7、一步法生产镁合金流程**


资料来源：公司资料

**链式运作，先进的技术  
带来成本优势**

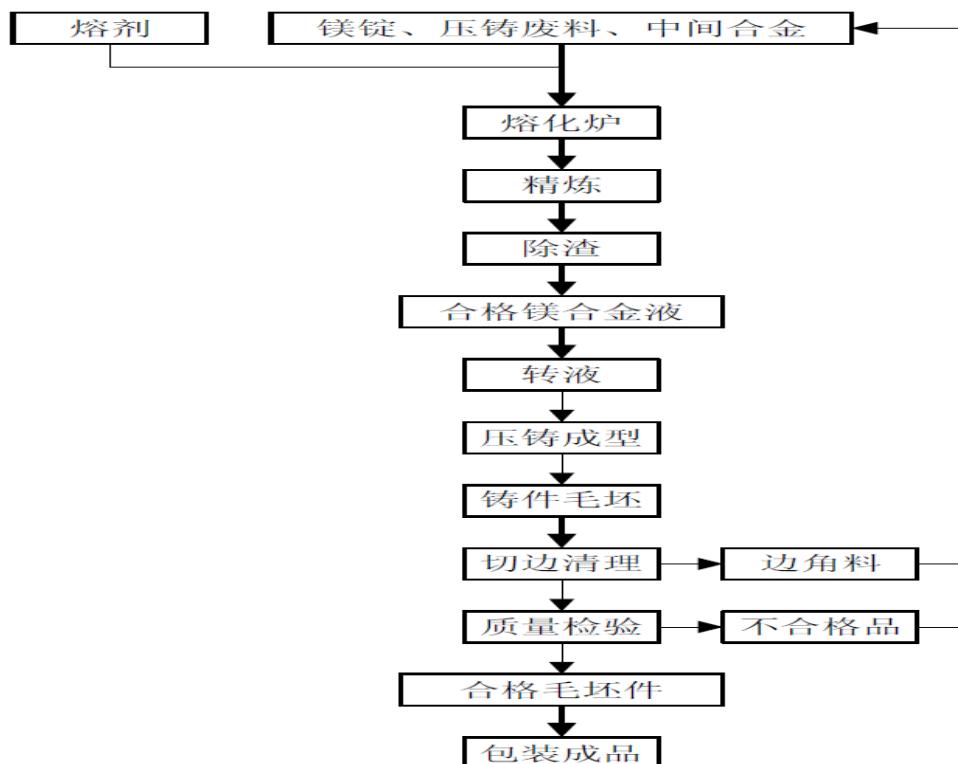
公司与国内大多数同行一样，采用皮江法生产原镁。行业生产吨镁，平均消耗硅铁 1.05 吨，白云石 11 吨，煤炭 6 吨。公司采用竖罐炼镁技术和粗镁一步法生产镁合金，省去了镁锭到镁合金中间冷却、再加热的过程，降低了能耗，吨镁的能耗仅为 4 吨煤，远低于行业 6-8 吨的能耗水平。按照现在的煤价计算，公司生产一吨镁合金，仅煤炭一项就可节省成本约 1400 元。

**表 1、公司一步法生产原镁成本** (单位: 吨, 个)

物料	单位消耗	单价 (元)	成本
白云石	11	20	220
煤炭	4	670	2680
硅铁	1.05	6400	6720
还原罐	1	900	900
人工、燃料等其他	1	2800	2800
合计			13650

资料来源：华泰联合证券研究所

与此同时，公司也介入了下游镁合金压铸深加工领域，目前产能 5000 吨/年。但因为产量、技术等方面的原因，目前处于亏损的状态。未来随着产量的提升和技术逐步改进，深加工项目将能为企业盈利作出贡献。

**图 8、镁合金压铸件生产流程**


资料来源：公司资料

### 技术领先

公司是国家火炬计划重点高新技术企业，江苏省高新技术企业，拥有江苏省镁合金材料工程技术研究中心，具有较强的研发能力。公司采用的镁液输送、底模浇铸、密封浇铸、镁水直供压铸和挤压铸造等核心技术达到国际领先水平。自主研发的粗镁一步法生产镁合金、镁合金压铸边角料再生回收净化工艺技术、节能环保型竖罐炼镁技术，不仅保证了镁合金品质，并显著降低了能耗和生产成本。除生产工艺外，公司还注重新产品的研发，开发了铝钛硼合金、铝钙合金、镁钙合金、镁稀土合金等新型合金，这些新产品将成为公司潜在的利润增长点。

镁合金产品主要应用于汽车和 3C 行业。在汽车领域，汽车厂家对镁合金供应商有着严格的资格认证要求，其更换供应商的转换成本高且周期长，公司已先后通过了美国通用、戴姆勒—克莱斯勒、德国大众、日本丰田、日本本田等汽车厂家的镁合金产品资格认证，成为上述汽车公司及其压铸工厂的重要供应商。在 3C 领域，镁合金部件主要制造商富士康集团、可成科技、华孚科技的镁合金原材料大部分采购自公司，这三家企业在全球 3C 用镁合金部件领域内的市场占有率约 80%。

## 镁产业概况

**原镁：性能优异，消费增长态势产能扩张迅速**

### 储量丰富，性能优异

镁在自然界中以化合态存在，主要分布在白云石矿、盐湖、海水等中。镁在地壳表层储量居第8位，占1.9%（质量比）。我国的镁储量居世界第一位，目前我国已探明的白云石矿资源总量为40亿吨，按现有镁的使用量计算，开采年限可达1000年。因此，镁资源十分丰富，未来并无短缺之虞。

镁是实用金属中最轻的金属，具有良好的物理、机械、加工性能。镁的比重为1.738，是钢的1/4，铝的2/3，而镁合金的减振性能却比铝合金高30倍；导热性能比塑料高200倍。镁合金的强度和刚度明显好于塑料，抗冲击力好于铝合金，由冲撞而引起的凹陷小于其他金属材料。另外，镁合金抗蠕变性能好，随着时间温度的变化在尺寸上蠕变较少。镁合金比其他金属的切削阻力小，在机械加工时，可以较快的速度加工，缩短了加工周期。此外，镁具有良好的电磁波屏蔽性和再生性，是新材料领域中不可缺少的金属原料。

### 国内消费增长较快

目前，原镁主要用于镁合金、铝合金、钢铁脱硫三大领域。

过去，中国的原镁有2/3是用于出口，但近年来出口比例逐渐下降。目前国内原镁消费占比已经提升到2/3，出口比重下降到1/3，年均消费复合增长率高达20%。

**表2. 中国原镁消费不断增长**

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
产量	44.2	45.1	52.0	62.5	63.1	50.1
消费	13.4	16.3	26.5	30.2	33.3	32.0
出口	30.9	28.7	25.5	32.2	29.8	18.1
出口占比	69.8%	63.8%	49.0%	51.6%	47.2%	36.2%

资料来源：CEIC

### 产能扩张迅速，中国已成为全球最大原镁生产国

目前原镁生产的主要工艺有两种，一种是电解法：从海水、菱镁矿中提取无水氯化镁，经电解后得到原镁；另一种是硅热还原法（皮江法）：煅烧白云石，然后用硅铁还原后生成原镁。第一种方法成本较高但环保较好，国外厂商大多采用这种方法。皮江法成本较低但污染较为严重，国内厂商应用较多。

由于国外厂商大多使用电解法，成本较高，在与国内厂商的竞争中日益萎缩，规模不断减小。中国由于白云石、煤炭资源丰富，环保要求低，原镁产量不断提升，现中国已经成为全球最大的原镁生产国和出口国。2009年共生产金属镁50.08万吨，约占全球原镁产量的83%。

**表3. 中国原镁产量占比不断上升**

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
中国	15.7	19.5	21.6	26.8	35.4	45	46.76	51.56	62.5	63.1

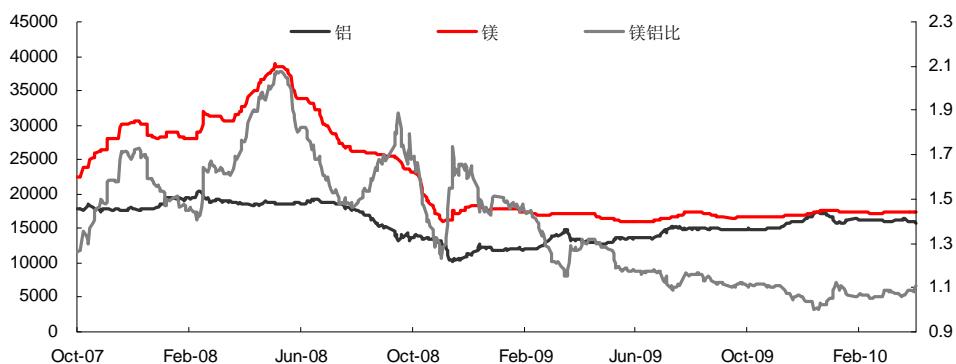
全球	45.8	48.8	45	47	51	64.4	66.6	71.7	75.0	70.9
占比	34%	40%	48%	57%	69%	70%	70%	72%	83%	89%

资料来源：中国镁协

### 原镁产能过剩，镁价持续低迷，镁代铝经济性初现

中国原镁制造业经过多年发展，已经出现了产能过剩的情况。截至 2008 年底，中国原镁产能约 120 万吨，而 08 年全球原镁的需求量不过 70 万吨。09 年受到金融危机的影响，原镁需求出现下滑。09 年 1 季度，全行业的开工率只有 30%，全年也只有 50%，大批企业减产，停产，但各个地方仍有多个大型镁业项目上马。预计未来一段时间，原镁产能过剩的情况仍将继续，原镁价格的持续低迷也在意料之中了。

图 9、镁、铝价格走势及比价



资料来源：wind

### 镁合金：应用前景广阔，行业壁垒高

近二十年来，全球镁合金的年均增长率约 10%，欧美镁合金应用的年均增长率达到了 15% 以上，原因是镁合金作为最轻的工程金属材料（镁的密度 1.8，为钢的 1/4、铝的 2/3）具有比重轻，比强度和比刚度高，阻尼性及切削加工性好，导热性好，电磁屏蔽能力强，减振性好和易于回收等一系列优点，满足了汽车工业减重、节能、环保以及通讯电子器件高度集成化和轻薄小型化的要求，在汽车工业和信息产业等领域的应用日益广泛。

目前镁合金的主要应用领域也是集中在这两个行业：(1) 在汽车产品中替代钢铁、铝合金或工程塑料，约占镁合金总需求的 70%。(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%。

### 汽车：轻量化顺应低碳、节能大趋势

为应对全球气候变暖和高油价的挑战，低碳经济、节能环保已经成为整个社会的共识。据测算，汽车自重减轻 10%，其燃油效率可提高 6%-8%。镁作为实际应用中最轻的金属结构材料，在汽车减重和性能改善中的重要作用日益受到人们的重视。

目前，全球主要汽车生产企业如通用、福特、丰田、本田等均在大力研发镁合金汽车部件，国内比亚迪、奇瑞等厂商也在积极跟进，上海汽车与加拿大 Meridian 合资开展中高级车用镁合金铸件业务，2009 年广汽自主研发铝镁合金轿车后附车架，东风、长安等汽车也已经开始使用镁合金。目前，镁合金压铸零部件至少已超过 60 种，已经使用并在推广的零部件有轮毂、仪表盘、座椅框架、变速箱壳体、转向系统、汽

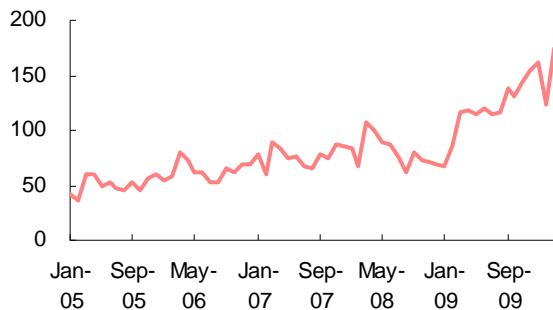
缸盖、进气岐管和刹车踏板架。加紧开发的有门框、大的车体外部件、以撑柱、发动机箱体、油底盘等。

### 镁代铝减重、节能降耗。 价格、技术提速替代进程

中国原镁产能的快速扩张最终导致的结果是原镁价格的不断下跌。2000 年以来，镁铝价格比已经由 2.1 下降到了现在的 1.1，镁铝比价下跌使得镁合金替代铝合金具有了经济优势。汽车产业使用镁合金替代铝合金部件在减轻重量的同时也获得了成本的降低，这无疑将进一步打开了镁合金应用的空间。

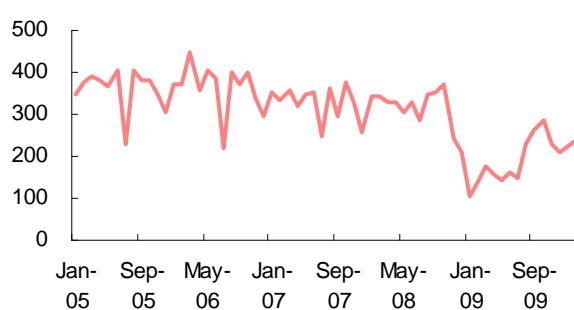
目前，每辆汽车平均使用镁合金约 3.5-4 公斤，镁合金在国外品牌汽车中使用较多，平均达到了 6-8 公斤，部分高档汽车如奔驰、宝马，单车用镁合金量可达 26 公斤。国内厂商因价格、技术方面的原因使用量较小，但也在积极跟进。2009 年，世界汽车产量达到 4500 万量，如按每辆汽车用镁合金 6 公斤计算，单汽车原镁年耗量将达到约 27 万吨/年，超过了目前全球镁合金年产量。长期来看，每辆汽车用镁合金用量可达 10-15 公斤，将对镁合金产生庞大的需求。

图 10、中国轿车产量（千辆）



资料来源：wind，华泰联合证券研究所

图 11、美国汽车产量（千辆）



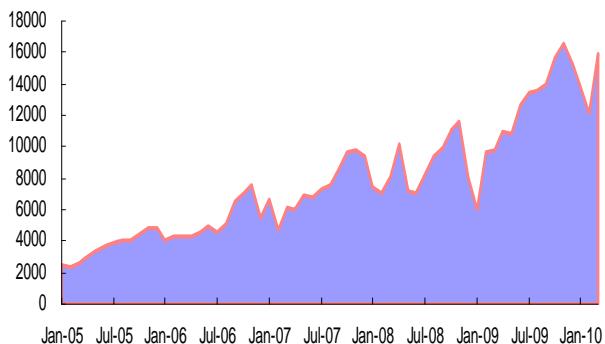
资料来源：CEIC，华泰联合证券研究所

### 3C：消费升级

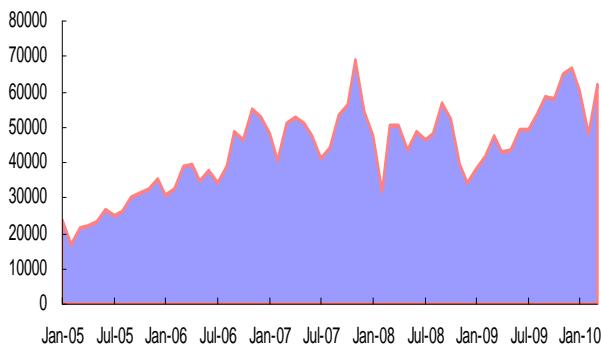
电子信息行业由于数字化技术的发展，市场对电子及通迅产品的高度集成化，轻薄化、轻型化和环保要求越来越高。工程塑料曾作为主要材料，但其强度终究不能和金属相比。

镁合金具有优异的薄壁造性能，其压铸件的厚度可达 0.5MM----1MM，并保持一定的强度、刚度和抗撞能力，这非常有利于产品超薄、超轻、和微型化的要求，这是工程塑料，甚至铝合金所无法达到的。在薄壁、微型、抗摔撞的要求下，加上电磁屏蔽、散热和环保方面的考虑，镁合金成了厂家的最佳选择。另外，镁合金外壳可使产品更豪华、美观、也是工程塑料的无法比拟的。

3C 产品中使用镁合金最早的是笔记本电脑，其后是手机和数码相机。未来新的电子产品还将不断问世，对镁合金的需求也将不断增加。

**图 12、国内笔记本产量（千台）**


资料来源：wind, 华泰联合证券研究所

**图 13、国内手机产量（千部）**


资料来源：CEIC, 华泰联合证券研究所

### 新领域，新材料

除汽车和3C两个主要领域外，镁合金在其他领域的应用也在不断扩大。镁牺牲阳极是有效防止金属腐蚀的方法之一，广泛应用于长距离运输的地下铁制管道和石油储罐。镁合金型材、管材，以前主要用于航空航天等尖端或国防领域，近几年由于镁合金生产能力和技术水平的提高，其生产成本已下降到与铝合金相当的程度，极大的刺激了其在民用领域的应用，如用作自行车架、轮椅、康复和医疗器械及健身器材等。镁合金已成为世界最令人瞩目的绿色环保工程材料，未来其应用领域也将不断延伸。

**表 4 镁合金主要用途**

应用领域	优点	产品型号
<b>汽车领域</b>		
方向盘骨架	重量轻、易加工、成本低	AM50A/AM60B
离合器与传动外壳	重量轻，容易加工，压铸方便，成本低	AZ81
气管架中心板、离合器外壳、闸车与离合器踏板支架	重量轻	AZ91D
汽缸端盖、操纵盘固定箱、齿轮箱、卡车车身、汽化器	重量轻、易加工、空间稳定、低成本	AZ91B
汽车轮毂	重量轻，减震性好	AZ61
<b>3C</b>		
手机、摄影器材、电脑外壳	重量轻，散热防尘、屏蔽性能好	AZ91D
<b>航空领域</b>		
齿轮箱	重量轻，易铸造复杂形状	ZE41A/QE22A
仪表盘	重量轻，高耐湿性	K1A
<b>工具</b>		
振动装置器	易于加工，高耐湿，空间稳定性好	AM60B
锯头箱	重量轻，高耐湿，铸造方便	AZ91B
货物处理		
手推车	重量轻，易于制造	AZ31B/AZ91C
面包存放架	重量轻，易于制造	AZ31B

### 运动物品

雪橇搁邦器、转盘	重量轻	AZ81/AZ91B
自行车前叉管	重量轻、减震	AZ91D
棒球棍、箭弓把手中间部分	重量轻，耐湿度	AM60A
网球拍	重量轻，高硬度	ZK60A

资料来源：有色金属工业协会镁业分会

### 技术、资格认证构建行业壁垒

#### 生产设备基本自主研发，工艺、管理需要积累，技术构建行业壁垒

镁合金产品品质主要取决于生产企业的装备水平及技术管理能力。镁合金行业从上世纪 90 年代才批量进入民用。世界上并没有专业和成熟的镁合金成套生产设备制造商，领先的镁合金生产企业所用生产线基本都是自主研发的，其他企业无法单纯依靠资金实力通过引进成套设备与技术进入镁合金行业。同时，实现镁合金产品品质稳定和满足不同用户的特殊要求，企业要具备较强的技术实力和管理能力，这需要在长时间生产经营过程中才能形成。上述因素构成了进入本行业的技术壁垒。

镁合金主要应用于汽车行业，而汽车业具有特殊质量管理体系的要求，镁合金生产企业要实现供货必须通过相关资格认证，该资格认证需经历比较漫长复杂的过程。一般情况下，镁合金厂家要获得国内汽车生产企业的资格认证需耗时 1-2 年，要获得国外汽车生产企业的资格认证将需要更长的时间。同时，镁合金生产企业通过 QS9000 及 TS16949 质量体系认证是成为汽车行业候选供应商的基本条件，而达成该认证客观上也需要 1-2 年。因此，镁合金行业具有客观存在的市场进入壁垒。

### 产业格局悄然变化，镁合金行业或将成为产业瓶颈

现在镁合金行业的产业格局为：

上游：生产原料—原镁的产能过剩，原镁的价格大幅上涨的概率较低。

直接下游：镁合金压铸。压铸行业技术要求较高，目前高端产品的生产在国外，国内产品以中低端为主。压铸行业的需求与终端消费行业—汽车、3C 的发展息息相关。

#### 上游过剩，需求扩张，自身有壁垒，镁合金行业格局悄然变化

终端下游：汽车、3C 行业在经历了金融危机的冲击之后，已经开始复苏，尤其是中国的汽车产业，09 年产、销量大幅增长。欧、美国家的汽车厂商，镁合金的应用已经十分广泛，现在仍在不断的深入研究，国内厂商也在积极跟进。原先由于价格以及防腐蚀、连接等技术上的原因，镁替代进程推进缓慢。在镁价与铝价基本相同的今天，镁代铝的进程将大大加速。未来随着技术的进步，镁合金特殊的性能和较低的价格，将会出现在越来越多的领域，镁合金的需求将快速增长。

镁合金加工：

小行业、集中度较高：镁合金是一个小行业，全球产量不过 22 万吨左右，中国占比超过 70%。云海金属以其 45% 的国内市场占有率是当之无愧的龙头企业。

行业壁垒高：镁合金的生产需要较高的设备要求和技术、管理能力。目前世界上没有成熟的镁合金设备制造商，大型企业的生产线都是自主研发的。镁合金产品生产是订单制，需要根据客户不同要求变更配方和工艺，这需要企业较强的研发、管理能力。镁合金产品认证时间较长，也是进入本行业的阻碍之一。

小结：镁合金行业的上游行业产能过剩，终端需求升级换代的进程加快，而本身又因为种种原因阻挡了后来者的进入。一旦下游需求出现快速上升，镁合金行业将成为产业链上的供应瓶颈，行业内的公司也将通过提高加工费等方式体现其强势地位。

## 公司经营分析

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）和苏州云海（4 万吨）。此外，公司本部拥有 15 万吨铝合金、铝合金 DC 棒产能。包头云海拥有 10 万吨硅铁产能。另外还有 5000 吨镁合金压铸深加工和 1 万吨中间合金产能。

五台云海位于山西省五台县境内，利用当地丰富的白云石生产粗镁并采用一步法生产镁合金，产能约 5 万吨。09 年受需求下滑影响，产量大幅下滑，未来随着下游需求的好转，预计开工率将逐渐提升。

闻喜云海位于闻喜县境内，外购原镁加工成镁合金，产能 4.5 万吨/年。由于在原料成本方面并无优势，加之需求下滑，2008 年底，公司关闭了闻喜云海，未来将改为生产中间合金。

苏州云海以镁合金边角料回收再加工为主，回收下游厂商镁合金废料，加工重新售出，只赚钱稳定的加工费，不承担原料价格波动的风险。苏州云海的产能约 4 万吨，毛利较为稳定。

公司 2009 年通过增发预案，准备募集 3.5 亿元资金，建设巢湖云海 10 万吨镁合金项目。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；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。加之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 年低一期将能建成，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。

表 5，2010 年公司产能预测		(单位：吨)
		产能
镁合金		
五台云海	50000	一步法生产镁合金，原料自给
闻喜云海	50000	外购原镁加工，改产中间合金
苏州云海	40000	废旧金属回收加工，毛利稳定
巢湖云海	0	一步法生产镁合金，一期 2011 年 5 万吨/年，二期 2013 年 10 万吨/年
铝合金	150000	
中间合金（南京本部）	10000	
金属锶（五台云海）	3000	

资料来源：公司资料，华泰联合证券研究所整理

**表 6, 公司产品产量预测** (单位: 吨)

	2009	2010E	2011E	2012E
镁合金产量				
公司本部	3000	0	0	0
五台云海	20000	40000	50000	50000
闻喜云海	0	0	0	0
苏州云海	38000	40000	40000	40000
巢湖云海	0	0	30000	60000
合计	61000	80000	120000	150000
铝合金	10000	15000	15000	15000
铝合金棒	32000	85000	100000	120000
中间合金	5000	10000	10000	10000
压铸件	600	5000	5000	5000
金属锶	1000	3000	3000	3000

资料来源：华泰联合证券研究所整理。

## 估值探讨和投资分析

随着经济和下游行业的复苏，公司的镁合金产、销量将不断增加。下游行业镁代铝进程的提速和新的应用领域的发现将产生巨大的镁合金需求，同时镁合金行业因其特殊的行业属性，很有可能成为镁产业链上的供应瓶颈。公司作为国内镁合金行业的龙头，将成为最大的受益者。

### 主要的经营性假设

**表 7, 主要经营性假设**

单位	2009	2010E	2011E	2012E	
主要产品产量					
镁合金	吨	61000	80000	120000	150000
铝合金	吨	10000	15000	15000	15000
铝合金棒	吨	32000	85000	100000	120000
中间合金	吨	5000	10000	10000	10000
压铸件	吨	600	5000	5000	5000
金属锶	吨	1000	3000	3000	3000
主要产品价格					
原镁	元/吨	16300	16800	16900	17000
镁合金	元/吨	21400	21700	21900	21400
原铝	元/吨	15000	15500	16000	16000
铝合金	元/吨	17100	17300	17800	17800
一步法生产镁合金成本	元/吨	15900	16050	16350	16600

资料来源：华泰联合证券研究所

### 盈利预测及敏感性

基于以上假设，预测公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.50 元/股、0.91 元/股、1.23 元/股。对应现股价的 PE 分别为 33 倍、18 倍和 13 倍。

**每上涨 200 元，增厚 EPS 0.03 元/股，镁合金价格影响较大**

公司盈利主要来自镁合金，镁合金的价格波动对公司业绩将会产生显著影响。镁合金价格每上涨 200 元/吨，2010 年 EPS 上升 0.03 元。此外原料成本的主要构成物硅铁和煤炭价格的波动，也会对公司业绩造成影响，但一般来说，成本的上涨会带来金属价格的上涨，公司已实现原料自给，金属价格上涨部分基本可以转嫁出去。

**表 8, 2010 年业绩对镁合金价格敏感性分析**

镁合金	21200	21400	21600	21800	22000
EPS	0.44	0.47	0.50	0.52	0.55

资料来源：华泰联合证券研究所

**表 9, 2010 年业绩对硅铁，煤炭价格敏感性分析**

煤炭/硅铁	6000	6500	6850	7500	8000
600	0.70	0.61	0.55	0.44	0.36
650	0.67	0.58	0.52	0.41	0.33
680	0.65	0.56	0.50	0.39	0.31
800	0.57	0.48	0.42	0.31	0.23
900	0.50	0.41	0.35	0.24	0.16

资料来源：华泰联合证券研究所

### 估值与投资建议

#### 从 PE、PB 的角度

2009 年是公司盈利最差的时候，对应的市盈率水平较高。但未来两年，随着行业逐步回暖，产品销售量的增加，公司盈利将快速回升。目前股价对应 2010、2011 年 PE 均处于行业较低水平，目前可比公司 2010 年平均 PE 39 倍。

加工类企业类似于制造业，运用其资产生产获利，资产质量决定了公司的盈利能力，公司现股价对应 PB 3.6 倍，低于可比公司当前平均 PB 4.1 倍的水平。

**表 10, 可比上市公司估值** 单位：元/股、倍

公司名称	收盘价	净资产	PB	09EPS	10EPS	11EPS	09PE	10PE	11PE
云海金属	16.55	4.54	3.6	0.03	0.50	0.91	511.7	33.1	18.2
东阳光铝	9.40	2.23	4.2	0.09	0.33	0.47	105.8	28.8	20.3
宝钛股份	23.71	8.43	2.8	0.04	0.58	0.60	592.8	40.9	39.5
精诚铜业	16.00	3.68	4.3	0.25	0.26	0.26	64.0	61.5	61.5
栋梁新材	13.26	3.34	4.0	0.51	0.65	0.75	26.0	20.4	17.7
新疆众和	21.18	5.08	5.0	0.52	0.66	0.88	40.7	32.1	24.1
罗普斯金	25.60	7.48	3.4	0.65	0.82	0.93	39.4	31.2	27.5
西部材料	22.46	4.89	4.6	0.19	0.22	0.41	118.2	102.1	54.8

资料来源：华泰联合证券研究所。注：股价为 4 月 28 日收盘价

#### DCF 方法估值

采用两阶段 DCF 贴现模型对公司进行估值，第一阶段为 2010~2012 年，第二阶段为

2012 年以后。

主要假设：1、2010-2011 年产量及价格假设见表7；2、随着公司在建项目的逐步完成并投产，现金流将实现稳定增长；3、2012年以及后的永续增长率为2%，WACC 为 8.08%。

公司的内在价值为 22.01 元/股。

**表 11，DCF 法得到公司的合理价值是 24.71 元/股**

WACC	股权价值	(百万)
贝塔值	1.293	公司核心现值 EV
无风险利率	3.50%	企业总价值现值
市场的预期收益率	7.50%	企业权益价值现值
股权资本成本	8.67%	公司核心评估价值
债务成本	5.00%	公司评估总价值
债务比率	16.00%	债务价值
永续增长率	2%	公司内在评估价值
WACC	8.08%	每股内在价值(元)
		22.01

资料来源：华泰联合证券研究所

### 投资建议

镁合金处于中游，上游金属镁，下游压铸件制造，终端需求为汽车、3C 等行业。目前行业上游原镁产能严重过剩，利润受到挤压而向下游输送；终端下游汽车和 3C 有望为镁合金需求带来总量和结构性增量，而行业自身进入壁垒较高，以上因素导致其可能成为镁产业链上的供给瓶颈。而公司在此环节刚好拥有核心竞争力。

在转换经济增长模式和产业结构调整背景下，新技术和新需求有望促成新产业的兴起，传统的大小行业之分或将被颠覆。镁合金需求的跨越式增长，可望推动镁行业的迅速壮大，现在的小行业未必是将来的小行业。公司拥有核心竞争力，作为镁合金领域的龙头，将成为最大的受益者。

假设 2010-2012 年镁合金价格 21600、21700、21900 元/吨，按公司 2010 年增发 3000 万股后总股本 2.22 亿股计算，预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.50、0.91 和 1.24 元/股。采用 DCF 估值方法，推算股票的合理价值是 22.01 元，对应 2010 年摊薄后 PE 44 倍，鉴于行业可能出现的根本性变化，我们首次研究覆盖，予“增持”评级。

### 风险提示

经济复苏出现反复，汽车、3C 行业复苏进程放缓。镁代铝进程低于预期。公司巢湖项目进展缓慢。

**资产负债表**

	单位: 百万元					单位: 百万元			
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1000	1619	1938	2536	营业收入	1498	3485	4797	5997
现金	185	200	200	200	营业成本	1322	3048	4136	5146
应收账款	227	494	680	850	营业税金及附加	41	87	120	150
其他应收款	6	13	18	23	营业费用	38	70	96	120
预付账款	99	229	310	386	管理费用	71	139	192	240
存货	421	595	587	883	财务费用	28	25	29	32
其他流动资产	62	89	143	194	资产减值损失	11	6	5	4
非流动资产	1018	969	917	908	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	6	6	6	6	投资净收益	1	0	0	0
固定资产	917	871	820	811	营业利润	-11	110	219	305
无形资产	75	74	73	72	营业外收入	24	12	0	0
其他非流动资产	21	19	18	20	营业外支出	2	1	1	1
资产总计	2019	2588	2855	3444	利润总额	11	121	218	304
流动负债	990	1448	1531	1856	所得税	6	24	44	61
短期借款	570	804	718	911	净利润	5	97	175	243
应付账款	188	305	372	412	少数股东损益	-0	0	0	0
其他流动负债	232	339	441	533	归属母公司净利润	5	97	175	243
非流动负债	148	172	182	202	EBITDA	79	199	313	404
长期借款	100	150	180	200	EPS (元)	0.03	0.50	0.91	1.27
其他非流动负债	48	22	2	2					
负债合计	1138	1620	1713	2058					
少数股东权益	10	10	10	10					
股本	192	192	192	192					
资本公积	542	542	542	542					
留存收益	136	224	398	641					
归属母公司股东权益	871	958	1133	1376					
负债和股东权益	2019	2588	2855	3444					

**现金流量表**

	单位: 百万元					单位: 百万元			
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	80	-220	98	-123					
净利润	5	97	175	243					
折旧摊销	63	64	65	67					
财务费用	28	25	29	32					
投资损失	-1	0	0	0					
营运资金变动	-20	-388	-162	-475					
其他经营现金流	6	-18	-9	10					
投资活动现金流	-134	-14	-13	-58					
资本支出	138	14	13	58					
长期投资	0	0	0	0					
其他投资现金流	4	0	0	0					
筹资活动现金流	48	250	-85	181					
短期借款	88	234	-86	193					
长期借款	0	50	30	20					
普通股增加	0	0	0	0	P/E	627.21	32.84	18.19	13.08
资本公积增加	0	0	0	0	P/B	3.65	3.32	2.81	2.31
其他筹资现金流	-40	-34	-29	-32	EV/EBITDA	46	18	12	9
现金净增加额	-6	15	0	0					



#### 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

#### 免责申明

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、投资管理和证券投资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 2010 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@lhzq.com](mailto:lzrd@lhzq.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@lhzq.com](mailto:lzrd@lhzq.com)