



有色金屬行業

雲海金屬－技術優勢與高成長的鎂合金供應商

呂 魏宏達
 ☎ 886.2.2181.8706
 ✉ honda.wei@kgisia.com.tw

呂 楊濤 (Coordinator)
 ☎ 86.21.6125.8676

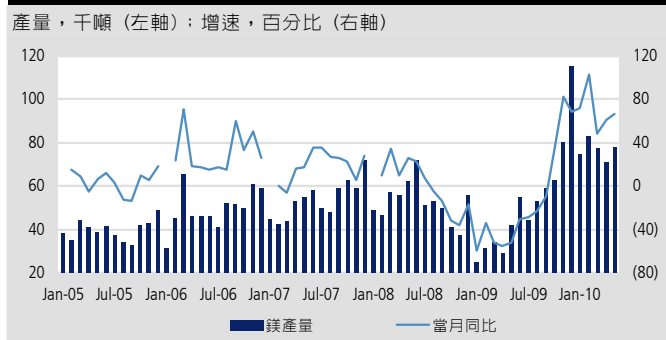
- 低炭經濟輕金屬鎂應用前進廣闊
- 雲海金屬具有技術優勢、產業鏈完整的鎂合金供應商
- 巢湖雲海原鎂-鎂合金項目將成為盈利成長動力

低炭經濟輕金屬鎂應用前進廣闊

金屬鎂是結構材料中最輕的金屬，鎂合金密度是鐵的1/4，鋁合金的2/3，工程塑料ABS 的1.8 倍。鎂合金比鋁合金的減振性能高30倍，導熱性能比塑膠高200倍；鎂合金強度和剛度明顯好於塑膠，抗衝擊力好於鋁合金；鎂合金具有很好的加工性能，比鋁更適合壓鑄大型部件。從上紀90年代隨著鎂合金生產成本不斷降低，鎂合金壓鑄成形技術不斷完善，以及世界汽車及電子產品追求輕量化，金屬鎂主要消費在汽車行業和3C消費品領域快速增長，分別占到70%和20%。汽車重量降低10%，油耗可降低6-8%，提高燃油效率5.5%，金屬鎂以其自身優勢成為節能減排低炭經濟最具前景的金屬材料。2004-08年世界鎂合金市場需求總量年約為25萬噸至30萬噸，全球鎂合金的應用年均增長達到10%左右，歐美鎂合金需求增長率達到15%以上。

中國憑藉豐富的白雲石和煤炭資源優勢，連續多年成為世界最大的原鎂產地，國內原鎂產能占全球產能90%。由於國外較多採用電解工藝成本較國內主要採用皮江法工藝成本高很多，世界原鎂產量近幾年表現為西方國家減產中國增產，國內原鎂產量占全球產量的80%多，50%左右用於出口。

圖一：國內原鎂產量繼續快速增長



資料來源：Wind；凱基整理

由於中國原鎂產能擴張，全球原鎂價格逐漸下跌，鎂鋁價格比已經由高點2倍多下降至目前1.1倍，原鎂價格下跌使得下游消費行業對鋁合金替代變的更經濟可行。受金融危機影響全球原鎂需求顯著下降，2009年上半年國內原鎂廠商被迫停產、減產，減產企業近100%，停產企業超過50%。2009年7月原鎂價格開始企穩反彈，目前國內外需求處於逐步恢復，國內原鎂價格近期維持調整態勢。

圖二：國內鎂錠價格近期繼續維持調整態勢

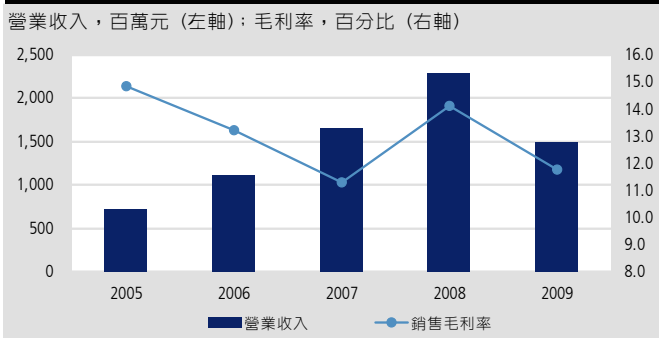


資料來源：彭博；凱基整理

雲海金屬－具有技術優勢、產業鏈完整的鎂合金供應商

雲海金屬是國內最大的鎂合金供應商，業務包括原鎂冶煉-鎂合金加工-鎂合金壓鑄整個產業鏈。2009年鎂合金業務占營業收入56%，貢獻了73%毛利；鎂合金產量占國內產量近4成。公司實行按訂單組織生產的生產模式，採用成本加成定價方式確定鎂合金售價。公司擁有底模澆鑄、密封澆鑄、鎂水直供壓鑄和擠壓鑄造等核心技術達到國際領先水準，在鎂合金加工方面獲得23 項技術專利，使得公司在國內同業競爭中處於領先地位。技術優勢使得公司毛利率長期保持穩定，2005年以來公司年度毛利率一直保持在11%以上。

圖三：2005 年以來公司年度毛利率保持在 11%以上



資料來源：公司公告；凱基整理



目前公司鎂合金加工主要在五台雲海和蘇州雲海公司。五台雲海鎂合金採用“豎罐煉鎂”工藝，設計產能5萬噸。為“白雲礦-原煤-鎂合金”一步法合金化，能耗水準顯著低於同業。2009年受金融危機影響，五台雲海鎂合金產量較低，未來隨著產量的逐步達產，將成為公司利潤新的增長來源。蘇州雲海鎂合金產能4萬噸，主要業務為客戶回收壓鑄過程中產生的鎂合金廢料，賺取穩定的加工費。該部分業務毛利率遠高於鎂錠加工鎂合金，目前是公司淨利潤主要來源。

巢湖雲海原鎂-鎂合金項目將成為盈利成長動力

為加強成本控制能力和完善產業鏈，公司在鎂礦資源豐富的安徽巢湖投建的10萬噸“白雲礦-原鎂-鎂合金”生產線將分別在2011和2013年投產，屆時公司鎂合金產能將從目前的9萬噸提升至19萬噸，繼續在業內保持公司規模優勢。

圖四：公司目前子公司主要產能狀況

產品產能	公司	省份	權益	產能(千噸)	備註
鎂合金	五台雲海	山西省	100%	50.0	一步法生產鎂合金，原料自給
鎂合金	蘇州雲海	江蘇省	100%	40.0	廢舊金屬回收加工，毛利穩定
鎂合金	巢湖雲海	安徽省	100%	100.0	2011年中期5萬噸/年一期投產，2013年初5萬噸/年二期投產
鋁合金	南京雲海	江蘇省	100%	75.0	
鋁合金	台州雲澤	浙江省	51%	30.0	
矽鐵	包頭雲海	內蒙古	100%	10.0	
鎂合金壓鑄	南京雲海	江蘇省	100%	5.0	
中間合金	南京雲海	江蘇省	100%	3.0	
中間合金	聞喜雲海	山西省	100%	45.0	4.5萬噸鎂合金產能改產中間合金
金屬鋁	五台雲海	山西省	100%	3.0	

資料來源：公司公告；凱基整理

在鎂冶煉過程中，鎂礦石占成本比例非常小，成本主要來自矽鐵和能源。2008年6月國家發改委頒佈的鎂冶煉綜合能耗國內領先水準為5.6噸標煤。公司在項目設計中應用多項自主創新的技術降低能耗，我們測算能耗在2.5噸標煤，能耗指標為行業平均水準的一半，使公司繼續在業內保持低成本、一體化的強大競爭優勢。

圖五：巢湖雲海專案鎂錠生產成本結構

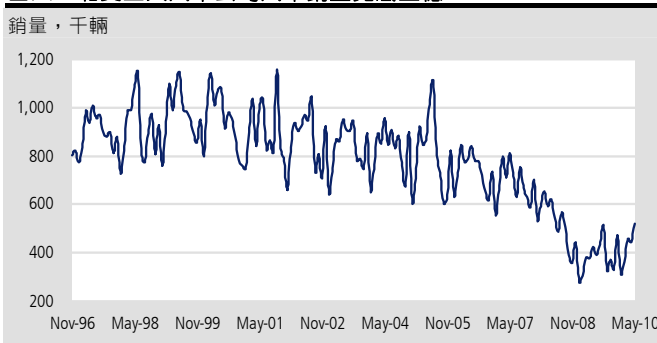
	單位	單位消耗	單價(元)	金額(元)
矽鐵	噸	1.1	4,700.9	4,936
白雲石	噸	11.0	18.9	208
螢石	噸	0.1	1,025.6	133
煤	噸	0.9	619.5	558
天然氣	立方米	800.0	2.1	1,696
電力	千瓦時	2,300.0	0.5	1,081
人工				500
製造費用				1,456
合計				10,568

資料來源：公司公告；凱基整理

國外汽車銷量將見底回升，公司盈利恢復可期

2009年之前公司鎂合金銷售結構為汽車和3C消費電子占比分別為70%和30%，國外銷售收入占公司營業收入一半左右。2009年金融危機影響，歐洲、北美等汽車公司汽車銷量大幅下降，導致公司海外銷售收入同比下降6成多，占營業收入不足3成。2009年公司銷售鎂合金4萬噸，但2009年公司銷售結構變為汽車和3C消費電子各占50%，據此推算，09年公司鎂合金出口2萬噸，較08年下降2萬噸左右。1H 2010年公司在3C消費電子行業鎂合金銷售形勢良好，出口業務較去年同期好轉，2010年預計能夠銷售鎂合金及鋁合金8萬噸左右。目前北美三大汽車公司汽車銷量資料顯示：北美地區汽車銷量已經開始見底回升，隨著汽車業對鎂合金需求將逐步回暖，受出口業務帶動公司盈利將逐步恢復。同時，國內汽車廠商正在加大鎂合金零部件應用比例，有望成為新的增長點。

圖六：北美三大汽車公司汽車銷量見底企穩



資料來源：彭博；凱基整理

投資建議

公司五台雲海鎂合金產能處於達產期，巢湖雲海鎂合金項目將在2011和2013年陸續建成投產，未來幾年處於產能持續擴張時期，公司繼續保持在鎂合金行業的龍頭地位。憑藉在鎂冶煉和鎂合金領域的技術專利，公司處於國內同業競爭中處於領先地位。鎂合金銷售在國外汽車行業轉暖和國內汽車用鎂量增加，以及3C消費帶動下，公司盈利恢復可以期待。目前有色金屬行業平均PE40倍，高於歷史平均PE水準一成。公司2010年PE在40倍左右，作為具有技術優勢、快速成長的鎂合金供應商可以加以關注。

凱基證券集團據點		大中華區	台灣
		上海 上海市仙霞路 317 號 2502-2504 室 郵政編號:200051 深圳 深圳市羅湖區寶安南路 2014 號振業大樓 A 座 24D1 郵政編號:518008	台北 104 台北市明水路 700 號 電話 886.2.2181.8888 傳真 886.2.8501.1691
		香港	泰國
		香港灣仔港灣道十八號中環廣場四十一樓 電話 852.2878.6888 傳真 852.2878.6800	曼谷 9th, 23rd, 24th, 25th, 45th floors, United Central Building 323 Silom Rd, Bangkok 10500, Thailand 電話 66.2.231.1111 傳真 66.2.267.8290

股價說明	等級	定義
	增加持股 (OP)	個股未來十二個月的「超額報酬」(Excessive Return) 在凱基證券集團所追蹤的相關市場(如台灣)各股中排名在前 40%。
	持有 (N)	個股未來十二個月的「超額報酬」在凱基證券集團所追蹤的相關市場(如台灣)各股中排名在前 40%和後 40%之間。
	降低持股 (U)	個股未來十二個月的「超額報酬」在凱基證券集團所追蹤的相關市場(如台灣)各股中排名在後 40%。
	未評等 (NR)	凱基證券集團未對該個股加以評等。
	受法規限制未評等 (R)	受凱基證券集團內部政策和/或相關法令限制使凱基證券集團無法進行某些形式的資訊交流，其中包括提供評等給投資人參考。 *超額報酬 = (十二個月目標價/現價) - 1
	備註	分析師每次出版研究報告的個股都會和凱基證券集團所追蹤的相關市場中的其他個股就「超額報酬」這一項進行比較，然後根據比較的結果提出對該個股的評等。在分析師未對某個股提出新的報告之前，個股的評等不會自動有所更動。

免責聲明
本報告之內容皆來自凱基證券集團認可之資料來源，但不保證其完整性及精確性。報告內容所提及之各項業務、財務等相關檔資料及所有的意見及預估皆基於本集團於特定日期所做之判斷，故有其時效性限制，邇後若有變更時，本集團將不做預告或更新。本報告內容僅供參考，並不提供或遊說客戶為買賣股票之投資依據。投資人應審慎考量本身之投資風險，並就投資結果自行負責。本集團所屬公司之主管或員工皆有可能持有報告中所提及的證券。本集團所屬公司並可能經常提供投資銀行或其他服務給報告中提及之公司或向其爭取相關業務。