



报告日期：2010年12月02日

云海金属（002182）调研报告：短期靠铝，长期看镁

基础数据

总股本（百万股）	192
流通A股（百万股）	138
B股（百万股）	0.00
H股（百万股）	0.00
流通A股市值（亿元）	25

公司评级

所属行业	有色金属
公司股价	18.10元
投资评级	增持

公司市场表现



相关报告

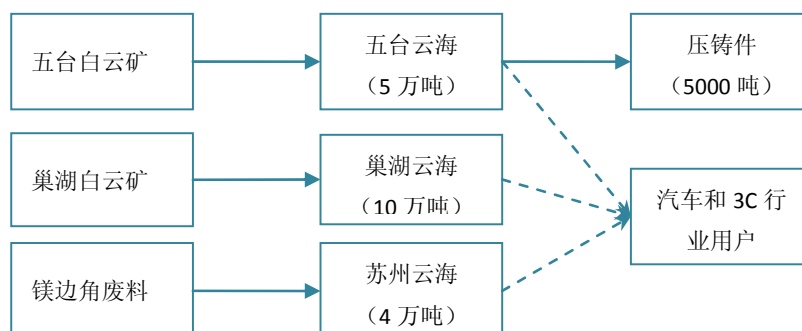
有色金属行业研究员：化定奇
 执业证书编号：S0990209090064
 Email: huadq@vsun.com
 联系电话：0755-83007160

◇ **公司简介。**云海金属主要从事镁合金、铝合金、金属锆及中间合金等产品的研发、生产和销售。公司2009年以前的主要产品是镁合金，但是2010年上半年，由于铝合金产能的快速扩张，公司的铝合金收入首次超过镁合金，铝合金收入占比为54.45%，营业利润占比为54.81%；镁合金收入占比为36.26%，营业利润占比为36.74%。历史数据显示公司的镁合金产品的毛利率一直高于铝合金，但是由于镁行业处于历史底部区域，而铝行业复苏相对较快，以及铝合金产品的规模化效应逐渐显现，2010年上半年铝合金和镁合金的毛利率水平均在7.9%左右。

◇ **铝合金近两年快速扩张，未来产能趋于稳定。**公司目前拥有铝合金产能28.5万吨，包括南京云海本部的9万吨高性能DC棒材，5万吨再生铝合金；台州云泽铝业（公司拥有51%权益）3万吨再生铝合金产能；2010年7月，公司成立运城云海铝业，建设10万吨铝合金项目，项目利用山西华圣铝业有限公司的铝水直接生产铝合金，于2010年11月份投产。截止2010年年底，公司铝合金产能均已投产，产能合计28.5万吨。铝合金产品经过2009-2010年铝合金产品的快速扩张，预期将保持稳定，未来两年铝合金产品将成为公司主要的收入及利润来源。

◇ **镁产业链布局完成，产能扩张进行时。**目前公司在镁行业基本上形成从镁矿——原镁——镁合金——压铸件的完整产业链布局。**镁矿方面：**2008年1月公司全资子公司五台云海镁业以496.6万元与山西五台县石粉厂签订购买该厂位于五台县东冶镇槐阴村处白云石矿产采矿权，采矿区的面积为0.3365平方公里，生产规模为10.8万吨/年。2010年6月，公司全资子公司巢湖云海镁业以4806万元取得安徽省巢湖市青苔山镁矿及冶金用白云岩矿采矿权，矿区面积为0.7783平方公里，镁矿（冶镁白云岩）矿石量4915.31万吨，冶金用白云岩矿石量396.78万吨。通过镁资源上游的扩张，目前公司五台云海镁业5万吨镁合金和巢湖云海镁业10万吨镁合金的资源实现了100%自给率。而苏州云海目前4万吨镁合金产能的主要原料是下游用户的边角料，资源供给有保障。**镁合金方面：**公司目前拥有9万吨产能，包括苏州云海镁业和山西五台云海镁业两大镁合金生产基地，苏州云海目前产能达4万吨，五台云海2010年新增2万吨产能达到5万吨左右。公司还在投资建设巢湖10万吨镁合金项目，根据规划：巢湖云海10万吨镁合金项目将分两期在2011年和2013年分别建成5万吨产能，所以到2011年、2013年公司镁合金产能将达到14万吨、19万吨。**压铸件方面：**公司IPO募投的年产5千吨镁合金压铸件技术改造项目于2009年04月30日已经项目达到预定可使用状态日期。但是由于汽车产品认证和开发周期长，多数开发产品处试制开发阶段未量产，导致公司压铸件产品的销售规模未达到项目规划要求，产能利用不足，致使未能达到预计效益。

图1：公司镁产业链布局

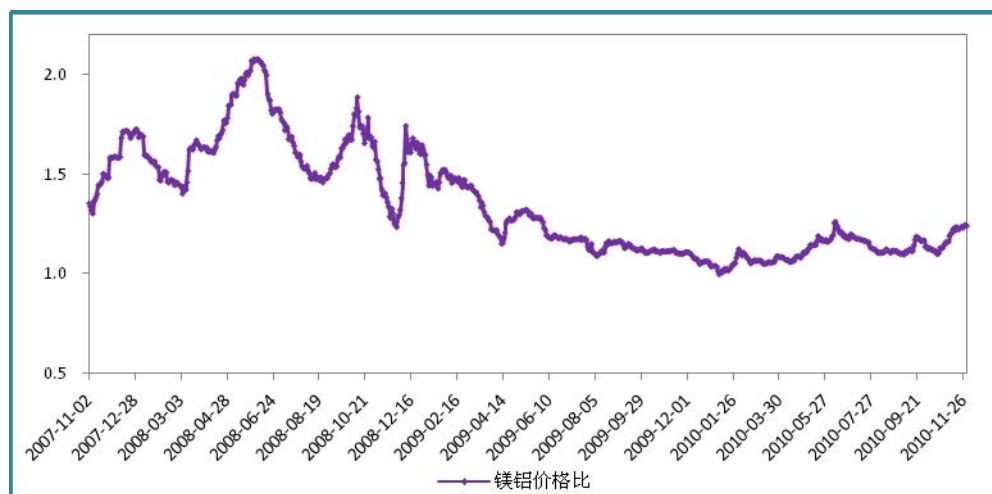


注：巢湖云海10万吨镁合金项目将分两期在2011年和2013年分别建成5万吨产能

资料来源：公司公告，英大证券

- ◇ **公司短期靠铝，长期看镁。**由于铝合金是成熟产品，市场竞争比较充分，其销售价格按铝锭期货市场价格加一定的加工费确定，随着公司铝合金规模的基本确定，未来毛利率将一直比较平稳。而镁行业则属于朝阳产业，未来镁合金用量的增长空间远远大于铝合金，未来的增速也将远远大于铝合金行业。
- ◇ **镁铝价格比保持合理水平，未来镁行业机会在于“量升”而非“价涨”。**在当今“绿色经济”时代，铁、铜、铝等金属资源保障程度有限的大背景下，镁金属由于质轻、资源储量丰富，被认为继钢铁，铝合金之后的第三大金属结构材料。行业专家测算，当镁合金价格与铝合金价格比小于 1.5，镁合金将会被选择用于替代铝合金，当这个比例小于 1.3 时，在作为可替代铝合金的领域将会大量应用。截止到目前為止，镁铝价格依然保持在 1.24 的水平，这有助于镁合金应用范围的推广。2007 年下半年到 2008 年上半年，镁锭价格的一路攀升导致还处于发展初期的镁合金材料受到严重的制约。自 2008 年年底以来，镁价处于稳中有升的态势，镁铝价比也一直处于合理的范围内，而且目前大部分镁锭厂商也希望镁锭市场能继续保持这种温和上行的走势，对过分炒作比较反感。我们认为，镁价理想的上涨速度是基本同步与铝价的上涨，而镁价的过快上涨对于行业的发展甚至具有“破坏性”。未来镁行业的发展将主要受益于消费量的快速增长，而非价格的大幅上涨。

图2：镁锭铝锭价格比



资料来源：公司公告，英大证券

- ◇ **电动汽车推广将加速汽车轻量化材料的应用。**为减少汽车二氧化碳的排放，世界各国制定了更加严格的汽车排放和燃料经济性法规，其特点是把二氧化碳的排放作为燃油经济性的重要度量，所以各国汽车制造商积极进行汽车轻量化开发。譬如，欧洲各车厂计划 2011 以后出厂的新车以减重 7~8% 为目标；到 2016 年以后，再减重 7~8%。另外，目前全球电动汽车的推广也在如火如荼地在展开，但是目前市面上的混合动力和电动汽车，面临的一大问题就是笨重的电池增加了汽车的重量和体积，从而大大制约了电动汽车的续航性能和经济性能。传统汽车发动机部分（主要包括机体组、曲轴飞轮组、辅助系统等）占整车重量的 12% 左右。但是目前电动汽车的电池组占整车的比重达 20% 左右，使得电动汽车的重量明显高于同车型的汽车。譬如，目前市场上的电动汽车中，电池容量为 16KWh 的比亚迪 F3DM 和三菱 i-MiEV，其电池重量分别为 250Kg 和 240Kg，占整车重量的 16.03% 和 22.22%，相比原汽油车车型分别增重 260Kg、180Kg，增重比例为 30%、20%。电池容量为 26.5KWh 的朗逸电动车，电池组重量达 315Kg，占整车重量的 21.03%，相比普通汽油车重 144 公斤，增重比例为 10%。所以，除了动力系统、电控系统和驱动系统之外，汽车轻量化也被认为是电动汽车重要的核心技术之一。所以随着电动汽车的推广，镁合金等轻量化材料将得到快速的增长。
- ◇ **公司盈利预测及评级。**2011 年公司的铝合金产品的产能将逐渐释放，预期公司 2010、2011 年 EPS 将达到 0.16 元、0.38 元。公司所在镁合金行业未来的发展空间巨大，而短期内铝合金的产能扩张为公司业绩提供了一定的支撑，所以给予公司“增持”评级。
- ◇ **风险提示。**公司主要产品价格大幅下跌；大小非减持风险；镁产品加工技术及合金化开发的进程较慢导致下游需求增长缓慢的风险。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，英大证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。

本报告为英大证券有限责任公司所有。未经英大证券有限责任公司同意，任何机构、个人不得以任何形式将本报告全部或部分复制、复印或拷贝；或向其它人分发。

行业评级

强于大市	行业基本面向好，预计未来6个月内，行业指数将跑赢沪深300指数
同步大市	行业基本面稳定，预计未来6个月内，行业指数将跟随沪深300指数
弱于大市	行业基本面向淡，预计未来6个月内，行业指数将跑输沪深300指数

公司评级

买入	预计未来6个月内，股价涨幅为15%以上
增持	预计未来6个月内，股价涨幅为5-15%之间
中性	预计未来6个月内，股价变动幅度介于±5%之间
回避	预计未来6个月内，股价跌幅为10%以上

评级说明：

1. 投资建议的比较标准

- ◇ 投资评级分为股票评级和行业评级。
- ◇ 以报告发布后的 6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6个月内的公司股价（或者行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

2. 投资建议的评级标准

- ◇ 报告发布日后的 6个月内的公司股价（或者行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准