

市价 (人民币): 18.82 元
 目标 (人民币): 26.50 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

| | |
|---------------|-------------|
| 已上市流通 A股(百万股) | 138.28 |
| 总市值(百万元) | 3,613.44 |
| 年内股价最高最低(元) | 21.65/10.62 |
| 沪深 300 指数 | 3128.26 |
| 中小板指数 | 7465.49 |



公司基本情况(人民币)

| 项目 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-------------|---------|---------|---------|---------|--------|
| 摊薄每股收益(元) | 0.217 | 0.026 | 0.158 | 0.736 | 0.889 |
| 每股净资产(元) | 4.56 | 4.54 | 4.56 | 5.17 | 5.93 |
| 每股经营性现金流(元) | 0.05 | 0.42 | 1.77 | 1.10 | 1.75 |
| 市盈率(倍) | 40.42 | 609.40 | 115.54 | 24.81 | 20.54 |
| 行业优化市盈率(倍) | 10.86 | 33.65 | 33.65 | 33.65 | 33.65 |
| 净利润增长率(%) | -30.26% | -87.83% | 498.92% | 365.78% | 20.75% |
| 净资产收益率(%) | 4.75% | 0.58% | 3.46% | 14.24% | 14.99% |
| 总股本(百万股) | 192.00 | 192.00 | 192.00 | 192.00 | 192.00 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- iPad 机壳用材料最大供应商, 借助 iPad, 云海金属铝合金业务将保持高速增长, 并持续提升企业盈利能力。根据我们的调研发现, 大部分 iPad 机壳用材料由云海金属提供 (超过 50%以上), iPad 需求量未来高成长, 以及其机壳所用材料的高附加值将推动公司铝合金业务高速增长, 并提升企业盈利能力。
- 高业绩弹性以及镁合金的行业地位提供了公司未来由规模经营走向精细化管理的基础, 成为保持持续增长的基础: 公司拥有 31 万吨铝合金以及 15 万吨镁合金生产规模, 已经具备全球最大的规模优势; 随着公司由规模经营转向内部管理控制, 提高生产效率与管理效率, 将逐步提升企业盈利能力, 为企业提供良好的业绩弹性。
- 公司业绩将大幅增长: 由于存在着产能迅速扩张而需求大幅下降的矛盾, 公司受到折旧、摊销和费用的影响, 前几年的盈利能力较弱; 未来随着产能扩张到位和下游需求大幅增长, 公司单位产品的费用率显著下降, 公司的业绩将会大幅增长。

投资建议

- 我们认为短期 iPad 等产品将会持续热销, 而 3C 领域也将长期繁荣, 作为具备竞争优势的原料供应企业, 公司必将显著受益, 未来增长比较确定。给予公司“买入”评级。
- 我们预计公司 2010 年、2011 年、2012 年实现销售收入分别为 31.82 亿元、43.58 亿元和 45.07 亿元, 净利润分别为 0.30 亿元、1.41 亿元和 1.71 亿元, 对应 EPS 分别为 0.158 元、0.736 元和 0.889 元。

估值

- 我们给予公司未来 6-12 个月 26.50 元目标价位, 相当于 36x11PE 和 29.8x12PE。

风险

- 主要风险包括: 客户集中度较高的风险, 原材料价格波动的风险, 汇率变动对公司出口业务带来的风险, 汽车行业长期不景气拖累公司镁合金业务的风险。

王磊

联系人
 (8621)61038282
 wang_lei@gjzq.com.cn

李莉芳

分析师 SAC 执业编号: S1130206080206
 (8621)61038292
 liliifang@gjzq.com.cn

内容目录

| | |
|---------------------------------|----|
| iPad 高成长与高附加值推动公司铝合金业务高速增长..... | 3 |
| 公司铝合金业务发展迅速..... | 3 |
| 受益 iPad 热销，铝合金业务爆发可期..... | 4 |
| 废屑回收是公司的竞争优势..... | 6 |
| 2011 年“苹果”带来的铝合金增量或超 10 万吨..... | 6 |
| 全球镁合金龙头..... | 8 |
| 镁合金业务成本优势突出..... | 8 |
| 镁合金需求静待汽车行业复苏..... | 9 |
| 2011 年公司业绩将大幅增长..... | 11 |
| 销售预测 | 11 |
| 盈利预测 | 13 |
| 估值与投资评级..... | 13 |
| 风险提示 | 14 |
| 附录：三张报表预测摘要 | 15 |

图表目录

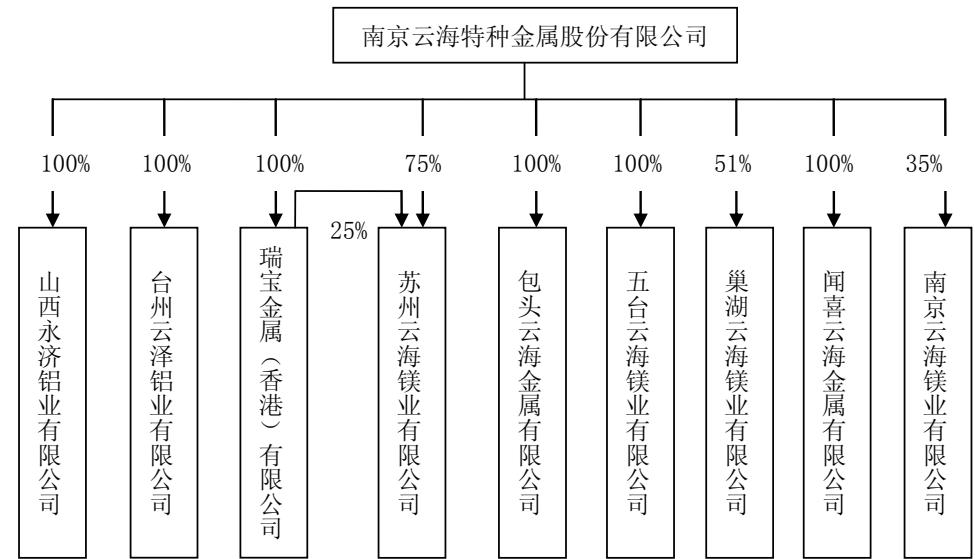
| | |
|-----------------------------------|----|
| 图表 1：公司主要子公司 | 3 |
| 图表 2：铝合金产品销售占比提升显著 | 4 |
| 图表 3：目前铝合金产品贡献毛利超过 50%..... | 4 |
| 图表 4：云海金属对可成科技销售情况预测（单位：亿元） | 5 |
| 图表 5：iPad&iPhone 相关公司 | 5 |
| 图表 6：可成科技月度销售额（单位：百万新台币） | 6 |
| 图表 7：iPad 机壳正反面 | 6 |
| 图表 8：iPad 机壳生产过程中，废屑的回收十分重要 | 6 |
| 图表 9：iPad 主要部件重量占比 | 7 |
| 图表 10：公司铝合金产能情况 | 7 |
| 图表 11：永济云海供给可成（宿迁） | 8 |
| 图表 12：云海本部供应可成（苏州） | 8 |
| 图表 13：公司镁合金产能分布 | 8 |
| 图表 14：公司镁合金生产成本与行业比较 | 9 |
| 图表 15：镁行业产业链 | 10 |
| 图表 16：美国三大汽车厂商销售尚未完全复苏 | 10 |
| 图表 17：国外汽车行业的不景气影响我国镁合金的出口 | 11 |
| 图表 18：公司镁合金、铝合金产量预测 | 11 |
| 图表 19：云海金属销售预测-1..... | 12 |
| 图表 20：云海金属销售预测-2..... | 13 |

iPad 高成长与高附加值推动公司铝合金业务高速增长

公司铝合金业务发展迅速

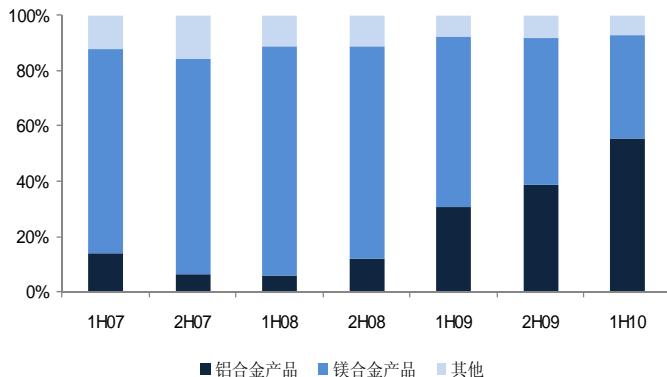
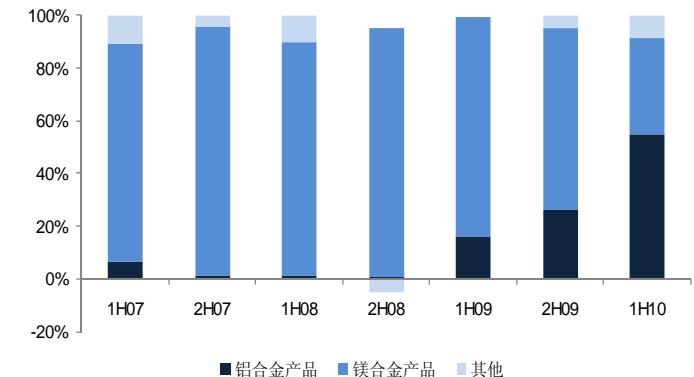
- 南京云海特种金属股份有限公司主要从事镁合金、金属锶、铝合金及中间合金等产品的研发、生产和销售。公司近三年来镁合金产销量均居全国第一位，是全球规模最大的镁合金专业生产企业之一。此外，公司的铝合金业务虽然规模比较小，但是因为公司在镁合金领域的积累和客户资源，近年来发展迅速。

图表1：公司主要子公司



来源：公司公告，国金证券研究所

- 金融危机后，由于海外市场的快速萎缩，公司镁合金业务的发展遇到很大的困难，盈利迅速下降。公司管理层迅速调整策略，将公司的铝合金业务作为重点发展的方向，由于公司之前在客户、技术等方面积累，公司的铝合金业务发展迅速，很大程度上弥补了公司镁合金业务盈利能力的不足。
- 作为轻质合金，铝合金在生产工艺上与镁合金有很多相同的地方，公司在镁合金生产上的技术、人员、流程控制等各方面的积累，使公司在转型生产铝合金时非常迅速，产品质量也有保障。
- 金融危机后，3C 领域使用铝合金的范围和规模快速提升，公司与 3C 领域的合金部件生产企业富士康、可成科技、华孚都有着长期的稳定的合作，公司的铝合金产品可以迅速进入这些厂商的供应链体系。
- 公司镁合金业务由于自身规模的扩张以及下游需求的不景气，短期内难以实现良好的盈利；而铝合金业务的发展，弥补了公司镁合金业务盈利能力的不足，是公司未来主要的看点。

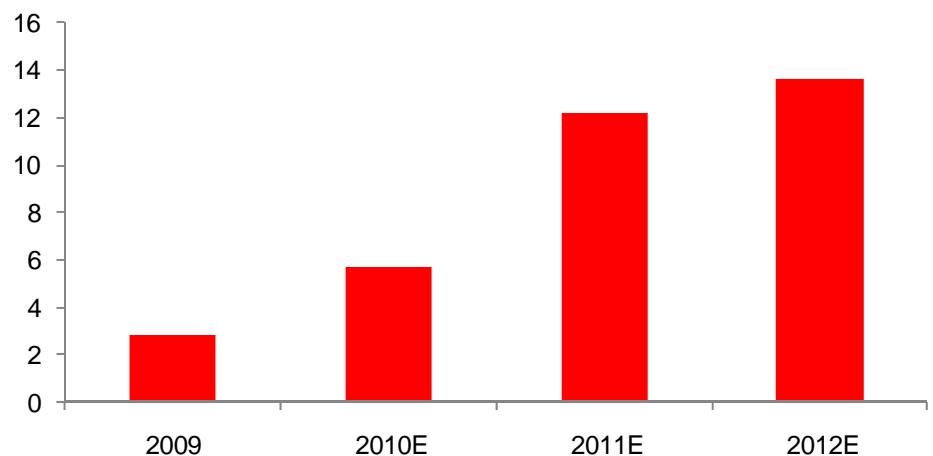
图表2：铝合金产品销售占比提升显著

图表3：目前铝合金产品贡献毛利超过 50%


来源：公司公告，国金证券研究所

受益 iPad 热销，铝合金业务爆发可期

- 2010 年 1 月，苹果公司推出平板电脑 iPad，这种革命性的产品迅速占据原有的笔记本电脑市场，产品销售十分火爆，可以说是 2010 年全球最令人瞩目的一款电子产品，预计 2010 年全年 iPad 销售超过 1500 万台。
- 苹果 iPad 的推出对整个半导体行业都有着巨大的推动作用，由于 iPad 采用全新的铝合金机壳，使得 3C 领域铝合金的使用量大幅增加，云海金属受益最为明显。
- 在 3C 领域，轻质合金凭借着其在性能上卓越的优势，在机壳上的应用越来越多，塑料机壳的市场空间不断被压缩。在机壳的制造企业中，可成科技、富士康和华孚科技的垄断地位不可撼动，三家企业占据了全球 80% 的市场份额。
- iPad 机壳采用的是整体成型的铝合金外壳，在生产这类外壳的企业中，可成科技具有良好的设备、技术、工艺和人员积累，因此获得了苹果大量的订单。预计可成科技的市场占有率达到 80% 左右。
- 云海金属与可成科技有着良好的长期的合作关系，而由于云海金属在轻质合金生产方面的积累，可以稳定的提供合格的铝合金原料，因此获得了可成科技超过 90% 的订单。
- 总体而言，目前云海金属占据了 iPad 机壳铝合金原料 70% 以上的市场份额，而这种市场占有率是相对稳定的。因此未来随着整个平板电脑市场的持续高景气，云海金属的铝合金业务将会出现爆发式的增长。
- 可成科技的订单未来将构成公司铝合金收入主体，这意味着公司 2011 年大部分业绩将直接受益于 iPad 的放量，成为 iPad 供应链收益最深的公司。
- 可成科技是全球最大的 iPad 机壳制造企业，大部分 iPad 用机壳均来自于可成科技制造；而可成科技所用铝合金材料（即高性能铝合金 DC 棒）约 90% 以上采购至云海金属。
- 根据我们对 iPad 产业链的调研，我们认为 2010 年公司有望为可成科技提供将近 6 万吨，而 2009 年可成科技在云海金属的采购额不足 3 亿元，我们预计 2011 年可成科技采购云海金属铝合金量或突破 15 万吨，成为云海科技铝合金销售的主要构成。

图表4: 云海金属对可成科技销售情况预测 (单位: 亿元)



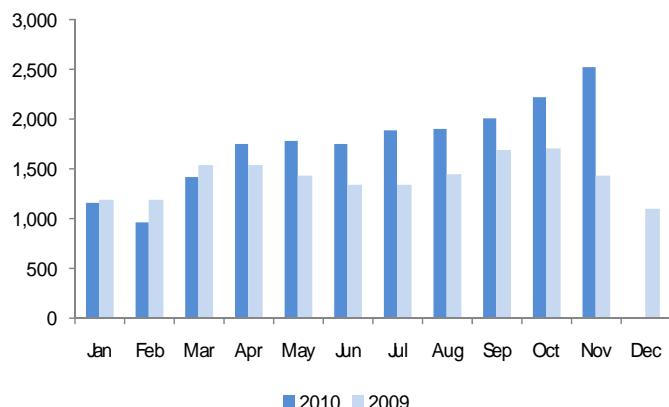
来源: 国金证券研究所

图表5: iPad&iPhone 相关公司

| 行业类别 | 公司名称 |
|------|---|
| 制造部分 | 芯片 三星(SEO:005930), Cirrus Logic(NASDAQ:CRUS), Skyworks(NASDAQ:SWKS), Dialog Semi(ETR:DLG), BroadCom(NASDAQ:BRCM), STMicro(EPA:STM), 英飞凌(ETR:EFXA), 德州仪器(NYSE:TXN), Linear Tech(NASDAQ:LLTC) |
| | 显示屏 LG Display(NYSE:LPL) |
| | 触摸面板 胜华 Wintek(TPE:2384), 奇美电(TPE:3481), 菜宝高科(SHE:002106) |
| | 镜头 大立光(TPE:3008), 玉晶光(TPE:3406) |
| | 组装 鸿海(TPE:2317) |
| | 电池 德赛电池(SZE:000049), 顺达(TPE:3211), 新普(TPE:6121) |
| | 机壳 鸿准(TPE:2354), 可成(TPE:2474) |
| | 连接器 正威(TPE:2392) |
| | 石英晶体 晶技(TPE:3042) |
| | PCB 欣兴(TPE:3037), 健鼎(TPE:3044) |
| 附加服务 | 软板 嘉联谊(TPE:6153), 台郡(TPE:6269) |
| | 被动元件 国巨(TPE:2327), 美磊(TPE:3068), 聚鼎(TPE:6224) |
| | 电子阅读 亚马逊(NASDAQ:AMZN), Barnes&Noble(NYSE:BKS), 新华传媒(SHA:600825) |
| 手机游戏 | 酷六传媒 (NASDAQ:KUTV), 第九城市(NASDAQ:NCTY), 空中网(NASDAQ:KONG), 北纬通信(SHE:002148), PopCap(N.A) |
| | 应用服务 开心网(N.A), 新浪(NASDAQ:SINA), 腾讯(HKG:0700) |

来源: 国金证券研究所

■ 可成科技作为 iPad 机壳的主要制造厂商, 受益 iPad 的推出, 销售收入在 2010 年下半年呈现爆发式增长, 环比增速超过 10%。

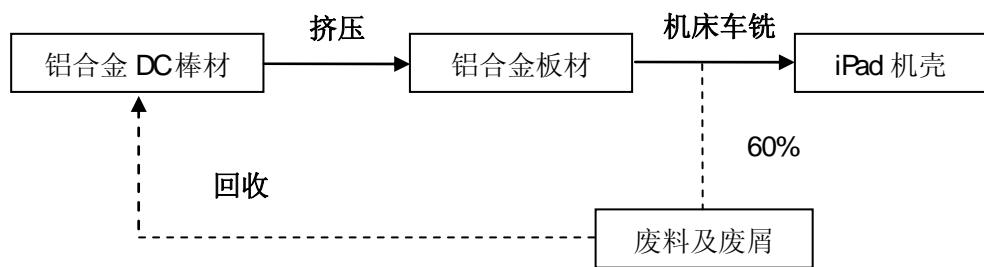
图表6: 可成科技月度销售额 (单位: 百万新台币)


来源: 可成科技公告, 互联网, 国金证券研究所

图表7: iPad 机壳正反面


废屑回收是公司的竞争优势

- 云海金属作为可成科技主要的原料供应商, 不单单是因为可以提供质量稳定的铝合金 DC 棒材, 更重要的是可以提供综合的原料回收再加工服务, 为可成科技节省了成本和费用, 这也是双方长期合作的重要因素, 也是公司一个主要的竞争优势。
- 由于采用的是整体制造的新工艺, iPad 铝合金机壳在生产过程中产生大量边角料和碎屑。如果按照原料的投入/产出比例的话, 整个机壳原料利用率不超过 20%, 在生产过程中大约有 60% 的废料可以回收再加工成原料使用。
- 在镁合金的加工过程中, 会产生大量的废屑, 所以云海金属在废屑回收方面积累了大量的经验 (比如苏州云海), 这是一般铝合金原料企业所不能提供的服务, 也是云海金属立足 3C 原料供应领域的护城河。

图表8: iPad 机壳生产过程中, 废屑的回收十分重要


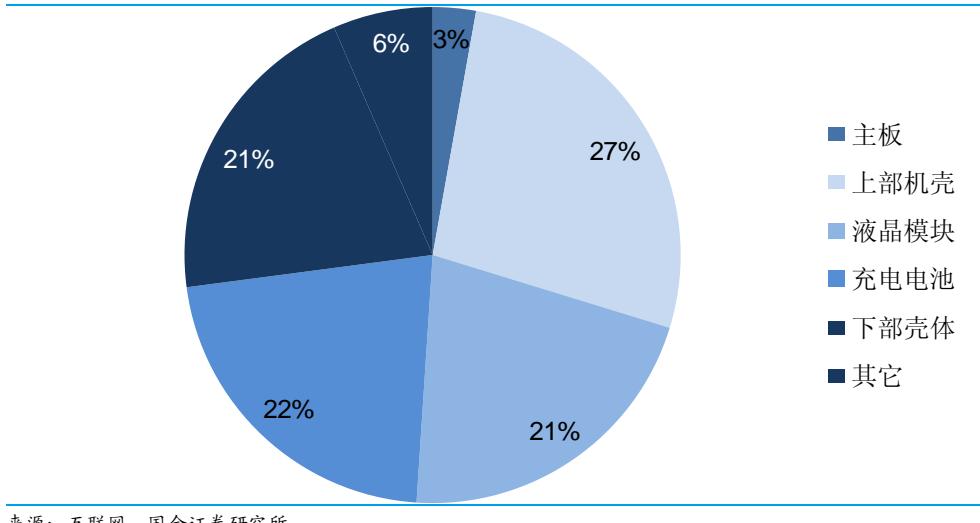
来源: 国金证券研究所

2011 年“苹果”带来的铝合金增量或超 10 万吨

- 2010 年苹果 iPad 预计销售接近 1500 万台, 而这仅仅是平板电脑广阔市场空间的开始, iSuppli 预计 2011 年/12 年 iPad 的出货量分别是 3650 万台和 5040 万台。此外预计苹果会在 2011 年 3 月份推出 iPad2, 鉴于 iPad 的热销, 预计 iPad2 在 2011 年的月出货量将是 600 万台。苹果平板电脑销量的迅速增长, 带来的是对铝合金的巨大需求。
- iPad 总重为 676g, 其中铝合金壳体的重量为 149g, 占总重的 21%。2010 年云海金属供给可成科技的铝合金 DC 棒为 6 万吨, 预计 2010 年 iPad 产量在 1800 万台左右, 而 2011 年新增 iPad 产量也在 1800 万台, 由此可为云海金属带来 6 万吨的新增铝合金需求。

- iPad2 大小将由 iPad 的 9.7 寸缩小到 7 寸，总重量也将从 iPad 的接近 700g 下降到不足 500g。尺寸和重量的缩小，意味着铝合金机壳重量的减少，预计在 100g 左右。按照 iPad 的生产工艺计算，6000 万台 iPad2 的铝合金总需求不少于 15 万吨，云海金属从中争取到 5 万吨的市场份额是完全可以做到的。

图表9: iPad 主要部件重量占比



来源：互联网，国金证券研究所

- 正是由于可成科技对于明年铝合金的需求增长迅速，公司才在河南永济迅速增加了 10 万吨铝合金产能，并在 2011 年初即可达产。永济云海采用铝水直接生产铝合金，每吨节省成本在 300 元左右。
- 公司 2011 年将具备 30 万吨以上的铝合金生产能力，主要生产供应给可成科技的铝合金 DC 棒材。

图表10: 公司铝合金产能情况

| 铝合金产能 (万吨) | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|------------|------|-------|-------|-------|
| 公司本部 | 6 | 18 | 18 | 18 |
| 永济云海 | 0 | 1 | 10 | 10 |
| 台州云泽 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| 合计 | 9 | 22 | 31 | 31 |

来源：公司公告，国金证券研究所

- 公司本部的铝合金将销售给可成苏州公司，而永济云海的销售对象是可成在宿迁新建的机壳工厂，均实现了就近销售。

图表11: 永济云海供给可成(宿迁)



来源: 百度地图, 国金证券研究所

图表12: 云海本部供应可成(苏州)



全球镁合金龙头

镁合金业务成本优势突出

- 目前公司除本部有 1 万吨镁合金产能用于公司自产镁合金压铸件外, 还有四家子公司从事镁合金的生产和销售, 分别是闻喜云海、五台云海、巢湖云海和苏州云海。
- 闻喜云海现有镁合金产能 4.5 万吨, 采用外购原镁作为原料, 预计待五台、巢湖项目成熟后, 闻喜云海将作为公司的储备产能, 视镁合金市场情况而选择开工。
- 五台云海有镁合金产能 5 万吨, 利用公司专有技术, 采用白云石生产粗镁并一步法生产镁合金。五台项目最大特点就是能耗低, 吨镁合金煤耗约 4.5 吨, 大大低于行业平均耗煤 8 吨的水平。
- 巢湖云海尚处于项目建设期, 预计 2011 年底一期 5 万吨达产, 2012 年底二期 5 万吨达产, 合计产能 10 万吨。公司在巢湖拥有更优质的白云石资源, 采用天然气替代五台项目中的煤制气, 更具成本优势。
- 苏州云海有镁合金产能 4 万吨, 主要以当地 3C 工厂的加工边角料生产镁合金。镁合金在生产 3C 部件的过程中利用率不高, 会产生大量废料、废屑, 公司在回收废料方面有着独有的技术积累, 并且与当地生产企业有着长期的合作关系, 废料来源比较稳定。废料加工镁合金收取固定的加工费, 没有太多的资金占用和原料波动风险, 盈利能力也最为稳定。

图表13: 公司镁合金产能分布

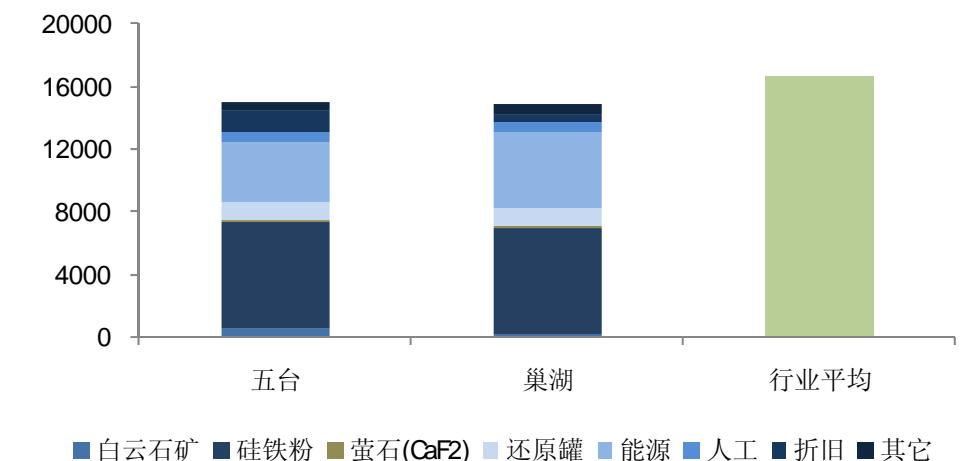
| 镁合金产能 | 2009 | 2010E | 2011 | 2012E | 备注 |
|-------|------|-------|------|-------|-------|
| 公司本部 | 1 | 1 | 1 | 1 | 不对外出售 |
| 闻喜云海 | 4.5 | 4.5 | 0 | 0 | 外购原镁 |
| 五台云海 | 5 | 5 | 5 | 5 | 原料自给 |
| 巢湖云海 | 0 | 0 | 5 | 10 | 原料自给 |
| 苏州云海 | 4 | 4 | 4 | 4 | 外购边角料 |
| 合计 | 14.5 | 14.5 | 15 | 20 | |

来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 公司是高新技术企业, 在镁合金的生产装备和工艺上有着国内领先的技术水平, 是国内镁合金生产领域成本控制最好的企业, 行业内竞争优势非常明显。

- 公司五台、巢湖项目都拥有白云石采矿权，原料 100% 自给。
- 公司五台项目位于煤炭大省山西，节省了煤炭的运输成本；巢湖项目位于西气东输的重要节点，天然气价格相对便宜。
- 公司采用竖罐炼镁、粗镁一步法生产镁合金，降低了生产过程中的能耗，吨镁合金能耗 4.5 吨标准煤，低于行业能耗 8 吨的平均水平。
- 公司镁合金生产自动化程度高，每万吨镁只需 200 个工人，低于业内 400-500 人的平均水平。

图表14：公司镁合金生产成本与行业比较



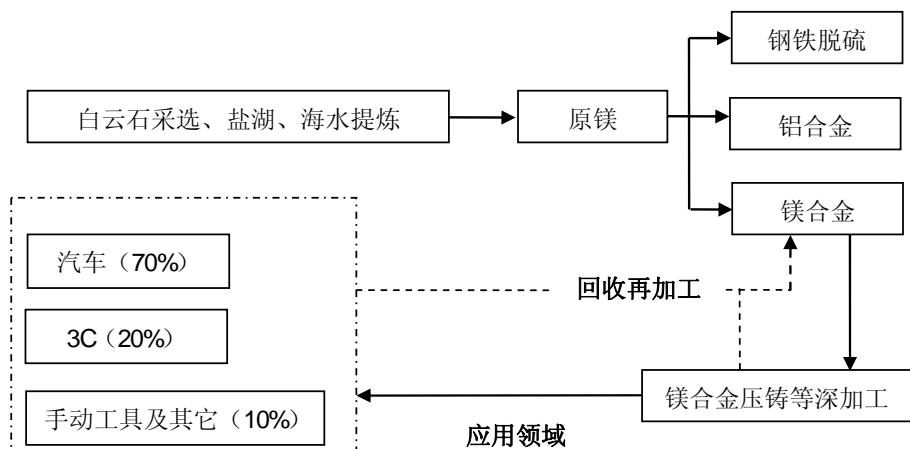
来源：国金证券研究所

- 因为公司在生产工艺、生产能耗以及用工等方面的优势，公司镁合金生产成本比行业平均水平低 1800-2000 元/吨，考虑到未来能源成本越来越高，公司在能耗上的优势也会愈加突出。由于 2008 年以来下游需求的不足，使得公司五台项目开工率不高，吨镁合金的折旧和费用摊销较高，降低了公司镁合金业务的盈利能力，公司在镁合金成本方面的优势还没有完全体现。

镁合金需求静待汽车行业复苏

- 镁合金产业链主要经过原镁冶炼、镁合金生产、镁合金压铸等环节，最终产品用于汽车、3C 产品、航空航天产品和替代其它合金。镁合金是可用于结构的最轻的实用金属，具有良好的机械性能及加工性能，电磁屏蔽性能和可再生性也十分突出，应用前景非常广阔。
- 汽车领域是镁合金应用的最主要领域，在汽车轻量化的大趋势下，单辆汽车上的用镁量提升空间广阔。目前国外每辆汽车的平均用镁量为 3.5 千克，国产汽车在 1.5 千克左右。
- 3C 产业是全球发展最快的产业，在以笔记本电脑和手机为代表的 3C 产品朝着轻、薄、短、小方向发展的推动下，镁合金的应用得到了持续增长。
- 由于镁合金良好的性能，镁合金的应用领域也在不断拓展。镁合金在轨道车辆、摩托车、自行车等交通工具以及手持电动工具等领域的应用也越来越广泛。

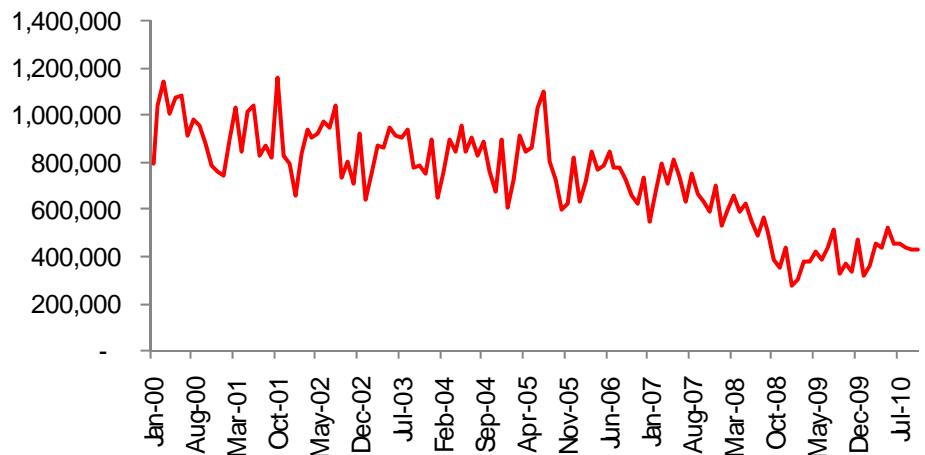
图表15：镁行业产业链



来源：国金证券研究所

- 2008年金融危机以后，欧美汽车制造业特别是美国三大汽车厂商出现严重的危机，这使得镁合金在汽车领域推广的进程受到一定延缓，预计未来汽车领域对镁合金需求增长比较缓慢。
 - 一方面，三大汽车厂商的汽车销量还没有恢复到金融危机之前的水平，对镁合金的使用总量增长缓慢。
 - 另一方面，由于金融危机后三大厂商均濒临破产，缩减了一些研发投入，使得镁合金在单辆汽车上的使用量也没有限制提高。

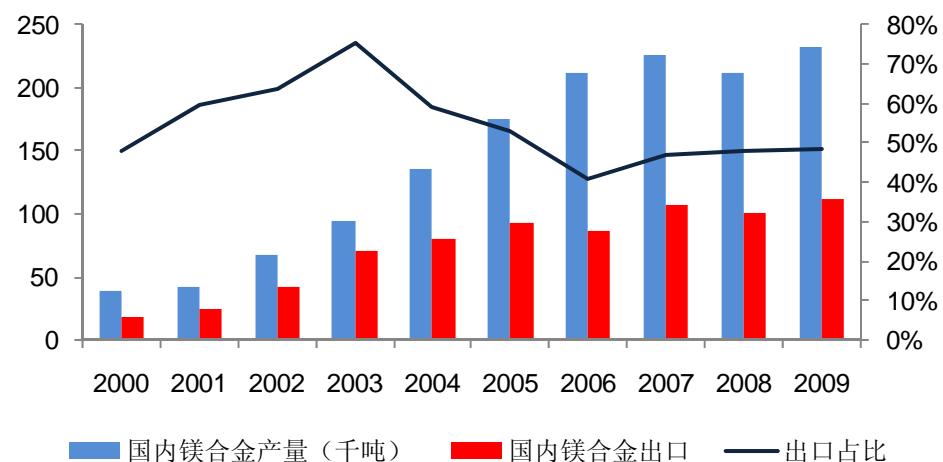
图表16：美国三大汽车厂商销售尚未完全复苏



来源：Bloomberg，国金证券研究所

- 由于中国有丰富的白云石和煤炭资源，成本优势十分突出，国外原镁、镁合金企业纷纷停产或者将产能转移到中国，目前中国占全球原镁 80%左右的产能，镁合金的产量也超过全球产量的 2/3 以上。
- 欧美汽车行业的不景气影响了全球镁合金的消费，对我国镁合金的出口也造成了很大的影响，预计短期内欧美汽车行业对镁合金的需求拉动不会有显著提升。
- 全球镁合金市场容量相对于其它工业金属十分有限，而大部分原料及成品产能又集中在中国，这就使得海外企业在拓展镁合金应用的时候不得不考虑未来的原料限制，因此很难在短期内大规模推广镁合金的应用。

图表17：国外汽车行业的不景气影响我国镁合金的出口



来源：中国镁协，国金证券研究所

2011 年公司业绩将大幅增长

销售预测

- 预计公司镁合金业务将会缓慢增长，而铝合金业务将成为公司最主要的收入和利润来源。
- 我们预计公司对可成科技销售的铝合金 DC 棒在 2010 年、2011 年和 2012 年分别为 6 万吨、16 万吨和 16 万吨，分别占公司铝合金产量的 37.5%、61.54% 和 61.54%，由于铝合金 DC 棒的综合加工费远高于一般铝合金，产品比重的提升也提高了公司的毛利率水平。

图表18：公司镁合金、铝合金产量预测

| 镁合金产量 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-------|------|-------|-------|-------|
| 公司本部 | 0.3 | 0 | 0 | 0 |
| 闻喜 | 2.5 | 1 | 0 | 0 |
| 五台 | 1 | 3 | 5 | 5 |
| 巢湖 | 0 | 0 | 2 | 3 |
| 苏州 | 4 | 4 | 4 | 4 |
| 合计 | 7.8 | 8 | 11 | 12 |

| 铝合金产量 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-------------|------|-------|-------|-------|
| 高性能 DC 棒-本部 | 0 | 6 | 10 | 10 |
| 高性能 DC 棒-永济 | 0 | 0 | 6 | 6 |
| 中端铝合金 | 4 | 7 | 7 | 7 |
| 压铸铝合金 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| 合计 | 7 | 16 | 26 | 26 |

来源：国金证券研究所

图表19: 云海金属销售预测-1

| 项目 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|--------------|----------|---------|----------|----------|----------|
| 镁合金业务 | | | | | |
| 销售收入 (百万元) | 1,845.99 | 838.13 | 1,162.39 | 1,645.30 | 1,794.87 |
| 增长率 (YOY) | -- | -54.60% | 38.69% | 41.54% | 9.09% |
| 毛利率 | 16.38% | 14.50% | 7.79% | 9.04% | 11.00% |
| 销售成本 (百万元) | 1,543.62 | 716.63 | 1,071.89 | 1,496.60 | 1,597.47 |
| 增长率 (YOY) | -- | -53.57% | 49.57% | 39.62% | 6.74% |
| 毛利 (百万元) | 302.37 | 121.50 | 90.50 | 148.70 | 197.40 |
| 增长率 (YOY) | -- | -59.82% | -25.51% | 64.31% | 32.75% |
| 占总销售额比重 | 83.04% | 56.37% | 36.53% | 37.75% | 39.82% |
| 占主营业务利润比重 | 97.42% | 72.79% | 37.79% | 35.10% | 41.79% |
| 铝合金业务 | | | | | |
| 销售收入 (百万元) | 189.34 | 531.81 | 1,794.87 | 2,461.54 | 2,461.54 |
| 增长率 (YOY) | -- | 180.88% | 237.50% | 37.14% | 0.00% |
| 毛利率 | 2.10% | 7.46% | 7.19% | 10.12% | 10.12% |
| 销售成本 (百万元) | 185.36 | 492.14 | 1,665.87 | 2,212.54 | 2,212.54 |
| 增长率 (YOY) | -- | 165.50% | 238.50% | 32.82% | 0.00% |
| 毛利 (百万元) | 3.98 | 39.67 | 129.00 | 249.00 | 249.00 |
| 增长率 (YOY) | -- | 896.73% | 225.18% | 93.02% | 0.00% |
| 占总销售额比重 | 8.52% | 35.77% | 56.40% | 56.49% | 54.61% |
| 占主营业务利润比重 | 1.28% | 23.77% | 53.86% | 58.77% | 52.71% |
| 中间合金 | | | | | |
| 销售收入 (百万元) | 131.62 | 86.63 | 130.00 | 150.00 | 150.00 |
| 增长率 (YOY) | -- | -34.18% | 50.06% | 15.38% | 0.00% |
| 毛利率 | 1.21% | 10.01% | 10.77% | 10.00% | 10.00% |
| 销售成本 (百万元) | 130.03 | 77.96 | 116.00 | 135.00 | 135.00 |
| 增长率 (YOY) | -- | -40.04% | 48.79% | 16.38% | 0.00% |
| 毛利 (百万元) | 1.59 | 8.67 | 14.00 | 15.00 | 15.00 |
| 增长率 (YOY) | -- | 445.28% | 61.48% | 7.14% | 0.00% |
| 占总销售额比重 | 5.92% | 5.83% | 4.09% | 3.44% | 3.33% |
| 占主营业务利润比重 | 0.51% | 5.19% | 5.85% | 3.54% | 3.18% |

来源：国金证券研究所

图表20: 云海金属销售预测-2

| 项目 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-----------------|---------|---------|---------|----------|---------|
| 金属锶与其它合金 | | | | | |
| 销售收入 (百万元) | 47.68 | 20.43 | 80.00 | 80.00 | 80.00 |
| 增长率 (YOY) | -- | -57.15% | 291.58% | 0.00% | 0.00% |
| 毛利率 | 14.49% | 18.94% | 12.50% | 12.50% | 12.50% |
| 销售成本 (百万元) | 40.77 | 16.56 | 70.00 | 70.00 | 70.00 |
| 增长率 (YOY) | -- | -59.38% | 322.71% | 0.00% | 0.00% |
| 毛利 (百万元) | 6.91 | 3.87 | 10.00 | 10.00 | 10.00 |
| 增长率 (YOY) | -- | -43.99% | 158.40% | 0.00% | 0.00% |
| 占总销售额比重 | 2.14% | 1.37% | 2.51% | 1.84% | 1.77% |
| 占主营业务利润比重 | 2.23% | 2.32% | 4.18% | 2.36% | 2.12% |
| 压铸件 | | | | | |
| 销售收入 (百万元) | 8.29 | 9.84 | 15.00 | 21.00 | 21.00 |
| 增长率 (YOY) | -- | 18.70% | 52.44% | 40.00% | 0.00% |
| 毛利率 | -53.92% | -69.11% | -26.67% | 4.76% | 4.76% |
| 销售成本 (百万元) | 12.76 | 16.64 | 19.00 | 20.00 | 20.00 |
| 增长率 (YOY) | -- | 30.41% | 14.18% | 5.26% | 0.00% |
| 毛利 (百万元) | -4.47 | -6.80 | -4.00 | 1.00 | 1.00 |
| 增长率 (YOY) | -- | 52.13% | -41.18% | -125.00% | 0.00% |
| 占总销售额比重 | 0.37% | 0.66% | 0.47% | 0.48% | 0.47% |
| 占主营业务利润比重 | -1.44% | -4.07% | -1.67% | 0.24% | 0.21% |
| 销售总收入 (百万元) | 2222.92 | 1486.84 | 3182.26 | 4357.84 | 4507.41 |
| 销售总成本 (百万元) | 1912.54 | 1319.93 | 2942.76 | 3934.14 | 4035.01 |
| 毛利 (百万元) | 310.38 | 166.91 | 239.50 | 423.70 | 472.40 |
| 平均毛利率 | 13.96% | 11.23% | 7.53% | 9.72% | 10.48% |

来源：国金证券研究所

盈利预测

- 我们认为由于整体上电解铝和原镁都处于供大于求的状态，预计未来两年铝合金和镁合金的价格波动不大，价格主要受能源成本的提升而缓慢向上，这对于云海金属这种下游加工企业是十分有利的，公司可以赚取稳定的加工费。
- 公司经过前期大规模的产能扩张，资本支出和管理费用都快速增长，而2011年以后预计公司不会再有大的产能投入，这就使得公司未来的产能利用率得以提升，吨产品的期间费用率下降，吨产品的盈利能力得以恢复。
- 预计公司2010年净利润为3000万元，公司镁合金、铝合金以及中间合金等产品产量合计约为25万吨，吨产品净利润仅为120元。预计未来两年公司主要产品产量将接近40万吨，产量提升的同时，公司的期间费用并不会同步增加，因此公司吨产品的盈利能力会有大幅提升。
- 我们预计公司2010年、2011年、2012年实现销售收入分别为31.82亿元、43.58亿元和45.07亿元，净利润分别为0.30亿元、1.41亿元和1.71亿元，对应EPS分别为0.158元、0.736元和0.889元。

估值与投资评级

- 作为未来经济复苏的主要推动力，半导体行业将长期繁荣，而作为半导体原料的主要供应企业，云海金属未来必将长期受益，公司的收入增长十分确定，业绩也将大幅改善。

- 考虑到公司的高成长性，我们给予公司 6-12 个月 26.5 元的目标价，对应 11 年 PE36 倍、12 年 PE29.8 倍，给予公司“买入”评级。

风险提示

- 公司的镁合金接近 50%出口，汇率的波动给公司带来一定的风险，此外未来如果欧美汽车行业长期低迷，公司的镁合金业务产能利用率难以提升，将会拖累公司的整体盈利。
- 电解铝价格的大幅波动将影响公司的盈利能力。
- 公司铝合金业务客户主要是可成科技，过于集中的客户也将会给公司的经营带来潜在风险。

附录：三张报表预测摘要

| 损益表 (人民币百万元) | | | | | | | 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | | |
|---------------------|--------|--------|--------|--------|--------|-----------------|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|
| 主营业务收入 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E | 2007 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E | |
| 增长率 | 1,654 | 2,291 | 1,498 | 3,182 | 4,358 | 4,507 | 货币资金 | 423 | 237 | 185 | 800 | 600 | 967 |
| 主营业务成本 | -1,468 | -1,967 | -1,322 | -2,943 | -3,934 | -4,035 | 应收款项 | 295 | 223 | 296 | 608 | 833 | 861 |
| % 销售收入 | 88.7% | 85.9% | 88.3% | 92.5% | 90.3% | 89.5% | 存货 | 238 | 381 | 421 | 645 | 862 | 884 |
| 毛利 | 187 | 324 | 176 | 240 | 424 | 472 | 其他流动资产 | 110 | 148 | 99 | 179 | 238 | 244 |
| % 销售收入 | 11.3% | 14.1% | 11.7% | 7.5% | 9.7% | 10.5% | 流动资产 | 1,066 | 990 | 1,000 | 2,232 | 2,533 | 2,957 |
| 营业税金及附加 | -5 | -105 | -41 | -45 | -65 | -68 | % 总资产 | 75.2% | 55.5% | 49.6% | 68.3% | 66.8% | 69.1% |
| % 销售收入 | 0.3% | 4.6% | 2.7% | 1.4% | 1.5% | 长期投资 | 6 | 6 | 6 | 7 | 6 | 6 | |
| 营业费用 | -34 | -49 | -38 | -35 | -44 | 固定资产 | 298 | 740 | 935 | 941 | 1,156 | 1,210 | |
| % 销售收入 | 2.1% | 2.1% | 2.5% | 1.1% | 1.0% | % 总资产 | 21.0% | 41.5% | 46.3% | 28.8% | 30.5% | 28.3% | |
| 管理费用 | -46 | -59 | -71 | -76 | -83 | 无形资产 | 45 | 44 | 75 | 84 | 93 | 102 | |
| % 销售收入 | 2.8% | 2.6% | 4.7% | 2.4% | 1.9% | 非流动资产 | 352 | 793 | 1,018 | 1,033 | 1,256 | 1,320 | |
| 息税前利润 (EBIT) | 102 | 111 | 27 | 84 | 232 | 274 | % 总资产 | 24.8% | 44.5% | 50.4% | 31.7% | 33.2% | 30.9% |
| % 销售收入 | 6.1% | 4.8% | 1.8% | 2.6% | 5.3% | 资产总计 | 1,417 | 1,783 | 2,019 | 3,265 | 3,789 | 4,277 | |
| 财务费用 | -35 | -63 | -28 | -50 | -61 | 短期借款 | 289 | 490 | 570 | 1,041 | 1,033 | 1,328 | |
| % 销售收入 | 2.1% | 2.7% | 1.9% | 1.6% | 1.4% | 应付款项 | 213 | 306 | 441 | 1,169 | 1,566 | 1,607 | |
| 资产减值损失 | -7 | -17 | -11 | -4 | -2 | 其他流动负债 | 25 | -31 | -21 | 71 | 88 | 90 | |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 流动负债 | 527 | 765 | 990 | 2,281 | 2,687 | 3,025 | |
| 投资收益 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 长期贷款 | 16 | 100 | 100 | 100 | 100 | 101 | |
| % 销售收入 | 0.1% | 1.0% | 11.7% | 0.0% | 0.0% | 其他长期负债 | 19 | 43 | 48 | 0 | 0 | 0 | |
| 税前利润 | 102 | 111 | 27 | 84 | 232 | 负债 | 562 | 908 | 1,138 | 2,381 | 2,787 | 3,126 | |
| % 销售收入 | 6.1% | 4.8% | 1.8% | 2.6% | 5.3% | 普通股股东权益 | 852 | 875 | 871 | 876 | 993 | 1,138 | |
| 营业外收支 | -35 | -63 | -28 | -50 | -61 | 少数股东权益 | 3 | 0 | 10 | 8 | 10 | 12 | |
| % 销售收入 | 2.1% | 2.7% | 1.9% | 1.6% | 1.4% | 负债股东权益合计 | 1,417 | 1,783 | 2,019 | 3,265 | 3,789 | 4,277 | |
| 营业利润 | 60 | 31 | -11 | 30 | 170 | | | | | | | | |
| 营业利润率 | 3.6% | 1.4% | n.a | 0.9% | 3.9% | | | | | | | | |
| 税前利润 | 73 | 43 | 11 | 35 | 175 | | | | | | | | |
| 利润率 | 4.4% | 1.9% | 0.7% | 1.1% | 4.0% | | | | | | | | |
| 所得税 | -13 | -1 | -6 | -6 | -31 | | | | | | | | |
| 所得税率 | 18.0% | 2.2% | 54.7% | 18.0% | 18.0% | | | | | | | | |
| 净利润 | 60 | 42 | 5 | 28 | 143 | | | | | | | | |
| 净利润率 | 3.6% | 1.8% | 0.3% | 1.0% | 3.2% | | | | | | | | |
| 归属于母公司的净利润 | 60 | 42 | 5 | 30 | 141 | | | | | | | | |
| 净利率 | 3.6% | 1.8% | 0.3% | 1.0% | 3.2% | | | | | | | | |
| 现金流量表 (人民币百万元) | | | | | | | 比率分析 | | | | | | |
| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E | 2007 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E | |
| 经营活动现金净流 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E | 每股指标 | | | | | | |
| 净利润 | 60 | 42 | 5 | 28 | 143 | 173 | 每股收益 | 0.311 | 0.217 | 0.026 | 0.158 | 0.736 | 0.889 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股净资产 | 4.439 | 4.559 | 4.535 | 4.563 | 5.169 | 5.928 |
| 非现金支出 | 22 | 45 | 74 | 81 | 88 | 97 | 每股经营现金净流 | -1.203 | 0.048 | 0.418 | 1.769 | 1.103 | 1.745 |
| 非经营收益 | 21 | 34 | 25 | 54 | 70 | 80 | 每股股利 | 0.000 | 0.000 | 0.100 | 0.130 | 0.130 | 0.130 |
| 营运资金变动 | -337 | -107 | -20 | 176 | -90 | -14 | 回报率 | | | | | | |
| 经营现金净流 | -234 | 13 | 83 | 340 | 212 | 335 | 净资产收益率 | 7.00% | 4.75% | 0.58% | 3.46% | 14.24% | 14.99% |
| 资本开支 | -206 | -446 | -136 | -88 | -304 | -155 | 总资产收益率 | 4.21% | 2.33% | 0.25% | 0.93% | 3.73% | 3.99% |
| 投资 | 0 | -2 | 0 | -1 | 0 | 0 | 投入资本收益率 | 7.12% | 7.37% | 0.78% | 3.38% | 8.91% | 8.71% |
| 其他 | 0 | 0 | 2 | 0 | 0 | 0 | 增长率 | | | | | | |
| 投资活动现金净流 | -205 | -448 | -134 | -89 | -304 | -155 | 主营业务收入增长率 | 48.84% | 38.49% | -34.62% | 112.46% | 36.94% | 3.43% |
| 股权募资 | 552 | 0 | 10 | 0 | 0 | 0 | EBIT增长率 | 6.72% | 9.05% | -75.93% | 213.42% | 177.56% | 18.16% |
| 债权募资 | 156 | 289 | 80 | 424 | -8 | 296 | 净利润增长率 | -16.29% | -30.26% | -87.83% | 498.92% | 365.78% | 20.75% |
| 其他 | -37 | -60 | -42 | -60 | -100 | -109 | 总资产增长率 | 132.47% | 25.83% | 13.20% | 61.73% | 16.05% | 12.86% |
| 筹资活动现金净流 | 671 | 229 | 48 | 365 | -108 | 187 | 资产管理能力 | | | | | | |
| 现金净流量 | 231 | -206 | -3 | 615 | -200 | 367 | 应收账款周转天数 | 45.7 | 34.9 | 47.9 | 50.0 | 50.0 | 50.0 |
| | | | | | | | 存货周转天数 | 46.0 | 57.5 | 110.8 | 80.0 | 80.0 | 80.0 |
| | | | | | | | 应付账款周转天数 | 28.2 | 22.2 | 43.5 | 40.0 | 40.0 | 40.0 |
| | | | | | | | 固定资产周转天数 | 39.9 | 67.5 | 223.5 | 102.3 | 84.3 | 77.8 |
| | | | | | | | 偿债能力 | | | | | | |
| | | | | | | | 净负债/股东权益 | -13.72% | 40.29% | 55.10% | 38.52% | 53.15% | 40.19% |
| | | | | | | | EBIT利息保障倍数 | 2.9 | 1.8 | 1.0 | 1.7 | 3.8 | 4.0 |
| | | | | | | | 资产负债率 | 39.65% | 50.92% | 56.38% | 72.92% | 73.54% | 73.11% |

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|----|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 强买 | 1 | 1 | 2 | 3 | 5 |
| 买入 | 0 | 0 | 1 | 2 | 3 |
| 持有 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 卖出 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 1.00 | 1.00 | 1.20 | 1.30 | 1.42 |

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
 3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦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任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61038311
传真: (8621)-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn
邮编: 200011
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: (8610)-66215599-8832
传真: (8610)-61038200
邮箱: researchbj@gjzq.com.cn
邮编: 100032
地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话: (86755)-82805115
传真: (86755)-61038200
邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 518000
地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 2805 室