

公司研究/更新报告

2017年12月17日

金属新材料/合金碳材II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 8.71
合理价格区间(元): 9.68~11.00

李斌 执业证书编号: S0570517050001
研究员 libin@htsc.com

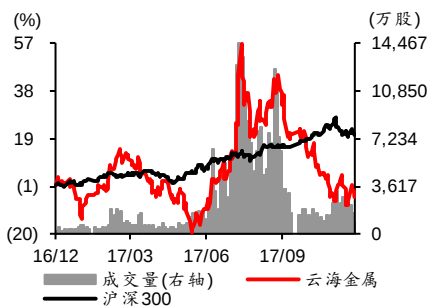
邱乐园 执业证书编号: S0570517100003
研究员 010-56793945
qiuleyuan@htsc.com

孙雪琬 0755-82125064
联系人 sunxuewan@htsc.com

相关研究

- 1《云海金属(002182,增持):产品销量提升,深加工稳步发展》2017.07
- 2《云海金属(002182,增持):镁铝量价齐升,深加工稳步发展》2017.03
- 3《云海金属(002182):盈利逐渐恢复,深加工值得期待》2015.03

一年内股价走势图



资料来源: Wind

公司基本资料

总股本(百万股)	646.42
流通A股(百万股)	450.73
52周内股价区间(元)	7.39-21.06
总市值(百万元)	5,630
总资产(百万元)	3,734
每股净资产(元)	2.37

资料来源: 公司公告

坏时刻消逝中，轻量化大格局稳步推进

云海金属(002182)

镁合金需求增速有望加快，关注公司轻量化布局进程

汽车制造是镁合金的主要消费下游，汽车的镁合金应用开始从小型向中大型快速延伸。新能源汽车的发展助推了汽车产业的轻量化进程，2-5kg的中大型镁合金零部件开始被车企关注并加速布局。云海金属是国内镁行业的龙头，拥有多项专利，自主研发水平行业领先；此前通过与北汽签署战略合作框架协议、成立合资公司等方式布局镁合金轻量化领域，我们认为后续具备盈利改善和产能提升的空间，维持公司“增持”评级。

积极布局汽车轻量化中大型零部件，有望实现规模化生产

公司已经开始积极布局大中型汽车零部件领域，与目标明确的北汽集团签订了战略合作协议，并与已经具备一定工业基础和技术积累的宜安科技成立了合资公司，强强联合谋求缩短研制周期。公司产品涵盖新能源汽车部件、5G产品部件及笔记本电脑外壳等；其中宜安科技已经具备了大中型汽车零部件的试制和生产的工业基础，叠加公司的技术优势，有益于快速突破大中型汽车零部件的技术壁垒。

公司18-19年产能有望稳定增加，产量具备提升空间

2018-2019年间，我们预计公司镁合金产能将稳定在18万吨，但是随着搬迁完毕，产量将由2017年的约11.5万吨逐步提升至15.5万吨和18万吨；压铸件产能则有望从2017年的8000吨增至9000吨和11000吨，并保持基本满产状态；铝合金产能预期维持稳定约28.5万吨，并保持基本满产状态；铝产量预期维持稳定约3000余吨；中间合金产能和对应产量预期维持20%左右增速，2017年产能约为3万吨；空调扁管2017年产量预计约为6500吨，2018-19年有望增至9000吨和1.3万吨。

镁行业最差的时刻正在度过，公司盈利有望回归合理水平

2017年下半年镁行业利润水平受原料成本影响有所下滑，自2017年8月底，镁价开始回调，而硅铁和煤炭等能源价格维持高位震荡并且后期因为环保和限产等原因继续小幅上涨；导致镁企利润大幅收缩，据我们测算11-12月行业盈利水平甚至跌破了数年的底部中枢，12月中旬随着镁价的回升开始逐步修复。我们认为随着能源和原料价格趋稳，以及镁库存下降帮助价格回稳；预期18-19年间公司镁合金业务的毛利率将逐步由2017Q3的15%左右恢复至20%以上的合理中枢水平。

轻量化方向持续布局，维持公司“增持”评级

在未来产能和产量释放如前假设的情况下，预计17-19年公司营收分别为49.20、59.05、65.19亿元，归母净利润分别为1.80、2.86、4.12亿元，对应当前PE分别为31、20、14倍。参考同行业18年PE平均估值22倍，鉴于公司是A股镁行业龙头标的，给予18年PE估值区间22-25倍，对应合理市值为62.92-71.50亿元，对应目标价9.68-11.00元，维持公司“增持”评级。

风险提示：轻量化进程不及预期；公司技术研发和产能释放不及预期；镁价低于预期。

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3,113	4,048	4,920	5,905	6,519
+/-%	(3.20)	30.05	21.54	20.02	10.39
归属母公司净利润(百万元)	30.14	169.30	179.50	286.30	411.55
+/-%	9.04	461.79	6.02	59.50	43.75
EPS(元，最新摊薄)	0.05	0.26	0.28	0.44	0.64
PE(倍)	186.83	33.26	31.37	19.67	13.68

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

盈利预测与估值

基本假设与盈利预测

公司主要业务为镁铝等合金产品的加工和销售，我们根据公司新建项目计划进度和公司年报计划产量，同时基于 17 年产品价格做未来价格的预测，我们对公司盈利的主要假设如下表所示。

图表 1: 公司盈利预测假设数据

	单位	2017E	2018E	2019E
价格假设				
镁锭	元/吨	16000	17000	17000
铝锭	元/吨	14000	15500	16000
镔金属	元/吨	35000	42000	42000
产量假设				
镁合金	万吨	11.5	15.5	18
压铸件	万吨	500	625	781.25
铝合金	万吨	28.5	28.5	28.5
镔金属	万吨	0.33	0.33	0.33
收入				
镁合金	万元	150806	212863	250815
压铸件	万元	19231	24038	33387
铝合金	万元	257666	283307	291854
镔金属	万元	9872	11282	11282
毛利率				
镁合金		14%	18%	21%
压铸件		30%	30%	30%
铝合金		6%	6%	6%
镔金属		29%	38%	38%
期间费用率				
		9%	9%	9%

资料来源：华泰证券研究所

2017-2019 年间，我们预计公司镁合金产量随着搬迁完毕，将逐步达到设计产能 18 万吨；压铸件产能则有望从 8000 吨增至 11000 吨，产量有望逐步提升；铝合金和镔产量预期维持稳定，中间合金产能和对应产量预期维持 20% 左右增速。我们认为随着能源和原料价格趋稳，以及镁库存下降帮助价格回稳，公司镁合金业务毛利率 17-19 年有望逐步提升。在以上假设下，预计 17-19 年公司营收分别为 49.20、59.05、65.19 亿元，归母净利润分别为 1.80、2.86、4.12 亿元。

估值

我们选取可比公司 PE 估值方法，选取与公司业务有可比性的铝加工上市公司，考虑到公司是镁行业龙头，具备标的稀缺性，在平均 PE 水平上进行适当上调。参考可比公司 18 年 Wind 一致预期利润对应的 PE 估值平均水平 22 倍，给予公司 18 年 PE22-25 倍，对应市值区间为 62.92-71.50 亿，维持“增持”评级。

图表 2: 可比公司估值指标 (至 2017.12.15)

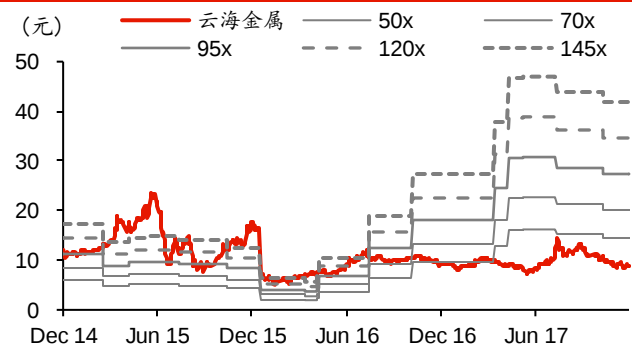
代码	公司	市值/亿元	18 年归母净利润 (Wind 一致预期) /亿元	18 年 PE (Wind 一致预期)
600219	南山铝业	324.71	25.44	13
300337	银邦股份	69.78	2.22	31
002540	亚太科技	96.94	4.63	21
平均				22
002182	云海金属	56.30	2.86	20

资料来源：Wind，华泰证券研究所

注：云海金属净利润数据为华泰预测，其他均为 Wind 一致预期

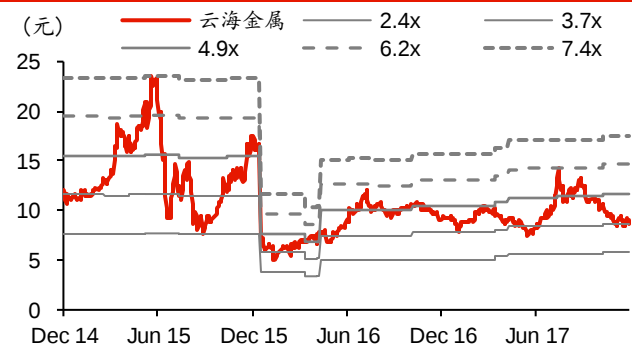
PE/PB - Bands

图表 3: 云海金属历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表 4: 云海金属历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1,323	1,789	1,799	2,161	2,366
现金	193.69	238.07	0.00	0.00	0.00
应收账款	491.07	712.82	789.28	975.55	1,078
其他应收账款	13.06	11.90	30.22	27.68	31.54
预付账款	81.46	92.81	113.84	137.58	147.50
存货	433.76	587.21	715.05	842.52	915.92
其他流动资产	109.87	146.11	150.41	177.79	192.72
非流动资产	1,606	1,697	1,534	1,375	1,209
长期投资	1.92	11.03	6.82	7.41	7.81
固定投资	1,222	1,290	1,201	1,077	935.10
无形资产	192.37	198.88	191.61	184.29	176.94
其他非流动资产	188.99	197.57	133.77	105.71	89.59
资产总计	2,929	3,486	3,332	3,536	3,576
流动负债	1,719	1,898	1,617	1,638	1,413
短期借款	1,401	1,533	1,180	1,129	869.40
应付账款	244.67	281.85	352.79	421.15	452.76
其他流动负债	73.75	83.93	83.97	88.43	91.01
非流动负债	107.21	156.71	138.12	139.02	140.43
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	107.21	156.71	138.12	139.02	140.43
负债合计	1,827	2,055	1,755	1,777	1,554
少数股东权益	186.89	4.91	3.78	3.78	3.78
股本	288.00	323.21	646.42	646.42	646.42
资本公积	449.56	789.31	466.10	466.10	466.10
留存公积	175.41	312.39	461.11	641.92	905.53
归属母公司股	915.11	1,426	1,574	1,755	2,018
负债和股东权益	2,929	3,486	3,332	3,536	3,576

现金流量表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	242.44	121.17	240.26	243.58	482.40
净利润	23.26	174.74	178.37	286.30	411.55
折旧摊销	150.17	164.22	156.87	162.11	164.72
财务费用	64.21	67.93	96.39	86.23	74.63
投资损失	0.09	0.19	0.70	0.00	0.00
营运资金变动	(8.98)	(310.26)	(218.09)	(296.57)	(176.94)
其他经营现金	13.68	24.35	26.02	5.51	8.44
投资活动现金	(269.84)	(275.59)	3.42	(0.69)	(0.51)
资本支出	319.98	267.08	0.00	0.00	0.00
长期投资	8.97	9.30	(4.22)	0.59	0.41
其他投资现金	59.12	0.79	(0.80)	(0.10)	(0.10)
筹资活动现金	(12.91)	268.84	(481.74)	(242.89)	(481.89)
短期借款	180.00	131.50	(352.47)	(51.26)	(259.37)
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	35.21	323.21	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	339.75	(323.21)	0.00	0.00
其他筹资现金	(192.91)	(237.63)	(129.27)	(191.63)	(222.53)
现金净增加额	(33.38)	112.53	(238.07)	0.00	0.00

利润表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3,113	4,048	4,920	5,905	6,519
营业成本	2,776	3,440	4,314	5,081	5,497
营业税金及附加	14.86	23.70	22.31	29.53	32.86
营业费用	75.04	93.41	83.64	106.30	130.38
管理费用	154.66	210.41	211.57	265.75	299.88
财务费用	64.21	67.93	96.39	86.23	74.63
资产减值损失	9.15	17.82	2.16	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.04	0.02	0.02
投资净收益	(0.09)	(0.19)	(0.70)	0.00	0.00
营业利润	18.60	194.67	189.65	336.82	484.17
营业外收入	19.42	29.33	24.09	0.00	0.00
营业外支出	7.37	6.30	3.89	0.00	0.00
利润总额	30.65	217.70	209.85	336.82	484.17
所得税	7.39	42.96	31.48	50.52	72.63
净利润	23.26	174.74	178.37	286.30	411.55
少数股东损益	(6.87)	5.43	(1.13)	0.00	0.00
归属母公司净利润	30.14	169.30	179.50	286.30	411.55
EBITDA	232.99	426.82	442.91	585.16	723.52
EPS (元, 基本)	0.10	0.52	0.28	0.44	0.64

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	(3.20)	30.05	21.54	20.02	10.39
营业利润	92.96	946.39	(2.58)	77.60	43.75
归属母公司净利润	9.04	461.79	6.02	59.50	43.75
获利能力 (%)					
毛利率	10.81	15.02	12.32	13.96	15.68
净利率	0.97	4.18	3.65	4.85	6.31
ROE	3.29	11.87	11.41	16.32	20.39
ROIC	2.69	7.69	8.72	12.35	16.30
偿债能力					
资产负债率 (%)	62.37	58.94	52.66	50.27	43.45
净负债比率 (%)	76.70	74.57	67.24	63.51	55.96
流动比率	0.77	0.94	1.11	1.32	1.67
速动比率	0.52	0.63	0.67	0.80	1.02
营运能力					
总资产周转率	1.10	1.26	1.44	1.72	1.83
应收账款周转率	6.73	6.34	6.18	6.31	5.98
应付账款周转率	12.52	13.07	13.59	13.13	12.58
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.05	0.26	0.28	0.44	0.64
每股经营现金流(最新摊薄)	0.38	0.19	0.37	0.38	0.75
每股净资产(最新摊薄)	1.42	2.21	2.43	2.71	3.12
估值比率					
PE (倍)	186.83	33.26	31.37	19.67	13.68
PB (倍)	6.15	3.95	3.58	3.21	2.79
EV_EBITDA (倍)	29.43	16.06	15.48	11.72	9.48

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809
 ©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%-5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932 /传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 1063211166/传真：86 1063211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com