

云海金属

002182

审慎增持 (维持)

池州一体化镁合金工厂，构建“中国镁业”雏形

2020年11月25日

市场数据

市场数据日期	2020-11-24
收盘价(元)	11.94
总股本(百万股)	646.42
流通股本(百万股)	646.42
总市值(百万元)	7718.29
流通市值(百万元)	7718.29
净资产(百万元)	2789.3
总资产(百万元)	5586.6
每股净资产	4.25

主要财务指标

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5572	5640	6719	7725
同比增长(%)	9.2%	1.2%	19.1%	15.0%
净利润(百万元)	910	240	366	426
同比增长(%)	176.3%	-73.7%	52.6%	16.5%
毛利率(%)	16.0%	15.5%	17.0%	16.9%
净利润率(%)	16.3%	4.3%	5.4%	5.5%
净资产收益率(%)	34.1%	8.5%	11.6%	12.1%
每股收益(元)	1.41	0.37	0.57	0.66
每股经营现金流(元)	0.48	1.03	0.44	0.52

相关报告

《云海金属(002182)点评: 净利率环比持续增加, 深加工加码不断》2020-10-22

《云海金属(002182)点评: 宝钢持股比例增至14%, “中国镁业”进程或加速》2020-08-11

《云海金属(002182)点评: 业绩环比大幅改善, 深加工初具规模》2020-07-29

分析师:

邱祖学

qiuzuxue@xyzq.com.cn

S0190515030003

投资要点

- 公司发布公告拟以自有资金与宝钢金属、池州市青阳县人民政府共同投建年产30万吨高性能镁基轻合金及深加工项目。项目地址在池州市青阳县境内，固定资产投资为104亿元人民币，拟投资规划建设年产30万吨高性能镁基轻合金、15万吨镁合金深加工产品、100万吨熔剂、2500万吨骨料及机制砂项目，深加工区投资强度不少于200万元/亩、年亩均税收不低于20万元。
- 再度加码深加工，池州一体化工厂完善华东布局。公司现有原镁和镁合金产能分别为10万吨和18万吨，而池州拟建项目为拥有从矿石开采、原镁和镁合金生产到深加工的完整产业链项目，与安徽巢湖项目合力完善公司在华东区域的布局，提高公司在原镁、镁合金及深加工领域的市场占有率。
- 池州项目优势在于：码头便利+白云石资源储备+运输和资源支持。1) 童埠港码头或将全力支持池州项目的原料产品等的运输。青阳政府支持以资产形式入股或由项目公司现金收购池州童埠港码头资产。2) 大型白云岩矿山资源配套，青阳政府将协调相关部门和创造最优条件支持宝钢和云海金属合理、依法取得青阳县酉华镇花园吴家白云岩矿山矿权作为矿石原料供应基地，该矿山333类熔剂用白云岩矿石量约12亿吨。3) 公路运输和公共资源等支持：协议载明，青阳政府将负责提供供电、自来水、天然气等公共资源、公路改道与拓宽、码头和航运运能需满足2500万吨/年运输条件等支持。
- 盈利预测与评级：随着镁价上升，镁冶炼毛利亏损不断减少；镁铝比超3月持续低于1，或加速镁合金的渗透。公司逐步完善两大区域布局：①博奥扩建→西南，②巢湖和池州项目→华东，在宝钢增持至第二大股东后，或加速资源导入建设“中国镁业”。我们维持对公司的盈利预测，预计2020-2022年公司将分别实现归母净利润2.40亿元、3.66亿元和4.26亿元，EPS为0.37元、0.57元和0.66元；对应2020年11月24日收盘价的PE分别为32.2倍、21.1倍和18.1倍，维持“审慎增持”评级。

风险提示：产品价格大幅下跌，项目进展、下游需求不达预期等

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

报告正文

事件

- 公司发布公告，拟以自有资金与宝钢金属、池州市青阳县人民政府共同投建年产 30 万吨高性能镁基轻合金及深加工项目。项目地址在池州市青阳县境内，固定资产投资为 104 亿元人民币，拟投资规划建设年产 30 万吨高性能镁基轻合金、15 万吨镁合金深加工产品、100 万吨熔剂、2500 万吨骨料及机制砂项目，深加工区投资强度不少于 200 万元/亩、年亩均税收不低于 20 万元。

表 1、年产 30 万吨高性能镁基轻合金及深加工项目合作框架协议情况

项目	具体内容
合作方	甲方：安徽省池州市青阳县人民政府；乙方：宝钢金属与云海金属
拟投建项目	年产 30 万吨高性能镁基轻合金、15 万吨镁合金深加工产品、100 万吨熔剂、2500 万吨骨料及机制砂项目
项目地址	池州市青阳县境内
项目固定资产投资额	104 亿元人民币，深加工区投资强度不少于 200 万元/亩
项目收益	亩均税收不低于 20 万元/年
项目要求	深加工各生产环节应同步建设，生产的镁合金产品应优先在市内布局加工，其中青阳县内深加工率不应少于 1/2，并支持本地下游镁合金深加工产业招商和产业培育，在同等条件下优先向本地企业供应镁合金材料

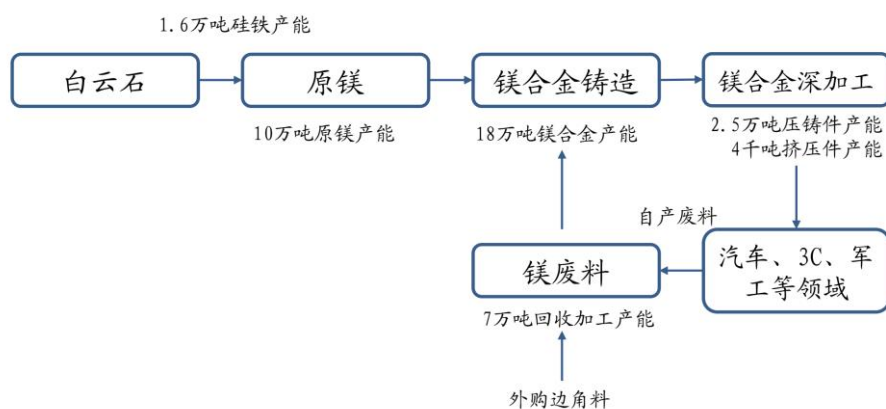
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

点评

- 再度加码深加工，池州一体化工厂完善华东布局：公司现有的原镁和镁合金产能分别为 10 万吨和 18 万吨，而池州拟建项目为拥有从矿石开采、原镁和镁合金生产一直到深加工产品的完整产业链的项目，与安徽巢湖项目合力完善公司在华东区域的布局，提高公司在原镁、镁合金及深加工领域的市场占有率。
 - ✓ 硅铁和原镁：按照公司产能规划，未来硅铁产能将达到 30 万吨/年（包头 30 万吨硅铁项目），公司现有原镁产能 10 万吨，原镁和白云石为 1:10 的关系，而硅铁和原镁是 1:1 的配套关系，池州项目拟建设 2500 万吨骨料（白云石），建成后或有多余吨骨料可对外出售。
 - ✓ 镁合金产能：现有 18 万吨，由五台云海 5 万吨、巢湖云海 10 万吨产能（其中 5 万吨来自于承接苏州云海产能，原料为回收边角料再加工）和惠州云海 3 万吨构成，公司镁合金约占全球市场份额的 30% 以上。公司镁合金项目预计新增产能 37 万吨/年：①安徽巢湖 5 万吨项目，②重庆博奥 2 万吨镁合金项目，③池州项目拟投建 30 万吨高性能镁基轻合金，随着三个项目投产，公司镁合金产能预计将增至 55 万吨，进一步提高公司在镁合金领域的市占率。

- ✓ 2) 镁合金深加工: 公司现有镁合金深加工年产能为 2.5 万吨压铸件和 4 千吨挤压件。池州项目投产后或新增 15 万吨镁合金深加工产品。

图 1、截至 2020 年 9 月底, 公司拥有完整原镁产能 10 万吨



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

表 2、白云石用途一览

行业	用途及优点
玻璃制品	1) 瓶罐玻璃生产中, 采用引入白云石中氧化镁的办法能进一步降低成本 2) 白云石在玻璃工业中还能提供氧化钙, 加入纯碱—灰质—硅质体系, 起到熔剂作用 3) 白云石还可以减少玻璃老化、阻止大气或水分产生的化学侵蚀、改善彩色玻璃的可塑性、提高玻璃强度 4) 制造玻璃加入一定量白云岩粉, 可以有效降低玻璃的高温粘度, 提高制品的化学稳定性和机械强度 5) 在制取低温陶瓷、浮法玻璃配料中引入白云岩粉, 可显著地节约能耗
冶金行业	1) 炼镁工业: 原矿粒度为 30~120mm 的白云石是生产金属镁的重要原料, 其冶炼方法主要分为两大类, 即电解法和硅热还原法 2) 耐火材料: 白云石作为碱性耐火材料的重要原料之一, 其重要性仅次于菱镁矿, 主要用于炼钢转炉衬, 平炉炉壁, 电炉炉壁, 其次用于炉外精炼装置和水泥窑等热工设备 3) 白云石可制作白云石砖系列(目前主要有常规白云石砖、增铝白云石砖、增铝镁白云石砖等)、电熔白云石碳砖和电熔镁白云石碳砖等 4) 白云石粉末还可以用作炼铁高炉堵孔材料。据报道, 武钢曾把原矿粒度为 0~30mm 的白云石直接作为高炉铁水孔堵孔材料。如果将白云石粉体烧白作为炼钢高炉铁水孔堵孔材料, 效果比直接用作铁水孔堵孔材料更好
建材行业	1) 制造氯氧镁水泥, 含镁水泥具有良好的抗压、抗挠曲强度和抗腐蚀等特性。尤其是采用隔焰煅烧白云岩制备的苛性粉, 进而配制的氯氧镁水泥安定性更佳 2) 通过煅烧白云石生成苛性白云石后, 也可加工成氢氧化镁水泥和硫酸氧化镁水泥。生产工艺简单、凝结硬化快、强度高、粘结力强、弹性好、耐磨、成型方便、低耗能等优点
农业	1) 用于中和土壤中的酸性。由于长期使用尿素一类肥料容易造成土壤呈酸性, 因此可在尿素中直接加入白云石, 使土壤保持适当的 pH 值, 一般能增加作物产量 15%~40%, 而且还可提高除草剂药效, pH 为 6.0~6.2 时除草剂效果最佳 2) 白云石还能补偿土壤中镁含量损失, 1.2~0.8um 的白云石微粒可自由流动, 用作肥料的填料能改善植物利用土质营养的条件, 减少结块, 便于调节肥料配比 3) 畜禽饲料中, 钙、镁均是动物体内所必需的营养元素, 在畜、禽饲料中添加适量的白云岩粉, 促进动物的生长发育, 减少疾病
陶瓷生产	1) 坯料及釉料中采用白云石, 引入 MgO 和 CaCO ₃ 成分以代替滑石和方解石。MgO 的作用是: 改变混料系统成分, 从而降低坯体的烧成温度; 促进石英的溶解和莫来石的形成, 增加石英用量, 减少长石用量, 从而增加坯体的透明度。在釉料中加入白云石较添加方解石的釉不易烟熏, 且很少发生析晶现象 2) 白云石和泥灰岩混合成的白云石灰岩混合物, 可以用来制取钙长石和透辉石—硅灰石熟料, 适于快烧制瓷。在制造墙地砖和精陶时, 这种熟料成本低于单独合成的钙—镁化合物

资料来源: 粉体技术网, 兴业证券经济与金融研究院整理

● **池州项目优势：码头便利+白云石资源储备+公路运输和公共资源支持。**

- ✓ **码头便利：**框架协议中载明，青阳政府支持以资产形式入股或由项目公司现金收购池州童埠港码头资产，或表明童埠港码头将全力支持池州项目的原料产品等的运输。另外，据池州市地方海事（港航管理）处，池州港童埠码头改扩建工程于今年11月完工，完工后年吞货量将达到700万吨至1000万吨（改扩建前为500-800吨），满足青阳县及周边矿山运输需求。
- ✓ **白云石资源储备：**协议载明，青阳县酉华镇花园吴家白云岩矿山为镁基新材料深加工配套资源，青阳政府将协调相关部门和创造最优条件支持宝钢和云海金属合理、依法取得该矿权作为矿石原料供应基地。而据安徽省地质调查与环境监测中心数据，该矿山熔剂用白云岩矿体2个，初步估算333类熔剂用白云岩矿石量约12亿吨，达到大型规模。

表 3、矿区矿产资源储量规模划分标准

矿种	计算单位	大型	中型	小型
云母	工业原料云母吨	≥1000	200—1000	<200
明矾石	矿物万吨	≥1000	200—1000	<200
冰洲石	矿物吨	≥1	0.1—1	<0.1
菱镁矿	矿石亿吨	≥0.5	0.1—0.5	<0.1
泥灰岩	矿石吨	≥0.5	0.1—0.5	<0.1
含钾岩石	矿石亿吨	≥1	0.2—1	<0.2
白云岩	矿石亿吨	≥0.5	0.1—0.5	<0.1

资料来源：国土资源部，兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、青阳县酉华镇花园吴家白云岩矿山中 333 类熔剂用白云岩矿石量约 12 亿吨

《安徽省青阳县花园吴家熔剂用白云岩矿普查》项目通过了野外验收

发布日期：2018-12-11 15:39 浏览次数：150 字体：【大 中 小】

近日，中心组织专家对安徽省地质矿产勘查局321地质队承担的基金项目《安徽省青阳县花园吴家熔剂用白云岩矿普查》进行了野外验收。专家组通过听取承担单位汇报，检查室内资料，野外实地抽查钻孔、岩矿心等工作，一致同意通过野外验收，项目质量等级评为优秀。

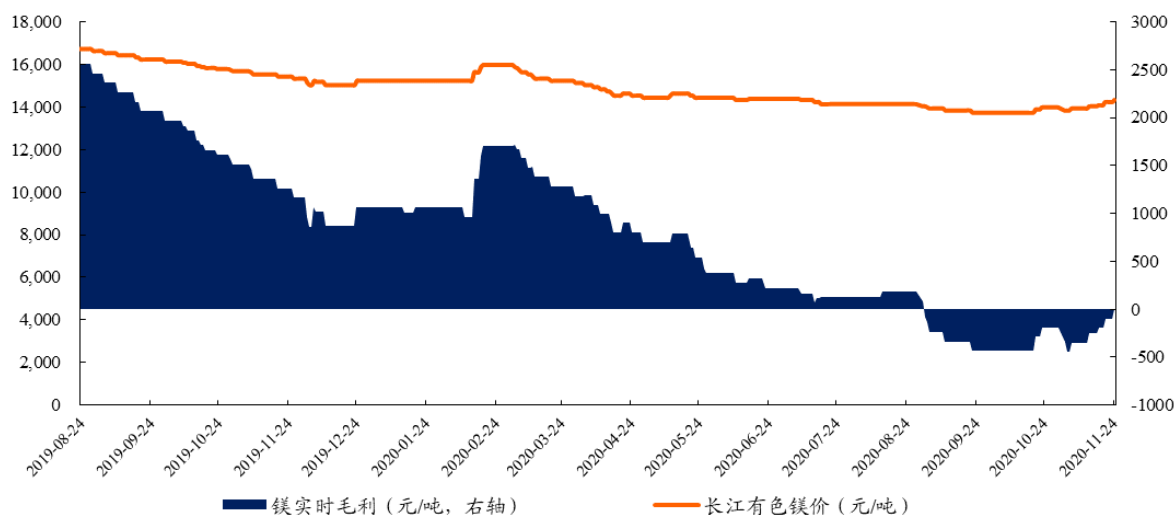
该项目是2016年度省地质勘查基金第二批（新立）非金属矿产勘查项目，通过野外地质调查及槽探、钻探揭露，圈定了熔剂用白云岩矿体2个，**初步估算333类熔剂用白云岩矿石量约12亿吨，**达到大型规模，为后期矿山开采及当地经济发展奠定了基础。（地调科韦导忠供稿）

资料来源：安徽省地质调查与环境监测中心，兴业证券经济与金融研究院整理

- ✓ **运输和资源支持：**协议载明，青阳政府将负责：1) 供电、自来水、天然气等公共资源；2) G330（原 S103）公路至童埠港 029 县道的改道与拓宽，使其达到二级公路标准；3) 码头和航道运能需满足 2500 万吨/年运输条件。

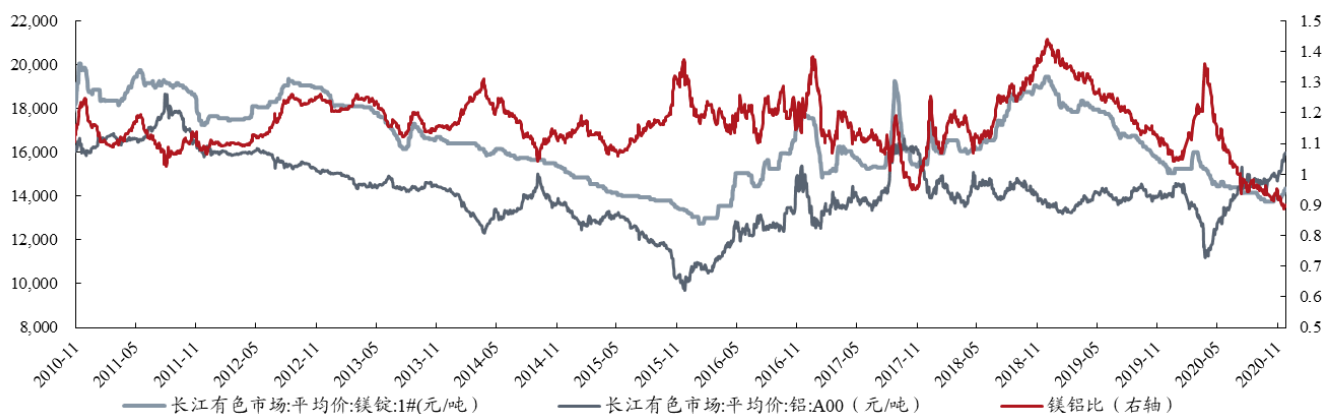
- **镁价上升，镁冶炼毛利亏损不断减少；镁铝比起3月持续低于1，或加速镁合金的渗透。**一方面，镁价自9月触底（13750元/吨）至今（2020年11月24日）价格上涨4.36%至14350元/吨。随着镁价回升，据兴证金属团队测算，2020年11月24日，镁冶炼毛利为-1.6元/吨，10月以来减亏435元/吨。另一方面，镁铝比自2020年7月9日至今（2020年11月24日）持续低于1，或加速镁合金在汽车领域的渗透。

图 3、截至 2020 年 11 月 24 日，镁冶炼毛利为-1.6 元/吨



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、截至 2020 年 11 月 24 日，镁铝价格比为 0.90



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

- **完善西南+华东区域深加工布局，宝钢携手云海打造“中国镁业”。**一方面，博奥镁铝扩产完善西南地区布局。博奥镁铝投资 2.2 亿元自有资金建设年产 2 万吨镁合金、8000 吨镁粒子和 100 万件镁铝合金中大型汽车零部件项目，完善西南地区原材料和深加工领域的布局；另一方面，池州“一体化”项目完善华东布局以及原材料准备。池州 30 万吨高性能镁基轻合金及深加工项目与巢湖项目合力布局华东市场，另外池州项目进一步扩大公司原镁、镁合金以及镁深加工产能，进一步提升公司市占率，为之后的镁合金应用市场做好上

游准备。另外，在宝钢金属增持公司股份至 14% 成为公司第二大股东后，客户导入和资源共享有望加速，携手云海打造“中国镁业”。

盈利预测

- 我们维持对公司的盈利预测，预计 2020-2022 年公司实现归母净利润为 2.40 亿元、3.66 亿元和 4.26 亿元，EPS 为 0.37 元、0.57 元和 0.66 元；对应 2020 年 11 月 24 日收盘价的 PE 分别为 32.2 倍、21.1 倍和 18.1 倍，维持“审慎增持”评级。

风险提示

- 产品价格大幅下跌；
- 项目进展不达预期；
- 下游需求不达预期等。

附表
资产负债表

单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	2770	3231	3805	4463
货币资金	211	899	1010	1236
交易性金融资产	3	2	2	2
应收账款	1101	1077	1298	1487
其他应收款	302	148	211	253
存货	642	721	817	952
非流动资产	2351	2096	1918	1726
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	250	240	243	242
投资性房地产	48	40	44	43
固定资产	1400	1307	1164	996
在建工程	167	83	42	21
油气资产	0	0	0	0
无形资产	205	193	180	168
资产总计	5121	5327	5723	6188
流动负债	2280	2429	2443	2533
短期借款	1676	1817	1770	1785
应付票据	10	14	18	19
应付账款	389	376	447	512
其他	205	223	208	216
非流动负债	165	78	125	119
长期借款	0	0	0	0
其他	165	78	125	119
负债合计	2446	2508	2568	2652
股本	646	646	646	646
资本公积	466	466	466	466
未分配利润	1448	1581	1894	2251
少数股东权益	3	3	3	3
股东权益合计	2675	2819	3154	3536
负债及权益合计	5121	5327	5723	6188

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	910	240	366	426
折旧和摊销	202	184	192	196
资产减值准备	34	20	13	22
无形资产摊销	8	7	7	7
公允价值变动损失	-3	1	2	2
财务费用	92	96	93	90
投资损失	-8	-6	-7	-7
少数股东损益	1	-0	-0	-0
营运资金的变动	-200	208	-422	-387
经营活动产生现金流量	307	664	287	337
投资活动产生现金流量	290	77	-3	10
融资活动产生现金流量	-574	-53	-173	-120
现金净变动	25	688	111	226
现金的期初余额	163	211	899	1010
现金的期末余额	188	899	1010	1236

利润表

单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	5572	5640	6719	7725
营业成本	4679	4768	5574	6422
营业税金及附加	40	30	46	50
销售费用	110	135	175	201
管理费用	112	276	323	371
财务费用	89	96	93	90
资产减值损失	-8	0	0	0
公允价值变动	3	1	2	2
投资收益	8	6	7	7
营业利润	1039	342	518	600
营业外收入	5	2	2	2
营业外支出	7	11	12	11
利润总额	1037	333	508	592
所得税	126	93	142	165
净利润	911	240	366	426
少数股东损益	1	-0	-0	-0
归属母公司净利润	910	240	366	426
EPS(元)	1.41	0.37	0.57	0.66

主要财务比

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长性(%)				
营业收入增长率	9.2%	1.2%	19.1%	15.0%
营业利润增长率	153.3%	-67.1%	51.3%	16.0%
净利润增长率	176.3%	-73.7%	52.6%	16.5%
盈利能力(%)				
毛利率	16.0%	15.5%	17.0%	16.9%
净利率	16.3%	4.3%	5.4%	5.5%
ROE	34.1%	8.5%	11.6%	12.1%
偿债能力(%)				
资产负债率	47.8%	47.1%	44.9%	42.9%
流动比率	1.21	1.33	1.56	1.76
速动比率	0.93	1.03	1.22	1.38
营运能力(次)				
资产周转率	115.5%	108.0%	121.6%	129.7%
应收帐款周转率	523.5%	488.6%	533.7%	523.4%
每股资料(元)				
每股收益	1.41	0.37	0.57	0.66
每股经营现金	0.48	1.03	0.44	0.52
每股净资产	4.13	4.36	4.88	5.47
估值比率(倍)				
PE	8.5	32.2	21.1	18.1
PB	2.9	2.7	2.4	2.2

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用,本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,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。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方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。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址: 北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址: 深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编: 200135	邮编: 100033	邮编: 518035
邮箱: research@xyq.com.cn	邮箱: research@xyq.com.cn	邮箱: research@xyq.com.cn