

方正证券研究所证券研究报告

云海金属(002182)

公司研究

有色金属行业

公司深度报告

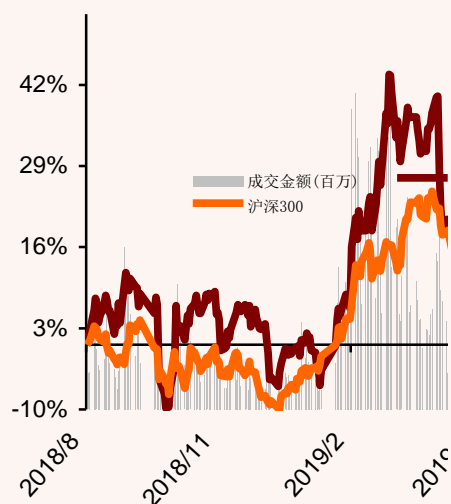
2019.08.21/推荐(首次)

首席分析师：郭丽丽
 执业证书编号：S1220513070001
 TEL：010-68584885
 E-mail guolili@foundersec.com

联系人：曹特，吴江

TEL：
 E-mail: caote@foundersec.com

历史表现：



数据来源：wind 方正证券研究所

相关研究

《蓄力深加工》2015.03.09

请务必阅读最后特别声明与免责条款

报告摘要：

镁业龙头，上下游产业链延伸，产能逐步释放。

公司是国内镁行业龙头，拥有“矿端-冶炼-加工-深加工-回收”完整产业链。2019年上半年，公司实现归母净利润2.78亿元，同比大增91.08%。预计1-9月实现归母净利润4.8~5.2亿元，同比增长94%~110%。随着产能进一步的释放，公司市占率有望进一步提升。

原镁成本优势强，盈利能力提升

公司自有上游原材料，且发明“竖罐蓄热技术”、“粗镁一步法”技术，生产原镁、镁合金成本比行业平均水平低15%左右。经过相关成本估算，我们预计公司2019年原镁生产成本约为12067.14元/吨，镁合金生产成本约为14019.72元/吨。随着公司30万吨硅铁项目的推进，成本有望进一步下行。

携手宝钢、收购博奥，完善深加工领域。

公司引进宝钢股份为战略股东，同时收购了重庆博奥镁业公司。有利于依托宝钢和博奥的现有技术资源和市场背景，加速轻合金材料在汽车轻量化领域的渗透。

环保趋严限供给，轻量化进程增需求。

受近年来环保监管的影响，我国多家原镁生产企业均停产、减产，尤其是中小型厂家自身环保设备不足，影响更甚。供给收缩支撑镁价上行。镁合金是汽车轻量化中的必备材料，我国目前单车用镁量远低于国家目标值，预计2019年至2030年汽车镁合金需求CAGR为19%。

投资评级与估值：

根据盈利预测，预计2019-2021年公司归母净利润分别为5.76、6.75、7.88亿元，同比增长75%、17%、17%，对应PE分别为11、9.4、8.09。首次覆盖，予以“推荐”评级。

风险提示：

汽车轻量化进程不及预期；镁价大幅波动风险；原材料价格大幅上涨风险

盈利预测：

单位/百万	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	5101.05	5395.00	6234.00	6867.00
(+/-) (%)	3.54	5.76	15.55	10.15
净利润	329.50	576.46	674.69	788.25
(+/-) (%)	112.83	74.95	17.04	16.83
EPS(元)	0.51	0.89	1.04	1.22
P/E	19.34	11.06	9.45	8.09

数据来源：wind 方正证券研究所

目录

1	公司概况：形成采、冶、铸、加工、回收完整产业链，镁合金行业龙头	4
1.1	产品结构稳定，镁铝合金占比较高，积极发展深加工产品	5
1.2	镁行业利润提升，盈利能力仍处于上升通道	5
1.3	镁合金板块低谷已过，盈利能力持续上升	6
2	优化冶镁工艺，成本控制能力较强	7
2.1	原镁自给自足，成本优势明显	7
2.2	镁合金市场占有率第一，规模效应降低成本	9
2.3	一步法治镁，减少能耗成本，环保效果明显	9
2.4	掌握上游资源，矿石原材料成本较低	10
2.5	扩张硅铁产能，还原剂成本控制优于行业	10
3	布局深加工，提高镁合金产品附加值	11
3.1	携手宝钢、博奥，深耕汽车轻量化	11
3.2	压铸件产能逐渐释放，毛利水平提升可期	11
3.3	布局高强度镁合金，有望获得军工认证	12
4	环保督查收缩供给，汽车轻量化带来需求增量可期	13
4.1	环保高压态势不变，供给持续受限	13
4.2	汽车轻量化趋势不变，镁合金需求可期	14
4.2.1	汽车轻量化需求是未来最大的新增亮点	15
4.2.2	我国单车用镁量低，需求潜力大	16
5	铝合金——产能逐步释放，铝合金深加工进一步发展	17
5.1	年产9万吨高端铝棒项目即将陆续投产，铝合金收入提升可期	17
5.2	积极布局铝合金深加工，微通道扁管潜力大	17
5.2.1	环保要求逐渐提高，微通道换热器市场空间乐观	17
5.2.2	技术含量大，准入门槛高	18
5.2.3	新建微通道扁管产能，提升铝产品毛利水平	19
6	金属锆与中间合金——业绩稳步增长，前景广阔	20
7	盈利预测和投资建议	21
7.1	盈利预测	21
7.2	投资建议	22

图表目录

图表 1:	公司发展历程大事记	4
图表 2:	公司管理架构	5
图表 3:	镁铝合金营收占比高	5
图表 4:	镁合金毛利占比高	5
图表 5:	营收增速放缓	6
图表 6:	归母净利润高速增长	6
图表 7:	产品毛利率、净利率保持增长	6
图表 8:	三费率持续降低	6
图表 9:	镁合金营收情况	7
图表 10:	镁合金成本情况	7
图表 11:	镁合金毛利情况	7
图表 12:	镁合金毛利率情况	7
图表 13:	云海金属镁合金主要成本结构	8
图表 14:	云海金属原镁单位产品制造成本计算表(吨)	8
图表 15:	云海金属镁合金单位产品制造成本计算表(以 AM60B 镁合金计, 吨)	8
图表 16:	公司镁产能现状	9
图表 17:	天然气价格	9
图表 18:	动力煤期货活跃合约收盘价	9
图表 19:	镁合金冶炼工艺	10
图表 20:	矿产情况	10
图表 21:	硅铁期货活跃合约收盘价	11
图表 22:	云海金属压铸件产能情况	12
图表 23:	宜安云海轻合金精密压铸件生产基地项目情况	12
图表 24:	镁价走势	13
图表 25:	相关环保政策梳理	14
图表 26:	金属镁需求结构	14
图表 27:	镁合金需求结构	14
图表 28:	汽车质量分布	15
图表 29:	铝合金/镁合金价格比	15
图表 30:	镁合金汽车轻量化应用效果	16
图表 31:	汽车用镁合金需求量测算	16
图表 32:	铝合金产能情况	17
图表 33:	产品——铝合金锭	17
图表 34:	产品——铝合金棒	17
图表 35:	换热器销售额(亿元)	18
图表 36:	微通道扁管技术难点	19
图表 37:	空调扁管与铝合金毛利率	20
图表 38:	金属锶与中间合金营收(亿元)	错误!未定义书签。
图表 39:	业绩拆分	21
图表 40:	可比公司估值表	22

1 公司概况：形成采、冶、铸、加工、回收完整产业链，镁合金行业龙头

公司的主要业务为有色金属的冶炼和压延加工业务；主要产品为铝合金、镁合金、中间合金、压铸件和金属锶等。公司的产品主要应用于 3C 行业和汽车行业。公司已经形成了“白云石开采—原镁冶炼—镁合金铸造—镁合金加工—镁合金回收”的完整镁产业链，最近两年，镁合金、深加工产品产销量持续增加。近几年来，公司积极向镁铝合金下游深加工拓展，镁铝合金压铸件和挤压件等业务快速增长。公司积极推进镁合金在汽车轻量化方面的应用，为提高公司产品在汽车轻量化应用推广速度，与北京汽车集团签署战略合作框架协议，并展开具体项目合作。

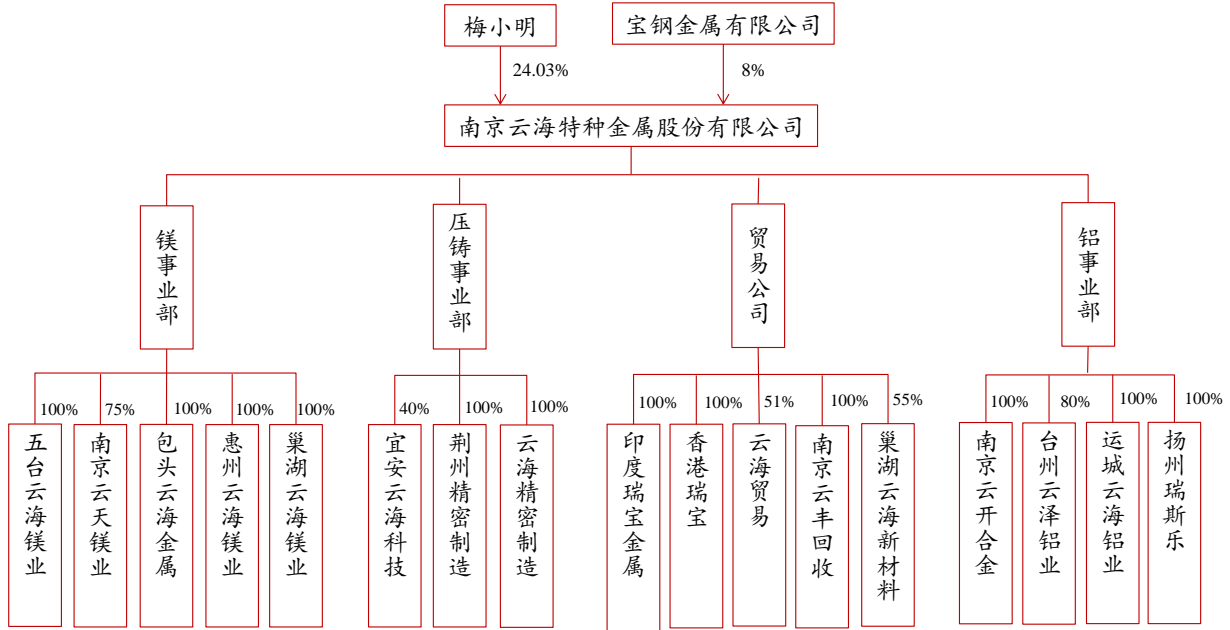
图表1：公司发展历程大事记

时间	事件
1993年11月	南京云海特种金属有限公司成立，主要生产金属锶
1997年5月	镁合金开始生产
2006年	瑞宝金属香港有限公司、闻喜云海镁业有限公司成立
2007年6月	苏州云海镁业、包头云海金属、五台云海镁业成立
2007年10月	镁铝合金压铸件开始生产
2007年10月31日	在深圳证券交易所中小板上市
2009年6月	巢湖云海镁业有限公司成立
2009年7月	开始生产铝合金棒材
2010年	台州云泽铝业（合资）、云开合金有限公司（合资）、运城云海铝业有限公司成立
2011年6月	云海轻金属精密制造有限公司成立
2014年7月	荆州云海精密制造有限公司成立
2013年8月	惠州云海镁业有限公司成立
2014年11月	扬州瑞斯乐复合金属材料有限公司成立
2015年7月	出资8506.458万元收购江苏振兴铝业有限公司破产资产
2016年5月	出资31,547,396.18美元收购子公司巢湖云海镁业有限公司49%的股权
2016年10月	与国家镁合金材料工程技术研究中心签订战略合作协议
2016年10月	投资建设年产4万吨高性能铝合金棒材项目
2017年9月	与北京汽车集团有限公司签订战略合作框架协议
2017年11月	参股子公司巢湖宜安云海科技有限公司项目投产
2018年1月	在安徽巢湖投资建设年产5万吨高性能铝合金棒材项目，项目投资总额预计为15,000万元
2018年4月	全资子公司扬州瑞斯乐复合金属材料有限公司投资建设年产1万吨微通道扁管项目
2019年	宝钢金属战略入股

资料来源：公司公告、公司官网、方正证券研究所

公司第一大股东和实际控制人均为梅小明，持股比例 24.03%。第二大股东为宝钢金属有限公司，持股比例 8%。公司下属子公司可分为四类：镁事业部、铝事业部、压铸事业部、贸易公司。

图表2： 公司管理架构

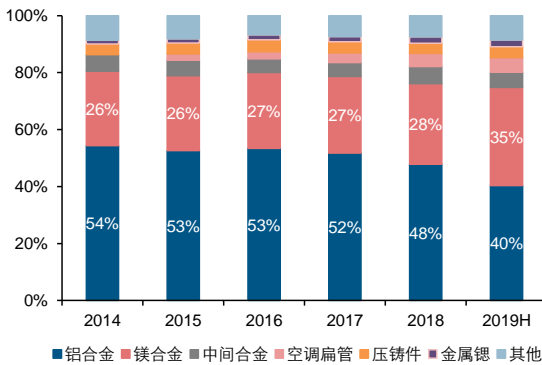


资料来源：公司官网，方正证券研究所

1.1 产品结构稳定，镁铝合金占比较高，积极发展深加工产品

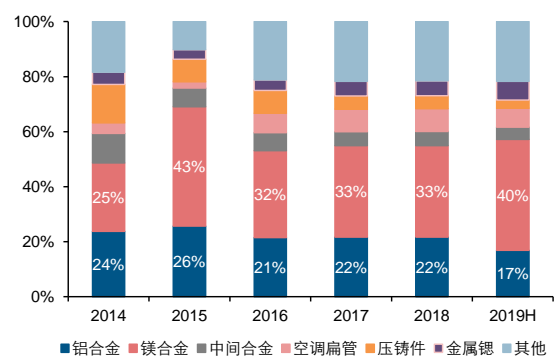
公司自 2014 年以来，营收毛利结构比较稳定，镁铝合金始终占有公司营收毛利的主导地位，合计营收占比的 75% 以上，毛利占比 50% 左右。公司目前原镁产能 10 万吨，镁合金 18 万吨，铝合金 28.5 万吨，压铸件 8000 吨，微通道扁管 1 万吨，中间合金 1.5 万吨。为巩固在镁铝合金的龙头地位，公司在巢湖新建 5 万吨高端铝棒项目，扬州瑞斯乐新建 4 万吨高端铝棒项目，有望近期投产，巢湖新建 5 万吨镁基轻合金材料项目，有望在 2020 年前投产；公司积极布局空调扁管、压铸件等深加工产品，扬州瑞斯乐投资建设年产 1 万吨微通道扁管项目，投资设立印度子公司，开拓国际市场，并计划 100 万件压铸件产能。公司的营收结构有望向多元化发展。

图表3： 镁铝合金营收占比高



资料来源：Wind，方正证券研究所

图表4： 镁合金毛利占比高



资料来源：Wind，方正证券研究所

1.2 镁行业利润提升，盈利能力仍处于上升通道

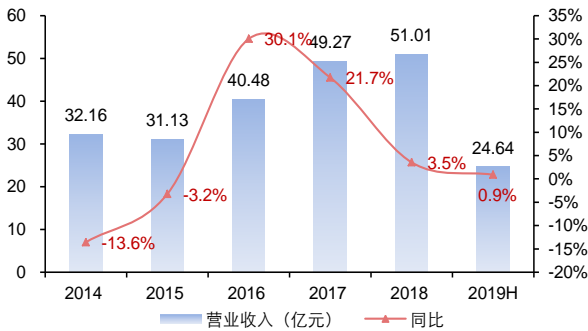
2019 年上半年，公司实现营收 24.64 亿元，同比增长 0.89%；实现归母净利润 2.78 亿元，同比上升 91.08%；扣非后归母净利润 1.06 亿

元，同比上升 73.15%。2019 年单二季度，公司实现营收 12.74 亿元，同比下降 0.79%；实现归母净利润 2.30 亿元，同比增长 162.47%；扣非后归母净利润 0.65 亿元，同比增长 36.80%。

2019 年上半年公司业绩大幅增长主要有两个方面原因。主营业务方面，**镁价上涨且原材料成本下滑**。2019 年上半年镁锭均价为 16798 元/吨，较 2018 年上半年均价（14955 元/吨）上涨 12.3%；而主要原材料硅铁均价 5673 元/吨，较 2018 年同期下降 13.5%。公司 2019 年上半年镁合金毛利率 19.67%，同比提升 6.44 个百分点。政府拆迁补偿方面，**公司上半年收到补偿款 4.2 亿元**。同时于 2019 年 6 月 18 日签订了溧水和晶桥厂区的搬迁协议，涉及补偿款 1.76 亿元和 1.69 亿元。

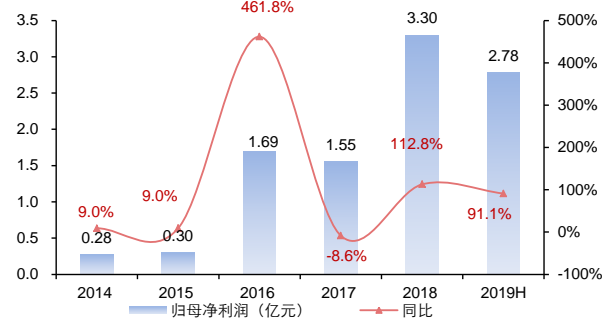
由于 2017 年原材料价格上涨幅度超过了公司产品涨价幅度，使得公司的净利润出现下降，但整体来看，公司的毛利率与净利率仍处于上升通道，三费率也呈逐渐下降态势。目前镁合金市场规模约 40 万吨，其中约 70%用于汽车，公司为镁合金行业龙头，与北汽集团等多家公司签订了战略协议，随着汽车轻量化的进一步发展，3C 和军工领域的需求开始爆发，预计镁合金需求将高速增长，将有助于提升公司的市场地位与定价权，进一步提升公司的毛利水平。

图表5： 营收增速放缓



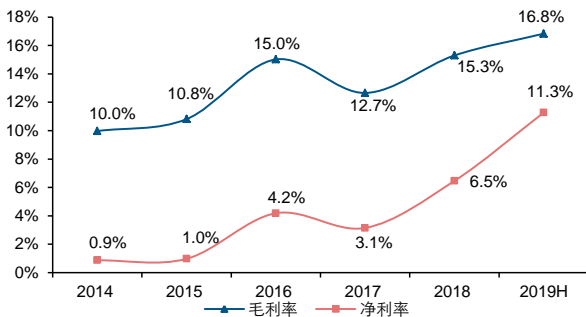
资料来源：Wind，方正证券研究所

图表6： 归母净利润高速增长



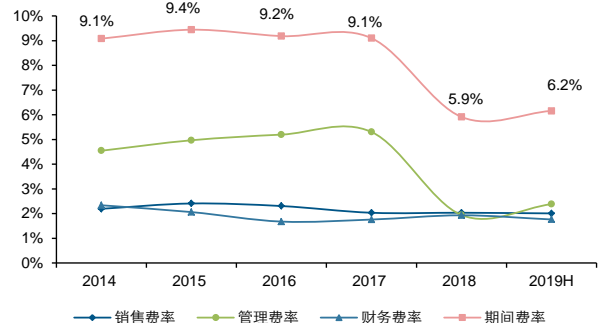
资料来源：Wind，方正证券研究所

图表7： 产品毛利率、净利率保持增长



资料来源：Wind，方正证券研究所

图表8： 三费率持续降低



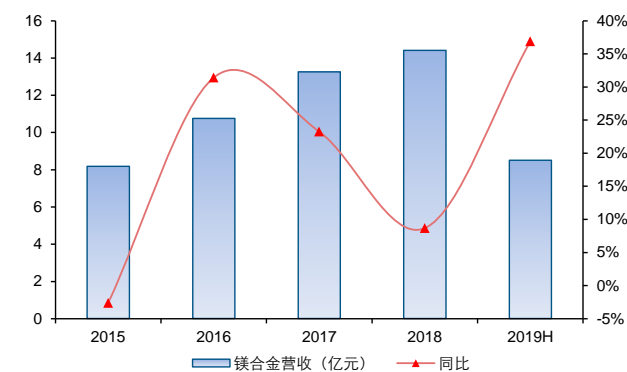
资料来源：Wind，方正证券研究所

1.3 镁合金板块低谷已过，盈利能力持续上升

2017 年原镁主要原材料硅铁价格暴涨，致使公司镁合金成本上涨，降低公司的毛利率水平。2018 年上半年，镁与硅铁价格均出现上

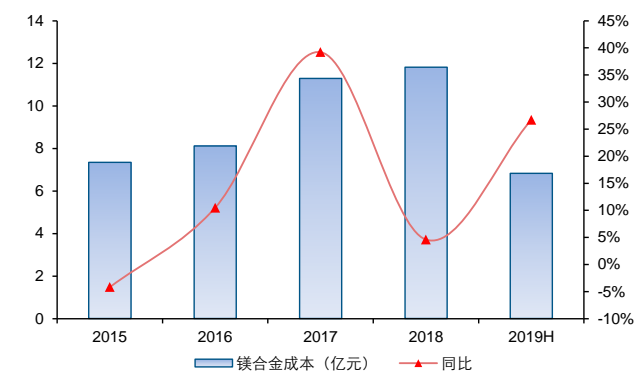
涨，硅铁价格涨幅仍大于镁价，2018年初苏州公司因拆迁基本停产，产能处于逐步转移阶段，或影响了公司的产量。受此影响，公司镁板块营业收入增速下滑。2018年下半年，随着产能的逐渐释放以及镁价的补涨，镁合金板块盈利能力改善。2019年，镁价继续上涨，硅铁价格下行，行业利润大幅改善，盈利能力持续上升。

图表9：镁合金营收情况



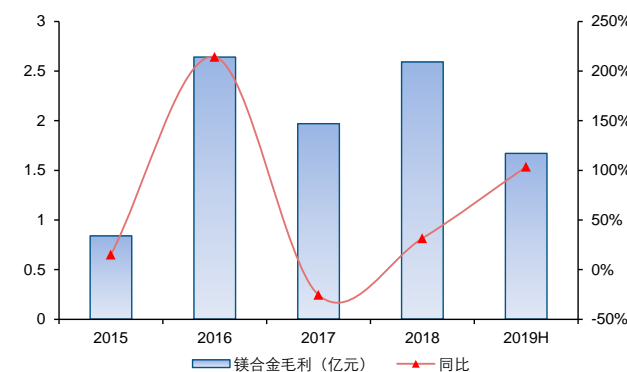
资料来源：Wind，方正证券研究所

图表10：镁合金成本情况



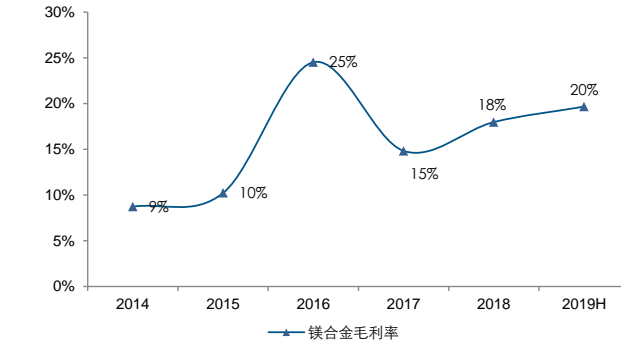
资料来源：Wind，方正证券研究所

图表11：镁合金毛利情况



资料来源：Wind，方正证券研究所

图表12：镁合金毛利率情况



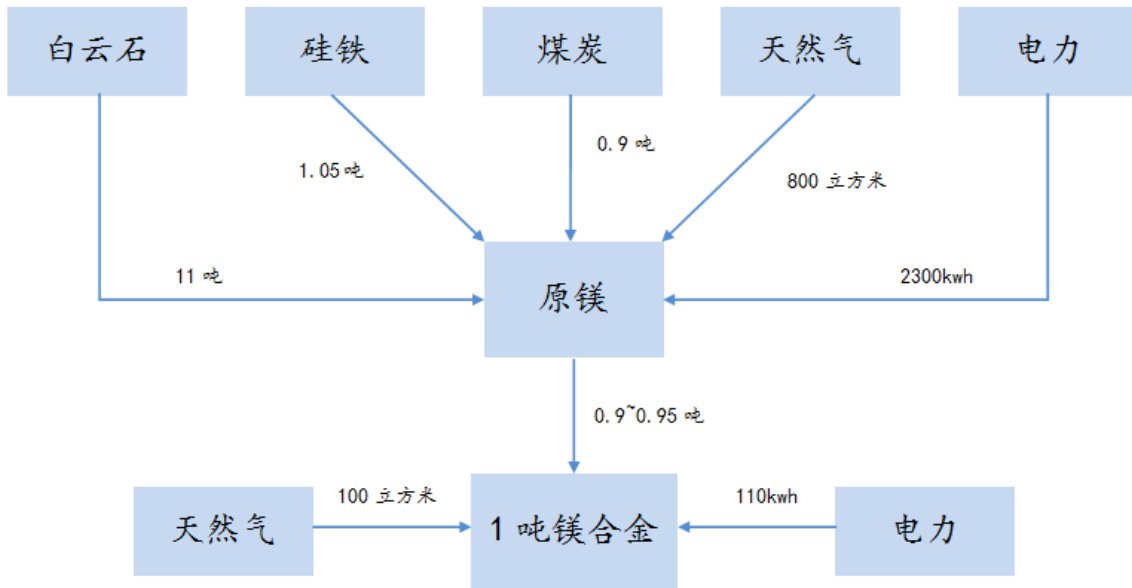
资料来源：Wind，方正证券研究所

2 优化冶镁工艺，成本控制能力较强

2.1 原镁自给自足，成本优势明显

公司采用的是皮江法冶炼白云石制原镁，再制镁合金。皮江法冶镁在中国占有重要地位，90%以上的原镁由皮江法生产，此法具有建厂快、投资省、可利用多种热源、产品质量好等优点，但也存在单台生产能力低、能耗较高等问题。公司生产一吨镁合金需要约11吨白云石，1.05吨硅铁以及3.5吨煤，2300kwh外购电力提供能源。经过相关成本的估算，我们预计公司2019年原镁生产成本约为12067.14元/吨，镁合金生产成本约为14019.72元/吨，比行业平均水平低15%左右。

图表13: 云海金属镁合金主要成本结构



资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

图表14: 云海金属原镁单位产品制造成本计算表(吨)

原镁单位产品制造成本计算表(吨)						
成本项目	消耗名称	单位	单价	单耗	单金(元)	价格备注
直接材料	硅铁	T	5955.37	1.05	6253.14	2019上半年市场均价
	白云石	T	50.00	11	550.00	开采协议价
燃料及动力	萤石	T	3100.00	0.13	403.00	2019上半年市场均价
	煤	T	490.00	3.5	1715.00	2019上半年市场均价
	电力	kwh	0.52	2300	1196.00	2019上半年市场均价
直接人工		元	650.00	1	650.00	来自公司可行性报告
制造费用		元	1300.00	1	1300.00	来自公司可行性报告
成本合计		元			12067.14	

资料来源: 公司公告, wind, 方正证券研究所

图表15: 云海金属镁合金单位产品制造成本计算表(以AM60B镁合金计, 吨)

镁合金单位产品制造成本计算表(以AM60B镁合金计, 吨)						
成本项目	消耗名称	单位	单价	单耗	单金	价格备注
直接材料	原镁	T	12067.14	0.947	11427.58	计算所得
	铝锭	T	13817.55	0.065	898.14	2019上半年市场均价
	锰粉	T	26000.00	0.0068	176.80	2019上半年市场均价
	锌锭	T	21685.55		0.00	2019上半年市场均价
直接材料		T			400.00	来自公司可行性报告
燃料及动力	天然气	m ³	2.60	100	260.00	2019上半年市场均价
	电力	kwh	0.52	110	57.20	2019上半年市场均价
包装费用		元			100.00	来自公司可行性报告
直接人工		元			100.00	来自公司可行性报告
制造费用		元			600.00	来自公司可行性报告
成本合计		元			14019.72	

资料来源: 公司公告, wind, 方正证券研究所

2.2 镁合金市场占有率第一，规模效应降低成本

近年来，公司市场占有率稳定在 20%至 30%之间，始终保持行业第一的地位，是镁合金行业的绝对龙头，目前公司拥有原镁产能 10 万吨，近两年有望满产，镁合金产能 18 万吨，通过原镁+回收料加工的方式，基本实现自给自足，不需要外购原镁，随着未来巢湖公司二期 5 万吨原镁项目及巢湖 5 万吨镁基轻合金材料项目的投产，将进一步提升原镁产能至 15 万吨，镁合金产能至 23 万吨，巩固行业龙头地位，提高规模效应，进一步降低成本。

图表16： 公司镁产能现状

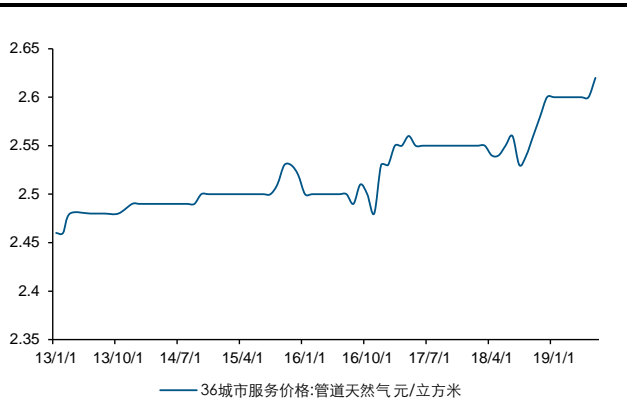
镁产能	原镁	镁合金	镁合金主要生产模式
巢湖公司	5万吨	10万吨	原镁、回收料加工
五台公司	5万吨	5万吨	原镁加工
惠州		3万吨	回收料加工
合计	10万吨	18万吨	
(巢湖公司二期五万吨原镁产能在建)			
(巢湖新建5万吨镁基轻合金材料项目在建)			

资料来源：公司公告、方正证券研究所

2.3 一步法治镁，减少能耗成本，环保效果明显

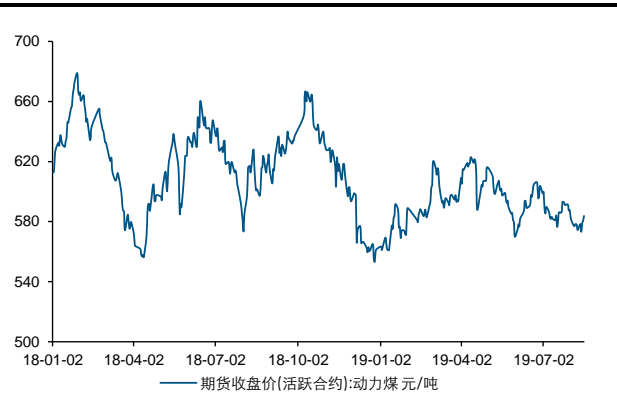
传统治镁工艺流程需要先将矿石冶炼制得粗镁，再将粗镁精炼成原镁，俗称两步法，能源消耗较大，行业平均综合能耗约为 10 吨煤生产一吨镁合金，公司通过技术创新，改进了治镁工艺，是少数掌握一步法治镁的企业，省略了矿石到粗镁这一环节，直接由矿石冶炼出原镁，大幅减少了能源消耗，并且由天然气代替大部分煤来提供生产能源，按目前市场价计算，综合能耗成本 4000 元/吨，每吨镁合金节约成本 2000 元。

图表17： 天然气价格



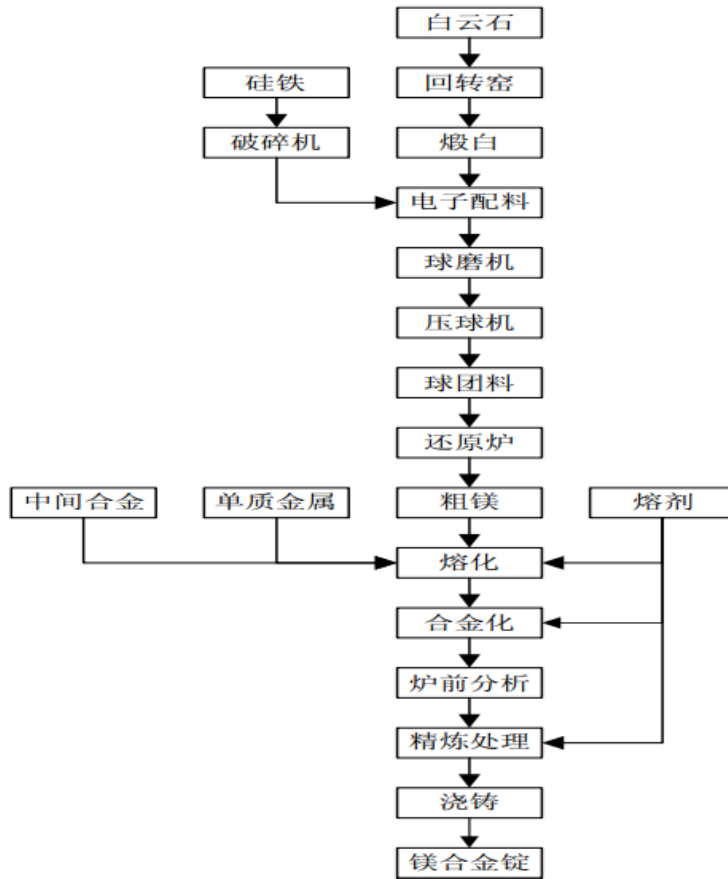
资料来源：Wind, 方正证券研究所

图表18： 动力煤期货活跃合约收盘价



资料来源：Wind、方正证券研究所

图表19： 镁合金冶炼工艺



资料来源：公司招股书，方正证券研究所

2.4 掌握上游资源，矿石原材料成本较低

与其他有色金属矿产大多被外国垄断不同，中国具有丰富的镁矿资源，占世界镁矿资源的70%以上，因此在镁矿资源的控制上，中国企业拥有主动权，公司是少数参与镁矿开采的上市公司，具有较强的稀缺性，公司子公司巢湖云海镁业有限公司于2010年5月28日以4806万元的价格竞得了安徽省巢湖市青苔山镁矿（冶镁白云岩）及冶金用白云岩矿采矿权，根据原镁产量的需要开采，充分保障原镁及镁合金的生产。原材料成本主要由白云石以及还原剂硅铁构成，白云石由公司安徽省巢湖市白云石矿区自给自足，开采协议价约为20元/吨，距离冶炼厂区仅三公里，因此成本较低，仅占总成本的2%；

图表20： 矿产情况

白云石矿区	矿区面积	资源量	授权年限
安徽省巢湖市青苔山白云岩	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。	25年

资料来源：公司公告，方正证券研究所

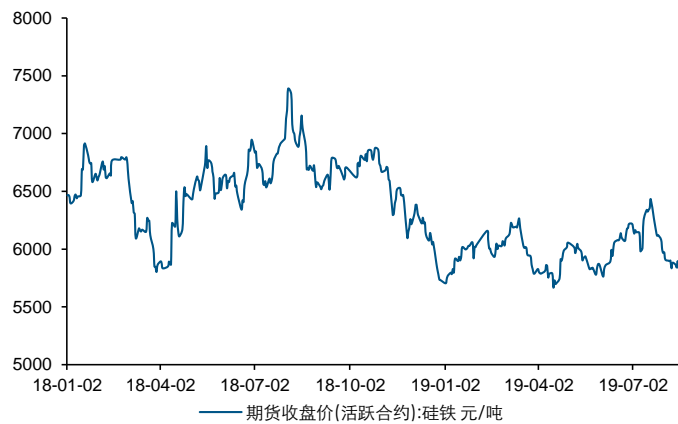
2.5 扩张硅铁产能，还原剂成本控制优于行业

硅铁是生产原镁的原材料，硅铁成本在原镁生产成本中占比较大，制约了镁合金行业的成本控制能力。公司原在包头云海拥有1.6万吨的硅铁产能，基本常年保持满负荷生产。为保证现有原镁生产硅

铁供应，同时考虑今后几年原镁产量的不断增长对硅铁的需求，公司于2019年6月投资8亿元用于包头云海建设年产30万吨硅铁合金项目，项目达产后，预计实现年净利润为12,950万元，投资回收期为6.13年(含建设期)。项目达产后，公司实现硅铁自给，控制原镁生产成本，增加综合竞争能力。

根据公司目前的产量来看，预计每年需要硅铁近11万吨，虽然公司目前硅铁产能仅能覆盖部分需求，但纵观行业，公司是少数生产镁合金同时拥有硅铁产能的企业，体现出了优于行业的成本控制能力。

图表21： 硅铁期货活跃合约收盘价



资料来源：Wind、方正证券研究所

3 布局深加工，提高镁合金产品附加值

3.1 携手宝钢、博奥，深耕汽车轻量化

2018年12月公司控股股东梅小明先生将其持有的5171万股无限售流通股，占公司总股本的8%，以7.02元/股的价格、总价为3.63亿元转让给宝钢金属；2019年1月股份转让完成过户登记，宝钢金属持有公司股权8%，成为公司第二大股东。

宝钢股份在国内高端冷轧汽车板领域市占率超50%，且汽车板通过了海外领先车企的认证，宝钢金属的加入有望助推公司在深耕布局的镁合金汽车零部件市场更上一层楼。

2019年7月10日，公司公告拟出资2.35亿元收购重庆博奥100%股权。

重庆博奥镁铝是一家为汽车客户提供轻量化解决方案的企业，专业从事镁铝合金中大型压铸产品的设计研发、生产制造与销售。主要产品有座椅支架、仪表盘支架、中控支架、电池箱体等，可以生产镁、铝合金汽车中大型零部件，是镁合金压铸生产技术领先的企业。

结合公司在镁、铝合金等材料领域拥有的业内领先研发及生产能力，本次收购重庆博奥镁铝有利于公司产业链向下延伸，有利于完善公司深加工领域布局，加大公司深加工作业比重，提高公司盈利能力，同时将公司的产业布局向西部地区延伸。

3.2 压铸件产能逐渐释放，毛利水平提升可期

面对镁合金压铸件需求增加，公司积极布局镁合金深加工产品，

截至 2018 年年末，公司拥有 8000 吨镁合金压铸件产能：2011 年成立云海精密，专注于镁合金压铸件业务，拥有 5000 吨镁合金压铸生产线，2014 年成立荆州云海，拥有 3000 吨镁合金精密铸件生产线。随着汽车轻量化带来的需求进一步发展，公司加码镁合金压铸件业务，2013 年惠州云海投资建设 3000 吨压铸件项目，目前在建；2015 年与宜安科技成立宜安云海，目前持有股权 40%，在安徽巢湖共同投资 5 亿元建设轻合金精密压铸件生产基地项目，按公司规划，一期投产 30%，第二年投产至 70%，第三年全部投产。目前一期已投产，预计 2020 实现全部投产，届时将增加压铸件产能 2000 吨；2018 年以自有资金出资 8,000 万元人民币在印度投资设立子公司，投资建设年产 100 万件压铸件及配套镁合金回收项目。项目达产后，预计实现年净利润为 1,446.26 万元。

图表22：云海金属压铸件产能情况

压铸件产能	2018	2019E	2020E
云海精密	5000吨	5000吨	5000吨
荆州云海	3000吨	3000吨	3000吨
宜安云海	589吨	1374吨	1963吨
合计			

(惠州云海3000吨镁合金压铸件项目在建)
(计划在印度投资年产 100 万件压铸件及配套镁合金回收)

资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表23：宜安云海轻合金精密压铸件生产基地项目情况

下游	产品	单件重量 (kg)	年产量 (件)	年产量 (吨)				40%股权折算后年产量 (吨)			
				全部达产	2018E	2019E	2020E	全部达产	2018E	2019E	2020E
笔记本电 脑	笔记本电 脑外壳	0.15	3535488	530	159	371	530	212	64	148	212
	转向支架	1	1412023	1412	424	988	1412	565	169	395	565
汽车	导航产品	0.45	1098240	494	148	346	494	198	59	138	198
	车门	4	205920	824	247	577	824	329	99	231	329
	仪表盘	4	411840	1647	494	1153	1647	659	198	461	659

资料来源：公司公告，方正证券研究所

3.3 布局高强度镁合金，有望获得军工认证

2014 年公司以自有资金在公司南京市溧水经济开发区厂区及子公司巢湖云海镁业有限公司厂区投资实施高强镁合金及其变形加工产品产业化项目，项目投资总额 29,863.5 万元，军工资质仍在认证中。将建成年产 30000 吨高强镁合金产业化生产线；年产 4000 吨高强镁合金半连续铸锭产业化生产线；年产 300 吨高强镁合金锻件产业化生产线；年产 2000 吨高强镁合金挤压型材产业化生产线；高强镁合金试验室；高强镁合金部件机加工生产线及相关配套生产设施。项目达产后，预计年销售收入约 125,213.68 万元，实现年净利润为 11,631.98 万元，大幅增厚公司利润。

4 环保督查收缩供给，汽车轻量化带来需求增量可期

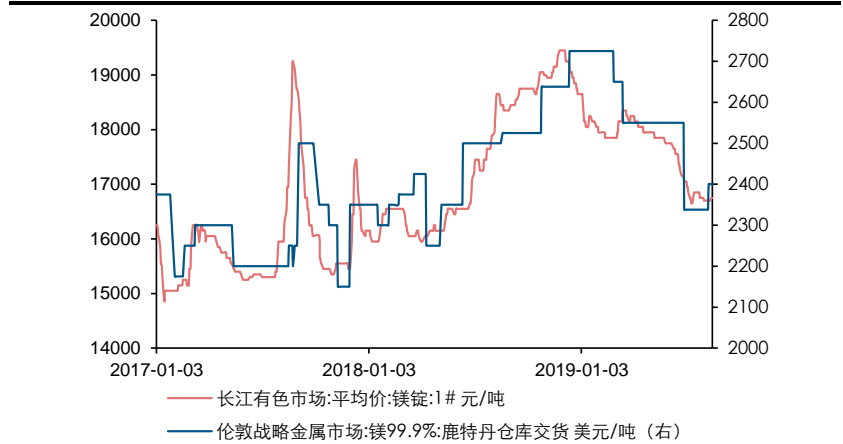
4.1 环保高压态势不变，供给持续受限

我国炼镁的主要工艺是皮江法，皮江法在生产过程中会产生大量三废。目前我国原镁厂商生产规模较小，仅有 17 家产能超过 3 万吨。受近年来环保监管的影响，我国多家原镁生产企业均停产、减产，尤其是中小型厂家自身环保设备不足，影响更甚。

2018 年，受环保督查、夏季检修影响，国内原镁产量大减，我国原镁产量 86 万吨，同比减少 5.4%。供给收缩支撑镁价上行，全年镁现货均价 16488 元/吨，同比上涨 10.5%。2019 年 1-6 月国内原镁产量 38.51 万吨，同比仅微增 1.82%。

2018 年，国内镁产量 69.56 万吨，同比减少 21.36%。其中，陕西累计生产 43.16 万吨，同比减少 9.87%；山西累计生产 9.74 万吨，同比减少 30.78%；宁夏累计生产 6.55 万吨，同比减少 61.58%。

图表24： 镁价走势



资料来源：Wind，方正证券研究所

图表25： 相关环保政策梳理

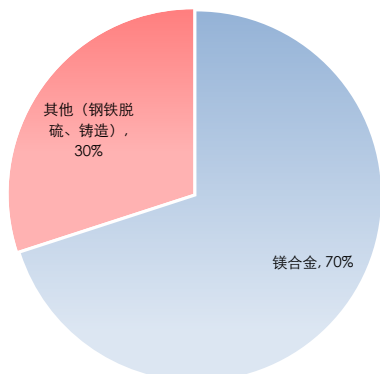
时间	相关政策、事件	内容概要
2019年7月	《工业炉窑大气污染综合治理方案》	推进工业炉窑全面达标排放。已有行业排放标准的工业炉窑，严格执行行业排放标准相关规定，配套建设高效脱硫脱硝除尘设施，确保稳定达标排放。已制定更严格地方排放标准的，按地方标准执行。重点区域钢铁、水泥、焦化、石化、化工、有色等行业，二氧化硫、氮氧化物、颗粒物、挥发性有机物（VOCs）排放全面执行大气污染物特别排放限值。已核发排污许可证的，应严格执行许可要求。
2018年8月	辽宁省发布实施《镁质耐火材料工业大气污染物排放标准》	有组织排放(即有烟囱排放)限值要求对现有企业将分为两个时段实施污染物控制。第一阶段，自2019年1月1日起至2020年12月31日，现有企业执行“现有企业大气污染物排放浓度限值”。第二阶段，自2021年1月1日起，现有企业将执行更为严格的“新建企业大气污染物排放浓度限值”。另外，新建企业即在本标准实施之日起环境影响评价文件通过审批的新建、改建、扩建镁质耐火材料工业设施建设项目，2019年1月1日起按“新建企业大气污染物排放浓度限值”标准规定执行。
2018年6月到2019年4月	新一轮中央生态环境保护督察“回头看”	督察范围除之前的“2+26”城市之外还加入汾渭平原11城及长三角地区
2018年6月	《关于全面加强生态环境保护坚决打好污染防治攻坚战的意见》	6月24日，中共中央、国务院发布《关于全面加强生态环境保护坚决打好污染防治攻坚战的意见》，受环保检查和安全检查的影响，府谷当地已有不少规模比较大的镁企停产检修，更有个别企业全线停产整改检修。
2018年3月	辽宁鞍山重拳治理镁产业镁砂行业环境问题	对于城市重点污染源和中央环保督察反馈的重点难点问题，鞍山市集中力量，开展了为期两个月的“全市镁产业镁砂行业环境治理专项行动”，检查企业194家共2108座炉窑，查处环境违法行为118起，责令停建、停产和改正的企业73家，停产关闭企业10家，移交案件8起，拘留12人，上缴罚款350余万元。鞍山市还开展了水环境专项治理工作，对40个污水直排口及4处黑臭水体开展治理；完成了污水处理厂提标改造工作方案，积极推进铁西开发区及铁东中法区域污水截流工程。
2018年2月	环保厅督查考核危险废物规范化管理 太阳镁业不达标	宁夏太阳镁业有限公司主要存在如下问题：未按规定要求建设危险废物贮存库，废机油库无防渗、泄漏液体导流收集装置，盛装废机油油桶有破损，泄漏机油对地面已造成污染，库内还有其他杂物混合堆存，污泥库未设置防雨设施；企业产生的煤焦油、污泥、废机油未与危险废物经营单位签订利用处置合同，煤焦油交给无资质企业利用。
2017年5月	营口市根据环保督查意见及《2017年营口市镁制品企业环境治理实施方案》进行了专项整治	本次整治共涉及盖州17家镁制品企业，严格按照《营口市镁制品企业复产环境治理标准》12条标准对照落实。2017年8月，共出动执法人员56次，主要对复产企业除尘设施改造运行情况，易生产扬尘的生产车间及库房封闭情况、矿石等物料采取覆盖措施情况、厂区主要道路进行硬化，并对厂区要求定期进行洒水清扫情况进行核查检查中发现绝大部分复产企业均符合镁制品行业环境综合整治方案复产标准。但
2017年5月	《关于京津冀及周边地区执行大气污染物特别排放限值》	该区域内的山西太原、长治、晋城、阳泉等地区，目前还有部分镁矿山和冶炼企业。该政策一旦开始实施，区域内的镁工业将面临更加严格的环保要求，需要积极应对更加严峻的挑战。同时，全面执行大气污染物特别排放限值将对北方各省区的工业结构及布局产生重要影响，对镁行业的间接影响也不可忽视。
2017年5月	中央第三环境保护督察组对辽宁省开展环境保护督察。	督查意见：辽宁是全国镁资源主要产地，但长期以来行业准入门槛低、环保治理水平差，镁矿开采和加工冶炼造成区域生态破坏严重，连片污染问题突出。部分镁制品加工污染严重，督察发现，营口大石桥市291家镁制品企业的1394座各类窑炉中，近40%未安装除尘设施，环境管理粗放，粉尘污染严重。鞍山海城市116家镁制品企业多数环保手续不全，企业周边黄烟弥漫，群众反映强烈。

资料来源：新闻整理，方正证券研究所

4.2 汽车轻量化趋势不变，镁合金需求可期

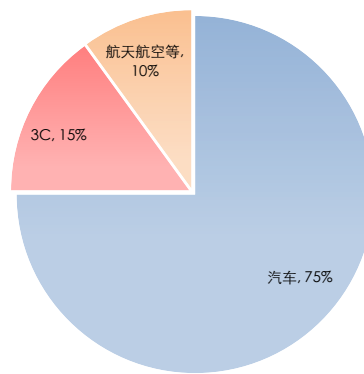
金属镁主要用于生产镁合金、铝合金、钢铁脱硫等，其中镁合金的消费需求占比近70%。而镁合金的下游需求中，汽车需求占比75%，3C需求占比15%，航空航天等需求占比10%。汽车业是镁合金最重要的下游，汽车轻量化带来的车用镁合金需求增长将有效的带动镁合金整体需求的增长。

图表26： 金属镁需求结构



资料来源：方正证券研究所

图表27： 镁合金需求结构



资料来源：方正证券研究所

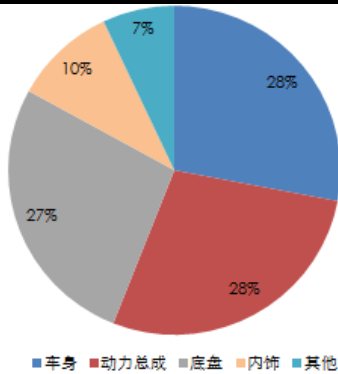
4.2.1 汽车轻量化需求是未来最大的新增亮点

镁合金在汽车上应用时，能够减轻汽车质量，提高有效承载能力，降低行驶过程中的噪音，进而降低废气排放以及燃油成本，对整车性能提升明显。汽车行业普遍认为，车重每减少 100kg，百公里油耗会减少 0.5L，车重每减少 10%，轿车燃油经济性会提高 6%，轻卡的燃油经济性会提高 8%。

镁的密度只有 1.74g/cm³，是铝的 2/3，钢的 2/9。采用镁合金能减轻整车重量，可在铝轻量化的基础上再减轻 15%~20%。镁合金的比强度和比刚度远高于铝和钢，镁合金的刚度随厚度的增加而成立方比增加，对用镁合金制造刚性好的整体构件十分有利。镁合金具有良好的阻尼系数，减振量大于铝合金和铸铁，用于壳体可以降低噪声，用于座椅、轮毂可以减少振动，提高了汽车的安全性和舒适性。在汽车系统的不同部位中，镁合金都能减轻一定的重量。其中在汽车车身壳体以及悬挂件上，轻量化效果最为明显，达到了 58%。其次在刹车和框架上，轻量化效果也达到了 50%以上。从整车来看，镁合金预计可以减轻 45%的重量。

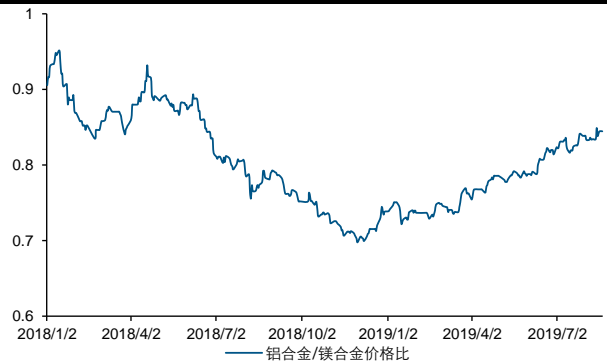
在不降低零部件强度条件下，镁合金铸件比铝铸件的重量减轻大约 25%，则 0.75 单位重量的镁合金可以近似替代 1 单位重量的铝合金。在不考虑两种金属性质差异及加工技术难度的情况下，仅从合金用量及合金价格角度分析，若铝合金与镁合金的价格比高于 0.75，汽车厂商将倾向于选择镁合金作为原材料以达到单个部件原料成本最低的目标。目前铝合金价格/镁合金价格在 0.84 左右，高于 0.75，厂商或倾向于选择镁合金作为汽车零部件材料。

图表28： 汽车质量分布



资料来源：方正证券研究所整理

图表29： 铝合金/镁合金价格比



资料来源：Wind，方正证券研究所

图表30： 镁合金汽车轻量化应用效果

	原重量 (kg)	镁合金重量 (kg)	减轻重量 (kg)	减轻比例
壳体	12.8	5.4	7.4	58%
内饰件	31.2	21	10.2	33%
动力系统	55.2	36.2	19	34%
悬挂件	62.2	25.9	36.3	58%
刹车	3.9	1.8	2.1	54%
框架	14.5	7.2	7.3	50%
转向	5.6	3.9	1.7	30%
电器外壳	3.2	1.8	1.4	44%
合计	188.6	103.2	85.2	45%

资料来源：知网，方正证券研究所

4.2.2 我国单车用镁量低，需求潜力大

2016年，北美地区单车用镁量为3.8kg，日本单车用镁量高达9.3kg。从不同车型来看，奔驰、宝马、通用等车型镁合金用量以及超过了20kg，美国通用公司每车已经采用了45个镁合金铸件，每车已达100kg以上，计划镁合金用量最高每辆达到150kg/辆；美国福特公司每车已经采用30个镁合金铸件，每车已达100kg，计划最高每车118kg/辆。大众公司计划10年内每车最大达到178kg/辆。而2016年我国单车用镁量仅有1.5kg，相比之下，我国单车用镁量潜力极大。

2017年11月，我国发布的《节能与新能源汽车技术路线图》里规划我国汽车单车用镁目标为，2020年达到15kg、2025年达到25kg，2030年达到45kg。在2020年时达到整车减重10%，2025年减重20%，2030年减重35%。因此，我国作为产镁第一大国，汽车用镁合金的需求增长潜力大。

根据我国发布的《节能与新能源汽车技术路线图》，预计2020年、2025年、2030年汽车产量分别为3000万、3500万辆、3800万辆。目前来看，汽车产销量并不景气，2019年1-7月累计汽车产量1435万辆，同比下降12.80%，因此对近三年汽车产量持保守态度。目前来看，我国单车用镁量离目标较远，假设仅能完成目标量的2/3。我国2019、2020年的汽车用镁需求分别为16.8、30万吨，2025年需求63万吨，2030年需求达到114万吨。预计2019年至2030年镁合金需求CAGR为19%，作为镁合金龙头的云海金属或将迎来一片蓝海。

图表31： 汽车用镁合金需求量测算

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2025E	2030E
中国汽车总产量(万辆)	2812	2902	2796.8	2800	3000	3500	3800
yoy	14.80%	3.20%	-3.63%	0.11%	7.14%	3.13%	1.66%
单车用镁(KG)	1.5	2.5	4	6	10	18	30
总需求量(万吨)	4.2	7.3	11.2	16.8	30	63	114
yoy		313%	72%	50%	79%	16%	13%

资料来源：中汽协，方正证券研究所

5 铝合金——产能逐步释放，铝合金深加工进一步发展

5.1 年产9万吨高端铝棒项目即将陆续投产，铝合金收入提升可期

公司于2009年7月开始生产铝合金棒材项目，截至目前，公司拥有铝合金产能28.5万吨，南京本部15.5万吨（其中DC棒9万吨），运城10万吨（其中DC棒5万吨），台州3万吨。公司于2016年10月22日公告称，扬州瑞斯乐拟以自有资金在扬州高邮市经济开发区投资建设年产4万吨高性能铝合金棒材项目，项目投资总额预计为8000万元，根据2017年9月15日该项目审批情况，项目预计基本完工，预计2019年投产。公司于2018年1月30日公告称，巢湖云海镁业有限公司（以下简称“巢湖云海”）拟以自有资金在安徽巢湖投资建设年产5万吨高性能铝合金棒材项目，项目投资总额预计为15,000万元。项目达产后，预计实现年净利润为1820万元，投资回收期为5.06年（含建设期1年），预计2019年至2020年投产。高端铝合金棒材属于汽车轻量化主要应用材料之一，随着2019年-2020年两个铝合金DC棒项目的陆续投产，公司铝合金产能将大幅上升，有助于公司增加高端铝合金材料的供给能力，为公司发展铝合金深加工产业奠定基础，提升盈利能力，预计增厚净利润3000万元。

图表32： 铝合金产能情况

铝合金产能	现状	2019E-2020E	产能详情
南京本部	15.5万吨	15.5万吨	铝合金棒9万吨，铝合金锭6.5万吨
运城	10万吨	15万吨	铝合金棒10万吨，铝合金锭5万吨
台州	3万吨	3万吨	全部为铝合金锭，原料为再生铝
巢湖公司		5万吨	全部为铝合金棒
扬州瑞斯乐		4万吨	全部为铝合金棒
合计	28.5万吨	37.5万吨	铝合金棒23万吨，铝合金锭14.5万吨

资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表33： 产品——铝合金锭



资料来源：公司官网，方正证券研究所

图表34： 产品——铝合金棒



资料来源：公司官网，方正证券研究所

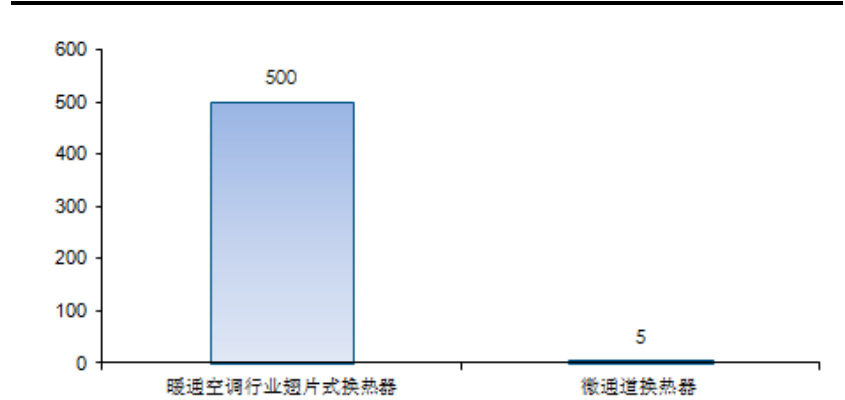
5.2 积极布局铝合金深加工，微通道扁管潜力大

5.2.1 环保要求逐渐提高，微通道换热器市场空间乐观

多孔微通道扁管主要使用在家用空调和汽车用空调上，环保制冷剂R134A在汽车空调系统上实施强制使用，为提高其工作压力和换热

效果，汽车空调换热器必须改用微通道平行流换热器。国家出台了一系列带有强制性的节能政策、法律法规和产业标准。而空调要达到节能主要有三条：一是采用变频控制，但变频器会增加很多成本；二是在铜管换热器上把制冷剂直接更换成 R410a 冷媒，但会导致成本更高。三是使用平行流微通道换热器，既符合环保、有效节能，又可降低成本 50% 以上。因此，微通道成了家、商用空调更新换代的最佳选择和出路。产业在线数据显示，2017 年中国暖通空调行业翅片式换热器国内销售额约 500 亿元左右，而微通道换热器国内销售额仅有 5 亿元，整体替代率较低。虽然微通道换热器在中央空调中的推广并不顺畅，但是在冰柜、冷柜，以及热泵热水器领域，微通道换热器应用广泛，前景看好。

图表35： 换热器销售额（亿元）



资料来源：产业在线，方正证券研究所

5.2.2 技术含量高，准入门槛高

该产品以公司自主生产的高性能铝合金 DC 棒材为原材，通过铝挤压技术，挤压成型，然后对产品进行表面处理。该产品技术核心在于产品挤压比非常高，远远高于常规的 1: 50 的挤压比。目前国内具备相应技术及规模的只有几家外资企业，内资企业可谓凤毛麟角，目前公司掌握的多孔微通道扁管生产技术处于领先地位。

图表36: 微通道扁管技术难点

技术要求	详情
超大挤压比	挤压比是指材料热挤压前的断面积同挤压后的断面积之间的比例, 一般情况下在8~50倍, 而微通道铝管断面积仅为4px2左右, 挤压比要达到400倍以上, 是铝挤压极限工艺的8倍多。
超高尺寸精度	微通道铝管尺寸精度远高于《铝及铝合金研究要热挤压管》国家标准。按国家标准, 典型品种宽度16mm尺寸偏差为 $\pm 0.3\text{mm}$, 而微通道铝管宽度尺寸偏差为 $\pm 0.03\text{mm}$, 要求高的甚至需提高到 $\pm 0.01\sim\pm 0.02\text{mm}$ 。
气密性	一套微通道热交换器大约有50~150支微通道铝管, 只要一支出现气密性缺陷(如气孔、夹杂等), 则整个空调器就会报废, 因此质量标准以PPM(100万件)计, 衡量标准为15PPM以下。
高品质棒材	微通道铝管其最小极限壁厚仅0.13mm, 如果铸棒材料纯净度和含氢量达不到要求的话, 只要有一个很细微的气孔或者夹杂物, 都会使微通道铝管的薄壁产生泄漏, 故必须采用高纯度精炼棒, 含氢量 $\leq 0.09\%$ 。
表面喷锌技术	由于微通道铝管内有制冷剂介质, 外有大气腐蚀, 很容易因点腐蚀作用而产生泄漏, 必须在其外表面喷上薄薄的一层锌从而保护管壁不发生腐蚀。国内至今还没有能提供合格喷锌设备的厂家, 国际上也只有极少数的厂家能提供。
在线探伤和检测技术	由于微通道铝管技术难度大、难点多, 在生产过程中如何运用科学、有效的在线探伤、表面质量等检测手段, 及时检出(标记)有缺陷的产品, 对微通道铝管的质量控制极为关键。

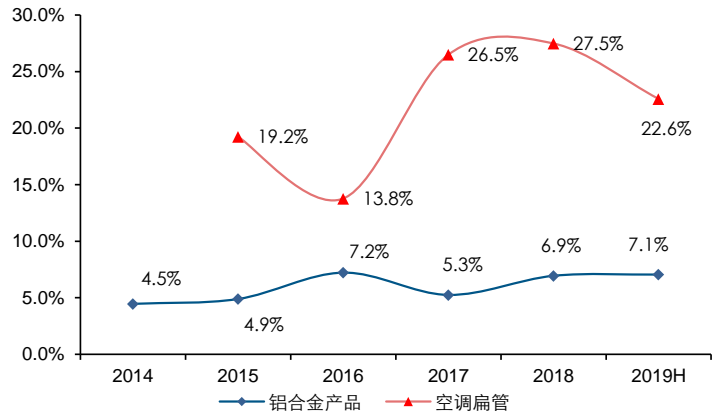
资料来源: 方正证券研究所整理

5.2.3 新建微通道扁管产能, 提升铝产品毛利水平

2014年11月公司收购扬州瑞斯乐(主要生产空调用多孔微通道扁管)100%股权, 并于2015年7月出资8506.458万元收购江苏振兴铝业有限公司的破产资产, 收购的资产包括空调扁管生产线, 进一步提升了公司的产能。收购瑞斯乐时原有2条产线, 收购后公司对原有产线升级改造, 后来又新建3条产线, 目前总共有5条产线, 产能每年1万吨左右, 2017年全年实现营业收入为19,780.29万元; 净利润为1,621.66万元; 2018年4月, 公司拟以自有资金在扬州高邮市经济开发区投资建设年产1万吨微通道扁管项目, 项目投资总额预计为10,300万元。项目达产后, 将提升公司产能至2万吨, 预计实现年净利润为4604.73万元。

近年来电解铝价格不景气, 使得铝合金初加工产品的毛利水平较低, 2018年公司空调扁管的收入不到铝合金的十分之一, 毛利贡献却达到了铝合金业务的三分之一, 发展铝合金深加工产品有助于提升公司铝板块的盈利能力, 提高产品附加值, 也利于公司向高端制造发展。

图表37: 空调扁管与铝合金毛利率



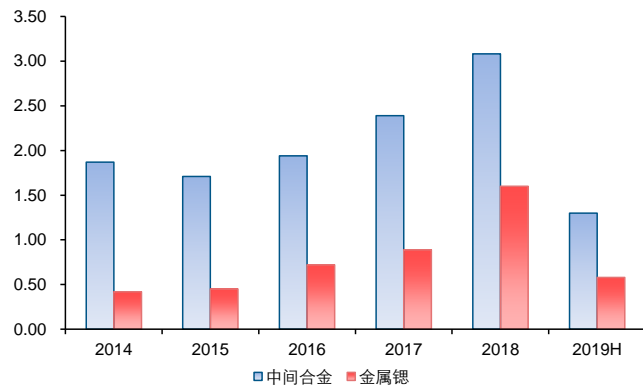
资料来源: Wind, 方正证券研究所

6 金属锶与中间合金——业绩稳步增长，前景广阔

金属锶在合金生产领域有着广泛的应用，金属锶作为长效变质剂，主要作为添加剂用于铝合金生产和铸造中提高其机械性能，在炼钢、耐热镁合金生产中等也有应用。公司金属锶生产规模与冶炼技术处于领先地位，实控人梅小明先生作为发明人申请了专利《金属锶铝罐包装技术》(ZL02113127.9)以及《竖罐炼锶工艺及装置》(申请号02113129.5)，且公司掌握了金属锶真空冶炼等技术，在生产中的应用创造了良好的经济效益。公司的中间合金产品主要在南京云开合金有限公司生产，主要产品有铝钛硼、镁中间合金、铝中间合金，主要用于镁、铝合金生产金属元素的添加以及做合金的晶粒细化剂，改善金属性能。

目前公司拥有金属锶产能 3000 吨，对外销售为主，部分自用，用于生产铝锶中间合金。中间合金产能约 1.5 万吨，2018 年 11 月，在运城云海投资建设年产 5 万吨铝中间合金项目；2019 年 6 月 6 日，公司与信发集团共同建设 10 万吨铝中间合金项目。2014-2018 年间，金属锶营业收入增长近 300%，中间合金营业收入增长了 65%。随着高端制造对高性能合金需求的增长，公司金属锶与中间合金业务进一步发展可期。

图表38: 金属锶与中间合金营收(亿元)



资料来源: Wind, 方正证券研究所

7 盈利预测和投资建议

7.1 盈利预测

公司的主要业务为有色金属的冶炼和压延加工业务；主要产品为铝合金、镁合金、中间合金、压铸件和金属铈等。

核心假设：

镁合金价格假设：考虑环保高压态势不变，汽车轻量化趋势加快，需求有望向好，但汽车销量略显疲态，预计镁价维持稳定。

铝合金价格假设：预计未来铝合金价格延续上涨态势。

产品销量假设：公司产能按计划陆续投放，目前公司镁合金产能18万吨，未来有5万吨产能投产。假设镁合金产能2019年、2020年、2021年均均为18、20、23万吨。目前公司铝合金产能28.5万吨，根据公司规划，预计未来三年有9万吨新增产能投产，假设铝合金产能2018年、2019年、2020年分别为28.5万吨、32.5万吨、37.5万吨。中间合金、空调扁管产能陆续投放。随着各厂区拆迁影响结束，预计产能利用率将稳步上升。

拆迁补贴按时间计划到位。

图表39： 业绩拆分

营业总收入(亿元)	2017	2018	2019H	2019E	2020E	2021E
铝合金产品	25.51	24.40	9.94	26.39	31.54	32.63
镁合金产品	13.25	14.40	8.50	15.26	17.60	21.34
中间合金	2.39	3.08	1.30	2.60	3.00	3.50
空调扁管	1.67	2.34	1.27	2.50	3.00	4.00
压铸件	1.93	1.83	0.94	2.00	2.00	2.00
金属铈	0.89	1.16	0.58	1.20	1.20	1.20
锌合金	0.01	0.09		0.00	0.00	0.00
硅铁				0.00	0.00	0.00
其他	3.61	3.70	2.10	4.00	4.00	4.00
营业总收入	49.27	51.01	24.64	53.95	62.34	68.67
营业成本(亿元)	2017	2018	2019H	2019E	2020E	2021E
铝合金产品	24.17	22.71	9.24	24.54	29.17	30.18
镁合金产品	11.29	11.81	6.83	12.36	14.08	16.86
中间合金	1.98	2.67	1.11	2.21	2.55	2.98
空调扁管	1.23	1.70	0.99	1.90	2.25	2.96
压铸件	1.41	1.46	0.82	1.72	1.70	1.68
金属铈	0.65	0.73	0.30	0.62	0.60	0.60
锌合金	0.01	0.08		0.00	0.00	0.00
硅铁				0.00	0.00	0.00
其他	2.31	2.04	1.20	1.20	1.20	1.20
营业成本	43.03	43.21	20.49	44.56	51.55	56.45
毛利(亿元)	2017	2018	2019H	2019E	2020E	2021E
铝合金产品	1.34	1.69	0.70	1.85	2.37	2.45
镁合金产品	1.97	2.59	1.67	2.90	3.52	4.48
中间合金	0.41	0.40	0.18	0.39	0.45	0.53
空调扁管	0.44	0.64	0.29	0.60	0.75	1.04
压铸件	0.52	0.37	0.12	0.28	0.30	0.32
金属铈	0.24	0.42	0.28	0.58	0.60	0.60
锌合金	0.00	0.02		0.00	0.00	0.00
硅铁				0.00	0.00	0.00
其他	1.31	1.66	0.90	2.80	2.80	2.80
毛利	6.24	7.80	4.15	9.40	10.79	12.21

资料来源：Wind，方正证券研究所整理

图表40: 可比公司估值表

代码	证券简称	总市值(亿元)	流通市值(亿元)	市盈率PE			市净率 PB(MRQ)
				TTM	19E	20E	
002182.SZ	云海金属	63.74	63.74	12.5	11.06	9.45	3.06
中位值	中位值	288.98	288.98	24.47	21.35	18.38	3.05
603993.SH	洛阳钼业	812.13	664.23	23.83	23.62	20.95	1.99
600362.SH	江西铜业	509.71	305.48	21.03	18.31	15.81	1.01
600111.SH	北方稀土	422.16	422.16	71.03	70.25	58.16	4.50
601212.SH	白银有色	323.59	323.59	591.94	158.33	80.18	3.05
600516.SH	方大炭素	293.02	293.02	7.56	10.53	10.06	2.07
603799.SH	华友钴业	288.98	288.98	41.88	33.32	23.66	3.84
002460.SZ	赣锋锂业	273.51	231.15	24.47	25.76	21.52	3.44
002466.SZ	天齐锂业	272.36	272.36	24.84	19.09	14.10	2.68
000629.SZ	攀钢钒钛	268.86	268.86	8.56	11.17	10.56	2.95
300748.SZ	金力永磁	254.67	254.67	165.46	--	--	22.64

资料来源: Wind, 方正证券研究所

7.2 投资建议

据盈利预测,预计2019-2021年公司归母净利润分别为5.76、6.75、7.88亿元,同比增长75%、17%、17%,对应PE分别为11、9.4、8.09。首次覆盖,予以“推荐”评级。

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					利润表				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	2340.96	2739.35	3381.82	4123.50	营业总收入	5101.05	5395.00	6234.00	6867.00
现金	306.60	787.12	1129.05	1641.03	营业成本	4320.61	4456.00	5155.00	5645.00
应收账款	907.19	828.72	964.79	1066.69	营业税金及附加	38.12	37.43	44.10	48.72
其它应收款	21.36	12.36	13.99	15.79	营业费用	103.87	112.28	128.34	141.63
预付账款	59.96	81.66	88.84	96.18	管理费用	99.11	104.82	121.12	133.42
存货	785.77	690.30	806.78	888.90	财务费用	98.62	94.18	77.36	65.39
其他	260.09	339.20	378.37	414.90	资产减值损失	14.35	0.00	0.00	0.00
非流动资产	2186.25	2356.64	2460.62	2561.51	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	267.55	421.02	545.01	669.15	投资净收益	5.95	3.48	3.99	4.14
固定资产	1593.75	1611.73	1593.05	1571.52	营业利润	410.33	684.27	816.06	946.09
无形资产	214.77	213.71	212.38	210.66	营业外收入	12.81	0.00	0.00	0.00
其他	110.19	110.19	110.19	110.19	营业外支出	20.93	0.00	0.00	0.00
资产总计	4527.21	5095.99	5842.44	6685.01	利润总额	402.21	709.27	826.06	966.09
流动负债	2567.93	2560.02	2633.85	2689.72	所得税	73.64	132.58	153.43	179.39
短期借款	2098.15	2098.15	2098.15	2098.15	净利润	328.58	576.69	672.63	786.69
应付账款	303.09	315.77	363.30	398.87	少数股东损益	-0.93	0.23	-2.06	-1.55
其他	166.69	146.10	172.40	192.70	归属母公司净利润	329.50	576.46	674.69	788.25
非流动负债	130.13	130.13	130.13	130.13	EBITDA	509.94	855.39	958.01	1072.30
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (元)	0.51	0.89	1.04	1.22
其他	130.13	130.13	130.13	130.13					
负债合计	2698.07	2690.16	2763.98	2819.85	主要财务比率	2018	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	2.40	2.64	0.58	-0.97	成长能力				
股本	646.42	646.42	646.42	646.42	营业收入	0.04	0.06	0.16	0.10
资本公积	466.10	466.10	466.10	466.10	营业利润	1.48	0.67	0.19	0.16
留存收益	712.68	1289.13	1963.82	2752.07	归属母公司净利润	1.13	0.75	0.17	0.17
归属母公司股东权益	1826.74	2403.20	3077.89	3866.14	获利能力				
负债和股东权益	4527.21	5095.99	5842.44	6685.01	毛利率	0.15	0.17	0.17	0.18
					净利率	0.06	0.11	0.11	0.11
					ROE	0.18	0.24	0.22	0.20
					ROIC	0.09	0.17	0.18	0.20
					偿债能力				
					资产负债率	0.60	0.53	0.47	0.42
					净负债比率	1.15	0.87	0.68	0.54
					流动比率	0.91	1.07	1.28	1.53
					速动比率	0.61	0.80	0.98	1.20
					营运能力				
					总资产周转率	1.24	1.12	1.14	1.10
					应收账款周转率	6.14	6.22	6.95	6.76
					应付账款周转率	16.45	17.44	18.36	18.02
					每股指标(元)				
					每股收益	0.51	0.89	1.04	1.22
					每股经营现金	0.14	1.39	1.10	1.34
					每股净资产	2.83	3.72	4.76	5.98
					估值比率				
					P/E	19.34	11.06	9.45	8.09
					P/B	3.49	2.65	2.07	1.65
					EV/EBITDA	16.01	1.53	1.01	0.43

数据来源：wind 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。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。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com