

云海金属 (002182)

打造完整镁产业链，提高公司竞争力

——云海金属调研报告

✍ 靳海明

☎ 86-10-58362778

✉ Jinhaiming58@yahoo.com.cn

核心观点:

- 镁行业快速发展成就云海金属快速崛起
- 公司镁合金产能不能完全释放
- 30,000 吨高性能铝合金棒材项目将成为新的增长点
- 给予公司“中性”评级

投资要点:

● 镁行业快速发展成就云海金属快速崛起

镁加工技术的不断突破推升了镁的消费量，云海金属抓住有利时机快速崛起，目前在国内外镁合金市场份额超过 30%。云海金属镁合金业务收入占总收入的 75 以上，2008 年云海金属营业收入是 2004 年 4.4 倍。

● 受全球金融危机影响，公司镁合金产能不能完全释放

2008 年 4 季度开始，美国金融危机开始蔓延，企业面临价格大幅下跌，订单大幅减少的局面，虽然公司上下共同努力，公司 4 季度产量及利润都受到很大影响。通过和企业沟通了解到，公司镁合金产量较 2007 年有小幅增长，出口量与 2007 年基本持平。2009 年公司将狠抓市场销售，力争将国内镁合金市场份额从 30%提高到 40%，尽可能提高产量，同时，随着国家出口退税政策的调整，产品出口竞争力将有所增强，公司也会积极组织出口。预计 2009 年公司镁合金产量将在 8-9 万吨之间，离公司 11.5 万吨产能释放还有一定差距。

● 年产 30,000 吨高性能铝合金棒材项目将成为新的增长点

由于镁价持续在铝价之上运行，从成本角度考虑，公司变更 100 万套镁合金自行车轮毂生产线改造项目为年产 30,000 吨高性能铝合金棒材项目。通过调研了解到，公司目前已经完成了生产线建设并生产出合格产品，2009 年铝合金棒产量将超过 1 万吨。未来两年，铝合金棒项目将给云海金属带来新的利润增长点。

● 给予公司“中性”评级

虽然镁行业未来有良好的发展前景，云海金属在镁合金领域占据 30%以上市场份额，但金融危机还是对公司生产以及盈利造成很大影响，预计 2009-2011 年公司每股收益分别为 0.33 元、0.73 元和 0.78 元，给予“中性”投资评级。

评级: 中性

上次评级:

目标价格:

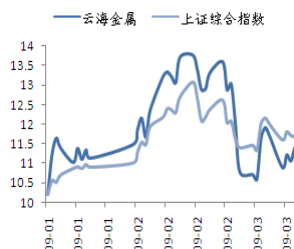
上次预测:

当前价格: ¥ 11.19

2009.03.13

单季度业绩	元/股
1Q/2008	0.07
2Q/2008	0.07
3Q/2008	0.08
4Q/2008	0.11

公司最近两月股价走势



公司简介

云海金属为中国最大镁合金生产商，市场占有率接近 40%，目前公司正在积极向上游镁冶炼和下游镁压铸拓展，打造完整的镁产业链。

相关报告

(百万元, 元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
销售收入(百万					
元)	1654	2291	1827	2207	2805
EBITDA(百万					
元)	117	74	146	246	285
净利润	60	40	64	141	149
摊薄 EPS(元)	0.31	0.21	0.33	0.73	0.78
PE(X)	37.6	55.6	35.0	15.9	15.0
EV/EBITDA(X)	18.2	33.2	15.7	9.3	8.1
PB(X)	2.6	2.6	2.7	2.3	2.1
ROIC	7.12%	4.90%	6.86%	11.07%	10.14%
总资产周转率	1.63	1.43	1.01	1.13	1.26

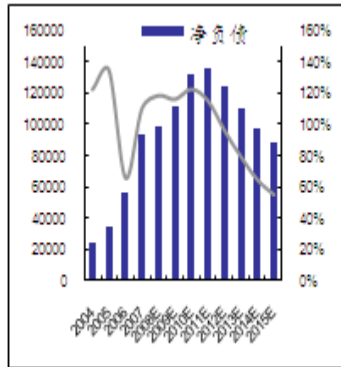
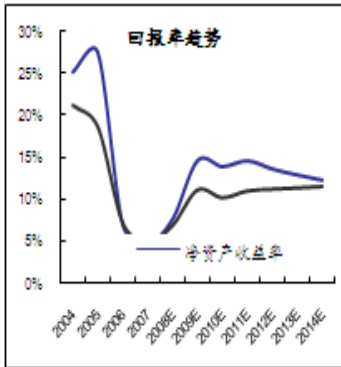
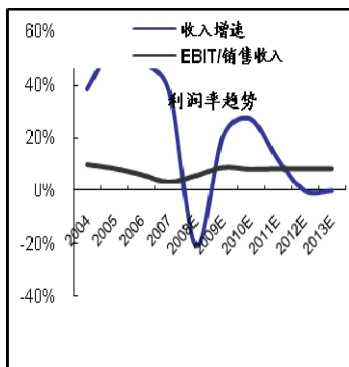
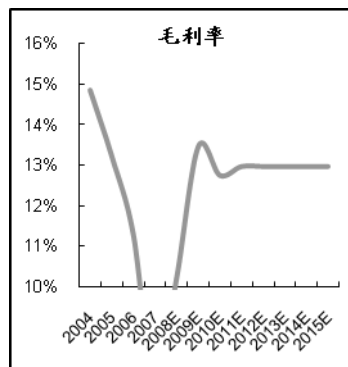
资产负债表	利润表（百万元）										
	2007	2008	2009E	2010E	2011E		2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	423	400	365	441	561	营业收入	1654	2291	1827	2207	2805
应收票据	20	23	250	302	384	营业成本	1468	2120	1640	1910	2447
应收账款	273	280	223	270	343	营业税金及附加	5	7	6	7	9
预付款项	110	120	121	122	123	销售费用	34	35	31	38	48
其他应收						管理费用					
款	2	2	1	2	2		46	55	46	55	70
存货	238	340	81	94	121	财务费用	35	30	24	22	27
其他流动						资产减值损失					
资产	0	0	0	0	0		7	12	0	0	0
长期股权						投资收益					
投资	6	6	6	6	6		0	0	0	0	0
固定资产	181	400	544	641	687	汇兑收益	0	0	0	0	0
在建工程	113	163	181	141	95	营业利润	60	31	80	176	204
工程物资	4	0	0	0	0	营业外收支净额	13	0	0	0	0
无形资产	45	50	56	61	66	税前利润	73	43	80	176	204
长期待摊						减：所得税					
费用	0	0	0	0	0		13	1	14	32	51
资产总计	1417	1783	1829	2080	2388	净利润	60	41	66	144	153
短期借款						归属于母公司的					
	289	455	258	346	481	净利润	60	40	64	141	149
应付票据	93	130	101	117	150	少数股东损益	0	1	2	4	4
应付账款	112	150	147	168	197	基本每股收益	0.31	0.21	0.33	0.73	0.78
预收款项	4	4	4	4	5	稀释每股收益	0.31	0.21	0.33	0.73	0.78
应付职工						财务指标					
薪酬	13	13	13	13	13		2007	2008	2009E	2010E	2011E
应交税费	11	14	300	300	300	成长性					
其他应付						营收增长率					
款	4	5	5	5	5		48.8%	38.5%	-20.3%	20.8%	27.1%
其他流动						EBIT 增长率					
负债	0	0	0	0	0		6.7%	-27.6%	42.2%	88.8%	17.0%
长期借款	16	147	147	147	147	净利润增长率	-16.3%	-32.4%	59.1%	119.3%	6.1%
负债合计	562	935	992	1118	1315	盈利性					
股东权益						销售毛利率					
合计	855	848	837	962	1073		11.3%	7.5%	10.2%	13.5%	12.8%
现金流量						销售净利率					
表	2007	2008	2009E	2010E	2011E		3.6%	1.8%	3.5%	6.4%	5.3%
净利润	60	41	66	144	153	ROE	7.0%	4.8%	7.7%	14.6%	13.9%
折旧与摊						ROIC					
销销	15	0	41	49	54		7.12%	4.90%	6.86%	11.07%	10.14%
经营活动						估值倍数					
现金流	-231	0	473	139	114						
投资活动						PE					
现金流	-205	0	-210	-110	-60		37.6	55.6	35.0	15.9	15.0
融资活动						P/S					
现金流	670	0	-298	47	66		1.4	1.0	1.2	1.0	0.8
现金净变						P/B					
动	234	0	-35	76	120		2.62	2.64	2.68	2.33	2.09
期初现金						股息收益率					
余额	129	423	400	365	441		5.1%	5.1%	3.4%	0.9%	1.9%
期末现金						EV/EBITDA					
余额	362	423	365	441	561		18.2	33.2	15.7	9.3	8.1

3、DCF—WACC 输出

	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
EBIT	7355.4	10459.3	19752.2	23112.9	26620.5	26620.5	26620.5	26620.5	26620.5	26620.5	26620.5
所得税	2.96%	18.00%	18.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
NOPLAT	7137.5	8576.6	16196.8	17334.7	19965.4	19965.4	19965.4	19965.4	19965.4	19965.4	19965.4
营运资金净											
变动	-4318.1	34183.5	-7514.6	-12020.0	-5896.4	740.3	-417.1	-379.4	54.6	-0.4	-185.6
资本支出	-26496.2	-21000.0	-11000.0	-6000.0	-4300.0	-3600.0	-3600.0	-3600.0	-3600.0	-3600.0	-3600.0
自由现金流	-23676.9	25868.4	2560.5	4736.4	15600.7	23212.4	22289.2	22540.6	23178.2	23321.6	23322.4

WACC	9.26%	Ke	12.6%
永续增长率	2.00%	Kd	5.1%
终值	9780.8	t	18%
企业价值	276795.5	Rf	4%
非核心资产	37098.9	E(Rm)	0.12
价值		Rm - Rf	8%
债务价值	40515.49	D/A	15.3%
股权价值	236280.0	E/A	84.7%
股本	19200.00	Beta	1.08
每股价值	12.31		

估值		g				
		1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
WACC	7.53%	14.85	15.61	16.50	17.57	18.88
	8.03%	13.70	14.32	15.04	15.89	16.92
	8.53%	12.70	13.21	13.81	14.50	15.31
	9.03%	11.83	12.26	12.75	13.32	13.98
	9.53%	11.06	11.43	11.84	12.31	12.85
	10.03%	10.39	10.69	11.04	11.43	11.88
	10.53%	9.78	10.05	10.34	10.67	11.05



目 录

1. 金属镁应用大门正在被打开	5
2. 镁行业快速发展成就云海金属快速崛起	6
3. 云海金属正在打造完整的镁产业链	8
4. 公司及时跟踪市场变更募投项目	9
5. 受全球金融危机影响，公司镁合金产能不能完全释放.....	9
6. 暂时给予公司“中性”评级	9

图目录

图 1	2000-2007 年全球铜、铝、铅、锌、镁产量变化	5
图 2	2004-2008 年云海金属营业收入与净利润完成情况	6
图 3	2004-2007 年云海镁合金收入与总收入比较	7
图 4	2007 年公司营业收入中各产品占比	7
图 5	2007 年公司毛利中各项产品占比	8
图 6	公司盈利路线	8

表目录

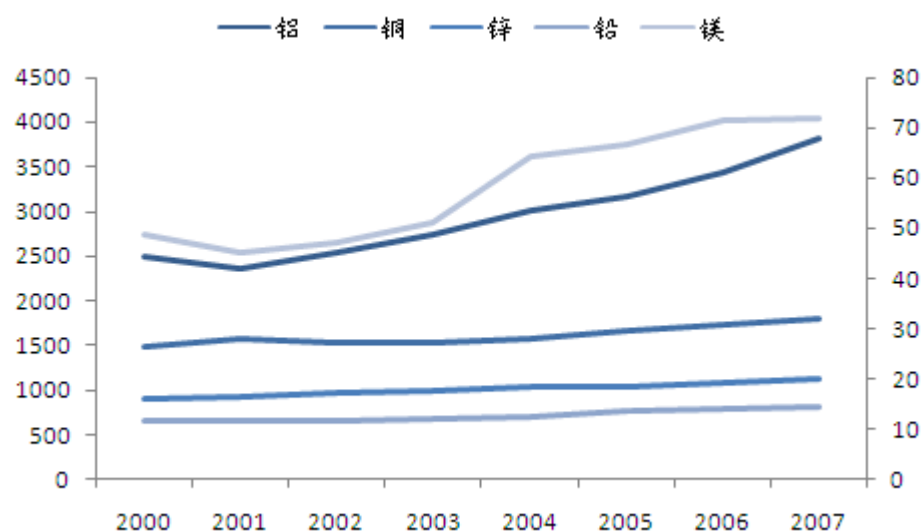
表 1	2000-2007 年中国及全球镁产量变化	5
表 2	公司主要产品产量预计	9

1. 金属镁应用大门正在被打开

金属镁由于具有重量轻，易于加工等优良的性能，随着加工技术的逐步完善，镁合金在汽车产业、3C 行业等领域得到越来越多的应用。

2007 年全球镁产量达到 72 万吨，较 2000 年增长 47%，仅排在铝产量增幅 53%之后，而同期全球铜、铅、锌产量增幅约在 22%，见图 1。

图 1 2000-2007 年全球铜、铝、铅、锌、镁产量变化



资料来源：安泰科、渤海证券研究所

由于中国皮江法生产镁具有成本优势，镁在中国快速发展，镁产量从 2000 年的 19.5 万吨，到 2007 年达到 65.9 万吨，增长幅度达到 238%，占全球比例从 2000 年的 34%提高到 2007 年的 72%。目前除中国外，世界上仅有 5 家镁厂生产金属镁，共计 11.5 万吨全部投放市场，大部分缺口仍需从中国进口。2007 年，中国镁产品出口 40.8 万吨，出口到 70 多个国家和地区，主要分布在欧洲、北美、亚洲三大地区。

表 1 2000-2007 年中国及全球镁产量变化

年份	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
中国	19.5	21.6	26.8	35.4	45	46.76	52.65	65.93
全球	48.8	45	47	51	64.4	66.6	71.7	72

资料来源：安泰科、渤海证券研究所

汽车产业是目前镁合金应用数量最大的产业，约占全部镁合金应用数量的 70%。全球汽车产量自 1998 年以来稳步增长，2005 年产量约为 6,000 万辆，因此，汽车产业是镁合金行业应用前景最好的产业。目前每辆汽车平均使用 3.5 公斤镁合金，至 2010 年将达到 10 公斤，2015 年将达到 68 公斤；北美生产的每辆汽车平均使用 10-12 磅（折合 4.5-5.4 公斤），至 2020 年将达到 350 磅（折合 158.9 公斤）。不考虑汽车产量的每年增长和零部件需求，仅以 2005 年全球汽车产量和 2010 年每辆汽车镁合金使用量分别进行测算，2010 年汽车整车行业将需要 60 万吨。

3C 产业是全球发展最快的产业，在以笔记本电脑、手机和数码相机为代表的 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，2005 年全球镁合金在 3C 领域应用的总价值约为 6.05 亿美元，2006 年可达到 9.07 亿美元（数据来源：中国镁协）。镁合金与传统 3C 产品使用的外壳材料相比具有轻量化、刚性高、减震性好、无磁、散热、可回收等优点；特别是应用于 3C 产品外壳上其外观及触摸质感极佳，已成为设计和消费的流行趋势。近年来，国内外镁合金材料及其加工装备技术的发展很快，但在镁合金制备加工中存在的一些关键技术瓶颈问题并未得到根本解决，如在解决镁合金的高强和耐热问题上、在改善变形镁合金的塑性成型能力方面、在提高镁合金耐蚀性和发展表面防护技术上、在发展镁合金新型铸造技术和成套装备方面，国内外同业都没有根本解决。

一旦技术实现全面突破，镁的应用还将出现爆发性增长，我国的镁产业繁荣值得期待。

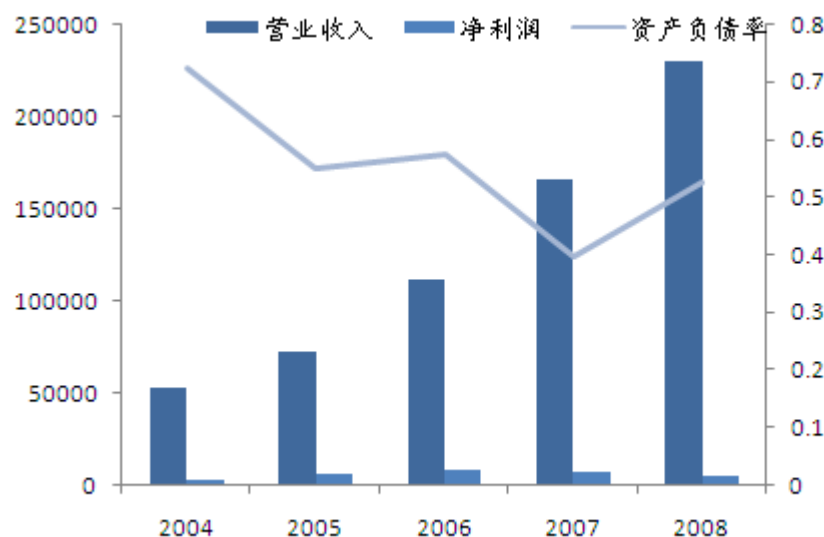
2. 镁行业快速发展成就云海金属快速崛起

南京云海特种金属公司是一家以原镁、镁合金和镁合金制品生产为主，兼有铝合金、中间合金和金属镅生产的金属制造企业。公司成立于 1993 年，以生产金属镅为公司导入产品，而后快速进入镁合金生产。得益于中国经济快速成长以及镁产品在下游应用迅猛发展，公司经过几年快速扩张（两次引进战略投资者），目前已经形成原镁生产能力 5 万吨，镁合金生产能力 11.5 万吨，铝合金 4.5 万吨，镅金属 3000 吨的生产规模，是我国最大的镁合金生产企业。

2006 年 8 月，云海有限变更为股份有限公司。公司股票于 2007 年 10 月 31 日发行，发行股数 4800 万股，2007 年 11 月 13 日上市，总股本 19200 万股，目前流通股 8437 万股。公司实际控制人为公司董事长梅小明，持股 5833.93 万股，占总股本的 30.39%。

云海金属 2008 年营业收入 22.9 亿元，是 2004 年 5.2 亿的 4.4 倍；利润从 2004 年的 2059 万上升到 4126 万元，主要是毛利率降低所致，

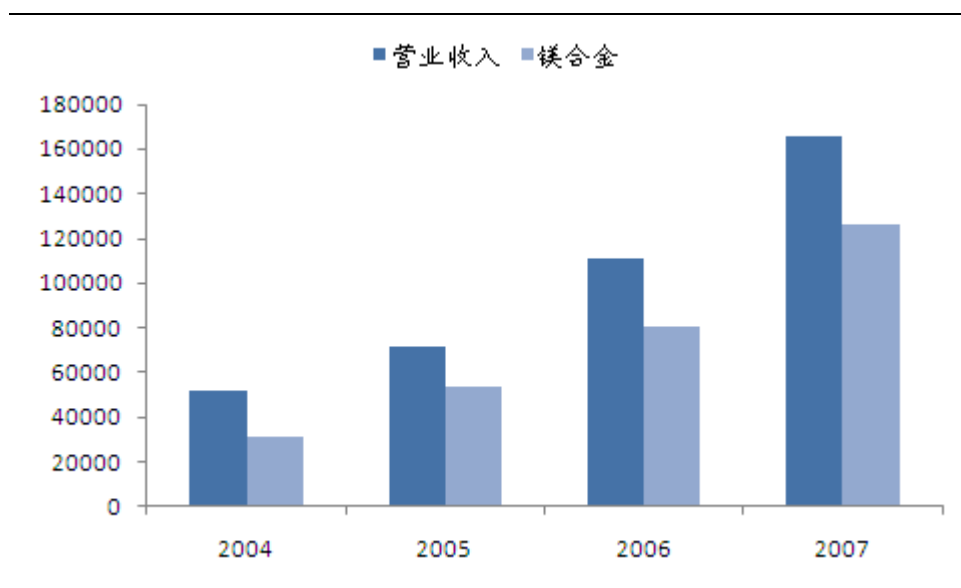
图 2 2004-2008 年云海金属营业收入与净利润完成情况



资料来源：公司公告、渤海证券研究所

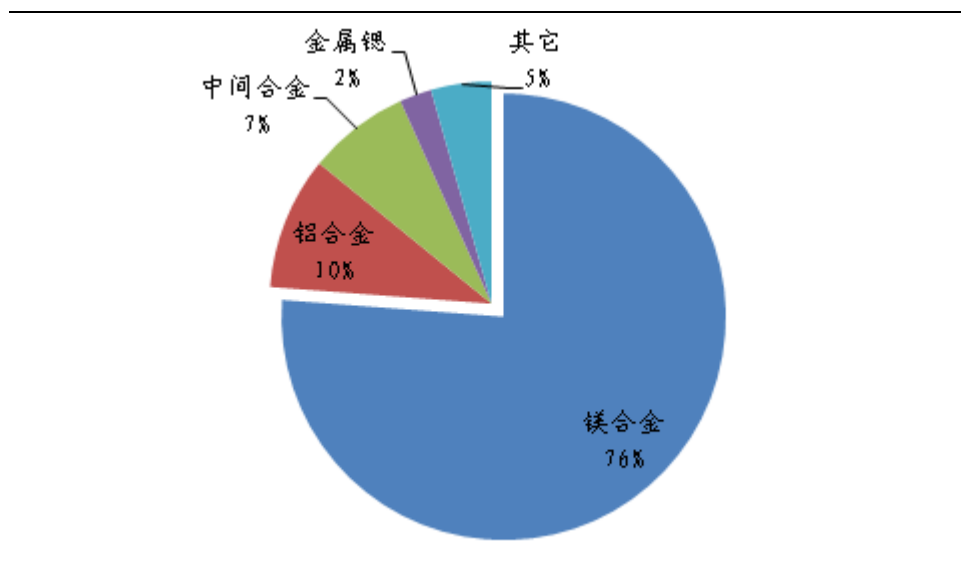
镁合金是公司主要收入来源，从 2005 年开始一直占总收入 70% 以上，2008 年镁合金营业收入 12.6 亿元，占总业务收入的 76%；2007 年镁合金毛利为 1.6 亿，占总毛利的 89%。公司未来扩展仍以镁为主，主要项目有刚投入使用的五台年产 5 万吨镁合金项目以及规划中的安徽巢湖 10 万吨项目。

图 3 2004-2007 年云海镁合金收入与总收入比较



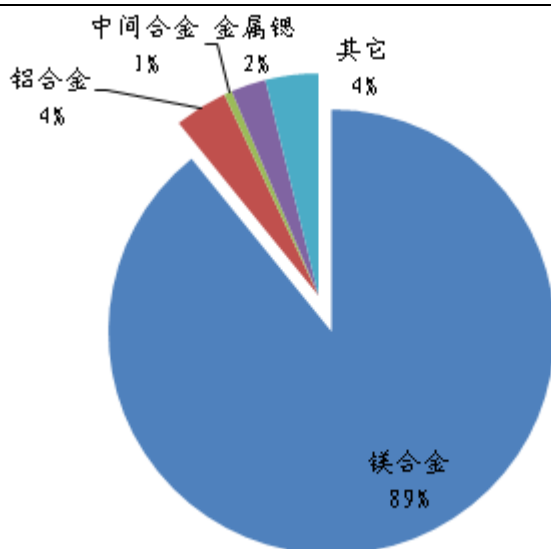
资料来源：公司公告、渤海证券研究所

图 4 2007 年公司营业收入中各产品占比



资料来源：公司公告、渤海证券研究所

图 5 2007 年公司毛利中各项产品占比

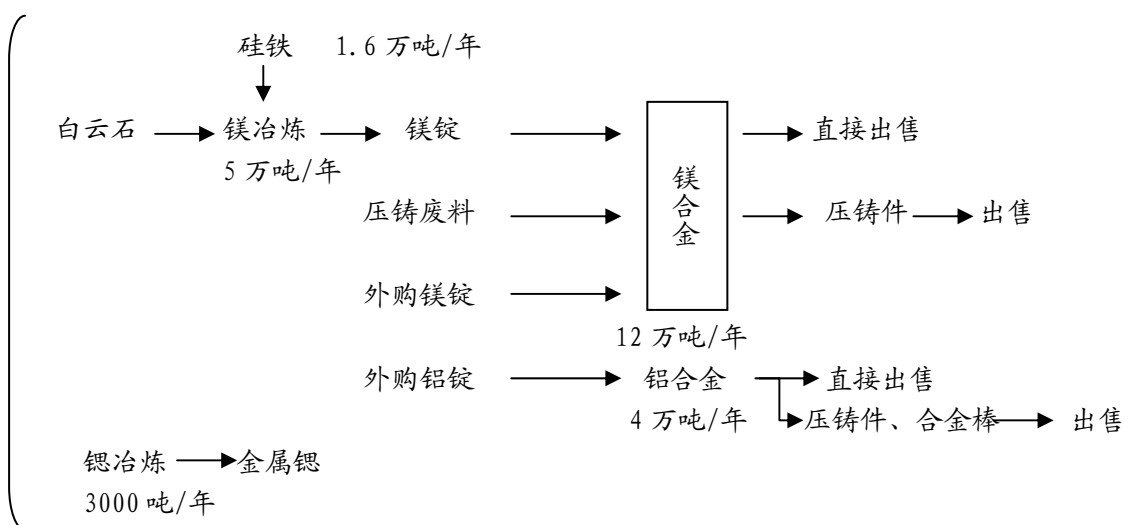


资料来源：公司公告、渤海证券研究所

3. 云海金属正在打造完整的镁产业链

在经过镁合金产能快速扩张后，公司越来越认识到，打造完整的产业链是获取超额利润，抵御风险的最好选择。公司募集资金项目山西五台年产 5 万吨镁合金项目，原镁生产采用最新式的竖式还原罐，生产效率也得到大幅度提高，目前已经进入试生产阶段；安徽巢湖年产 10 万吨镁项目将依照市场情况而定，2009 年下半年将开始进入前期工作；公司在苏州的镁合金废料回收重新生产镁合金项目较其它企业具有相当的地理及技术优势；公司目前正在向下游压铸行业进行投入，年产 5000 吨镁压铸件项目已经投产。产业链的完备将增强公司竞争力，在行业地位大幅提升。

图 6 公司盈利路线



资料来源：公司公告、渤海证券研究所

4. 公司及时跟踪市场变更募投项目

云海金属首次公开发行股票募集资金投资项目——年产 100 万套镁合金自行车轮毂生产线改造项目，项目初衷是替代部分铝合金轮毂。但由于铝价持续维持低位，镁价较铝价高出 50%，镁合金生产自行车轮毂的成本已远高于铝合金轮毂，这种价格趋势将阻碍镁合金应用于生产自行车轮毂等产品。

为此，经云海金属第一届董事会第十次会议审议通过，将该项目变更为年产 30,000 吨高性能铝合金棒材项目，总投资 4,992.1 万元，拟以变更的募集资金 4,116 万元投资建设该项目，其余部分自筹。铝合金棒材主要供客户用于生产各类电子工业铝冲压件，近几年来，随着国外电子产品配套厂商产业转移步伐的加快，中国大陆已经成为全球最重要的电子工业铝材生产和应用国家之一，而云海金属具备铝合金棒材的生产经验和技術优势。

通过调研了解到，公司目前已经完成了生产线建设并生产出合格产品，2009 年铝合金棒产量将超过 1 万吨。未来两年，铝合金棒项目将给云海金属带来新的利润增长点。

5. 受全球金融危机影响，公司镁合金产能不能完全释放

2008 年 4 季度开始，美国金融危机开始蔓延，企业也面临产品价格大幅下跌，订单大幅减少的局面，虽然公司上下共同努力，公司 4 季度产量及利润都受到很大影响。通过和企业沟通了解到，公司镁合金产量较 2007 年有小幅增长，出口量与 2007 年基本持平。

2009 年公司将狠抓市场销售，力争将国内镁合金市场份额从 30% 提高到 40%，尽可能提高产量，同时，随着国家出口退税政策的调整，产品出口竞争力将有所增强，公司也会积极组织出口。预计 2009 年公司镁合金产量将在 8-9 万吨之间，离公司 11.5 万吨产能释放还有一定差距。

根据市场情况以及公司所做努力，预计公司产量从 2010 年开始随着经济恢复逐渐释放，2011 年达到 11 万吨，2011 年后巢湖项目会对公司产量产生影响，这里暂不做预测。

表 2 公司主要产品产量预计

	2008	2009	2010	2011
镁合金（万吨）	7.5	8.5	9.6	11
铝合金（万吨）	1.1	1.5	2	3
金属锆（吨）	1200	1300	2000	3000
中间合金（万吨）	0.4	0.4	0.5	0.7
铝合金棒		1.2	2	3
压铸件（吨）	2000	3000	4000	5000

资料来源：公司公告、渤海证券研究所

6. 暂时给予公司“中性”评级

虽然镁行业未来有良好的发展前景，云海金属在镁合金领域占据 30% 以上市场份额，但金融危机还是对公司生产以及盈利造成很大影响，预计 2009-2011 年公司每股收益分别为 0.33 元、0.73 元、0.78 元，给予公司“中性”投资评级。

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 10%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-10%~10%之间；
- 4、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 10%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、 买入：行业股票指数超越大盘；
- 2、 中性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、 卖出：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

所长·研究策划 周华敏 +86 22 2845 1869	副所长·基金 谢富华 +86 22 2845 1985	副所长·宏观策略 马静如 +86 22 2845 1665	副所长·行业 吴鹏飞 +86 10 5836 2786
商业旅游行业研究 陈慧 +86 22 2845 1135	电子信息行业研究 崔健 +86 22 2845 1618	交通运输行业研究 齐艳莉 +86 22 2845 1132	食品饮料行业研究 闫亚磊 +86 22 2845 1975
煤炭行业研究 张顺 +86 22 2845 1625	机械行业研究 李强 +86 10 5836 2766	有色行业研究 张延明 +86 22 2845 1653	石油化工行业研究 刘威 +86 10 5836 2155
医药行业研究 马霏霏 +86 22 2845 1945	金融行业研究 张继袖 +86 22 2845 1849	房地产行业研究 周户 +86 10 5836 2768	有色行业研究 靳海明 +86 10 5836 2778
汽车行业研究 张立平 +86 10 5836 2780	电子信息行业研究 张晓亮 +86 10 5836 2156	机械行业研究 李新渠 +86 10 5836 2760	钢铁行业研究 马涛 +86 10 5836 2789
建筑建材行业研究 唐笑 +86 10 5836 2159	金融工程研究 章辉 +86 22 2845 1977	金融工程与权证研究 何翔 +86 22 2845 1808	宏观策略研究员 黄锋 +86 22 2845 1131
股指期货与金融工程研究 徐莉莉 +86 22 2845 1659	宏观策略研究 周喜 +86 22 2845 1972	债券研究 徐华 +86 22 2845 1137	
金融策略与创新、证券理论研究 吕玉忠 +86 22 2845 1857	资产证券化研究 刘惠杰博士 +86 22 2845 1632	营销主管 郭靖 +86 22 2845 1879	
博士后工作站:			
资本市场制度创新研究 张超博士 +86 22 8837 0826 tonnyzc@bhq.com		私募股权基金研究 黄亚玲博士 Nkyaling@sina.com	

渤海证券研究所

天津

天津市河西区宾水道三号

邮政编码: 300061

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 1107

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn