



镁合金行业龙头

——云海金属调研报告

要点:

- 由于镁合金下游需求提振不大，公司目前镁合金生产主要是五台云海和苏州云海在。五台云海具有从矿石—粗镁—镁合金的一体化生产炼，公司采用一步法生产镁合金。该方法的优势主要体现在公司每炼一吨镁合金能节约3-4吨煤，与同行业相比能节省1600元左右的成本。不过，在公司生产镁合金的成本构成中，占比50%左右的硅铁需要从外部采购，硅铁价格的波动将会对镁合金成本影响很大。而白云石的成本占比不到5%，因此五台云海从矿石—粗镁—镁合金的一体化生产链所体现的规避成本波动风险并没有表面看起来那么好。而苏州云海公司主要通过回收边角料进行加工，赚取稳定的加工费。
- 公司目前有铝合金产能7.5万吨，全部集中在本部，公司产品主要用在电子工业方面，采取成本+加工费的定价模式。目前铝合金需求正处于底部复苏阶段，当前毛利率较2008年的历史有高点较大程度下降。预计2009年公司铝合金产量4.5万吨，2010年6万吨左右。
- 公司包头云海1.6万吨硅铁产能基本处于停产状态。硅铁是一个高度市场化的行业，90%用在炼钢和铸造工业方面。公司曾有10万吨的硅铁产能扩建计划，由于该行业市场竞争激烈，且下游钢铁行业产能过甚严重，目前该计划处于搁置状态。

主要财务指标	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	2291	1304	1905	2411
收入同比(%)	38%	-43%	46%	27%
归属母公司净利润	42	37	92	165
净利润同比(%)	-30%	-11%	150%	78%
毛利率(%)	14.1%	14.1%	16.9%	19.9%
ROE(%)	4.8%	4.1%	9.3%	14.2%
每股收益(元)	0.22	0.19	0.48	0.86
P/E	75.62	85.07	34.07	19.11
P/B	3.60	3.49	3.16	2.71
EV/EBITDA	29	37	21	13

有色金属

评级: 推荐
上次评级: 推荐
目标价格
当前价格 16.39

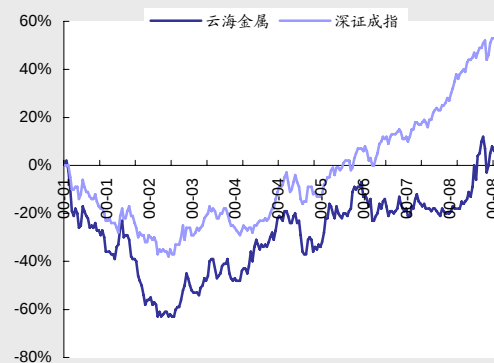
基础数据

总市值(亿元)	3146.88
总股本/流通股本(百万股)	192 / 84
流通市值(百万元)	1382.91
每股净资产	4.44
净资产收益率	4.82

交易数据

52周内股价区间	7.98-19.68
09年市盈率	86.26
市净率	3.725

一年期走势图



研究员 张志鹏 侯英民

电话 021-32229888-3502
13816566384

Email zhangzhipeng@ajzq.com
zzpforests@hotmail.com

- 公司拟非公开发行股票数量为不超过3,000万股(含3,000万股)，募集资金不超过35,000万元，将用于投资巢湖云海镁业有限公司年产10万吨镁合金项目，该项目计划投资总额65,675万元。本项目建设规模为年产10万吨镁合金，项目总投资为65,675万元。项目分两期建设，每期5万吨镁合金，每期的建设期为1.5年。第一期2009年6月开工建设，第二期2011年1月开工建设，每期建设周期1.5年。该项目与五台云海具有类似的技术特点和成本优势。公本次募集资金投资项目若顺利实施，将使公司的镁合金产能提高大幅提高至23.5万吨，将进一步巩固公司在该行业的龙头地位。
- 公司目前镁合金在国内的运用主要集中在3C方面（超过70%），而在汽车方面的运用并不普遍。随着国内环保意识的逐渐深入以及政策扶持力度的加大，相信国内镁合金在汽车上的运用也将逐渐推广。而当前镁/铝比价处于历史低点，也为镁合金在汽车的应用提供了良好的客观环境。
- 未考虑本次增发的股本摊薄情况，预计2009年每股收益达到0.19元，2010年、2011年分别达到0.52元、0.87元，继续给与公司“推荐”评级。
- 风险因素：巢湖项目要在2011年之后才能体现收益，净资产的大幅增加将降低公司的净资产收益率，且股本的扩张将摊薄公司的近两年每股收益。募投项目进展低于预期以及项目投产时市场环境再度发生恶化是公司面临的另一个风险。

图1 公司产业链与产能

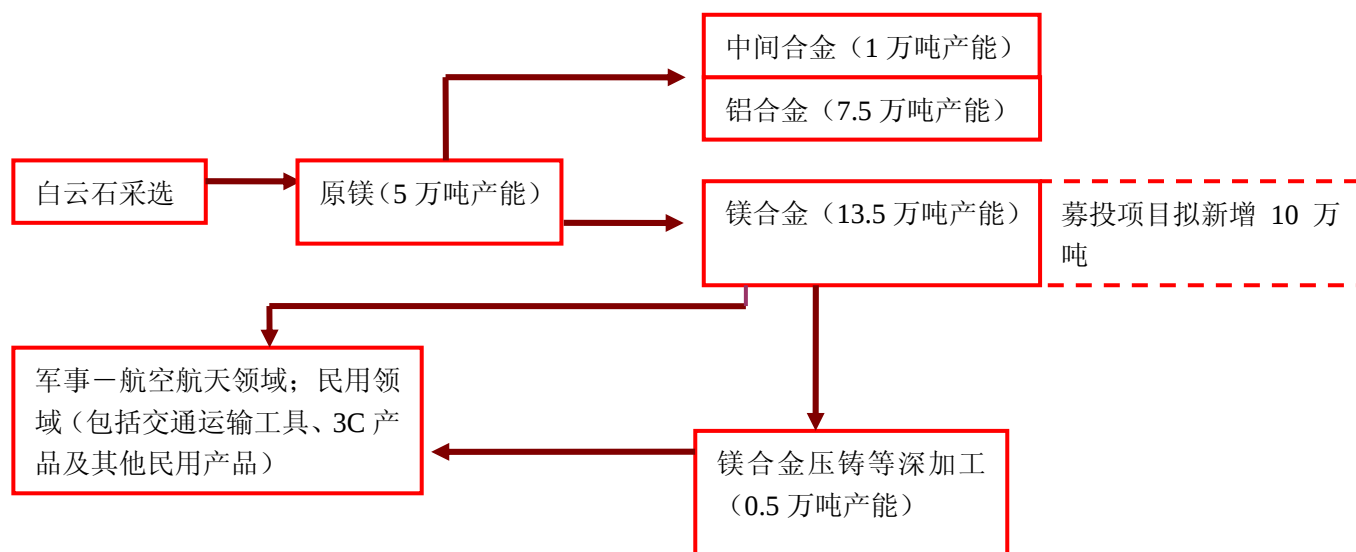
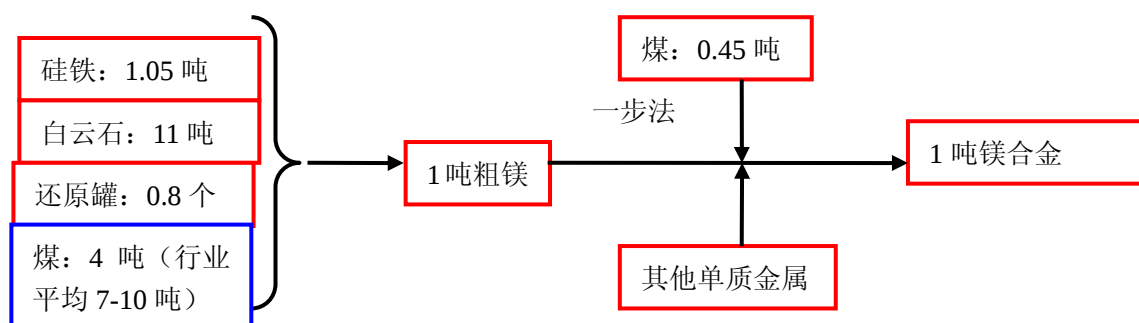


图2 五台云海项目的技术路线及成本优势



注 1: 五台云海项目的成本优势主要体现在炼 1 吨粗镁耗标准煤 4 吨, 大大低于行业平均水平 7-10 吨。

注 2: 拟通过非公开发行募集资金投资的巢湖项目采用与五台云海项目类似的技术路线, 只不过巢湖项目用天然气代替煤, 但具有相同的成本优势。

表 1 产量主要假设 单位: 吨

	2008	2009	2010	2011
镁合金	95000.00	60000.00	104000.00	140000.00
其中: 本部	10000.00	0.00	0	0
闻喜	45000.00	0.00	20000	40000.00
苏州	30000.00	30000.00	30000.00	30000.00
五台	10000.00	30000.00	40000.00	50000
巢湖	0.00	0.00	0.00	30000.00
铝合金	17000.00	40000.00	50000.00	60000.00
中间合金	7000.00	5000.00	8500.00	10000.00
金属锶	2000.00	1200.00	3000.00	3000.00
硅铁	12000.00	0.00	8000.00	12000.00

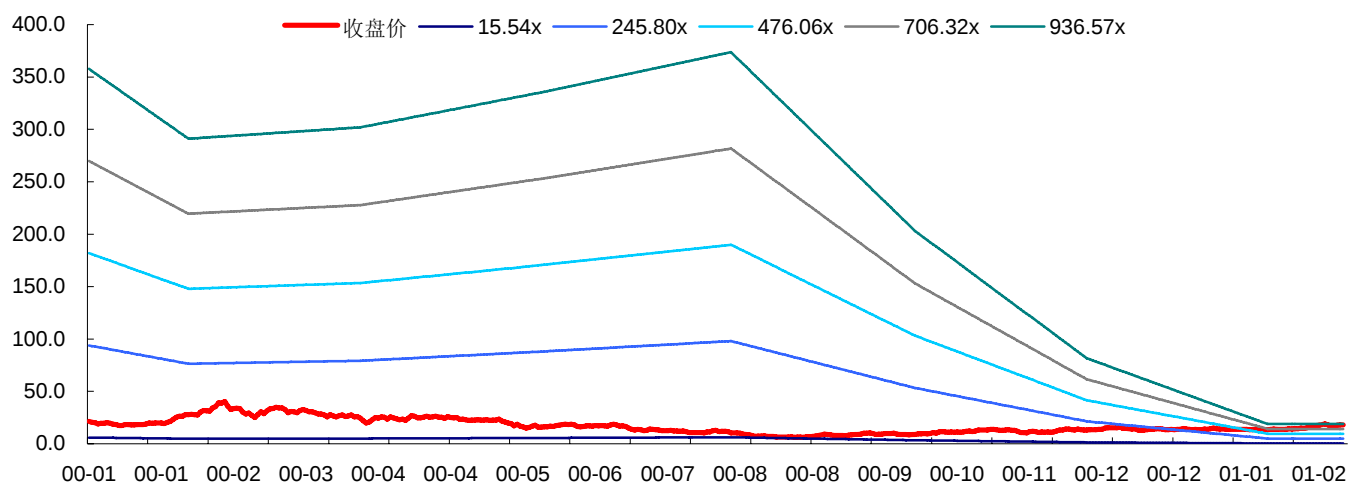
表 2 主要产品价格假设

	2009E	2010E	2011E
镁合金价格(元/吨)	15000	17000	18000
加工镁合金吨毛利(元)	1850	1900	2000
铝合金价格	14500	16500	17500

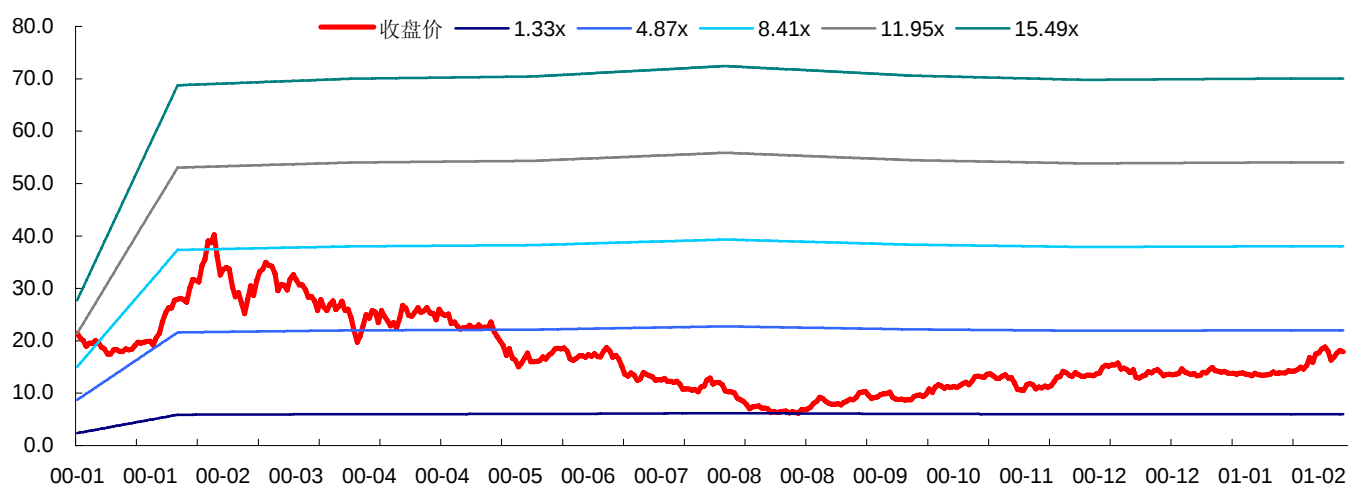
盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	990	1387	1268	1545	营业收入	2291	1300	1905	2411
现金	237	406	476	603	营业成本	1967	1120	1573	1921
应收账款	166	247	181	229	营业税金及附加	105	31	46	58
其他应收款	6	19	27	34	营业费用	49	42	61	77
预付账款	148	168	157	154	管理费用	59	59	86	108
存货	381	444	311	380	财务费用	63	23	22	26
其他流动资产	51	104	114	145	资产减值损失	17	-15	0	0
非流动资产	793	878	874	876	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	6	6	6	6	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	423	605	695	737	营业利润	31	41	118	221
无形资产	44	44	44	44	营业外收入	13	6	6	6
其他非流动资产	320	223	130	89	营业外支出	2	3	3	3
资产总计	1783	2265	2142	2421	利润总额	43	44	121	224
流动负债	765	1232	1004	1116	所得税	1	7	21	56
短期借款	482	450	624	690	净利润	42	36	100	168
应付账款	127	280	157	154	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	156	502	223	272	归属母公司净利润	42	36	100	168
非流动负债	143	132	136	134	EBITDA	122	90	175	286
长期借款	100	100	100	100	EPS (元)	0.22	0.19	0.52	0.87
其他非流动负债	43	32	36	34					
负债合计	908	1363	1140	1251	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
股本	192	192	192	192	成长能力				
资本公积	542	542	542	542	营业收入	38.5%	-43.3%	46.6%	26.5%
留存收益	141	168	268	436	营业利润	-47.9%	30.4%	190.2%	87.4%
归属母公司股东权益	875	902	1002	1170	归属于母公司净利润	-30.3%	-13.0%	177.1%	67.4%
负债和股东权益	1783	2265	2142	2421	获利能力				
					毛利率 (%)	14.1%	13.8%	17.5%	20.3%
现金流量表					净利率 (%)	1.8%	2.8%	5.3%	7.0%
					ROE (%)	4.8%	4.0%	10.0%	14.4%
					ROIC (%)	7.3%	5.0%	9.1%	13.3%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	偿债能力				
经营活动现金流	9	336	-42	126	资产负债率 (%)	50.9%	60.2%	53.2%	51.7%
净利润	42	36	100	168	净负债比率 (%)	64.95%	40.73%	64.09%	63.66%
折旧摊销	28	26	35	40	流动比率	1.29	1.13	1.26	1.38
财务费用	63	23	22	26	速动比率	0.77	0.76	0.95	1.04
投资损失	-0	0	0	0	营运能力				
营运资金变动	-107	286	-208	-108	总资产周转率	1.43	0.64	0.86	1.06
其他经营现金流	-15	-36	9	1	应收账款周转率	10	6	8	11
投资活动现金流	-448	-100	-40	-40	应付账款周转率	16.46	5.50	7.19	12.35
资本支出	447	100	40	40	每股指标 (元)				
长期投资	-2	-0	0	0	每股收益 (最新摊薄)	0.22	0.19	0.52	0.87
其他投资现金流	-4	0	0	0	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.05	1.75	-0.22	0.66
筹资活动现金流	230	-67	153	40	每股净资产 (最新摊薄)	4.56	4.70	5.22	6.09
短期借款	192	-32	174	66	估值比率				
长期借款	84	0	0	0	P/E	82.49	94.87	34.23	20.45
普通股增加	0	0	0	0	P/B	3.92	3.81	3.43	2.93
资本公积增加	1	0	0	0	EV/EBITDA	31	42	22	13
其他筹资现金流	-47	-35	-22	-26					
现金净增加额	-210	169	71	126					

最近 3 年 P/E Bands



最近 3 年 P/B Bands



投资评级说明

报告发布日后的6个月内, 公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

● 公司评级

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率15%以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率5%~15%;

中性: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间;

减持: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%-15%之间。

卖出: 相对弱于市场基准指数收益率-15%以下。

● 行业评级

强于大市: 相对强于市场基准指数收益率5%以上;

同步大市: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动;

弱于大市: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

重要声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我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并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。