

公司深度研究

变革盈利模式，提升估值水平

有色金属

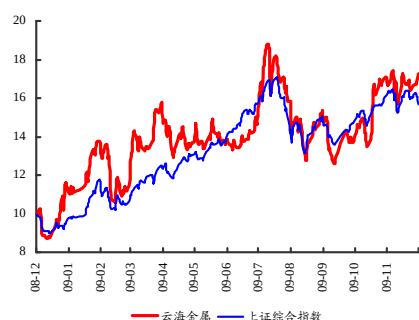
2009 年 12 月 18 日

——云海金属（002182）研究报告

评 级： 推荐（首次）

合理价格：18.4 - 20.7 元

最近 52 周走势：



相关研究报告：

报告作者：

曾 海

电 话： 021-58766036-211

Email: zengh@glsc.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

国内市场占有率第一的镁合金加工企业。公司是国内最大的专业化镁合金生产企业，国内市场占有率超过 30%，连续多年位居全国第一。公司拥有镁合金产能 13.5 万吨，铝合金产能 7.5 万吨，是目前全球产能规模最大的镁合金生产企业。

镁合金市场短期看复苏，长期看汽车业“镁代铝”。镁合金主要用于 3C 和汽车行业，经济危机导致下游需求疲软，2009 年国内镁行业开工率不到 60%。随着经济的好转，下游 3C 和海外汽车市场已出现复苏。预计 2010 年下游消费恢复正常水平将推动国内镁行业开工率上升。

镁合金具有质量轻，强度高特点，在汽车业作为铝合金替代品，随着节能减排、环境保护意识的加强及新能源汽车的发展，“镁代铝”将成大势所趋。目前镁合金主要用于国外中、高档汽车，如果从广度和深度推动“镁代铝”进程，镁合金市场至少仍有 200-300% 的增长空间，即 60-90 万吨，市场前景广阔。而低镁铝比价将成为重要催化剂。

复制五台云海，转变盈利模式。五台云海采用“粗镁一步法”加工镁合金，降低近 1000 元/吨的成本，增强公司竞争优势。公司计划增发募资，复制五台云海模式，投资 10 万吨巢湖云海生产线。该项目从规模上巩固了公司的龙头地位，而且进一步降低生产成本，提高毛利率水平和公司盈利能力。而 10 万吨原镁冶炼配套产能，将公司从加工为主转向冶炼为主的盈利模式。不仅满足镁合金生产需求，而且能享受镁价上涨带来的超额收益。以五台云海为例：镁价每上涨 1000 元/吨，公司 EPS 将增厚 0.1 元。另基于发展经验考虑，公司未来有可能向资源型公司转变。

给予“推荐”评级，合理价格 18.4 - 20.7 元。公司拥有较完善的上下游产业链，五大特点使其值得重点关注：1) 市场空间大；2) 需求复苏，业绩回升；3) 成本优势增强竞争力；4) 规模扩张，业绩爆发；5) 股本小，扩容预期。我们预计公司 09-11 年 EPS 分别为 0.13、0.46、0.79 元。由于公司盈利模式发生变革，我们认为按照 40-45 倍 PE 估值较为合理，2010 年公司的合理估值为 18.4 - 20.7，给予“推荐”评级。

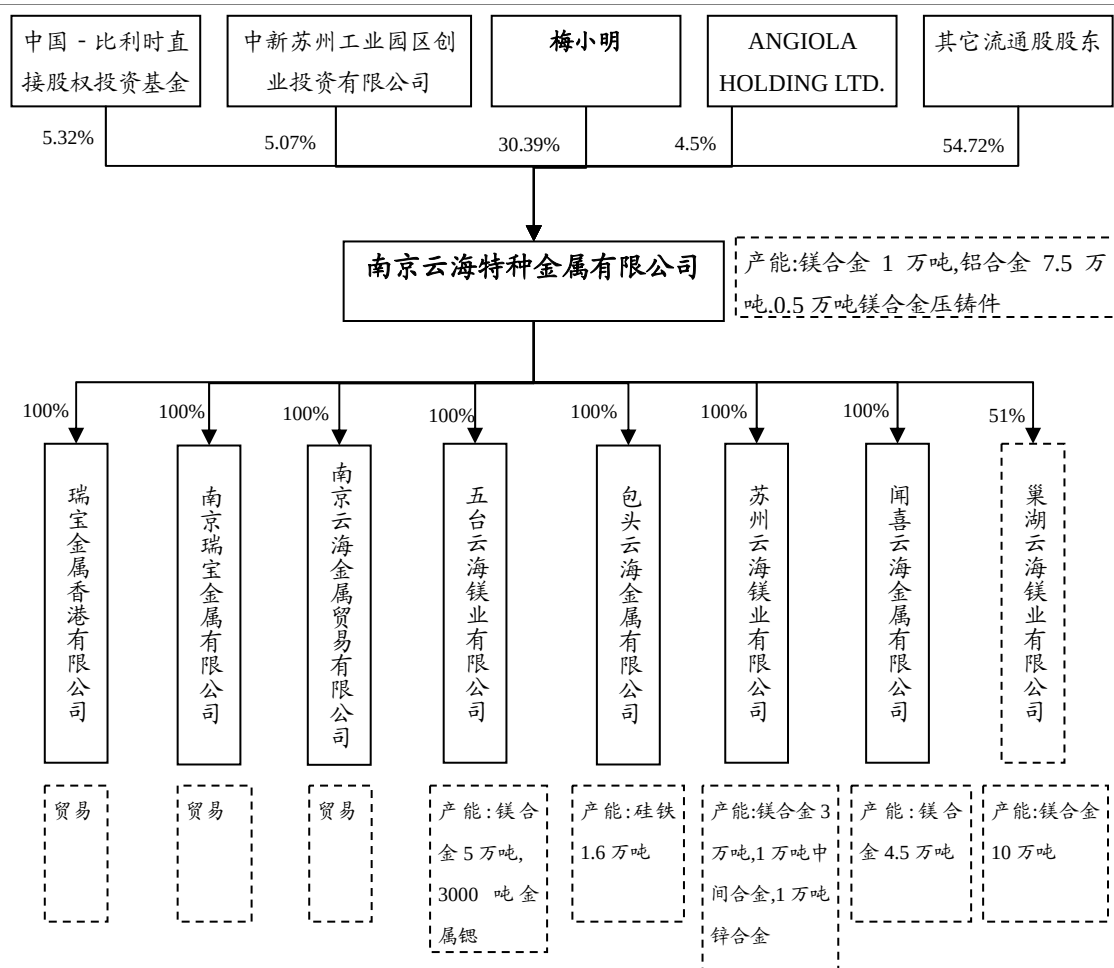
一、国内市场占有率第一的镁合金加工企业

1.1、专注于镁合金生产的民营股份制企业

云海金属成立于 1993 年，前身为南京云海特种金属公司，系乡镇集体所有制企业，后经股权转让，企业改制，发行上市等途径，发展成以董事长、总经理梅小明为大股东的民营股份制企业。公司从最初生产金属锆产品，逐步向镁、铝等领域拓展，发展成以镁合金、铝合金产品为主业，硅铁、金属锆、中间合金为辅业的产品布局。

公司目前产能分布情况：镁合金 13.5 万吨，铝合金 7.5 万吨，原镁 3 万吨，硅铁 1.6 万吨，金属锆 3000 吨，中间合金 1 万吨，锌合金 1 万吨，镁合金压铸件 5000 吨。

图表 1：公司股权结构及控股公司（截至 2009 年三季报）



数据来源：国联证券研究所、公司

南京本部的生产功能正在逐步弱化，未来的定位是新产品创新和新市场

的开拓，目前本部的镁合金产能正逐步向苏州云海转移，主要的生产能力将是镁合金下游压铸件以及铝合金。

五台云海和闻喜云海地处国内镁资源最丰富，原镁产能最大的山西省，拥有资源优势。另外五台云海属于 IPO 募投项目，拥有 3 万吨的原镁产能。

苏州云海主要是利用接近客户的优势，通过回收客户边角料及余料进行再加工，一方面缓解公司原料问题，另一方面为客户提供增值服务。

包头云海主营硅铁，主要是为五台云海提供原材料，由于当前硅铁市场低迷，外购成本低于自己生产，因此 2009 年包头云海基本处于停滞状态。

巢湖云海属于公司 2009 年非公开发行募资项目，设计镁合金产能 10 万吨，包括 10 万吨原镁产能，预计 2012 年全部投产。

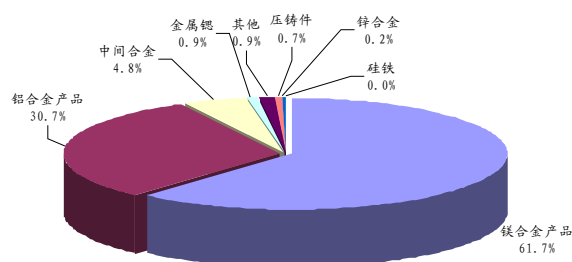
1.2、镁合金是公司收入和利润来源

公司主营镁合金和铝合金产品，其中镁合金是公司主要的收入来源，历史数据分析公司镁合金的收入占比超过 70%，2009 年上半年由于经济危机导致需求下降，以及铝合金产能的释放，镁合金销售收入占比下降至 67.1%，铝合金的收入占比上升至 30.7%。

镁合金也是公司的主要利润来源，年均镁合金的毛利贡献度均在 90%左右，2009 年上半年公司镁合金贡献毛利 33.85 百万元，贡献度达到 84.4%，铝合金贡献毛利 6.48 百万元，贡献度达到 16.2%，公司压铸项目由于技术、需求等原因，一直处于亏损状态。

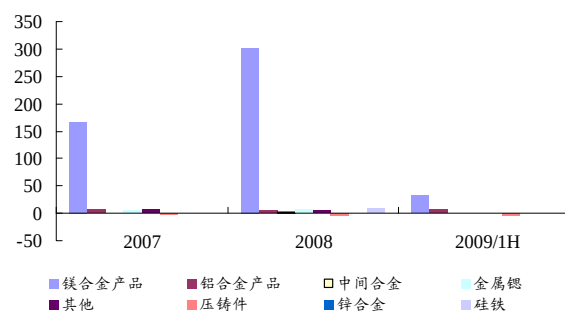
根据公司的长期发展战略，未来公司仍将是镁合金为主、铝合金为辅的收入和利润结构。

图表 2：2009 年上半年公司收入构成



数据来源：国联证券研究所、公司

图表 3：2007-2009/1H 公司毛利构成



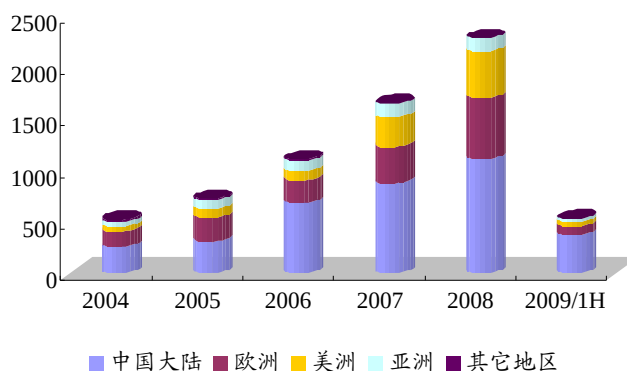
数据来源：国联证券研究所、公司

1.3、兼顾国内、外市场的销售模式

公司的销售范围覆盖国内外主要经济体，特别是欧美市场。从销售收入的占比分析，公司销售兼顾国内、外市场，二者的销售收入贡献度均在 50%

左右。2009 年上半年由于海外市场需求萎缩较多，国内销售收入占比上升至 69%，但随着海外需求的复苏，国内销售收入的占比将会出现下降。

图表 4: 2004-2009 上半年公司销售区域分布



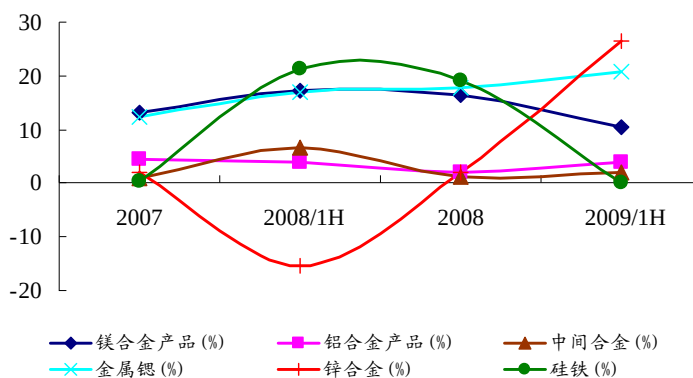
数据来源：国联证券研究所、公司

针对于兼顾国内、外市场的销售策略，公司对生产基地进行相应布局。公司在山西省的生产基地：闻喜、五台云海由于具备靠近原材料的优势，成本相对较低，市场竞争力较强，主要负责海外市场；苏州云海由于是以客户边角料为原材料，与国内客户联系紧密，主要负责国内市场。

1.4、不纯粹的“金属价格+加工费”盈利模式

公司属于加工类企业，主要产品定价按“金属价格+加工费”的成本加成模式，公司盈利取决于加工费的多寡。公司的金属原材料以外购为主，但五台云海 3 万吨原镁产能可以满足部分需求，有助于提升公司镁合金产品的毛利率水平，因此公司不是纯粹的“金属价格+加工费”盈利模式。

图表 5: 2007-2009/1H 公司主要产品毛利率



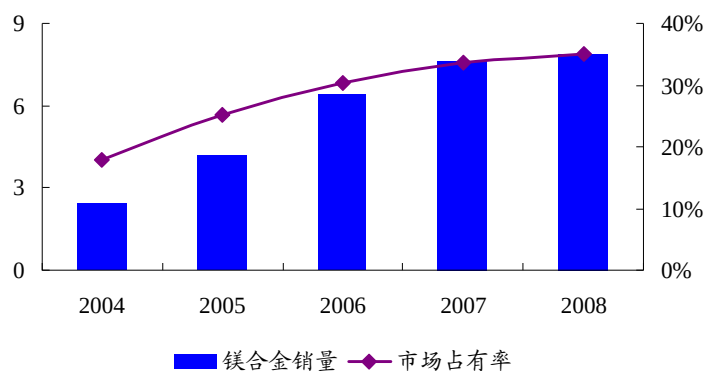
数据来源：国联证券研究所、公司

公司计划通过增发筹建的巢湖云海将按照五台云海模式配套建设 10 万吨原镁产能，将有效提升公司的原材料自给率，进一步改变公司以前纯粹的加工费盈利模式，并有机会获取上游产业的利润。

1.5、镁合金国内市场占有率第一，产能规模全球最大

2008 年公司生产镁合金 8 万吨。根据镁协统计的全国镁合金产量数据测算，公司的镁合金市场占有率超过 30%，2008 年的市场占有率达到 35%，国内市场占有率第一，处于行业领先地位。

图表 6：2004-2008 公司镁合金产品销量及国内市场占有率



数据来源：国联证券研究所、中国镁协

中国是全球原镁最主要的产地，原镁产量占全球总产量的 70%。由于原镁产能充足，市场竞争激烈，导致价格低于国际市场，使得中国镁合金生产具有低成本的优势。在竞争压力下，国外镁合金厂商或关闭产能，或向中国转移。目前公司拥有 13.5 万吨的镁合金产能，从规模上比较已经成为全球最大的镁合金生产企业。

图表 7：2006 年国际、国内主要镁合金生产企业

公司名称	所在地	产能 (万吨)
云海金属	江苏南京	13.5
国际		
挪威海德鲁	加拿大/德国/中国	10
美国镁业	美国	4.3
阿维斯玛镁钛	俄罗斯	4
死海镁业	以色列	3
索尔斯姆克	俄罗斯	3
RIMA 镁业	巴西	2

国内

山西金水河金属材料有限公司	山西运城	3
西安海德鲁镁业有限公司	陕西西安	1.5
山西精镁合金有限公司	山西太原	1.5
南京启镁镁业有限公司	江苏南京	1.5

注：西安海德鲁为挪威海德鲁子公司

数据来源：国联证券研究所、公司招股书、中国镁协

二、镁合金市场短期看复苏，长期看汽车业“镁代铝”

2.1、汽车和 3C 是镁合金的主要应用领域

镁属于轻金属，比重为 1.74g/cm³，因而镁合金具有质量轻的特点，与铝合金相比轻 36%、与锌合金相比轻 73%、比钢轻 77%。另外镁合金的比强度高，高于铝合金和钢，略低于比强度最高的纤维增强塑料；比刚度与铝合金和钢相当，远高于纤维增强塑料；耐磨性能比低碳钢好得多，已超过压铸铝合金 A380；减振性能、磁屏蔽性能远优于铝合金。

图表 8：镁合金与几种材料的性能比较

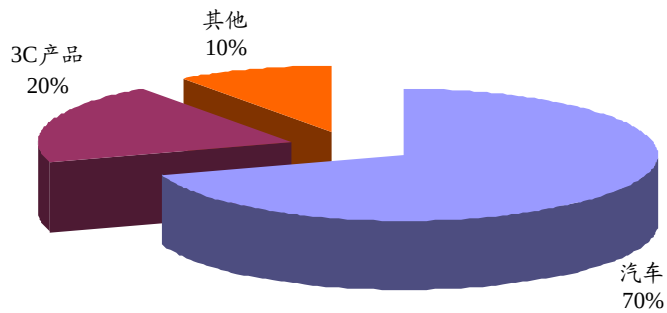
性能参数	比重 g/cm ³	抗拉强度 Mpa	比强度	延伸率%	弹性模量 Gpa	比刚度	导热系数 w/mk	减震系数
镁合金 (AZ91D)	1.81	250	138	7	45	25.86	54	50
铝合金 (A380)	2.70	315	116	3	71	25.9	100	5
碳钢	7.86	517	80	22	200	24.3	42	15
ABS	1.03	96	93	60			0.9	

数据来源：国联证券研究所、中国镁协

由于镁合金具有质量轻、强度高等特性，因此在实际应用中，镁合金主要用于制作产品外壳、重金属合金替代等。随着近年来制造成本的降低和加工工艺的突破，镁合金的应用领域越来越广，市场需求量也越来越大。镁合金的主要用途可分为民用与军事—航空航天两大类；民用消费领域集中在 3C 产品和汽车，二者占全部消费量的 90% 以上，其中 3C 产品的消费量为 20%，汽车业的消费量占 70%。航空航天应用较少，但是未来想象空间大，目前镁合金在航空航天及其他领域的应用占全球消费量的 10% 左右。

注：3C 产品主要是指以笔记本、手机、数码相机为代表的电子类产品

图表 9: 全球镁合金应用领域



数据来源: 国联证券研究所、中国镁协

公司的主要客户也表明 3C 和汽车是镁合金的主要应用领域。

图表 10: 公司主要客户及所属行业

下游行业	客户名称	所在地
3C 行业	鸿富锦精密工业 (深圳) 有限公司	深圳
	可成科技股份有限公司 (台湾)	台湾
	可胜科技 (苏州) 有限公司	苏州
	华孚科技股份有限公司 (台湾)	台湾
	中镁科技 (上海) 有限公司	上海
汽车行业	上海比亚迪有限公司	上海
	美国通用	美国
	德国大众	德国
	戴姆勒—克赖斯勒	德国
	日本丰田	日本
	TAKATA—PETRI AG	德国
	TRW Autototivi Safety Systems GnbH	德国
	泛亚欧宝金属制造有限公司	深圳

数据来源: 国联证券研究所、公司招股书

2.2、定位于 3C 行业中高档市场，国内需求复苏

镁合金具有硬度高、重量轻、耐高温、散热好以及电磁屏蔽作用等，因此在 3C 行业的应用主要外壳保护材料，应用已经比较成熟。市场上的替代材料包括工程塑料、钛合金等，其中工程塑料由于价格低廉，加工方便等特性，是目前 3C 市场上用量最大的外壳材料。金属外壳具有美观、时尚、电磁屏蔽等功能，虽然价格不具备有优势，但是也存在较大的市场空间。而镁合金在金属外壳材料中，具有相对的重量轻和价格优势，因此 3C 中高档产品中，镁合金的应用较多。

以笔记本电脑为例，万元以下笔记本电脑中，70%的笔记本电脑采用工程塑料做外壳材料，而万元以上笔记本电脑中，大部分产品采用金属、特别是镁合金作为外壳或者支架。根据《中国镁业》报告数据，2006 年全球笔记本电脑采用镁合金机壳的比例约达 30%，因此只要解决成本问题，镁合金在笔记本电脑乃至 3C 行业仍有市场扩容空间。

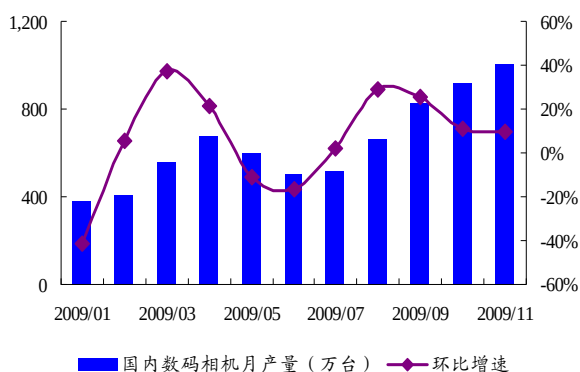
图表 11: 3C 产品外壳材料比较

材料	优点	缺点
ABS 工程塑料	成本低、易加工、尺寸稳定性好	质量较重、散热性不佳
镁合金（镁铝合金）	强度高、质量轻、散热好	成本较高、喷漆容易磨损
碳纤维	散热好、质量轻、强韧性好	成本高、外观单调
钛合金	集所有材质优点于一身	加工复杂、造价高昂
皮革	柔韧性好、手感出色、时尚感强	散热一般、价格较高

数据来源：国联证券研究所

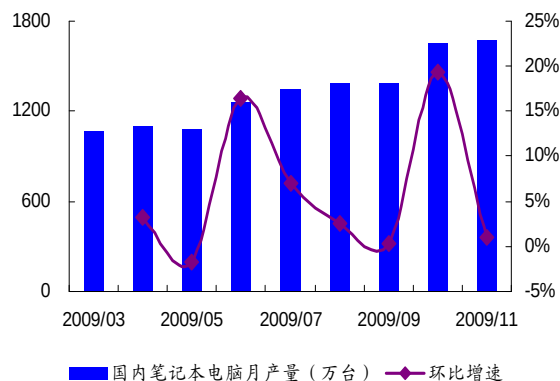
2008 年的经济危机导致 3C 产品需求出现短暂下滑，随着全球经济的逐步走暖，消费需求正在不断改善。由于东亚地区，特别是中国凭借着劳动力成本优势，已经成为全球主要的 3C 产品生产基地，因此国内 3C 行业的增长有助于扩大镁合金在 3C 领域的市场容量。目前国内的笔记本电脑、手机、数码相机的产量已走出低点，并恢复正增长，市场环境得到改善。

图表 12: 2009 年国内数码相机月产量及环比增速



数据来源：国联证券研究所、WIND

图表 13: 2009 年国内笔记本电脑月产量及环比增速



数据来源：国联证券研究所、WIND

2.3、海外汽车业恢复性增长，出口市场复苏

汽车业是镁合金的主要消费领域，特别是发达国家市场，镁合金在汽车上的应用技术已经比较成熟，应用部位也比较广。从公司的客户结构可知，公司出口美国和欧盟地区的镁合金产品的客户主要是汽车生产厂商。

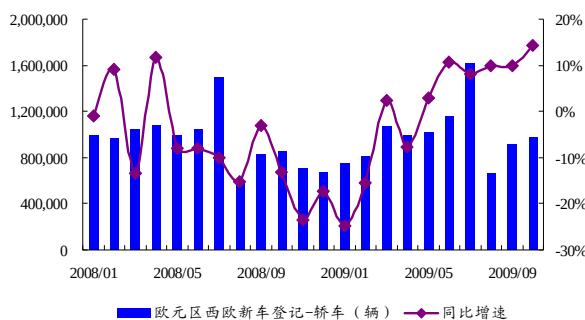
图表 14: 镁合金在汽车领域的应用

汽车领域应用	优点	产品型号
方向盘骨架	重量轻、易加工、成本低	AM50A/AM60B
离合器与传动外壳	重量轻, 容易加工, 压铸方便, 成本低	AZ81
气管架中心板、离合器外壳、闸车与离合器踏板支架	重量轻	AZ91D
汽缸端盖、操纵盘固定箱、齿轮箱、卡车车身、汽化器	重量轻、易加工、空间稳定、低成本	AZ91B
汽车轮毂	重量轻, 减震性好	AZ61

数据来源: 国联证券研究所、公司招股书

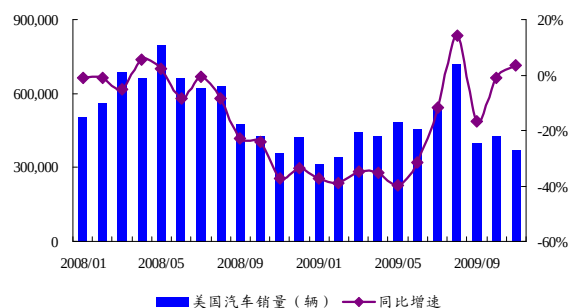
2008 年的经济危机导致全球消费下降, 特别是以汽车为代表的耐用消费品的需求下降明显。随着经济形势的好转, 海外汽车消费也逐步改善, 从同比增速来比较, 欧盟地区的汽车消费已经出现较快的增长, 而传统的汽车大国---美国则处于持平状态, 但是改善的迹象也比较明显。海外汽车销量的增长将有助于汽车业的复苏, 从而推动中国镁合金出口市场的复苏。

图表 15: 欧元区新车登记数量同比增速达到 10%



数据来源: 国联证券研究所、Bloomberg

图表 16: 美国汽车销量同比增速已经转正



数据来源: 国联证券研究所、Bloomberg

2.4、汽车业“镁代铝”推动镁合金市场扩容

目前汽车制造过程中的应用较多的金属材料主要是钢材、铝合金, 镁合金的用量比较少, 其中铝合金主要指铝镁合金, 铝占比大, 而镁合金指镁铝合金, 镁占比大。由于性能相似, 因此在汽车领域应用中, 镁合金充当替代产品的角色。又因此镁合金相对于铝合金在加工性能上具有一定的优势, 所以近年来, 镁合金取代铝合金的趋势逐渐加强。

图表 17: 镁、铝加工性能比较

优点	缺点
融化成本只有铝的 2/3	镁压铸生产比铝金属模铸造有较高的残余废料率

压铸生产效率比铝高 25%	镁压铸的生产设备投资很高
镁铸件的表面质量和外观比铝好	镁压铸需要较高的试模成本和较长的试制时间
模具寿命是铝的 2 倍	镁压铸需要较高的模具成本
镁脱模斜角可很小	镁压铸和铝压铸相比，其烧损率更高
	镁压铸屑片的回收成本，比铝高

数据来源：国联证券研究所、中国镁协

当前镁合金主要应用于中、高档汽车品牌。虽然 70% 的镁合金应用于汽车行业，但是目前总体市场容量比较小，按照全球年消耗 30-40 万吨镁合金测算，汽车行业的镁合金需求量在 20-30 万吨之间，与全球汽车行业的高速发展不相符合。这是出于价格因素考虑，虽然镁合金应用技术已经成熟，但是镁合金的应用并不普及，目前主要是定位在中、高档品牌汽车。

图表 14：不同品牌汽车用镁量

公司/品牌	用镁量（千克）
通用篷车-Savana & Expresss	26.3
梅塞德斯 SLK V-8 自动档	24.9
宝马 630i	23.8
梅塞德斯 CL V-8 自动档	23.7
奥迪 A6-2.8 Multitronic	20.3
通用小篷车 -Safai&Astro	16.7
福特 F-150 卡车	14.9
奥迪 A4&A6	14.5
Jaguar S	12.7
奥迪 TT	12.5

数据来源：国联证券研究所、Norsk Hydro

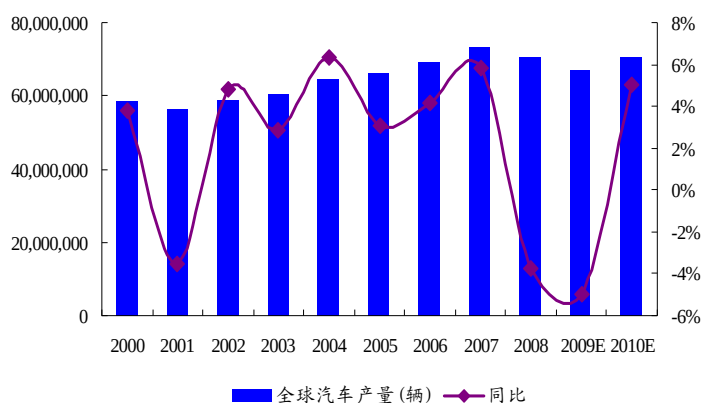
能源危机与环境保护意识加强推动汽车业“镁代铝”加速。随着汽车产量的增加和消费的普及，汽车业石油能源的依赖度越来越高。由于汽车使用燃料的 60% 消耗在汽车自重上，因此减轻汽车重量成为降低汽车能耗的主要途径之一，据测算汽车每减重 10%，其燃油消耗可降低 6-8%。而能耗的降低又能够汽车尾气的排放量，有利于环境保护。

由于镁的比重是 1.74g/cm³，只有铝的 2/3，用镁合金代替铝合金能够减轻 1/3 左右的重量，符合全球节能环保和循环经济发展战略的需要，因此镁合金材料受到各国政府相关政策的支持。

另一方面，新能源汽车的发展也要求未来的汽车能够更轻，更坚固，以便于在不降低汽车安全性能的同时，提高能源使用效率和汽车行驶里程。因此在能源危机和环境保护等压力下，未来汽车业将可能加速“镁代铝”进程。

从深度和广度考察汽车业“镁代铝”，镁合金市场空间巨大。参照市场上已部分采用镁合金汽车品牌数据，判断目前单车的镁合金用量已经达到10-30KG的水平，由于主要集中在中、高档汽车，因此推测汽车“镁代铝”的市场影响可以从两个方面考虑：1) 深度，即单车镁合金用量上升。目前的车用镁合金市场容量大概在20-30万吨/年，如果单车镁合金用量提升至60-80KG，则整个车用镁合金市场容量将达到80-90万吨，市场增长空间在200-300%。2) 广度，即车用镁合金的普及。以10-30KG/辆车，全球年产7000万辆汽车测算，镁合金的市场空间在70-210万吨/年，市场增长空间达到300-1000%。如果综合深度和广度，未来汽车用镁合金的市场空间巨大。

图表 15: 2000-2010E全球汽车产量



数据来源：国联证券研究所、OICA

目前国内汽车市场上，采用镁合金的品牌较少，而且主要是国外品牌。国内汽车厂商中，奇瑞、比亚迪等民族品牌已经开始尝试在新车型上采用部分镁合金，虽然尚未量产，但是由于是从无到有的过程，预计会对国内镁合金市场产生重大冲击。

2.5、低镁铝比价有助于汽车业“镁代铝”进程

在汽车领域，虽然镁合金相对于铝合金更能够体现节能、环保的优势，但是目前仍局限于中、高档品牌汽车，这其中既涉及部分技术原因，但更主要仍是价格因素。由于镁的比重是铝的2/3，因此理论上，同样体积的镁合金重量将是铝合金的2/3，当然，由于合金元素的不同，这一数值会有变化。在合金中镁元素或铝元素占主要部分，也占合金成本的主要部分，因此我们以镁铝比价来判断镁合金替代铝合金是否具有经济优势。

从成本的角度考虑，均衡点为： $P_{\text{镁价}} \times W_{\text{镁重}} = P_{\text{铝价}} \times W_{\text{铝重}}$ 。由于 $W_{\text{镁重}} = 2/3 W_{\text{铝重}}$ ，因此当镁铝比较达到1.5时，镁合金和铝合金无差别。当镁铝比价高于

1.5 时，使用铝合金成本相对较低；当镁铝比价低于 1.5 时，使用镁合金成本相对较低。

由于经济危机的影响，2008 年镁价、铝价均出现下降，但是从 2009 年一季度开始铝价出现反转，而镁价持续走低，中途虽有反弹，但是未能出线强势上涨格局，导致 2009 年 1-12 月镁铝比价持续下降。目前镁铝比较接近 1，现货价差只有 1000 元/吨左右，采用镁合金替代铝合金成本优势明显。

图表 16: 2009 年 1-12 月镁价/铝价



数据来源：国联证券研究所、WIND

三、复制五台云海，转变盈利模式

3.1、五台云海：技术创造成本优势的典范

五台云海成立于 2006 年，通过 IPO 募资和自筹资金建成原镁产能 3 万吨，镁合金产能 5 万吨，金属锆产能 3000 吨，项目于 2008 年投产，已经成为公司主要的生产基地之一，其产品主要销往海外市场。五台云海模式包括：

1)：选址靠近原材料产地，降低原材料运输成本。

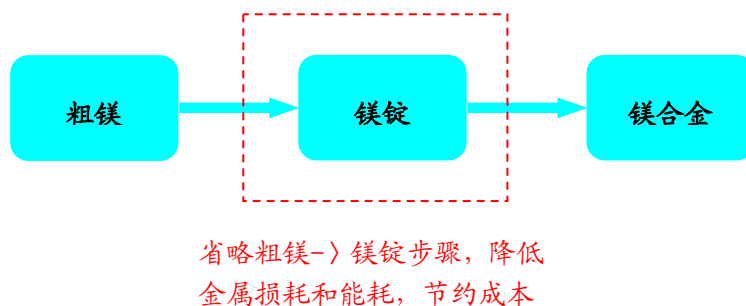
原镁生产需要的原材料包括白云石或其他镁矿、硅铁、烟煤，五台云海所在的五台地区拥有丰富的白云石矿藏，公司的白云石原料从本地采购，主要矿区位于五台县东冶镇，该矿区白云石储量约 3 亿吨，白云石裸露地表，露天开采，开采成本低。另外矿区距厂址 15 公里，交通便捷，有利于降低运输成本；山西省是国内最大的产煤省份，烟煤属于通用产品，公司生产用的烟煤可以通过省内解决；包头云海是公司硅铁生产基地，距离五台也比较近，虽然目前硅铁市场不景气，自己生产不如直接外购，但是公司如此布局在市场繁荣时期能够做到降低原材料运输成本的目的。

2)：粗镁一步法生产技术降低生产成本。

粗镁一步法是公司自主研发的生产工艺，由于减少了粗镁到镁锭的生产步骤，因此能够有效降低生产过程中的金属损耗和能源消耗。由于粗镁是镁

冶炼过程中的初级产品，因此只适合具有原镁冶炼能力的五台云海。通过粗镁一步法直接生产镁合金，较传统生产工艺成本降低 1000 元/吨左右，显然有利于增强公司竞争优势。

图表 17：粗镁一步法示意图



数据来源：国联证券研究所、公司

3)：整合上下游产业，增加盈利方式。

原镁是镁合金生产的上游原材料，公司本部和闻喜云海采用外购原镁进行加工，盈利模式以加工费为主，比较简单。五台云海拥有 3 万吨的原镁产能，通过整合上游产业，不仅能够满足公司部分原镁需求，提高公司盈利能力，而且在镁价波动性较大时，通过对外销售原镁能够获取额外收益，增加盈利方式，增加公司经营灵活性。

3.2、复制五台云海，巩固规模、成本优势

公司于 2009 年 9 月公告非公开发行预案，计划通过非公开发行不超过 3000 万股，募资 3.5 亿元用于投资 10 万吨巢湖云海项目。该项目借鉴五台云海成熟经营管理经验，采用相同的生产工艺，如粗镁一步法，节能环保型竖罐炼镁技术等，对五台云海模式进行完全复制。

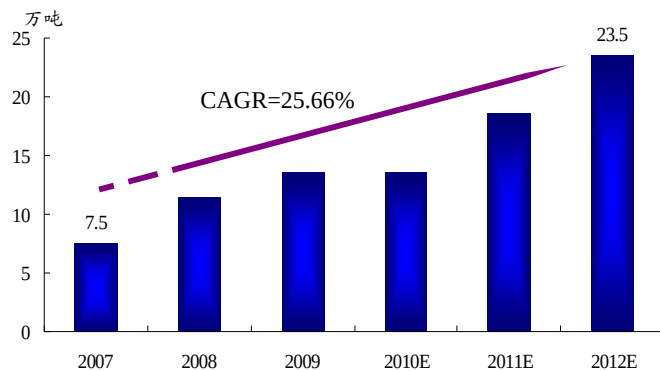
巢湖云海项目的特点：

- 项目选址接近原材料产地。安徽巢湖市国内较大的白云石产地之一，拥有 3 亿吨白云石矿储量，主要的矿山包括：姥山、青苔山及平顶矿山等；另一方面巢湖地区还拥有一定的煤炭资源，而且能够获得徐州地区煤矿支持。
- 技术采用粗镁一步法，节能环保型竖罐炼镁技术等，生产工艺完全相同，巢湖云海是在五台云海成功运营基础上进一步改善的结果。
- 配套 10 万吨原镁产能，进一步提高资源自给率，降低生产成本。

- 依托当地 2000 万吨水泥产能，既解决镁还原渣料问题，又创造更高的经济效益。

未来三年镁合金产能急速扩张，进一步巩固规模优势。根据项目规划，巢湖云海项目建设期为 3 年，分两期建设，每期 1.5 年，每期为 5 万吨镁合金，一期计划 2011 年上半年投产，二期计划 2012 年下半年投产，因此未来三年内公司的镁合金产能将急速扩张。从 2007 年开始至 2012 年，公司镁合金产能复合增长率高达 25.66%，表明公司具有强烈的扩张潜力。目前公司已经是全球产能规模最大的镁合金生产企业，国内市场占有率第一，通过逐步扩大产能，将进一步巩固公司的规模优势，可以预计未来五年内，公司仍将是国内镁合金龙头企业。

图表 18: 2007-2012E 镁合金产能复合增长率达到 25.66%



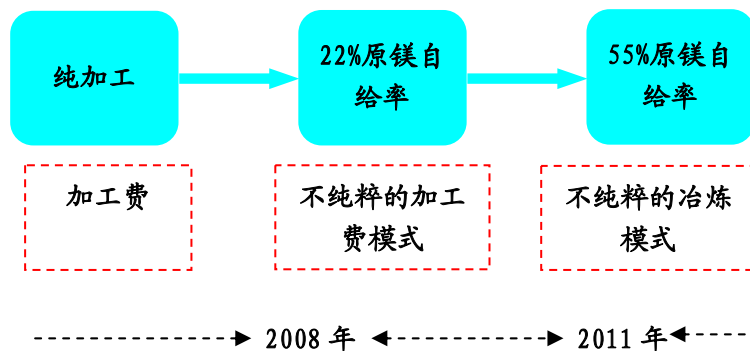
数据来源：国联证券研究所、公司

采用五台云海技术，进一步降低成本，提高公司整体盈利能力。五台云海采用粗镁一步法加工镁合金，吨加工成本降低 1000 元/吨左右，由于只有 3 万吨的产能，所以整体效果并不明显。一旦巢湖云海 10 万吨产能投产，则公司采用粗镁一步法加工镁合金的产能将超过 50%，公司毛利率水平和盈利能力将得到极大提高。

3.3、盈利模式变革，享受镁价上涨的超额收益

公司从一个金属锆生产企业发展成为以镁合金为主，铝合金为辅的多种金属合金产品体系的综合性公司，盈利模式处于不断变革过程中。从最初的纯加工模式，逐步发展成为既能享受金属价格上涨收益，又有加工稳定收益的不纯粹的加工模式，一旦公司巢湖云海项目最终投产，公司将演变成为一个冶炼加工占主导地位的原镁生产企业。盈利模式的变革使得公司能够享受到镁价上涨带来的超额收益。

图表 19: 公司盈利模式渐变示意图



数据来源: 国联证券研究所、公司

我们对公司 EPS 受镁价上涨影响做了一个简单测算, 在目前的镁价基础上, 公司的镁合金业务基本处于盈亏线之上, 因此对于自产原镁进行加工镁合金的产品, 镁价上涨幅度直接进入公司毛利。由于公司只有五台云海 3 万吨的原镁产能, 因此在期间费率 5%-25% 之间, 有效税率 25% 的假设条件下, 镁价每上涨 1000 元/吨, 公司 EPS 就能够增厚 0.1 元左右。如果巢湖云海顺利建成投产, 公司 EPS 对镁价的弹性会更高。

图表 20: 镁价上涨 1000 元/吨对公司 EPS 影响测算

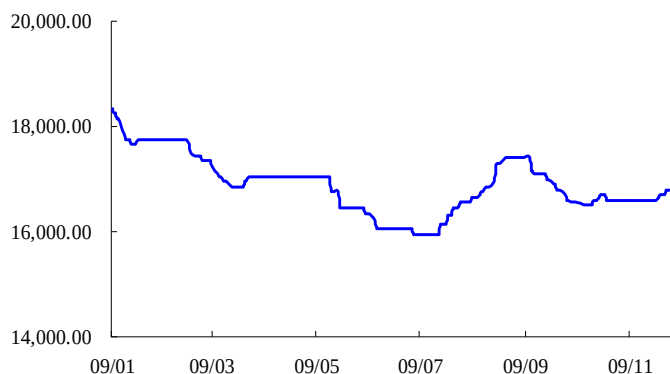
股本: 2.22 亿股(增发后)		原镁产量(万吨)				
有效税率: 25%		3	5	8	10	13
期间费用率	5%	0.10	0.16	0.26	0.32	0.42
	10%	0.09	0.15	0.24	0.30	0.40
	15%	0.09	0.14	0.23	0.29	0.37
	20%	0.08	0.14	0.22	0.27	0.35
	25%	0.08	0.13	0.20	0.25	0.33

数据来源: 国联证券研究所

市场镁现货价格自从 2008 年经济危机爆发后开始下跌, 一直处于相对低位, 即使其他基本金属出现 60-100% 的涨幅情况下, 趋势也没有出现实质性变化。虽然年终曾经出现短暂反弹, 但是由于实际需求恢复速度缓慢, 镁价没有出现大幅上涨行情, 导致公司未能享受到镁价上升带来的超额收益。

2009 年是触底复苏年, 2010 年是恢复年, 由于实际需求不振, 镁价年内未能获得提振。但是随着经济好转, 下游需求的回暖和市场空间的扩大, 特别是当镁价持续低迷较长时间后, 镁价在 2010 年将有可能出现强势上升态势。这将有助于增厚公司的 EPS。

图表 21: 2009 年长江镁锭现货价格走势

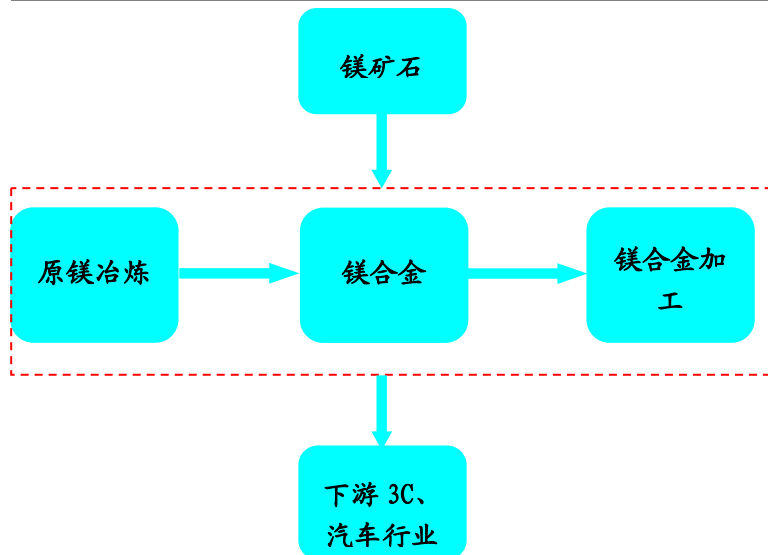


数据来源: 国联证券研究所、WIND

3.4、下一目标: 向资源型企业进军

与盈利模式变革过程相适应, 公司在镁合金上下游产业链上也进行有效延伸, 已经形成了“原镁---镁合金---镁合金铸件”的产业布局, 正逐步向冶炼型企业发展。

图表 22: 公司镁产业链示意图



数据来源: 国联证券研究所、公司

随着公司的发展与扩张, 公司未来将继续向上游产业链扩张的可能性较大, 有望转变成为一个资源型企业, 因为:

1). 公司管理层有掌握整个产业链的冲动。公司从一个单纯的镁合金加工企业发展成为涵盖原镁冶炼、镁合金和镁合金铸件加工的产业链布局只用了两年时间。按照公司所处产业链位置, 下一个目标只能是镁矿石领域。

2). 公司已经在上游镁矿石领域小试牛刀。2008 年公司以 500 万元的价格,收购了五台县东冶镇槐阴村处所属 0.3365 平方公里的采矿权,虽是个生产规模为 10.8 万吨/年的小矿,但已能满足公司部分需求。如果巢湖云海顺利投产,公司资金充裕,预计公司进行矿山收购的可能性较大。因为一方面国内镁矿储量丰富,可交易标的较多,不存在进入壁垒,另一方面收购矿山有助于稳定公司原材料供给,提高公司盈利能力。

四、盈利预测及投资建议

4.1、盈利预测

公司主要产品包括镁合金、铝合金、金属锶、中间合金及压铸件,由于 2008 年经济危机导致下游需求下降,2009 年公司产能未能充分利用,预计未来市场会逐步好转,公司运营将恢复正常。我们的主要假设条件:

1. 巢湖云海募投项目成功获批,并且顺利建成投产,至 2011 年公司镁合金产能达到 18.5 万吨。
2. 市场容量不断扩大,产能利用率稳步上升。假设 2009-2011 年,镁合金既有产能的产能利用率分别为 50%、80%和 100%,2011 年新增产能利用率为 20%;铝合金 2009-2011 年产能利用率 40%、80%和 100%。
3. 镁、铝价格稳步上升。假设 2009-2011 年镁合金平均售价分别为 18000 元/吨、20000 元/吨、21000 元/吨;铝合金平均售价分别为 15000 元/吨、16000 元/吨、17000 元/吨。
4. 毛利率稳中有升,有效税率 25%

图表 23: 公司主要产品产量、销量及销售均价假设

产品	项目	2008	2009E	2010E	2011E
镁合金	产能(万吨)	11.5	13.5	13.5	18.5
	产量(万吨)	8	6.75	10.8	14.5
	销量(万吨)	8	6.75	10.8	14.5
	ASP(元/吨)	23074.83	18000	20000	21000
	销售收入(万元)	184598.6	121500	216000	304500
	同比增速	46.44%	-34.18%	77.78%	40.97%
	毛利率	16.38%	16.00%	18.00%	19.00%
铝合金	产能(万吨)	4.5	7.5	7.5	7.5
	产量(万吨)	1.8	3	6	7.5
	销量(万吨)	1.8	3	6	7.5
	ASP(元/吨)	10519.11	15000	16000	16000
	销售收入(万元)	18934.4	45000	96000	120000
	同比增速	18.35%	137.66%	113.33%	25.00%
	毛利率	2.11%	5.00%	5.00%	5.00%

金属锆	产能（万吨）	0.3	0.3	0.3	0.3
	产量（万吨）	0.12	0.15	0.3	0.3
	销量（万吨）	0.12	0.15	0.3	0.3
	ASP（元/吨）	31422.67	32000	32000	32000
	销售收入（万元）	3770.72	4800	9600	9600
	同比增速	-2.13%	27.30%	100.00%	0.00%
	毛利率	17.82%	20.00%	20.00%	20.00%
中间合金	产能（万吨）	0.5	1	1	1
	产量（万吨）	0.5	0.5	1	1
	销量（万吨）	0.5	0.5	1	1
	ASP（元/吨）	26323.2	28000	28000	28000
	销售收入（万元）	13161.6	14000	28000	28000
	同比增速	9.68%	6.37%	100.00%	0.00%
	毛利率	1.20%	3.00%	3.00%	3.00%
其他	销售收入（万元）	8629.03	3570.59	5440.15	6209.16
	同比增速	18.43%	-58.62%	52.36%	14.14%
	毛利率	4.92%	4.25%	14.94%	14.77%
合计	销售收入（万元）	229094.35	188870.59	355040.15	468309.16
	同比增速	38.49%	-17.56%	87.98%	31.90%
	综合毛利率	14.13%	12.29%	13.31%	14.42%

注：假设增发完成，2009E—2011E 为摊薄 EPS

数据来源：国联证券研究所、公司

基于以上假设，根据我们的盈利预测模型，公司 2009-2011 年的 EPS 分别为 0.13、0.46 及 0.79 元（增发摊薄）。

4.2、目标价 18.4 - 20.7 元，“推荐”评级

虽然公司是中小板上市公司，但是由于公司盈利模式处于升级过程之中，即纯加工—冶炼加工—资源冶炼加工，因此对公司的定位将影响公司的最终估值。如果定位于中小板加工类企业，一般按照平均 30 倍 PE 估值，显然公司价值被高估；如果定位于冶炼企业，一般按照平均 35 倍 PE 估值，显然公司目前股价比较合理；如果定位于资源类企业，一般按照平均 40 倍 PE 估值，则公司股价仍有上升空间。

五台云海的投产改变了公司纯加工的盈利模式，具备冶炼企业的部分特质，公司还拥有矿产资源，具有资源属性。随着巢湖云海的逐步建设投产，预计公司将成为一个集资源、冶炼、深加工于一体的综合性镁业公司。我们认为可以按照介于冶炼和资源的中间值进行估值，考虑到公司镁合金产品未来市场的高增长趋势，公司作为行业龙头能够享受到更高的溢价。按照 40-45 倍 PE 进行估值，公司未来六个月内的合理价格为 18.4 -- 20.7 元。我们看好公司市场前景和未来业绩具有爆发式增长机会，首次给与“推荐”评级。

图表 24: 有色金属行业估值比较

			收盘价		EPS		PE			
			2009-12-17	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	PB
加工类	002203.SZ	海亮股份	14.05	0.52	0.72	0.92	26.98	19.59	15.24	3.89
	002295.SZ	精艺股份	23.89	0.50	0.63	0.82	48.07	37.66	29.03	4.25
	600888.SH	新疆众和	15.36	0.48	0.59	0.78	32.05	26.10	19.73	2.95
平均值							35.70	27.78	21.33	3.70
冶炼类	000612.SZ	焦作万方	27.00	0.48	0.97	1.15	56.39	27.89	23.38	6.80
	600219.SH	南山铝业	13.37	0.37	0.54	0.69	35.78	24.85	19.44	1.96
	600595.SH	中孚实业	25.11	0.43	0.66	0.78	57.74	37.84	32.24	6.37
	600531.SH	豫光金铅	21.51	0.41	0.47	0.60	51.96	45.96	35.66	4.91
平均值							50.47	34.13	27.68	5.01
资源类	000630.SZ	铜陵有色	21.89	0.52	0.63	0.74	42.45	34.88	29.73	4.96
	600139.SH	西部资源	26.83	0.35	0.47	0.28	77.32	57.55	97.03	24.21
	600362.SH	江西铜业	40.47	0.88	1.29	1.65	45.94	31.28	24.60	5.47
	000060.SZ	中金岭南	26.90	0.38	0.80	1.22	71.16	33.46	22.04	7.26
	600331.SH	宏达股份	18.71	0.24	0.55	0.84	77.03	34.30	22.27	12.36
	600497.SH	驰宏锌锗	27.15	0.29	0.57	0.80	94.30	47.57	33.92	6.61
平均值							68.03	39.84	38.27	10.14
	002182.SZ	云海金属	17.26	0.13	0.46	0.79	132.77	37.52	21.85	3.77

注: 计算平均 PE 时, 剔除负值, 超过 100 的异常值

数据来源: 国联证券研究所、WIND

4.3、投资建议

从业绩的角度看, 公司 2009 年业绩由于下游需求疲软, 开工率不足等原因不是很理想, 但是我们认为该公司作为镁合金龙头企业, 并且是唯一的镁业上市公司, 仍有许多亮点值得投资者关注:

- 行业龙头, 市场占有率第一。
- 下游市场空间大。保守估计, 如果汽车用镁量上升, 市场容量至少仍有 200-300% 的增长空间。
- 技术优势创造成本优势, 市场竞争优势明显。
- 盈利模式变革, 由纯加工类企业向冶炼类、资源类企业转变, 享受镁价上涨带来的超额收益。
- 股本较小, 具有股本扩张的可能性。

五、风险因素

本报告逻辑假设的基础是下游需求复苏, 汽车“镁代铝”进展顺利, 公司增发项目获批并且顺利完成, 因此如果外部环境发生变化, 如需求复苏缓慢、汽车“镁代铝”进展不畅等, 则假设条件不成立, 逻辑结果均面临风险。

财务报表预测与财务指标

单位: 亿元

更新日期: 2009/11/11

利润表	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	资产负债表	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	16.54	22.91	18.89	35.50	46.83	流动资产	10.66	9.90	7.07	16.58	17.71
YOY	48.8%	38.5%	-17.6%	88.0%	31.9%	货币资金	4.23	2.37	0.32	5.14	3.04
营业成本	14.68	19.67	16.56	30.78	40.08	短期投资净额	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业税金及附加	0.05	1.05	0.86	1.62	2.14	应收票据	0.20	0.51	0.30	0.57	0.75
销售费用	0.34	0.49	0.37	0.65	0.79	应收帐款	2.73	1.66	1.80	3.35	4.39
占营业收入比	2.1%	2.1%	2.0%	1.8%	1.7%	预付帐款	1.10	1.48	2.00	2.77	3.57
管理费用	0.46	0.59	0.46	0.81	1.07	存货	2.38	3.81	2.61	4.68	5.87
占营业收入比	2.8%	2.6%	2.4%	2.3%	2.3%	其它流动资产	0.02	0.06	0.04	0.08	0.10
财务费用	0.35	0.63	0.30	0.38	0.41	非流动资产	3.52	7.93	8.66	8.79	8.63
占营业收入比	2.1%	2.7%	1.6%	1.1%	0.9%	长期股权投资	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06
资产减值损失	0.07	0.17	0.00	0.00	0.00	固定资产	1.81	4.23	5.45	6.20	6.59
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	在建工程	1.13	3.16	2.64	2.03	1.50
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	工程物资	0.04	0.01	0.05	0.05	0.05
其它损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	无形资产	0.45	0.44	0.43	0.42	0.41
营业利润	0.60	0.31	0.33	1.26	2.35	其它长期资产	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03
营业外净收入	0.13	0.11	0.00	0.00	0.00	资产总计	14.17	17.83	15.73	25.37	26.35
利润总额	0.73	0.43	0.33	1.26	2.35	流动负债	5.27	7.65	5.93	10.82	10.18
所得税	0.13	0.01	0.08	0.32	0.59	短期借款	2.89	4.82	4.00	7.30	5.92
所得税率	18.0%	2.2%	25.0%	25.0%	25.0%	应付票据	0.93	1.70	1.11	1.89	2.24
净利润	0.60	0.42	0.24	0.95	1.76	应付帐款	1.12	1.27	1.01	1.70	1.99
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	其它流动负债	0.33	-0.14	-0.18	-0.06	0.03
归属母公司净利润	0.60	0.42	0.24	0.95	1.76	非流动负债	0.35	1.43	1.73	1.72	1.59
YOY	-16.3%	-30.3%	-41.3%	287.4%	85.8%	长期借款	0.16	1.00	1.30	1.29	1.16
EPS(元)	0.40	0.22	0.13	0.46	0.79	其它长期负债	0.19	0.43	0.43	0.43	0.43
						所有者权益	8.55	8.75	9.00	13.75	15.51
						股本	1.92	1.92	1.92	2.22	2.22
						留存收益	6.60	6.83	7.08	7.72	9.48
						少数股东权益	0.03	0.00	0.00	3.81	3.81
						母公司股东权益	8.52	8.75	9.00	9.94	11.70
						负债和所有者权益	14.17	17.83	16.66	26.30	27.28
主要财务比率	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	现金流量表	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
成长能力						经营活动现金流	-2.31	0.09	0.74	-1.41	0.06
营业收入	48.8%	38.5%	-17.6%	88.0%	31.9%	净利润	0.60	0.42	0.24	0.95	1.76
营业利润	-29.9%	-47.9%	4.6%	287.4%	85.8%	折旧	0.14	0.27	0.31	0.36	0.40
归属于母公司净利润	-16.3%	-30.3%	-41.3%	287.4%	85.8%	摊销	0.02	0.01	0.01	0.01	0.01
获利能力						营运资本增加额	-3.37	-1.07	-0.12	-3.10	-2.51
毛利率	11.3%	14.1%	12.3%	13.3%	14.4%	其它	0.30	0.47	0.30	0.38	0.41
净利率	3.6%	1.8%	1.3%	2.7%	3.8%	投资活动现金流	-2.05	-4.48	-1.00	-0.50	-0.25
ROE	7.0%	4.8%	2.7%	6.9%	11.3%	处置资产收回的现金	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00
ROA	4.2%	2.3%	1.6%	3.7%	6.7%	购建资产支付的现金	-2.06	-4.47	-1.00	-0.50	-0.25
偿债能力						其它	0.00	-0.02	0.00	0.00	0.00
流动比率	2.02	1.29	1.19	1.53	1.74	融资活动现金流	6.70	2.30	-0.82	6.72	-1.91
速度比率	2.35	0.77	0.52	1.35	1.37	吸收投资	5.52	0.00	0.00	3.81	0.00
资产负债率	39.7%	50.9%	48.7%	49.5%	44.7%	取得借款	5.68	11.49	2.09	5.55	2.40
营运能力						偿还债务	-4.13	-8.60	-2.61	-2.26	-3.91
总资产周转率	1.63	1.43	1.13	1.73	1.81	支付股利	-0.34	-0.59	0.00	0.00	0.00
应收帐款周转率	7.99	10.44	10.94	13.80	12.11	其它	-0.04	0.00	-0.30	-0.38	-0.41
存货周转率	7.94	6.35	5.16	8.45	7.60	现金净增加额	2.34	-2.10	-1.08	4.82	-2.10
每股指标(元)											
每股收益	0.40	0.22	0.13	0.46	0.79						
每股净资产	4.45	4.56	4.69	6.20	6.99						
估值比率											
P/E	42.13	76.59	132.39	36.84	21.26						
P/B	3.78	3.70	3.60	2.72	2.41						

数据来源: 国联证券研究所, 公司

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话: 021-58766036

传真: 021-58408396

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责条款:

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。