

点评报告

瑕不掩瑜，苦尽甘来会有时

有色金属

2010年2月26日

——云海金属(002182.SZ)年报点评

评级：强烈推荐（上调）

目标价：18.4 - 20.7 元

最近 52 周走势：



相关研究报告：

《变革盈利模式，提升估值水平》
——2009/12/18

报告作者：

国联证券研究所有色金属小组

联系人：

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。

事件：公司公布年报，2009 年实现销售收入 14.98 亿元，同比下降 34.62%；实现归属于上市公司股东的净利润 506.6 万元，同比下降 87.83%，超出预期；每股收益 0.03 元；分配方案：10 派 0.5 元。

点评：

需求下降，价格下跌是业绩下滑的主因。受金融危机影响，2009 年国际镁合金下游行业（以汽车业为主）持续低迷，导致公司海外收入大幅下降，其中欧洲同比下降 58%，美洲下降 72%。需求下降也导致镁锭和镁合金价格大幅回落，公司 2009 年的镁锭采购均价为 16000 元/吨左右，较 2008 年的 25000 元/吨，下降近 40%；公司镁合金销售均价也从 2008 年 29000 元/吨左右下降至 2009 年的 20000 元/吨左右，降幅达 27.6%。

镁不足，铝来补。海外需求下降导致镁合金收入下滑 54.6%，但铝合金受益于国内需求，特别是房地产行业的旺盛需求，产销两旺，销售收入同比增长 180.87%。公司采取镁业务为主，铝业务为辅的模式有助于分散市场风险。由于公司在合金技术方面具有一定基础，未来不排除公司继续壮大铝业务的可能性，从而形成“镁+铝”双头发展模式。

产能利用率偏低，既是利空，也是利好。需求下降导致公司镁合金产能利用率偏低，闻喜、包头厂相继停产。2009 年公司镁合金产量约为 4 万吨左右，产能利用率仅有 30%。由于新投产项目较多，产能利用率低导致单位折旧成本上升，降低毛利率。另一方面，镁合金市场潜力巨大，特别汽车用镁量的增加将促使镁合金市场扩容。我们预计未来全球镁合金未来市场容量将达到 60-90 万吨，增长潜力达到 200-300%。公司充裕的产能储备将有助于其巩固在行业发展过程中的领头羊地位。

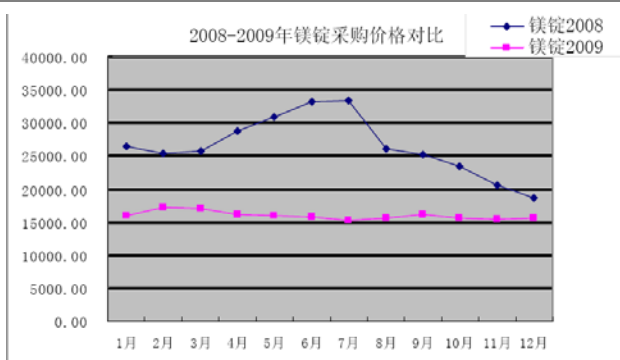
巢湖项目稳步推进中。公司通过增发募资建设的 10 万吨巢湖项目正在稳步推进中，土地的准备使得公司无形资产增加 69.43%。目前增发案仍处于审批过程中，我们认为该项目将提升公司的增长潜力。

上调评级，合理价格 18.4 - 20.7 元。公司拥有较完善的上下游产业链，由于盈利模式从纯加工转向冶炼加工，公司业绩受镁价影响增加。我们预计公司 10-12 年的 EPS 分别为 0.46、0.74、1.1 元。维持 2010 年的合理估值 18.4 - 20.7 元，评级上调至“强烈推荐”。

一、需求下降，价格下跌是业绩下滑的主因

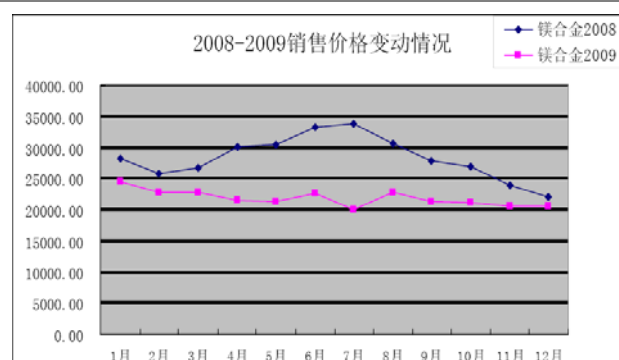
受金融危机影响，2009 年国际镁合金下游行业（以汽车业为主）持续低迷，导致公司海外收入大幅下降，其中欧洲同比下降 58%，美洲下降 72%。数据显示，正常年份海外市场对公司销售收入和利润的贡献度超过 2/3，因此需求下降、特别是海外需求下降直接导致公司业绩大幅下滑。另一方面，需求下降也导致镁锭和镁合金价格大幅回落，2009 年的镁锭采购均价为 16000 元/吨左右，相对于 2008 年的 25000 元/吨，下降近 40%。而公司镁合金销售均价也从 2008 年 29000 元/吨下降至 2009 年的 20000 元/吨，降幅达到 28.6%。

图表 1：镁锭采购价格变动（含税）元/吨



数据来源：国联证券研究所、公司

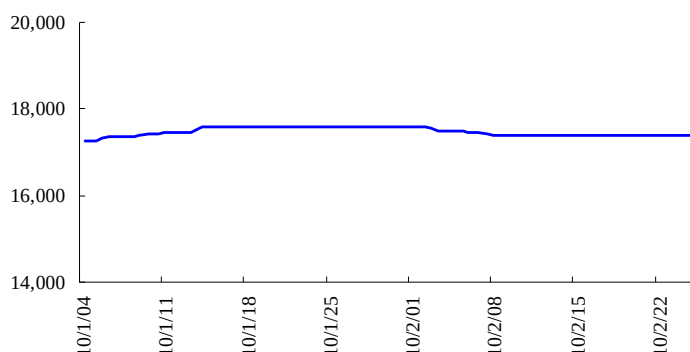
图表 2：镁合金销售价格变动对比（含税），元/吨



数据来源：国联证券研究所、公司

2010 年前 2 个月，镁锭价格出现恢复性反弹，基本与 2009 年的最高镁锭价格持平。最高价较 2009 年第三季度的最低价格上涨 1000 元/吨，涨幅达到 6.7%。随着全球经济，特别是美国、欧洲经济的好转，镁价将延续恢复性反弹的势头，预计国内镁锭全年均价将稳定在 18000 元/吨左右。

图表 3：2010 年 1 月-2 月长江现货市场镁锭价格走势

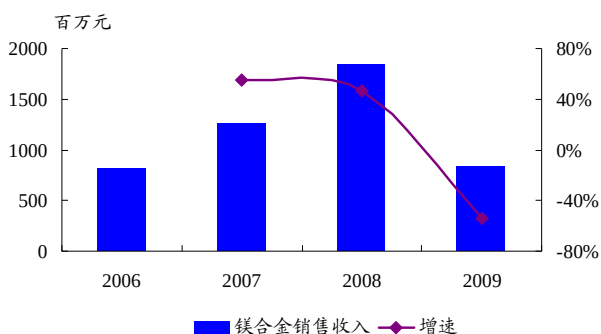


数据来源：国联证券研究所、WIND

二、镁不足，铝来补

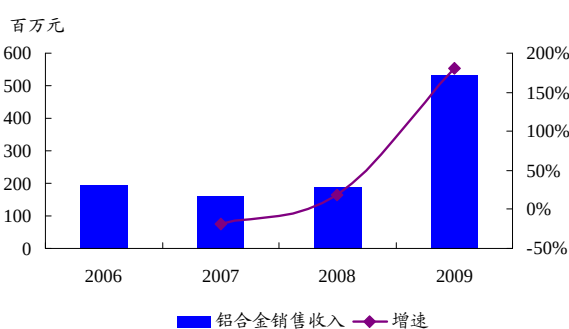
公司目前拥有镁合金产能 13.5 万吨，铝合金产能 7.5 万吨。其中铝合金生产线是 2008 年 12 月投产的 IPO 募投项目。海外需求下降导致镁合金收入下滑 54.6%，但铝合金受益于国内需求，特别是房地产行业的旺盛需求，产销两旺，销售收入同比增长 180.87%。公司采取镁业务为主，铝业务为辅的模式有助于分散市场风险。由于公司在合金技术方面具有一定基础，未来不排除公司继续壮大铝业务的可能性，从而形成“镁+铝”双头发展模式。

图表 4: 历年来公司镁合金销售收入及增速



数据来源: 国联证券研究所、公司

图表 5: 历年来公司铝合金销售收入及增速

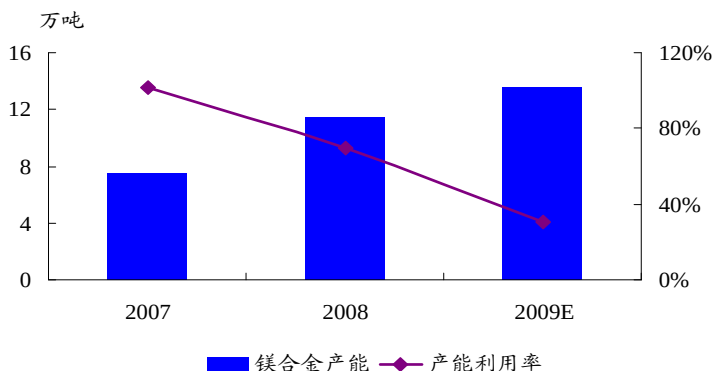


数据来源: 国联证券研究所、公司

三、产能利用率偏低，既是利空，也是利好

需求下降导致公司镁合金产能利用率偏低，闻喜、包头厂相继停产。2009 年公司镁合金产量约为 4 万吨左右，产能利用率仅有 30%。由于新投产项目较多，产能利用率低导致单位折旧成本上升，降低毛利率。另一方面，镁合金市场潜力巨大，特别汽车用镁量的增加将促使镁合金市场扩容，我们预计未来全球镁合金未来市场容量将达到 60-90 万吨，增长潜力达到 200-300%。公司充裕的产能储备将有助于其巩固在行业大发展过程中的领头羊地位。

图表 6: 2007-2009 年公司镁合金产能利用率情况



注：2009 年为我司测算数据，年报未公布

数据来源：国联证券研究所、公司

四、限售股解禁

2010 年 3 月 1 日，公司有 1800 万股原始股解禁上市流通，占公司股本总额的 9.375%，本次解禁限售股均为创投类股东。

图表 7：2010 年 3 月 1 日公司限售解禁情况

序号	限售股份持有人名称	持有限售股	本次解除限售数量
1	Angiola HoldingLtd.	8,640,000	8,640,000
2	Geneco HoldingLtd.	5,760,000	5,760,000
3	上海欧创投资管理有限公司	1,980,000	1,980,000
4	中新苏州工业园区创业投资有限公司	1,620,000	1,620,000
合计：		18,000,000	18,000,000

数据来源：国联证券研究所、公司

五、风险因素

公司产能充裕，业绩恢复性增长取决于市场的好转，长期增长则取决于镁合金市场的扩容。此外公司的定向增发案仍处于审批阶段，存在一定的不确定性，主要风险因素包括：

1. 市场持续低迷，未能出线有效反转
2. 定向增发案未获通过，巢湖项目被推迟或取消
3. 限售解禁，原始股东大量抛售。

财务报表预测与财务指标

单位: 亿元

更新日期: 10/2/26

利润表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	资产负债表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	22.91	14.98	23.60	33.41	45.17	流动资产	9.90	10.00	14.32	16.65	24.32
YOY	48.8%	38.5%	-34.6%	57.5%	41.6%	货币资金	2.37	1.85	3.28	1.58	4.52
营业成本	19.67	13.22	20.50	28.74	38.59	短期投资净额	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业税金及附加	1.05	0.41	0.46	0.65	0.88	应收票据	0.51	0.62	0.52	0.74	1.00
销售费用	0.49	0.38	0.61	0.87	1.21	应收帐款	1.66	2.27	3.08	4.34	5.84
占营业收入比	2.1%	2.5%	2.6%	2.6%	2.7%	预付帐款	1.48	0.99	1.16	1.35	1.56
管理费用	0.59	0.71	0.75	1.04	1.39	存货	3.81	4.21	6.22	8.57	11.29
占营业收入比	2.6%	4.7%	3.2%	3.1%	3.1%	其它流动资产	0.06	0.06	0.06	0.09	0.12
财务费用	0.63	0.28	0.39	0.41	0.51	非流动资产	7.93	10.18	12.54	14.04	14.33
占营业收入比	2.7%	1.9%	1.6%	1.2%	1.1%	长期股权投资	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06
资产减值损失	0.17	0.11	0.00	0.00	0.00	固定资产	4.23	9.17	10.55	12.32	12.96
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	在建工程	3.16	0.18	1.18	0.92	0.59
投资收益	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00	工程物资	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00
其它损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	无形资产	0.44	0.75	0.73	0.71	0.69
营业利润	0.31	-0.11	0.90	1.69	2.59	其它长期资产	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03
营业外净收入	0.11	0.22	0.24	0.27	0.29	资产总计	17.83	20.19	26.86	30.69	38.65
利润总额	0.43	0.11	1.14	1.96	2.88	流动负债	7.65	9.90	11.13	12.90	18.88
所得税	0.01	0.06	0.17	0.29	0.43	短期借款	4.82	5.70	5.31	4.75	8.06
所得税率	2.2%	54.7%	15.0%	15.0%	15.0%	应付票据	1.70	2.31	3.11	4.20	5.42
净利润	0.42	0.05	0.97	1.66	2.45	应付帐款	1.27	1.88	2.44	3.26	4.17
少数股东权益	0.00	0.00	0.01	0.01	0.02	其它流动负债	-0.14	0.01	0.27	0.69	1.23
归属母公司净利润	0.42	0.05	0.96	1.65	2.43	非流动负债	1.43	1.48	2.78	3.45	3.42
YOY	-30.3%	-87.8%	1797.5%	72.0%	47.3%	长期借款	1.00	1.00	2.30	2.97	2.93
EPS(元)	0.22	0.03	0.46	0.74	1.10	其它长期负债	0.43	0.48	0.48	0.48	0.48
						所有者权益	8.75	8.81	13.49	14.91	16.95
主要财务比率	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	股本	1.92	1.92	2.22	2.22	2.22
成长能力						留存收益	6.83	6.79	7.35	8.77	10.79
营业收入	38.5%	-34.6%	57.5%	41.6%	35.2%	少数股东权益	0.00	0.10	3.92	3.93	3.94
营业利润	-47.9%	-134.8%	-926.5%	88.6%	53.1%	母公司股东权益	8.75	8.71	9.57	10.99	13.01
归属于母公司净利润	-30.3%	-87.8%	1797.5%	72.0%	47.3%	负债和所有者权益	17.83	20.19	27.40	31.26	39.25
获利能力											
毛利率	14.1%	11.7%	13.1%	14.0%	14.6%	现金流量表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
净利率	1.8%	0.3%	4.1%	5.0%	5.4%	经营活动现金流	0.09	0.80	0.70	1.09	1.71
ROE	4.8%	0.6%	7.2%	11.2%	14.5%	净利润	0.42	0.05	0.97	1.66	2.45
ROA	2.3%	0.2%	3.6%	5.4%	6.3%	折旧	0.27	0.61	0.59	0.71	0.78
偿债能力						摊销	0.01	0.02	0.02	0.02	0.02
流动比率	1.29	1.01	1.29	1.29	1.29	营运资本增加额	-1.07	-0.20	-1.26	-1.71	-2.04
速动比率	0.77	0.57	0.65	0.58	0.91	其它	0.47	0.33	0.39	0.41	0.51
资产负债率	50.9%	56.4%	51.8%	53.3%	57.7%	投资活动现金流	-4.48	-1.34	-3.00	-2.25	-1.13
营运能力						处置资产收回的现金	0.01	0.02	0.00	0.00	0.00
总资产周转率	1.43	0.79	1.00	1.16	1.30	购建资产支付的现金	-4.47	-1.38	-3.00	-2.25	-1.13
应收帐款周转率	10.44	7.62	8.81	9.00	8.88	其它	-0.02	0.02	0.00	0.00	0.00
存货周转率	6.35	3.29	3.93	3.89	3.89	融资活动现金流	2.30	0.48	4.24	-0.54	2.36
每股指标(元)						吸收投资	0.00	0.10	3.81	0.00	0.00
每股收益	0.22	0.03	0.46	0.74	1.10	取得借款	11.49	6.70	3.96	3.22	6.25
每股净资产	4.56	4.59	6.08	6.72	7.63	偿还债务	-8.60	-5.90	-3.05	-3.11	-2.97
估值比率						支付股利	-0.59	-0.42	-0.10	-0.24	-0.41
P/E	66.64	555.59	31.57	19.69	13.37	其它	0.00	0.00	-0.39	-0.41	-0.51
P/B	3.22	3.20	2.41	2.18	1.92	现金净增加额	-2.10	-0.06	1.94	-1.70	2.95

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%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
	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

免责声明:

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。