



业绩低于预期，未来高成长仍可期待

——云海金属年报点评

● 2009 年度，公司实现营业收入149,783.78万元，比去年降低34.62%。实现净利润506.62万元，比去年下降87.83%，超出预期。实现每股收益0.03元/股。

● 公司2009业绩同比大幅下降的主要原因是经济危机导致产品销量和价格同比明显下降。公司09 年主要产品镁合金销量6 万吨左右，比08 年减少了近2 万吨；同时公司产品价格09 年也出现了明显下降，产品盈利空间也一定程度的被压缩。2009 年受国外汽车行业萧条的影响，公司镁合金的出口量下降，镁合金订单金额下降59.84%。

● 公司1 季度亏损-1009.96万元，2 季度盈利1236.02万元，3 季度盈利113.57万元，而4季度再度亏损达837 万元。但我们看到，主营业务毛利率4个季度分别为6.03%、8.75%、13.15%、14.79%，公司第4季度的毛利率达到全年最高，表明主营业务盈利能力在持续恢复。四季度亏损的主要原因是公司在4 季度计提的坏账准备大幅增加，导致资产减值损失增加2910 万元。

● 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。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。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，09年对公司利润贡献很大。

● 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。鉴于镁合金产品需求下降，公司加大了铝合金产品（主要是高级DC 棒材）的生产和销售，全年订单量同比上升219.14%，毛利率同比增加5.36 个百分点，成为公司盈利的重要来源。预计2009年公司铝合金产量4.5万吨，2010年6万吨左右。

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1498	1905	2411	2806
收入同比(%)	-35%	27%	27%	16%
归属母公司净利润	5	91	169	221
净利润同比(%)	-88%	1696%	86%	30%
毛利率(%)	11.7%	16.9%	19.9%	21.3%
ROE(%)	0.6%	9.6%	15.1%	16.4%
每股收益(元)	0.03	0.47	0.88	1.15
P/E	560.14	31.19	16.75	12.86
P/B	3.26	2.98	2.53	2.11
EV/EBITDA	42	16	11	9

有色金属

评级: 推荐
上次评级: 推荐

目标价格
当前价格 14.59

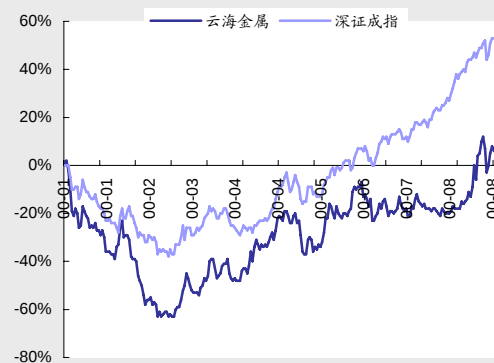
基础数据

总市值(亿元)	2801
总股本/流通股本(百万股)	192 /84
流通市值(百万元)	1494
每股净资产	4.44
净资产收益率	0.6%

交易数据

52 周内股价区间	9.97-19.68
10 年市盈率	31.19
市净率	3.26

一年期走势图



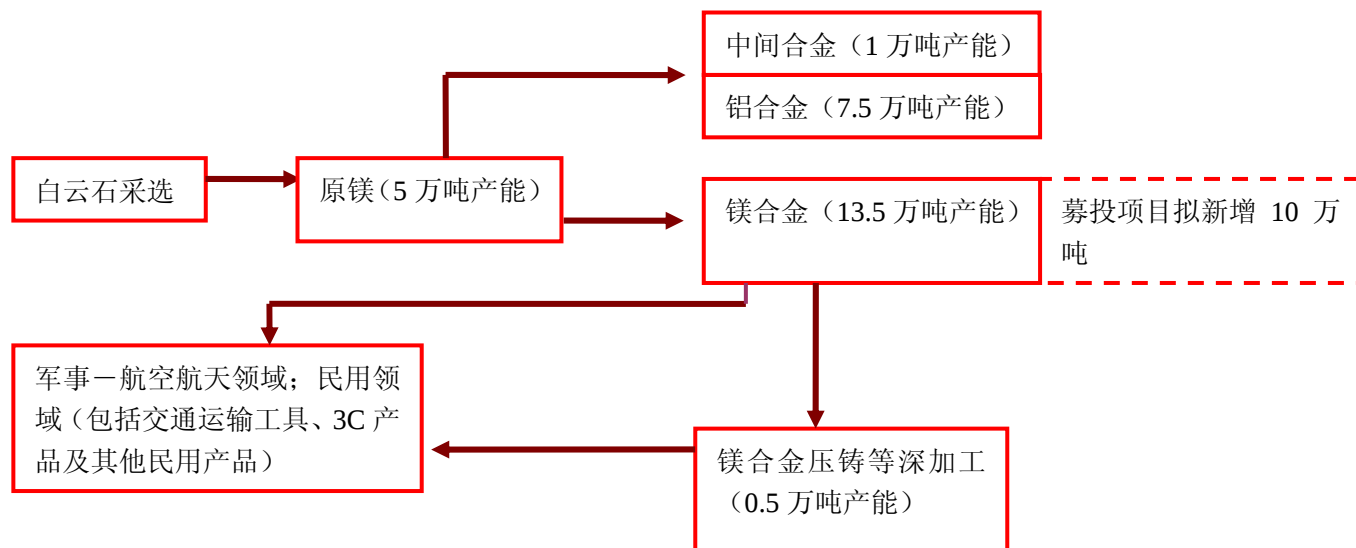
研究员 张志鹏

电话 021-32229888-3502

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。第一期项目将在2011年为公司贡献利润。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。
- 未考虑本次增发的股本摊薄情况,预计2010年每股收益达到0.47元,2011年、2012年分别达到0.88元、1.15元,继续给与公司“推荐”评级。
- 风险因素:巢湖项目要在2011年才能体现收益,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



盈利预测

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1000	1882	1586	1790
现金	185	476	603	701
应收账款	227	362	229	267
其他应收款	6	27	34	40
预付账款	99	237	193	177
存货	421	627	382	437
其他流动资产	62	152	145	168
非流动资产	1018	1066	1028	999
长期投资	6	6	6	6
固定资产	917	912	893	867
无形资产	75	75	75	75
其他非流动资产	21	73	54	51
资产总计	2019	2948	2614	2788
流动负债	990	1839	1336	1289
短期借款	570	913	749	702
应付账款	188	396	193	177
其他流动负债	232	531	393	411
非流动负债	148	147	147	147
长期借款	100	100	100	100
其他非流动负债	48	47	47	47
负债合计	1138	1986	1483	1436
少数股东权益	10	10	10	10
股本	192	192	192	192
资本公积	542	542	542	542
留存收益	136	218	387	608
归属母公司股东权益	871	952	1122	1342
负债和股东权益	2019	2948	2614	2788

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	80	95	366	210
净利润	5	91	169	221
折旧摊销	63	64	68	71
财务费用	28	39	35	24
投资损失	-1	0	0	0
营运资金变动	-20	-92	92	-107
其他经营现金流	6	-7	1	1
投资活动现金流	-134	-100	-40	-40
资本支出	138	100	40	40
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	4	0	0	0
筹资活动现金流	48	297	-200	-72
短期借款	88	343	-163	-47
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-40	-46	-36	-24
现金净增加额	-6	292	126	99

利润表

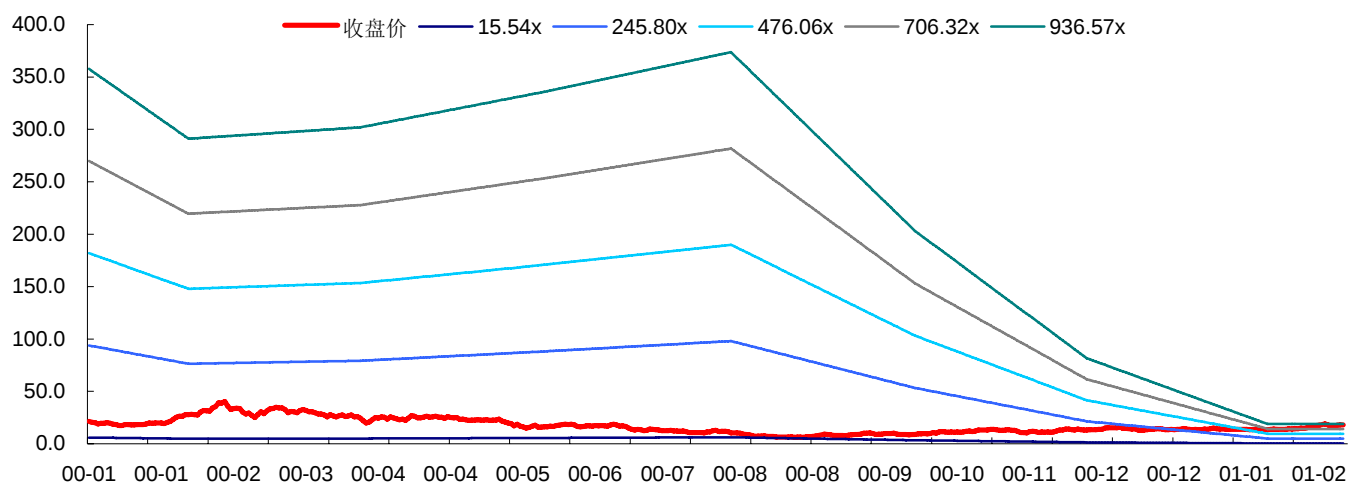
单位:百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1498	1905	2411	2806
营业成本	1322	1583	1931	2207
营业税金及附加	41	46	58	67
营业费用	38	61	77	90
管理费用	71	86	108	126
财务费用	28	39	35	24
资产减值损失	11	-15	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	1	0	0	0
营业利润	-11	107	201	291
营业外收入	24	6	6	6
营业外支出	2	3	3	3
利润总额	11	110	204	294
所得税	6	19	35	74
净利润	5	91	169	221
少数股东损益	-0	0	0	0
归属母公司净利润	5	91	169	221
EBITDA	79	210	304	387
EPS (元)	0.03	0.47	0.88	1.15

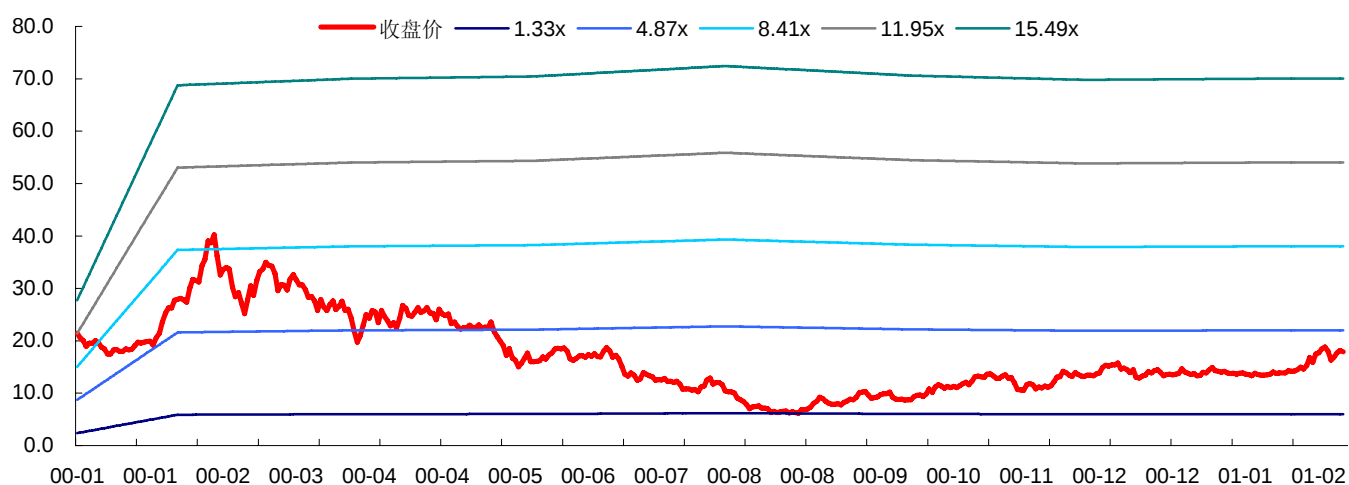
主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	-34.6%	27.2%	26.5%	16.4%
营业利润	-134.8%	882.5%	88.6%	44.8%
归属于母公司净利润	-87.8%	1696.0%	86.2%	30.3%
获利能力				
毛利率(%)	11.7%	16.9%	19.9%	21.3%
净利率(%)	0.3%	4.8%	7.0%	7.9%
ROE(%)	0.6%	9.6%	15.1%	16.4%
ROIC(%)	0.5%	7.9%	13.9%	15.9%
偿债能力				
资产负债率(%)	56.4%	67.4%	56.7%	51.5%
净负债比率(%)	58.87%	51.13%	57.40%	55.98%
流动比率	1.01	1.02	1.19	1.39
速动比率	0.58	0.68	0.90	1.05
营运能力				
总资产周转率	0.79	0.77	0.87	1.04
应收账款周转率	7	6	8	11
应付账款周转率	8.40	5.43	6.56	11.94
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.03	0.47	0.88	1.15
每股经营现金流(最新摊薄)	0.42	0.49	1.91	1.10
每股净资产(最新摊薄)	4.54	4.96	5.84	6.99
估值比率				
P/E	560.14	31.19	16.75	12.86
P/B	3.26	2.98	2.53	2.11
EV/EBITDA	42	16	11	9

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。