

2010年3月23日

云海金属

镁、铝合金产能大幅扩张

A
持有 (买入)

002182.SZ - 人民币 24.51

目标价格: 人民币 22.20 (↑21.50)

乐宇坤*

(8621) 6860 4866 分机 8559

yukun.le@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300200010044

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	30	(4)	26	67
相对新华富时A50指数(%)	27	(6)	25	79

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	192
流通股(%)	69.61
流通股市值(人民币 百万)	3,276
3个月日均交易额(人民币 百万)	285
净负债比率(%)	63.4
主要股东(%)	
梅小明	30.39

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*李文宾为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

云海金属公告 2010 年实现基本每股盈利 0.15 元, 同比大增 457%。公司同时公布 2010 年不进行现金分红, 但将会用资本公积金向全体股东每 10 股转增 5 股。公司利润大幅增长主要来自于镁、铝合金新产能陆续投产带来的产销量跃升。其中公司铝合金业务已替代镁合金成为主要营收来源之一。值得注意的是 2010 年镁合金和铝合金业务毛利率同比都有所下降, 其中镁合金毛利率同比下挫高达 4.85%。我们认为目前欧美经济复苏进程在高企的原油价格、通胀压力以及全球范围内频发的自然灾害面前存在不确定性, 因此镁合金下游汽车和 3C 业的恢复道路将不会那么一帆风顺。公司铝合金业务利润较薄, 有待进一步挖掘其潜力。我们将目标价格小幅上调为 22.20 元。公司价格自我们 2010 年三季报推介以来已大幅上扬近 30%, 基本反映了市场对公司业务乐观的预期, 同时目前公司的估值与同类公司相比并不便宜, 因此我们将公司的评级由买入下调为持有。

支撑评级的要点

- 镁合金和铝合金新增产能陆续投产贡献盈利。
- 受益于新能源汽车和节能环保新兴产业。

评级面临的主要风险

- 全球经济复苏受高油价、自然灾害等因素拖累。
- 成本上升挤压公司盈利空间。

估值

- 我们以 4.5 倍的 2011 年市净率给公司估值, 将目标价由 21.50 元上调为 22.20 元, 我们将公司的评级下调为持有。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	1,498	2,841	5,146	5,931	6,908
变动(%)	-	90	81	15	16
净利润(人民币 百万)	5	28	72	108	131
全面摊薄每股收益(人民币)	0.026	0.147	0.375	0.563	0.684
变动(%)		456.5	155.4	50.1	21.5
先前预测每股收益(人民币)			0.379	0.581	
调整幅度(%)			(1.1)	(3.0)	
核心每股收益(人民币)	0.026	0.147	0.375	0.563	0.684
变动(%)		456.5	155.4	50.1	21.5
全面摊薄市盈率(倍)	928.9	166.9	65.4	43.5	35.9
核心市盈率(倍)	928.9	166.9	65.4	43.5	35.9
每股现金流量(人民币)	0.42	(0.49)	0.24	0.35	0.49
价格/每股现金流量(倍)	58.7	(49.8)	101.4	69.2	49.6
企业价值/息税折旧旧利润(倍)	65.4	33.2	28.0	21.6	18.3
每股股息(人民币)	0.050	0.000	0.075	0.113	0.137
股息率(%)	0.2	0.0	0.3	0.5	0.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

10 年第四季度盈利环比下滑

根据公司年报数据，公司 2010 年第四季度每股盈利约为 0.01 元，单季度环比下滑 50%，基本符合我们的预测（0.015 元）。

我们发现公司 2010 年第四季度主营业务亏损 311 万，而四季度整体盈利主要依赖营业外收入的增长。公司 2010 年第四季度主营业务亏损主要源于当季销售费用和管理费用大幅上扬：

1. 销售费用环比大幅上涨近 31.5%，折合约 396 万元。这主要是因为 2010 年三季度部分费用计入四季度。同时运费在油价等成本抬升下也有较大的增长。
2. 管理费用环比分别大幅上涨近 24.8%，折合约 546 万元。这主要可能是因为公司今年业绩完成情况较好，员工年终福利较为丰厚；同时公司也对镁合金深加工业务投入了可观的研发费用。此外在建工程转增资产后计提的折旧费用也有所增加。

铝合金产能释放，镁铝合金毛利有所下降

2010 年镁、铝合金行业在全球经济强劲回暖（尤其是汽车和 3C 产业蓬勃发展）的带动下展现出良好的复苏趋势。受惠于此公司 2010 年镁合金和铝合金产品产销两旺，全年营收同比显著增长近 90%。

其中值得注意的是，公司铝合金销量增长速度十分惊人。2010 年全年铝合金营业收入占比由 2009 年的 35.75% 上升至 58.38%；镁合金营业收入占比由 2009 年的 56.34% 下降至 34.49%。这主要是因为公司铝合金业务在南京云海新建 3 万吨产能建成投产的带动下，展现出惊人的增长速度。根据公司目前在建项目预测，未来铝合金业务仍将成为公司营收主要来源之一。

图表 2. 云海金属镁合金产能情况和预测（万吨）

子公司名	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
南京云海本部	2.5	1	1				
闻喜金属	4.5	4.5					
苏州云海	0.5	4	4	4	4	4	4
五台云海			3	5	5	5	5
安徽巢湖云海					5	5	10
产能合计	7.5	9.5	8	9	14	14	19

资料来源：中银国际研究部

图表 3. 云海金属铝合金产能情况和预测 (万吨)

子公司名	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
南京云海本部	1.5	1.5	7.5	10.5	15.5	15.5	15.5
台州云泽铝业 (公司占 51%权益)			3	3	3	3	3
运城永济云海				10	10	10	10
产能合计	1.5	1.5	10.5	23.5	28.5	28.5	28.5
产能合计(按权益)	1.5	1.5	9	22	27	27	27

资料来源：中银国际研究部

在镁合金和铝合金产量增长的同时，我们注意到两者的毛利率情况皆有所下降，特别是 2010 年全年镁合金毛利率下降幅度高达 4.85%。

图表 4. 主要产品毛利情况

%	2010 年 年报	2010 年 中报	2009 年 年报	2009 年 中报	2008 年 年报	2008 年 中报
镁合金	9.65	7.97	14.5	10.36	16.38	17.31
铝合金	7.03	7.92	7.46	3.98	2.11	3.93

资料来源：公司数据

这主要是因为 2010 年在节能减排压力下，硅铁业关停生产线的现象十分普遍，因而导致硅铁供给受压，进而导致硅铁价格大幅波动。硅铁约占镁锭总成本的 50% 和镁合金总成本的 40%，是镁合金原材料镁锭的主要成本之一，公司盈利因此被压制。此外人力以及其他能源价格也大幅增长，给公司经营带来较大的压力。而在成本不断上涨的同时，镁合金的下游成本转嫁能力有所滞后，因而导致毛利下降。

2011 年初以来，节能减排压力大为缓解，前期被压缩的硅铁产能得到陆续释放，硅铁价格也随之回落，我们相信 2011 年公司的成本压力将大为缓解。

图表 5. 硅铁价格走势 (75% 硅铁)



资料来源：亚洲金属网，中银国际研究

11 年 1 季度业绩受益于产能释放同比有所增长

2011 年 1 季度公司生产将会受到 2 月份我国传统春节等影响有所下降。

此外镁合金主要供应下游汽车产业，此次日本地震或对日本汽车业产生一定的负面影响。但考虑到公司亚洲地区出口总量占比仅为 2.3%，我们估计这部分影响在可控范围之内。

如考虑到公司 2011 年镁、铝合金产能大幅增长，并不计转增方案的影响，我们估计公司 2011 年 1 季度每股盈利或可达 0.09 元，同比增长近 90%。

调整公司评级

目前全球经济复苏进程正受到来自于高油价、正在抬头的通胀压力以及全球范围内频发的自然危害影响，经济复苏进程面临一定的不确定性。未来镁合金行业发展或受到一定的拖累，我们仍然认为新能源汽车以及节能环保新兴产业必将对镁合金需求带来长期利好。同时公司铝合金业务盈利能力仍有进一步提升的潜力。

基于 4.5 倍的 2011 年市净率估值，我们将公司目标价小幅上调 3.3% 至 22.20 元。由于自我们 2010 年三季报推荐以来，公司股价已大幅上涨近 30%，大抵反映了市场对公司未来发展的乐观预计；目前公司的估值与同类公司相比并不便宜；另外全球经济发展短期变化尚不明朗，鉴于这些原因，我们将公司评级由买入下调为**持有**。

图表 6. 相关上市公司估值比较

证券简称	证券代码	收盘价	市值	每股收益(元/股)			每股收益增长率(%)		市盈率(倍)		市净率(倍)		净资产收益率(%)
				2009	2010E	2011E	2010E	2011E	2010E	2011E	2010E	2011E	
		(元)	(百万元)										
云铝股份	000807.SZ	12.300	14,563	0.042	0.02	0.16	(52.4)	700.0	615.0	76.9	3.67	3.52	0.7
中孚实业	600595.SS	11.390	17,254	0.47	0.25	0.32	(46.8)	28.0	45.6	35.6	4.63	4.14	10.3
焦作万方	000612.SZ	20.210	9,704	0.402	0.24	0.9	(40.3)	275.0	84.2	22.5	3.96	3.24	24.3
东阳光铝	600673.SS	19.090	15,796	0.09	0.34	0.53	272.2	58.2	57.0	36.0	6.43	5.27	3.8
南山铝业	600219.SS	11.170	21,605	0.042	0.02	0.16	(52.4)	700.0	558.5	69.8	1.40	1.31	2.7
平均值			15784.5	0.21	0.17	0.41	16.1	352.2	62.3	48.2	4.0	3.5	8.4
云海金属	002182.SZ	24.510	4,706	0.026	0.147	0.375	465.4	155.4	166.9	65.4	5.0	4.6	3.2

资料来源：中银国际研究部 * 指剔除南山铝业和云铝股份

图表 7.10 年业绩摘要

(人民币, 百万)	2009	2010	同比变化(%)
销售收入	1,497.8	2,841.2	89.7
销售成本	1,321.9	2,588.9	95.9
营业税	40.8	50.3	23.3
毛利润	135	202	49.4
其他营业收入	0	0	
分销费用	37.7	39.7	5.3
管理费用	70.8	81.8	15.5
资产减值损失	11.1	2.7	(75.3)
经营利润	16	78	397.9
财务费用	27.76	52.71	89.9
投资收入	1.30	0.19	(85.3)
其它非经营性收入	21.90	16.67	(23.9)
税前利润	11	42	278.9
税金	6.0	12.6	108.9
少数股东权益	(0.1)	1.1	N.A
净利润	5	28	456.5
全面摊薄每股收益	0.03	0.15	456.5
盈利能力 (%)			
毛利率	9.0	7.1	
经营利润率	1.0	2.7	
净利率	0.3	1.0	

资料来源：公司数据

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	1,498	2,841	5,146	5,931	6,908
销售成本	(1,322)	(2,589)	(4,683)	(5,347)	(6,194)
经营费用	(96)	(86)	(250)	(290)	(348)
息税折旧前利润	79	166	213	294	366
折旧及摊销	(63)	(88)	(77)	(90)	(104)
经营利润(息税前利润)	17	78	135	205	261
净利息收入/(费用)	(28)	(53)	(54)	(77)	(102)
其他收益/(损失)	22	17	17	18	17
税前利润	11	42	98	146	177
所得税	(6)	(13)	(24)	(36)	(44)
少数股东权益	0	(1)	(1)	(1)	(1)
净利润	5	28	72	108	131
核心净利润	5	28	72	108	131
每股收益(人民币)	0.026	0.147	0.375	0.563	0.684
核心每股收益(人民币)	0.026	0.147	0.375	0.563	0.684
每股股息(人民币)	0.050	0.000	0.075	0.113	0.137
收入增长(%)	n.a.	90	81	15	16
息税前利润增长(%)	n.a.	361	74	51	28
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	109	28	38	24
每股收益增长(%)	n.a.	457	155	50	21
核心每股收益增长(%)	n.a.	457	155	50	21

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	214	265	437	563	656
应收帐款	227	282	437	593	725
库存	421	616	890	1,069	1,394
其他流动资产	137	293	547	675	741
流动资产总计	1,000	1,456	2,311	2,901	3,516
固定资产	917	955	1,100	1,285	1,516
无形资产	75	121	115	109	103
其他长期资产	26	79	222	304	275
长期资产总计	1,018	1,155	1,438	1,698	1,894
总资产	2,019	2,612	3,749	4,600	5,410
应付帐款	188	247	468	588	650
短期债务	570	869	1,394	1,796	2,132
其他流动负债	232	270	573	710	925
流动负债总计	990	1,387	2,436	3,094	3,707
长期借款	100	50	158	263	353
其他长期负债	48	144	66	65	65
股本	192	192	192	192	192
储备	679	697	754	841	946
股东权益	871	889	946	1,033	1,138
少数股东权益	10	142	143	145	146
总负债及权益	2,019	2,612	3,749	4,600	5,410
每股帐面价值(人民币)	4.54	4.63	4.93	5.38	5.93
每股有形资产(人民币)	4.15	4.00	4.33	4.81	5.39
每股净负债/(现金)(人民币)	2.53	3.41	5.81	7.79	9.53

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	11	42	98	146	177
折旧与摊销	63	88	77	90	104
净利息费用	26	47	54	77	102
运营资本变动	(11)	(69)	124	193	192
税金	(6)	(13)	(24)	(36)	(44)
其他经营现金流	(2)	(189)	(283)	(401)	(436)
经营活动产生的现金流	80	(95)	46	68	95
购买固定资产净值	(138)	(235)	(360)	(350)	(300)
投资减少/增加	4	6	0	0	0
其他投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(134)	(229)	(360)	(350)	(300)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(8)	(50)	633	507	426
支付股息	0	0	(14)	(22)	(26)
其他融资现金流	56	425	(133)	(77)	(102)
融资活动产生的现金流	48	375	486	408	298
现金变动	(6)	51	172	126	93
期初现金	221	214	265	437	563
公司自由现金流	(54)	(320)	(314)	(281)	(205)
权益自由现金流	(90)	(423)	300	208	206

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	5.3	5.8	4.1	5.0	5.3
息税前利润率(%)	1.1	2.7	2.6	3.5	3.8
税前利润率(%)	0.7	1.5	1.9	2.5	2.6
净利率(%)	0.3	1.0	1.4	1.8	1.9
流动性					
流动比率(倍)	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9
利息覆盖率(倍)	0.6	1.5	2.4	2.6	2.5
净权益负债率(%)	55.1	63.4	102.3	127.0	142.5
速动比率(倍)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
估值					
市盈率(倍)	928.9	166.9	65.4	43.5	35.9
核心业务市盈率(倍)	928.9	166.9	65.4	43.5	35.9
目标价对应核心业务市	814.8	146.4	57.3	38.2	31.4
盈率(倍)					
市净率(倍)	5.4	5.3	5.0	4.6	4.1
价格/现金流(倍)	58.7	(49.8)	101.4	69.2	49.6
企业价值/息税折旧前利	65.4	33.2	28.0	21.6	18.3
润(倍)					
周转率					
存货周转天数	116.4	73.1	58.7	66.9	72.6
应收帐款周转天数	55.4	36.2	25.5	31.7	34.8
应付帐款周转天数	45.7	31.8	25.4	32.5	32.7
回报率					
股息支付率(%)	189.5	0.0	20.0	20.0	20.0
净资产收益率(%)	0.6	3.2	7.8	10.9	12.1
资产收益率(%)	0.4	2.1	3.2	3.7	3.9
已运用资本收益率(%)	1.1	4.0	5.9	7.0	7.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

根据中国证券监督管理委员会《发布证券研究报告暂行规定》等法律法规和监管规定，中银国际证券有限责任公司确认以下事项：在本报告首次发布时，中银国际证券有限责任公司证券自营账户持有本报告评论的上市公司股份未达到/或超过该上市公司已发行股份的 1%。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向客户发布。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映中银国际集团成员在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371