

2010 年 8 月 1 日

云海金属

销售、财务费用大幅增长，拖累盈利

A
持有

002182.SZ - 人民币 12.18

目标价格:人民币 12.90(▼14.80)

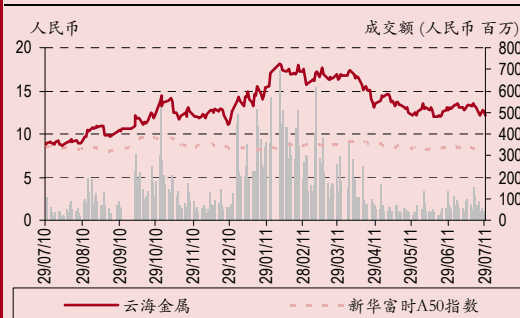
乐宇坤*

(8621) 2032 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(%)	(3)	(5)	(10)	44
相对新华富时				
A50 指数 (%)	1	(2)	(1)	49

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)	1,62
3 个月日均交易额(人民币 百万)	60
净负债比率(%)	93.9
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 2011 年上半年营收增长约 32% 至近 16.86 亿元, 但由于销售费用和财务费用的大幅攀升, 公司上半年每股盈利却同比下滑 25% 至 0.06 元。油价和人工上涨是上半年公司销售费用上涨的主要原因; 同时我国央行不断提高存贷款利率也抬升了公司贷款利息。值得注意的是, 随着五台镁合金新建产能陆续投产, 公司镁合金业务成本得到摊薄, 毛利同比也有所提升; 但铝合金业务则受累于电价等因素, 毛利下滑。我们预测下半年油价、人工以及电力仍将对公司盈利产生较大压力, 基于这一判断, 我们下调公司 11-13 年每股盈利至 0.16 元、0.31 元和 0.40 元。此外考虑公司实施了股本转增, 且 2 季度以来有色板块整体估值大幅下调, 因此我们将公司目标价下调为 12.90 元, 并维持对公司的持有评级。

支撑评级的要点

- 镁、铝合金新增产能陆续投产贡献盈利, 摊薄成本。
- 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

- 油价、人工及电力等成本上升挤压盈利空间。
- 全球经济复苏受高油价、自然灾害等因素拖累。
- 公司负债率较高

估值

- 我们以 4 倍的 2011 年市净率给公司估值, 对应的目标价由除权后 14.80 元 (除权前 22.20 元) 下调至 12.90 元, 并维持公司持有评级。

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) 1,49	8	2,841	4,26	2 4,88	6	5,636
变动(%)		90	50	15		15
净利润(人民币 百万) 5		28	46	90		116
全面摊薄每股收益(人民币)	0.018	0.098	0.16	0 0.31	2	0.403
变动(%)		456.5	62.9	95.9		29.0
先前预测每股收益(人民币)	-	-0.25		0.375		0.456
调整幅度(%)	-	-	(36.0)	(16.8)		(11.6)
核心每股收益(人民币)	0.018	0.098	0.16	0	0.312	0.403
变动(%)		456.5	62.9	95.9		29.0
全面摊薄市盈率(倍) 692.	4	124.4	76.4	39.0		30.2
核心市盈率(倍) 692.	4	124.4	76.4	39.0		30.2
每股现金流(人民币) 0.42		(0.49)	0.63	0.45		0.62
价格/每股现金流量(倍) 29.1		(24.7)	19.2	27.3		19.6
企业价值/息税折旧前利润(倍) 35.6		18.9	22.4	16.4		13.6
每股股息(人民币) 0.05	0	0.000	0.03	2 0.06	2	0.081
股息率(%) 0	.4	0.0	0.3	0.5		0.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

费用上扬拖累 11 年上半年盈利同比下滑

虽然公司 2011 年上半年营收基本实现 2010 年年报中提出的目标（同比增长 20% 以上），且镁、铝合金等有色金属产业毛利也较去年增加了 0.74%。但公司 2011 年上半年净利润仅为 1,629.39 万元（折合摊薄后每股盈利 0.06 元），同比大幅下滑 25%，低于我们和市场的一致预期。这主要是公司上半年销售费用以及财务费用大面积上扬拖累了公司净利润：

1. 在油价和人工等大步上扬的推动下，2011 年上半年公司销售费用同比上升 136.8%。
2. 由于银行贷款利率的提高，以及公司贷款规模的扩大，公司财务费用也较去年同期增长 65.67%。

镁合金毛利率提高，铝合金却有所下降

虽然公司盈利下滑，但可喜的是公司 2011 年上半年镁合金业务毛利同比增长 3.1% 至 11.07%。从毛利来看，公司镁合金业务正逐步走出低谷，盈利能力不断好转，这主要得益于五台云海新增产能陆续投产，有效摊薄固定费用并降低镁合金产品的平均成本。

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. 镁合金毛利率情况

%	2011 年 中报	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	11.07	9.65	7.97	14.5	10.36	16.38	17.31

资料来源：公司数据

然而占公司营收和利润主要来源之一的铝合金业务受电力、人工等成本拖累，上半年毛利同比下滑 1.63%。我们预计下半年铝合金业务盈利情况可能仍不容乐观。

图表 4. 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

图表 5. 铝合金毛利率情况

%	2011 年 中报	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	6.29	7.03	7.92	7.46	3.98	2.11	3.93

资料来源：公司数据

调整盈利预测和目标价

国际原油价格自 2 月以来步入快速上升通道，近期油价虽然涨势渐缓，但仍然维持在 100 美元以上。我们预期在全球性通胀持续，以及地缘政治危机推动下，下半年石油价格或仍将维持高位。此外我国人工、电力成本业已形成长期上涨的趋势，同时在我国央行不断提高利率的背景下公司利息开支压力也不容小觑，因此我们预计下半年公司各项费用仍面临较大压力。

从长期来看，公司镁、铝合金扩产产能的陆续投产也将在一定程度上有助于摊薄固定成本和运营成本。同时新能源汽车，及节能环保新兴产业也将对镁合金产业带来长期利好。

基于对下半年公司费用压力难减的预测，且考虑到公司 5 月完成了 2010 年权益分配方案（资本公积 10 转增 5），我们将公司 11 年-13 年每股盈利预测下调至 0.16 元、0.31 元和 0.40 元。

由于 2011 年 2 季度以来有色金属板块整体估值历经大幅下调，因此我们相应调整公司的估值水平。我们给予公司 12.90 元的目标价，这是基于 4 倍的 2011 年市净率。我们维持对公司的**持有**评级。

图表 6.11 年中报业绩摘要

(人民币, 百万)	2010 年中报	2011 年中报	同比变化(%)
销售收入	1,273.3	1,685.5	32.4
销售成本 1.15	2.0	1,526.8	32.5
营业税	21.2	26.5	24.7
毛利润	100	132	32.1
其他营业收入	0	0	n.a.
分销费用 16.1		38.1	136.8
管理费用	32.3	39.7	23.1
资产减值损失 3.2		3.9	20.3
经营利润	49	51	4.2
财务费用 25.1	7	41.71	65.7
投资收入	0.33	(0.10)	(130.1)
其它非经营性收入 1.1	1	22.17	1,904.2
税前利润	25	31	24.8
税金 4.1		8.4	102.1
少数股东权益	(1.8)	6.3	(447.0)
净利润	22	16	(25)
全面摊薄每股收益(元)	0.08	0.06	(25)
盈利能力 (%)			
毛利率	7.9	7.8	
经营利润率 3.8		3.0	
净利率	1.8	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	4,262	4,886	5,636
销售成本	(1,322)	(2,589)	(3,864)	(4,363)	(4,984)
经营费用	(96)	(86)	(191)	(218)	(264)
息税折旧前利润	79	166	207	305	388
折旧及摊销	(63)	(88)	(77)	(90)	(104)
经营利润(息税前利润)	17	78	130	215	284
净利息收入/(费用)	(28)	(53)	(84)	(112)	(144)
其他收益/(损失)	22	17	17	18	17
税前利润	11	42	63	122	156
所得税	(6)	(13)	(16)	(30)	(39)
少数股东权益	0	(1)	(1)	(1)	(1)
净利润	5	28	46	90	116
核心净利润	5	28	46	90	116
每股收益(人民币) 0.01	8	0.098	0.160	0.312	0.403
核心每股收益(人民币) 0.01	8	0.098	0.160	0.312	0.403
每股股息(人民币) 0.05	0	0.000	0.032	0.062	0.081
收入增长(%) n.a.		90	50	15	15
息税前利润增长(%) n.a.		361	67	66	32
息税折旧前利润增长(%) n.a.		109	25	47	27
每股收益增长(%) n.a.		457	63	96	29
核心每股收益增长(%) n.a.		457	63	96	29

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	384	464	535
应收帐款	227	282	362	489	592
库存	421	616	734	873	1,121
其他流动资产	137	293	453	555	602
流动资产总计	1,000	1,456	1,933	2,380	2,850
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	3,371	4,079	4,744
应付帐款	188	247	386	480	523
短期债务	570	869	1,229	1,556	1,825
其他流动负债	232	270	463	572	741
流动负债总计	990	1,387	2,078	2,608	3,090
长期借款	100	50	158	263	353
其他长期负债	48	144	66	65	65
股本	192	192	288	288	288
储备	679	697	638	710	802
股东权益	871	889	926	998	1,090
少数股东权益	10	142	143	145	146
总负债及权益	2,019	2,612	3,371	4,079	4,744
每股帐面价值(人民币) 4.54		4.63	3.21	3.46	3.79
每股有形资产(人民币) 4.15		4.00	2.81	3.09	3.43
每股净负债/(现金)(人民币) 2.53		3.41	3.48	4.70	5.70

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	63	122	156
折旧与摊销	63	88	77	90	104
净利息费用	26	47	84	112	144
运营资本变动	(11)	(69)	145	228	239
税金	(6)	(13)	(16)	(30)	(39)
其他经营现金流	(2)	(189)	(171)	(392)	(426)
经营活动产生的现金流	80	(95)	182	129	179
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)	468	432	360
支付股息	0	0	(9)	(18)	(23)
其他融资现金流	56	425	(162)	(112)	(144)
融资活动产生的现金流	48	375	296	302	192
现金变动	(6)	51	118	81	71
期初现金	221	214	265	384	464
公司自由现金流	(54)	(320)	(178)	(220)	(121)
权益自由现金流	(90)	(423)	271	194	224

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	4.9	6.2	6.9
息税前利润率(%)	1.1	2.7	3.1	4.4	5.0
税前利润率(%)	0	.7	1.5	2.5	2.8
净利率(%)	0	.3	1.0	1.8	2.1
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	1.5	1.9	1.9
净权益负债率(%)	55.1	63.4	93.9	118.6	132.9
速动比率(倍)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
估值					
市盈率(倍)	692.	4	124.4	76.4	39.0
核心业务市盈率(倍)	692.	4	124.4	76.4	39.0
目标价对应核心业务市	733.3	131.8	80.9	41.3	32.0
盈率(倍)					
市净率(倍)	2.7	2.6	3.8	3.5	3.2
价格/现金流(倍)	29.1	(24.7)	19.2	27.3	19.6
企业价值/息税折旧前利	35.6	18.9	22.4	16.4	13.6
润(倍)					
周转率					
存货周转天数	116.	4	73.1	63.8	67.2
应收帐款周转天数	55.4	36.2	27.6	31.8	35.0
应付帐款周转天数	45.7	31.8	27.1	32.4	32.5
回报率					
股息支付率(%)	189.	5	0.0	20.0	20.0
净资产收益率(%)	0.6	3.2	5.1	9.4	11.1
资产收益率(%)	0.4	2.1	3.3	4.3	4.8
已运用资本收益率(%)	1	.1	4.0	6.0	8.0
					9.0

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。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

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特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，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士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。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证券分析师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) 3988 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) 3988 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