

公司调研

2012年2月8日



研究员: 刘敏达 执业证书编号: S0570510120047
☎ 025-83290904 ✉ liuminda@mail.htsc.com.cn
http://t.zhangle.com/4053

云海金属(002182)

产能扩张完成, 静待行业复苏

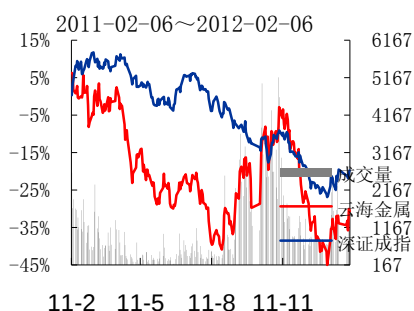
投资评级: 观望(维持)

工业金属及加工 II

当前价格(元): 11.54

目标价格(元):

股价走势图



相关研究

- 1 《云海金属(002182):业绩处于恢复期, 未来镁合金产量将有大幅提高》
2009.11
- 2 《云海金属(002182):产业链日趋完整, 成本优势使公司立于不败之地》
2009.8

投资要点:

◆ 公司主要赢利来源于铝合金和镁合金业务, 分析关键就是公司未来镁、铝合金业务的发展。

◆ 铝合金业务迎难而上, 镁铝业务并驾齐驱: 公司 08 年以前主营业务为镁合金, 受金融危机影响后开始调整产品战略, 利用自身技术和客户优势, 积极开拓铝合金棒等业务。近几年公司铝合金业务发展十分迅速, 呈现镁铝业务并驾齐驱的格局。

◆ 铝合金: 成也可成, 败也可成?: 公司铝合金产能布局已经完成。受益于 iPad 热销, 铝合金业务发展迅速, 但近期下游重要客户可成科技因环保问题而停产, 公司铝合金业务发展受限, 未来铝合金业务发展面临一定的不确定性。

◆ 镁合金: 成本优势初显, 静待行业复苏: 公司镁合金产能未来两年逐步释放, 具有一定的成本优势, 但成本优势多大程度体现在公司经营业绩上仍有待观察。同时由于公司只生产普通牌号镁合金和初加工产品, 并不具备跨越行业周期能力, 所以未来发展仍需看整个行业的需求复苏。

◆ 盈利预测与估值: 我们预测公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.01、0.21、0.40 元。目前股价对应 2011-2013 年 1127.93、54.53 和 29.01 倍 PE, 估值水平偏高, 给予“观望”投资评级。

公司基本资料

总股本(万)	28800.00
流通 A 股(万)	28800.00
52 周内股价区间(元)	9.04-28.18
总市值(亿)	33.24
总资产(亿)	24.32
每股净资产(元)	3.15

主要经营指标预测

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(亿)	28.41	37.12	58.65	68.24
+/-%	89.69	31	58	16
净利润(百万)	28.19	4	85	159
+/-%	483.89	-90	1969	88
EPS(元)	0.15	0.01	0.21	0.40
P/E	76.93	1127.93	54.53	29.01

一、投资价值分析

公司主要赢利来源于铝合金和镁合金业务,分析关键就是未来镁、铝合金业务的发展。

铝合金业务——成也可成、败也可成?: 由于全球 iPad 系列产品的热销,近年来公司铝合金业务发展迅速,主要受益于下游客户可成科技铝合金棒订单的大幅增长,但近期可成科技由于环保问题停产,造成公司铝合金业务发展受限。目前可成科技何时复产仍不确定,且即使复产后能否继续获得苹果机壳的订单、订单数量是否缩减都面临一定的不确定性,所以公司铝合金业务未来发展并不明朗。

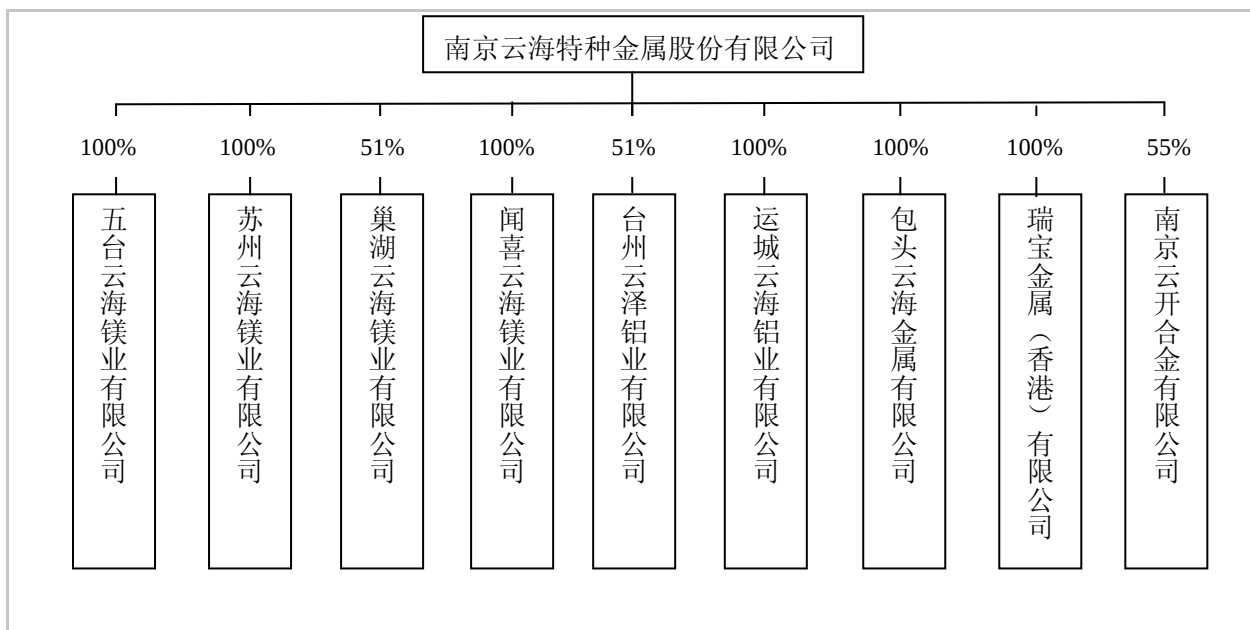
镁合金业务——成本优势初显,静待行业复苏: 理论上公司镁合金生产具有明显的成本优势,但是并没有体现在 2009 和 2010 年的经营业绩上,五台云海镁业一直亏损。随着恢复正常生产经营,产量增加,2011 年成本优势显现(五台云海开始实现微盈利),未来成本优势多大程度体现在业绩上还有待观察。同时由于公司目前只生产普通牌号镁合金和初加工产品,并不具备跨越行业周期能力,所以未来发展仍需看整个行业的需求复苏。

综合来看,公司未来铝合金业务发展面临不确定性,镁合金业务成本优势初显,未来快速增长有待于行业整体复苏。目前股价对应 2011-2013 年 1127.93、54.53 和 29.01 倍 PE,估值水平偏高,所以给予“观望”投资评级。

二、铝合金业务迎“难”而上,镁铝业务并驾齐驱

南京云海特种金属股份有限公司主要从事镁合金、铝合金、金属锆、及中间合金等产品的研发、生产和销售。公司是全球规模最大的镁合金专业生产企业之一,近年来镁合金产销量均居中国第一位,且产能正在逐步释放。08 年前公司主要产品为镁合金,且有一半左右出口海外。受金融危机影响,国外市场的需求快速萎缩,导致公司镁合金业务的发展遇到瓶颈,为此公司 2009 年立刻调整产品战略,利用自有的技术和客户优势,积极开拓铝合金棒等新产品。铝合金业务近期发展迅速,产能扩张带来带来铝合金产量同比大幅增长。

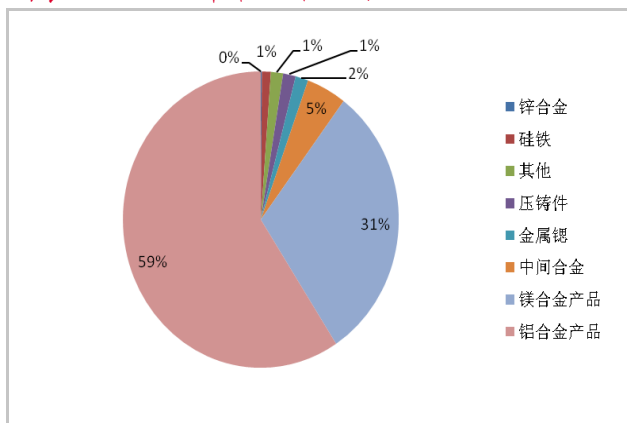
图表 1: 云海金属主要子公司



资料来源: 华泰证券

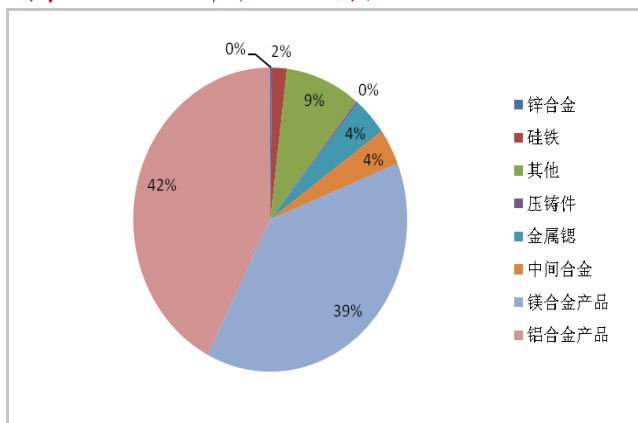
随着镁合金业务的萎缩以及铝合金业务的快速增长, 公司目前业务结构呈现镁铝业务“并驾齐驱”的格局, 并两者贡献了绝大部分的利润。2011 年上半年镁合金和铝合金业务的营业收入分别占比 31%和 59%, 营业毛利分别占比 42%和 39%。

图表 2: 2011 中营业收入占比



资料来源: 华泰证券

图表 3: 2011 中营业毛利占比

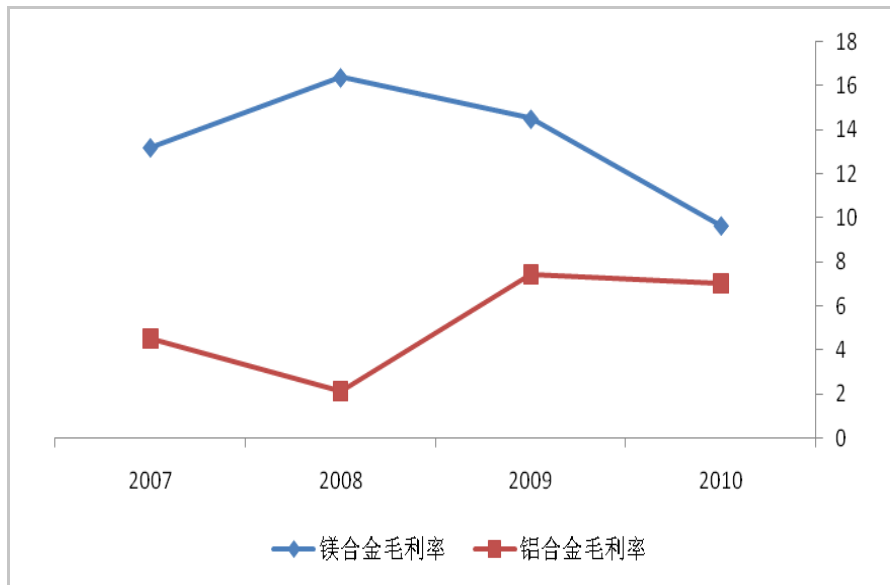


资料来源: 华泰证券

由于目前公司镁铝合金加工还处于整个产业链的中端, 技术门槛和产品附加值低, 且行业竞争激烈, 所以毛利率水平较低。目前公司镁合金产品的毛利率在 11%左右, 且呈逐年下跌趋势, 主要是由于市场需求低迷而自身规模的扩张, 镁合金产能利用率较低, 固定资产折旧与其他费用的分摊提高了生产成本。如果未来产量增加, 毛利率有望提升。铝合金产品的毛利率约为 7%, 与产业链上其他加工型企业相比较低, 主要由于公司产品的附加值较低, 没有往深加工方向拓展, 且与下游厂商的议价能力较弱, 只赚取少许的

初加工利润。

图表 4: 公司主要产品毛利率水平 (%)



资料来源: 华泰证券

三、铝合金: 成也可成, 败也可成?

3.1 铝合金产能布局完成, 产能继续扩张可能性小

公司拥有铝合金产能 28.5 万吨。截止 2011 年底, 公司前期扩张的铝合金产能均已投产, 2011 年铝合金产量约为 21 万吨。目前公司铝合金的产能布局已经完成, 短期内产能继续扩张的可能性较小。

- (1) 南京云海: 铝合金产能为 15.5 万吨, 其中 9 万吨为高性能铝合金 DC 棒, 其余为普通铝合金。
- (2) 台州云泽: 再生铝合金产能为 3 万吨。
- (3) 运城云海: 拥有 10 万吨铝合金产能, 直接采用铝水生产铝合金, 其中 4 万吨为高性能铝合金 DC 棒, 其余为普通铝合金。

图表 5: 铝合金产能情况

产能 (万吨)	股权比例	2009	2010	2011	2012E
南京云海本部	100%	6	15.5	15.5	15.5
台州云泽	51%	3	3	3	3
运城云海	100%	0	0	10	10
总计	----	9	18.5	28.5	28.5

其中 DC 棒	---	6	9	13	13
---------	-----	---	---	----	----

资料来源：华泰证券

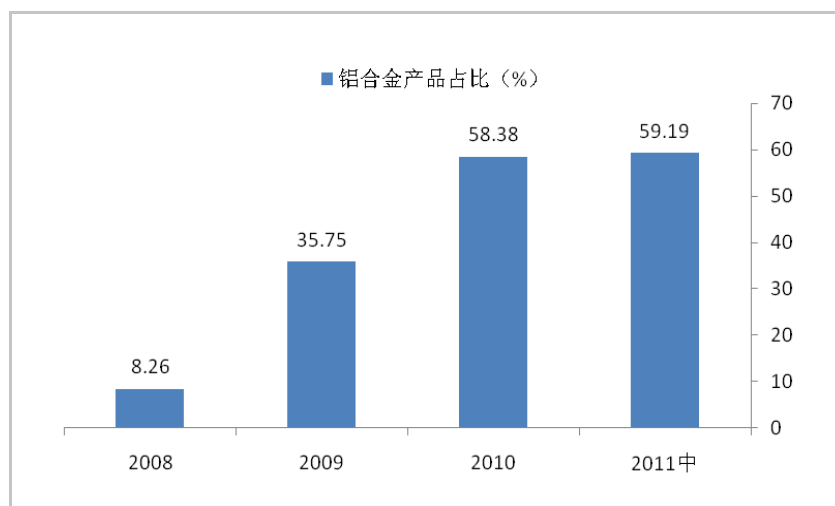
3.2 受益于 iPad 畅销，公司铝合金业务增长迅速

苹果公司平板电脑 iPad 的推出，给笔记本电脑市场的格局带来革命性的变化。iPad 2 带动的平板风潮使平板电脑成为 2011 年笔记本电脑市场的新宠，其外壳也不再是之前大量采用的镁铝合金，而是铝合金。虽然镁铝合金压铸出来的外壳比铝合金更加轻薄，但是外观面必须要经过补土修整、修边工作，内面也要作不同材质构件贴合等，不一定适合在平板电脑上。可成科技、富士康等公司接到的平板电脑外壳订单，皆采用冷锻制成的纯铝合金机壳，再辅以 CNC 机台铣床方式来达成客户所要的机壳零件。冷锻直接成型不需热胀冷缩的物理特性变化，因此冷锻有极为良好的表面平滑度和尺寸精度，更适合轻薄的平板电脑。

iPad 机壳采用的就是冷锻整体成型的铝合金外壳。可成科技因具有良好的设备、技术和工艺，因此获得了苹果公司大量的订单，据估计约占苹果公司机壳总订单的 80% 左右。而云海金属与可成科技之前在镁合金业务就有良好的长期合作关系，鉴于公司在轻合金生产的积累，可以稳定提供合格的铝合金原料，因此获得了可成科技约 90% 的订单，公司相当于间接持有苹果公司 iPad 机壳的大量订单。

2010 年苹果 iPad 的销售量接近 1500 万台，isuppi 预计 2011 年、2012 年 iPad 的出货量分别是 3650 万台和 5040 台。受益于全球 iPad 的热销及其带来的对铝合金的巨大需求，公司铝合金业务占营业收入比例大增，由 2009 年的 37.75% 升至 2011 年中的 59.19%，与镁合金业务齐头并进。

图表 6：公司铝合金业务迅速发展



资料来源：华泰证券

3.3 受制于可成科技环保问题，2011 年下半年铝合金业务发展受限

从 09、10 年年报前五大客户的销售情况来看，可成科技一直为公司的第一大客户，且有良好的长期合

作关系。2011 年下半年由于当地居民投诉该厂散发出怪味，疑似违规加工所致。10 月 15 日可胜科技（可成科技苏州子公司）被苏州工业园区环保局勒令停产整顿。

图表 7：公司高性能铝合金 DC 棒销售情况

（万吨）	2009	2010	2011	2012E
供应可成科技	2	6	6	?
公司总产量	5	8	11	11

资料来源：华泰证券

2010 年公司的铝合金产量约为 8 万吨，其中向可成科技供应高性能铝合金 DC 棒约为 6 万吨。铝合金 DC 棒的加工毛利相对于其他普通铝合金要高一点，也是公司铝合金业务主要盈利点之一。公司原预计 2011 年向可成科技供应约 9 万吨铝合金 DC 棒，但由于环保问题，可成科技关停了部分业务，2011 年给可成科技的供应量与 2010 年持平。可成科技主席新闻发布会表示公司 10 月份的总出货量将下降 20%，而如果业务继续关闭，公司 11 月份的出货量或将下降 40%。可成科技苏州部分业务的关停导致云海金属的铝合金订单迅速下滑。

目前为止工厂何时能恢复全面运营还没有任何确切消息，云海金属铝合金业务的发展因此将受到很大的影响。一是可成科技与公司属于长期合作关系，也是铝合金业务的第一大客户，它的何时恢复生产经营对公司铝合金业务的开展影响甚大，大量的铝合金棒面临销售出路问题，进而影响公司业绩。二是可成科技的环保问题开始引起大家对于“苹果产品加工链”的谴责，未来可成科技能否继续拿到苹果的订单仍有疑问，因为苹果的排队供应客户名单很长，并不担心供应问题，所以未来很有可能更换供应商或减少订单数量，所以未来公司铝合金业务发展面临很大的不确定性。

四、镁合金：成本优势初显，静待行业复苏

4.1 产能扩张进入尾声，未来两年产能逐步释放

公司 10 万吨巢湖镁合金项目原计划 2011 年下半年一期 5 万吨建成投产，但由于中间进行新的技术改造，预计到 2012 年 6 月份一期 5 万吨投产，二期于 2013 年中投产。待巢湖项目全部达产后，公司的镁合金总产能将达 23.5 万吨。

- （1）五台云海：镁合金产能为 5 万吨，竖罐+一步法生产镁合金，原料自给。
- （2）苏州云海：镁合金加工产能为 4 万吨，主要废料回收加工，毛利稳定。
- （3）巢湖云海：一期 5 万吨 2012 年中投产，二期 5 万吨 2013 年中投产，原料自给。
- （4）闻喜云海：镁合金产能为 4.5 万吨，原料外购，设备一直闲置，待行业复苏可能启动。

图表 8: 镁合金产能情况

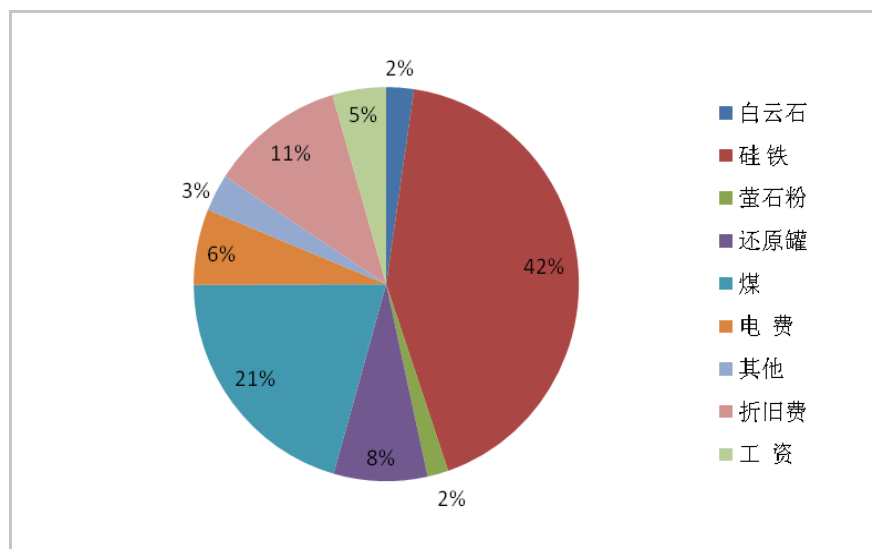
产能(万吨)	股权比例	2010	2011	2012E	2013E
五台云海	100%	5	5	5	5
苏州云海	100%	4	4	4	4
巢湖云海	51%	0	0	5	10
闻喜云海	100%	4.5	4.5	4.5	4.5
总计	----	13.5	13.5	18.5	23.5

资料来源: 华泰证券

4.2 五台、巢湖镁合金项目原料自给，地域和技术优势降低生产成本

五台、巢湖的镁合金项目都因为拥有白云石采矿权而实现原料自给，但是在粗镁冶炼原料成本中，白云石原料占比较小，从下图可以看出，冶炼成本中占比较多的是硅铁和煤（或天然气），分别占比 42%和 21%。镁冶炼企业成本控制的关键就是能源耗量的控制。

图表 9: 五台云海粗镁成本分析



资料来源: 华泰证券

以五台云海为例，镁合金项目具有很强的成本优势，主要体现在地域和技术优势上，使得公司在未来的竞争中处于不败之地：

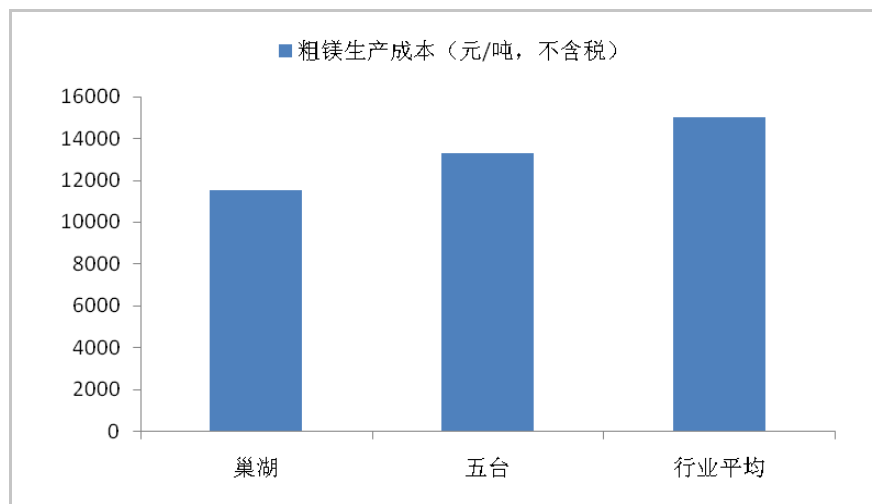
1、项目地处山西省五台县，周边有丰富的白云石矿，公司通过购买白云石矿实现了原料的部分自给。同时山西省煤炭资源丰富，节约了煤炭的运输成本。

2、公司采用自主研发的节能环保型竖罐炼镁新技术，能耗明显降低，劳动生产率大幅度提高：每吨镁的能耗仅为 3.5-4 吨煤（1 吨煅烧煤，2.5-3 吨还原煤），远远低于业内 5-6 吨的平均水平；每万吨镁仅需 200 个工人，低于业内约 400-500 人的平均水平；仅此两项就比业内平均水节约 1500 元的成本。

3、项目采用“一步法”生产镁合金，比其他镁合金厂家减少了将粗镁提纯加工为镁锭的工序，从而节省了重新熔化所需的能源，并缩短了生产周期。

巢湖云海 10 万吨镁合金项目在技术优势上与五台云海一样都采用了“竖罐”+“一步法”，在能耗控制上，主要优势在于使用天然气来代替煤，从而降低了能源成本，比五台云海节约 1000 元的成本。

图表 10：五台云海粗镁成本分析



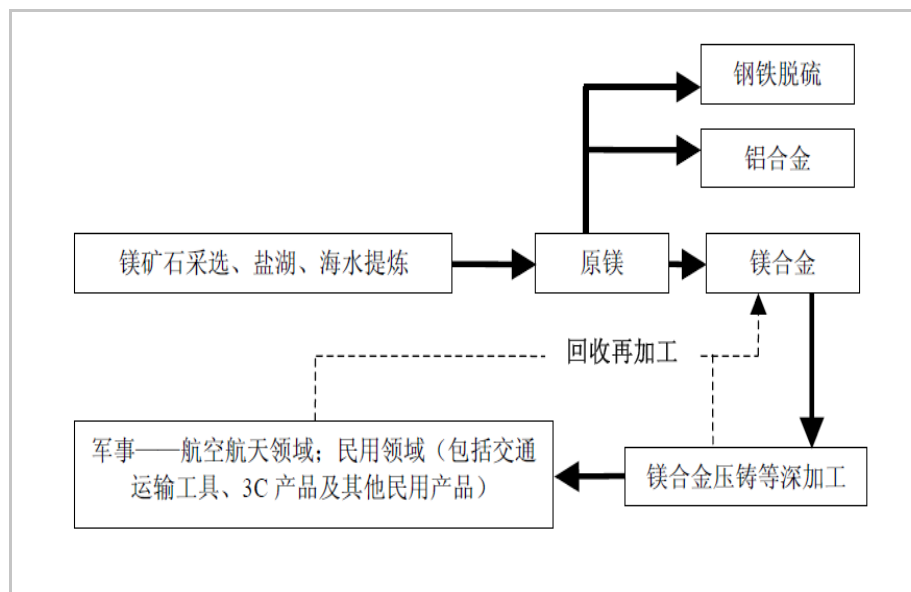
资料来源：华泰证券

目前来看，虽然公司镁合金生产理论上具有一定的成本优势，但体现在公司经营业绩上并不明显。2009、2010 年五台云海镁业有限公司都是亏损的，公司解释是由于在生产过程进行了技术改造，以及产量减少，吨固定资产折旧和费用增加导致镁合金生产成本增加。随着正常生产经营恢复，2011 年五台云海实现微盈利，未来成本优势多大程度体现在公司经营业绩上还有待观察。

4.3 镁合金业务静待下游汽车行业需求恢复和新应用领域的突破

镁合金具有优异的物理、机械、加工特性，使其具在结构材料的应用中，有时比铝和塑料更有应用价值，镁合金优异的特性是其被广泛应用的基础。镁行业产业链主要经过原镁冶炼、镁合金生产、镁合金压铸等环节，最终产品主要应用于汽车、3C 产品、航空航天产品和替代铝合金等其他有色金属合金，其中汽车行业占比 70%、3C 行业占比 20%，其他行业占比 10%。

图表 11：镁行业产业链



资料来源：华泰证券

汽车领域是镁合金应用的最主要领域，对镁合金的需求来自于两个方面：汽车产销量的增长和单辆汽车中镁合金部件平均比例的增加，其中单辆汽车耗用镁合金比例的增加是决定因素。08 年金融危机后，汽车销量增速放缓，导致镁合金使用总量增长放缓，同时欧美汽车制造商的不景气影响了镁合金在汽车领域推广的进程，进一步减少了对镁合金的需求。目前欧美汽车制造商的销售仍未完全恢复，我们预计未来汽车领域对镁合金的需求增速将会继续放缓。

虽然在传统应用领域—汽车行业对镁合金的需求将会放缓，但是在新领域的应用开发将会推动下游需求的发展。根据《有色金属十二五规划》，到 2015 年，关键新合金品种开发取得重大突破，形成高强镁合金压铸及型材和板材 15 万吨。以开发生产汽车、高速列车及轨道交通车辆、电子信息、国防科技工业、电动工具等领域应用的大截面型材、板材、大型压铸件为重点，采用产学研用相结合，通过增强创新能力及示范工程建设，加快高性能、低成本镁合金及深加工技术及产品研发，实现重大关键共性技术突破，建立以镁合金铸件、型材、锻件、板材为主体，终端产品相配套的完整产业化体系。

根据规划，未来镁行业的重点发展方向主要是高性能镁合金品种的开发和深加工技术及产品的研发。镁合金生产（高端牌号）和下游应用领域（特别是功能材料领域—深加工）的技术工艺研发的突破将会推动镁合金需求的爆发。鉴于公司目前只生产普通牌号镁合金和初加工产品，并不具备跨越行业周期能力，所以未来镁合金业务发展仍需看整个行业的需求复苏。

五、盈利预测与估值

5.1 经营假设与盈利预测

目前公司铝合金业务受下游客户可成科技污染问题的影响而发展受限，我们乐观预计 2012 年开始下游客户的铝合金订单将逐步恢复，而镁合金业务鉴于下游汽车行业的逐步复苏将缓慢增长，整体产能利用率约为 90%。具体经营假设条件如下：

图表 12：主要产品产量假设

单位：万吨		2011 年 E	2012 年 E	2013 年 E
铝合金	普通铝合金	9	11	11
	高性能铝合金 DC 棒	12	14	14
镁合金	镁合金	8	12	17

资料来源：华泰证券

图表 13：主要产品毛利假设

单位：(元/吨)		2011 年 E	2012 年 E	2013 年 E
铝合金	普通铝合金	850	1000	1000
	高性能铝合金 DC 棒	950	1100	1100
镁合金	镁合金	1750	2735	3000

资料来源：华泰证券

基于上述假设，我们预测公司 2011-2013 年的营业收入分别为 37.12、58.65 和 68.24 亿元，每股收益为 0.01、0.21、0.40 元。

5.2 估值与投资建议

公司目前股价对应 2011-2013 年 1127.93、54.53 和 29.01 倍 PE，估值水平偏高，且公司铝合金业务未来发展面临很大的不确定性，镁合金业务又受制于下游汽车行业的低迷，所以我们给予“观望”投资评级。

六、风险提示

- 1、镁、铝价大幅下跌拖累公司业绩。
- 2、公司重要客户及订单的流失。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1456	1914	2682	2992
现金	265	250	250	250
应收账款	282	456	664	773
其他应收款	3	24	38	44
预付账款	109	184	284	326
存货	616	852	1211	1327
其他流动资产	181	148	235	273
非流动资产	1155	1249	1270	1282
长期投资	5	5	5	5
固定资产	955	1031	1076	1101
无形资产	121	117	115	113
其他非流动资产	74	96	74	63
资产总计	2612	3164	3952	4274
流动负债	1387	1957	2666	2897
短期借款	869	1497	1956	2083
应付账款	247	273	421	482
其他流动负债	270	188	289	332
非流动负债	194	171	166	98
长期借款	50	30	30	30
其他非流动负债	144	141	136	68
负债合计	1581	2128	2832	2995
少数股东权益	142	143	167	212
股本	192	288	288	288
资本公积	542	446	446	446
留存收益	155	158	219	334
归属母公司股东权益	889	892	953	1067
负债和股东权益	2612	3164	3952	4274

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	-95	-373	-227	190
净利润	29	4	85	159
折旧摊销	88	75	85	94
财务费用	53	81	121	143
投资损失	-0	0	0	0
营运资金变动	-264	-546	-532	-213
其他经营现金流	-0	13	14	7
投资活动现金流	-229	-168	-106	-106
资本支出	235	170	106	106
长期投资	0	-0	0	0
其他投资现金流	6	2	0	0
筹资活动现金流	375	525	333	-84
短期借款	299	628	459	126
长期借款	-50	-20	0	0
普通股增加	0	96	0	0
资本公积增加	-1	-96	0	0
其他筹资现金流	126	-83	-126	-211
现金净增加额	49	-15	0	0

利润表

单位:百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2841	3712	5865	6824
营业成本	2589	3409	5265	6030
营业税金及附加	50	58	91	106
营业费用	40	84	132	154
管理费用	82	93	147	171
财务费用	53	81	121	143
资产减值损失	3	6	6	6
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	-0	0	0
营业利润	25	-17	103	215
营业外收入	23	25	23	20
营业外支出	6	2	1	1
利润总额	42	6	125	234
所得税	13	2	40	75
净利润	29	4	85	159
少数股东损益	1	1	24	45
归属母公司净利润	28	2.9	61	115
EBITDA	166	139	309	452
EPS (元)	0.15	0.01	0.21	0.40

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	89.7%	30.7%	58.0%	16.4%
营业利润	132.3%	-169.3%	488.3%	109.2%
归属于母公司净利润	456.5%	-89.5%	1968.5%	87.9%
获利能力				
毛利率(%)	8.9%	8.2%	10.2%	11.6%
净利率(%)	1.0%	0.1%	1.0%	1.7%
ROE(%)	3.2%	0.3%	6.4%	10.7%
ROIC(%)	3.0%	1.8%	5.1%	7.6%
偿债能力				
资产负债率(%)	60.5%	67.3%	71.7%	70.1%
净负债比率(%)	58.16%	71.75%	70.14%	70.54%
流动比率	1.05	0.98	1.01	1.03
速动比率	0.61	0.54	0.55	0.57
营运能力				
总资产周转率	1.23	1.29	1.65	1.66
应收账款周转率	10	10	10	9
应付账款周转率	11.90	13.11	15.17	13.35
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.10	0.01	0.21	0.40
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.33	-1.29	-0.79	0.66
每股净资产(最新摊薄)	3.09	3.10	3.31	3.71
估值比率				
P/E	117.88	1127.93	54.53	29.01
P/B	3.74	3.73	3.49	3.11
EV/EBITDA	25	30	14	9

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

- 投资建议的评级标准

买入: 相对强于市场表现20%以上;

推荐: 相对强于市场表现5% ~ 20%;

观望: 市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

卖出: 相对弱于市场表现5%以下。

免责声明:

本报告的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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,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本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情的范围内,与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下,本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头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

报告版权仅为本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华泰证券研究所”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格,经营许可证编号为: Z23032000。