

公司研究/中报点评

2020年07月29日

有色金属/合金碳材 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 11.20
合理价格区间(元): 11.76~12.60

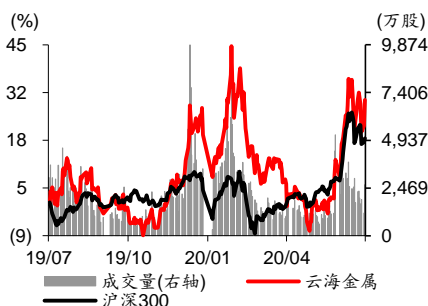
李斌 执业证书编号: S0570517050001
研究员 libin@htsc.com

邱乐园 执业证书编号: S0570517100003
研究员 010-56793945
qiuleyuan@htsc.com

相关研究

- 1《云海金属(002182 SZ,增持): 镁合金毛利提高, 产业链延伸提速》2020.03
- 2《云海金属(002182,增持): 镁价上涨和拆迁补偿款增厚 H1 利润》2019.07
- 3《云海金属(002182,增持): 经营利润持续改善, 轻量化进程加速中》2019.04

一年内股价走势图



资料来源: Wind

积极扩产和拓展新领域应用抗危机

云海金属(002182)

公司 2020H1 归母净利润同比下滑 65.08%

公司 2020H1 年实现营业收入约 25.21 亿元, 同比增长 2.34%; 实现归母净利润约 0.97 亿元, 同比下滑约 65.08%; 实现扣非后归母净利润约 0.89 亿元, 同比下滑约 16.17%。鉴于 2019 同期有高额拆迁补偿款和 2020H1 新冠疫情, 业绩出现同比大幅下滑, 我们预计 2020-22 年公司归母净利润为 2.73/4.03/5.23 亿元 (前值 5.03/5.14/5.38 亿元), 维持增持评级。

2020H1 镁合金和铝合金销售量同比增加, 但镁价下跌影响业绩

2020H1 疫情期间, 公司通过开发客户提高市场占有率和开发镁合金新应用等举措, 主产品镁合金和铝合金销售量不仅未受市场低迷影响, 反而同比增加。但由于镁价价格低迷, 导致镁合金业务毛利率下滑 3.14 个百分点至 16.53%, 营收小幅下滑 3.85%。同期铝合金业务毛利率下滑 1.03 个百分点, 营收同比正增 11.21%; 公司归母净利润 Q2 环比 Q1 增约 55%。

积极拓展新能源汽车和 5G 等新兴应用领域, 进入头部企业供应链

2019 年通过收购重庆博奥 (未上市), 公司镁合金压铸产品实现了从小件向大件的发展, 从方向盘骨架拓展至仪表盘支架、中控支架、座椅支架、PDU 壳体等镁合金中大型汽车零部件; 并且公司不断开发镁合金新材料新品, 完成了 5G 基站用镁合金部件的开发。2020 年新能源车市场公司为比亚迪 (002594 CH, 增持, 目标价: 61.95-63.13 元)、特斯拉 (TSLA US, 无评级) 等提供产品。同时公司加强与国内新能源电池制造商宁德时代 (300750 CH, 增持, 目标价: 148.09-158.13 元)、比亚迪等合作。

积极向上下游延伸和扩产, 与宝钢形成战略协同布局镁铝深加工

公司建设 30 万吨硅铁合金项目, 我们预期 2021-23 年每年投产 10 万吨, 建成后公司原镁生产成本有望下降。同时公司针对新领域需求持续投资扩产; 今年 3 月公告, 子公司巢湖精密拟投资建设年产 1000 万只方向盘骨架项目; 6 月公告重庆博奥拟投资建设年产 2 万吨镁合金、8000 吨镁粒子和 100 万件镁铝合金大型汽车零部件项目。宝钢金属有限公司现为公司第二大股东, 双方战略布局协同, 共同整合产业、开发新应用和客户, 共享客户资源; 快速发展镁铝深加工行业推动汽车轻量化产业的发展。

下调盈利预测, 维持“增持”评级

公司 20 年主营产品产销预期增加, 但镁价下滑影响盈利; 鉴于 19 年部分拆迁补偿款记入资产处置收益, 部分记入其他应收款, 我们保守估计 20-21 拆迁补偿款不再纳入资产处置收益; 故我们调整公司盈利预测, 预计公司 20-22 年归母净利润为 2.73/4.03/5.23 亿元 (前值 5.03/5.14/5.38 亿元)。参考可比公司 20 年平均 27.6 倍的 PE 一致预期估值, 鉴于公司 20-22 年主营业绩年均增速超 40%, 且属轻质合金龙头, 我们给予公司 20 年 28-30 倍 PE 溢价, 20 年 EPS 0.42 元, 目标价为 11.76~12.60 元 (前值 12.81-13.83 元), 维持增持评级。

风险提示: 需求不及预期、产能释放慢、镁价低于预期等。

公司基本资料

总股本 (百万股)	646.42
流通 A 股 (百万股)	489.32
52 周内股价区间 (元)	8.00-12.71
总市值 (百万元)	7,240
总资产 (百万元)	5,199
每股净资产 (元)	4.13

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	5,101	5,572	6,593	7,939	9,008
+/-%	3.54	9.23	18.33	20.41	13.47
归属母公司净利润 (百万元)	329.50	910.37	273.42	403.04	523.17
+/-%	112.83	176.29	(69.97)	47.41	29.81
EPS (元, 最新摊薄)	0.51	1.41	0.42	0.62	0.81
PE (倍)	21.97	7.95	26.48	17.96	13.84

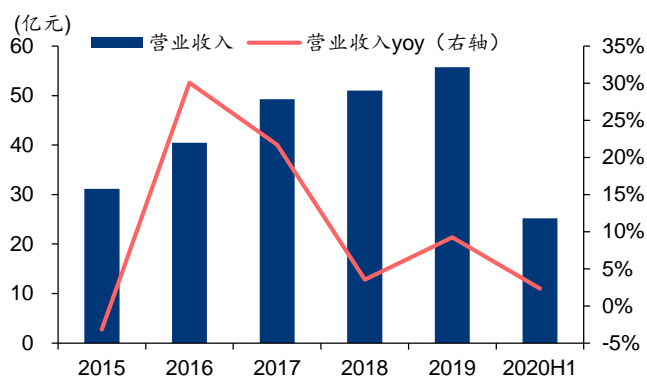
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 关键假设调整及原因

	现在假设	原假设	调整原因
镁价	2020-22年 1.46/1.5/1.5万元	2020-22年均为 1.68万元	疫情影响所致, 未来预期随经济复苏缓慢修复
镁合金产量	20-22年产量 17/19/20万吨	20-22年产量 17/18/18万吨	重庆奥博新增产能投产
镁合金吨毛利	20-22年吨毛利 2388/2806/2791元	20-22年吨毛利 2153/2133/2133元	产品结构升级, 小件发展到大件, 附加值增加
压铸件产量	20-22年产量 1000/1050/1100万件	20-22年产量 926/1065/1224万件	根据公司搬迁和新建产能投产情况微调
压铸件毛利	20-22年每件毛利 5.4/5.7/6元	20-22年每件毛利均为 5.3元	公司产品结构升级, 步入新能源汽车和 5G 等新兴领域, 附加值增加
铝合金产量	20-22年产量 33/36/36万吨	20-22年产量 32/35/36万吨	公司加速开拓新客户并相应扩产应对新冠疫情带来的负面影响
铝合金毛利	20-22年吨毛利 650元	20-22年吨毛利 550元	公司产品结构升级, 从小件发展到大件, 附加值增加
扁管产量	20-22年产量 1.5/2/2.5万吨	20-22年产量 1.5/2/2万吨	公司南京和扬州加大扩产力度
资产处置收益	记为 0元	20-21年 2.02/1.03亿元	拆迁补偿款 2019年部分结算完成记入资产处置收益, 部分记入其他应收账款; 故我们保守估计 20-21年拆迁补偿款不纳入资产处置收益

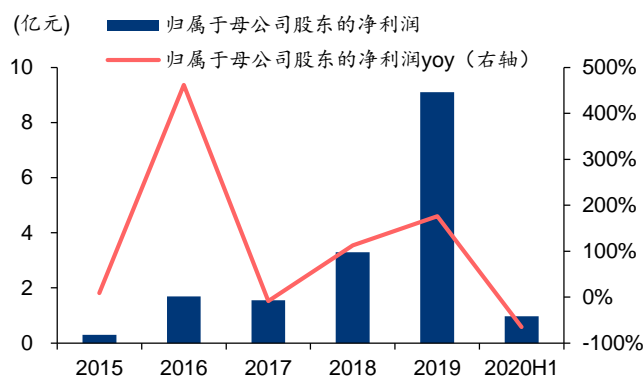
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表2: 公司营业收入和增速



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表3: 公司归母净利润和增速



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

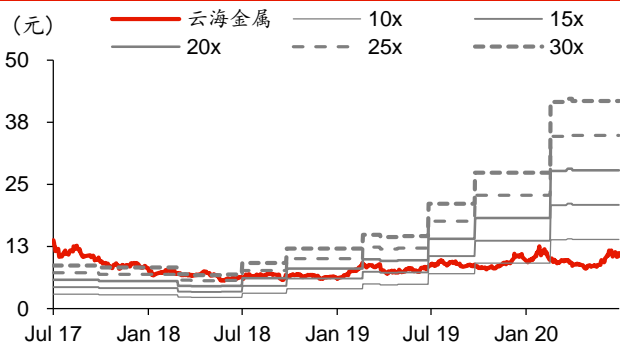
图表4: 可比公司 Wind 一致预期估值情况

代码	市值/亿元	20E 归母净利润/亿元	PE (20E)
南山铝业 (600219 CH, 增持, 目标价: 2.80-3.08元)	283.2	16.3	17.4
万丰奥威 (002085 CH, 无评级)	151.6	9.5	15.9
宝钛股份 (600456 CH, 增持, 目标价: 26.00-27.95元)	156.1	3.2	49.5
平均值			27.6

资料来源: Wind, 华泰证券研究所 (注: 数据截至 2020.7.28)

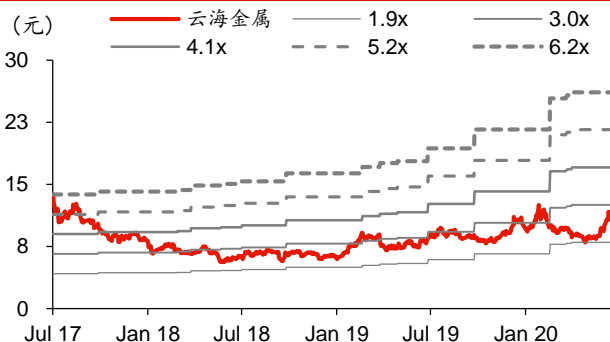
PE/PB - Bands

图表5: 云海金属历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表6: 云海金属历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	2,341	2,770	3,169	3,920	4,043
现金	306.60	210.92	249.58	300.52	340.99
应收账款	907.19	1,101	1,047	1,624	1,441
其他应收账款	21.36	302.44	80.72	380.64	142.85
预付账款	59.96	226.36	112.44	295.51	167.38
存货	785.77	642.00	1,096	980.90	1,357
其他流动资产	260.09	287.48	582.61	338.65	593.47
非流动资产	2,186	2,351	2,556	2,803	2,915
长期投资	219.54	250.02	280.50	310.97	341.45
固定投资	1,346	1,400	1,581	1,796	1,884
无形资产	213.03	204.71	202.68	198.82	194.26
其他非流动资产	407.38	496.05	491.72	497.53	496.11
资产总计	4,527	5,121	5,725	6,723	6,959
流动负债	2,568	2,280	2,708	3,372	3,155
短期借款	2,098	1,676	2,084	2,564	2,383
应付账款	303.09	388.94	428.42	558.35	555.97
其他流动负债	166.69	215.47	195.21	249.75	215.88
非流动负债	130.13	165.39	165.39	165.39	165.39
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	130.13	165.39	165.39	165.39	165.39
负债合计	2,698	2,446	2,873	3,537	3,320
少数股东权益	2.40	2.90	3.10	3.39	3.76
股本	646.42	646.42	646.42	646.42	646.42
资本公积	466.10	466.10	466.10	466.10	466.10
留存公积	712.68	1,558	1,775	2,094	2,523
归属母公司股东权益	1,827	2,672	2,849	3,182	3,635
负债和股东权益	4,527	5,121	5,725	6,723	6,959

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	90.04	307.31	169.19	180.13	741.30
净利润	328.58	911.02	273.61	403.33	523.55
折旧摊销	154.25	202.00	173.18	213.61	253.34
财务费用	98.62	88.70	68.30	84.71	89.31
投资损失	(5.95)	(7.93)	(5.00)	(5.00)	(5.00)
营运资金变动	(390.60)	(199.62)	(340.90)	(515.85)	(119.02)
其他经营现金	(94.85)	(686.86)	0.00	(0.66)	(0.87)
投资活动现金	(236.48)	289.56	(373.54)	(454.53)	(360.03)
资本支出	246.44	231.73	348.06	429.72	335.43
长期投资	(132.00)	4.00	(30.48)	(30.48)	(30.48)
其他投资现金	141.96	517.29	5.00	5.66	5.87
筹资活动现金	168.54	(574.17)	(165.26)	(154.20)	(160.01)
短期借款	511.92	(422.20)	408.27	479.54	(180.78)
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(343.38)	(151.97)	(573.53)	(633.74)	20.77
现金净增加额	28.27	24.80	(369.60)	(428.60)	221.25

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	5,101	5,572	6,593	7,939	9,008
营业成本	4,321	4,679	5,697	6,808	7,663
营业税金及附加	38.12	39.73	46.15	55.57	63.06
营业费用	103.87	109.59	128.57	153.23	171.16
管理费用	99.11	111.96	131.87	142.91	162.15
财务费用	98.62	88.70	68.30	84.71	89.31
资产减值损失	(14.35)	(7.66)	(3.30)	(3.97)	(4.50)
公允价值变动收益	0.00	2.82	0.00	0.66	0.87
投资净收益	5.95	7.93	5.00	5.00	5.00
营业利润	410.33	1,039	317.15	465.63	603.96
营业外收入	12.81	4.72	4.00	4.00	4.00
营业外支出	20.93	7.39	9.79	10.67	12.19
利润总额	402.21	1,037	311.35	458.96	595.76
所得税	73.64	125.67	37.74	55.64	72.22
净利润	328.58	911.02	273.61	403.33	523.55
少数股东损益	(0.93)	0.65	0.19	0.29	0.37
归属母公司净利润	329.50	910.37	273.42	403.04	523.17
EBITDA	631.19	1,299	552.83	757.28	938.41
EPS (元, 基本)	0.51	1.41	0.42	0.62	0.81

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	3.54	9.23	18.33	20.41	13.47
营业利润	148.34	153.29	(69.49)	46.82	29.71
归属母公司净利润	112.83	176.29	(69.97)	47.41	29.81
获利能力 (%)					
毛利率	15.30	16.03	13.60	14.25	14.94
净利率	6.44	16.35	4.15	5.08	5.81
ROE	17.96	34.05	9.59	12.66	14.39
ROIC	11.53	25.12	7.66	9.39	11.39
偿债能力					
资产负债率 (%)	59.60	47.76	50.19	52.61	47.71
净负债比率 (%)	104.87	60.65	69.85	75.99	60.45
流动比率	0.91	1.21	1.17	1.16	1.28
速动比率	0.55	0.71	0.62	0.70	0.71
营运能力					
总资产周转率	1.24	1.16	1.22	1.28	1.32
应收账款周转率	5.11	5.07	5.29	5.15	5.17
应付账款周转率	13.41	12.88	13.54	13.28	13.23
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.51	1.41	0.42	0.62	0.81
每股经营现金流(最新摊薄)	0.14	0.48	0.26	0.28	1.15
每股净资产(最新摊薄)	2.83	4.13	4.41	4.92	5.62
估值比率					
PE (倍)	21.97	7.95	26.48	17.96	13.84
PB (倍)	3.96	2.71	2.54	2.27	1.99
EV_EBITDA (倍)	14.51	6.82	16.70	12.76	10.06

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

分析师声明

本人, 李斌、邱乐园, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司研究报告以中文撰写, 英文报告为翻译版本, 如出现中英文版本内容差异或不一致, 请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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, 也可能为之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。本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制, 在美国由华泰证券(美国)有限公司(以下简称华泰证券(美国))向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券(美国)有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。对于其在美国分发的研究报告, 华泰证券(美国)有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券(美国)有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管(FINRA)分析师的注册资格, 可能不属于华泰证券(美国)有限公司的关联人员, 因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券(美国)有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士, 应通过华泰证券(美国)有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师李斌、邱乐园本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬, 包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

法律实体披露

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：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#.298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司