

## 云海金属(002182.sz)

### 经营灵活、快速发展的镁合金龙头企业

黄勇 有色金属行业研究员  
电话: 020-87555888-692  
eMail: hy16@gf.com.cn

#### 镁行业：外消内长的朝阳行业

镁资源丰富、性能优越，在汽车、3C 等领域内应用不断扩大，镁合金整体处于供不应求的局面。国内外生产原镁的方式不同导致国外原镁生产成本远高于国内、全球原镁生产一直呈现西方国家减产中国增产两大走向。在未来几年内，镁价将保持高位。

#### 云海金属：经营灵活、技术领先、高速发展

云海金属做为国内乃至全球的镁合金生产龙头企业，有着江浙民营企业所特有的活力。公司经营灵活，能够有效的根据市场变化调整生产策略；公司处于高速发展阶段，其打造的完整的一体化产业链将给公司带来持续盈利能力和规避市场风险能力。公司能够有效的应对出口关税变化以及原材料镁锭价格波动。

#### 盈利预测及投资评级

我们预测公司在 2008、2009、2010 年 EPS 分别为 0.773、1.818、1.913 元。未来 2 年公司的净利润增长率达 149%、135%。我们给予公司“买入”评级，未来 12 个月内目标价 36.4 元，相当于 08 年 47 倍 PE、2009 年 20 倍 PE。

#### 风险提示

1、原镁价格出现大幅下滑将影响公司五台云海的盈利能力，从而影响公司盈利。2、镁出口关税进一步上调将影响公司盈利。

#### 预测及评估

	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
主营收入(百万元)	1,111.41	1,654.20	3,211.74	4,233.82	4,306.22
EBITDA(百万元)	96.45	110.15	198.98	467.63	492.28
净利润(百万元)	71.28	59.67	148.50	348.98	367.38
净利润增长率	42.37%	-16.29%	148.86%	135.01%	5.27%
每股收益(元)	0.570	0.400	0.77	1.82	1.91
市盈率	0.00	69.83	34.46	14.66	13.93
市净率	0.00	6.29	4.96	3.81	2.93
BV/EBITDA	0.00	47.02	25.71	10.94	10.39
每股红利(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股息率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：南京云海特种金属股份有限公司财务报表，广发证券发展研究中心

#### 公司评级

买入

当前价格(元)	26.65
目标价格(元)	36.40
前次评级	无评级

#### 股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-15.89%	40.50%	29.85%
上证综指	-9.75%	-7.09%	59.70%

#### 股票数据

总股本(万股)	19,200.00
流通 A 股(万股)	4,800.00
主要股东:	
	梅小明
主要股东持股比例	30.39%
流通 A 股比例	25.00%

#### 财务比率

ROE	7.00%
ROA	4.21%
资产负债率	39.65%
每股净资产(元)	4.44

#### 2007 年报数据

## 目录索引

一、公司介绍：镁合金龙头企业	4
二、镁行业：外消内长的朝阳行业	5
（一）资源丰富、性能优越	5
（二）性能优越	5
（三）应用广泛、需求扩张的朝阳行业	6
（四）加工方式不同导致原镁生产外消内长	7
（五）市场壁垒与技术壁垒为进入镁行业主要障碍	8
三、供需紧张推高镁价	8
（一）镁价飙升	8
（二）供应增幅减缓	9
（三）需求大幅增加	10
四、云海金属：经营灵活、技术领先、充满江浙民营企业活力	12
（一）经营灵活	12
（二）技术领先	13
（三）规模与客户优势	14
（四）有效应对关税变动	14
四、主营业务：高速增长、吨毛利增加	15
（一）镁合金为公司主要利润来源	15
（二）毛利率有所下滑、吨毛利上升	16
（三）上下游拓展、高速增长	16
（四）财务费用支出加	17
五、盈利预测	18
（一）产能预测	18
（二）盈利预测	18
五、投资评级	20
六、风险提示	20

## 图表索引

图1：公司参控股子公司	5
图2：镁合金应用领域	6
图3：镁产业链	7
图4：2006 年世界原镁产量地区分布	7
图5：镁合金、金属镁价格走势	9
图6：镁合金、金属镁价格差价	9
图7：近几年中国及全球原镁产量	10
图8：海绵钛生产工艺	11
图9：公司产业拓展示意图	13
图10：公司收入结构图	15
图11：公司利润结构图	15
图12：公司销售地区收入结构图	15

图13: 近几年公司镁合金产品吨毛利变动.....	16
---------------------------	----

表1: 公司十大股东明细.....	4
表2: 中国主要原镁产地产量.....	10
表3: 自06年以来国内新建或拟建的海绵钛产能.....	12
表4: 公司已获授权专利.....	15
表5: 近年来镁合金及金属锆出口关税调整.....	15
表6: 近几年公司主要产品毛利率变动.....	16
表7: 公司未来产能扩张情况.....	17
表8: 公司08年9.85亿元银行贷款授信计划安排.....	18
表9: 公司未来几年产量预测.....	18
表10: 公司主要产品价格预测.....	19
表11: 公司主要产品毛利预测.....	18
表12: 公司未来几年盈利预测.....	19

我们认为云海金属作为国内乃至全球的镁合金生产龙头企业，有着江浙民营企业所特有的活力。公司经营灵活，能够有效的根据市场变化调整生产策略；公司处于高速发展阶段，其打造的完整的一体化产业链将给公司带来持续盈利能力和规避市场风险能力。公司能够有效的应对出口汇兑变化以及原材料镁锭价格波动。作为朝阳行业中的龙头企业，公司具有很强的投资价值。

## 一、公司介绍：镁合金龙头企业

南京云海特种金属股份有限公司（以下简称公司）系由南京云海特种金属有限公司整体变更设立的股份有限公司。公司于2007年10月31日向社会公开发行人民币普通股（A股）4,800万股（每股面值1.00元），公司公开发行股票后总股本为1.92亿股。公司的控股股东、实际控制人为公司创始人和发起人股东梅小明先生。公司下属6个全资子公司、一个控股子公司和一个参股子公司。

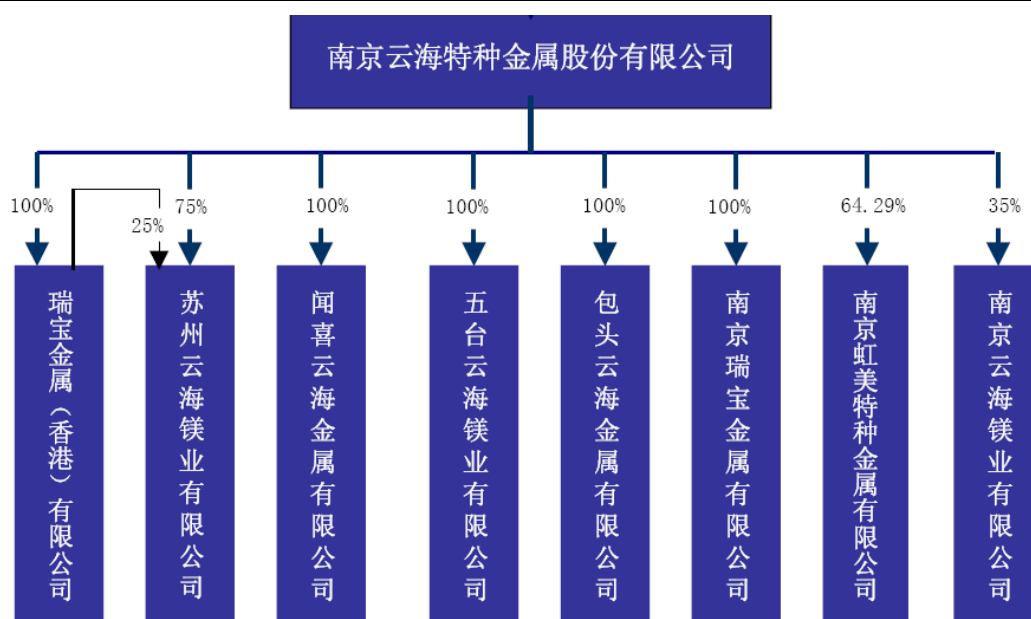
公司主要从事镁合金、金属锆、铝合金及中间合金等产品的研发、生产和销售。公司近三年来镁合金产销量均居中国第一位，为全球规模最大的镁合金专业生产企业之一。

表1：公司十大股东明细

股东名称	持股数量(股)	持股比例(%)	股本性质
梅小明	58,339,260	30.39	限售流通 A 股
中新苏州工业园区创业投资有限公司	17,988,660	9.37	限售流通 A 股
中国-比利时直接股权投资基金	16,368,660	8.53	限售流通 A 股
ANGIOLA HOLDING LTD	8,640,000	4.5	限售流通 A 股
GENECO HOLDING LTD	5,760,000	3	限售流通 A 股
夏忠信	4,391,100	2.29	限售流通 A 股
孙讯	4,199,580	2.19	限售流通 A 股
梅光辉	3,897,180	2.03	限售流通 A 股
上海海基投资发展有限公司	3,637,620	1.9	限售流通 A 股
上海欧创投资发展有限公司	1,980,000	1.03	限售流通 A 股

数据来源：公司2007年年报、广发证券发展研究中心

图1：公司参控股子公司



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

## 二、镁行业：外消内长的朝阳行业

### （一）资源丰富、性能优越

镁在自然界中以化合态存在，主要分布于白云石矿、盐湖、海水等资源中，镁在地壳表层储量居第8位，占1.9%（质量比），而我国的镁储量更占世界第一，我国已探明的白云石矿资源总量为40亿吨，青海柴达木盆地的33个盐湖镁盐储量为47.5亿吨，而且储存形式为非常有利于开采的高纯度氯化镁。同时，每千克海水中约含3.8克氯化镁、1.7克硫酸镁，海水含镁约为2,100亿吨。另外，镁具有可回收性，对废弃镁产品的再生利用也是镁合金生产加工对象的重要来源之一。据专家估计，按现有镁的使用量计算，仅从中国白云石矿中提炼镁开采年限可达1000年。因此，镁资源十分丰富，并不存在短缺之虞。制约镁应用的主要原因是其冶炼加工技术难度以及产品高昂的价格。

### （二）性能优越

镁是实用金属中最轻的金属，比重为1.738，是铁的1/4，铝的2/3。镁合金有着明显的比重优势、良好的机械性能及加工性能、独特的电磁屏蔽能力和可再生性，被誉为“绿色”环保材料。

镁合金比重为铝合金的2/3，为工程塑料ABS的1.8倍。镁合金是最轻的可用于结构材料的实用金属。除了比重低，镁还有很多其它的良好物理特性：比铝合金高30倍的减振性能；比塑料高200倍的导热性能；其热膨胀性能只有塑料的1/2。

镁合金强度和刚度明显好于塑料，抗冲击力好于铝合金，由冲撞而引起的凹陷小于其他金属材料。另外，镁合金抗蠕变性能好，即随着时间和温度的变化在尺寸上蠕变较少。

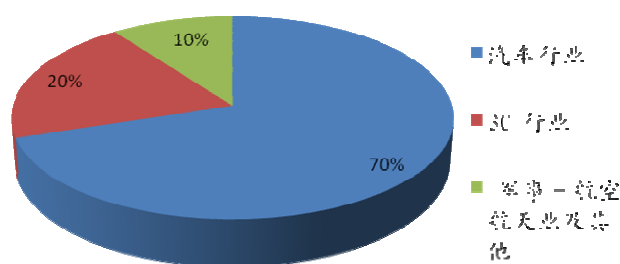
镁合金有很好的加工性能。如果镁合金切削阻力设定为1.0，那么铝合金、黄铜和铸铁分别为1.8、2.3 和3.5。镁合金比其他金属的切削阻力小，在机械加工时，可以较快的速度加工，缩短了加工周期。镁的物理化学特性使其比铝更适合压铸大型部件。镁单位体积的熔化潜热只有铝的2/3，比热只有铝的3/4，并且有非常低的溶铁性。

镁合金的电磁波屏蔽性能比在塑料上电镀屏蔽膜的效果好，因此，使用镁合金可省去电磁波屏蔽膜的电镀工序和成本。镁合金与塑料不同，它可以简单地再生使用且不降低其机械性能，而塑料很难在不降低其机械性能的前提下再生使用。镁合金与其他金属相比，熔点低，比热小，在再生熔解时所消耗的能源是新材料制造所消耗能源的4%。

### （三）应用广泛、需求扩张的朝阳行业

应其优越的性能，镁及镁合金可应用于许多领域。但长期以来，由于受价格昂贵和技术方面的限制，镁及镁合金只少量应用于航空、航天及军事工业，因而被称为“贵族金属”。自20 世纪90年代以来，随着镁合金生产成本不断降低，镁合金压铸等成形技术不断完善，世界汽车及电子、电器产品追求轻量化，社会对节能与环保要求的提高，镁合金被广泛地应用于航空航天、汽车、摩托车、自行车、电子、移动通讯、冶金等领域。同时，由于其它主要有色金属材料受其资源的限制，应用成本不断增加，因此，金属镁及镁合金的应用领域的不断扩大将成为趋势。目前镁合金在汽车行业、3C行业、军事航空及其他行业中的应用比例大致为70%、20%、10%。

图2：镁合金应用领域



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

汽车产业是镁合金应用总量最多、前景最好的产业，全球主要汽车生产企业如宝马、通用、丰田、本田等均在大力研发镁合金汽车部件，目前，每辆汽车平均已使用约3.5 公斤镁合金，业内预计2010 年每辆汽车使用量将达到约10 公斤，至2015 年达到68 公斤。以2005 年世界汽车产量约6,000 万辆计算，到2010 年汽车行业年用镁合金量约60 万吨，2015 年将达到400-500 万吨的水平，市场非常广阔。

目前，以汽车、3C 为代表的民用产品领域仍处于明显的增长期，其

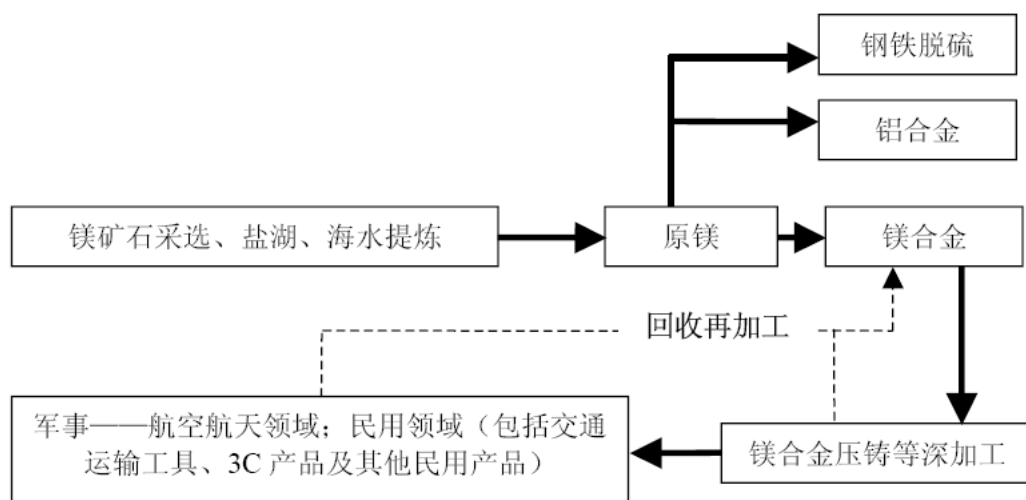


总量和结构的变化为镁合金产业增长带来了积极需求，近二十年来，全球镁合金应用的年均增长率约10%，而欧美镁合金应用的年均增长率达到了15%以上。镁合金整体处于供不应求的局面。

#### （四）加工方式不同导致原镁生产外消内长

镁产业链主要由原镁冶炼、镁合金生产、镁合金深加工构成。原镁的冶炼方法主要分为两种：一是硅热还原法；二是电解法。目前国内的原镁厂家大都采用硅热还原法中的皮江法，而国外因镁矿石资源缺乏以及环保要求，大多采用的是电解法从海水中提取镁。电解法生产原镁设备投入是皮江法的十倍以上，其能耗也远高于皮江法。

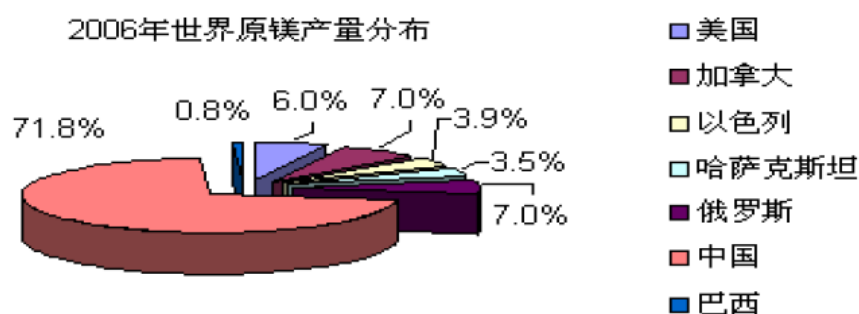
图3：镁产业链



数据来源：公司招股说明书、广发证券发展研究中心

自20 世纪90 年代以来，凭借丰富的矿产资源和低成本制造优势，中国连续10 年成为世界最大的原镁产地，全球原镁生产一直呈现西方国家减产中国增产两大走向，近三年原镁产量均占全球市场的70%。

图4：2006 年世界原镁产量地区分布



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

作为全球原镁最主要的产地，中国原镁产能充足，竞争充分，价格低于国际市场，因此，中国镁合金生产具有低成本的优势。在竞争压力下，境外镁合金厂家相当部分的产能关闭或向中国转移。加入WTO 后中国已日益成为世界制造业中心之一，应用镁合金最多的汽车产品和3C 产品越来越多在中国本土制造，跨国公司在中国构筑全球采购平台，所有这些促

使了镁合金需求地域越来越向中国转移。原镁价格低、镁合金就近供应有助于降低镁合金应用行业的成本以及镁合金应用技术的逐步成熟共同促进了近年来中国镁合金行业的发展，进一步提升了中国在全球镁合金市场的地位。

### （五）市场壁垒与技术壁垒为进入镁行业主要障碍

镁合金主要应用于汽车领域，而汽车领域具有特殊质量管理体系的要求，镁合金生产企业要实现供货必须通过相关资格认证，该资格认证需经历比较漫长复杂的过程：样品检验、现场认证、小量试验、中批量试验、生产件批准、品质认可、供应商资格批准。一般情况下，镁合金厂家要获得国内汽车生产企业的资格认证需耗时1-2年，要获得国外汽车生产企业的资格认证将需要更长的时间。同时，镁合金生产企业通过QS9000及TS16949质量体系认证是成为汽车行业候选供应商的基本条件，而达成该认证客观上也需要1-2年。因此，镁合金行业具有客观存在的市场进入壁垒。

镁合金产品品质主要取决于生产企业的装备水平及技术管理能力。镁合金行业从上世纪90年代才批量进入民用，对于镁合金材料的生产，世界上没有专业和成熟的镁合金成套生产设备制造商，领先的镁合金生产企业所用生产线基本都是自主研发的，其他企业无法单纯依靠资金实力通过引进成套设备与技术进入镁合金行业。同时，实现镁合金产品品质稳定和满足不同用户的特殊要求，企业要具备较强的开发、技术和管理能力，这需要在长时间生产经营过程中才能形成。上述因素构成了进入镁行业的技术壁垒。

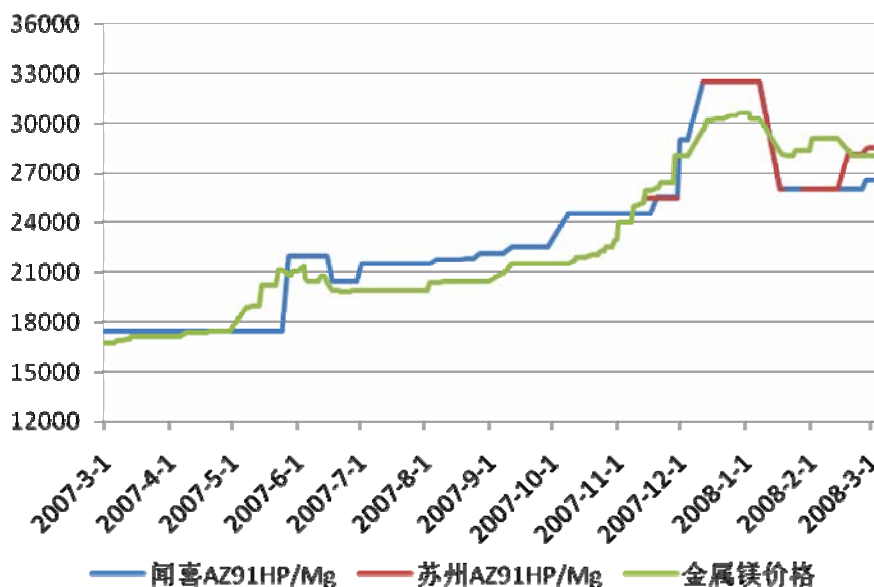
## 三、供需紧张推高镁价

### （一）镁价飙升

自2006年以来，金属镁价格开始上涨，进入到2007年，镁价加速上涨，一路攀升，从年初的15000元/吨上涨到年底的27000元/吨。进入2008年以后，镁价继续保持上涨势头，曾经一度触及30000元/吨的高点。镁合金在原材料原镁价格的带动下同样出现上涨。（镁合金价格因牌号、产地、出品公司各不相同，此处选取了闻喜地区和苏州地区生产的AZ91HP镁合金做为参考。）造成镁价飙升的主要原因是因为供应增幅减缓、需求增加所造成的供需紧张局面推高了镁价。



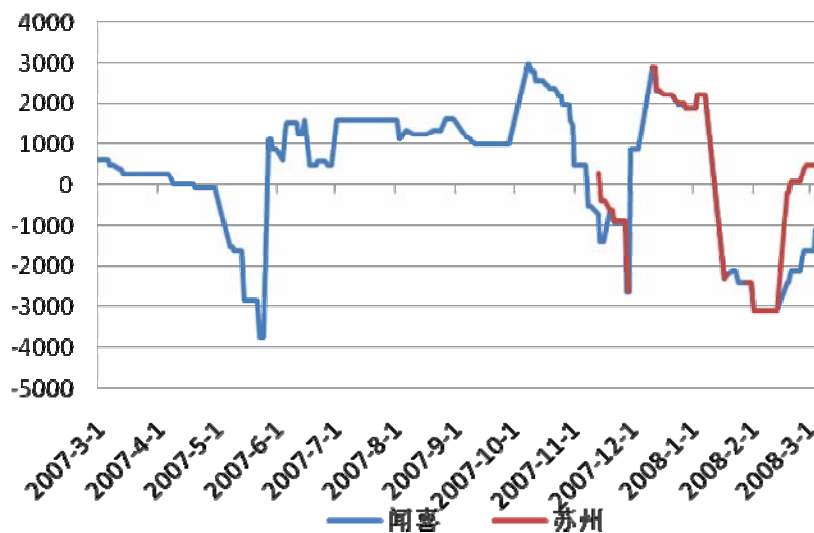
图5：镁合金、金属镁价格走势



数据来源：WIND、中华商务网、广发证券发展研究中心

值得注意的是，对于镁合金生产企业来说，镁合金和原镁之间的价差可以反映镁合金的加工利润。虽然镁合金的价格价格上涨相对原镁有一定滞后性，甚至在原镁价格急剧飙升的时候可能会出现镁合金价格短期内低于原镁的情况，但从长期来看，镁合金基本保持了高于原镁的价差。

图6：镁合金、金属镁价格差价



数据来源：WIND、中华商务网、广发证券发展研究中心

## （二）供应增幅减缓

由于国外大多采用的是电解法制镁，成本高、能耗大，与国内厂商竞争缺乏优势，其产能规模不断萎缩，国外的原镁供应能力大幅降低。而2007年，挪威海德鲁关停了拥有5.1万吨产能的Becancour原镁冶炼厂；俄罗斯镁业也宣布2007年原镁产量将减少1万多吨；加拿大Timminco

工厂已经完全关闭，并拍卖了其每年原镁产量7,000 吨的工厂。美国因受到反倾销的保护，局面略好与其他地区，美国镁业公司曾宣布要扩建18000吨的产能，但实际上一直未有行动。

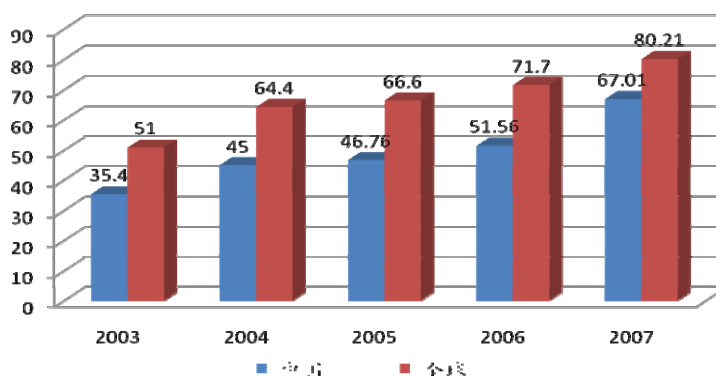
在国内，镁冶炼属于高能耗、高污染行业。镁行业尚未出台行业准入条件，但国家对行业有指导性意见。行业内一些大厂环保基本达标，但也有很多小厂对环保投入不足，未能达标。受节能减排等环保要求，特别是2008年的奥运会举办在即，国家更是提高了对环保方面的重视，尤其对金属镁行业进行了大面积的整顿，一些小厂被迫关闭，大厂的产量也有所限制，因此也造成了供应偏紧的局面。尤其是中国山西地区环保力度加大。山西地区占国内原镁产量的1半以上，该地区原镁产量一旦减产，将对全国原镁产出影响很大。

表2：中国主要原镁产地产量

地 区	12 月份	1-12 月份	去年 12 月份	去年 1-12 月份
山西省	40436.75	364986.27	31437.16	325378.02
内蒙古	711	9082	893	5894
吉林省	0	0	0	479
浙江省	10	248	36	262
河南省	11395	114229	7988.1	81808
湖北省	7519.9	51931.15	4843	35855
广东省	13.14	68.37	8.76	82.63
贵州省	0	801	0	0
陕西省	6223	65090.08	5201.4	35044.4
宁夏区	5534	63695	5519	55088
总 计	71842.79	670130.9	55926.42	539891.05
山西所占比例	56.29%	54.46%	56.21%	60.27%

数据来源：公司公告、中华商务网、广发证券发展研究中心

图7：近几年中国及全球原镁产量



数据来源：公司公告、中华商务网、广发证券发展研究中心

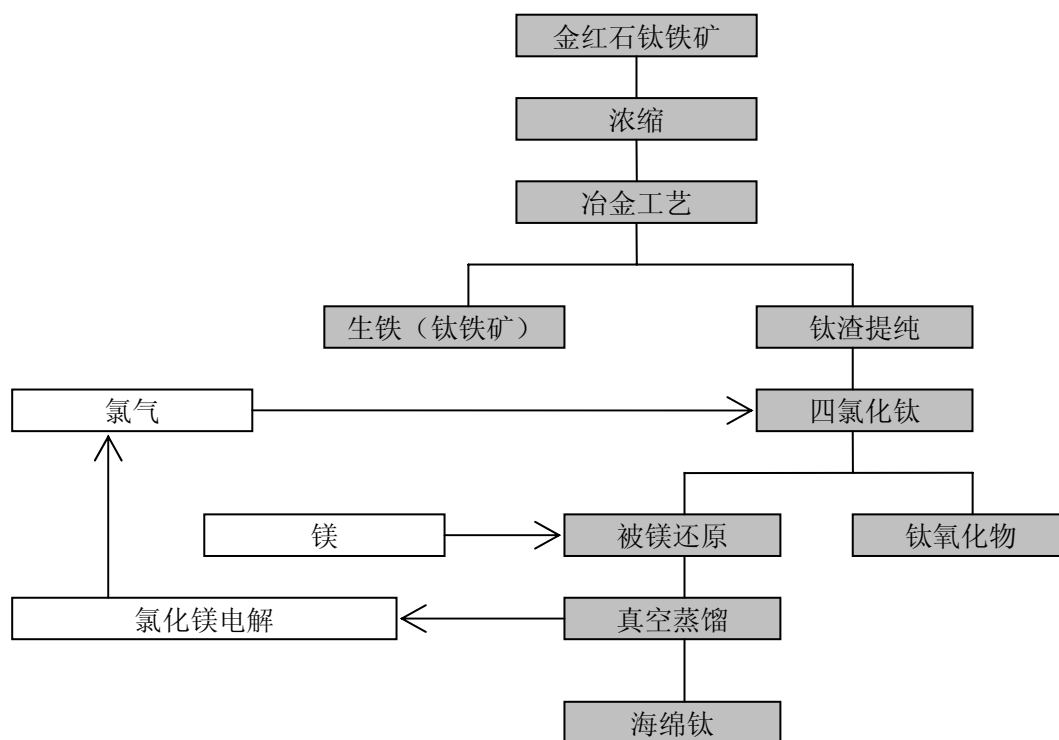
### （三）需求大幅增加

世界汽车工业发展迅速，为节约能耗、减轻自重、改善环境，汽车制造商们都在研究开发用于汽车的新材料。作为轻金属的镁越来越受到汽车

工业专家们的重视。镁及镁合金在汽车制造工业的应用也被人们逐渐看好，并显示出了未来发展的巨大市场潜力。作为中国镁产品的主要出口市场，欧洲国家对金属镁的需求一直是有增无减。国内的用量以前只有5万吨左右，随着人们对金属镁认识的提高以及一些新兴产业的出现，国内对金属镁的需求近年来已经上涨到了15万吨左右，是之前的三倍多。

国内原镁另一大用处是用在海绵钛的制备上。目前最常用的制备海绵钛“Kroll工艺”中采用采用Mg作为还原剂来制备海绵钛。吨钛镁耗50~100 Kg。

图8：海绵钛生产工艺



数据来源：钛与钛合金，广发证券发展研究中心

注：《钛与钛合金》，[德]C. 莱茵斯 M. 皮特尔斯著，陈振华等译，化学工业出版社出版

我国海绵钛产量由2000年到2004年的增幅还比较稳定，2005年产量猛增至9510.8吨，比2004年增加97.8%。截至2006年底，我国共有19家具备海绵钛生产能力的企业。2006年我国海绵钛产能达到3万吨，产量为19732吨，继续保持100%以上的高增长率，中国占世界海绵钛产量的比例已上升到14%左右。而近两年来，海绵钛投资出现过热势头，国内规划将建的海绵钛生产项目就多达30多个，涉及山西、甘肃、辽宁、河南、四川、天津等十多个省（区、市），去年以来已投入并具备生产能力的也有7、8家企业，这些项目计划投资多则十几亿元，少的也达5亿元左右。目前新建或拟建的海绵钛产能达到15万吨以上，将进一步增大国内原镁消费。

表3: 自06年以来国内新建或拟建的海绵钛产能 /吨

序号	厂家	新增产能	预计投产时间
1	中国铝业公司	30000	1期1.5万吨预计09年投产
2	唐山天赫钛业有限公司	20000	2007年9月,一期工程投产,形成年产海绵钛5000吨生产能力
3	甘肃金川集团	15000	不详
4	贵州西南钛业有限公司	10000	2007年9月1期3600吨正式投产,后续
5	云南冶金集团	10000	预计09年中建成投产
6	宁夏东方有色金属集团公司	10000	1期5000吨预计08年底前投产
7	遵义钛业	10000	1期5000吨预计08年底前投产
8	洛阳双瑞万基钛业公司	10000	07年底全部建成投产
9	锦州朝阳百盛铝业公司	7000	07年底投产,总产能达12000吨
10	攀钢集团	5000	计划08年底建成投产
11	遵义东方实业股份有限公司	5000	2007年10月投产
12	青海省甘河工业园区	5000	预计08年下半年投产
13	锦州铁合金厂	5000	预计08年底前投产
14	抚顺钛厂	3500	2006年底扩建投产
15	山西卓锋钛业	4000	
16	锦州华神有色金属加工厂	2000	08年中改造完成,总产能6000吨
17	黄石振华钛业有限公司	2000	1期07年建成投产,2期09年建成
合 计		153500	

数据来源: 广发证券发展研究中心

在国外供应减少,国内出口应用增多,出口减少的情况下,国际市场原镁供需呈现紧张局势,加之生产辅料的价格上涨、中国镁出口关税调整等因素作用,推高了镁价格。而且我们预计此局面短期内难以缓解,镁价将在今后几年内维持高位,回落速度缓慢。我们预计2008年原镁均价将在24000元/吨左右。

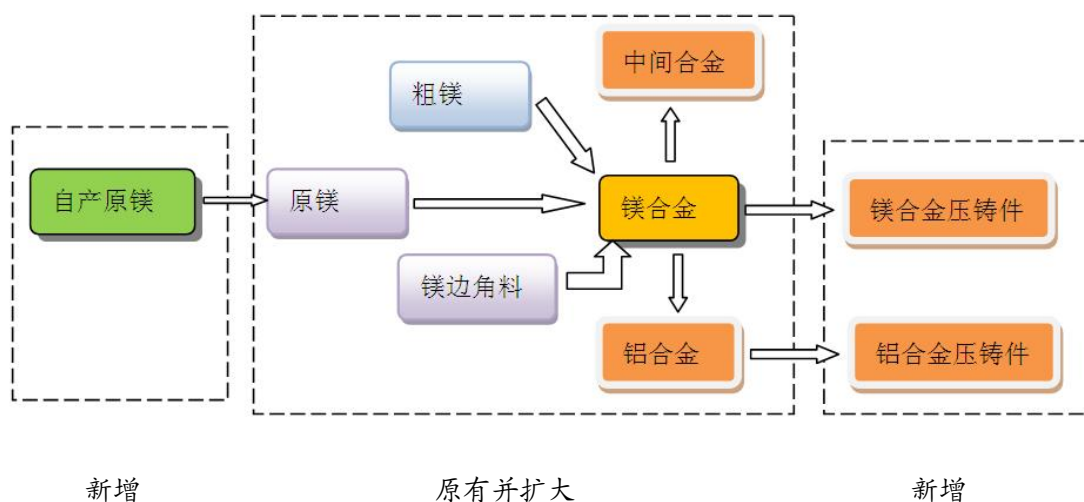
## 四、云海金属: 经营灵活、技术领先、充满江浙民营企业活力

### (一) 经营灵活

公司独具江浙民营企业所特有的活力,经营方式灵活,能够有效的应对市场变化,规避市场风险。公司长期从事镁合金行业生产,择机向镁行业上下游拓展,并凭借自身技术客户等优势,围绕高端镁合金为核心不断拓展产品品种。在回收镁合金边角料利润高于原镁加工的情况下,公司把镁合金部分生产能力从本部(以镁锭加工为主)向苏州云海(以回收边角料加工为主)转移,在山西闻喜建立生产基地有效的利用当地粗镁产量大

价格地的优势，并择机进入镁合金压铸件行业。

图9：公司产业拓展示意图



数据来源：广发证券发展研究中心

公司在十多年的发展进程中不断总结完善管理经验，已形成了一套符合企业自身特点的行之有效的管理模式，主要体现在集团内部统一的生产、计划、管理体系，专业化和有效控制采购成本和采购质量的集中采购制度；统一组织产品对外销售、市场开发和客户服务的集中销售管理制度；保证会计核算统一规范和资金高效运行的资金集中管理的垂直财务管理制度。公司建设了ERP 信息化管理系统，保证了财务、采购、销售和计划集中管理的实现。

针对原镁产地主要在山西、镁合金应用客户相对集聚在长三角一带的现状，公司在山西建立镁合金的生产基地，以利用当地低成本的粗镁一步法生产镁合金，并进一步购买当地白云石矿山采矿权，采用委托原矿山开发单位委托开采的方式，有效的解决了源头矿石的购买开采等问题；在苏州建立了镁合金压铸边角料的再生回收加工生产基地；在公司本部南京建立镁合金的技术研发和镁压铸等深加工基地。合理的生产布局使本公司具有较为显著的综合竞争优势。

## （二）技术领先

公司2002 年被认定为江苏省高新技术企业，2004 年被认定为国家火炬计划重点高新技术企业，2006 年被批准设立江苏省镁合金材料工程技术研究中心，体现了**公司拥有较强的研发能力**。

多年来，公司一直致力于镁合金生产装备与工艺的研发，开发出一套质量控制稳定、能耗低、劳动效率高的自动化生产线。公司拥有的镁液输送、底模浇铸、密封浇铸、镁水直供压铸和挤压铸造等核心技术达到国际领先水平。公司自主研发的已应用于产业化的粗镁一步法生产镁合金、镁合金压铸边角料再生回收净化工艺技术，不仅能保证镁合金品质，并显著地降低了生产成本，提高产品的竞争力。公司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。

公司承担并完成了国家“十五”重点科技攻关项目“镁合金开发应用和产业化”中两个专题、承担国家“十一五”科技支撑计划项目“镁及镁合金关键技术开发与应用”课题七“节能环保硅热法原镁工程化技术开发”表明公司在中国镁及镁合金行业的技术领先地位。公司现拥有7项授权专利、19项专利已获受理，18项非专有技术。

表4：公司已获授权专利

专利类型	专利名称	专利号	专利权人	授权公告日
发明	废镁合金真空回收工艺及设备	ZL02113128.7	云海金属	2006年4月19日
发明	金属铝罐包装技术	ZL02113127.9	云海金属	2007年2月28日
实用新型	一种镁合金浇铸模具	ZL200620072810.9	云海金属	2007年4月18日
实用新型	镁合金浇铸泵用接头	ZL200620073117.3	云海金属	2007年4月18日
实用新型	合金液浇铸管	ZL200620073118.8	云海金属	2007年4月18日
实用新型	镁合金倒吸泵	ZL200620073116.9	云海金属	2007年4月18日
实用新型	镁合金虹吸电加热输液装置	ZL200620071552.2	云海金属	2007年6月20日

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

公司通过自主研发和创新，形成了由粗镁直接熔炼合金化生产镁合金（“粗镁一步法”）的新工艺，省去了行业通用的粗镁—镁锭—镁合金工艺中的粗镁到镁锭的生产环节，镁锭生产中的金属损耗和能耗等主要成本被节省，大幅降低了镁合金生产成本。借助于公司在镁合金行业的技术、规模、客户等优势，公司进军镁合金压铸件领域有较强的成本优势。

### （三）规模与客户优势

公司是中国镁合金专业生产企业的龙头，规模经济优势明显，据中国镁协统计数据，规模和销量均列中国第一位。公司除主要生产AZ91D、AM60B、AM50A等常用牌号的镁合金外，公司根据不同用户的要求，开发了多种具有特殊性能的镁合金新品种。

借助于技术及规模优势，公司获得海内外多家客户认可。公司已先后通过了美国通用、戴姆勒—克莱斯勒、德国大众、日本丰田、日本本田等知名汽车厂家的镁合金产品资格认证，成为上述汽车公司及其压铸工厂的重要供应商。在3C领域，镁合金部件主要制造商富士康集团、可成科技、华孚科技的镁合金原材料大部分采购自本公司，这三家企业在全中国3C用镁合金部件领域内的市场占有率约80%。

### （四）有效应对关税变动

市场壁垒与技术壁垒为进入镁行业的主要障碍，公司在这两方面均具有明显的优势，从而获得有较强的定价能力和规避风险能力。税收等政策的变动是公司制定出口产品价格的重要因素，在国家取消出口退税和今后可能的征收出口关税后，公司可通过相应提高出口产品报价的方式，来部分转移由于取消出口退税和可能征收出口关税所带来的风险；同时，在与客户签订的非即期出口合同时，在合同中增加针对出口关税变动的条款：如果中国政府对产品征收出口关税，公司将调整价格；或者直接对出口关税由哪方承担进行明确，例如在公司与加拿大通用汽车公司签订的镁合金



出口合同中,明确约定如果中国政府征收出口关税税率低于10%(含10%),则关税全部由通用汽车承担,如果出口关税税率超过10%,则由通用汽车承担75%,公司承担25%。

表5: 近年来镁合金及金属锆出口关税调整

	2005	2006.1.1日-9.14	2006.9.15- 2007.12.31	2008
镁合金	13%退税	5%退税率	取消出口退税 2007年7月1日起	征收10%关税
金属锆		13%退税率	取消出口退税	取消出口退税

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

## 四、主营业务: 高速增长、吨毛利增加

### (一) 镁合金为公司主要利润来源

公司主营收入中镁合金、铝合金分别占76.2%、9.67%; 主营利润中两者分别占比89.16%、3.86%, 目前镁合金为公司主要利润来源。公司销售收入中有47.19%来自海外。

图10: 公司收入结构图

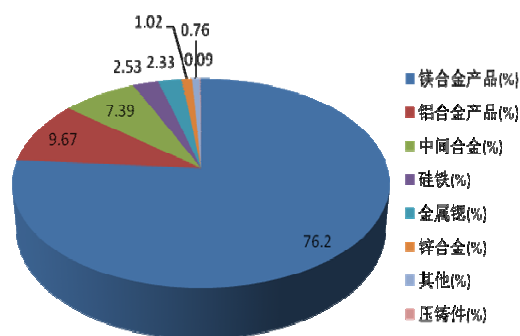
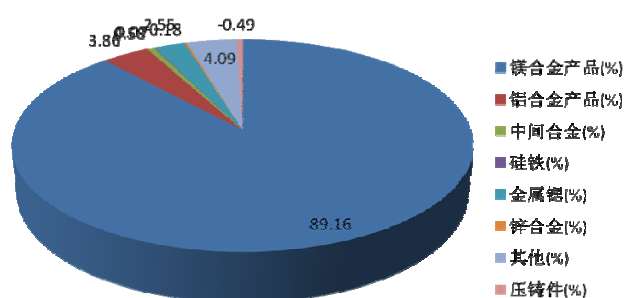
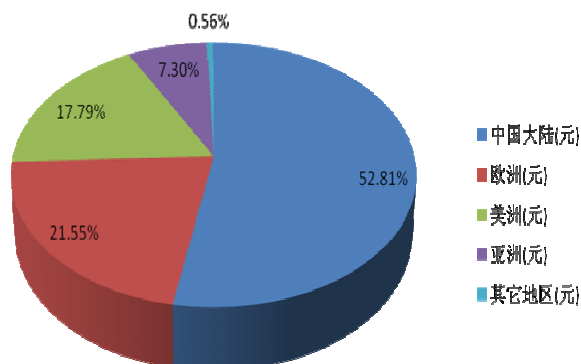


图11: 公司利润结构图



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图12: 公司销售地区收入结构图



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

## （二）毛利率有所下滑、吨毛利上升

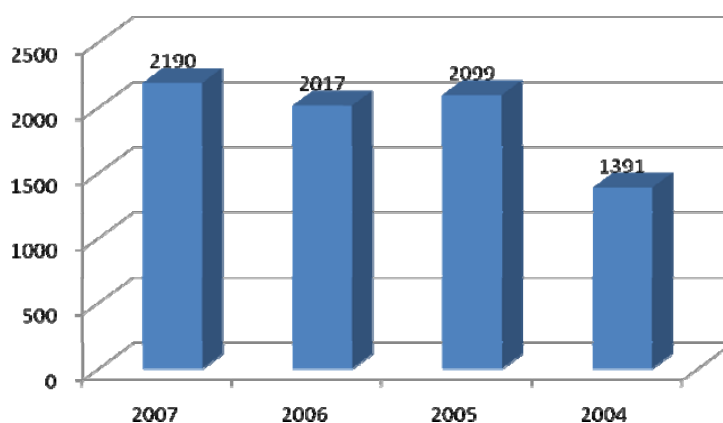
受镁合金主要原材料镁锭采购价格大幅度上涨影响，公司主要产品镁合金毛利率同比下降了2.75%。但对于加工型企业来说，更重要的是吨毛利水平。我们计算了公司近几年的吨毛利情况，镁合金产品的吨毛利实际上呈上升趋势。可见公司可以有效的将原材料成本上升的压力转移给客户。另外一方面公司以行业内领先的技术优势可以压缩生产成本，通过向原镁冶炼领域进军，即可以规避原镁涨价所带来的短期风险，又可以分享原镁涨价所带来的超额利润。

表6：近几年公司主要产品毛利率变动

	2007	2006	2005	2004
镁合金产品	13.20%	15.95%	16.37%	10.60%
铝合金产品(	4.51%	3.72%	5.62%	3.69%
金属锆	12.33%	0.34%	10.51%	28.82%

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图13：近几年公司镁合金产品吨毛利变动



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

## （三）上下游拓展、高速增长

公司上市后募集资金投向镁合金生产的上下游，进一步拓展公司原有产业链。上市之后，公司还进一步收购了白云岩采矿权，并委托五台县石粉厂开采，每吨委托开采费用定为27.90元，从而保证了原材料的长期供应，为公司开展原镁冶炼业务奠定了基础。根据市场行情，公司决定在五台云海镁业有限公司在原募投项目所设定的3万吨产能基础上新增年产2万吨镁合金项目。公司借助于自身所具有铝合金棒材的生产经验和技術优势，在南京云海本部新增3万吨铝合金项目。至2009年，公司将拥有原镁生产能力5万吨、镁合金产能12.5万吨、铝合金产能4.5万吨、金属锆产能3千吨。

表7: 公司未来产能扩张情况

公司名称	持有股权比例	主要产品	现有年产能	2009 年预计 年总产能
云海金属 (本部)	-	镁合金、金属锆、铝合金、中间合金	镁合金2.5 万吨, 铝合金1.5 万吨, 中间合金5 千吨	镁合金1 万吨, 铝合金4.5 万吨, 中间合金3 千吨, 镁合金压铸件5 千吨, 镁合金轮毂100 万套
闻喜云海	100%	镁合金	镁合金4.5 万吨	镁合金4.5 万吨
苏州云海	100%	镁合金、镁合金回收	镁合金6千吨	镁合金3万吨, 中间合金7千吨
五台云海	100%	镁合金、金属锆	镁合金处于建设期, 金属锆3 千吨	镁合金5万吨, 金属锆3 千吨
包头云海	100%	硅铁	硅铁1.6万吨	硅铁1.6万吨
南京瑞宝	100%	公司产品的外销		
香港瑞宝	100%	负责部分海外市场的销售		
南京虹美	64.29%	已停产, 待注销		
南京云海镁业有限公司	35%	镁合金	镁合金5 千吨	镁合金5 千吨

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

注: 1、公司本部的1.5 万吨镁合金产能、2 千吨中间合金产能将逐步转移至苏州云海。

2、公司董事会一届八次会议审议通过本部新增3万吨铝合金项目, 五台云海新增2万吨镁合金项目。

3、南京云海镁业有限公司股权结构: 云海公司持有35%股权、大阪特殊合金株式会社持有25%股权、日本国丰田通商株式会社持有20%股权、中国有色金属进出口公司江苏公司持有15%股权、日本国SENBA株式会社持有5%股权。

公司通过产业布局, 也显示了清晰的区域定位。南京本部将重点以制造压铸件为主 (包括镁合金压铸件、铝合金压铸件)、苏州云海将以回收镁合金边角料制造镁合金为主、山西闻喜采用外购粗镁一步加工成镁合金、山西五台将是从小矿石采选一直延伸到镁合金制造。从销售地区来说, 山西地区的镁合金主要是运到天津港以出口为主。

#### (四) 财务费用支出加

公司高速发展、新建扩建项目, 营运资金相对紧张。公司及子公司2008年度拟向中国银行、招商银行、交通银行、中国建设银行、中信银行和渣打银行等金融机构申请总额不超过95,800 万元的银行贷款授信额度, 投向公司新建项目和补充流动资金。因此在今后几年内公司财务费用支出将加大。

表8: 公司08年9.85亿元银行贷款授信计划安排

南京云海特种金属股份有限公司	42,800 万元;
南京云海金属贸易有限公司	31,000 万元;
五台云海镁业有限公司	12,000 万元;
苏州云海镁业有限公司	6,000 万元;

瑞宝金属（香港）有限公司

4,000 万元。

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

## 五、盈利预测

### （一）产能预测

基本假设如下：

- 1、公司云海本部镁合金产能转移至苏州云海，只剩1万吨镁合金产能。本部新增3万吨铝合金项目08年中可达产，08年贡献产能1.5万吨，加上原有1万吨产能，共计2.5万吨。
- 2、五台云海项目08年底可建成3万吨产能，08年产量为1.5万吨；至09年底5万吨产能可全部建成，09年产量为4万吨。
- 3、金属锆全部转移至闻喜云海，08年预计产能3千吨，今后保持稳定。

表9：公司未来几年产量预测

单位：万吨

产量	2007	2008	2009	2010
镁合金	7.6	10	12.5	13.5
其中：云海本部	2	1	1	1
苏州云海	1.1	3	3	3
闻喜云海	4.5	4.5	4.5	4.5
五台云海	0	1.5	4	5
原镁	0	1.5	4	5
压铸件	0.009	0.3	0.8	1.5
铝合金	1	2.5	4.5	4.5
金属锆	0.122	0.3	0.3	0.3
中间合金	0.55	1	1	1
硅铁	0.8	1.5	1.5	1.5

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

### （二）盈利预测

基本假设如下：

- 1、公司镁合金产品吨毛利可规避原镁上涨的影响，保持在2000-2500元/吨左右。其中云海本部因外购镁锭加工，毛利偏低；闻喜云海具有技术成本优势，毛利高于本部；苏州云海外购边角料加工，吨毛利在2500元左右；五台云海镁合金毛利为原镁毛利加上闻喜云海的镁合金加工吨毛利，因此五台云海镁合金产品中包含有镁价高位的超额收益。
- 2、原镁价格维持在高位，预计2008年、2009年、2010年原镁均价分别为22000、21000、20000元。

- 3、9.85亿银行贷款授信按计划实施，增大公司财务费用支出。
- 4、暂定2009、2010年镁产品出口关税仍为10%，且公司产品出口价格中包含了关税增加部分，基本由客户承担。因此关税对公司影响不大。
- 5、假设人民币升值对公司盈利有一定影响，但公司通过与银行金融机构的货币期货套期保值规避一部分风险，对于公司的欧洲大客户采用欧元计算也避免一部分风险，因此人民币升值所造成的汇兑损失影响将减小。

表10：公司主要产品价格预测				单位：元/吨
价格	2007	2008	2009	2010
镁合金	16586	24200	24300	22300
原镁	14400	22000	22000	20000
压铸件	17415	17415	17415	17415
铝合金	15999	17000	16500	16000
金属锆	31579	31500	31500	31500
中间合金	22423	22000	22000	22000

表11：公司主要产品毛利预测				单位：元/吨
	2007	2008	2009	2010
镁合金：云海本部	1800	1750	1750	1750
苏州云海	2500	2450	2450	2450
闻喜云海	2100	2100	2100	2100
五台云海	2200	2200	2200	2200
原镁		10000	10000	8000
压铸件		1000	1000	1000
铝合金	720	700	700	700
金属锆	6000	5000	5000	5000
中间合金	1000	1000	1000	1000

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

注：五台云海镁合金毛利按原镁与镁合金毛利之和来计算。

表12：公司未来几年盈利预测				单位：元
	2007	2008E	2009E	2010E
一、营业总收入	1,654,198,405.12	3,211,743,804.00	4,233,816,810.67	4,306,219,020.00
二、营业总成本	1,594,436,763.32	3,023,323,965.77	3,791,618,345.20	3,840,736,353.90
营业成本	1,467,552,610.61	2,797,721,304.00	3,495,794,310.67	3,539,196,520.00
营业税金及附加	5,086,946.77	9,635,231.41	12,701,450.43	12,918,657.06
销售费用	34,282,841.30	64,234,876.08	84,676,336.21	86,124,380.40
管理费用	45,695,481.70	70,658,363.69	93,143,969.83	99,043,037.46
财务费用	35,269,716.49	73,870,107.49	97,377,786.65	94,736,818.44
资产减值损失	6,549,166.45	7,204,083.10	7,924,491.40	8,716,940.54
三、其他经营收益				
公允价值变动净收益	-2,602.89			

投资净收益	53,776.31			
<b>四、营业利润</b>	<b>59,812,815.22</b>	188,419,838.23	442,198,465.47	465,482,666.10
加：营业外收入	15,046,353.91			
减：营业外支出	1,697,433.87			
<b>五、利润总额</b>	<b>73,161,735.26</b>	188,419,838.23	442,198,465.47	465,482,666.10
减：所得税	13,133,725.52	39568166.03	92861677.75	97751359.88
<b>六、净利润</b>	<b>60,028,009.74</b>	148,851,672.20	349,336,787.72	367,731,306.22
减：少数股东损益	355,463.62	355,463.62	355,463.62	355,463.62
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>59,672,546.12</b>	148,496,208.58	348,981,324.10	367,375,842.60
<b>七、每股收益：</b>				
（一）基本每股收益	0.40	0.773	1.818	1.913
（二）摊薄每股收益	0.31	0.773	1.818	1.913

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

## 五、投资评级

我们认为云海金属作为国内乃至全球的镁合金生产龙头企业，有着江浙民营企业所特有的活力。公司经营灵活，能够有效的根据市场变化调整生产策略；公司处于高速发展阶段，其打造的完整的一体化产业链将给公司带来持续盈利能力和规避市场风险能力。公司能够有效的应对出口汇兑变化以及原材料镁锭价格波动。作为朝阳行业中的龙头企业，公司具有很强的投资价值。

我们预测公司在2008、2009、2010年EPS分别为0.773、1.818、1.913元。未来2年公司的净利润增长率达129%、147%。我们给予公司“买入”评级，未来12个月内目标价36.4元，相当于08年47倍PE、2009年20倍PE。

## 六、风险提示

- 1、原镁价格出现大幅下滑将影响公司五台云海的盈利能力，从而影响公司盈利。
- 2、镁出口关税进一步上调将影响公司盈利。



## 广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

云海金属(002182)行情走势



## 相关研究报告

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

## 免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。