

价降本升 Q4 利润承压，期待青阳项目投产

2023 年 04 月 10 日

➤ **2023 年 4 月 7 日，公司发布 2022 年年报。**2022 年，公司实现营收 91.05 亿元，同比增长 12.2%；归母净利润 6.11 亿元，同比增长 24%；扣非归母净利润 5.73 亿元，同比增长 36.5%。2022Q4，公司实现营收 19.96 亿元，同比减少 19%、环比减少 6.9%；归母净利润 0.32 亿元，同比减少 85.9%、环比减少 57.7%；扣非归母净利润 0.18 亿元，同比减少 90.7%、环比减少 72.3%。业绩低于预期。

➤ **2022 年公司扣非归母净利润创上市以来最好成绩。主要得益于毛利同比增长 3.26 亿元。分板块来看，**镁合金产品贡献最大毛利增量 4.28 亿元，其他主营业务（主要为白云石销售）贡献 4002 万元，两者分别占毛利增量的 131.5% 和 12.3%。减量主要来自于铝合金产品，由于铝价 2022 年二三季度大幅下跌，铝合金产品全年毛利同比减少 1.42 亿元。深加工板块铝/镁深加工毛利分别同比变化 -503 万元/+1252 万元，同比 -3.4%/+17.2%。2022 年公司整体毛利率同比增长 2.06pct 至 16.09%，主要得益于镁合金产品毛利率同比增长 6.4pct 至 29.14%，以及其他主营业务毛利率同比增长 36.4% 至 73.17%。镁铝合金深加工产品毛利率分别同比下滑 2.35/6.53pct 至 7.99%/10.22%。

➤ **分季度来看：2022Q4 归母净利环比下降 4406 万元，主要原因是毛利环比减少 9771 万元。**①**价：**由于库存高位，疫情影响消费，2022Q4 镁锭均价同比减少 41.65%，环比减少 4.4% 至 2.5 万元/吨。同时或由于镁锭价格持续下跌，公司 Q4 计提 2010 万元资产减值损失，影响 Q4 盈利。②**成本：**成本端主要要素价格环比均上行。动力煤现货价格环比增长 8.5% 至 1327 元/吨，硅铁价格环比增长 5.2% 至 8331 元/吨。③**利：**由于价降本升，2022Q4 毛利率环比下降 3.98pct，同比下降 7.19pct 至 8.42%。④**费用端：**销售费用和管理费用环比分别减少 2675/2052 万元，三费费用率环比减少 1.4pct 至 1.7%。

➤ **核心看点：①全产业链覆盖，资源优势显著。**公司拥有丰富白云石资源，子公司巢湖云海和合资公司安徽宝镁均拥有白云石采矿权。②**公司产能增长空间广阔。**青阳 30 万吨原镁、30 万吨镁合金、15 万吨镁深加工项目，巢湖 5 万吨原镁项目，安徽铝业 15 万吨铝挤压型材项目均将有望于 2023 年底前建成，随着项目逐步达产，2025 年公司将拥有 50 万吨原镁和 50 万吨镁合金产能。③**定增即将落地，宝钢金属成为大股东，在客户、研发等领域与公司协同发展。**

➤ **投资建议：**随着巢湖、五台、青阳等项目逐渐投产，公司在原镁、镁合金、镁深加工领域的产能都将迎来增长。假设 2023-2025 年镁价含税 2.2 万元/吨，我们预计公司 2023-2025 年将实现归母净利 6.43 亿元、10.73 亿元和 17.26 亿元，EPS 分别为 0.99 元、1.66 元和 2.67 元，对应 4 月 7 日收盘价的 PE 分别为 23、14 和 8 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**金属价格波动，产能投放不及预期，镁下游需求释放不及预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	9105	11556	15497	19931
增长率 (%)	12.2	26.9	34.1	28.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	611	643	1073	1726
增长率 (%)	24.0	5.2	66.9	60.8
每股收益 (元)	0.95	0.99	1.66	2.67
PE	24	23	14	8
PB	3.7	3.2	2.7	2.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 4 月 7 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

22.58 元



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

研究助理 张弋清

执业证书：S0100121120057

邮箱：zhangyiqing@mszq.com

相关研究

1.云海金属 (002182.SZ) 2022 年中报点评：镁价回调利润环比下降，期待青阳项目投产-2022/08/20

2.云海金属 (002182.SZ) 2021 年年报点评：Q4 镁价大涨，利润环比持续增长-2022/03/16

目录

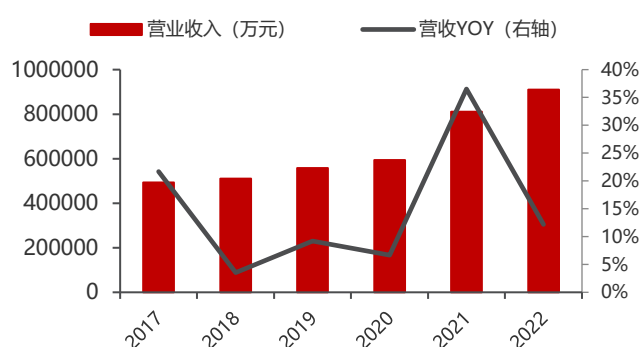
1 事件：公司发布 2022 年年报	3
2 点评：	4
2.1 2022 年度业绩：镁价同比大涨，创下历史最好扣非归母净利润.....	4
2.2 2022Q4：价降本升季度利润承压	6
2.3 镁铝比进入合理区间，镁合金行业盈利处于底部	8
3 盈利预测与投资建议	10
4 风险提示	11
插图目录	13
表格目录	13

1 事件：公司发布 2022 年年报

2023 年 4 月 7 日，公司发布 2022 年年报。2022 年，公司实现营收 91.05 亿元，同比增长 12.2%；归母净利润 6.11 亿元，同比增长 24%；扣非归母净利润 5.73 亿元，同比增长 36.5%。

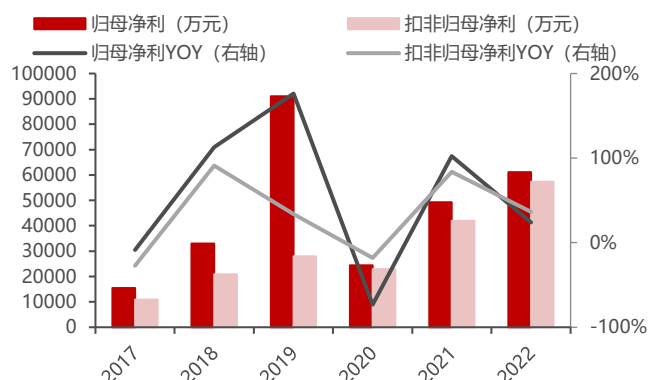
单季度看，2022Q4，公司实现营收 19.96 亿元，同比减少 19%、环比减少 6.9%；归母净利润 0.32 亿元，同比减少 85.9%、环比减少 57.7%；扣非归母净利润 0.18 亿元，同比减少 90.7%、环比减少 72.3%。业绩低于预期。

图1：2022 年，公司营收同比增长 12.2%



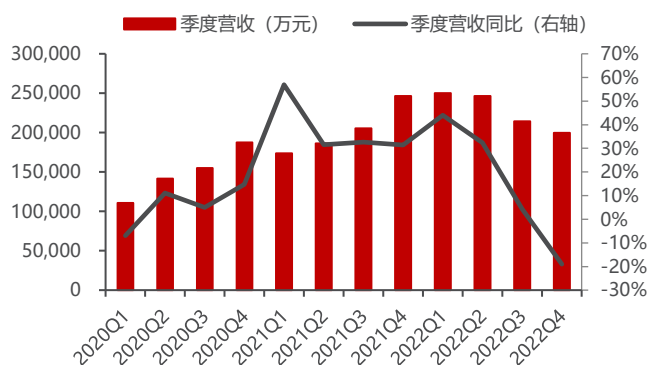
资料来源：wind，民生证券研究院

图2：2022 年，公司归母净利润同比增长 24%



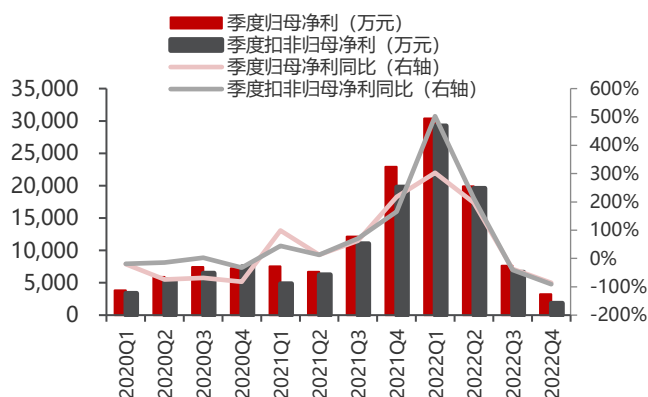
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：2022Q4，公司营收同比减少 19%



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：2022Q4，公司归母净利润同比减少 85.9%



资料来源：wind，民生证券研究院

公司公布 2023 年经营目标：巢湖 5 万吨原镁项目、安徽青阳 30 万吨原镁和 30 万吨镁合金项目、安徽铝业 15 吨铝挤压型材项目 2023 年底前建成。各镁合金深加工项目也按计划推进。公司通过新建和并购等，加速布局镁铝下游产业，2022 年，镁铝深加工收入占公司营业收入 28%。2023 年，镁铝深加工产品营业收入要占公司总营业收入的 30%以上。

2 点评:

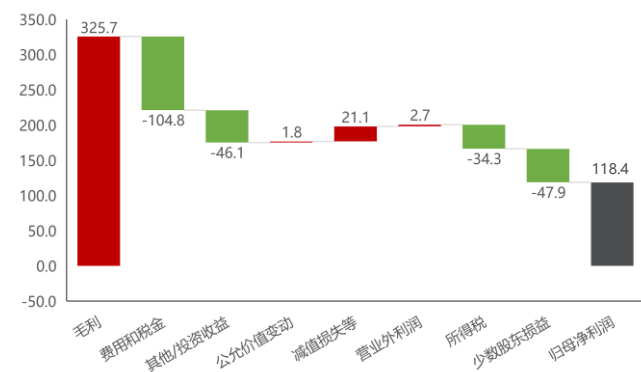
2.1 2022 年度业绩: 镁价同比大涨, 创下历史最好扣非归母净利润

公司是镁行业龙头企业, 已具有从白云石开采-原镁冶炼-镁合金-镁合金深加工-镁合金回收的完整的镁产业链。1) 上游资源端: 公司子公司巢湖云海镁业有限公司拥有 8864.25 万吨白云石的采矿权, 合资公司安徽宝镁轻合金有限公司拥有 13 亿吨白云石的采矿权。2) 原镁和镁合金: 公司拥有三大原镁供应基地: 山西五台云海、安徽巢湖云海、安徽宝镁; 四大镁合金供应基地: 安徽巢湖云海和安徽宝镁主要面对长三角和中部地区客户; 山西五台云海主要面对中西部客户及出口, 广东惠州云海主要面对珠三角客户。截至 2022 年底, 公司共拥有 10 万吨原镁产能 20 万吨镁合金产能。3) 在下游深加工领域, 公司近年来先后收购了重庆博奥、天津六合, 完善镁合金深加工产品的国内布局, 云海精密、巢湖精密、安徽宝镁负责长三角与中部市场, 重庆博奥负责西南市场, 荆州云海负责华中市场, 天津六合负责北方市场。

2022 年公司扣非归母净利润创上市以来最好成绩。主要得益于毛利同比增长 3.26 亿元。

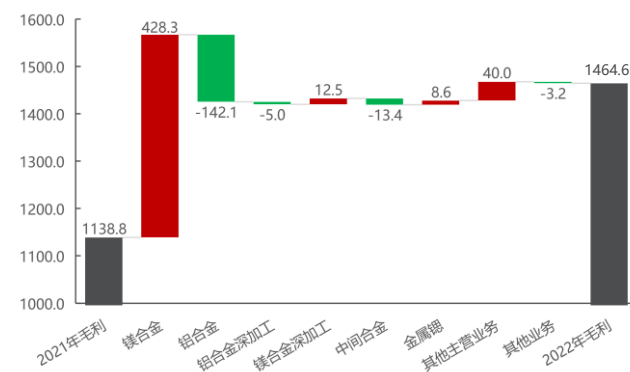
分板块来看, 镁合金产品贡献最大毛利增量 4.28 亿元, 其他主营业务 (主要为白云石销售) 贡献 4002 万元, 两者分别占毛利增量的 131.5%和 12.3%。减量主要来自于铝合金产品, 由于铝价 2022 年二三季度大幅下跌, 铝合金产品全年毛利同比减少 1.42 亿元。深加工板块铝/镁深加工毛利分别同比变化-503 万元/+1252 万元, 同比-3.4%/+17.2%。

图5: 2022 年, 公司归母净利润变化拆分 (单位: 百万元)

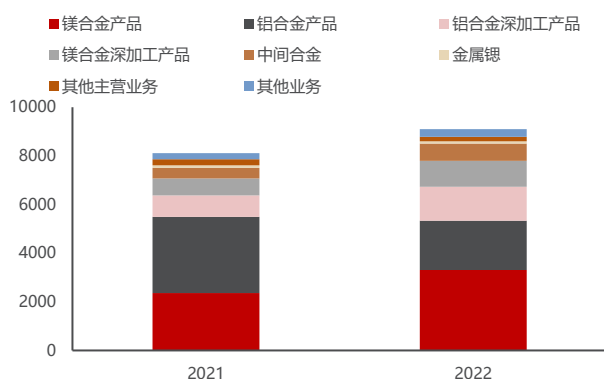


资料来源: wind, 民生证券研究院

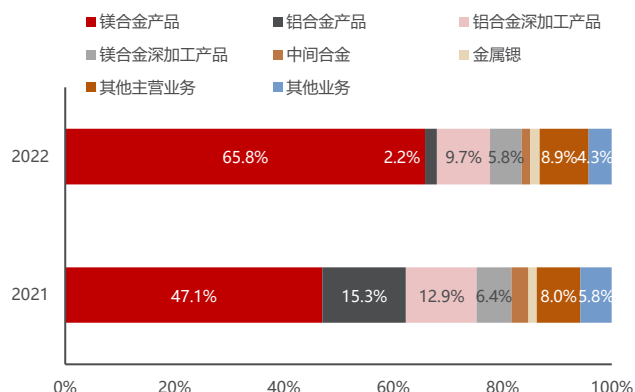
图6: 2022 年镁合金产品贡献 4.28 亿元毛利增量 (单位: 百万元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图7: 2022年,公司镁合金产品营业收入达到33亿元,占比36% (单位:百万元)


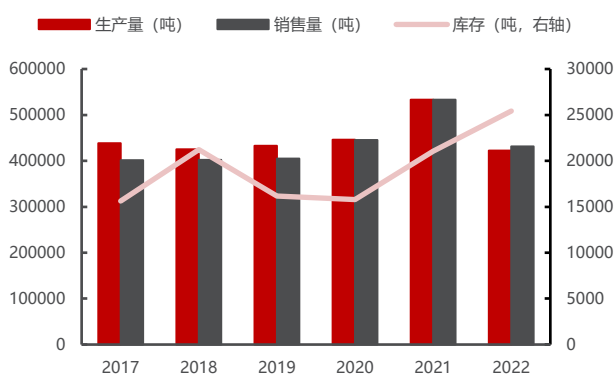
资料来源: wind, 民生证券研究院

图8: 2022年镁合金产品毛利占比达到65.8%


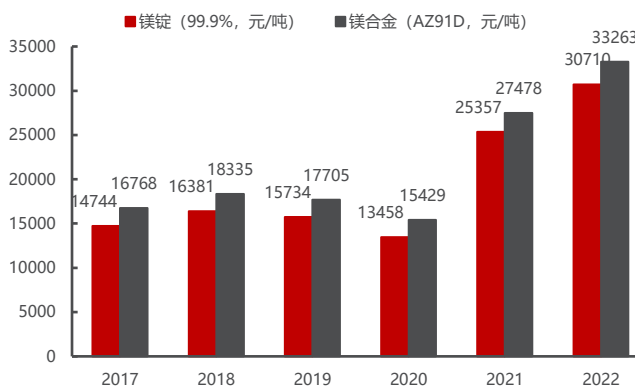
资料来源: wind, 民生证券研究院

产销量: 公司2022年产品销量同比减少19.1%。2022年主要增量项目未投产, 镁合金产量同比或变化不大, 产品销量同比减少或主要由于铝价下跌, 公司主动收缩铝合金低价加工费订单, 导致铝合金产品整体销量同比下滑。得益于产能扩张, 镁铝深加工销量或均有所增长。

产品售价: 2022年镁锭均价抬升。得益于上半年榆林限产预期发酵, 镁锭价格维持高位, 尽管下半年镁锭价格有所回落, 2022年镁锭均价仍同比增长21.1%至3.07万元/吨, 镁合金均价同比增长21.1%至3.33万元/吨。

图9: 2022年,公司产品销量同比减少19.1%


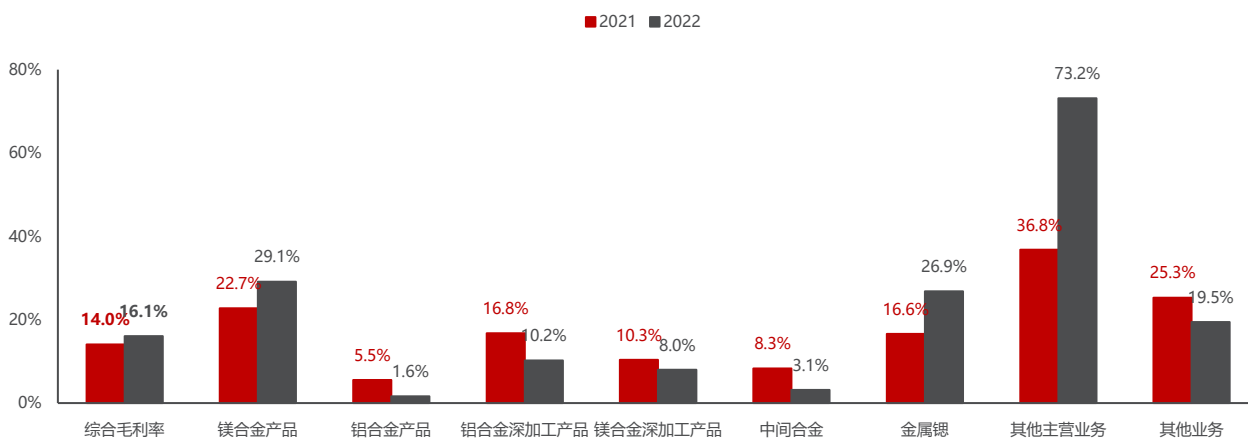
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图10: 2022年,镁合金均价同比增长21.1%至33263元/吨


资料来源: 亚洲金属网, 民生证券研究院

利润: 2022年公司综合毛利率同比增长2.06pct至16.09%。主要得益于镁合金产品毛利率同比增长6.4pct至29.14%, 以及其他主营业务毛利率同比增长36.4%至73.17%。镁铝合金深加工产品毛利率分别同比下滑2.35/6.53pct至7.99%/10.22%

图11：2022 年公司综合毛利率同比增长 2.06pct 至 16.09%

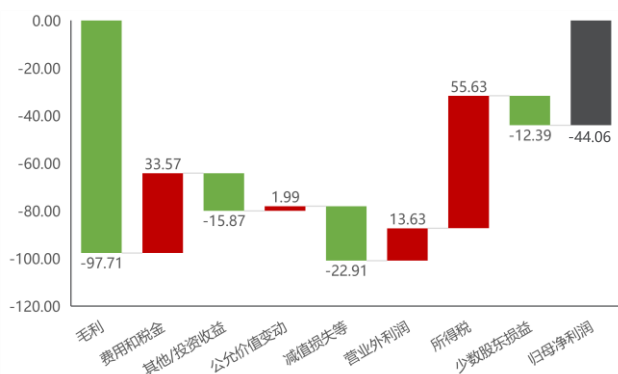


资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.2 2022Q4：价降本升季度利润承压

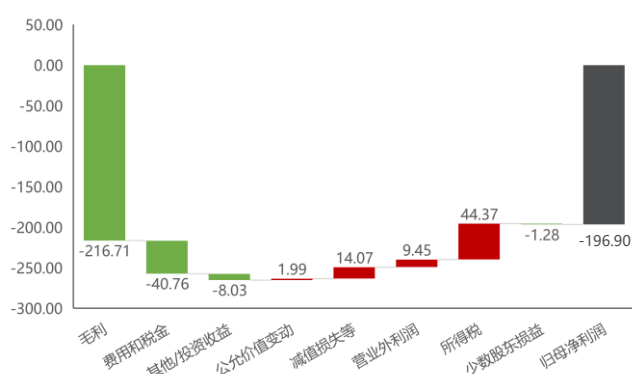
分季度来看：2022Q4 归母净利润环比下降 4406 万元，主要原因是毛利环比减少 9771 万元，镁锭产品 Q4 价格持续回落，叠加主要成本要素成本上行，利润空间受压缩。①**价**：由于库存高位，疫情影响消费，2022Q4 镁锭均价同比减少 41.65%，环比减少 4.4%至 2.5 万元/吨。同时或由于镁锭价格持续下跌，公司 Q4 计提 2010 万元资产减值损失。②**成本**：成本端主要要素价格环比均上行。动力煤现货价格环比增长 8.5%至 1327 元/吨，硅铁价格环比增长 5.2%至 8331 元/吨。③**利**：由于价降本升，2022Q4 毛利率环比下降 3.98pct，同比下降 7.19pct 至 8.42%。

图12：2022Q4，公司归母净利润变化环比拆分 (单位：百万元)



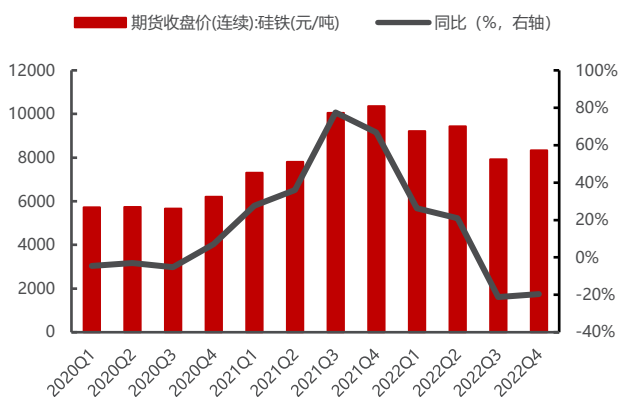
资料来源：wind，民生证券研究院

图13：2022Q4，公司归母净利润变化同比拆分 (单位：百万元)



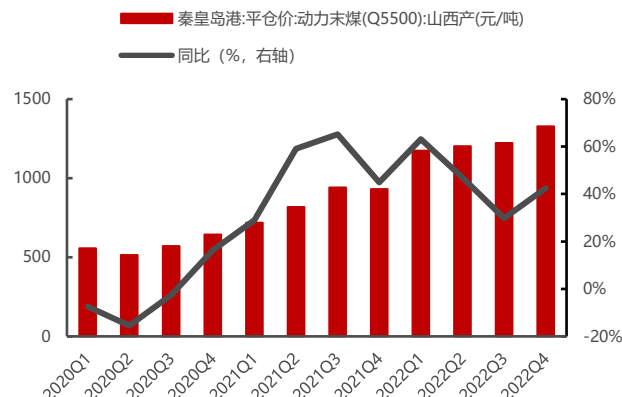
资料来源：wind，民生证券研究院

图14: 2022Q4, 硅铁价格环比增长 5.2%至 8331 元/吨



资料来源: wind, 民生证券研究院

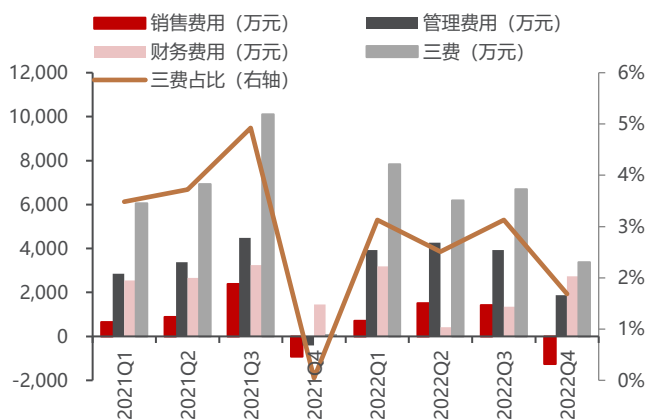
图15: 2022Q4, 动力煤价格环比增长 8.5%至 1327 元/吨



资料来源: wind, 民生证券研究院

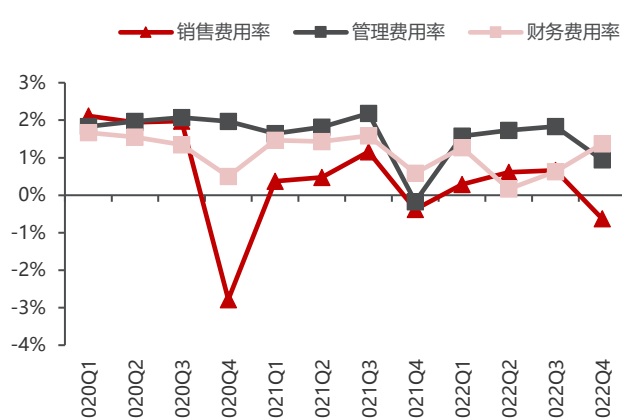
从费用端来看, 2022Q4 公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别环比变化-1.3pct、-0.9pct 和 0.7pct, 其中销售费用率和管理费用率分别为-0.6%和 0.9%, 或由于前三季度费用的会计处理较为保守, 报表三费偏高, 年底经审计三费更低, 相减得到的 Q4 费用显著低于前三季度, 类似于 20Q4 和 21Q4。Q4 研发费用为 9842 万元, 研发费用率达到 4.9%, 连续四个季度环比增长, 公司不断持续投入科研, 一方面挖掘新兴需求增长点, 另一方面追求工业技术的革新, 提高生产效率。

图16: 2022Q4, 公司三费占比为 1.7%



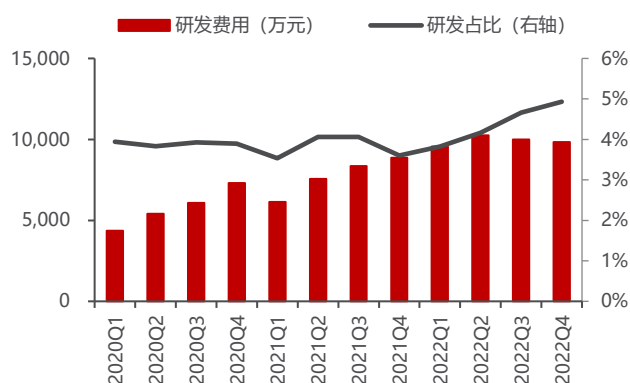
资料来源: wind, 民生证券研究院

图17: 2022Q4, 公司销售费用率为-0.6%



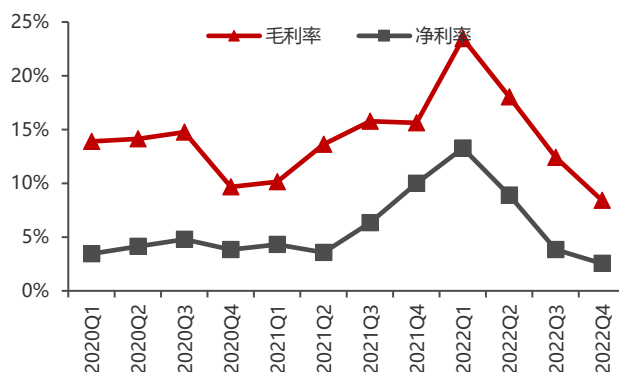
资料来源: wind, 民生证券研究院

图18: 2022Q4, 公司研发费用为 9842 万元



资料来源: wind, 民生证券研究院

图19: 2022Q4, 公司净利率为 2.54%



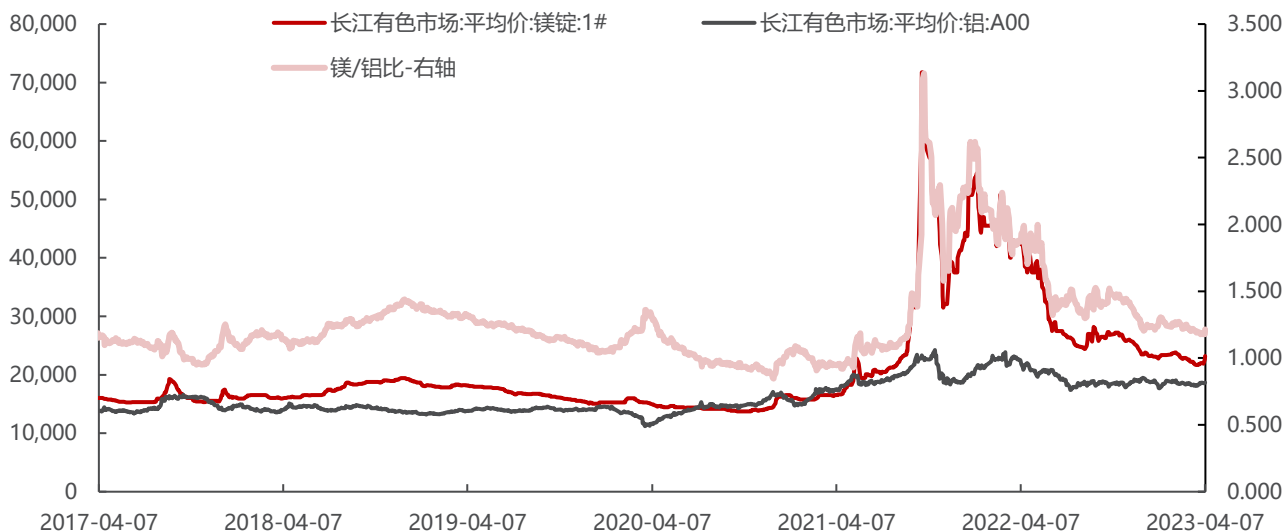
资料来源: wind, 民生证券研究院

2.3 镁铝比进入合理区间, 镁合金行业盈利处于底部

镁铝比回归合理区间。2023 年至今 (截至 2023 年 4 月 7 日), 镁锭均价相比 2022 年全年均价下跌 10.1%至 22800 元/吨, 4 月 7 日镁铝比为 1.24, 处于合理区间 (1.1-1.3) 内。

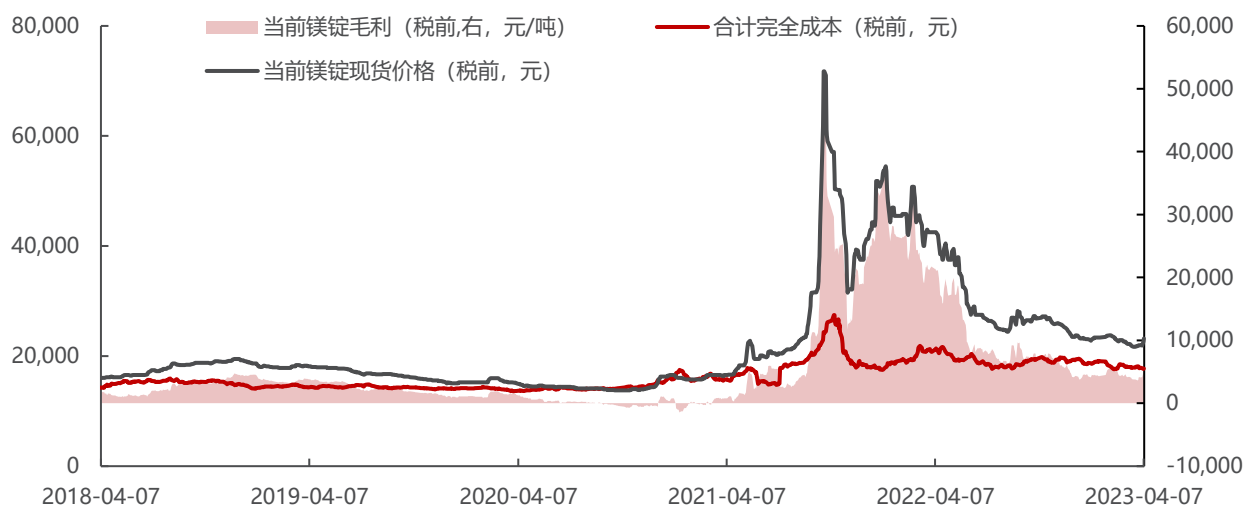
镁冶炼税前毛利处于底部。截至 2023 年 4 月 7 日, 据我们测算, 镁冶炼税前毛利为 5491 元/吨, 镁盈利有所回落。一方面, 随着项目逐渐投产, 公司从上游原材料到下游压铸件的产能均得到提升。另一方面, 随着下游镁深加工需求逐渐提升, 公司深加工的不断加码以及宝钢金属的资源对接, 公司未来的盈利能力有望持续改善。

图20: 截至 2023 年 4 月 7 日, 镁铝比回升至 1.24



资料来源: wind, 民生证券研究院测算

图21: 截至 2023 年 4 月 7 日, 公司镁锭税前毛利为 5491 元/吨 (采用现货动力煤价格测算)



资料来源: wind, 民生证券研究院测算

3 盈利预测与投资建议

投资建议：随着巢湖、五台、青阳等项目逐渐投产，公司在原镁、镁合金、镁深加工领域的产能都将迎来增长。假设 2023-2025 年镁价含税 2.2 万元/吨，我们预计公司 2023-2025 年将实现归母净利润 6.43 亿元、10.73 亿元和 17.26 亿元，EPS 分别为 0.99 元、1.66 元和 2.67 元，对应 4 月 7 日收盘价的 PE 分别为 23、14 和 8 倍，维持“推荐”评级。

4 风险提示

1) 金属价格波动。公司镁全产业链覆盖，产品的盈利随镁价的波动而变化，若镁价大幅下跌，公司业绩将会受到不利影响。

2) 产能投放不及预期。公司有较多在建项目，包括巢湖项目、五台项目以及青阳项目等，若部分项目的投产、达产进度受到内部或外部因素干扰延期，则会对公司利润产生不利影响。

3) 镁下游需求释放不及预期等。公司在建项目较多，产能增长迅速，若下游市场开拓遇到困难，或是需求增长不及预期，导致公司产能利用率不足，单吨折旧摊销会增加，从而使得成本增加，叠加产量增长不及预期，对公司盈利产生打击。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	9105	11556	15497	19931
营业成本	7640	9909	13038	16387
营业税金及附加	48	61	82	106
销售费用	24	30	41	52
管理费用	140	173	232	299
研发费用	397	497	651	817
EBIT	864	920	1499	2330
财务费用	77	114	152	162
资产减值损失	-20	0	0	0
投资收益	-18	0	0	0
营业利润	785	812	1355	2179
营业外收支	-3	0	0	0
利润总额	782	812	1355	2179
所得税	98	97	163	261
净利润	684	714	1193	1917
归属于母公司净利润	611	643	1073	1726
EBITDA	1126	1255	1950	2869

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	272	438	608	733
应收账款及票据	1597	2030	2722	3502
预付款项	175	228	300	377
存货	1349	1629	2143	2694
其他流动资产	446	547	706	886
流动资产合计	3838	4872	6480	8191
长期股权投资	778	778	778	778
固定资产	2761	3683	4266	4570
无形资产	299	299	299	299
非流动资产合计	5225	6099	6632	6895
资产合计	9063	10971	13112	15085
短期借款	2484	3284	3884	3684
应付账款及票据	1128	1167	1536	1931
其他流动负债	554	638	403	505
流动负债合计	4167	5090	5823	6120
长期借款	110	460	760	660
其他长期负债	169	169	169	169
非流动负债合计	279	629	929	829
负债合计	4446	5719	6752	6949
股本	646	646	646	646
少数股东权益	683	754	874	1065
股东权益合计	4618	5252	6360	8137
负债和股东权益合计	9063	10971	13112	15085

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	12.17	26.92	34.10	28.62
EBIT 增长率	22.97	6.48	62.90	55.43
净利润增长率	24.03	5.18	66.92	60.78
盈利能力 (%)				
毛利率	16.09	14.25	15.86	17.78
净利润率	6.71	5.56	6.93	8.66
总资产收益率 ROA	6.74	5.86	8.19	11.44
净资产收益率 ROE	15.54	14.30	19.56	24.40
偿债能力				
流动比率	0.92	0.96	1.11	1.34
速动比率	0.54	0.58	0.68	0.82
现金比率	0.07	0.09	0.10	0.12
资产负债率 (%)	49.05	52.13	51.49	46.06
经营效率				
应收账款周转天数	60.48	60.00	60.00	60.00
存货周转天数	64.43	60.00	60.00	60.00
总资产周转率	1.11	1.15	1.29	1.41
每股指标 (元)				
每股收益	0.95	0.99	1.66	2.67
每股净资产	6.09	6.96	8.49	10.94
每股经营现金流	2.08	0.64	1.27	2.36
每股股利	0.10	0.13	0.22	0.35
估值分析				
PE	24	23	14	8
PB	3.7	3.2	2.7	2.1
EV/EBITDA	15.32	14.53	9.56	6.35
股息收益率 (%)	0.44	0.58	0.96	1.55

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	684	714	1193	1917
折旧和摊销	262	335	451	539
营运资金变动	285	-745	-975	-1089
经营活动现金流	1342	416	818	1525
资本开支	-1311	-1203	-976	-791
投资	-491	0	0	0
投资活动现金流	-1802	-1203	-976	-791
股权募资	13	0	0	0
债务募资	857	1150	570	-300
筹资活动现金流	496	952	329	-610
现金净流量	34	165	170	125

插图目录

图 1: 2022 年, 公司营收同比增长 12.2%	3
图 2: 2022 年, 公司归母净利润同比增长 24%	3
图 3: 2022Q4, 公司营收同比减少 19%	3
图 4: 2022Q4, 公司归母净利润同比减少 85.9%	3
图 5: 2022 年, 公司归母净利润变化拆分 (单位: 百万元)	4
图 6: 2022 年镁合金产品贡献 4.28 亿元毛利增量 (单位: 百万元)	4
图 7: 2022 年, 公司镁合金产品营业收入达到 33 亿元, 占比 36% (单位: 百万元)	5
图 8: 2022 年镁合金产品毛利占比达到 65.8%	5
图 9: 2022 年, 公司产品销量同比减少 19.1%	5
图 10: 2022 年, 镁合金均价同比增长 21.1%至 33263 元/吨	5
图 11: 2022 年公司综合毛利率同比增长 2.06pct 至 16.09%	6
图 12: 2022Q4, 公司归母净利润变化环比拆分 (单位: 百万元)	6
图 13: 2022Q4, 公司归母净利润变化同比拆分 (单位: 百万元)	6
图 14: 2022Q4, 硅铁价格环比增长 5.2%至 8331 元/吨	7
图 15: 2022Q4, 动力煤价格环比增长 8.5%至 1327 元/吨	7
图 16: 2022Q4, 公司三费占比为 1.7%	7
图 17: 2022Q4, 公司销售费用率为-0.6%	7
图 18: 2022Q4, 公司研发费用为 9842 万元	8
图 19: 2022Q4, 公司净利率为 2.54%	8
图 20: 截至 2023 年 4 月 7 日, 镁铝比回升至 1.24	8
图 21: 截至 2023 年 4 月 7 日, 公司镁锭税前毛利为 5491 元/吨 (采用现货动力煤价格测算)	9

表格目录

盈利预测与财务指标	1
公司财务报表数据预测汇总	12

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026