

## 云海金属 (002182.SZ)

## 一体优势光芒耀，龙头镁合崭峥嵘

- **民企央企混改制，宝武集团助力拓展终端市场发展。**云海金属集团成立于1993年，是集矿业开采、有色金属冶炼、加工与回收为一体的高新技术企业，拥有自白云石开采至镁合金回收的完整镁产业链。宝钢金属于2022年10月实现第三次股份认购，未来实控人或转变为国资委。依托宝武强大的汽车市场背景，可实现技术和资源共享，将公司打造成全球镁产业引领者。
- **一体化布局，预计年内新项目投产。**公司在山西、安徽拥有三大原镁供应基地，镁合金供应基地覆盖长三角及中西地区。目前公司拥有14亿吨白云石矿开采权以及年产10万吨原镁、20万吨镁合金（均为行业第一）和50万吨铝合金深加工产品产能。青阳项目预计2023年9月完成建设，年底前投产。原镁及镁合金产能在2025年将分别达到50万吨，进一步强化龙头地位，显著增厚业绩。
- **汽车用镁或快速提升，积极布局建筑模板、固态储氢领域。**1) 汽车：目前镁铝比低于1.3，经济性显现，预计2030年汽车用镁78万吨，CAGR21.7%。2) 建筑模板：公司率先布局镁模板行业，投资建设年产200万片项目，与中国建筑、上海建工等企业洽谈镁模板的合作，未来有望放量，预计2030年用镁52.49万吨，CAGR为30.68%。3) 储氢材料：镁基固态储氢因其储氢密度高、镁储量丰富、安全性高等优点，未来有特定使用场景，公司现与宝钢金属联合重庆大学、上海交大积极开展合作，预计镁基储氢拥有广阔空间。
- **业绩稳定增长，毛利率企稳回升。**公司业绩多年保持稳定增长，2022年营业收入91.05亿元，同增12.17%；23Q1收入16.94亿元，同减32.3%，主因镁价下跌。2022年整体毛利率为16.09%，镁价下跌使22年毛利率逐季下滑，23Q1开始环比回升。近年来公司成本控制良好，销售、管理、财务费用率持续降低，公司近年来加大研发投入，将技术创新作为公司发展首要战略。2022年经营性现金流改善明显，资产负债率稳定在50%左右，ROE呈现上升趋势。
- **投资建议：**预计公司2023-2025年归母净利润为7.59、14.00、20.55亿元，给予公司23年目标PE为25倍，对应目标价为29.25元/股，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**原材料价格波动风险、公司项目进展不及预期、产品推进不及预期、汽车行业销量下降的风险、管理风险、汇率波动风险、其他轻量化材料的替代风险。

## 财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	8117	9105	10895	19095	26538
同比增长	37%	12%	20%	75%	39%
营业利润(百万元)	587	785	973	1791	2626
同比增长	109%	34%	24%	84%	47%
归母净利润(百万元)	493	611	759	1400	2055
同比增长	102%	24%	24%	85%	47%
每股收益(元)	0.76	0.95	1.17	2.17	3.18
PE	31.1	25.1	20.2	11.0	7.5
PB	4.5	3.9	3.2	2.6	2.0

资料来源：公司数据、招商证券

注：股本考虑增发影响

## 强烈推荐 (首次)

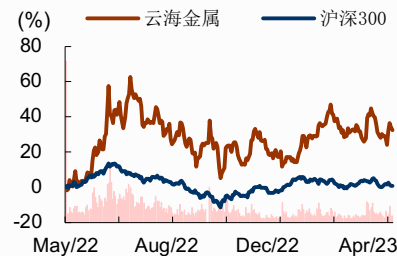
周期/金属及材料  
目标估值：29.25元  
当前股价：23.74元

## 基础数据

总股本(万股)	64642
已上市流通股(万股)	55720
总市值(亿元)	153
流通市值(亿元)	132
每股净资产(MRQ)	6.2
ROE(TTM)	9.0
资产负债率	48.6%
主要股东	梅小明
主要股东持股比例	18.03%

## 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	7	9	42
相对表现	9	0	40



资料来源：公司数据、招商证券

## 相关报告

- 1、《云海金属(002182)一致力汽车轻量化镁铝深加工项目即将迎来集中落地期》2021-12-31

刘文平 S1090517030002  
liuwenping@cmschina.com.cn  
贾宏坤 S1090522090001  
jiahongkun@cmschina.com.cn  
刘伟洁 S1090519040002  
liuweijie@cmschina.com.cn  
赖如川 研究助理  
lairuchuan@cmschina.com.cn

## 正文目录

一、镁合金行业龙头，一体化布局优势明显	5
1、深耕行业 30 年，宝钢战略入股巩固优势地位	5
(1) 公司布局镁行业全产业链	5
(2) 民企、央企特有混改制，国资委将成实控人	6
2、镁铝产业双驱动，加速公司下游发展	6
二、积极推进产能扩张，打造世界领先镁合金基地	7
1、淘汰落后产能，行业集中度逐步提升	7
(1) 白云矿石开采：公司拥有我国超半数开采权	7
(2) 公司自主研发“竖罐炼镁”，成为行业标杆	8
(3) 原镁产能高度分散，公司占据行业第一	9
2、镁合金：探索多领域下游应用	11
(1) 新产线扩建，进一步稳固行业龙头地位	11
(2) 汽车轻量化推动镁合金下游应用	11
3、青阳项目即将落地，未来显著增厚业绩	12
三、镁建筑模板或打开新增长极，镁基储氢潜力较大	13
1、铝合金行业稳定增长，公司专注下游应用	13
2、公司拓展镁合金下游应用，抢先布局建筑模板领域	14
3、未来储氢风口：镁基固态储氢	15
四、财务分析	16
1、业绩稳定增长，镁合金为盈利主力	16
2、降本增效持续推进，研发费率上升	17
3、经营现金流明显改善，资产负债率下降	18
4、ROE 稳定上升	18
五、盈利预测与公司估值	19
1、盈利预测	19
2、估值分析	21
六、投资建议	22
七、风险提示	22

## 图表目录

图 1 公司发展历史	5
图 2 镁行业产业链	5
图 3 股权变更图	6
图 4 2017-2022 公司营业收入及增速	7
图 5 2017-2022 公司归母净利润及增速	7
图 6 2017-2022 公司主营业务营收占比	7
图 7 2017-2022 公司主营业务毛利占比	7
图 8 白云石矿	8
图 9 我国白云石矿分布图	8
图 10 皮江法冶炼原镁	9
图 11 2014-2022 年中国和全球原镁产量 (万吨)	10
图 12 中国 2022 年各省份原镁产量百分比	10
图 13 原镁下游需求结构 (截至 2021 年)	10
图 14 原镁行业主要企业产能占比 (截至 2021 年)	10
图 15 镁合金行业主要企业产能占比 (截至 2021 年)	11
图 16 2022 年我国镁合金产能 (万吨)	11
图 17 镁合金下游需求	12
图 18 安徽宝镁股权结构图	13
图 19 中国主要模板市场占有率 (截至 2021 年)	15
图 20 2016-2022 建筑模板市场规模	15
图 21 镁基固态储氢车	16
图 22 镁基固态储氢车吸、放氢气速率	16
图 23 公司总营业收入及增速	17
图 24 主营业务营收占比	17
图 25 主营业务毛利占比	17
图 26 主营业务毛利率对比	17
图 27 2015-2022 公司费用率	18
图 28 2015-2022 归母净利润及增速	18
图 29 公司经营, 活动现金流	18
图 30 公司资产负债率	18
图 31 杜邦三项对公司 ROE 变化贡献的趋势	19
图 32 杜邦三项对公司 ROE 变化贡献的趋势 (扣非)	19

表 1 公司白云石采矿权整合.....	8
表 2 原镁冶炼生产工艺.....	8
表 3 公司原镁产能（截至 2022 年）.....	10
表 4 公司镁合金产能（截至 2022 年）.....	11
表 5 镁合金深加工产品产能（截至 2022 年）.....	12
表 5 铝合金产能（截至 2022 年）.....	13
表 7 铝合金深加工产能.....	13
表 7 镁合金、铝合金模板对比.....	14
表 9 镁合金建筑模板市场预测.....	15
表 10 我国镁基储氢材料原镁需求预测.....	16
表 11 收入增速预测表.....	19
表 12 毛利率预测.....	20
表 13 费用率预测.....	20
表 14 盈利预测表.....	21
表 15 原镁对镁合金净利润敏感性预测.....	21
表 16 公司估值预测表（截止 2023 年 5 月 11 日）.....	22
附：财务预测表.....	23

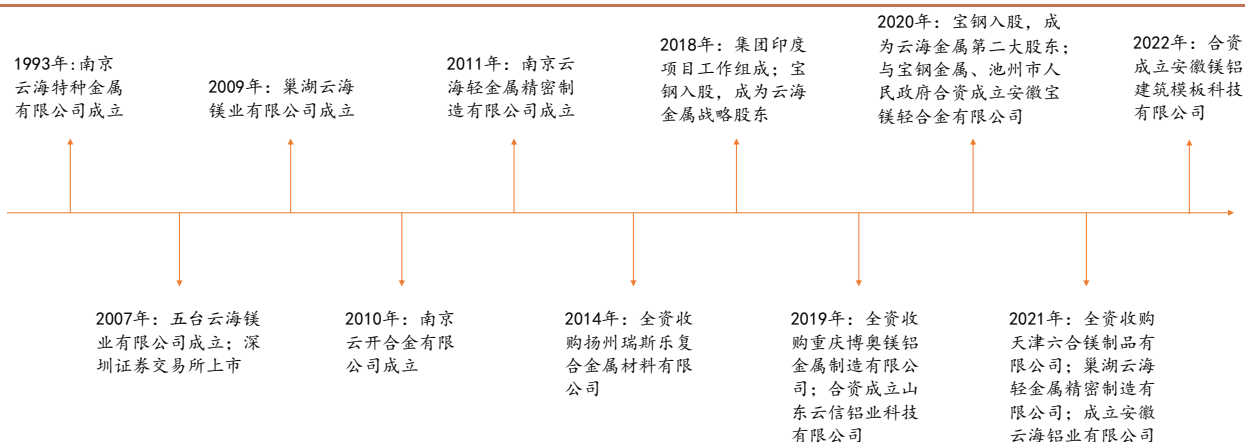
## 一、镁合金行业龙头，一体化布局优势明显

### 1、深耕行业 30 年，宝钢战略入股巩固优势地位

#### (1) 公司布局镁行业全产业链

云海金属集团成立于 1993 年，2007 年在深交所上市。公司经过三十年的发展，成为了一家集矿业开采、有色金属冶炼、加工与回收为一体的高新技术企业。主营业务包含镁、铝合金材料的生产及深加工、销售业务，主要产品包括镁合金、镁合金压铸件、铝合金、铝挤压微空调扁管、铝挤压汽车结构件、中间合金以及金属锶等。产品主要应用于汽车、电动自行车轻量化和消费电子及建筑等领域。

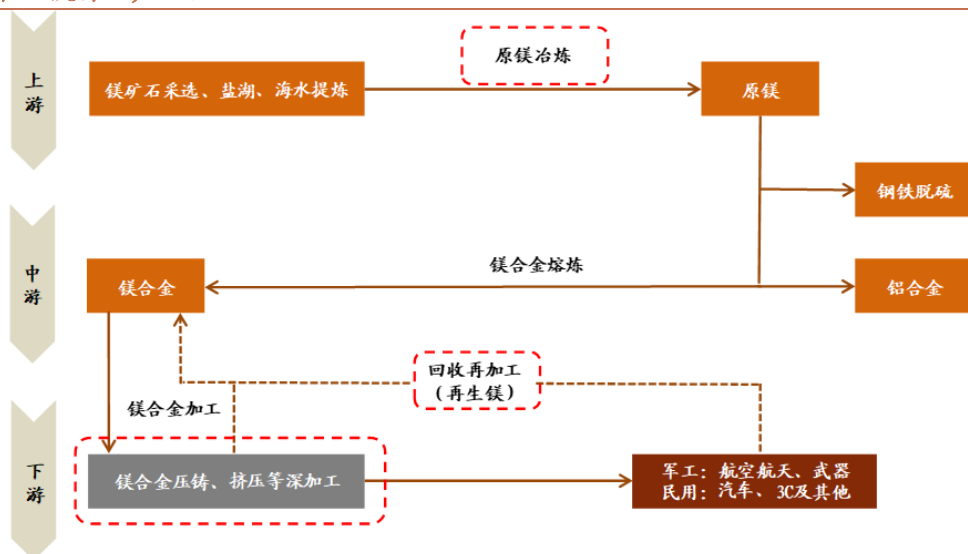
图 1 公司发展历史



资料来源：公司官网、招商证券

公司拥有“白云石开采-原镁冶炼-镁合金熔炼-镁合金加工-镁合金回收”完整镁产业链以及“高性能铝合金-铝挤压加工”特色产品系。镁的产业链可分为三大板块：上游为矿石开采以及原镁冶炼；中游为镁合金熔炼；下游为镁合金深加工，包含压铸，挤压等工艺。

图 2 镁行业产业链



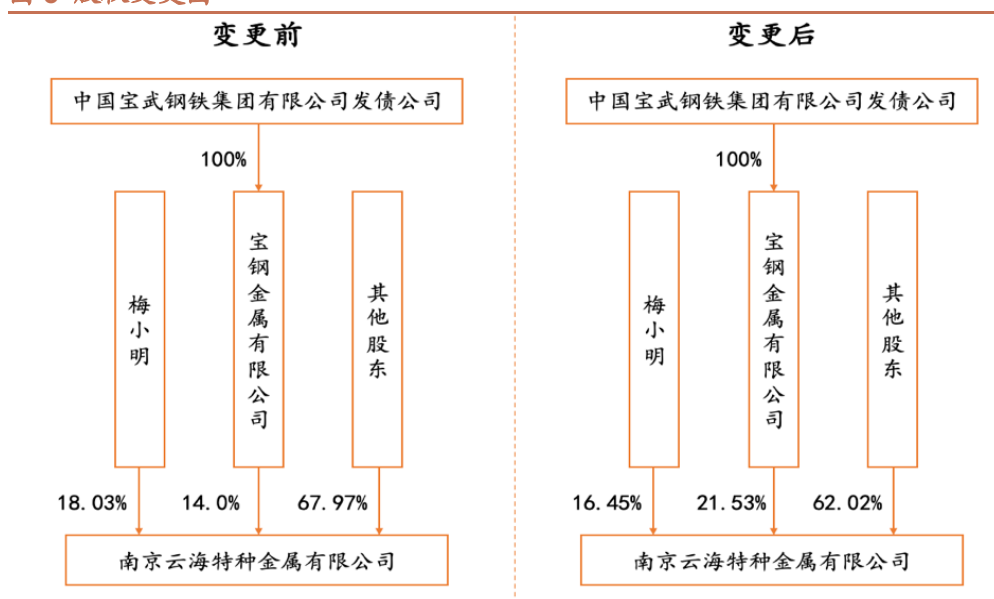
资料来源：招商证券

## (2) 民企、央企特有混改制，国资委将成实控人

公司下共拥有四大部门：镁事业部、铝事业部、压铸事业部以及贸易公司。截至 2022 年，公司共建立了三大原镁供应基地：山西五台云海、安徽巢湖云海、安徽池州宝镁；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，广东惠州子公司主要面对珠三角客户。公司近年来先后收购了重庆博奥、天津六合镁，完善了公司在镁合金下游产品的全面布局。南京云海精密、巢湖云海精密、重庆博奥、荆州云海精密、天津六合镁等深加工企业，实现了对长三角地区、西南地区、华中地区以及北方地区的覆盖。

截至 2022 年 9 月，云海金属董事长兼总经理梅小明先生持有 18.03% 的股份，为公司第一大股东、实际控制人。梅小明先生曾于 2018 年 12 月和 2020 年 8 月分别向宝钢金属转让 8% 和 6% 的股份，因此宝钢金属有限公司成为第二大股东，总计持股 14%。

图 3 股权变更图



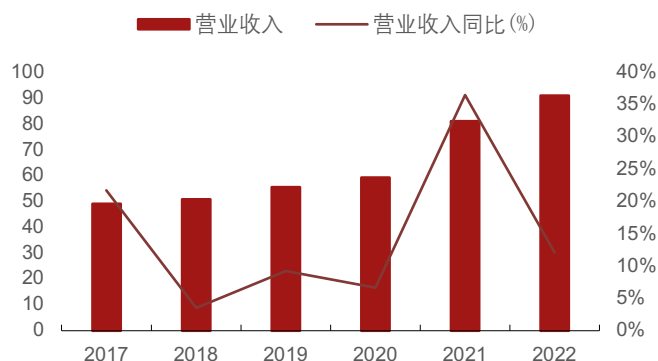
资料来源：公司公告、招商证券

宝钢金属是国有资本投资公司试点企业，中国宝武新材料产业的一级子公司，其发展战略聚焦在轻量化材料与制品以及镁产业，与云海金属的产业高度契合。宝钢金属在前期引入战略股东，并委派了董事、高级管理人员参与公司治理，形成民企和央企有特色的混改制度；同时，中国宝武拥有强大的汽车市场背景及资源，可实现技术和资源共享，强强联合，拓展镁产品在终端市场尤其是汽车领域的应用。2022 年 10 月 17 日，宝钢金属签署《股份认购协议》，宝钢金属持股比例将提升为 21.53%。此次成功增发非公开发行股票，实际控制人变更为国资委，通过构建科学高效的决策机制，进一步聚焦发展轻量化材料和制品，持续优化在 高强钢、镁、铝三大轻金属材料的产业布局与发展载体。公司将成为宝钢金属打造“中国镁业”以及全球镁产业引领者的关键平台。

## 2、镁铝产业双驱动，加速公司下游发展

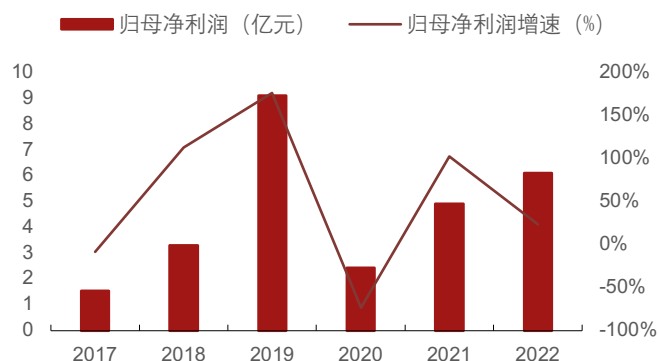
公司业绩逐年攀升，2018-2021 公司营业收入、归母净利润 CAGR 分别为 13.07% 和 31.61%。其中 2021 年营业收入实现突破式增长，达到了 81.17 亿元，同比增长 36.52%。截至 2022 年，公司盈利能力较好，营业收入达到 91.05 亿元，同比增加 12.17%；归母净利润达到 6.11 亿元，同比增加 24.03%。公司主要以国内业务为主，国外业务为辅。自 2017 年至 2022 年，海外销售额从 6 亿元增长至 18.8 亿元，CAGR 为 25.68%，整体呈上升趋势。

图 4 2017-2022 公司营业收入及增速



资料来源：iFinD、招商证券

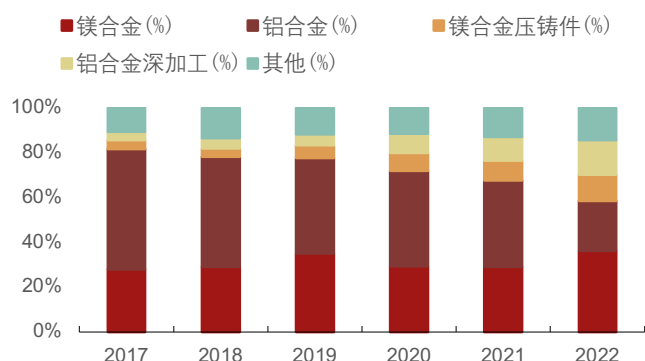
图 5 2017-2022 公司归母净利润及增速



资料来源：iFinD、招商证券

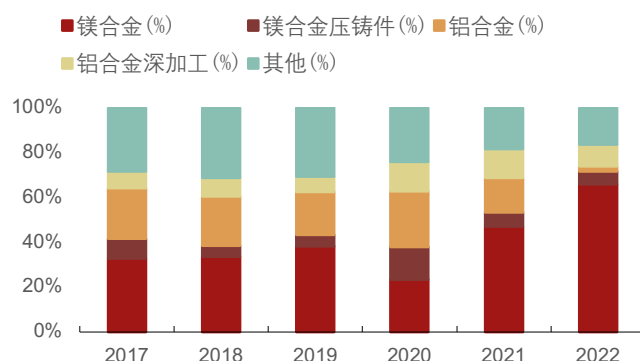
公司主营业务为镁合金与铝合金产品，同时也是公司盈利的主要增长点和贡献点，占总营收半数以上。近年来得益于公司对下游端业务的发展，深加工产品、压铸件对营收的贡献明显提升，从 2017 年的 4.06% 和 3.52% 提升至 2022 年的 11.7% 和 15.27%，预示着下游端的布局成效显著。

图 6 2017-2022 公司主营业务营收占比



资料来源：iFinD、招商证券

图 7 2017-2022 公司主营业务毛利占比



资料来源：iFinD、招商证券

毛利方面，2022 年镁合金产品是公司业绩增长的主要发力点，贡献了 65.83% 的毛利，其主要原因是镁合金产品销售价格上涨。且公司拥有 1.4 亿吨白云石采矿权，能够进一步降低镁合金成本，促进毛利率上升。未来随着与宝钢金属的青阳项目落地投产，预计将显著增厚公司业绩和利润。

## 二、积极推进产能扩张，打造世界领先镁合金基地

### 1、淘汰落后产能，行业集中度逐步提升

#### (1) 白云矿石开采：公司拥有我国超半数开采权

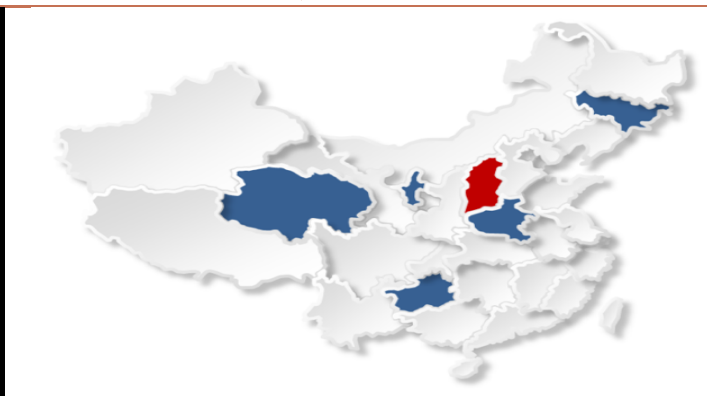
公司是全球镁行业龙头企业，已具有从白云石开采-原镁冶炼-镁合金-镁合金深加工-镁合金回收的完整的镁产业链。目前皮江法我国生产原镁的主流方法，原材料为白云矿石。我国拥有世界第一的白云石矿产资源，质量优且含杂质低。现已探明储量 40 亿吨以上，主要分布在山西、宁夏、河南、吉林、青海、贵州等地。其中山西白云石储量较为集中，已探明储量约为 4.5 亿吨左右，占全国已探明储量的 11.25%。

图 8 白云石矿



资料来源：上海有色网，招商证券

图 9 我国白云石矿分布图



资料来源：上海有色网，招商证券

公司在上游资源端拥有庞大的白云石矿产资源，不仅为生产原镁提供充足的原材料保障，同时也降低了原镁生产成本。目前公司共拥有约 14 亿吨白云石采矿权，占我国近 60% 的白云石矿储量（我国现已探明白云石矿储量约 24 亿吨）。其中子公司巢湖云海镁业拥有 8864 万吨采矿权，可年产 300 万吨石矿；合资子公司安徽宝镁（公司股权占比 45%）拥有 13.2 亿吨采矿权，可年产 4000 万吨石矿。五台云海镁业的采矿权正在整合中，如未来成功竞得采矿权，矿石将实现完全自给并进一步降低成本。根据现有原镁冶炼技术，原镁：白云石：煤炭：硅铁对应关系为 1：10：3：1。巢湖云海镁业、安徽宝镁有大量剩余白云石可供外售，周边建筑类企业以及码头等均可消化富余石矿。预计明年矿石销售放量，显著增厚业绩。同时为了减少硅铁价格的波动对原镁冶炼成本的影响，公司也在布局硅铁产能。2019 年 6 月子公司包头云海投资建设年产 30 万吨硅铁合金项目，预计 2023 年上半年一期 12 万吨硅铁投产，若未来实现硅铁自足，生产成本将进一步下降。

表 1 公司白云石采矿权整合

公司名称	采矿权 (万吨)	石矿年产量 (万吨)
巢湖云海镁业有限公司	8864.25	300
安徽宝镁轻合金有限公司	131978.13	4000
五台云海镁业有限公司	整合中	—

资料来源：公司年报，招商证券

## （2）公司自主研发“竖罐炼镁”，成为行业标杆

目前镁冶炼的方法有两种：1、从尖晶石、卤水或海水中将含有氯化镁的溶液经脱水或焙融氯化镁熔体，之后进行电解，此法称为电解法；2、用硅铁对从碳酸盐矿石中经煅烧产生的氧化镁进行热还原，此法称为热还原法（皮江法）。

表 2 原镁冶炼生产工艺

镁冶炼技术		镁矿原料
电解法	道乌法	海水卤水
	氧化镁氯化法	菱镁矿
	光卤石法	光卤石
	AMC 法	盐湖卤水
	诺斯克法	海水
硅热法	皮江法	白云石

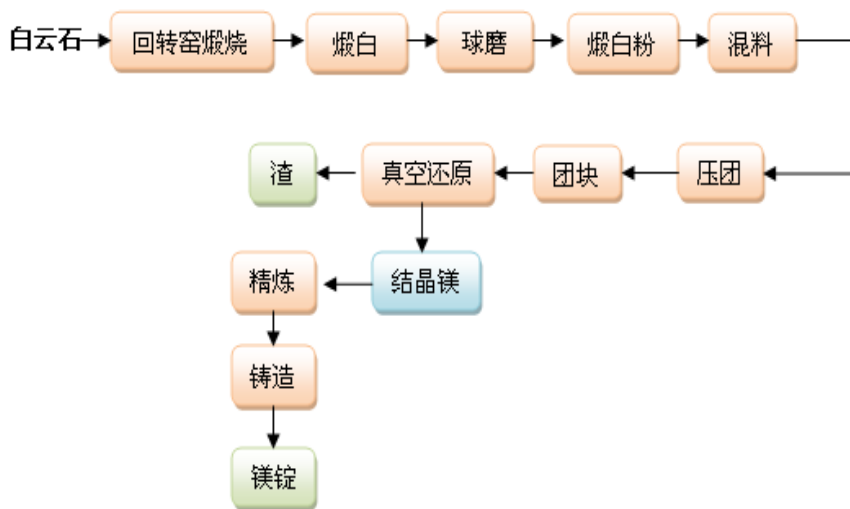


镁冶炼技术		镁矿原料
	波尔扎诺法	
	半连续法	

资料来源：金属百科，招商证券

得益于丰富的白云石矿资源，我国生产金属镁主要采用的是皮江法，其实质是在高温和真空条件下，有氧化钙存在时，通过硅（或铝）还原氧化镁生成镁蒸气，与反应生成的固体硅酸二钙相互分离并经冷凝得到结晶镁。该工艺过程可分为白云石煅烧、原料制备、还原和精炼四个阶段。

图 10 皮江法冶炼原镁



资料来源：金属百科，招商证券

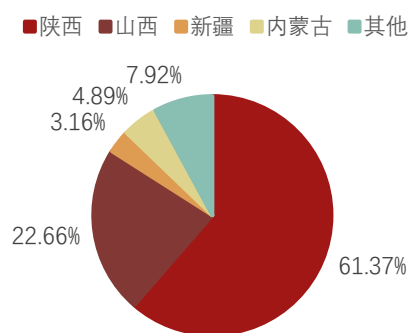
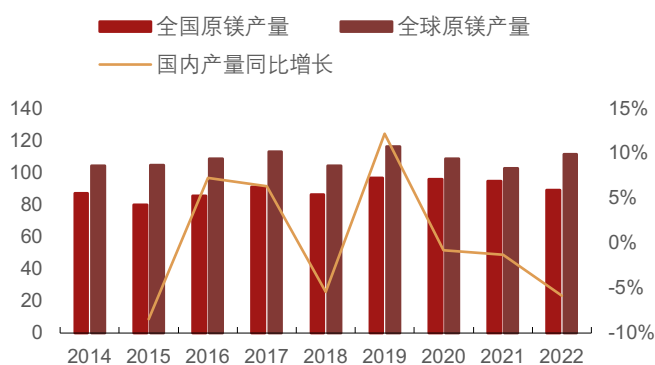
目前我国镁冶炼还原普遍采用的是横罐水平式还原炉型，其主要缺点在于热利用率低、还原罐寿命短、还原炉所占的成本较大，属于劳动密集型且生产过程不连续。公司通过自主研发的“短流程粗镁一步法”使得劳动生产率提高 1 倍，冶炼总耗能降低 30-40%。不仅保证原镁质量，也大幅降低生产成本。同时公司是率先全部采用竖罐节能炼镁工艺的企业，为行业树立了标杆。通过自主研发的“竖罐蓄热式燃烧技术”能耗明显降低，一般卧式还原炉吨镁耗煤 5.5 吨，而竖罐吨镁耗煤仅 3 吨，提高了能源的效率，且提高了单罐产量，显著降低能源消耗。

### (3) 原镁产能高度分散，公司占据行业第一

依托丰富的镁资源储量，我国镁产业发展位居世界第一。2022 年全球原镁产量约 111.5 万吨，同年我国共生产原镁约 89.36 万吨，占全球总产量的 80.1%。今后全球镁供应格局将会多元化，加拿大、美国等地都有在建的原镁冶炼项目，但中国仍然是全球最主要的原镁生产国，预计产量比例仍将在 75% 以上。国内供应格局方面，我国原镁产能主要集中在陕西、山西两地，约占我国总产量的 84%，是我国镁产业的优势核心产区。从 2012 年至今，陕西榆林尤其是府谷县镁冶炼产业发展迅猛，当地镁生产企业把本地兰炭炉和金属镁冶炼炉对接，让兰炭生产过程中产生的荒煤气成为免费热源，加之府谷盛产皮江法炼镁所用的还原剂硅铁矿，因此被业内评价为“世界镁业在中国，中国镁业看府谷”。

图 11 2014-2022 年中国和全球原镁产量（万吨）

图 12 中国 2022 年各省份原镁产量百分比



资料来源：中国有色金属工业协会、世界镁业大会、立鼎产研、招商证券

资料来源：中国有色金属工业协会，招商证券

我国镁冶炼行业集中度较低，公司作为镁冶炼行业龙头，目前 10 万吨原镁产能占据全国第一，占有率达到 7.27%，远高于行业第二银光华盛镁业的 6.5 万吨产能。公司现已建立三大原镁供应基地：山西五台云海、安徽巢湖云海以及安徽池州宝镁。未来随着巢湖扩产 5 万吨原镁产能、在五台扩产 10 万吨原镁产能以及在青阳新建 30 万吨原镁产能落地后，原镁总产能将达到年产 50 万吨，行业地位进一步巩固。至于剩余的绝大部分企业，则是 0.5-2 万吨产能的公司。随着国家环保高压持续，进入行业的门槛提高，落后产能逐步出清，未来 3-5 年行业集中度有望持续提升。

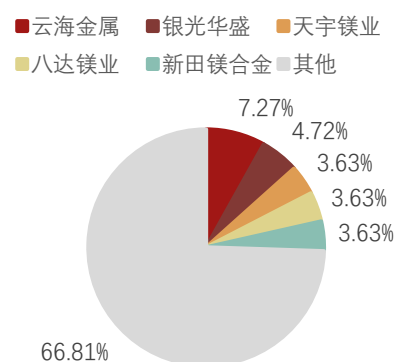
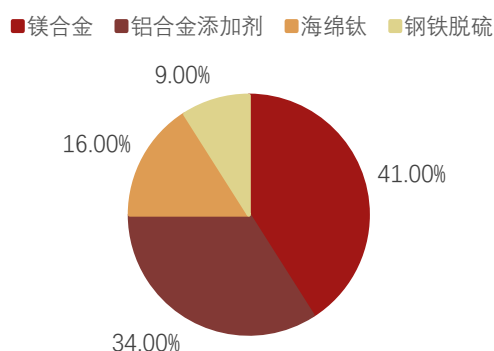
表 1 公司原镁产能（截至 2022 年）

原镁供应基地	产能 (万吨)	项目进程
五台云海、巢湖云海、池州宝镁	10	已建成
巢湖云海 (扩产)	5	预计 2023 年底完成建设
五台云海 (扩产)	10	预计 2024 年投产
安徽宝镁 (青阳新建)	30 (权益占比 45%)	预计 2023 年 12 月投产出镁，2024 年完成建设

资料来源：公司公告，招商证券

图 13 原镁下游需求结构（截至 2021 年）

图 14 原镁行业主要企业产能占比（截至 2021 年）



资料来源：华经情报网，招商证券

资料来源：华经情报网，招商证券

## 2、镁合金：探索多领域下游应用

### (1) 新产线扩建，进一步稳固行业龙头地位

原镁下游需求主要分为镁合金，铝合金添加剂，海绵钛以及钢铁脱硫，其中接近半数的原镁被用于生产镁合金。不同于原镁行业，由于镁合金生产工艺存在一定的技术壁垒，行业集中度较高。目前国内镁合金总产能约 50 万吨，公司拥有 20 万吨镁合金年产能，约占国内市场的 40%，具有龙头地位。其次是瑞格镁业、海镁特镁业，均拥有超过 10% 的市场占有率。公司拥有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，广东惠州子公司主要面对珠三角客户。待青阳项目达成新建 30 万吨以及五台云海镁业扩产 10 万高性能镁基轻合金后，总产能将达到年产 50 万吨，市场份额有明显优势。

图 15 镁合金行业主要企业产能占比（截至 2021 年）

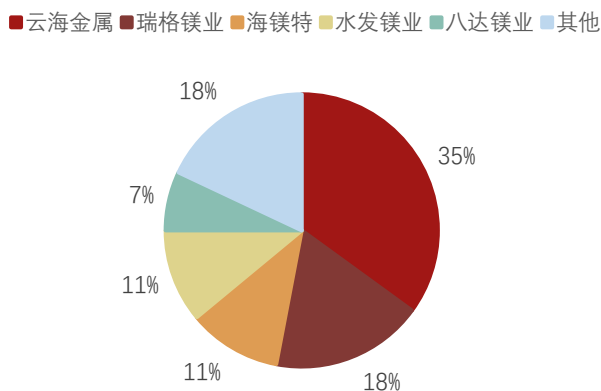
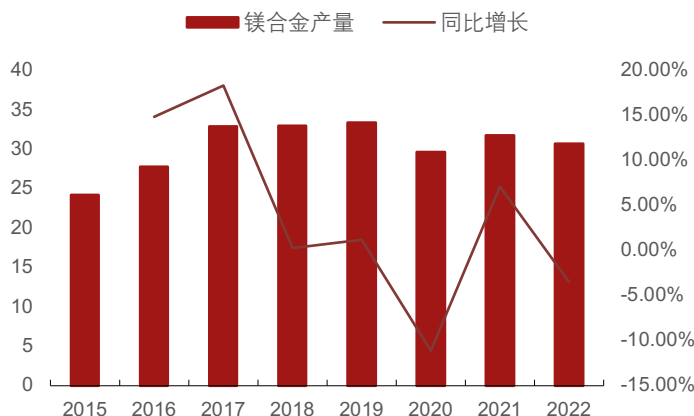


图 16 2022 年我国镁合金产能（万吨）



资料来源：华经情报网，招商证券

资料来源：华经情报网，招商证券

表 2 公司镁合金产能（截至 2022 年）

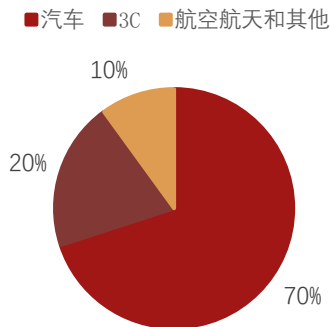
镁合金供应基地	产能（万吨）	项目进度
巢湖云海、安徽宝镁、五台云海、惠州云海	20	已建成
安徽宝镁（青阳新建）	30 万吨高性能镁基轻合金	2020 年 11 月投资建设，预计 2023 年 9 月完成建设
重庆博奥镁铝	2 万吨镁合金	2020 年 6 月投资建设
五台云海镁业（扩产）	10 万吨高性能镁基轻合金	2022 年 11 月投资建设

资料来源：公司公告，招商证券

### (2) 汽车轻量化推动镁合金下游应用

镁合金下游应用主要用于交通运输、电子产品和生物医用等。其中汽车为主要应用方向，占比约为 70%，其次是电子产品占比 20%。随着新能源汽车的快速渗透，公司抓住汽车轻量化发展时机，着力拓展下游深加工业务。镁合金汽车零部件产品如方向盘骨架、仪表盘支架、中控支架、座椅支架、显示屏支架等业务量同比增长，市场占有率提升。2020 年 3 月，公司在巢湖云海开展的年产 1000 万只方向盘骨架项目正式启动，投资总额达 2.07 亿元，同时公司在建筑领域的镁合金建筑模板现已规模销售，开拓了镁合金在建筑领域的新应用。2021 年 12 月，公司在安徽省巢湖市投资建设建设了年产 200 万片建筑模板项目，项目固定资产投资额为 2.3 亿元人民币。

图 17 镁合金下游需求



资料来源：华经情报网，招商证券

表 3 镁合金深加工产品产能（截至 2022 年）

镁合金深加工产品供应基地	产能（万吨）	项目进度
南京云海	100 万只汽车镁轮毂	2018 年 9 月投资建设
安徽宝镁（青阳新建）	15 万吨镁合金深加工产品	2020 年 11 月投资建设，预计 2023 年 9 月完成建设
重庆博奥镁铝	8000 吨镁粒子、100 万件镁铝合金深加工产品	2020 年 6 月投资建设，项目完成 111.49%
巢湖云海镁业	年产 1000 万支方向盘骨架	2020 年 3 月投资建设，项目完成 26.73%
巢湖云海轻金属	年产 200 万片建筑模板	2021 年 12 月投资建设，项目完成 7.22%
南京云海精密（扩产）	3 万吨镁合金深加工产品	2022 年 11 月投资建设
五台云海镁业（扩产）	5 万吨镁合金深加工产品	2022 年 11 月投资建设
天津六合镁	年产 250 万件镁合金深加工产品	2022 年 11 月投资建设

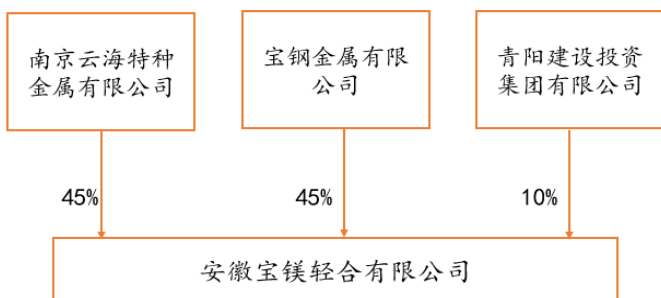
资料来源：公司公告，招商证券

### 3、青阳项目即将落地，未来显著增厚业绩

2020 年 11 月，公司与宝钢金属、安徽省池州市共同投资建设“年产 30 万吨高性能镁基轻合金及深加工项目”。项目所在地池州贴近长三角，拥有丰富的白云石矿产资源、客户资源集中且交通便利，可建设国内最大的从镁矿开采、原镁冶炼、镁合金生产、镁合金深加工的完整产业链，欲打造世界领先的镁合金生产基地和中国镁合金应用新材料创新基地。

负责此次项目主体规划投建的是公司与宝钢金属、青阳建设投资集团共同投资成立的安徽宝镁轻合金有限公司。其中宝钢金属出资人民币 10.8 亿元，占公司股权的 45%；云海金属出资人民币 10.8 亿元，占公司股权的 45%；青阳建投出资人民币 2.4 亿元，占公司股权的 10%，注册资本为 24 亿元。同时为了保证项目原材料的稳定供应，安徽宝镁于 2021 年 12 月以 42.3 亿元价格竞得了青阳县花园吴家冶镁用白云岩矿采矿权，总矿石量为 13.2 亿吨。

图 18 安徽宝镁股权结构图



资料来源：公司公告，招商证券

该项目位于青阳县酉华镇花园吴家白云岩矿区、26.5 公里廊道，占地面积 2200 亩，拥有运营年吞吐量 3000 万吨码头，是池州历史上首个投资超百亿元的重大产业项目。可建设年产 30 万吨高性能镁基轻合金、15 万吨镁合金压铸部件、年产 100 万吨熔剂、年产骨料及机制砂 2500 万吨。项目投资总额为人民币 148 亿元，预计 2023 年 9 月可完成建设，2024 年开始贡献增量。待项目全部达产后，可实现年均销售收入 102.49 亿元，年均净利润 12.47 亿元，内部收益率为 12.01%，投资回收期为 11.24 年（含建设期）。

### 三、镁建筑模板或打开新增长极，镁基储氢潜力较大

#### 1、铝合金行业稳定增长，公司专注下游应用

由于铝合金耐高温、可循环利用、低成本等优点，近年来日益受到各个领域的广泛应用，加上近年来汽车轻量化的不断推进，我国铝合金的需求量也随之不断增加。公司拥有“高性能铝合金-铝挤压加工”特色产品系，可年产高性能铝合金及深加工产品。铝合金深加工业务主要包含压铸和挤压两大类。公司目前在南京、巢湖、重庆、荆州、天津有五大压铸基地，拥有 3.8 万吨/年高性能镁、铝和其他合金压铸件产能；具有各类部件的表面处理能力并且可以自主开发设计制造模具。公司的铝挤压类产品包含汽车结构件以及扁管，在南京、扬州有两大挤压基地，拥有 10 万吨/年高性能铝挤压产品产能。

表 4 铝合金产能（截至 2022 年）

公司名称	产能	项目进度
南京云海	5 万吨铝合金	2020 年 3 月投资建设，项目进度 84.35%
运城云海铝业	5 万吨铝中间合金	2018 年 11 月投资建设
聊城云信铝业	10 万吨铝中间合金	2019 年 6 月投资建设

资料来源：公司公告，招商证券

表 5 铝合金深加工产能

公司名称	产能	项目进度
南京云海	15 万吨高性能铝合金棒材、5 万吨铝镁挤压型材	2020 年 3 月投资建设，项目进度 84.35%
	1.5 万吨铝挤压微通道扁管	2023 年 3 月投资建设
扬州瑞斯乐	4 万吨高性能铝合金棒材，	2016 年 10 月投资建设
	1 万吨微通道扁管道	2018 年 4 月投资建设

公司名称	产能	项目进度
南京云海	15 万吨高性能铝合金棒材、5 万吨铝镁挤压型材	2020 年 3 月投资建设，项目进度 84.35%
巢湖云海镁业	5 万吨高性能铝合金棒材	2018 年 1 月投资建设
运城云海铝业	5 万吨高性能铝合金棒	2018 年 11 月投资建设
安徽云海铝业	15 万吨轻量化铝挤压型材	预计 2023 年年底完成建设
重庆博奥镁铝	1500 万件镁铝合金中大型汽车零部件	2022 年 11 月投资建设

资料来源：公司公告，招商证券

近几年汽车结构件产品是公司重点发展的铝合金深加工产品，主要供应给特斯拉、比亚迪、蔚来、小鹏、吉利、上汽新能源等。扁管主要应用于汽车空调并且国内空调工厂在上新项目时已经考虑使用铝挤压微通道扁管，市场前景良好。同时，微通道扁管在风电储能电池以及新能源车电池上也有广泛应用，公司目前已经为国内新能源车电池和风电储能电池客户供货。由于公司金属铝源于外购，铝合金生产成本受铝价影响较大，因此铝产业不具备竞争力。公司通过调整铝合金业务的客户和产品结构，同时加大铝合金深加工产品的业务占比，提高材料的自我转化率，从而增加铝产品的利润率。未来公司会在条件合适时将铝业务及相关资产转移至子公司云海铝业，把重心聚焦在镁产业发展。

## 2、公司拓展镁合金下游应用，抢先布局建筑模板领域

市面上常用的模板材料有：木模板、钢模板、铝合金模板和塑料模板。近年来，国家及地方政府在不断推出相关政策，《“十四五”建筑节能与绿色建筑发展规划》强调了提升绿色建筑发展质量、提高新建建筑节能水平，因此铝模板在全国各地的应用持续渗透。镁合金建筑模板在保持铝合金模板优点的基础上，还拥有以下 4 点优势：1) 质量更轻，加工率高：每平米镁合金模板比铝合金模板轻 25%；每吨原材料可生产的面积多 50%，可减轻施工人员工作强度以及节约土建总包成本。2) 具有较强耐碱性：通常建筑混凝土的化学性质为弱碱性，镁合金模板对于碱性物质具有较强耐腐蚀性且不易沾水泥，可降低清理费用。3) 可回收率高：镁合金模板多次使用后可以进行回收，重新进行冶炼制作成镁锭或者镁棒。4) 压铸性能好：镁合金建筑模板使用压铸工艺一体化成型，后加工的成本要比原来铝合金挤压型材焊接的成本更低。

表 6 镁合金、铝合金模板对比

	镁合金模板	铝合金模板
每平方米重量	16kg/m <sup>2</sup>	21-25kg/m <sup>2</sup>
每吨原料可加工	约 60m <sup>2</sup>	约 40m <sup>2</sup>
抗拉强度	250MPa	300MPa
弹性模量	45GPa	72GPa
延伸率	压铸 3%；挤压 10%	12%
弱碱	✓	x
弱酸	x	✓

资料来源：压铸杂志，招商证券

为促进镁合金产品在建筑市场的进一步应用，公司抢先布局此领域。2021 年 12 月，公司在安徽省巢湖市投资建设年产 200 万片建筑模板项目；2022 年 3 月公司与南京领航云筑新材料科技有限公司共同出资在安徽巢湖投资建设安徽镁铝建筑模板科技有限公司，注册资本 1.6 亿元。其中云海金属出资 1 亿元，股权占比 62.5%；南京领航出资 0.6 亿元，股权占比 37.5%；2022 年 8 月，子公司安徽镁铝建筑模板科技有限公司与中国建筑第四工程局有限公司签署了《关于镁合金模板租赁框架协议》，正式开启公司在建筑领域镁合金模板的规模应用。

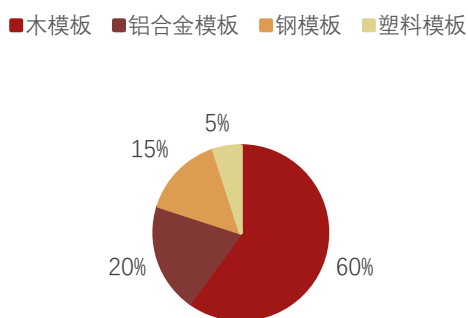
截至 2021 年，建筑市场中木模板依然是主要产品，占有率在 60%以上，其次是铝合金模板和钢模板，分别占到约 20%和 15%左右。预计到 2025 年和 2030 年，建筑模板的镁合金需求量分别为 29.57 和 55.25 万吨，原镁需求量分别为 28.09 和 52.49 万吨，未来 8 年 CAGR 为 30.68%。

表 7 镁合金建筑模板市场预测

	2022	2025E	2030E
建筑模板需求量 (万平方米)	28416	29570	31078
市占率 (%)	1%	5%	10%
镁合金模板需求量 (万平方米)	284.16	1478.5	3107.8
材料利用率 (%)	70%	80%	90%
建筑模板镁合金总用量 (万吨)	6.5	29.57	55.25
原镁生产镁合金比例	0.95	0.95	0.95
原镁消费量 (万吨)	6.17	28.09	52.49

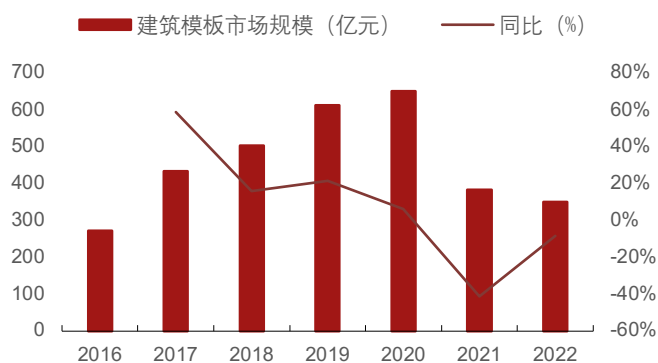
资料来源：共研网、云海金属、招商证券

图 19 中国主要模板市场占有率 (截至 2021 年)



资料来源：华经情报网，招商证券

图 20 2016-2022 建筑模板市场规模



资料来源：华经情报网，共研产业咨询，招商证券

镁合金模板的市场还处于起步阶段，国内仅有少数家生产企业。目前华侨城、万科等工程项目率先试点，行业可发展空间大。从原料看，中国属于铝土矿资源相对匮乏的国家，铝矿更依赖于进口，但中国具有丰富的镁矿资源，如果镁合金的价格与铝合金价格持平的话，未来镁合金模板在价格会更具优势，有望全方位替代铝合金模板。

### 3、未来储氢风口：镁基固态储氢

氢能是一种绿色低碳的二次能源，包括将水、风、光能等一次能源以氢的形式进行再存储。为了助力实现碳达峰、碳中和的目标，促进氢能产业高质量发展，需要进一步开发高效安全的储氢技术。氢气的储存与运输是连接上游制氢和下游用氢的关键环节。

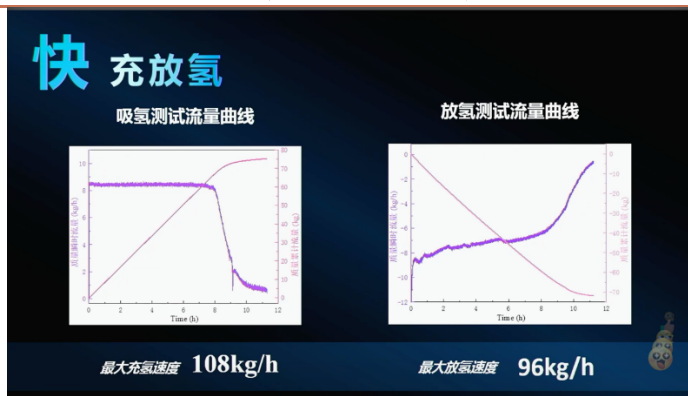
目前，氢气的储存和运输方式主要有高压气态储运氢、液态储运氢、固态储运氢等。其中，MgH<sub>2</sub>/Mg 储氢体系因其储氢密度高、镁储量丰富、安全性高等优点，适用于楼宇/园区/家用燃料电池热电联供系统、燃料电池氢源、氢储能系统、氢冶金/氢化工等应用场景，是极具潜力的储氢体系。镁基固态储氢技术的发展，将为未来中国能源体系变革、交通运输方式低碳化转变奠定基础。近年来，大量研究工作聚焦于改善 MgH<sub>2</sub> 的热解/水解供氢性能及实际应用，已经取得了大量成果。氢枫能源现已发布吨级的镁基固态储氢车，质量密度达到 6.4%，每车可储存 1.2 吨氢气且循环充放性寿命大于 3000 次。镁基固态储氢现阶段依旧存在吸放氢温度较高且循环寿命稳定性差等问题，未来可通过合金化以及引入高温稳定相纳米限域来解决。

图 21 镁基固态储氢车



资料来源：氢枫能源微信公众号、尚镁网、招商证券

图 22 镁基固态储氢车吸、放氢气速率



资料来源：氢枫能源微信公众号、尚镁网、招商证券

目前，公司、宝钢、重庆大学联合研发的镁基固态储氢材料已经取得了技术突破，进入了产线化试制阶段，有一些关键参数还需要进一步优化，达到工业化生产的目的。根据云海金属目前的技术，1 吨氢气需要 20 吨储氢材料，每吨储氢材料的原镁用量占比 80%。我国已成为世界上最大的氢气生产国，2022 年我国氢气产量达 4004 万吨。假定 2025、2030 年需要使用镁基储氢材料进行长期储存的氢气占比分别达到 1%和 5%。预计储氢材料的原镁需求量到 2025 和 2030 年分别为 77.59 和 158.61 万吨。

表 8 我国镁基储氢材料原镁需求预测

	2022	2025E	2030E
我国氢气产量（万吨）	4004	5329.32	8582.93
镁储氢材料渗透率（%）	0.01%	1%	5%
固态氢储量（万吨）	0.4	53.29	429.1
每吨氢气的储氢材料用量（万吨）	20	18.2	15.4
储氢材料循环利用率	85%	90%	97%
储氢材料需求量（万吨）	1.2	96.99	198.26
每吨储氢材料含镁比例（%）	80%	80%	80%
总镁需求量（万吨）	0.96	77.59	158.61

资料来源：中国煤炭工业协会、公司公告、招商证券

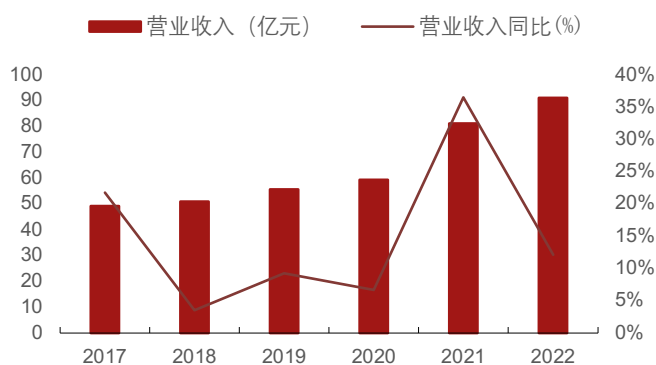
## 四、财务分析

### 1、业绩稳定增长，镁合金为盈利主力

公司业绩多年来保持稳定增长，2017-2022 年 CAGR 达到 13.07%。2022 年实现全年营收 91.05 亿元，同比增长 12.17%，由于环保政策影响导致镁行业产能受限，市场供应减少推动原材料价格上升，产品销售价格同步上涨。其中镁合金产品和铝合金产品是营收的主要发力点，2022 年镁合金销售额达到了 33.08 亿元，同增 40.4%；铝合金销售额达到了 20.3 亿元，同减 35.37%，主因公司自制铝合金用于加工微通道扁管，外售减少。下游产品近年来发展迅猛，镁合金压铸件由 2017 年的 1.93 亿元上升到 2022 年的 10.66 亿元，CAGR 高达 40.75%；铝合金深加工由 1.67 亿元增长至 13.9 亿元，CAGR 高达 52.76%。未来公司将进一步加强深加工产品的研发和升级，提升深加工产品的营收占比。2023Q1 公司营业收入 16.94 亿元，同减 32.30%，主因镁价下跌。

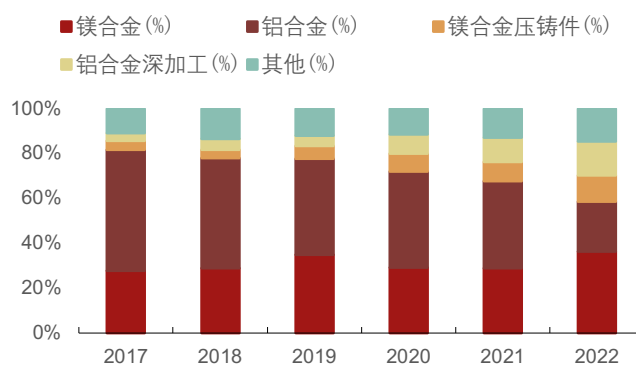


图 23 公司总营业收入及增速



资料来源：iFinD，招商证券

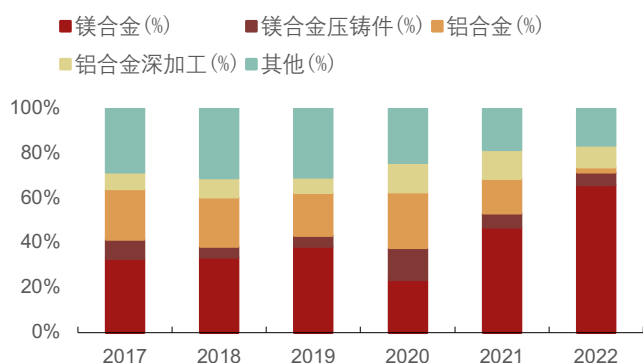
图 24 主营业务营收占比



资料来源：iFinD，招商证券

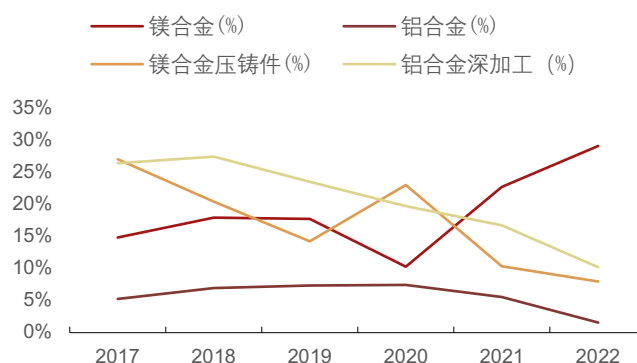
盈利方面，镁合金毛利率自 2020 年快速增长，2022 年其毛利占总毛利的 65.83%，主要是镁价上涨及公司生产成本相对降低，公司布局上游原料端、使用竖罐冶炼技术等降低原镁冶炼成本。2022 年公司原镁产量约 9 万吨，自产比例 80%左右；镁合金产量约 19 万吨，其中边角料约 6 万吨，合金化元素 1.5 万吨。由于原镁价格自 2020 年触底反弹，近两年来总体呈上升趋势，对镁合金下游业务的利润造成负面影响，毛利率由 2020 年的 23.06%降低至 2022 年的 7.99%。2023Q1 公司整体毛利率为 10.09%，环比上市 1.67pct。未来随着产能扩产，原镁可实现 100%自供，叠加上游白云石完全自供，预计生产成本较同业进一步下降，镁合金及其深加工产品的毛利率仍有提升空间。

图 25 主营业务毛利占比



资料来源：iFinD，招商证券

图 26 主营业务毛利率对比

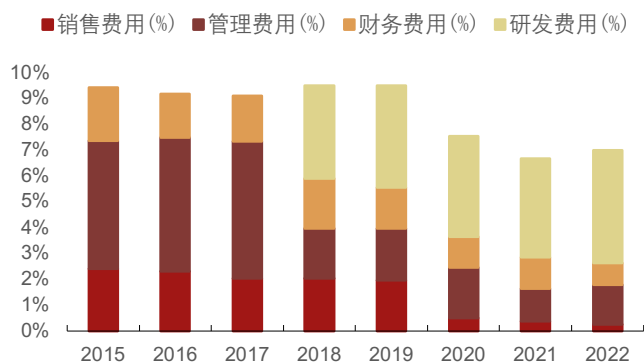


资料来源：iFinD，招商证券

## 2、降本增效持续推进，研发费率上升

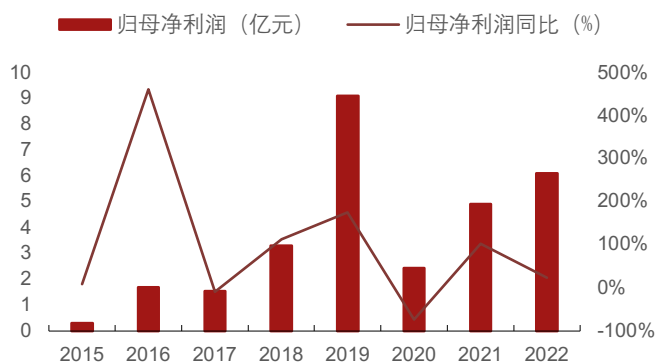
近年来公司成本管控能力较强，费用率均稳定在 10%以下。销售费率、管理费率及财务费率整体呈下降趋势。2022 年销售费用率为 0.26%，较上年减少 0.11pct，主因营销费用减少；管理费用率为 1.54%，较上年增加 0.27pct，主因职工薪酬增加；财务费用率为 0.84%，较上年减少 0.38pct，主因汇兑收益增加。自 2018 年起，公司加大研发投入，2022 年研发费用率为 4.36%，较上年增加 0.55pct。公司始终把技术创新和新产品开发作为核心发展战略，积极与国内外研发机构开展合作，预计未来研发费用率仍有提升空间。

图 27 2015-2022 公司费用率



资料来源: iFinD, 招商证券

图 28 2015-2022 归母净利润及增速



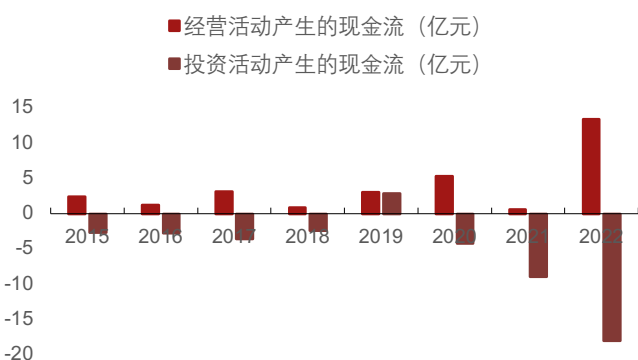
资料来源: iFinD, 招商证券

2019 年公司处置大量的非流动资产, 导致归母净利润急剧升高。扣除非经常性损益后的净利润为 2.79 亿元, 同增 33.5%。2020-2022 年净利润呈增长趋势, 2022 年归母净利润 6.11 亿元, 同增 24.03%。公司在拓展产业链的同时积极提升工艺技术, 降低生产成本, 产品结构向高附加值靠拢。预计 2023 年底青阳项目、原镁产能投产后, 明年或显著增厚业绩。

### 3、经营现金流明显改善, 资产负债率下降

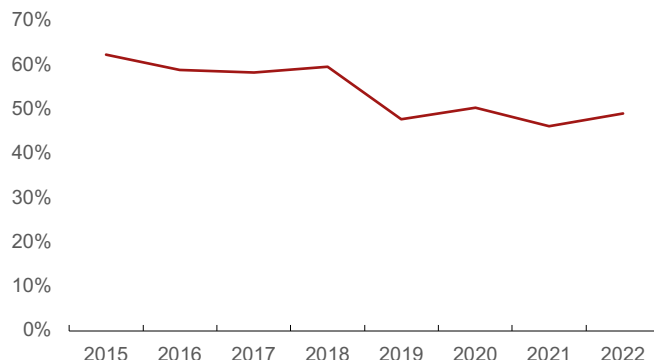
公司经营现金流改善明显, 2022 年经营性现金流净流入 13.42 亿元, 较上年增加 12.85 亿元, 主因项目回款增加所致。投资性活动现金流净流出 18.02 亿元, 较上年多流出 9.06 亿元, 主因镁铝合金新建产能项目持续进行, 公司用于购置固定资产和支付在建工程的现金流出增加。公司资产负债率总体呈下降趋势, 近 4 年稳定在 50%左右。2023Q1 资产负债率为 48.58%, 较去年底减少 0.47pct。未来原镁以及镁合金项目逐步扩产后, 资产负债率可能会阶段性升高, 但仍处于健康水平。

图 29 公司经营, 活动现金流



资料来源: iFinD, 招商证券

图 30 公司资产负债率

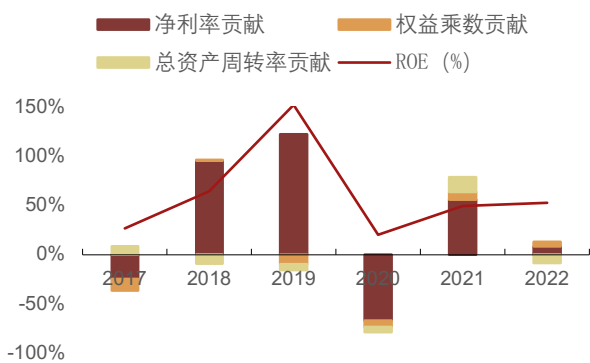


资料来源: iFinD, 招商证券

### 4、ROE 稳定上升

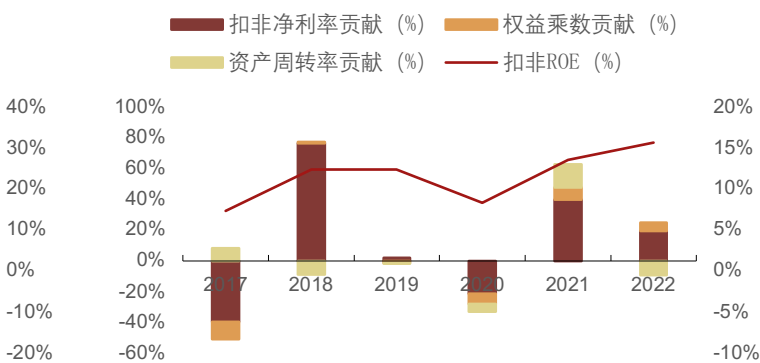
公司净资产收益率 (ROE) 近两年维持在较稳定水平, 2021-2022 年分别为 15.88%和 16.7%。通过杜邦三项分析来看, 2019 年 ROE 高位主因南京云开 (晶桥厂区) 及云海精密 (洪蓝厂区) 拆迁获赔 7.16 亿元, 资产处置收益大幅增加, 扣除非经常性损益后的 ROE 为 12.41%。2020 年由于疫情影响国内外镁需求疲软, 镁价大幅下跌触及历史低位, 导致净利率降低对 ROE 形成拖累。展望未来, 后续扩产项目将陆续落地投产, 公司也将持续优化成本, 提高净利率贡献, ROE 有望维持稳定向上趋势。

图 31 杜邦三项对公司 ROE 变化贡献的趋势



资料来源: iFinD, 招商证券

图 32 杜邦三项对公司 ROE 变化贡献的趋势 (扣非)



资料来源: iFinD, 招商证券

## 五、盈利预测与公司估值

### 1、盈利预测

#### 1) 公司营收预测:

23Q1 需求恢复不及预期, 叠加年内公司青阳投产影响, 镁价有所下跌, 年内有望稳定在 25000 元/吨以内。公司未来将逐步调整产品结构, 自主减少低毛利产品(铝合金产品), 将重心转移至镁行业发展。青阳项目将在 2023 年底完成建设并启动投产, 预计产量在 2024 年迎来爆发式增长, 2025 年达到满产。预计 2024 年镁合金及其深加工产品收入显著增长。此外, 公司未来将实现白云石自足且外售, 进一步增厚利润。综上, 2023-2025 年整体营业收入呈快速增加趋势, 增长率分别为 19.66%、75.27%和 38.98%。

表 9 收入增速预测表

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>白云石</b>					
销量(万吨)	—	—	357.5	615	1,873
销售均价(元/吨)	—	—	80	80	80
销售收入(百万元)	—	—	286	492	1,498
增长率(YOY)	—	—	—	72.03%	204.47%
<b>镁合金产品</b>					
销量(万吨)	9.21	10.78	15.00	30.00	45.00
销售均价(元/吨)	25,572	30,686	27,157	28,515	29,941
销售收入(百万元)	2,356	3,308	4,074	8,554	13,473
增长率(YOY)	35.37%	40.40%	23.14%	110.00%	57.50%
<b>镁合金深加工产品</b>					
销量(万吨)	2.60	3.23	5.81	15.00	18.00
销售均价(元/吨)	27,000	33,000	29,205	30,665	32,199
销售收入(百万元)	702	1,066	1,698	4,600	5,796
增长率(YOY)	47.14%	51.87%	59.30%	170.96%	26.00%
<b>铝合金产品</b>					
销量(万吨)	20.94	10.68	9.61	8.65	7.79
销售均价(元/吨)	15,000	19,000	19,950	23,940	26,334
销售收入(百万元)	3,140	2,030	1,918	2,071	2,051
增长率(YOY)	23.84%	-35.37%	-5.50%	8.00%	-1.00%
<b>铝合金深加工产品</b>					
销量(万吨)	5.49	6.95	6.95	6.95	6.95

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售均价 (元/吨)	16,000	20,000	21,000	25,200	27,720
销售收入 (百万元)	878	1,390	1,460	1,751	1,927
增长率 (YOY)	70.53%	58.34%	5.00%	20.00%	10.00%
销售收入合计 (百万元)	8,117	9,105	10,895	19,095	26,538
增长率 (YOY)	36.52%	12.17%	19.66%	75.27%	38.98%

资料来源: iFinD, 招商证券

## 2) 毛利率预测:

随着产业链布局完善并外售白云石,公司整体毛利率或小幅上升,预计 2023-2025 年镁合金吨毛利分别为 6200、6000、5500 元/吨; 镁合金深加工吨毛利分别为 2921、3680、3864 元/吨。

表 10 毛利率预测

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>白云石</b>					
吨毛利 (元/吨)	—	—	48	44	41.6
增长率 (YOY)	—	—	—	0%	0%
毛利率	—	—	60%	55%	52%
<b>镁合金产品</b>					
吨毛利 (元/吨)	5,815	8,942	6,200	6,000	5,500
增长率 (YOY)	310.64%	53.77%	-30.66%	-3.23%	-8.33%
毛利率	22.74%	29.14%	22.83%	21.04%	18.37%
<b>镁合金深加工产品</b>					
吨毛利 (元/吨)	2,792	2,637	2,921	3,680	3,864
增长率 (YOY)	-19.29%	-5.56%	10.76%	26.00%	5.00%
毛利率	10.34%	7.99%	10.00%	12.00%	12.00%
<b>铝合金产品</b>					
吨毛利 (元/吨)	831	300	315	958	1,053
增长率 (YOY)	-20.33%	-63.87%	5.00%	203.80%	10.00%
毛利率	5.54%	1.58%	1.58%	4.00%	4.00%
<b>铝合金深加工产品</b>					
吨毛利 (元/吨)	2,680	2,044	2,730	3,276	3,604
增长率 (YOY)	-9.58%	-23.73%	33.56%	20.00%	10.00%
毛利率	16.75%	10.22%	13.00%	13.00%	13.00%
<b>平均毛利率</b>	14.03%	16.09%	15.86%	16.80%	17.34%

资料来源: iFinD, 招商证券

## 3) 期间费用率预测:

公司规模持续扩大叠加产能逐年爬坡,成本优势逐步体现,销售、管理费用率或呈下降趋势。公司始终把技术创新产品研发列为战略首要目标,预计研发费用率小幅提升。2023 年由于公司向宝钢金属增发股票,财务费用率将会有略微上升,待增发完成后将回归正常水平。

表 11 费用率预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用率	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%
管理费用率	1.3%	1.5%	1.4%	1.3%	1.2%
研发费用率	3.8%	4.4%	4.5%	4.6%	4.8%
财务费用率	1.22%	0.85%	1.13%	0.72%	0.6%

资料来源: iFinD, 招商证券

4) 盈利预测:

综上所述, 预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 7.59 亿元、14 亿元、20.55 亿元, 分别增长 24.14%、84.54%、46.71%。EPS 分别为 1.17、2.17、3.18 元/股。

表 12 盈利预测表

单位: 百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	8117	9105	10895	19095	26538
营业成本	6978	7640	9167	15887	21935
营业税金及附加	40	48	58	101	141
营业费用	30	24	27	48	53
管理费用	103	140	153	248	318
研发费用	309	397	485	878	1274
财务费用	99	77	123	138	160
资产减值损失	(37)	(16)	43	(30)	(46)
公允价值变动收益	0	2	3	2	2
其他收益	83	39	63	42	30
投资收益	(17)	(18)	(18)	(17)	(17)
营业利润	587	785	973	1791	2626
营业外收入	3	4	4	5	5
营业外支出	9	7	8	8	9
利润总额	581	782	970	1788	2621
所得税	64	98	121	221	324
少数股东损益	25	72	90	166	243
归属于母公司净利润	493	611	759	1400	2055
EPS (元)	0.76	0.95	1.17	2.17	3.18

资料来源: iFinD, 招商证券

公司净利润受镁价波动影响较大, 近日榆林地区兰炭整改时间或提前, 镁价现货跳涨。由于府谷多数企业用兰炭副产的荒煤气作燃料生产原镁, 兰炭产能关停直接影响当地镁价, 短期可能继续发酵。我们对原镁价格与公司镁合金净利润做了敏感性分析, 假设 2023 年镁合金产量为 15 万吨, 当原镁价格 (含税) 平均 3 万元/吨时, 2023 年公司镁合金净利润可达 6 亿元, 利润弹性较大。

表 15 原镁对镁合金净利润敏感性预测

原镁价格 (元/吨)	吨净利 (元/吨)	镁合金产量 (万吨)	净利润预测 (亿元)
23000	1500	15	2.25
27000	3000	15	4.50
30000	4000	15	6.00
35000	5700	15	8.55

资料来源: 招商证券

## 2、估值分析

我们选取了业务相似或各板块龙头的 6 家企业作为可比公司。从行业中位数来看, 2023-2025 年的 PE 分别为 26.83、18.78 和 14.35 倍。考虑到公司处于行业龙头, 正处扩产成长期, 未来下游需求有较大增长空间, 给予公司 2023 年 PE 为 25 倍, 对应 2023 年目标价为 29.25 元/股。

表 16 公司估值预测表（截止 2023 年 5 月 11 日）

公司名称	PE (倍)		
	2023E	2024E	2025E
山东黄金	48.94	37.31	29.62
星源卓镁	35.64	22.47	15.70
铂科新材	34.67	24.87	19.27
中钨高新	19.00	15.10	12.99
春秋电子	17.06	10.73	7.89
万丰奥威	12.76	10.31	8.69
中位数	26.83	18.78	14.35

资料来源：Wind，招商证券  
 同行业公司 PE 预测取自 Wind 一致预期

## 六、投资建议

公司常年稳居镁行业龙头地位，原镁产能及镁合金产能均位居全国第一。公司面向国家战略，抓住汽车轻量化发展机遇，大力开发下游应用端发展，全镁产业链布局优势明显。预计公司 2023-2025 年归母净利润为 7.59、14.00、20.55 亿元，给予公司 23 年目标 PE 为 25 倍，对应目标价为 29.25 元/股，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

## 七、风险提示

- 1. 原材料价格波动风险：**原镁生产原材料中包含硅铁，目前公司硅铁项目暂未落地不能自供，原镁成本依旧受硅铁价格影响，继而影响镁合金产品的价格及利润。
- 2. 公司项目进展不及预期：**青阳项目及巢湖云海镁业扩产均未完成建设，若项目进展不及预期，投产时间不及时将影响公司营收及利润增长。
- 3. 产品推进不及预期：**镁合金模板领域处于起步阶段，未来渗透率及业内接受程度仍存在较大的不确定性。
- 4. 汽车行业销量下降的风险：**公司镁合金深加工业务最主要的应用领域为汽车轻量化，与汽车产销量的关系密切，汽车产销量和宏观经济关系密切，具有一定的不确定性。
- 5. 管理风险：**公司发展规模速度较快，子公司数量较多，如果公司的内控建设及管理水平不能适应公司资产及业务规模的扩张，将对公司的生产经营造成不利影响。
- 6. 汇率波动风险：**公司产品有一部分出口，以美元和欧元结汇，汇率波动会对公司营收利润带来一定的风险。
- 7. 其他轻量化材料的替代风险：**塑料，碳纤维等材料也是目前较为热门的轻量化材料，如果这些材料的研发速度超出预期，可能在镁合金广泛应用前就形成替代，镁合金市场空间受阻，继而影响公司盈利能力。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	4130	3838	4998	8509	12516
现金	244	272	1001	1990	2388
交易性投资	0	2	2	2	2
应收票据	167	88	105	185	257
应收款项	1744	1509	1782	2827	5239
其它应收款	142	150	179	314	437
存货	1103	1349	1367	2211	2835
其他	730	469	562	980	1359
<b>非流动资产</b>	3280	5225	6463	7406	8104
长期股权投资	303	778	778	778	778
固定资产	1618	2761	4042	5023	5755
无形资产商誉	313	393	354	318	287
其他	1045	1292	1289	1287	1284
<b>资产总计</b>	<b>7410</b>	<b>9063</b>	<b>11461</b>	<b>15916</b>	<b>20620</b>
<b>流动负债</b>	3011	4167	5679	8765	11591
短期借款	1851	2484	4092	6150	8052
应付账款	942	1128	1354	2347	3240
预收账款	22	26	31	54	74
其他	195	528	201	214	225
<b>长期负债</b>	414	279	279	279	279
长期借款	240	110	110	110	110
其他	174	169	169	169	169
<b>负债合计</b>	<b>3425</b>	<b>4446</b>	<b>5957</b>	<b>9043</b>	<b>11870</b>
股本	646	646	708	708	708
资本公积金	608	608	648	678	678
留存收益	2134	2680	3375	4547	6182
少数股东权益	597	683	773	939	1182
归属于母公司所有者权益	3388	3935	4731	5934	7568
<b>负债及权益合计</b>	<b>7410</b>	<b>9063</b>	<b>11461</b>	<b>15916</b>	<b>20620</b>

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	57	1342	1081	673	352
净利润	517	684	849	1566	2298
折旧摊销	203	262	347	484	588
财务费用	78	106	123	138	160
投资收益	2	10	(48)	(27)	(15)
营运资金变动	(744)	300	(201)	(1513)	(2719)
其它	1	(19)	11	25	40
<b>投资活动现金流</b>	(896)	(1802)	(1544)	(1407)	(1275)
资本支出	(839)	(1328)	(1593)	(1433)	(1290)
其他投资	(57)	(474)	48	27	15
<b>筹资活动现金流</b>	827	496	1192	1722	1322
借款变动	847	650	1278	2058	1901
普通股增加	0	0	62	0	0
资本公积增加	142	0	40	30	0
股利分配	(65)	(65)	(65)	(228)	(420)
其他	(97)	(89)	(123)	(138)	(160)
<b>现金净增加额</b>	<b>(12)</b>	<b>36</b>	<b>729</b>	<b>989</b>	<b>398</b>

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	8117	9105	10895	19095	26538
营业成本	6978	7640	9167	15887	21935
营业税金及附加	40	48	58	101	141
营业费用	30	24	27	48	53
管理费用	103	140	153	248	318
研发费用	309	397	485	878	1274
财务费用	99	77	123	138	160
资产减值损失	(37)	(16)	43	(30)	(46)
公允价值变动收益	0	2	3	2	2
其他收益	83	39	63	42	30
投资收益	(17)	(18)	(18)	(17)	(17)
<b>营业利润</b>	587	785	973	1791	2626
营业外收入	3	4	4	5	5
营业外支出	9	7	8	8	9
<b>利润总额</b>	581	782	970	1788	2621
所得税	64	98	121	221	324
少数股东损益	25	72	90	166	243
<b>归属于母公司净利润</b>	493	611	759	1400	2055

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	37%	12%	20%	75%	39%
营业利润	109%	34%	24%	84%	47%
归母净利润	102%	24%	24%	85%	47%
<b>获利能力</b>					
毛利率	14.0%	16.1%	15.9%	16.8%	17.3%
净利率	6.1%	6.7%	7.0%	7.3%	7.7%
ROE	15.9%	16.7%	17.5%	26.3%	30.4%
ROIC	11.4%	11.1%	11.2%	14.8%	16.3%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	46.2%	49.1%	52.0%	56.8%	57.6%
净负债比率	28.2%	32.3%	36.7%	39.3%	39.6%
流动比率	1.4	0.9	0.9	1.0	1.1
速动比率	1.0	0.6	0.6	0.7	0.8
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.2	1.1	1.1	1.4	1.5
存货周转率	7.3	6.2	6.8	8.9	8.7
应收账款周转率	5.1	5.2	6.3	7.8	6.2
应付账款周转率	8.2	7.4	7.4	8.6	7.9
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.76	0.95	1.17	2.17	3.18
每股经营净现金	0.09	2.08	1.67	1.04	0.54
每股净资产	5.24	6.09	7.32	9.18	11.71
每股股利	0.10	0.10	0.35	0.65	0.95
<b>估值比率</b>					
PE	31.1	25.1	20.2	11.0	7.5
PB	4.5	3.9	3.2	2.6	2.0
EV/EBITDA	26.5	20.9	16.0	9.6	6.8

资料来源：公司数据、招商证券

注：股本考虑增发影响

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**刘文平：**招商证券有色金属首席分析师。中科院理学硕士，中南大学本科。10年有色金属和新材料研究和投资经验。曾获金牛最佳分析师、水晶球最佳分析师、金翼分析师、同花顺最具影响力分析师、wind最具影响力分析等。

**刘伟洁：**招商证券有色研究员。中南大学硕士，11年有色金属行业研究经验。2017年加入招商证券。

**赖如川：**招商证券有色研究员。中国人民大学金融硕士、理学学士，曾就职于中国银行总行。2021年加入招商证券。

**贾宏坤：**招商证券有色研究员。同济大学硕士，CFA，FRM，曾就职于天风证券。2021年加入招商证券。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

**强烈推荐：**预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

**增持：**预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

**中性：**预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

**减持：**预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

**推荐：**行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

**中性：**行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

**回避：**行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。