

► **事件：2024年7月30日，公司发布2024年半年报。**2024H1公司实现营业收入40.75亿元，同比增长15.4%，实现归母净利润1.2亿元，同比减少1.3%。单季度看，2024Q2，公司实现营业收入22.12亿元，同比增长20.3%，环比增长18.7%，实现归母净利润0.59亿元，同比减少16.5%，环比减少2.7%，业绩符合我们预期。

► **2024Q2 归母净利润环比减少165万元，但毛利环比增长4033万元，主要得益于镁合金产品以及铝合金深加工产品放量。**①**价格：镁产品价格同环比均下降。**2024Q2 镁锭/镁合金价格分别为1.85/2.03万元/吨，分别环比减少5.1%/5.1%，同比减少19.9%/20.2%。②**产销量：青阳项目2023年底投产，随着产能爬坡，公司镁产品产销量或同环比均有上升，因此H1镁合金营收在售价同环比下降的情况下仍保持同比增长。**③**成本：硅铁成本抬升，但7月价格有所回落，Q3成本压力或将减小。**2024Q2 硅铁价格为7030元/吨，同比减少4.5%，环比增加6.3%，榆林坑口煤价为739元/吨，同比减少10.6%，环比减少2.0%。**环比来看，减利项主要为费用和税金环比增加2393万元，细分来看主要是由于研发费用环比增长2691万元，研发投入增加或有助于后续公司开发更多镁合金应用。此外，减利项还有信用减值损失环比增加3646万元，主要或由于二季度铝挤压产品销售量增加导致应收账款增加，相应的坏账损失增加。**

► **分子公司来看。**2024H1 盈利占比最高的还是五台云海，在镁价同比减少的背景下，得益于原材料成本回落，五台云海2024H1 净利润同比增长374万元至7938万元。巢湖云海由于成本相比于五台云海更高，当前镁价下出现亏损，2024H1 净利润同比减少6769万元至-1151万元，为最大的减利子公司。

► **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，三个镁合金生产基地均配套白云石采矿权。②**公司产能增长空间广阔。**青阳、巢湖、五台项目，安徽铝业15万吨铝挤压型材项目持续推进，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**规划30万吨硅铁项目，成本优势进一步加强。**项目投产后公司将实现青阳项目硅铁自给，有利于公司进一步降低原镁生产成本，提高竞争能力。④**2024H1 镁铝比平均为1.04，低于1.1-1.3的合理区间，下游接受度提升，镁需求多点开花。**镁建筑模板，汽车轻量化，镁储氢多领域发力，镁应用前景广阔。

► **盈利预测与投资建议：**考虑到镁价下滑，我们下调公司盈利预测，预计公司2024-2026年分别实现归母净利润3.61/7.32/9.51亿元，EPS分别为0.36/0.74/0.96元/股。对应7月31日收盘价的PE分别为28/14/11X，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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	7,652	9,098	11,864	14,139
增长率(%)	-16.0	18.9	30.4	19.2
归属母公司股东净利润(百万元)	306	361	732	951
增长率(%)	-49.8	17.8	102.6	29.9
每股收益(元)	0.31	0.36	0.74	0.96
PE	33	28	14	11
PB	1.9	1.8	1.6	1.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为2024年7月31日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格：

10.22元



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

分析师 张弋清

执业证书：S0100523100001

邮箱：zhangyiqing@mszq.com

相关研究

- 宝武镁业(002182.SZ) 2023年三季报点评：Q3盈利环比继续回升，青阳项目放量在即-2023/10/27
- 云海金属(002182.SZ) 2023年半年报预告点评：镁价下跌影响利润，期待青阳项目下半年投产-2023/07/16
- 云海金属(002182.SZ) 2022年年报点评：价降本升 Q4 利润承压，期待青阳项目投产-2023/04/10
- 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

目录

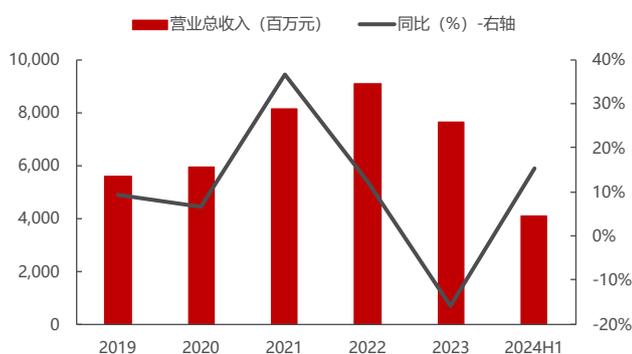
1 事件：公司发布 2024 年半年报	3
2 分析：产销量稳步增长，期待青阳项目达产	4
2.1 2024H1：量增价减，业绩同比持平	4
2.2 2024Q2：克服价格下跌，业绩环比持稳	4
2.3 从子公司来看：盈利分化，五台云海仍是利润核心	6
2.4 核心看点：项目逐步推进，低镁铝比刺激镁需求发展	6
3 盈利预测与投资建议	8
4 风险提示	9
插图目录	11
表格目录	11

1 事件：公司发布 2024 年半年报

2024 年 7 月 30 日，公司发布 2024 年半年报。2024H1 公司实现营业收入 40.75 亿元，同比增长 15.4%，实现归母净利润 1.2 亿元，同比减少 1.3%。

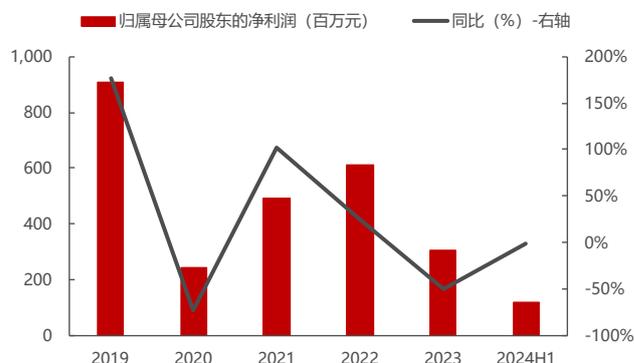
单季度看，2024Q2，公司实现营业收入 22.12 亿元，同比增长 20.3%，环比增长 18.7%，实现归母净利润 0.59 亿元，同比减少 16.5%，环比减少 2.7%，业绩符合我们预期。

图1：2024H1 公司实现营业收入 40.75 亿元，同比增长 15.4%



资料来源：ifind，民生证券研究院

图2：2024H1 公司实现归母净利润 1.2 亿元，同比减少 1.3%



资料来源：ifind，民生证券研究院

图3：2024Q2 公司实现营业收入 22.12 亿元



资料来源：ifind，民生证券研究院

图4：2024Q2 公司实现归母净利润 0.59 亿元



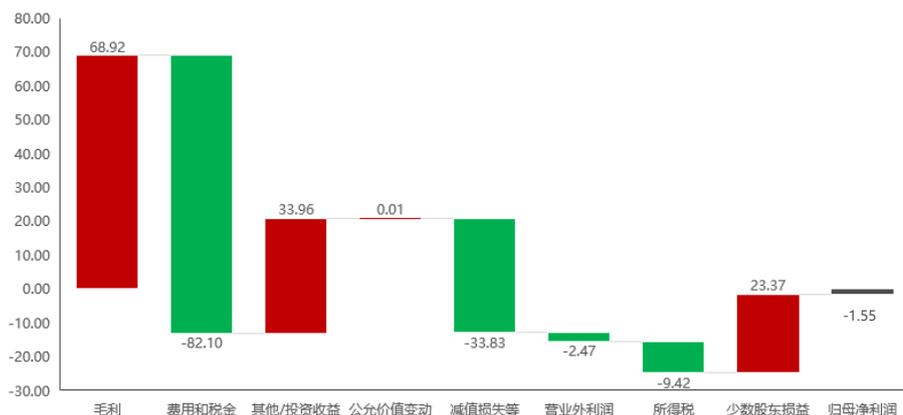
资料来源：ifind，民生证券研究院

2 分析：产销量稳步增长，期待青阳项目达产

2.1 2024H1：量增价减，业绩同比持平

2024H1 公司实现归母净利润 1.2 亿元，同比减少 155 万元。拆分来看，增利项主要是毛利同比增长 6892 万元，毛利增长主要得益于公司产销量提升，主要产品镁锭和镁加工产品单价同比下降。投资收益和其他收益同比分别增利 1235 和 2161 万元，投资收益增长得益于青阳项目投产后同比扭亏为盈，2024H1 实现净利润 1643 万元，其他收益的增长主要是政府补助增加。减利项主要为费用和税金同比增加 8210 万元，其中研发费用和管理费用分别同比增长 5051 和 2175 万元，研发费用增长主要是由于研发项目增加，投入相应增长，管理费用增长主要是由于项目投产带来产销量增长，因此相应的管理成本也有所增长。此外，资产减值损失同比减利 2433 万元，主要是由于去年同期存货减值转回较多产生高基数。

图5：2024H1 业绩同比变化拆分（单位：百万元）



资料来源：ifind，民生证券研究院

2.2 2024Q2：克服价格下跌，业绩环比持稳

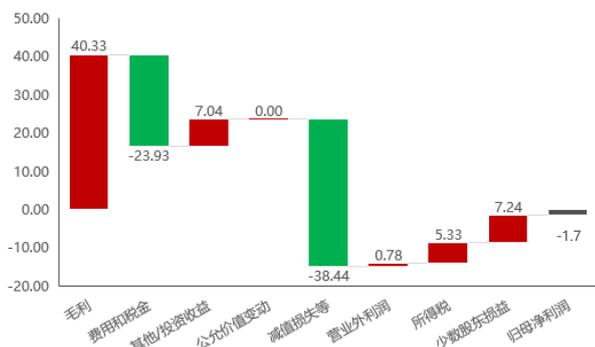
2024Q2 归母净利润环比减少 165 万元。但毛利环比增长 4033 万元，主要得益于镁合金产品以及铝合金深加工产品放量。

- ① **价格：镁产品价格同环比均下降。** 2024Q2 镁锭/镁合金价格分别为 1.85/2.03 万元/吨，分别环比减少 5.1%/5.1%，同比减少 19.9%/20.2%。
- ② **产销量：青阳项目 2023 年底投产，随着产能爬坡，公司镁产品产销量或同环比均有上升，因此 H1 镁合金营收在售价同环比下降的情况下仍保持同比增长。**
- ③ **成本：硅铁成本抬升，但 7 月价格有所回落，Q3 成本压力或将减小。** 2024Q2 硅铁价格为 7030 元/吨，同比减少 4.5%，环比增加 6.3%，榆

林坑口煤价为 739 元/吨，同比减少 10.6%，环比减少 2.0%。

环比来看，减利项主要为费用和税金环比增加 2393 万元，细分来看主要是由于研发费用环比增长 2691 万元，研发投入增加或有助于后续公司开发更多镁合金应用。此外，减利项还有信用减值损失环比增加 3646 万元，主要或由于二季度铝挤压产品销售量增加导致应收账款增加，相应的坏账损失增加。

图6：2024Q2 业绩环比变化拆分（单位：百万元）



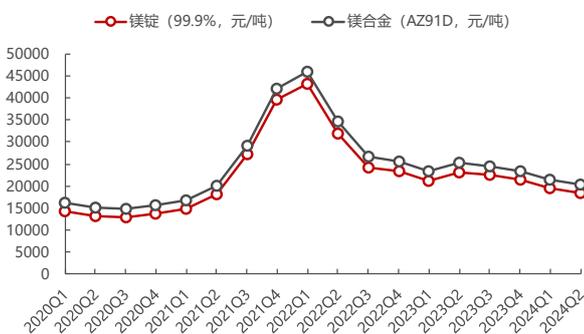
资料来源：ifind，民生证券研究院

图7：2024Q2 业绩同比变化拆分（单位：百万元）



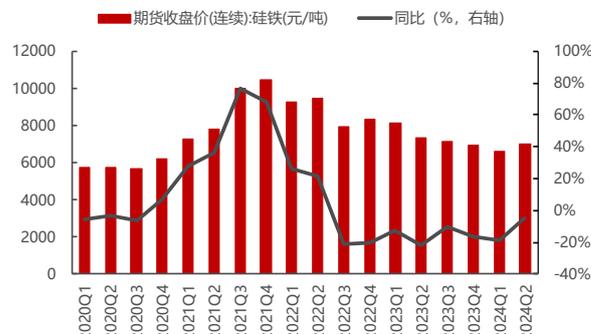
资料来源：ifind，民生证券研究院

图8：镁锭价格环比下跌 5.1%



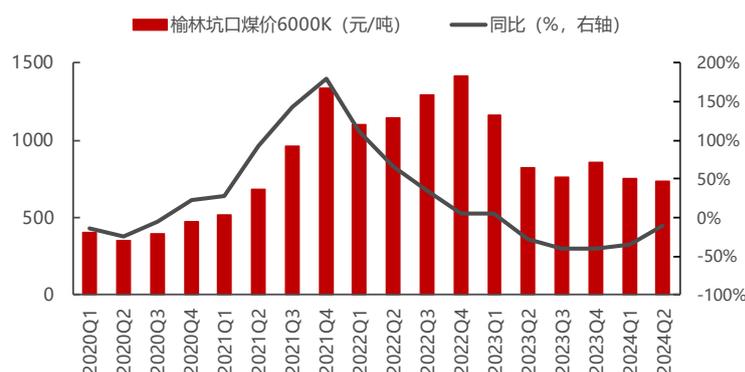
资料来源：ifind，民生证券研究院

图9：成本端硅铁价格环比增长



资料来源：ifind，民生证券研究院

图10：成本端煤炭价格环比下降



资料来源：SMM，民生证券研究院

2.3 分子公司来看：盈利分化，五台云海仍是利润核心

分子公司来看，2024H1 盈利占比最高的还是五台云海，在镁价同比减少的背景下，得益于原材料成本回落，五台云海 2024H1 净利润同比增长 374 万元至 7938 万元。巢湖云海由于成本相比于五台云海更高，当前镁价下出现亏损，2024H1 净利润同比减少 6769 万元至-1151 万元，为最大的减利子公司。

铝分部来看，南京云海铝业 2024H1 净利润同比增长 1704 万元至 2220 万元，扬州瑞斯乐盈利同比略有回落，2024H1 净利润同比减少 335 万元至 1283 万元。

镁压铸分部来看，由于镁价回落，且镁下游应用推广初具成效，重庆博奥 2024H1 净利润同比增长 251 万元至 1231 万元，安徽镁铝建筑模板科技有限公司 2024H1 净利润同比增长 351 万元至 1321 万元。

表1：公司子公司业绩情况

公司	权益	营业收入 (万元)		净利润 (万元)		同比
		2023H1	2024H1	2023H1	2024H1	
南京云海金属贸易有限公司	100%	50853	52948	-4	367	371
南京云海轻金属精密制造有限公司	100%	19226	22819	-320	-299	21
五台云海镁业有限公司	100%	72181	66613	7564	7938	374
瑞宝金属(香港)有限公司	100%	29098	26317	1337	-386	-1722
巢湖云海镁业有限公司	69.50%	90827	101501	5618	-1151	-6769
南京云海铝业有限公司	100%	9556	180618	516	2220	1704
宝武镁业(惠州)有限公司	100%	13603	12881	432	9	-423
荆州云海精密制造有限公司	100%	4174	5637	75	219	144
扬州瑞斯乐	100%	48496	52894	1618	1283	-335
重庆博奥	70.60%	26459	21540	980	1231	251
山东云信	51%	31510	42726	-438	-985	-546
天津六合	100%	5896	8224	609	211	-397
巢湖云海轻金属精密制造有限公司	100%	5618	6520	-635	-1061	-426
安徽云海铝业有限公司	100%	0	40089	-193	-108	85
安徽镁铝建筑模板科技有限公司	100%	1995	4052	970	1321	351
宏信铝业	100%	1230	1611	126	187	61
甘肃宝镁西铁合金有限公司	66%	-	0	-	-104	-

资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.4 核心看点：项目逐步推进，低镁铝比刺激镁需求发展

全产业链覆盖，资源优势显著。公司拥有丰富白云石资源，三个镁合金生产基地均配套白云石采矿权。安徽巢湖近 9000 万吨，安徽青阳拥有 13 亿吨，五台拥有 5.8 亿吨。

公司产能增长空间广阔。青阳、巢湖、五台项目，安徽铝业 15 万吨铝挤压型材项目持续推进，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。

规划 30 万吨硅铁项目，成本优势进一步加强。项目投产后公司将实现青阳项目硅铁自给，有利于公司进一步降低原镁生产成本，提高竞争能力。

2024H1 镁铝比平均为 1.04，低于 1.1-1.3 的合理区间，下游接受度提升，镁需求多点开花。镁建筑模板，汽车轻量化，镁储氢多领域发力，镁应用前景广阔。

图11: 2024H1 镁铝比平均为 1.04



资料来源: ifind, 民生证券研究院

3 盈利预测与投资建议

考虑到镁价下滑，我们下调公司盈利预测，预计公司 2024-2026 年分别实现归母净利润 3.61/7.32/9.51 亿元，EPS 分别为 0.36/0.74/0.96 元/股。对应 7 月 31 日收盘价的 PE 分别为 28/14/11X，维持“推荐”评级。

4 风险提示

1) 金属价格波动。公司产品涉及镁和铝两种金属，两者的价格波动会使得公司盈利出现变化，若金属价格大幅下降，会对公司盈利产生不利影响。

2) 产能投放不及预期。公司目前还有部分在建项目，若项目投产不及预期，公司业绩或将受到不利影响。

3) 镁下游需求释放不及预期的风险。公司的镁锭和镁合金产能增量较大，需要下游需求不断扩张以承接上游的大幅扩张，否则镁锭价格有下跌的风险，对公司盈利或将产生不利影响。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	7,652	9,098	11,864	14,139
营业成本	6,623	7,965	10,248	12,263
营业税金及附加	46	54	71	84
销售费用	22	27	35	42
管理费用	169	136	178	212
研发费用	352	391	498	580
EBIT	490	552	870	1,002
财务费用	99	154	199	230
资产减值损失	-3	0	0	0
投资收益	-17	55	249	424
营业利润	368	456	924	1,201
营业外收支	8	0	0	0
利润总额	376	456	924	1,201
所得税	19	55	111	144
净利润	357	401	813	1,056
归属于母公司净利润	306	361	732	951
EBITDA	799	944	1,420	1,678

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	373	468	219	107
应收账款及票据	1,758	2,111	2,753	3,281
预付款项	138	183	236	282
存货	1,258	1,309	1,685	2,016
其他流动资产	586	574	685	777
流动资产合计	4,113	4,645	5,577	6,463
长期股权投资	1,257	1,312	1,561	1,985
固定资产	3,408	4,662	5,545	6,146
无形资产	319	319	319	319
非流动资产合计	7,405	8,430	9,172	9,820
资产合计	11,518	13,076	14,750	16,283
短期借款	2,291	3,291	4,091	4,591
应付账款及票据	901	938	1,207	1,445
其他流动负债	901	751	351	411
流动负债合计	4,092	4,980	5,649	6,447
长期借款	1,129	1,479	1,779	1,679
其他长期负债	239	249	249	249
非流动负债合计	1,367	1,728	2,028	1,928
负债合计	5,459	6,708	7,677	8,375
股本	708	992	992	992
少数股东权益	788	828	909	1,015
股东权益合计	6,059	6,368	7,072	7,909
负债和股东权益合计	11,518	13,076	14,750	16,283

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-15.96	18.90	30.41	19.18
EBIT 增长率	-43.29	12.58	57.65	15.15
净利润增长率	-49.82	17.83	102.65	29.94
盈利能力 (%)				
毛利率	13.44	12.45	13.62	13.27
净利润率	4.00	3.97	6.17	6.72
总资产收益率 ROA	2.66	2.76	4.96	5.84
净资产收益率 ROE	5.81	6.52	11.87	13.79
偿债能力				
流动比率	1.01	0.93	0.99	1.00
速动比率	0.62	0.59	0.61	0.61
现金比率	0.09	0.09	0.04	0.02
资产负债率 (%)	47.40	51.30	52.05	51.43
经营效率				
应收账款周转天数	80.79	80.00	80.00	80.00
存货周转天数	69.34	60.00	60.00	60.00
总资产周转率	0.74	0.74	0.85	0.91
每股指标 (元)				
每股收益	0.31	0.36	0.74	0.96
每股净资产	5.31	5.59	6.21	6.95
每股经营现金流	0.35	0.60	0.48	0.84
每股股利	0.10	0.11	0.22	0.29
估值分析				
PE	33	28	14	11
PB	1.9	1.8	1.6	1.5
EV/EBITDA	18.79	15.89	10.57	8.95
股息收益率 (%)	0.98	1.07	2.17	2.82

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	357	401	813	1,056
折旧和摊销	309	393	550	676
营运资金变动	-413	-287	-843	-700
经营活动现金流	350	596	471	836
资本开支	-1,864	-1,255	-1,038	-895
投资	-536	0	0	0
投资活动现金流	-2,399	-1,350	-1,038	-895
股权募资	1,137	0	0	0
债务募资	1,229	1,089	631	400
筹资活动现金流	2,167	850	318	-53
现金净流量	113	96	-250	-111

插图目录

图 1: 2024H1 公司实现营业收入 40.75 亿元, 同比增长 15.4%.....	3
图 2: 2024H1 公司实现归母净利润 1.2 亿元, 同比减少 1.3%.....	3
图 3: 2024Q2 公司实现营业收入 22.12 亿元.....	3
图 4: 2024Q2 公司实现归母净利润 0.59 亿元.....	3
图 5: 2024H1 业绩同比变化拆分 (单位: 百万元)	4
图 6: 2024Q2 业绩环比变化拆分 (单位: 百万元)	5
图 7: 2024Q2 业绩同比变化拆分 (单位: 百万元)	5
图 8: 镁锭价格环比下跌 5.1%.....	5
图 9: 成本端硅铁价格环比增长.....	5
图 10: 成本端煤炭价格环比下降.....	5
图 11: 2024H1 镁铝比平均为 1.04.....	7

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司子公司业绩情况	6
公司财务报表数据预测汇总.....	10

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
行业评级	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