

云南锗业 (002428) 定价报告

成长中的锗业龙头

定价区间

32.00-38.00 元

金属非金属 / 有色金属

发布时间: 2010 年 6 月 7 日

投资要点:

- 公司是目前国内锗产业链最为完整、锗金属保有储量最大、锗产品产销量最大的锗系列产品生产商和供应商。经过多年发展,公司业务已由单纯的锗矿开采、粗二氧化锗生产发展为集锗矿开采、火法富集、湿法提纯、区熔精炼、精深加工及研究开发为一体的锗系列产品生产商和供应商。
- 公司目前主营收入结构中区熔锗锭所占比重较, 达到 72% 左右, 随着锗金属应用领域的拓展, 对于锗金属深加工产品的需求越来越大, 公司主要产品也正在逐步向高附加值的深加工产品延伸。
- 公司募投项目将投向高效太阳能电池用锗单晶及晶片产业化建设项目和红外光学锗镜头工程建设项进一步拓展锗深加工产品。上游矿山方面公司大寨锗矿 9 万吨技改工程大部份已实施完毕投入使用, 增加了锗矿开采量 4 万吨左右。
- 锗金属价格在过去几年间波动较大, 预计未来 3 年 MB 氧化锗平均价格分别为 650 美元/公斤、700 美元/公斤和 750 美元/公斤, 国内价格分别为 5171 元/公斤、5569 元/公斤和 5967 元/公斤。公司 2010-2012 年每股收益分别为 0.74 元, 0.89 元和 1.08 元。
- A 股上市公司中, 和公司具有可比性的小金属公司 2010 年平均 PE 在 48 倍左右, 和新能源相关的小金属品种估值较高, A 股最近上市的中小板公司发行价相对于 2010 年盈利的平均 PE 在 40 倍左右。
- 预计公司 A 股上市后的合理价格区间应在 32.00-38.00 元之间。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率 (%)
2009	18,883	-9.77	7,800	-4.18	0.83	30		
2010E	30,880	63.54	9,374	20.18	0.74	7.3		
2011E	36,069	16.8	11,245	19.95	0.89	8.17		
2012E	48,783	35.25	13,595	20.90	1.08	9.16		

发行数据	2009 年
发行前股本 (万股)	9,360
发行数量 (万股)	3,200
发行价格 (元)	30.00
发行前 EPS (元)	0.83
发行后 EPS (元)	0.61
发行每股净资产 (元)	2.79
发行日期	2010-5-21
上市日期	2010-6-8
主承销商	招商证券

分析师: 诸利达

执业证书编号: S0550109041506

TEL: (8621)6336 7000-319

FAX: (8621)6337 3209

Email: zhuld@nesc.cn

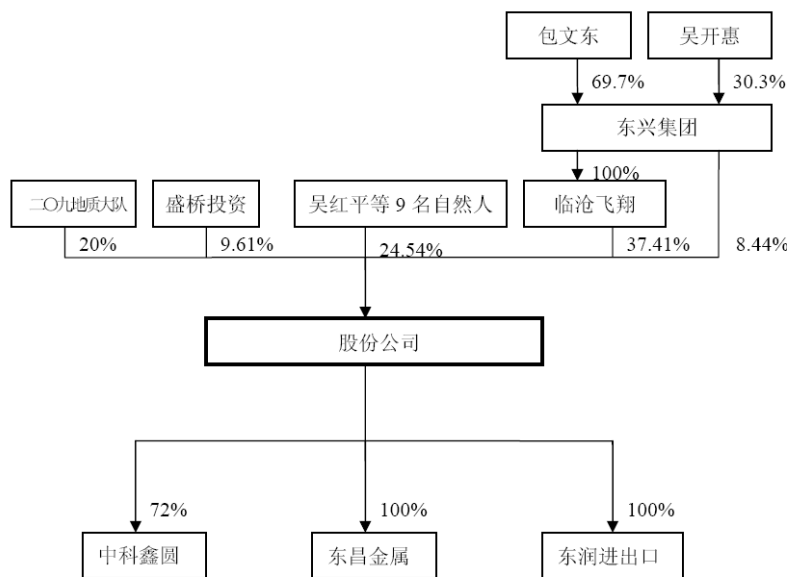
地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编: 200002

1. 公司简介

公司是目前国内锗产业链最为完整、锗金属保有储量最大、锗产品产销量最大的锗系列产品生产商和供应商。经过多年发展，公司业务已由单纯的锗矿开采、粗二氧化锗生产发展为集锗矿开采、火法富集、湿法提纯、区熔精炼、精深加工及研究开发为一体的锗系列产品生产商和供应商，随着公司产业链的延伸，公司盈利能力得到了有效提高。公司目前控股股东为临沧飞翔，实际控制人为包文东及其配偶吴开惠。

图表 1：.发行前公司股权结构

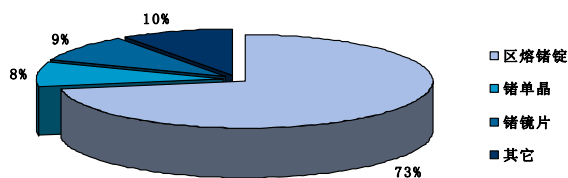


数据来源：招股说明书 东北证券金融与产业研究所

2. 主营业务情况

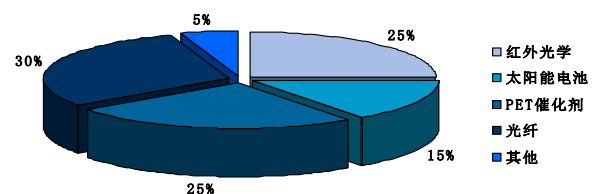
公司主要业务为锗矿开采、火法富集、湿法提纯、区熔精炼、精深加工及研究开发，目前主要产品为区熔锗锭、红外级锗单晶（光学元件）及锗镜片。公司主导产品的最终运用领域主要包括红外光学、太阳能电池等行业。

图表 2：公司主营业务结构



资料来源：招股说明书 东北证券金融与产业研究所

图表 3：锗行业下游需求结构



资料来源：招股说明书 东北证券金融与产业研究所

公司目前主营收入结构中区熔锗锭所占比重较，达到 72%左右，随着锗金属应用领域的拓展，对于锗金属深加工产品的需求越来越大，公司主要产品也正在逐步向高附加值的深加工产品延伸。公司目前精深加工产品红外级锗单晶（光学元件）、锗镜片、锗镜头、太阳能电池用锗单晶片的营业收入占全部营业收入的比重由 2006 年度的 0.37%上升至报告期末的 19.64%。

公司募投项目将投向高效太阳能电池用锗单晶及晶片产业化建设项目和红外光学锗镜头工程建设项进一步拓展锗深加工产品。上游矿山方面公司大寨锗矿 9 万吨技改工程大部份已实施完毕投入使用，增加了锗矿开采量 4 万吨左右。

表格 1. 公司主要产品产能预测

产能(金属吨)	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2012E
高纯二氧化锗/区熔锗锭	39	39	39	39	43	47.6	47.6
红外级单晶产能	2.5	2.5	10	10	10	15	22.5
红外光学镜片产能	3500	4500	10000	10000	10000	46125	92250
锗镜头	-	-	180/360	360	360	17750	35500
太阳能电池用锗单晶片	-	-	5000/10000	10000	100000	150000	300000

数据来源：招股说明书 东北证券金融与产业研究所

3. 公司竞争优势

3.1. 资源优势：

公司是国内拥有锗资源保有储量最大的企业，截止 2009 年 12 月 31 日，可使用锗资源储量合计达 689.55 吨，公司拥有的云南省凤庆县砚田多金属及锗矿探矿权、云南省永德县尖山铅锌矿探矿权，目前正在进行勘探工作，如勘探成功将使公司的资源储备更加丰富。

表格 2. 公司主要矿山储量

矿山名称	可使用储量(金属吨)	远景储量(金属吨)	采矿权证号码
大寨锗矿	613.19	—	5300000720105
梅子箐煤矿	76.36	28.98	C5300002009011120002937
合计	689.55	—	

数据来源：招股说明书 东北证券金融与产业研究所

表格 3. 公司大寨矿储量

矿种	储量级别	矿石量(吨)	品位(%)	金属量(吨)
锗	B	216,378	0.0560	121.24
	C	632,631	0.0599	378.72
	D	620,113	0.0263	162.94
	B+C+D	1,469,122	0.0451	662.90

数据来源：招股说明书 东北证券金融与产业研究所

3.2. 完整的产业链

公司是全国唯一拥有锗矿开采、火法富集、湿法提纯、区熔精炼、精深加工及研究开发

一体化产业链的锆业企业。公司通过开采、火法富集生产锆精矿；通过湿法提纯、区熔精炼生产高纯二氧化锆、区熔锆锭，可供直接销售，可供精深加工生产高附加值的高端产品。

3.3. 具有较强技术实力和一定规模效应

公司在锆的开采、提炼与精深加工等技术领域具有强大的技术和研发实力，2008年12月被云南省科技厅、云南省财政厅、云南省国家税务局、云南省地方税务局联合授予高新技术企业。公司及控股子公司中科鑫圆承担了省级新产品重点开发计划1项、国家级科研项目2项，拥有专利技术6项（其中发明专利5项），获得2项省科技进步奖，起草制定了14项锆行业的国家标准和行业标准。

公司目前是国内第一、亚洲最大的锆系列产品生产商和供应商，领先的产业规模优势使本公司具备了规模经济效益，能有效提高锆金属的综合回收率和利用率，降低物料消耗和综合能耗，优化成本结构，为实现经济效益最大化提供充分保障。

4. 公司盈利情况预测

锆金属价格在过去几年间波动较大，2007年MB氧化锆均价为720美元/公斤，2008年上涨至964美元/公斤，2009年由于金融危机，氧化锆价格也出现了回调，均价为764美元/公斤，我们预计未来3年MB氧化锆平均价格分别为650美元/公斤、700美元/公斤和750美元/公斤，国内价格分别为5171元/公斤、5569元/公斤和5967元/公斤。

表格 4. 公司主要产品销量和单价预测

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销量						
高纯二氧化锆	9.21	2.16	1.09	0	0	0
区熔锆锭	12.5	18	22.72	29.3	24.8	9.1
锆单晶	1.19	1.33	1.77	1.2	1.2	1.2
锆镜片	-	935	6964	7000	10000	30000
锆镜头	-	2	226	360	360	10000
太阳能电池用锆单晶片			171.43	5000	10000	20000
锆单晶加工	0.28	-	7.54	8.00	10.00	12.00
区熔锆锭加工	14.18	8.34	-	8.00	10.00	12.00
单价						
高纯二氧化锆(元/公斤)	5161	6476	3252	4420	4760	5100
区熔锆锭	7540	9103	6026	7070	7410	7750
锆单晶	10013	14123	8781	9770	10110	10450
锆镜片		5574	2562	2500	3000	3500
锆镜头		3400	8774	3800	4200	4500
太阳能电池用锆单晶片			9998	10770	11110	11450
锆单晶加工	2826	-	1183	1100	1200	1200
区熔锆锭加工	770	615	-	650	650	650
锆镜片加工	-	1000	-	1000	1000	1000

数据来源：招股说明书 东北证券金融与产业研究所

产量方面，2010 年公司由于大寨矿 9 万吨技改完成，自产区熔锗锭的产量有望出现大幅上升，2011 年相对于 2010 年各主要产品预计将保持稳定增长，2012 年下半年开始募投项目将逐步达产，公司锗深加工产品有望出现爆发式增长，而区熔锗锭的销售则由于内部领用的增加而出现下降。

表格 5. 公司主营收入情况预测

主营业务收入	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
高纯二氧化锗	4753	1398.8	354.5	0.0	0	0
区熔锗锭	9424.9	16384.8	13690	20736.3	18395.2	7058.9
锗单晶	1191.5	1878.4	1554.2	1172.4	1213.2	1254.0
锗镜片	-	521.2	1784.32	1750.0	3000.0	10500.0
锗镜头	-	0.68	198.3	136.8	151.2	4500.0
太阳能电池用锗单晶片	-	-	171.4	5385.0	11110.0	22900.0
锗单晶加工	79.12	-	891.97	880.0	1200.0	1440.0
区熔锗锭加工	1091.69	513.03		520.0	650.0	780.0
锗镜片加工	-	31.22	-	-	-	-
加工业务	1170.81	544.25	891.97	1400	1850	2220
其他	78.07	199.71	237.69	300	350	350
合计	16618.28	20927.84	18882.38	30880	36070	48783
成本						
高纯二氧化锗	1730.1	919.4	128.3	0.0	0.0	0.0
区熔锗锭	4340.2	6498.2	6130.4	10368.1	8645.7	3529.5
锗单晶	550.9	1122.2	1013.6	773.8	788.6	815.1
锗镜片		357.4	562.8	770.0	1350.0	4830.0
锗镜头		0.4	92.0	75.2	87.7	2610.0
太阳能电池用锗单晶片			42.9	2423.3	5555.0	11450.0
加工业务	702.5	391.9	446.0	770.0	1017.5	1221.0
其他		139.8	118.8	195.0	227.5	227.5
合计	7346.9	9432.2	8531.1	15375.4	17672.0	24683.1
毛利率						
高纯二氧化锗	63.6%	34.3%	63.8%	60.0%	60.0%	60.0%
区熔锗锭	54.0%	60.3%	55.2%	50.0%	53.0%	50.0%
锗单晶	53.8%	40.3%	34.8%	34.0%	35.0%	35.0%
锗镜片	-	31.4%	68.5%	56.0%	55.0%	54.0%
锗镜头	-	43.9%	53.6%	45.0%	42.0%	42.0%
太阳能电池用锗单晶片	-	-	75.0%	55.0%	50.0%	50.0%
加工业务	40.0%	28.0%	50.0%	45.0%	45.0%	45.0%
其他	50.0%	30.0%	50.0%	35.0%	35.0%	35.0%
合计	55.7%	54.9%	54.8%	50.2%	51.0%	49.4%
综合毛利率	55.8%	54.9%	54.8%	50.2%	51.0%	49.4%

数据来源：招股说明书 东北证券金融与产业研究所

5. 估值

A 股上市公司中，和公司具有可比性的小金属公司 2010 年平均 PE 在 48 倍左右，与新能源相关的小金属品种估值较高，A 股最近上市的中小板公司发行价相对于 2010 年盈利的平均 PE 在 40 倍左右，给公司 2010 年 43-51 倍 PE 估值区间，预测公司 2010-2012 年每股收益分别为 0.74 元，0.89 元和 1.08 元，公司 A 股上市后的合理价格区间应在 32.00-38.00 元之间。

表格 6. A 股同类上市公司估值

简称	最新日期	最新价格	每股收益			市盈率 PE		
			TTM	10E	11E	TTM	10E	11E
包钢稀土	2010-05-20	36.20	0.3258	0.6426	0.9307	111.11	56.34	38.90
章源钨业	2010-05-20	27.76	0.0000	0.4061	0.5082	92.24	68.36	54.63
吉恩镍业	2010-05-20	20.88	0.2421	0.5221	0.8595	86.24	39.99	24.29
贵研铂业	2010-05-20	24.44	0.3035	0.6170	0.7897	80.51	39.61	30.95
金钼股份	2010-05-20	12.78	0.2200	0.5148	0.7824	58.08	24.83	16.33
锡业股份	2010-05-20	17.70	0.3967	0.5641	0.7828	44.61	31.38	22.61
厦门钨业	2010-05-20	17.56	0.4102	0.4219	0.5765	42.81	41.62	30.46
宝钛股份	2010-05-20	23.97	-0.0015	0.2827	0.5814	-15,240.59	84.80	41.23
							48.37	32.43

数据来源：招股说明书 东北证券金融与产业研究所

表格 7. A 股同类上市公司估值

股票	上市日期	发行价	每股收益			市盈率 PE		
			TTM	10E	11E	TTM	10E	11E
四维图新(002405)	2010-5-18	25.6	-	0.4591	0.6419		55.76	39.88
远东传动(002406)	2010-5-18	26.6	-	0.8346	1.049		31.87	25.36
多氟多(002407)	2010-5-18	39.39	-	1.0657	1.3931		36.96	28.28
齐翔腾达(002408)	2010-5-18	28.88	-	0.9208	1.1109		31.36	26.00
和而泰(002402)	2010-5-11	35	-	0.7922	1.0754		44.18	32.55
爱仕达(002403)	2010-5-11	18.8	-	0.5136	0.7447		36.60	25.25
嘉欣丝绸(002404)	2010-5-11	22	-	0.5717	0.8194		38.48	26.85
建研集团(002398)	2010-5-6	28	-	0.6936	1.0121		40.37	27.67
海普瑞(002399)	2010-5-6	148	-	3.2269	4.5281		45.86	32.68
							40.2	29.4

数据来源：招股说明书 东北证券金融与产业研究所

盈利预测:

利润表 (万元)	2009A	2010E	2011E	2012E	价值比率	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	18,882.88	30,880.48	36,069.55	48,782.95	P / E	36.14	40.32	33.61	27.80
营业成本	8,531.81	15,375.42	17,672.00	24,683.07	EV / 收入	15.04	10.37	9.41	7.05
营业费用	173.89	308.80	360.70	487.83	EV / EBITDA	19.71	22.86	19.14	14.92
管理费用	1,957.44	3,088.05	3,606.96	4,878.29	EV / EBIT	37.26	27.29	24.25	18.95
财务费用	743.44	237.98	(96.34)	21.49	EV / NOPLAT	43.95	36.39	32.33	25.27
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	EV / IC	9.68	4.46	3.40	2.98
营业利润	6,880.49	11,499.67	14,093.41	18,126.87	P / B	11.12	2.94	2.75	2.55
利润总额	9,237.51	12,499.67	14,993.41	18,126.87	Dividend Yield (%)	0.00%	0.50%	0.59%	0.72%
所得税	1,407.28	3,124.92	3,748.35	4,531.72					
净利润	7,830.23	9,374.75	11,245.06	13,595.15	每股指标	2009A	2010E	2011E	2012E
归属母公司所有者的净利润	7,800.67	9,374.75	11,245.06	13,595.15	基本 EPS	0.83	0.74	0.89	1.08
NOPLAT	6,462.47	8,803.24	10,497.80	13,611.27	每股红利	0.00	0.20	0.20	0.20
					每股经营现金流	1.10	0.54	1.04	1.05
					每股净现金流	0.63	4.44	(1.51)	(0.36)
					每股净资产	2.70	10.21	10.92	11.78
资产负债表 (万元)	2009A	2010E	2011E	2012E	流动性	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	12,255.40	68,149.16	49,119.42	44,582.97	净负债 / 权益	(0.01)	(0.48)	(0.31)	(0.25)
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	总负债 / 总资产	40.22%	9.00%	8.64%	8.48%
应收帐款	2,612.39	3,384.16	3,952.83	5,346.08	流动比率	2.11	14.38	10.92	9.95
预付款项	957.13	1,264.63	1,087.91	964.50	速动比率	1.61	12.93	9.33	7.97
存货	5,342.43	8,424.89	9,683.29	13,524.97					
流动资产合计	22,311.79	83,558.89	66,572.04	68,108.85	财务比率	2009A	2010E	2011E	2012E
非流动资产	21,362.97	58,721.21	84,990.18	95,080.14	盈利能力				
资产总计	43,674.76	142,280.10	151,562.22	163,188.99	毛利率	54.82%	50.21%	51.01%	49.40%
短期借款	5,000.00	0.00	0.00	0.00	营业利润率	36.44%	37.24%	39.07%	37.16%
应付帐款	616.10	1,263.73	1,452.49	2,028.75	净利率	41.31%	30.36%	31.18%	27.87%
预收款项	0.82	62.58	134.72	232.29	净资产收益率	30.89%	7.29%	8.17%	9.16%
流动负债合计	10,567.59	5,808.80	6,094.87	6,845.52	偿债能力				
非流动负债	7,000.00	7,000.00	7,000.00	7,000.00	流动比率	2.11	14.38	10.92	9.95
少数股东权益	854.59	854.59	854.59	854.59	速动比率	1.61	12.93	9.33	7.97
母公司股东权益	25,252.58	128,616.71	137,612.76	148,488.88	资产负债率	40.22%	9.00%	8.64%	8.48%
净营运资本	11,744.20	77,750.09	60,477.17	61,263.33	成长能力				
投入资本 IC	29,351.77	71,822.14	99,847.93	115,260.50	营业收入增长率	-9.77%	63.54%	16.80%	35.25%
					营业利润增长率	-18.28%	67.13%	22.55%	28.62%
					净利润增长率	-4.18%	20.18%	19.95%	20.90%
					净资产增长率	28.95%	409.32%	6.99%	7.90%
					营运能力				
					应收帐款周转率	9.85	10.30	9.83	10.49
					存货周转率	1.43	2.23	1.95	2.13
					总资产周转率	0.47	0.33	0.25	0.31
现金流量表 (万元)	2009A	2010E	2011E	2012E					
净利润	7,830.23	9,374.75	11,245.06	13,595.15					
折旧摊销	6,790.00	0.00	3,731.04	4,910.04					
净营运资金增加	1,745.64	66,005.89	(17,272.92)	786.16					
经营活动产生现金流	10,341.09	6,798.66	13,122.93	13,204.06					
投资活动产生现金流	(3,034.87)	(39,631.28)	(30,000.00)	(15,000.00)					
融资活动产生现金流	(1,450.84)	88,726.38	(2,152.67)	(2,740.52)					
现金净增 (减)	5,855.38	55,893.76	(19,029.74)	(4,536.45)					

数据来源: 公司公告

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归我公司所有。