

分析师： 葛军 (8627)65799505 gejun@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490208040137

联系人： 杨靖凤 (8621) 68751636 yangjf@cjsc.com.cn

业绩低于预期

事件描述

云南锗业公布 2010 年半年报

事件评论

- 上半年营业收入同比增长 18.7%，净利润同步增长 86.3%，EPS 为 0.28 元。

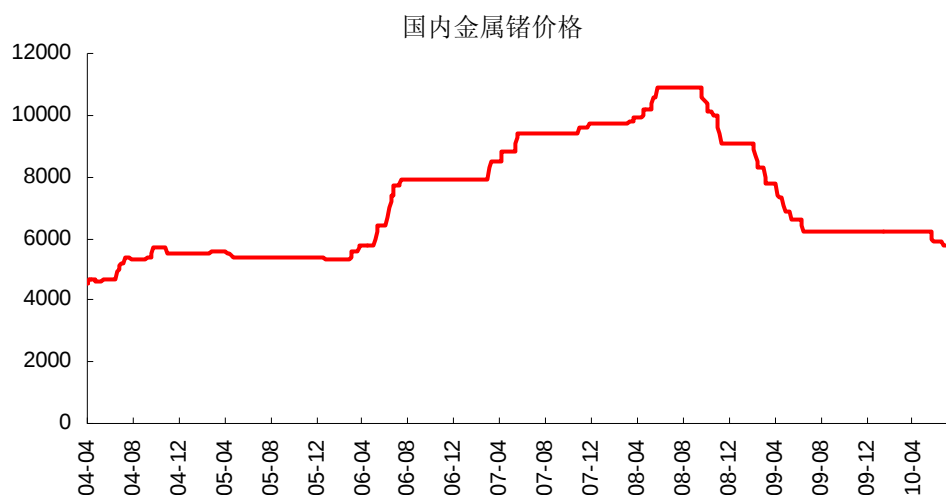
2010 年上半年公司实现营业总收入 8310 万元，同比增长 18.7%；实现归属于上市公司股东的净利润 3500 万元，同比增长 86.3%。报告期内，公司每股收益 0.28 元。上述业绩略低于我们预期。

- 高自给率是公司业绩大幅增长的主要原因

公司产品销量大幅增长、外购原料大幅降低、政府补助提高三大因素是公司收入和净利润增长的主要原因。其中外购原料比例下降是公司净利润增幅超过收入增幅的主要原因。

10 年上半年国内金属锗均价保持在 6141 元/千克左右，同比下降 26%。公司在金属锗价格出现回落情况下，营业收入同比增长 18.7%的主要原因是二氧化锗、锗单晶、锗镜头、太阳能电池用锗销量的大幅增长，具体见表 1。公司上半年自产锗矿 14.8 吨，同比增长 179%，在自有原料产量大幅提升的情况下，公司毛利同比增加 7 个百分点。另外，公司太阳能电池用锗单晶片填补了国内空白，在报告期内收到政府各项补助 1208.91 万元，同比增长 169.16%。总体来讲，产量增长和自有锗矿利用率的提高使得公司业绩维持提升。

图1：报告期内金属锗价格较去年同期下降26%（元/千克）



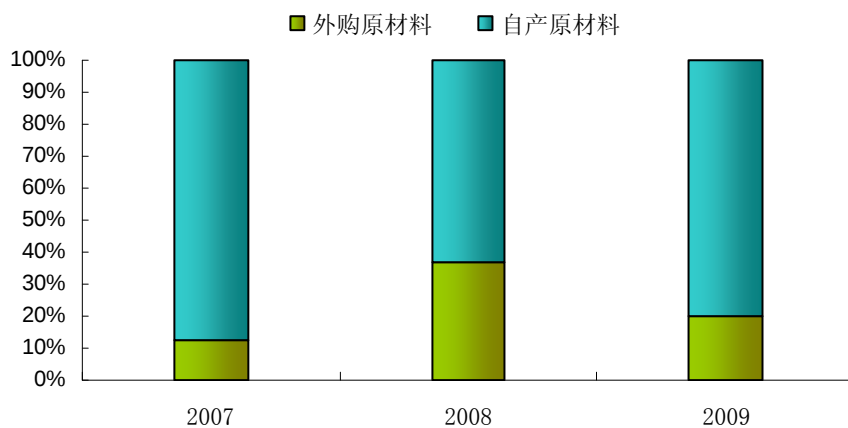
资料来源: 亚洲金属网, 长江证券研究部

表 1: 报告期公司产品销量实现大幅增长

产品名称	10 年中期产量	产量同比	10 年中期销量	销量同比
锗矿	14.78 吨	179%	0	---
二氧化锗	27.5 吨	23.3%	2.8 吨	2054%
区熔锗	17.6 吨	-6.4%	9.7 吨	32.9%
锗单晶	1.5 吨	80.7%	1.3 吨	103%
锗单晶加工服务	4.03	33.4%	3.3 吨	22.2%
锗镜片	3300 片	71.3%	2699 片	37.4%
锗镜头	181 具	302%	188 具	944%
太阳能电池用锗单晶片(片)	1607 片	327%	1200 片	733%

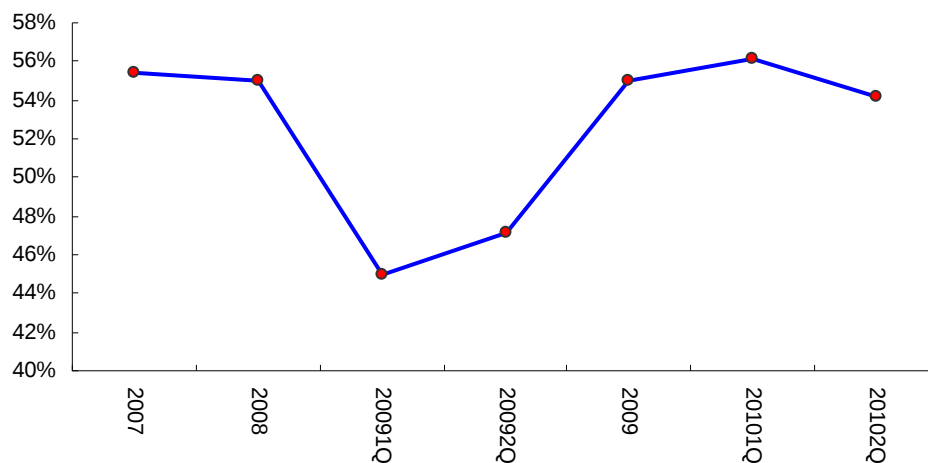
资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图2: 公司近年外购原材料比重持续下降



资料来源：招股说明书

图3：公司外购原材料比例下降使得综合毛利同比增加7个百分点

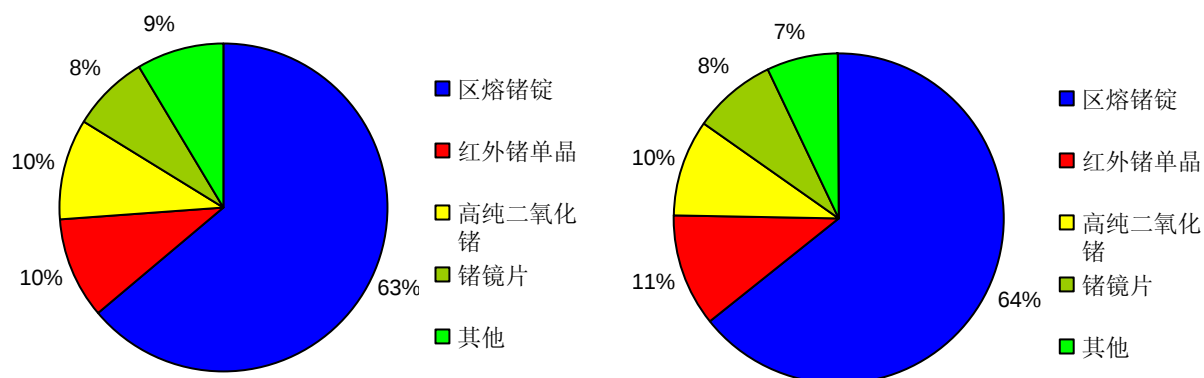


资料来源：公司公告，长江证券研究部

● 二季度营业收入环比增长 2.4%，净利环比增长 33.3%。

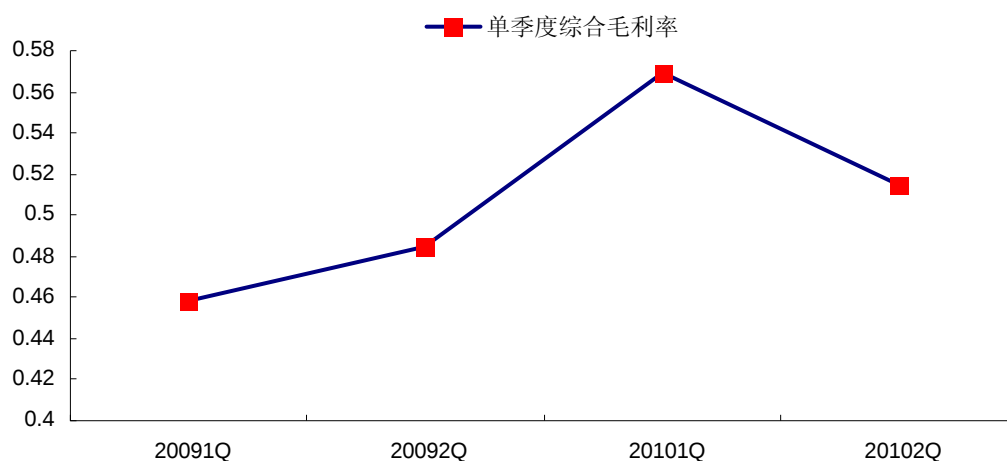
公司 10 年二季度实现营业总收入 0.42 亿元，环比增长 2.4%；实现归属上市公司股东净利润 2098 万元，环比增长 33.3%。国内金属锆价格二季度环比一季度下跌 400 元/吨至 5800 元/吨。在锆金属价格下行的情况下，公司二季度整体业绩仍能实现环比增长，公司调高锆资源的自给率及产量增长是主要原因。

图 4：公司主营业务收入结构（左）和利润结构（右）(2010 年中期)



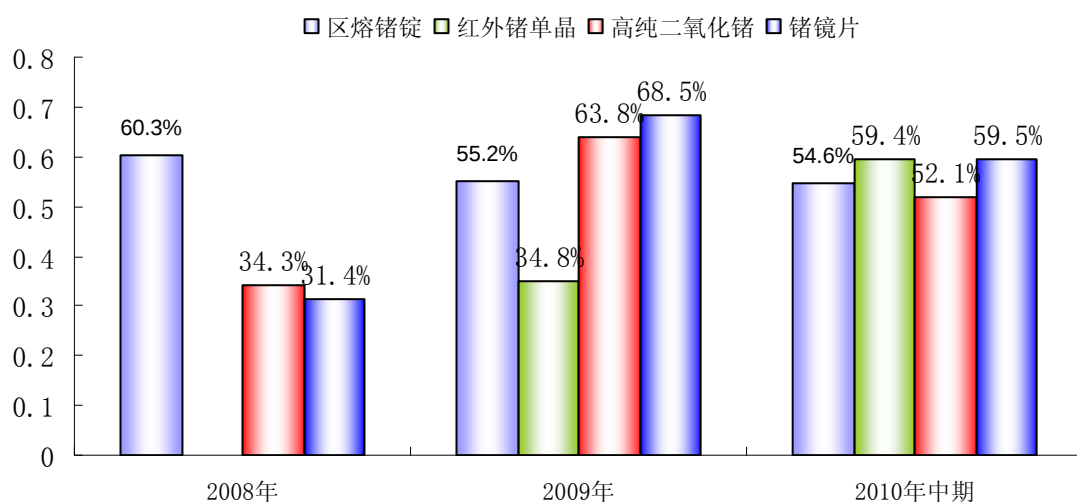
资料来源：公司公告

图5：公司二季度综合毛利率环比下降5.5个百分点



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图6：公司近年各产品毛利率变化情况



资料来源：公司公告，长江证券研究部

● 我们认为公司未来的看点如下：

(1) 公司锗资源优势明显

公司拥有的临沧大寨锗矿和梅子箐煤矿已探明锗金属保有储量合计达 689.55 吨，居全国第一，储量占中国 19.7%，世界 8%。总体上，公司锗资源储量丰富，品味较高，其中公司正使用的大寨锗矿属超大型锗矿床。此外，公司还拥有云南凤庆县砚田多金属及锗矿、云南永德县尖山铅锌矿的探矿权，合计可勘探面积 43.32 平方公里，且目前公司正申请云南永德县乌木龙乡银厂街锗及多金属的探矿权。

表2：公司锗资源储量情况（截止09年底）

矿山名称	出矿能力（吨/年）	平均品位	保有储量（金属吨）
大寨锗矿	90000	0.026%-0.700%	613.19
梅子箐煤矿	30000	0.024%	76.36

合计	120000	689.55
----	--------	--------

资料来源：公司公告，长江证券研究部

（2）未来产能有望增长

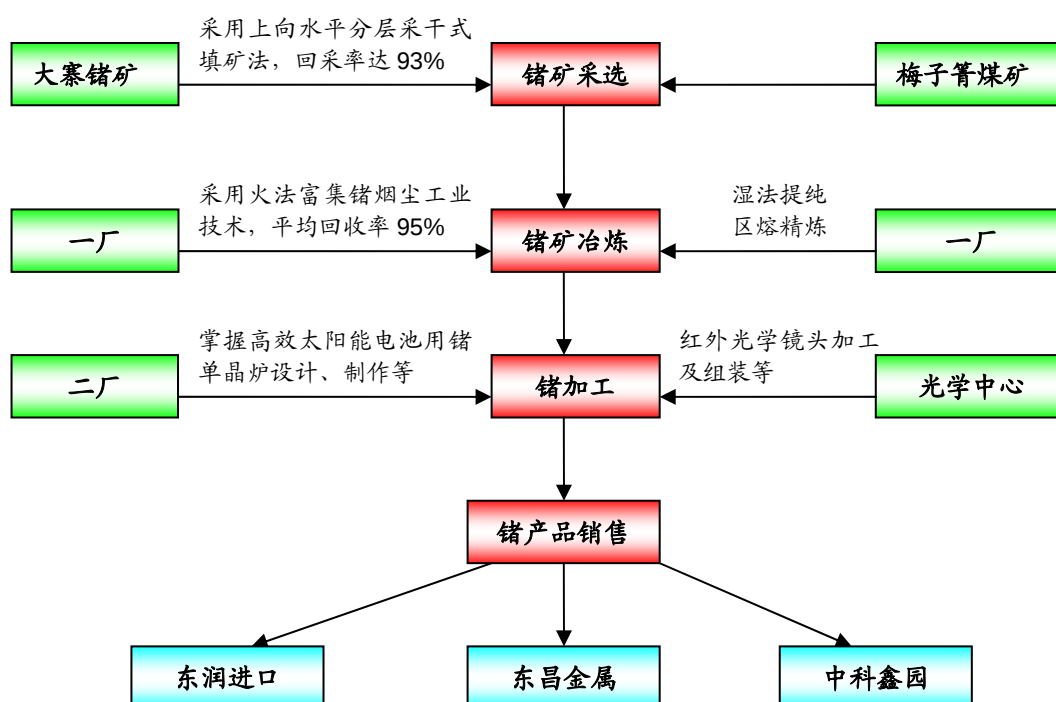
截止 09 年底，公司锆金属产能 39 吨/年、红外级锆单晶产能 10 吨/年、红外级光学产能 180 具锆镜头/年、10000 片锆镜片/年、高效太阳能电池用锆单晶及晶片产业化建设项目产能 5000 片锆晶片/年。公司目前正扩建 8.6 吨/年的锆金属生产线，完工后将提升公司锆产能将达 47.6 吨/年。

公司上市募集资金主要用于投资具有高毛利率的太阳能电池用锆单晶及晶片项目和红外光学锆锆镜头项目，项目建成后将形成年产 30 万片的 4 英寸高效太阳能电池用锆单晶片规模和 3.55 万套红外光学锆镜头的年产能规模，分别是 09 年设计产能的 30 倍和 99 倍。

（3）公司产业链完整，锆矿自给率不断增长

公司产业链自上游锆矿开采一直延伸到锆单晶片及锆镜头等精深加工产品，是国内产业链最为完整的锆系列产品供应商。锆矿自给率多年来不断增加，截止 09 年公司自给率高达 80%，较 08 年增加近 20 个百分点。高自给率和完整的产业链为公司的长期发展奠定坚实的基础。

图 7：公司集采、选、冶、销售、研发于一体



资料来源：公司公告

● 给予公司“谨慎推荐”评级

根据公司中报情况，我们下调公司盈利预测 2010 年和 2011 年 EPS 分别为 0.51 元和 0.59 元，鉴于公司

募投项目 2012 年才逐步投产，短期业绩无法大幅增长，而股价却已给予了较充分的反应，因此给予“谨慎推荐”评级。

● **投资风险和结论的局限性**

公司募投项目投产慢于预期、市场开拓不利带来订单低于预期、公司锗自给率的下降等风险都将影响我们的盈利预测及投资结论。

分析师介绍

葛军，长江证券有色金属研究员。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。