

审慎推荐-A (维持)**云南锗业 002428.SZ**

目标估值: NA

当前股价: 80.00 元

2010年11月25日

打开资源外延性增长的大门**基础数据**

上证综指	2860
总股本(万股)	12560
已上市流通股(万股)	3200
总市值(亿元)	96
流通市值(亿元)	24
每股净资产(MRQ)	9.6
ROE(TTM)	10.8
资产负债率	1.2%
主要股东	临沧飞翔冶炼公司
主要股东持股比例	27.9%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	11	154	154
相对表现	17	144	165

**相关报告**

1、《云南锗(002428)-一体化的锗业帝国》

2010/05/12

2、《有色金属行业深度研究报告之四-锗: 中国供给决定全球的供需格局》

2010/11/02

王晓丹

0755-82943260

wxiaodan@cmschina.com.cn

S1090208080233

李洪冀

021-68407470

lihongji@cmschina.com.cn

S1090210050010

公司 11 月 24 日发布公告称, 公司将采取收购、兼并、入股等方式对三个含锗矿山进行整合, 具体整合方式由双方协商后签订补充协议确定。

□ **此次整合打开外延性资源扩张的大门:** 此次拟整合的中寨朝相煤矿、华军煤矿和勐旺昌军煤矿三个矿区。华军煤矿相关手续正在办理之中, 勐旺昌军煤矿亦未公布相关储量, 中寨朝相煤矿公布保有锗资源储量 38.23 金属吨, 预测资源量 8.49 吨, 而新增的储量占公司保有含量的 5.54%, 虽然对公司短期影响较小, 对公司未来几年的业绩也几乎没有影响, 但是意味着公司外延性资源扩张取得实质性进展。

□ **公司自身资源储量优势十分明显:** 公司拥有大寨锗矿和梅子箐煤矿, 储量丰富, 品位较高, 截至 2009 年末, 已经探明的锗金属保有储量合计达 689.55 吨。公司通过内生性的资源增长和外部找矿, 使得公司在行业内具有绝对的资源优势。

□ **未来进一步资源扩张可期:** 云南是锗资源大省, 云南省锗资源占全国上表储量的 33.77%, 其中云南锗业占中国的保有储量的 19.7%, 其余的 14% 都分散在一些小型企业手中。根据国土资源部提出的《关于进一步推进矿产资源开发整合工作的通知》及《临翔区人民政府关于矿产资源整合有关问题的通知》, 无论是国家层面、省级都在积极推进矿产资源整合, 将有限的资源向优势企业集中。我们认为, 此次只是市级层面整合第一步, 未来公司可能将进一步进行省级层面的整合。

□ **维持“审慎推荐-A”投资评级:** 我们预测未来锗价上涨是趋势, 公司积极布局下游深加工产业, 公司募投项目达产将为公司带来业绩拐点。预估 10、11、12 年每股收益为 0.65 元、0.76 元、1.17 元, 对应 10、11 年的 PE 分别为 123.7、106.2, 公司估值偏高, 但是考虑到锗价位于上升通道有助于提升公司业绩, 维持“审慎推荐-A”投资评级;

□ **风险提示:** 目前只是意向收购, 可能存在整合进程低于预期。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	209	189	210	278	392
同比增长	26%	-10%	11%	32%	41%
营业利润(百万元)	84	69	80	105	176
同比增长	22%	-18%	17%	31%	67%
净利润(百万元)	81	78	82	95	147
同比增长	16%	-4%	5%	16%	54%
每股收益(元)	0.87	0.62	0.65	0.76	1.17
PE	92.8	129.9	123.7	106.2	69.1
PB	21.4	29.9	29.0	23.8	18.6

资料来源: 招商证券

一、垄断性的锆矿资源

由于锆矿资源的稀缺性,公司资源储量优势十分明显。公司拥有大寨锆矿和梅子箐煤矿,储量丰富,品位较高,截至 2009 年末,已经探明的锆金属保有储量合计达 689.55 吨,占全国锆保有储量 3500 吨的 19.70%。

表 1: 公司锆矿储量

(金属吨)	品位	可使用储量	远景储量	进展
大寨锆矿	0.0361%	638.68	638.68	探明
梅子箐煤矿	0.0241%	76.36	105.34	探明

资料来源: 招股说明书, 招商证券

内生性资源增长, 提高效率:

公司通过深度找矿和边界找矿,对现有矿山设法挖潜,尽量使现有矿石开采达到最大化。梅子箐煤矿的预测资源量为 28.98 吨,随着探矿工作的深入,334 可能转化为 333,从而进一步增加公司资源控制量。

表 2: 推测储量

矿产资源储量分类	矿石量	金属品位	金属量
预测资源量	14.86 万吨	0.0195%	28.98 吨

资料来源: 招股说明书, 招商证券

外部找矿卓有成效:

公司拥有云南砚田多金属及锆矿和云南尖山铅锌矿的探矿权,目前正在进行勘探。此外公司还在申请云南永德县乌木龙乡银厂街锆及多金属矿的探矿权。公司未来的资源储备具备进一步拓展的空间。

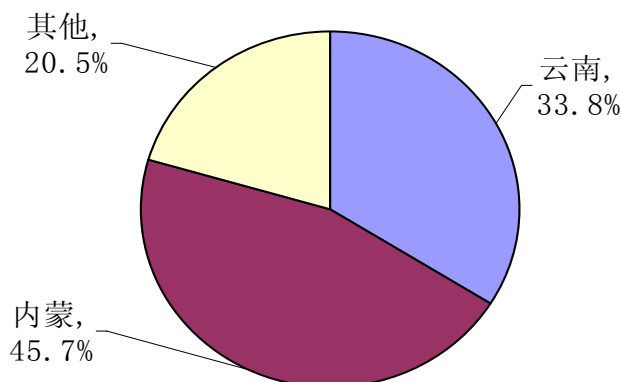
表 3: 锆矿储量

(金属吨)	许可证 类型	证号	面积 (平方公里)	许可证有效期 (月/年)	进展
砚田多金属及锆矿	探矿	T53120091202037278	25.69	12/2009-12/2010	已取探矿权
尖山铅锌矿	探矿	T53120080102002675	17.63	01/2010-01/2011	已取探矿权
乌木龙乡银厂街锆矿					正在申请探矿权

资料来源: 招股说明书, 招商证券

二、 拉开省内资源整合的序幕

云南是锆资源大省,云南省锆资源占全国上表储量的 33.77%,其中云南锆业占中国的保有储量的 19.7%,其余的 14%都分散在一些小型企业手中。

图 1: 中国锆资源分布


资料来源: 招商证券

根据国土资源部提出的《关于进一步推进矿产资源开发整合工作的通知》及《临翔区人民政府关于矿产资源整合有关问题的通知》，我们可以看出，无论是国家层面、省级都在积极推进矿产资源整合，将有限的资源向优势企业集中。我们认为，此次只是市级层面整合第一步，未来公司可能将进一步进行省级层面的整合。

表 4: 新增锆矿情况

矿区	许可证	证号	矿区面积 (平方公里)	许可证有效期 (月/年)	设计年能 (万吨/年)
中寨朝相煤矿	采矿	C5300002008111120001525	0.35	2008/11-2017/11	3.0
华军煤矿		手续正在办理中	0.82	--	--
勐旺昌军煤矿	采矿	C5300002009061120015472	0.554	2009/6-2014/06	6.0

资料来源: 招股说明书, 招商证券

此次资源整合新增储量虽然仅占公司保有含量的 5.5%，对公司的实质影响较小，对公司未来几年的业绩也不会产生重大影响。但是从此次整合可以看出，公司在拥有绝对优势的锆资源储量同时，从未停止过对可利用资源的探索，并致力资源的扩张。从而为公司锆深加工募投项目提供充分的资源保障，保持可持续发展。

三、 估值与投资建议

我们预测 2010、2011、2012 年公司主营收入分别为 2.13 亿、2.78 亿和 3.92 亿，10、11、12 年分别增长 11%、32%、41%，净利润分别为 0.82 亿、0.95 亿和 1.47 亿，10、11、12 年分别增长 5%、16%、54%。

我们预计 2010-2012 年每股收益分别为 0.65 元、0.76 元和 1.17 元，目前股价对应动态 PE 分别为 123/106/69 倍。我们预测未来锆价上涨是趋势，公司积极布局下游深加工产业，公司募投项目达产将为公司带来业绩拐点。目前公司估值偏高，但是考虑到锆价位于上升通道有助于提升公司业绩，维持“审慎推荐-A”投资评级；

表 5: 分产品产量及预测

权益金属产量	产量 (吨)			
	2009年	2010E	2011E	2012E
二氧化锗 (吨)	1.085	1.5	1	1
区熔锗锭 (吨)	22.72	23.7	22	16
锗单晶 (吨)	1.77	3	4	6
锗单晶加工服务 (吨)	7.54	12	10	0
锗镜头 (具)	226	500	2000	17500
锗镜片 (片)	6964	15000	20000	10000
有机锗 (吨)	0.13	1.5	2	3
太阳能锗晶片 (片)	3124	8000	50000	120000

资料来源: 招商证券

我们预测对 10-12 年的产品价格预测如下表

表 6: 分产品价格预测

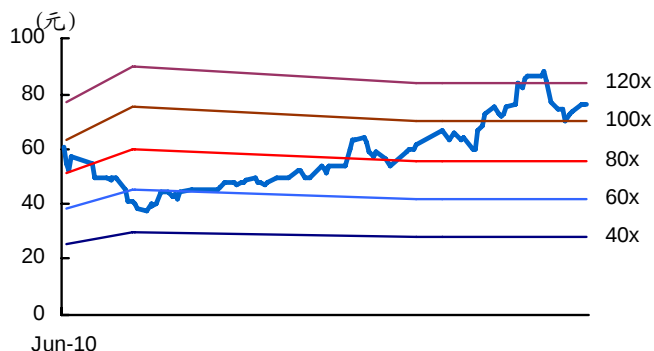
产品	价格			
	2009年	2010E	2011E	2012E
二氧化锗(元/公斤)	3820	2991	3846	4530
区熔锗(元/公斤)	5900	6500	7500	10000
锗单晶(元/公斤)	8772	8721	10247	11655
锗单晶加工(元/公斤)	1182.6	850	1000	-
锗镜头(元/具)	10200	5128	5983	6838
锗镜片(元/片)	2996	2479	2735	2906
有机锗(元/公斤)	7258	6319	6529	6529
太阳能锗晶片(元/片)	558	591	690	575

资料来源: 招商证券

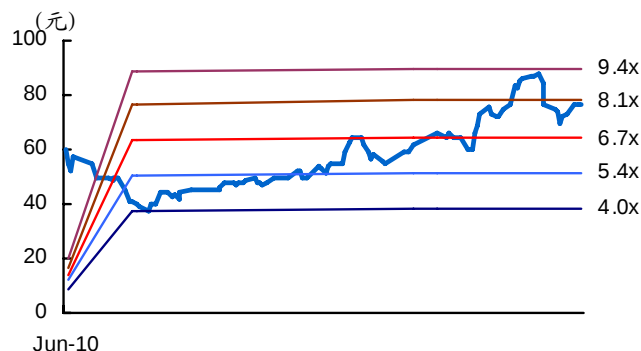
表 7: 盈利预测

	2009	2010E	2011E	2012E
收入(百万)	189	210	278	392
收入增长	-10%	11%	32%	41%
净利润 (百万)	78	82	95	147
净利润增长	-4%	5%	16%	54%
股本万股	9400	12600	12600	12600
EPS	0.62	0.65	0.76	1.17

数据来源: 招商证券

图 2: 云南锗业历史 PE Band


资料来源: 招商证券研发中心

图 3: 云南锗业历史 PB Band


资料来源: 招商证券研发中心

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	165	223	196	225	315
现金	64	123	100	100	156
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	5	0	0	0
应收款项	12	26	12	16	22
其它应收款	8	7	6	8	12
存货	66	53	65	86	106
其他	15	10	12	16	19
非流动资产	204	214	259	267	274
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	121	152	175	186	197
无形资产	42	41	37	33	30
其他	42	21	48	47	47
资产总计	369	437	455	492	589
流动负债	65	106	96	55	28
短期借款	40	50	4	29	0
应付账款	13	6	9	11	14
预收账款	0	0	0	0	0
其他	12	50	83	14	14
长期负债	100	70	0	0	0
长期借款	100	70	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
负债合计	165	176	96	55	28
股本	52	94	126	126	126
资本公积金	2	2	2	2	2
留存收益	142	157	223	299	417
少数股东权益	8	9	9	11	17
母公司所有者权益	196	253	350	426	544
负债及权益合计	369	437	455	492	589

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	63	103	98	93	142
净利润	81	78	82	95	147
折旧摊销	0	0	21	22	23
财务费用	0	0	(2)	(0)	(3)
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	0	0	19	(27)	(31)
其它	(18)	25	(22)	3	6
投资活动现金流	(81)	(30)	(57)	(30)	(30)
资本支出	0	0	(30)	(30)	(30)
其他投资	(81)	(30)	(27)	0	0
筹资活动现金流	65	(15)	(64)	(63)	(56)
借款变动	0	0	(81)	(44)	(29)
普通股增加	0	0	32	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	0	(16)	(19)	(29)
其他	65	(15)	2	0	3
现金净增加额	47	59	(23)	0	56

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	209	189	210	278	392
营业成本	94	85	109	143	176
营业税金及附加	3	2	2	3	4
营业费用	2	2	2	3	4
管理费用	23	20	19	25	35
财务费用	6	7	(2)	(0)	(3)
资产减值损失	0	4	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	2	0	0	0	0
营业利润	84	69	80	105	176
营业外收入	12	24	17	10	3
营业外支出	2	0	0	0	0
利润总额	94	92	97	115	179
所得税	13	14	15	17	27
净利润	81	78	82	98	152
少数股东损益	(0)	0	0	2	5
母公司所有者净利润	81	78	82	95	147
EPS (元)	0.87	0.62	0.65	0.76	1.17

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	26%	-10%	11%	32%	41%
营业利润	22%	-18%	17%	31%	67%
净利润	16%	-4%	5%	16%	54%
获利能力					
毛利率	55.2%	54.8%	48.1%	48.6%	55.1%
净利率	38.9%	41.3%	39.0%	34.3%	37.4%
ROE	23.1%	23.0%	23.4%	22.4%	27.0%
ROIC	22.5%	15.5%	15.4%	19.1%	26.3%
偿债能力					
资产负债率	44.7%	40.2%	21.1%	11.1%	4.8%
净负债比率	37.9%	35.5%	16.2%	6.0%	0.0%
流动比率	2.5	2.1	2.0	4.1	11.2
速动比率	1.5	1.6	1.4	2.6	7.4
营运能力					
资产周转率	0.6	0.4	0.5	0.6	0.7
存货周转率	2.2	1.4	1.8	1.9	1.8
应收帐款周转率	15.8	9.9	11.1	20.2	20.8
应付帐款周转率	9.6	9.1	14.7	14.2	13.8
每股资料(元)					
每股收益	0.87	0.62	0.65	0.76	1.17
每股经营现金	1.21	1.10	0.78	0.74	1.13
每股净资产	3.77	2.70	2.79	3.40	4.33
每股股利	0.00	0.00	0.13	0.15	0.23
估值比率					
PE	92.8	129.9	123.7	106.2	69.1
PB	21.4	29.9	29.0	23.8	18.6
EV/EBITDA	21.7	51.1	39.1	30.6	19.8

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容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。

王晓丹，南开大学国际经济研究所数量经济学硕士，理学学士，两年证券研究从业经验，两年期货研究从业经验。

李洪冀，英国帝国理工大学金融学硕士，数学学士，四年有色金属行业研究经验，曾任国信证券有色金属行业研究员。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。