

**有色金属冶炼II**
**云南锗业(002428.SZ)/77.70元**

# 全产业链优势明显 短期受益于锗金属价格上涨

**事项**

2010年12月2日，我们对云南锗业公司进行了调研。

**主要观点**

1. 云南锗业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公司，同时受益于产业链上下游两端。
2. **上游：**公司坐拥特大特富的云南临沧锗煤矿。截至2010年，公司锗资源储量共计727吨，占全国储量的19.4%，储采比约41年。2009年公司锗金属产量33.82吨，占全国总产量的33.8%，全球的24%。资源自给率约78%。在政府收储的预期下，近期锗金属价格上涨迅速。从供需面上看，判断2012年锗供给将由过剩转为短缺，锗金属价格将在此预期下进入上升通道。先期进行的大寨锗矿年处理9万吨矿石技改项目和8.6吨锗金属生产线扩建工程将扩大锗金属的产量。
3. **下游深加工：**公司现有主要产品是中级产品高纯锗和区熔锗锭，另有小规模的精深加工产品红外级和太阳能级锗单晶。近年IPO成功发行募投的红外光学锗镜头和太阳能电池用锗晶片项目将促进公司产业链的迅速升级，预计2012年下半年达产。未来项目达产后，公司将大幅减少中低端锗产品的出售，以将更多的锗金属投入到精深加工领域，以获得更高的毛利率。
4. **成本优势：**公司主要矿区位于云南省临沧市，得天独厚的锗资源优势降低了公司的原料供应成本；而当地丰富的水电资源和人力资源，又使公司享有能源成本和人工成本优势。另外，公司通过先进的生产工艺，保证了锗金属综合回收率在90%以上，有效降低了生产成本。
5. 预计10-12年EPS分别为0.70元，0.83元，1.19元，对应PE为110，93，65倍。暂不评级。

**主要财务指标**

|          | 2009A | 2010E  | 2011E | 2012E |
|----------|-------|--------|-------|-------|
| 主营收入(百万) | 189   | 187    | 188   | 246   |
| 同比增速(%)  | -10%  | -1%    | 1%    | 30%   |
| 净利润(百万)  | 78    | 88     | 105   | 149   |
| 同比增速(%)  | -4%   | 13%    | 19%   | 43%   |
| 每股盈利(元)  | 0.83  | 0.70   | 0.83  | 1.19  |
| 市盈率(倍)   | 93.23 | 110.84 | 93.12 | 65.31 |

研究员：高利

联系人：张雪川 何杰

Tel: 0755-82027508

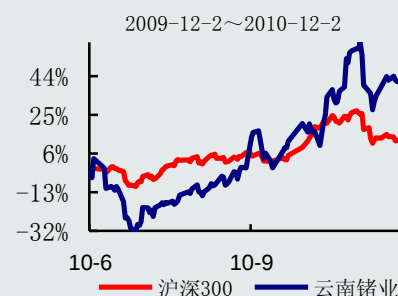
Email: hejie@hczq.com

**投资评级**

|       |      |
|-------|------|
| 投资评级: | 不评级  |
| 评级变动: | 首次评级 |

**公司基本数据**

|             |            |
|-------------|------------|
| 总股本(万股)     | 12560      |
| 流通A股/B股(万股) | 3200/0     |
| 资产负债率(%)    | 40.22      |
| 每股净资产(元)    | 2.79       |
| 市盈率(倍)      | 125.11     |
| 市净率(倍)      | 27.85      |
| 12个月内最高/最低价 | 92.2/36.72 |

**市场表现对比图(近12个月)**


资料来源：港澳资讯

**相关研究报告**

附录：财务预测表

资产负债表

| 单位：百万元         | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 223  | 1227  | 1351  | 1500  |
| 现金             | 123  | 1141  | 1256  | 1384  |
| 应收账款           | 26   | 19    | 20    | 27    |
| 其它应收款          | 7    | 9     | 8     | 10    |
| 预付账款           | 10   | 11    | 11    | 14    |
| 存货             | 53   | 43    | 53    | 60    |
| 其他             | 5    | 4     | 3     | 5     |
| <b>非流动资产</b>   | 214  | 212   | 224   | 242   |
| 长期投资           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产           | 152  | 143   | 130   | 116   |
| 无形资产           | 41   | 47    | 55    | 59    |
| 其他             | 21   | 22    | 39    | 67    |
| <b>资产总计</b>    | 437  | 1438  | 1575  | 1742  |
| <b>流动负债</b>    | 106  | 83    | 84    | 93    |
| 短期借款           | 50   | 43    | 44    | 46    |
| 应付账款           | 6    | 8     | 9     | 9     |
| 其他             | 50   | 32    | 31    | 38    |
| <b>非流动负债</b>   | 70   | 93    | 124   | 133   |
| 长期借款           | 70   | 93    | 124   | 133   |
| 其他             | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>负债合计</b>    | 176  | 176   | 209   | 225   |
| 少数股东权益         | 9    | 9     | 9     | 10    |
| 股本             | 94   | 126   | 126   | 126   |
| 资本公积金          | 2    | 882   | 882   | 882   |
| 留存收益           | 157  | 245   | 350   | 499   |
| 归属母公司股东权益      | 253  | 1253  | 1357  | 1507  |
| <b>负债和股东权益</b> | 437  | 1438  | 1575  | 1742  |

现金流量表

| 单位：百万元         | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 103  | 109   | 81    | 106   |
| 净利润            | 78   | 89    | 105   | 150   |
| 折旧摊销           | 17   | 18    | 18    | 19    |
| 财务费用           | 7    | -2    | -12   | -13   |
| 投资损失           | 0    | -1    | -1    | -1    |
| 营运资金变动         | -4   | 16    | -9    | -20   |
| 其它             | 5    | -10   | -20   | -30   |
| <b>投资活动现金流</b> | -30  | -5    | -10   | -6    |
| 资本支出           | 30   | 0     | 0     | 0     |
| 长期投资           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | 0    | -5    | -10   | -6    |
| <b>筹资活动现金流</b> | -15  | 914   | 44    | 28    |
| 短期借款           | 10   | -7    | 1     | 1     |
| 长期借款           | -30  | 23    | 31    | 8     |
| 普通股增加          | 42   | 32    | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | 0    | 880   | 0     | 0     |
| 其他             | -36  | -15   | 11    | 19    |
| <b>现金净增加额</b>  | 59   | 1018  | 115   | 128   |

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

| 单位：百万元          | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 189  | 187   | 188   | 246   |
| 营业成本            | 85   | 83    | 86    | 102   |
| 营业税金及附加         | 2    | 2     | 2     | 3     |
| 营业费用            | 2    | 2     | 2     | 2     |
| 管理费用            | 20   | 20    | 21    | 20    |
| 财务费用            | 7    | -2    | -12   | -13   |
| 资产减值损失          | 4    | 2     | 2     | 3     |
| 公允价值变动收益        | 0    | 10    | 20    | 30    |
| 投资净收益           | 0    | 1     | 1     | 1     |
| <b>营业利润</b>     | 69   | 92    | 108   | 160   |
| 营业外收入           | 24   | 13    | 16    | 18    |
| 营业外支出           | 0    | 1     | 1     | 1     |
| <b>利润总额</b>     | 92   | 104   | 124   | 177   |
| 所得税             | 14   | 16    | 19    | 26    |
| <b>净利润</b>      | 78   | 89    | 105   | 150   |
| 少数股东损益          | 0    | 0     | 0     | 1     |
| <b>归属母公司净利润</b> | 78   | 88    | 105   | 149   |
| EBITDA          | 93   | 108   | 115   | 166   |
| EPS（元）          | 0.83 | 0.70  | 0.83  | 1.19  |

主要财务比率

|                | 2009   | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>    |        |        |        |        |
| 营业收入           | -9.8%  | -0.8%  | 0.5%   | 30.4%  |
| 营业利润           | -18.3% | 34.3%  | 17.4%  | 47.2%  |
| 归属母公司净利润       | -4.2%  | 12.9%  | 19.0%  | 42.6%  |
| <b>获利能力</b>    |        |        |        |        |
| 毛利率            | 54.8%  | 55.9%  | 54.4%  | 58.7%  |
| 净利率            | 41.3%  | 47.0%  | 55.6%  | 60.8%  |
| ROE            | 30.9%  | 7.0%   | 7.7%   | 9.9%   |
| ROIC           | 22.0%  | 28.8%  | 30.8%  | 45.5%  |
| <b>偿债能力</b>    |        |        |        |        |
| 资产负债率          | 40.2%  | 12.3%  | 13.2%  | 12.9%  |
| 净负债比率          | 88.23% | 84.08% | 88.37% | 88.44% |
| 流动比率           | 2.11   | 14.76  | 16.03  | 16.18  |
| 速动比率           | 1.61   | 14.24  | 15.40  | 15.54  |
| <b>营运能力</b>    |        |        |        |        |
| 总资产周转率         | 0.47   | 0.20   | 0.13   | 0.15   |
| 应收帐款周转率        | 10     | 8      | 10     | 10     |
| 应付帐款周转率        | 9.07   | 11.47  | 10.09  | 11.24  |
| <b>每股指标(元)</b> |        |        |        |        |
| 每股收益           | 0.62   | 0.70   | 0.83   | 1.19   |
| 每股经营现金         | 0.82   | 0.87   | 0.65   | 0.84   |
| 每股净资产          | 2.01   | 9.97   | 10.81  | 12.00  |
| <b>估值比率</b>    |        |        |        |        |
| P/E            | 93.23  | 110.84 | 93.12  | 65.31  |
| P/B            | 28.80  | 7.79   | 7.19   | 6.48   |
| EV/EBITDA      | 106    | 91     | 85     | 59     |

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

### 行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 华创证券研究所

地址: 北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编: 100036

传真: 010-59370801