

署名人: 杨国萍

S0960209060280

0755-82026714

yangguoping@cjis.cn

署名人: 张镭

执业证书编号: S0960209060260

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

6-12个月目标价: 85.00元

当前股价: 69.13元

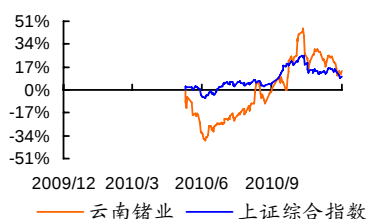
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2759.58
总股本(百万)	126
流通股本(百万)	32
流通市值(亿)	22
EPS (TTM)	
每股净资产(元)	2.08
资产负债率	40.2%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
云南锗业	-11.46	12.22	66.42
上证综合指数	-2.15	3.91	15.06



相关报告

《云南锗业-整合周边资源, 进一步提升资源保障力度》2010-11-25

《云南锗业-打造独立的锗产品深加工运营平台 进一步强化公司锗深加工业务的竞争优势》2010-9-30

《云南锗业-确定的产能释放保障业绩快速增长 尖端产品突破使业绩增长存在较大超预期的可能》2010-9-2

云南锗业

002428

推荐

建设光纤四氯化锗项目, 进一步延伸公司产业链

云南锗业董事会决议, 公司拟使用超募资金3150万元出资, 与长飞光纤光缆有限公司及北京国晶辉红外光学科技有限公司合作设立子公司武汉云飞光纤材料有限公司, 实施年产30吨的光纤四氯化锗项目。

投资要点:

- 武汉云飞光纤锗材料有先公司注册资本4500万元, 其中云南锗业以现金方式出资3150万元, 占注册资本的70%; 长飞光纤光缆有限公司以无形资产出资, 占注册资本的20%; 北京国晶辉红外光学科技有限公司以相关技术作价出资, 占注册资本的10%。
- 光纤四氯化锗项目的实施符合我们此前的预期, 我们认为, 该项目的实施进一步扩充了公司下游产品类型和行业覆盖面, 且光纤四氯化锗有着广阔的市场空间, 该项目的实施有望显著提升公司的盈利能力。未来光纤用锗的增长主要体现在以下几个方面: 1、锗在高速信息传输光纤的不可替代性; 2、光纤到户的逐步推进; 3、中国3G建设的推进和村通工程的建设。
- 公司上下游同时发展的战略有助于大幅提升公司行业竞争力, 使公司深加工产品进一步低成本扩张成为可能。公司前期整合了周边上游矿产资源, 本次项目则主要是下游产品的延伸, 我们认为, 这种上下游同时发展的策略将使得公司能持续的低成本扩张, 公司未来将形成年产锗精矿40吨、区熔锗锭47.8吨、高效太阳锗单晶片30万片以及红外光学锗镜头3.55万套以及光纤四氯化锗30吨的产能。
- 公司未来增长存在非常大的超预期的可能。公司有非常强的研发能力和技术积累, 除了光纤四氯化锗外, 目前在研重点项目还包括锗产业链上的尖端产品探测器级的高纯锗, 一旦研发成功并成功产业化, 公司规模和业绩将呈现爆发性的增长。
- 锗价格已进入上升通道, 我们认为, 锗价上涨与公司矿山产能逐步释放的可能是公司业绩提升的现实基础, 以公司目前20吨左右的自产锗精矿计算, 区熔锗价上涨1000元/公斤, 公司业绩增长0.12元左右。
- 维持推荐的投资评级。考虑到该项目的建设期目前尚未进一步明确, 暂不包括该项目业绩贡献, 同时考虑锗价上涨, 我们维持公司10年和调高11-12年盈利预测分别为0.72元、1.32元和1.83元, 维持推荐的投资评级。
- 风险提示: 募投项目建设进度低于预期。

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	189	239	396	538
收入同比(%)	-10%	27%	66%	36%
归属母公司净利润	78	90	163	234
净利润同比(%)	-4%	15%	81%	44%
毛利率(%)	54.8%	56.0%	57.8%	60.8%
ROE(%)	30.9%	7.2%	11.5%	14.2%
每股收益(元)	0.62	0.72	1.30	1.87
P/E	111.31	96.66	53.34	37.05
P/B	34.38	6.92	6.13	5.26
EV/EBITDA	114	75	42	29

资料来源: 中投证券研究所

表 1 募集资金使用情况

项目	设计年产能	募集资金使用额（万元）
昆明云锗 (总投资3亿元)	35500套红外光学锗镜头	18787
使用超募资金11212万元		11212
高效太阳能电池用锗单晶及晶片产业化项目	30万片锗单晶片(包括10吨的锗单晶、30万片锗晶片切磨抛生产线)	16158
补充流动资金	-	12000
四氯化锗项目	30吨/年	3150
合计		61307

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 2 公司是国内产业链最为完整的锗系列产品生产商和供应商

生产厂家	生产线和产品										
	锗矿开采	高纯二 氧化锗	高纯四 氯化锗	区熔 锗锭	红外级 锗单晶	红外 光学 器件	红外锗 镜头	高效太阳 能电池用 锗单晶	高效太阳 能电池用 锗晶片	探测器 级锗单 晶	高纯锗 探测器
北京有色		√	√	√	√						
南京锗厂		√		√	√						
韶关冶炼厂		√		√							
北方红外				√	√						
驰宏锌锗		√	√	√							
本公司	√	√		√	√	√	√	√	√	√*	√*

注：√表示现有的生产线和产品；√*表示在研项目产品。

资料来源：公司招股说明书

表 3 公司拥有的资源储量（吨）

	储量(金属,吨)	品位(%)	备注
大寨锗矿	638.68	0.036	在产矿山，目前年综合采矿 4 万吨/年，9 万吨技改已经完成
梅子箐煤矿	76.36	0.024	已建成，目前作为资源储备
砚田多金属及锗矿	-	-	拥有探矿权
尖山铅锌矿			拥有探矿权
乌木龙乡银厂街锗及多金属矿			正在申请探矿权

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 4 在研技术情况

序号	项目名称	研发内容	备注
1	探测器级锗单晶产品研发	研究开发探测器级锗单晶的生产关键技术	中试研发阶段
2	高纯锗探测器研制	研究开发高纯锗辐射探测器生产关键技术	研发阶段

3	硅-锗合金	研究开发硅-锗合金材料生产关键技术	技术积累阶段
4	锗酸铋晶体	研究开发锗酸铋晶体生产关键技术	技术积累阶段
5	有机锗	研究开发有机锗生产关键技术	中试研发阶段

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 5 募集资金投资项目的现有产能利用和历史产销情况

项目	设计年产能	2009年度实际产能	2009年度产量	2009年度销量
红外光学锗镜头	360具锗镜头	180具锗镜头	259具锗镜头	226具锗镜头
项目	1万片锗镜片	1万片锗镜片	7740片锗镜片	8869片锗镜片
高效太阳能电池				
用锗单晶及晶片	1万片锗晶片	5000片锗晶片	3124片锗晶片	3124片锗晶片
产业化项目				

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 6 未来三年公司主要环节产品产能预测

	2010E	2011E	2012E
金属锗（吨，包括二氧化锗和区熔锗锭）	47.6	48	48
红外锗单晶（吨）	10	10	10
锗镜片（万片）	2	1	1
锗镜头(具)	500	2000	35500
太阳能锗晶片（万片）	1	10	30
有机锗	1.5	2	2

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 7 未来 3 年主要产品销售量预测

	2009H1	2009 年	2010H1	2010E	2011E	2012E
金属锗产量（吨）	-	42	19	42	48	48
高纯二氧化锗（实物吨，含锗 67%左右）	0.132	1.085	2.846	6	4	4
区熔锗锭（吨）	7.269	22.72	9.661	26	24	24
锗单晶（吨）	0.643	1.77	1.275	3	5	6
锗单晶加工服务（吨）	2.661	7.54	3.344	10	8	6
锗镜片（片，单片 10g 左右）	1965	8869	2699	15000	20000	10000
锗镜头(具)	18	226	188	500	2000	15000
太阳能锗晶片（片，单片 8g 左右）	144	3124	1200	10000	50000	100000
有机锗（吨，含锗 40%左右）	-	1300	-	2000	3000	5000

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 8 未来三年锗价预测

	2009 年	2010E	2011E	2012E
区熔锗(元/公斤)	6126	6100	8500	95000

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 9 光纤市场对锗的需求预测

	2008年	2009年	2010E	2011E	2012E
全球光纤光缆需求量（百万芯公里）	113.58	124.94	137.44	151.18	166.30
其中：中国光纤光缆需求量（百万芯公里）	33.06	38.02	43.73	50.28	57.83
全球光纤四氯化锗需求量（吨）	227.17	249.89	274.87	302.36	332.60
其中：中国光纤四氯化锗需求量（吨）	66.13	76.04	87.45	100.57	115.65
全球锗金属需求量（金属吨）	76.91	84.60	93.06	102.37	112.61
其中：中国锗金属需求量（金属吨）	22.39	25.75	29.61	34.05	39.16

资料来源：公司招股说明书

图 1 金属锗（99.9%）价格走势（元/公斤）



资料来源：亚洲金属网

附：财务预测表

资产负债表	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012
会计年度	223	1383	1355	1449	营业收入	189	239	396	538
流动资产	123	1279	1181	1224	营业成本	85	105	167	211
现金	26	25	42	60	营业税金及附加	2	3	4	6
应收账款	7	0	0	0	营业费用	2	2	3	4
其他应收款	10	14	21	27	管理费用	20	24	34	43
预付账款	53	62	103	129	财务费用	7	-2	-7	-7
存货	5	4	7	10	资产减值损失	4	0	0	0
其他流动资产	214	413	583	736	公允价值变动收益	0	0	0	0
非流动资产	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
长期投资	152	297	456	597	营业利润	69	108	195	281
固定资产	41	41	41	41	营业外收入	24	0	0	0
无形资产	21	75	87	99	营业外支出	0	0	0	0
其他非流动资产	437	1796	1938	2185	利润总额	92	108	195	281
资产总计	106	462	438	447	所得税	14	16	29	42
流动负债	50	400	400	400	净利润	78	91	166	239
短期借款	6	10	16	19	少数股东损益	0	2	3	4
应付账款	50	52	22	27	归属母公司净利润	78	90	163	234
其他流动负债	70	70	70	70	EBITDA	76	117	208	303
非流动负债	70	70	70	70	EPS (元)	0.83	0.72	1.30	1.87
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	176	532	508	517	主要财务比率				
负债合计	9	10	13	17	会计年度	2009	2010E	2011E	2012
少数股东权益	94	126	126	126	成长能力				
股本	2	882	882	882	营业收入	-9.8%	26.6%	65.6%	35.9%
资本公积	157	247	410	644	营业利润	-18.3%	56.4%	81.2%	43.9%
留存收益	253	1254	1417	1651	归属于母公司净利润	-4.2%	15.2%	81.2%	43.9%
归属母公司股东权益	437	1796	1938	2185	获利能力				
负债和股东权益					毛利率(%)	54.8%	56.0%	57.8%	60.8%
					净利率(%)	41.3%	37.6%	41.1%	43.6%
					ROE(%)	30.9%	7.2%	11.5%	14.2%
					ROIC(%)	22.0%	20.3%	22.3%	25.6%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	40.2%	29.6%	26.2%	23.6%
					净负债比率(%)	88.23%	88.40%	92.48%	90.99
					流动比率	2.11	3.00	3.09	3.24
					速动比率	1.59	2.86	2.85	2.95
					营运能力				
					总资产周转率	0.47	0.21	0.21	0.26
					应收账款周转率	9	9	11	10
					应付账款周转率	9.07	12.90	12.86	12.00
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.62	0.72	1.30	1.87
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.82	0.98	0.75	1.72
					每股净资产(最新摊薄)	2.01	9.99	11.28	13.15
					估值比率				
					P/E	111.31	96.66	53.34	37.05
					P/B	34.38	6.92	6.13	5.26
					EV/EBITDA	114	75	42	29
					EV/EBITDA	88	58	37	26

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434