

强烈推荐-A (维持)

云南锗业 002428.SZ

目标估值: NA

当前股价: 69.13 元

2010年12月31日

公司锗产业链全面铺开

基础数据

上证综指	2760
总股本(万股)	12560
已上市流通股(万股)	3200
总市值(亿元)	87
流通市值(亿元)	22
每股净资产(MRQ)	9.6
ROE(TTM)	10.8
资产负债率	1.2%
主要股东	临沧飞翔冶炼有限责
主要股东持股比例	27.9%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-13	67	130
相对表现	-10	48	144



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
- 3、《云南锗业(002428)-打开资源外延性增长的大门》2010/12/10

王晓丹

0755-82943260
wxiaodan@cmschina.com.cn
S1090208080233

李洪冀

021-68407470
lihongji@cmschina.com.cn
S1090210050010

公司12月30日发布公告称,公司将与长飞光纤光缆公司及北京国晶辉红外光学公司合作设立子公司,建设年产30吨光纤四氯化锗项目。

- **三方共同出资成立子公司,进行30吨光纤四氯化锗项目:** 云南锗业与长飞光纤光缆及北京国晶辉红外光学公司,共同设立武汉云飞光纤锗材料公司。云南锗业以超募资金3150万元出资持股子公司的70%,长飞光纤光缆以900万元无形资产控股20%,国晶辉以技术入股控股10%。
- **长飞光纤光缆公司是中国五大光纤预制棒生产企业的行业龙头:** 长飞公司是中国光纤预制棒的行业龙头,也是光纤光缆销售量最大的公司,销量连续十八年全国第一。2009年光纤销售量3630万芯公里,超过美国康宁成为全球第一大光纤光缆制造商。仅以每公里单模光纤消耗四氯化锗2克计算,长飞公司和德拉克公司生产光纤预制棒对光纤四氯化锗的需求量约为每年15吨。
- **国晶辉公司已经完成了四氯化锗的技术研发:** 国晶辉公司独创的精馏提纯方法生产的超高纯度光纤级四氯化锗,可用于生产多模、单模以及无水峰光纤,其产品质量已达到国际先进水平。同时公司解决了超纯腐蚀性液体产品的包装难题,保证了产品的安全运输、存储和使用。
- **项目集合了各出资方优势,完成从原料到技术到销售的一体化模式:** 云南锗业将充分利用公司的原料优势,进一步延伸公司产业链,加大高附加值深加工产品的比例。而长飞光纤光缆有限公司的自有市场及市场开发能力,将解决该项目的三分之一销售。国晶辉红外光学公司以技术入股,将大大减少该项目的研发时间,利用其技术快速转化为产品,投入市场。
- **维持“强烈推荐-A”投资评级:** 高纯四氯化锗项目的完成,将意味着公司完成锗深加工全产业链的全面布局,公司募投项目达产将为公司带来业绩拐点。由于该项目目前仍在筹备阶段,其达产期仍不可预期,所以我们暂不调整公司盈利预测。但是我们预测未来锗价上涨是趋势,考虑到锗价位于上升通道有助于提升公司业绩,维持“强烈推荐-A”投资评级;

□ **风险提示:** 项目进展低于预期。

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	260	396
同比增长	26%	-10%	11%	24%	53%
营业利润(百万元)	84	69	79	106	176
同比增长	22%	-18%	16%	33%	66%
净利润(百万元)	81	78	81	96	146
同比增长	16%	-4%	4%	18%	53%
每股收益(元)	0.87	0.62	0.65	0.76	1.17
PE	79.5	111.3	106.7	90.5	59.3
PB	18.4	25.6	7.1	6.7	6.2

资料来源: 招商证券

一、投资项目介绍

云南锗业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，共同设立子公司-武汉云飞光纤锗材料有限公司，建设年产 30 吨光纤四氯化锗生产线。

出资方式及持股比例

武汉云飞光纤锗材料公司注册资本为 4500 万元，其中：云南锗业拟使用超募资金 3150 万元出资，长飞光缆有限公司以无形资产 900 万元出资，北京国晶辉红外光学公司以相关技术作价 450 万元人民币出资。

表 1：子公司持股比例

公司	出资额	来源	持股
云南锗业	3150 万元	超募资金	70%
长飞光纤光缆公司	900 万元	无形资产	20%
北京国晶辉红外光学公司	450 万元	相关技术作价	10%

资料来源：公司公告，招商证券

长飞光纤光缆公司是中国光纤光缆销售量最大的公司

20 世纪以来，中国光纤通信市场高速发展，中国已形成了以武汉长飞光纤光缆公司为首的五大光纤预制棒生产企业格局。长飞光纤光缆公司是销售量最大的公司，光纤和光缆产品的产销量连续十八年全国第一位。

长飞公司自 1992 年投产以来，累计产销光纤和光缆过 1.5 亿芯公里，销售总额超过 300 亿元。2009 年光纤销售量 3630 万芯公里，超过美国康宁成为全球第一大光纤光缆制造商。仅以每公里单模光纤消耗四氯化锗 2 克计算，长飞公司和德拉克公司生产光纤预制棒对光纤四氯化锗的需求量约为每年 15 吨。

国晶辉公司已经完成了四氯化锗的技术研发

国晶辉公司已经形成了一套具有完全自主知识产权的精馏提纯技术，超纯化学品的包装、检测技术。公司用独创的精馏提纯方法生产出的超高纯度的光纤级四氯化锗，可用于生产多模、单模以及无水峰光纤，其产品质量已达到国际先进水平。同时，公司自主研发解决了超纯腐蚀性液体产品的包装难题，保证了产品的安全运输，存储和使用。

投资收益

根据公司公告称，经项目“可行性研究报告”分析，本项目建成后每年可实现营业收入 11867 万元，向国家地方财政纳税 1445 万元，投资回收期 4.36 年，年利润总额（达产年平均）2514 万元。

项目集合各出资方优势，完成从原料到技术到销售的一体化模式

此投资项目能集合各出资方自身优势：云南锗业将充分利用公司的原料优势，进一步延伸公司产业链，加大高附加值深加工产品的开发实力。而长飞光纤光缆有限公司的自有市场及市场开发能力，将解决该项目的三分之一销售。北京国晶辉红外光学公司利用有关生产光纤四氯化锗的无形资产入股，将大大减少该项目的研发时间，利用其技术快速转化为产品，投入市场。

二、光纤行业对锗需求高速增长

光纤四氯化锗是光纤预制棒的掺杂剂

光纤级四氯化锗是光纤预制棒生产用的重要掺杂剂，其作用是提高纤心折射率，从而满足光的无损耗传输。

图 1：光纤级四氯化锗



资料来源：国晶辉公司

光纤行业高速增长

全球光纤网络市场尤其是北美和日本光纤市场的复苏拉动了光纤市场的快速增长。2007 年全球光纤需求年增长率已经达到了 15%。未来中国光纤到户、3G 建设及村通工程将拉动中国光纤需求快速增长。

表 2：光纤需求的主要拉动领域

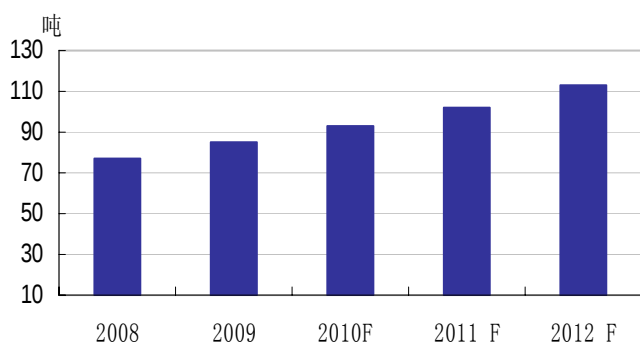
项目工程	材料	优良性质	带动行业增长
高速信息传输	掺锗的单模石英光纤	在损耗系数上优于其他红外光纤材料	
铜质电缆被替代		在传输速度、传输容量、成本上优于铜质电缆	
光纤到户	光纤级四氯化锗		
中国 3G 建设	光纤级四氯化锗		10%的需求增长
村通工程	光纤级四氯化锗		5%以上的增长

资料来源：招商证券

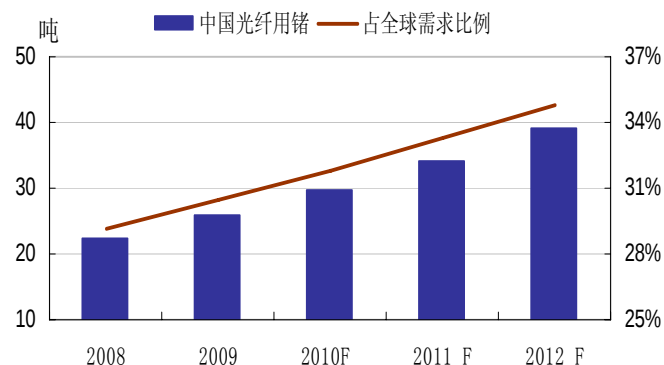
光纤市场未来对锗系列产品的需求量见下表：

图 2：全球光纤用锗需求及预测

图 3：中国光纤用锗需求及占全球需求比例



资料来源：招股说明书，招商证券研发中心



资料来源：招股说明书，招商证券研发中心

三、估值与投资建议

由于该项目目前仍在筹备阶段，其达产期仍不可预期，所以我们暂不调整公司盈利预测。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 106/91/59 倍。

高纯四氯化锗项目的完成，将意味着公司完成锗深加工全产业链的全面布局，公司募投项目达产将为公司带来业绩拐点。同时我们预测未来锗价上涨是趋势，考虑到锗价位于上升通道有助于提升公司业绩，维持“强烈推荐-A”投资评级；

表 3：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 4：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	-

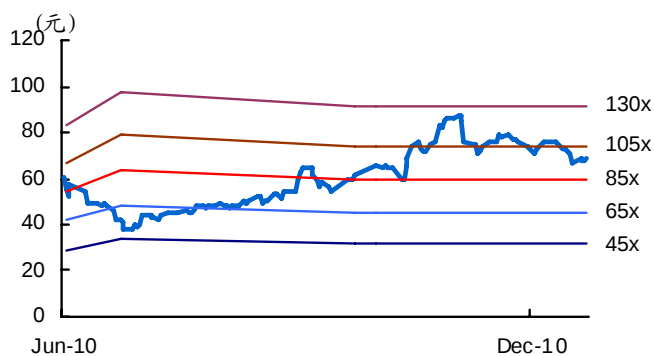
锺镜头(元/具)	10200	5128	5983	6838
锺镜片(元/片)	2996	2479	2735	2906
有机锺(元/公斤)	7258	6319	6529	6529
太阳能锺晶片(元/片)	558	591	690	575

资料来源: 招商证券

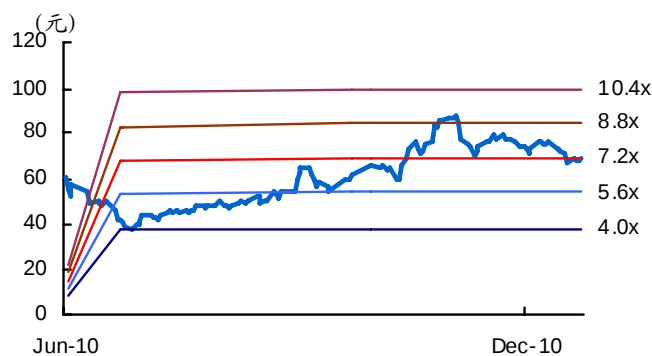
表 5: 盈利预测

	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 4: 云南锺业历史 PE Band


资料来源: 招商证券研发中心

图 5: 云南锺业历史 PB Band


资料来源: 招商证券研发中心

参考报告:

- 1、《云南锺业(000488)-一体化的锺业帝国》2010/5/12
- 2、《《有色金属行业深度研究报告之四-锺: 中国供给决定全球的供需格局》》2010/11/02
- 3、《云南锺业(002428)-打开资源外延性增长的大门》200/12/10

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	1069	746	570
现金	64	123	931	579	371
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	5	6	8	8
应收款项	12	26	28	35	38
其它应收款	8	7	8	10	15
存货	66	53	79	95	117
其他	15	10	17	20	22
非流动资产	204	214	250	584	887
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	121	152	164	503	809
无形资产	42	41	37	33	30
其他	42	21	49	48	48
资产总计	369	437	1319	1330	1457
流动负债	65	106	94	26	30
短期借款	40	50	0	0	0
应付账款	13	6	9	11	14
预收账款	0	0	0	0	0
其他	12	50	85	15	16
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	94	26	30
股本	52	94	126	126	126
资本公积金	2	2	868	868	868
留存收益	142	157	222	299	416
少数股东权益	8	9	9	11	17
母公司所有者权益	196	253	1216	1293	1410
负债及权益合计	369	437	1319	1330	1457

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	63	103	58	122	212
净利润	81	78	81	96	146
折旧摊销	0	0	21	40	74
财务费用	0	0	(11)	(15)	(9)
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	0	0	(35)	(27)	(28)
其它	(18)	25	1	28	29
投资活动现金流	(81)	(30)	(57)	(400)	(400)
资本支出	0	0	(30)	(400)	(400)
其他投资	(81)	(30)	(27)	0	0
筹资活动现金流	65	(15)	808	(74)	(20)
借款变动	0	0	(85)	(70)	0
普通股增加	0	0	32	0	0
资本公积增加	0	0	866	0	0
股利分配	0	0	(16)	(19)	(29)
其他	65	(15)	11	15	9
现金净增加额	47	59	809	(352)	(208)

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	260	396
营业成本	94	85	113	135	180
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	23	29	42
财务费用	6	7	(11)	(15)	(9)
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	79	106	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	96	116	179
所得税	13	14	14	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	81	96	146
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%	24%	53%
营业利润	22%	-18%	16%	33%	66%
净利润	16%	-4%	4%	18%	53%
获利能力					
毛利率	55.2%	54.8%	46.0%	48.0%	54.5%
净利率	38.9%	41.3%	38.8%	36.9%	37.0%
ROE	23.1%	23.0%	6.7%	7.4%	10.4%
ROIC	22.5%	15.5%	4.5%	5.9%	9.9%
偿债能力					
资产负债率	44.7%	40.2%	7.1%	2.0%	2.1%
净负债比率	37.9%	35.5%	5.3%	0.0%	0.0%
流动比率	2.5	2.1	11.4	28.7	19.0
速动比率	1.5	1.6	10.5	25.1	15.1
营运能力					
资产周转率	0.6	0.4	0.2	0.2	0.3
存货周转率	2.2	1.4	1.7	1.6	1.7
应收帐款周转率	15.8	9.9	7.8	8.3	10.9
应付帐款周转率	9.6	9.1	14.9	13.6	14.3
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	0.46	0.97	1.68
每股净资产	3.77	2.70	9.68	10.29	11.23
每股股利	0.00	0.00	0.13	0.15	0.23
估值比率					
PE	79.5	111.3	106.7	90.5	59.3
PB	18.4	25.6	7.1	6.7	6.2
EV/EBITDA	19.8	46.5	39.2	27.2	14.8

分析师承诺

负责本研究报告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

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。