

审慎推荐-A (维持)

云南锗业 002428.SZ

目标估值: 60.00-100.00 元

当前股价: 79.95 元

2011 年 3 月 25 日

基础数据

上证综指	2947
总股本(万股)	12560
已上市流通股(万股)	3200
总市值(亿元)	100
流通市值(亿元)	26
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	1	47	167
相对表现	-2	33	167



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

深加工项目静待收获期, 11年受益于锗价上涨

公司 10 年实现销售收入 1.76 亿元, 同比下降 6.69%; 归属于母公司所有者的净利润 7910 万元, 同比增长 1.41%。每股税后净利润 0.7 元。

- **2010 年公司度过了艰难的一年:** 2010 年, 由于锗下游需求属于后周期行业, 复苏比较缓慢, 加上中国供给过量, 导致前三季度锗价格一直在底部徘徊。公司 10 年销售收入同比下降 6.69%, 主要是由于主营业务产品区熔锗锭销售量下降及锗锭价格下降导致。其他产品二氧化锗、红外锗系列产品及太阳能锗晶片销量较 09 年虽有小幅的增长, 但是由于占比较低, 对收入贡献不大。
- **初级产品-区熔锗锭的收入占比有所下降, 深加工产品占比在提升:** 虽然区熔锗锭仍然是公司收入占比最大的产品, 但是 2010 年锗锭收入占比大幅下降, 从 09 年的 72.5% 下降到 10 年的 67%。而红外锗单晶收入占比从 09 年 8.2% 提升到 10 年的 11.5%。符合公司加大深加工比例, 逐步减少初级产品的对外销售的发展战略。
- **受益于云南省的资源整合, 公司的资源控制能力将进一步加强:** 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。省政府在积极推进矿产资源整合, 将有限的资源向优势企业集中, 从前期的收购意向, 我们预期云南锗业 2011 年将进一步推进资源整合的力度, 加大资源控制量。
- **募投项目地点变更导致 2011 年深加工产品低于预期:** 募投项目地点由临沧变更为昆明, 导致募投项目不能分批逐次的建设, 只能等厂房建设完毕才能一次性安装设备, 从而使得 2011 年深加工产品产量低于预期, 红外锗系列产品和太阳能锗晶片较 10 年产量不会有太大增长。
- **维持“审慎推荐-A”投资评级:** 由于中国锗供给控制加上下游需求向好, 预期锗价格 11 年均价在 10000 元/公斤。我们预测公司 11-13 年 EPS 为 0.93 元, 1.36 元, 2.93 元, 对应 PE 为 126.9, 86.3, 58.9 倍。鉴于公司高成长性 & 募投项目可能超预期, 维持公司“审慎推荐-A”的投资评级。

□ **风险提示:** 锗价低于预期。

财务数据与估值

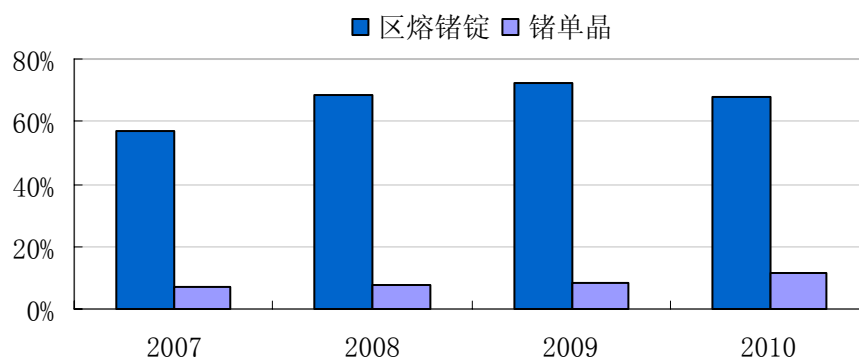
会计年度	2008	2009	2010	2011E	2012E
主营收入(百万元)	209	189	176	300	426
同比增长	26%	-10%	-7%	70%	42%
营业利润(百万元)	84	69	73	128	200
同比增长	22%	-18%	5%	77%	56%
净利润(百万元)	81	78	79	116	170
同比增长	16%	-4%	1%	47%	47%
每股收益(元)	0.87	0.62	0.63	0.93	1.36
PE	91.9	128.6	126.9	86.3	58.9
PB	21.2	29.6	8.2	7.6	6.9

资料来源: 招商证券

一、初级产品收入占比下降，深加工产品比例在提升

初级产品-区熔锗锭的收入占比有所下降，深加工产品占比在提升，符合公司加大深加工比例，逐步减少初级产品的对外销售的发展战略。

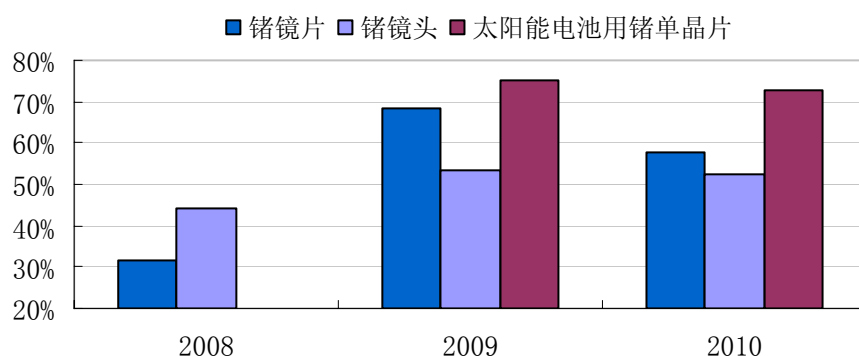
图1：区熔锗锭和锗单晶产品的收入占比



数据来源：公司公告，招商证券研发中心

由于 2010 年锗价维持在低位，公司为降低成本，加大自有原料的开采，从而使得深加工产品的毛利率有较大幅度的提升。

图1：区熔锗锭和锗单晶产品的收入占比



数据来源：公司公告，招商证券研发中心

二、加大资源整合力度，为深加工项目寻求长久保障

由于锗矿资源的稀缺性，公司资源储量优势十分明显。

表 1：公司锗矿储量

(金属吨)	品位	可使用储量	远景储量	进展
大寨锗矿	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

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。

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

公司拥有云南砚田多金属及锗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锗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: 锗矿储量

(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
砚田多金属及锗矿	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
乌木龙乡银厂街锗矿					正在申请探矿权

资料来源: 招股说明书, 招商证券

加快省内整合步伐, 加大对可利用资源的探索, 并致力资源的扩张。从而为公司锗深加工募投项目提供充分的资源保障, 保持可持续发展。

表 4: 可能整合的锗矿情况

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

三、募投项目地点变更, 2011 年深加工产品低于预期

募投项目地点由临沧变更为昆明, 导致募投项目不能分批逐次的建设, 只能等厂房建设完毕才能一次性安装设备, 从而使得 2011 年深加工产品产量低于预期, 红外锗系列产品及太阳能锗晶片较 10 年产量不会有太大增长。

表 5: 产量预测

销量	2009	2010	2011E	2012E	2013E
二氧化锗(吨)	1.085	4.661	1	1	1
区熔锗锭(吨)	22.72	20.65	22	16	10
锗单晶(吨)	1.77	3.02	4	6	10
锗单晶加工服务(吨)	7.54	6.96	10	0	0
锗镜头(具)	226	375	2000	17500	35500
锗镜片(片)	6964	8461	20000	10000	10000
有机锗(吨)	0.13		2	3	5
太阳能锗晶片	3124	3373	10000	50000	300000

四、估值与盈利预测:

2011 年, 我们预期国家会进一步加强对稀有金属的行业整顿, 加强中国优势金属的供给控制。由于中国年产量占全球锗产量的 70%, 国家对锗行业的供给限制将使得锗的供给弹性迅速减小。再加上下游需求红外光学及太阳能的需求持续增长, 我们判断锗价

格 11 年均价在 10000 元/公斤。

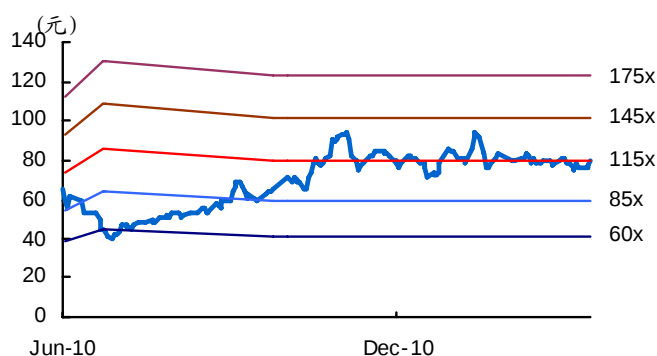
我们预测公司 11-13 年 EPS 为 0.93 元, 1.36 元, 2.93 元, 对应 PE 为 126.9, 86.3, 58.9 倍。鉴于公司高成长性及募投项目可能超预期, 维持公司“审慎推荐-A”的投资评级。

表6: 盈利预测简表

单位: 百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	189	176	300	426	701
营业成本	85	80	145	179	179
营业税金及附加	2	2	3	4	7
营业费用	2	2	3	4	7
管理费用	20	24	36	51	84
财务费用	7	(5)	(16)	(12)	(14)
资产减值损失	4	(1)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	69	73	128	200	437
营业外收入	24	21	10	3	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	92	93	138	203	437
所得税	14	13	21	30	66
净利润	78	80	118	172	372
少数股东损益	0	1	1	2	4
归属于母公司净利润	78	79	116	170	368
EPS (元)	0.62	0.63	0.93	1.36	2.93

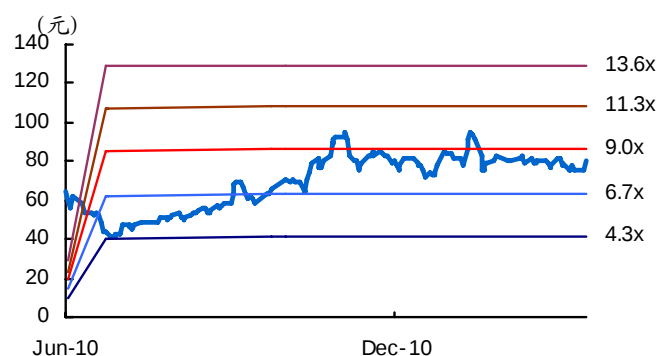
资料来源: 招商证券

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

参考报告:

- 1、《云南锗业（002428）-一体化的锗业帝国》2010/5/15
- 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》2010/11/25
- 4、《云南锗业（002428）-锗产业链全面铺开》2010/12/31

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010	2011E	2012E
流动资产	165	223	1011	816	717
现金	64	123	929	674	535
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	5	1	0	0
应收款项	12	26	20	29	41
其它应收款	8	7	2	9	13
存货	66	53	48	87	108
其他	15	10	11	16	20
非流动资产	204	214	247	540	779
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	121	152	141	420	663
无形资产	42	41	39	35	32
其他	42	21	68	85	85
资产总计	369	437	1258	1356	1496
流动负债	65	106	19	22	25
短期借款	40	50	0	0	0
应付账款	13	6	5	9	11
预收账款	0	0	1	0	0
其他	12	50	14	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	19	22	25
股本	52	94	126	126	126
资本公积金	2	2	868	868	868
留存收益	142	157	236	329	466
少数股东权益	8	9	9	10	12
母公司所有者权益	196	253	1230	1323	1459
负债及权益合计	369	437	1258	1356	1496

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010	2011E	2012E
经营活动现金流	63	103	109	69	183
净利润	81	78	79	116	170
折旧摊销	0	0	0	33	58
财务费用	0	0	0	(16)	(12)
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	0	0	0	(56)	(38)
其它	(18)	25	30	(8)	5
投资活动现金流	(81)	(30)	(47)	(317)	(300)
资本支出	0	0	0	(300)	(300)
其他投资	(81)	(30)	(47)	(17)	0
筹资活动现金流	65	(15)	745	(7)	(22)
借款变动	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	0	0	(23)	(34)
其他	65	(15)	745	16	12
现金净增加额	47	59	807	(255)	(139)

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010	2011E	2012E
营业收入	209	189	176	300	426
营业成本	94	85	80	145	179
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	24	36	51
财务费用	6	7	(5)	(16)	(12)
资产减值损失	0	4	(1)	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	73	128	200
营业外收入	12	24	21	10	3
营业外支出	2	0	0	0	0
利润总额	94	92	93	138	203
所得税	13	14	13	21	30
净利润	81	78	80	118	172
少数股东损益	(0)	0	1	1	2
母公司所有者净利润	81	78	79	116	170
EPS (元)	0.87	0.62	0.63	0.93	1.36

主要财务比率

	2008	2009	2010	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	26%	-10%	-7%	70%	42%
营业利润	22%	-18%	5%	77%	56%
净利润	16%	-4%	1%	47%	47%
获利能力					
毛利率	55.2%	54.8%	54.5%	51.5%	58.0%
净利率	38.9%	41.3%	44.9%	38.8%	40.0%
ROE	23.1%	23.0%	6.4%	8.8%	11.7%
ROIC	22.5%	15.5%	4.7%	7.2%	10.8%
偿债能力					
资产负债率	44.7%	40.2%	1.5%	1.7%	1.7%
净负债比率	37.9%	35.5%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.5	2.1	53.1	36.3	28.8
速动比率	1.5	1.6	50.6	32.4	24.5
营运能力					
资产周转率	0.6	0.4	0.1	0.2	0.3
存货周转率	2.2	1.4	1.6	2.2	1.8
应收帐款周转率	15.8	9.9	7.7	12.3	12.1
应付帐款周转率	9.6	9.1	14.4	21.2	18.4
每股资料(元)					
每股收益	0.87	0.62	0.63	0.93	1.36
每股经营现金	1.21	1.10	0.87	0.55	1.46
每股净资产	3.77	2.70	9.79	10.53	11.62
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.19	0.27
估值比率					
PE	91.9	128.6	126.9	86.3	58.9
PB	21.2	29.6	8.2	7.6	6.9
EV/EBITDA	22.8	53.6	48.3	28.1	16.6

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。

王旭东，毕业于西安交通大学和东南大学电子工程系（硕士），七年证券从业经验，现为招商证券造纸轻工行业分析师。2010年中国证券分析师金牛奖轻工制造行业第五，2008年“今日投资”公用事业最佳行业分析师，2008年新财富公用事业第四名（团队），2007年“21世纪金牌分析师”公用事业第二名。

濮冬燕，经济学学士，09年至今任造纸轻工行业研究助理，2010年中国证券分析师金牛奖轻工制造行业第五（小组）。

主要研究特点：1

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。