

有色金属

报告原因：年报点评

2011年03月28日

市场数据：2011年03月28日

收盘价(元)	80.05
一年内最高/最低(元)	92.20/36.72
市净率	8.27
市盈率	128
流通A股市值(亿元)	25.92

基础数据：2010年12月31日

每股收益(元)	0.70
每股净资产(元)	9.79
资产负债率%	1.51
总股本/流通A股(亿)	1.26/0.32
流通B股/H股(亿)	-/-



执笔人

熊晓云

执业证书编号：S0760511010021

联系人

张小玲

0351-8686990

zhangxiaoling@i618.com.cn

孟军

010-82190365

mengjun@i618.com.cn

地址：北京市海淀区大柳树路17号富海大厦808

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

本公司或其关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 sxzqyjfb@i618.com.cn。客户应全面理解本报告结尾处的“免责声明”。

云南锗业 (002428)

具备资源和深加工优势的行业龙头

增持

维持评级

公司研究/年报点评

2010年公司实现营业收入1.76亿元，同比下降6.7%；实现归属于母公司所有者的净利润0.79亿元，同比增加1.4%；EPS为0.7元，扣除非经常性损益后的EPS为0.56元。

- 公司深加工产品销量持续增长。2010年锗价维持在低位，价格同比下滑越8.7%。公司加大自产原料的投入比重，外购原料仅占7.4%，同比下降12.6个百分点，有效降低了生产成本，使得综合毛利率保持在54%以上。此外，公司募集资金产生利息收入689万元，还获得地方财政补贴收入2039万元。2010年公司生产锗烟尘25.25吨，比去年增加6.09吨；锗镜片和锗镜头产量均较去年大幅增长30%以上；东昌公司外购原料大幅下降，使得区熔锗产量下降22.9%。二氧化锗受下游强劲需求拉动，销量同比增长329%；红外锗单晶和锗镜头销量同比增长65%以上，公司高端产品的市场在逐步拓展。
- 公司是亚洲最大的锗产品生产企业，是目前国内锗产业链最为完整、锗金属保有储量最大的公司。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。目前公司锗金属产能39吨，扩建的锗金属生产线项目产能8.6吨；红外级锗单晶产能10吨，红外级光学锗镜头产能180具、锗镜片1万片；高效太阳能电池用锗单晶1万片。
- 公司资源优势明显。拥有大寨锗矿和梅子箐煤矿储量丰富，品位较高，已探明锗金属保有储量达689.55吨，占中国锗金属保有储量20%，全球的8%，还拥有砚田多、尖山等多个矿山探矿权。此外，云南是锗资源大省，锗资源占全国上表储量的33.77%，国家和省级都在积极推进矿产资源整合，公司将从中获益。

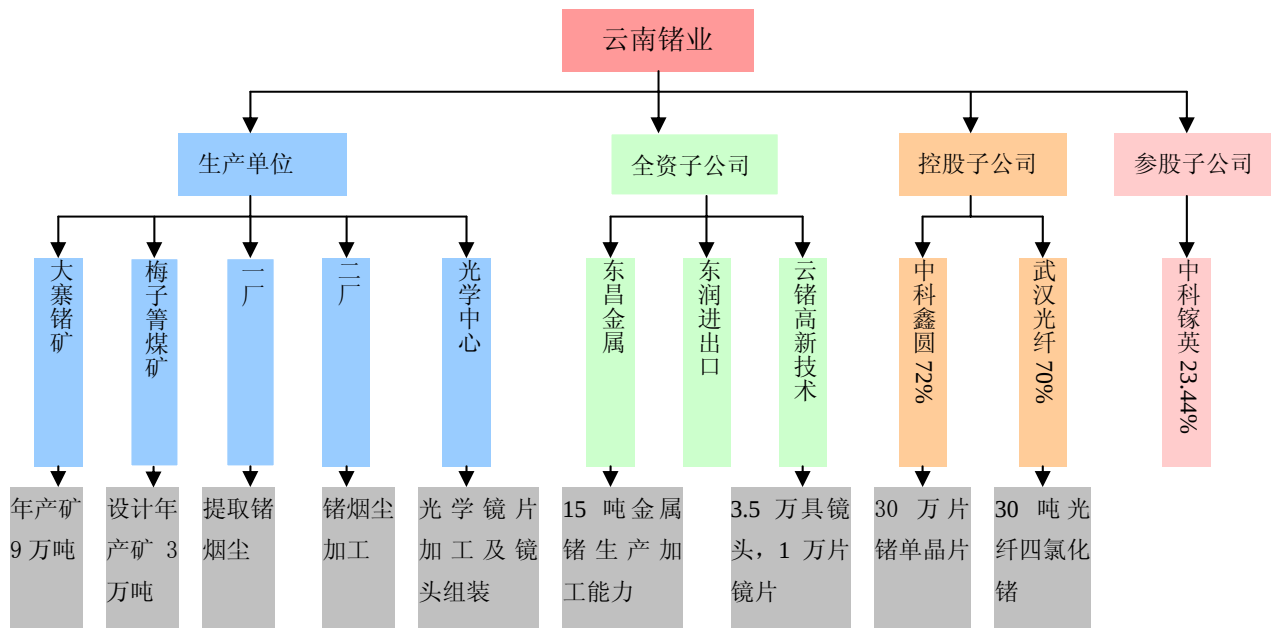
- 新投资项目将使公司产业链迅速升级。公司 IPO 募集资金将投资于高效太阳能电池用锗单晶及晶片产业化建设项目和红外光学锗镜头工程建设项目，将于 2012 年投产。达产后，高效太阳能电池用锗镜头产能将提高至 3.55 万套，太阳能电池用锗单晶片产能将提高至 30 万片，届时公司产量和业绩将迎来爆发性增长。

此外，公司联合长飞光纤和北京晶国辉成立武汉光纤，公司出资控股 70%，新公司计划投资 30 吨/年光纤四氯化锗项目。光纤四氯化锗作为单模石英光纤的掺杂物，在通信光纤领域中的作用具有不可替代性。目前中国没有光纤四氯化锗的生产能力，基本依赖进口。北京国晶辉拥有自主开发的光纤四氯化锗加工工艺，武汉长飞在光纤领域具有优势。新成立的公司未来将形成锗金属-光纤四氯化锗-光纤电缆为一体的完美产业链。该项目有望在 2013 年建成投产，届时产品将有望实现进口替代。

公司投资项目的产品属国内技术欠缺领域，市场开发潜力较大，公司还在研发锗产业链上尖端产品探测器级的高纯锗。

- 投资评级为增持。公司未来将形成年产锗精矿 40 吨、区熔锗锭 47.6 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。预计公司 2011 年-2012 年公司 EPS 分别为 0.95 元和 1.64 元，动态市盈率分别为 85 和 48 倍。鉴于公司的高成长性，给予公司“增持”的投资评级，

图 1：公司股权关系及组织结构图



资料来源：公司公告，山西证券研究所

表 1：公司主要产品销量

	单位	2007 年	2008 年	2009 年
高纯二氧化锗	吨	9.21	2.16	1.09
区熔锗锭	吨	12.50	18.00	22.72
锗单晶	吨	1.19	1.33	1.77
锗镜片	片			6,964
锗镜头	具			226
太阳能电池用锗单晶片	片			3,124

资料来源：公司公告，山西证券研究所

表 2：公司锗资源概况

	储量 (金属, 吨)	品位 (%)	备注
生产矿山			
大寨锗矿	613.19	0.036	在产矿山，目前年综合采矿 4 万吨/年，正进行 9 万吨技改
梅子箐煤矿	76.36	0.024	已建成，目前作为资源储备，设计产能 3 万吨
探矿权			
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
拟整合			
中寨朝相煤矿	38.23 保有储量		设计产能 3 万吨
华军煤矿			相关手续正在办理
勐旺昌军煤矿			设计产能 6 万吨

资料来源：公司公告，山西证券研究所

表 3：公司投资新建项目

项目	设计年产能	投产时间	项目实施主体	股权比例
9 万吨深部开采工程项目	9 万吨	2011	大寨锺矿	
红外光学锺镜头项目	3.55 万具锺镜头(中小口径 35,000 套和大口径 500 套)、1 万片锺镜片	2012	昆明云锺高新技术有限公司	100%
高效太阳能电池用锺单晶及晶片产业化项目	30 万片锺单晶片(包括 10 吨的锺单晶、30 万片锺晶片切磨抛生产线)	2012	中科鑫圆	72%
光纤四氯化锺项目	30 吨/年光纤四氯化锺	2013	武汉光纤	70%

资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 2：公司营业收入、净利润及综合毛利率变化（百万元，%）

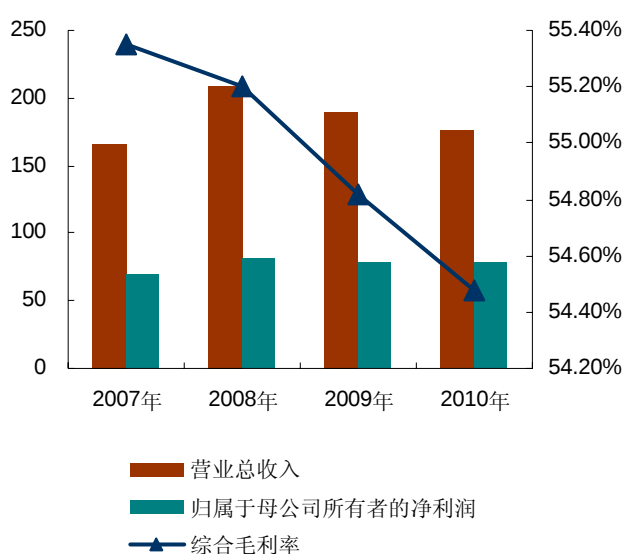
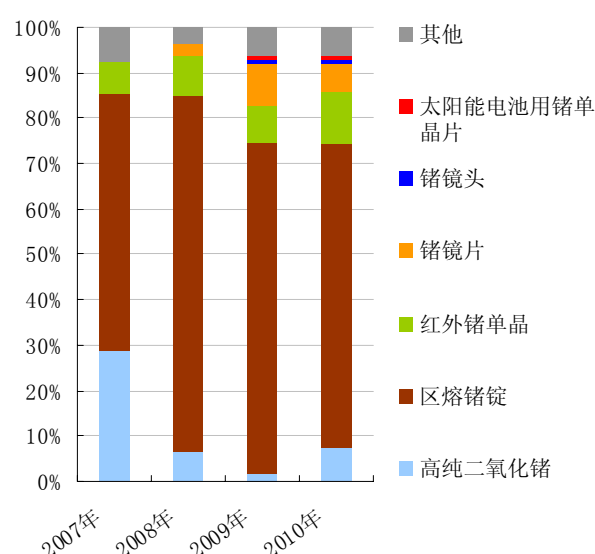


图 3：公司营业收入构成



资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 4：公司主要产品价格变化

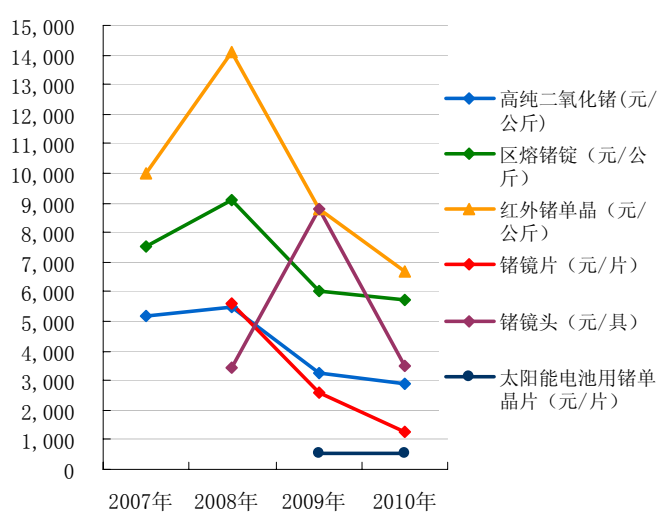
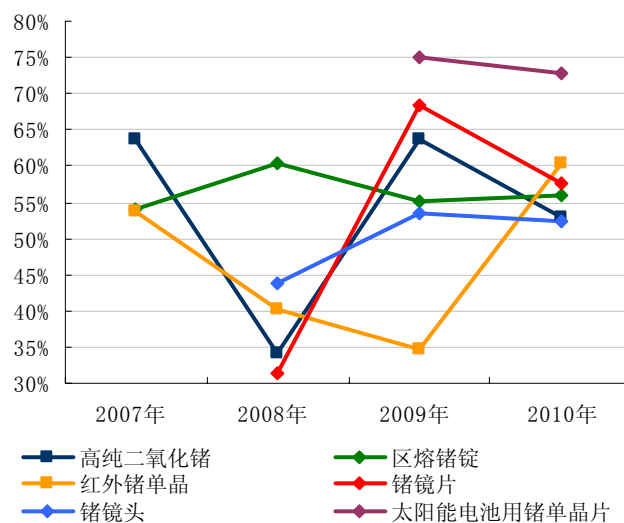


图 5：公司产品毛利率变化



资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 6：公司历年各产品销售量变化

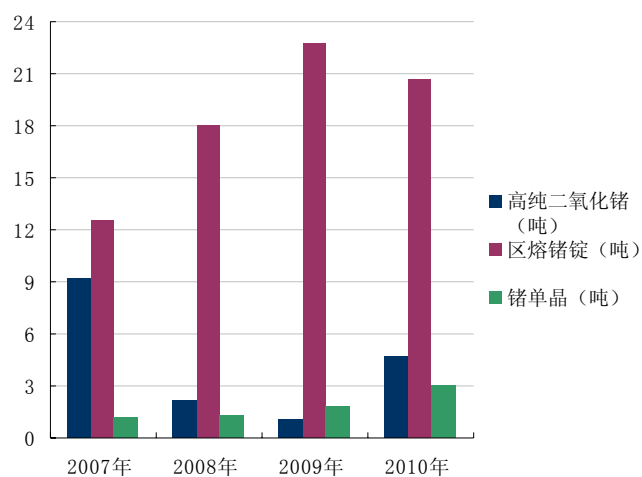
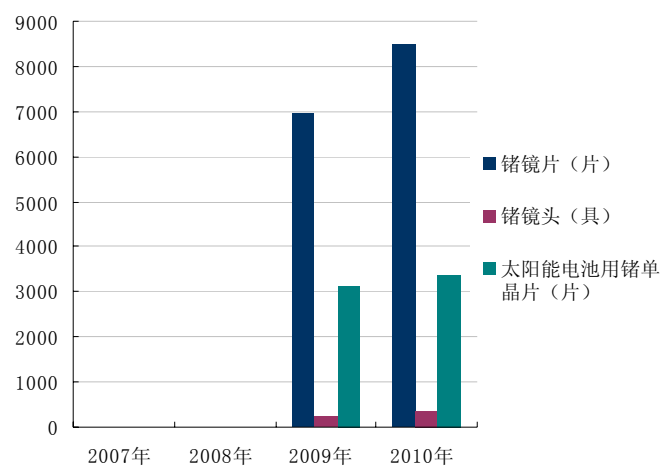
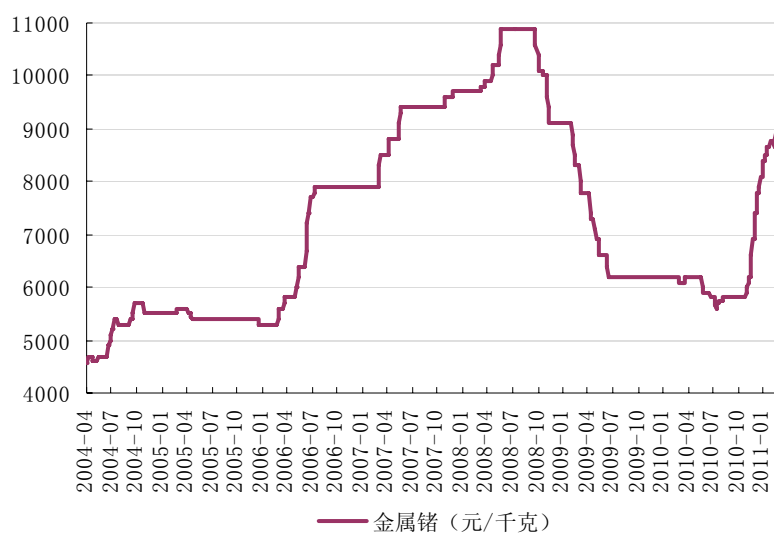


图 7：公司历年各产品销售量变化



资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 8：国内锆金属价格快速上升（元/千克）



数据来源：百川资讯，山西证券研究所



表：云南锗业利润表及预测（单位：百万元人民币）

	2008 年	2009 年	2010 年	2011E	2012E
营业总收入	209.28	188.83	176.19	326.00	515.00
营业成本	93.76	85.32	80.20	133.64	195.70
营业税金及附加	3.07	1.90	1.88	3.26	5.15
销售费用	1.80	1.74	2.31	4.24	6.18
管理费用	22.81	19.57	24.42	42.37	61.80
财务费用	5.65	7.43	-4.57	0.00	0.00
资产减值损失	0.45	4.06	-0.63	0.00	0.00
投资净收益	2.46	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外收支	10.13	23.57	20.53	0.00	0.00
利润总额	94.33	92.38	93.10	142.44	246.17
所得税	13.07	14.07	13.43	21.37	36.93
净利润	81.26	78.30	79.68	121.08	209.25
少数股东损益	-0.15	0.30	0.57	1.00	2.00
归属于母公司所有者的净利润	81.41	78.01	79.11	120.08	207.25
每股收益	0.87	0.83	0.70	0.95	1.64

资料来源：公司公告，山西证券研究所

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。