

审慎推荐-A (维持)

云南锗业 002428.SZ

目标估值: NA

当前股价: 70.67 元

2011年4月20日

锗价趋势性上涨确定，一季报初见成效

基础数据

上证综指	3007
总股本(万股)	12560
已上市流通股(万股)	3200
总市值(亿元)	89
流通市值(亿元)	23
每股净资产(MRQ)	9.9
ROE(TTM)	5.0
资产负债率	1.3%
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	-7	17	136
相对表现	-10	19	132



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
S1090511040025

李洪冀

021-68407470
lihongji@cmschina.com.cn
S1090511040014

公司发布一季度业绩公告: 2011 年一季度实现主营业务收入 5375 亿元, 同比增长 29.96%; 实现净利润 1771 万元, 同比增长 21.39%; 每股收益 0.14 元, 同比下降 12.5%。

- 一季度销售收入大幅增长, 主要受益于区熔锗锭价格同比增 47%: 一季度销售收入大幅增长主要受益于区熔锗锭价格快速上涨, 2011 年一季度锗锭平均价格 8990 元/公斤, 较去年同期 6112 元/公斤同比上涨 47%。
- 营业成本增速 67.73%, 主要由于加大外购原料和贫矿矿石的开采: 由于锗锭价格快速上涨, 出于对自有资源的保护, 一季度公司加大了外购原料的比重, 而 10 年 Q1 完全使用自用矿。另一方面, 公司加大了低品位矿石的开采, 一季度开采的锗矿品位 0.043%, 较上年同期的 0.062%下降了 0.019%。
- 锗锭仍存在较强的上涨预期: 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。由于中国锗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。
- 锗深加工产业链全面铺开, 静待收获期: 随着超募资金投入高纯四氯化锗项目, 意味着公司完成锗深加工全产业链的全面布局。公司在红外光学领域处于国内领先水平, 而太阳能锗晶片、光纤四氯化锗则填补了国内技术的空白, 项目达产将能够打破锗高端深加工产品完全依赖于进口的局面, 同时为公司带来新的业绩增长点。
- 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 86.3, 58.9, 27.3 倍。鉴于公司高成长性, 维持公司“审慎推荐-A”的投资评级。
- 风险提示: 项目进展低于预期。

财务数据与估值

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	189	176	246	426	701
同比增长	-10%	-7%	40%	73%	64%
营业利润(百万元)	69	73	128	200	437
同比增长	-18%	5%	77%	56%	119%
净利润(百万元)	78	79	116	170	368
同比增长	-4%	1%	47%	47%	116%
每股收益(元)	0.62	0.63	0.93	1.36	2.93
PE	113.8	112.2	86.3	58.9	27.3
PB	26.2	7.2	7.6	6.9	5.7

资料来源: 招商证券

表 1: 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

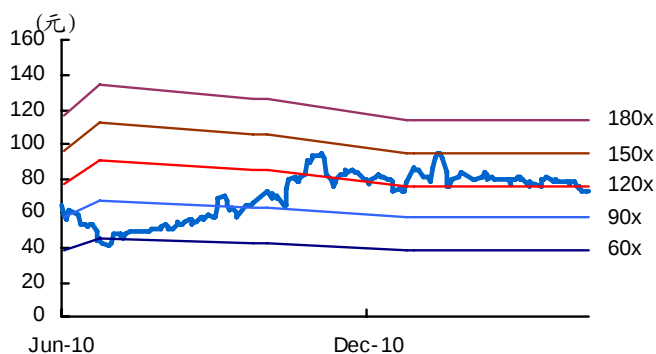
资料来源: 招商证券

表 2: 各季度业绩回顾

(百万元)	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1
营业收入	41	42	42	51	54
营业毛利	24	21	21	30	24
营业费用	1	0	1	1	0
管理费用	5	6	6	6	7
财务费用	1	1	-1	-6	-1
投资收益	16	15	15	28	17
营业利润	16	15	15	28	17
归属母公司净利润	15	20	17	28	18
EPS (元)	0.12	0.16	0.13	0.22	0.14
主要比率					
毛利率	57%	51%	50%	58%	44%
营业费用率	1%	0%	1%	2%	0%
管理费用率	13%	15%	15%	13%	13%
营业利润率	38%	35%	35%	55%	33%
有效税率	17%	14%	16%	12%	16%
净利率	35%	49%	39%	54%	33%
YoY					
收入	3%	41%	-24%	-20%	30%
归属母公司净利润	21%	204%	-27%	-24%	21%

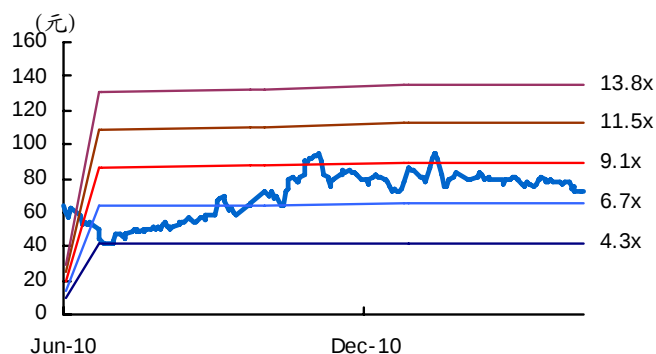
资料来源: 招商证券

图 1: 云南锗业历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心

图 2: 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
- 5、《云南锗业（002428）-深加工项目静待收获期，2011 年受益于锗价上涨》2011/3/29

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	223	1011	816	717	1053
现金	123	929	674	535	837
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	5	1	0	0	0
应收款项	26	20	24	41	68
其它应收款	7	2	7	13	21
存货	53	48	87	108	108
其他	10	11	16	20	20
非流动资产	214	247	540	779	741
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	152	141	420	663	628
无形资产	41	39	35	32	28
其他	21	68	85	85	85
资产总计	437	1258	1356	1496	1794
流动负债	106	19	22	25	25
短期借款	50	0	0	0	0
应付账款	6	5	9	11	11
预收账款	0	1	0	0	0
其他	50	14	14	14	14
长期负债	70	0	0	0	0
长期借款	70	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
负债合计	176	19	22	25	25
股本	94	126	126	126	126
资本公积金	2	868	868	868	868
留存收益	157	236	329	466	760
少数股东权益	9	9	10	12	16
母公司所有者权益	253	1230	1323	1459	1754
负债及权益合计	437	1258	1356	1496	1794

现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	103	109	69	183	391
净利润	78	79	116	170	368
折旧摊销	0	0	33	58	68
财务费用	0	0	(16)	(12)	(14)
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	0	0	(49)	(45)	(36)
其它	25	30	(8)	5	4
投资活动现金流	(30)	(47)	(317)	(300)	(30)
资本支出	0	0	(300)	(300)	(30)
其他投资	(30)	(47)	(17)	0	0
筹资活动现金流	(15)	745	(7)	(22)	(60)
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	(23)	(34)	(74)
其他	(15)	745	16	12	14
现金净增加额	59	807	(255)	(139)	301

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	189	176	246	426	701
营业成本	85	80	145	179	179
营业税金及附加	2	2	2	4	7
营业费用	2	2	2	4	7
管理费用	20	24	30	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
母公司所有者净利润	78	79	116	170	368
EPS (元)	0.62	0.63	0.93	1.36	2.93

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	-10%	-7%	40%	73%	64%
营业利润	-18%	5%	77%	56%	119%
净利润	-4%	1%	47%	47%	116%
获利能力					
毛利率	54.8%	54.5%	40.9%	58.0%	74.4%
净利率	41.3%	44.9%	38.8%	40.0%	52.5%
ROE	23.0%	6.4%	8.8%	11.7%	21.0%
ROIC	15.5%	4.7%	7.2%	10.8%	20.4%
偿债能力					
资产负债率	40.2%	1.5%	1.7%	1.7%	1.4%
净负债比率	35.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.1	53.1	36.3	28.8	42.4
速动比率	1.6	50.6	32.4	24.5	38.0
营运能力					
资产周转率	0.4	0.1	0.2	0.3	0.4
存货周转率	1.4	1.6	2.2	1.8	1.7
应收帐款周转率	9.9	7.7	11.3	13.1	12.8
应付帐款周转率	9.1	14.4	21.2	18.4	16.7
每股资料(元)					
每股收益	0.62	0.63	0.93	1.36	2.93
每股经营现金	1.10	0.87	0.55	1.46	3.12
每股净资产	2.70	9.79	10.53	11.62	13.96
每股股利	0.00	0.00	0.19	0.27	0.59
估值比率					
PE	113.8	112.2	86.3	58.9	27.3
PB	26.2	7.2	7.6	6.9	5.7
EV/EBITDA	53.6	48.3	28.1	16.6	8.3

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。