



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

业绩回顾

证券研究报告

2011年8月18日

金属与采掘

研究部

蔡宏宇¹ CFA, CAIA

分析师, SAC 执业证书编号:

S0080511010051

caihy@cicc.com.cn

审慎推荐

云南锗业 (002428.SZ)

中报符合预期, 近期缺乏催化剂

主要财务信息

(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	209	189	176	286	389
(+/-%)	26%	-10%	-7%	63%	36%
主营业务利润	112	102	94	128	198
(+/-%)	25%	-10%	-7%	36%	54%
净利润	81	78	77	85	133
(+/-%)	17%	-4%	-2%	11%	57%
每股收益(元)	0.87	0.83	0.47	0.52	0.82
(+/-%)	104%	-5%	-43%	11%	57%
每股经营现金流(元)	0.39	0.63	0.65	0.16	0.51
市盈率(倍)	52.8	55.3	97.8	88.1	56.2
市净率(倍)	38.3	29.7	6.1	5.7	5.2
股价/经营现金流	118.9	72.5	70.8	279.2	90.3
EV/EBITDA(倍)	72.6	78.3	79.5	63.3	35.5
净资产收益率(%)	41.6%	30.9%	6.2%	6.5%	9.2%
投入资本回报率(%)	30.5%	17.9%	6.7%	5.6%	8.6%
股息收益率(%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

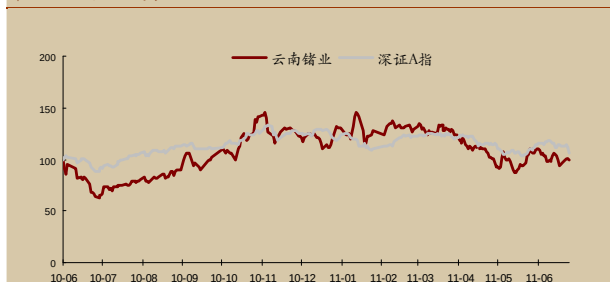
股票信息

云南锗业	
股票代码	002428.CH
当前股价(元)	45.91
日成交量(百万股)	0.66
52周最高价/最低价	70.923/37.385
发行股数(百万股)	125.60
其中: 流通股(百万股)	32.00
主要股东(控股比例)	临沧飞翔冶炼有限责任公司(27.88%)

最近估值走势

	1周变化	1个月变化	3个月变化	年初至今变化
[002428.CH]	2.71	(10.26)	(10.24)	(17.76)
[深证A指]	3.27	(5.59)	(2.77)	(9.84)

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部

¹ 报告贡献人: 邓贺斐 (denghf@cicc.com.cn)

中报业绩符合预期:

云南锗业上半年实现营业收入 1.2 亿元, 同比增长 47.7%; 归属于母公司净利润为 4402 万元, 同比上升 25.8%, 折合每股收益 0.27 元; 其中二季度实现每股收益约 0.16 元, 同比增长 29.0%, 环比增长 48.5%, 与我们预测基本一致, 但低于市场预期。

正面: 1) 二季度管理费用率环比下降。公司二季度管理费用率为 11%, 同比与环比分别下降 4 个与 2 个百分点, 管理费用率保持下降趋势显示良好的费用控制能力。**2) 财务费用同比大幅度下降。**主要原因是公司归还全部银行贷款, 并且募集资金产生利息收入, 上半年财务费用减少额折合增加每股收益约 0.04 元。

负面: 公司毛利率同比下降。上半年公司毛利率为 44%, 同比下降 10 个百分点, 主要产品区熔锗锭与红外锗单晶的毛利率分别下降 7.6 与 23 个百分点, 主要原因在于公司在锗价上行时会加大外购原料比例以及低品位锗矿的开采量, 加上上半年公司对火法生产线进行分批技改导致单位生产成本上升。

发展趋势:

锗价近期保持平稳。前期受加拿大矿山减少产量以及需求回升影响, 锗价于去年底保持快速上升趋势, 年初至今上涨 58%。近期加拿大矿山有所恢复, 而欧美经济复苏放缓或对海外需求形成一定影响, 预计近期锗价大体保持平稳, 期间可能出现小幅调整。但锗作为稀有金属与我国战略资源, 其价格长期趋势仍将向好。

下游产能释放仍需时日。公司正在建设太阳能电池用锗单晶及晶片项目以及红外光学锗镜头项目, 两个项目处于试生产阶段; 另外光纤四氯化锗项目处于立项阶段, 中科英杰股权收购正在推进。由于这些项目不能逐次分批投产, 预计深加工产能将于 2012 年末与 2013 年集中释放。届时, 产能释放与深加工产品的高附加值有望增厚公司业绩, 并增强对上游锗价波动的抵御能力。

估值与建议:

我们维持公司 2011/2012 年每股收益至 0.52/0.82 元, 对应市盈率为 88.1/56.2 倍。公司目前估值较高, 近期锗价可能维持平稳, 下游产量释放需要一定时间, 股价缺乏上涨催化剂; 但考虑到其拥有丰富锗资源以及完整产业链, 因此维持审慎推荐评级。

风险: 项目建设慢于预期, 锗价大幅下跌。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表1：历史季度财务数据

(百万元)	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	YoY	QoQ	1H2010	1H2011	HoH
一、营业总收入	41	42	42	51	54	69	65%	28%	83	123	47.7%
营业收入	41	42	42	51	54	69	65%	28%	83	123	47.7%
二、营业总成本	26	27	27	26	35	43	60%	23%	53	79	48.4%
营业成本	18	20	21	21	30	38	90%	29%	38	68	79.3%
营业税金及附加	0	0	0	1	0	0	-10%	78%	1	1	-28.2%
销售费用	1	0	1	1	0	0	122%	94%	1	1	-19.1%
管理费用	5	6	6	9	7	8	20%	9%	11	14	26.5%
财务费用	1	1	-1	-6	-1	-3	n.a.	n.a.	2	-5	-304.3%
资产减值损失	0	-1	0	0	0	0	n.a.	n.a.	-1	0	-22.4%
三、其他经营收益	0	0	0	0	0	0	n.a.	n.a.	0	0	n.a.
公允价值变动净收益	0	0	0	0	0	0	n.a.	n.a.	0	0	n.a.
投资净收益	0	0	0	0	0	0	n.a.	n.a.	0	0	n.a.
四、营业利润	16	15	15	25	18	26	76%	42%	30	44	44.9%
加：营业外收入	2	10	5	3	4	5	-54%	10%	12	9	-28.1%
减：营业外支出	0	0	0	0	0	0	n.a.	n.a.	0	0	-52.2%
五、利润总额	18	24	20	28	21	30	23%	41%	42	51	22.5%
减：所得税	3	4	3	3	3	4	11%	17%	6	7	11.8%
六、净利润	15	21	16	25	18	26	25%	45%	36	44	24.4%
减：少数股东损益	0	1	0	0	0	0	n.a.	n.a.	1	0	-62.3%
归属于母公司所有者的净利润	15	20	17	25	18	26	29%	49%	35	44	25.9%
每股收益(元)	0.09	0.12	0.10	0.15	0.11	0.16	29%	49%	0.21	0.27	25.9%
毛利率	57.0%	51.5%	50.3%	58.4%	44.5%	44.4%	-7%	0%	54%	44%	-10%
营业利润率	37.5%	34.9%	34.6%	49.1%	33.5%	37.1%	2%	4%	36%	35%	-1%
净利润率	35.3%	50.3%	39.2%	49.2%	33.6%	38.0%	-12%	4%	43%	36%	-7%
营业费用率	1.5%	0.5%	1.4%	1.8%	0.4%	0.6%	0%	0%	1%	1%	0%
管理费用率	12.5%	15.0%	15.5%	18.4%	12.9%	10.9%	-4%	-2%	14%	12%	-2%
财务费用率	3.3%	2.4%	-2.3%	-11.7%	-2.8%	-4.9%	-7%	-2%	3%	-4%	-7%
有效税率	16.9%	14.3%	16.4%	11.6%	15.6%	12.9%	-1%	-3%	15%	14%	-1%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

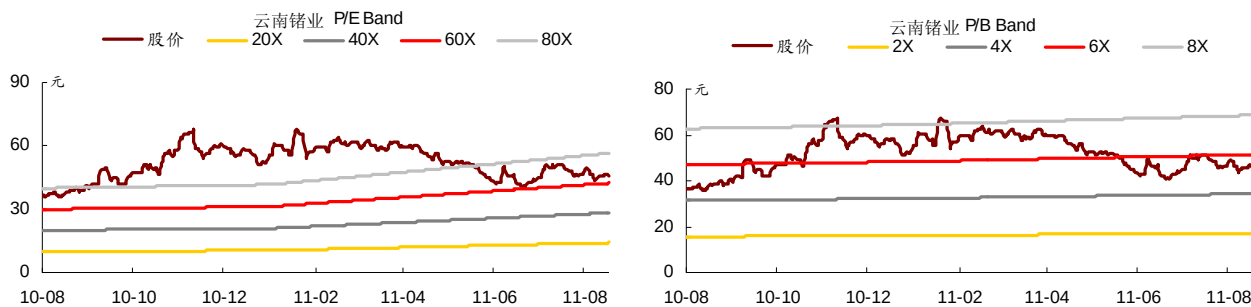
图表2：中金覆盖金属类公司估值与历史中值比较（自2000年或上市以来）

	中国铝业A	江西铜业A	紫金矿业A	山东黄金	中金黄金	中金岭南	厦门钨业	包钢稀土	格林美	鲁丰股份	西部材料	宝钛股份	西藏矿业
中值+1倍标准差	125.9	39.4	28.0	41.5	54.6	62.8	54.7	74.4	71.1	96.7	107.5	87.0	125.7
中值	85.6	21.3	21.2	30.7	33.6	30.9	32.5	34.3	59.6	86.8	93.4	40.1	79.1
中值-1倍标准差	45.2	3.2	14.5	19.9	12.6	n.a.	10.2	n.a.	48.0	76.9	79.4	n.a.	32.5
目前水平	69.6	16.7	18.8	33.4	30.7	24.5	28.4	18.0	50.5	63.9	61.9	141.9	269.8
相对中值	-19%	-22%	-11%	9%	-9%	-21%	-13%	-48%	-15%	-26%	-34%	254%	241%

	东方钽业	辰州矿业	招金矿业	中国铝业H	江西铜业H	紫金矿业H	洛阳钨业	金钼股份	云南锗业	驰宏锌锗	章源钨业	东阳光铝	新疆众和
中值+1倍标准差	97.8	78.9	27.5	46.8	14.4	23.7	30.4	81.6	110.7	41.5	67.6	109.4	58.9
中值	61.9	45.0	18.8	7.2	8.8	14.5	24.2	61.5	92.8	32.4	55.9	75.2	35.4
中值-1倍标准差	26.1	11.1	10.1	n.a.	3.2	5.4	18.0	41.4	74.8	23.5	44.3	41.1	12.0
目前水平	54.4	31.2	23.7	33.6	9.8	11.1	15.7	56.9	88.1	40.7	49.4	29.5	30.7
相对中值	-12%	-31%	26%	366%	12%	-24%	-35%	-7%	-5%	26%	-12%	-61%	-13%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表3：历史P/E和P/B区间



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表4：国际可比公司估值

公司名称	股票代码	货币单位	股价	市值	市盈率			市净率			EV/EBITDA			ROE		
			2011-8-17	(百万美元)	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
国际综合公司																
CVRD	VALE5 BZ	雷亚尔	39.75	140,315	6.9	4.8	4.9	1.6	1.4	1.4	5.4	3.8	3.8	32.0	27.9	24.3
BHP Billiton	BHP AU	澳元	39.82	205,178	17.4	9.5	8.1	3.9	3.8	2.8	8.4	5.4	4.5	28.8	40.4	37.6
Rio Tinto	RIO LN	英镑	37.61	124,061	8.4	6.5	6.2	1.9	1.7	1.4	6.3	4.6	4.4	28.0	29.2	23.7
Xstrata plc	XTA LN	英镑	10.79	51,889	10.9	7.6	6.3	1.2	1.1	1.0	6.1	4.8	4.1	12.7	20.0	18.0
Anglo American PLC	AAL LN	英镑	24.54	52,674	7.3	6.9	5.8	1.4	1.2	1.0	6.2	4.3	3.8	21.7	22.2	21.4
Vedanta Resources	VED LN	英镑	13.80	5,952	7.9	4.0	3.2	1.2	1.0	0.8	4.6	2.8	2.2	14.9	18.5	34.9
平均					9.8	6.6	5.8	1.9	1.7	1.4	6.2	4.3	3.8	23.0	26.4	26.6
铝（国际）																
Alcoa	AA US	美元	12.26	13,047	n.a.	9.6	7.9	0.8	0.8	0.8	9.2	6.0	5.3	1.9	9.9	9.9
National Aluminum	NACL IN	印度卢比	61.40	3,538	14.8	10.3	11.3	1.4	n.a.	n.a.	7.6	5.3	5.7	9.9	n.a.	n.a.
Hindalco Industries	HNDL IN	印度卢比	142.55	6,102	11.1	7.6	6.8	0.9	n.a.	n.a.	6.8	5.8	5.1	9.7	13.7	14.6
Century Aluminum	CENX US	美元	11.00	1,025	n.a.	9.5	6.6	0.9	0.8	0.7	n.a.	4.6	3.6	5.4	10.4	13.6
Alumina LTD	AWC AU	澳元	1.89	4,860	n.a.	24.9	17.2	1.4	1.4	1.4	n.a.	38.6	28.2	1.2	7.8	10.1
平均					12.9	12.4	9.9	1.1	1.0	1.0	7.9	12.0	9.6	5.6	10.4	12.0
铜（国际）																
Antofagasta PLC	ANTO LN	英镑	12.37	19,791	18.8	11.1	8.8	3.2	3.2	2.8	7.0	4.4	3.7	18.3	31.7	27.7
Grupo Mexico	GMEXICOB MM	墨西哥比索	39.64	25,918	14.2	9.5	7.9	3.1	3.6	2.8	6.7	5.0	4.3	24.9	44.1	42.4
Southern Copper	SCCO US	美元	29.77	25,169	16.3	10.1	8.5	6.3	5.2	4.5	9.0	6.0	5.0	40.0	64.0	73.0
Sterlite Industries	STLT IN	印度卢比	134.55	10,111	9.0	6.6	5.7	1.1	0.9	0.8	n.a.	n.a.	n.a.	12.9	11.6	15.7
Freeport Mcmoran C&G	FCX US	美元	46.01	43,612	9.9	7.8	7.3	3.0	2.8	2.1	4.4	3.8	3.6	45.6	36.1	31.2
FIRST QUANTUM	FM CN	加元	23.05	11,204	-74.8	13.0	9.2	3.3	2.8	2.2	9.0	6.5	4.5	-4.8	32.2	31.4
平均					-1.1	9.7	7.9	3.3	3.1	2.5	7.2	5.1	4.2	22.8	36.6	36.9
黄金（国际）																
北美																
Barrick Gold	ABX CN	加元	49.27	50,252	14.8	10.5	9.6	2.3	2.1	1.7	10.9	7.2	6.3	19.2	18.5	17.6
Kinross Gold	K CN	加元	15.98	18,526	17.0	20.0	14.6	1.2	1.2	1.1	13.0	8.6	7.1	8.1	5.9	7.9
Agnico-Eagle	AEM CN	加元	62.50	10,788	30.5	26.6	17.2	2.8	2.7	2.5	18.7	12.6	8.8	10.4	13.0	13.5
Goldcorp	GG US	美元	50.68	41,336	23.7	23.1	18.3	2.0	1.9	1.7	19.5	12.9	9.9	8.8	8.1	9.4
IAMGold	IMG CN	加元	18.72	7,167	25.0	14.9	15.8	2.1	2.0	1.8	12.2	7.2	7.3	10.8	15.0	13.4
Eldorado Gold	ELD CN	加元	19.12	10,714	50.3	30.7	20.0	3.4	3.2	2.8	25.1	16.5	11.6	7.3	10.5	12.8
Royal Gold	RGLD US	美元	68.91	3,755	53.4	38.6	32.6	2.6	2.5	2.3	41.1	16.6	14.1	2.0	4.7	7.6
Newmont Mining	NEM US	美元	58.72	29,024	12.7	12.9	11.5	2.0	1.9	1.6	6.6	6.4	5.8	18.9	14.7	14.7
Buenaventura	BVN US	美元	41.17	11,348	n.a.	11.0	10.3	n.a.	3.2	2.7	n.a.	n.a.	n.a.	28.4	31.7	26.3
Yamana Gold Inc	AUY US	美元	15.24	11,362	n.a.	15.2	13.2	n.a.	1.5	1.3	13.0	8.3	7.3	6.5	8.0	9.5
平均					28.4	20.3	16.3	2.3	2.2	2.0	17.8	10.7	8.7	12.0	13.0	13.3
南非																
AngloGold Ashanti	ANG SJ	南非兰特	328.28	18,571	n.a.	15.3	12.1	4.0	3.4	2.7	14.2	6.7	5.8	2.7	31.4	26.4
Gold Fields	GFI SJ	南非兰特	119.57	12,663	37.7	13.8	11.1	2.1	2.0	1.8	n.a.	5.6	5.1	5.4	12.5	13.5
Harmony Gold	HAR SJ	南非兰特	93.00	5,877	64.6	15.8	12.6	1.3	1.3	1.2	23.5	7.1	5.9	2.1	3.7	7.1
平均					51.2	15.0	11.9	2.5	2.2	1.9	18.9	6.5	5.6	3.4	15.9	15.7
镍																
MMC Norilsk Nickel	GMKN RU	美元	230.50	43,940	12.3	0.3	0.3	2.5	0.1	0.1	5.7	0.2	0.2	21.2	30.0	29.1
PT Inco Indonesia	INCO IJ	印尼卢比	3875.00	4,519	10.3	9.9	9.7	2.5	2.3	2.1	6.3	6.2	5.9	26.8	23.4	23.3
平均					11.3	5.1	5.0	2.5	1.2	1.1	6.0	3.2	3.1	24.0	26.7	26.2
铜																
Thompson Creek	TC US	美元	7.89	1,324	n.a.	8.9	11.8	n.a.	0.7	0.7	n.a.	3.9	4.5	9.4	14.9	29.7
平均					n.a.	8.9	11.8	n.a.	0.7	0.7	n.a.	3.9	4.5	9.4	14.9	29.7

资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及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业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

长沙三一大道证券营业部

长沙市开福区三一大道459号
骏豪花园A6栋1层
邮编: 410003
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8878-7090

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568

