

投资评级：推荐（维持）

分析师

耿诺 010-88366060-8786

Email: gengen@cgws.com

执业证书编号: S1070512040001

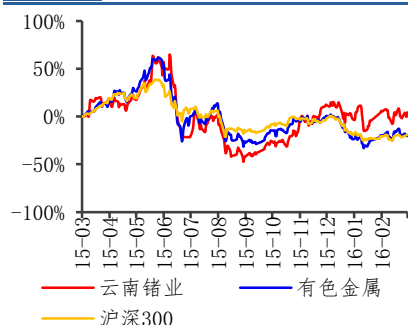
市场数据

目前股价	18.47
总市值（亿元）	115.08
流通市值（亿元）	111.56
总股本（万股）	65,312
流通股本（万股）	63,312
12个月最高/最低	30.28/9.24

盈利预测

	2015E	2016E	2017E
营业收入	445	556	723
(+/-%)	-20.0%	25.0%	30.0%
净利润	57	109	127
(+/-%)	-54.9%	92.7%	16.7%
摊薄 EPS	0.087	0.167	0.195
PE	203.5	105.6	90.5

股价表现



数据来源：贝格数据

相关报告

<<产品结构优化，锗业龙头稳步前行>>

2014-07-17

产品结构持续优化，将受益锗景气上行

——云南锗业（002428）公司调研简报

投资建议

维持公司“推荐”的投资评级，预计公司 2015-2017 年的 EPS 分别为 0.09 元、0.17 元和 0.19 元。公司集锗矿开采、冶炼及深加工为一体，是国内唯一一家拥有完整产业链的锗行业上市公司，其专注两端的发展战略清晰，精深锗加工产品的募投项目不断放量大幅助力公司产品结构持续优化，稳步提升公司综合竞争能力。

投资要点

- **锗业龙头战略布局清，产业链一体+专注发展两端：**公司集锗矿开采、冶炼及深加工为一体，是国内唯一一家拥有完整锗产业链的优质企业。公司具备突出的资源及技术优势，发展战略清晰：一方面积极寻求通过整合、收购等方式增加自身资源储备、增强现有锗资源优势；另一方面大力发展下游深加工产业，在现有产业链基础上实现向下游进一步延伸，促进公司产业向深加工方向转型、升级。
- **上游资源的突出优势不断增强：**公司原拥有大寨锗矿、梅子菁煤矿和中寨朝相煤矿等优质矿山的采矿权，保有储量折合金属 728 吨。2012 年以来，公司又通过资源整合、风险勘查、外购原料等多种途径保持自身的资源优势，收购了勐旺昌军煤矿、临沧韭菜坝等矿，增加锗金属储量约 250 吨。目前合计资源保有储量近 900 吨。此外，公司还拥有凤庆县砚田多金属及锗矿、永德县尖山铅锌矿、乌木龙乡银厂街锗及多金属矿等地区的探矿权，锗资源储量有望进一步增加。
- **募投及外购深加工项目已逐步达产放量，产品结构不断优化：**1) **深加工产品不断放量：**募投项目及外购子公司新建项目均已达产且不断放量过程中，其中“3.55 万具红外光学锗镜头”和“30 万片高效太阳能电池用锗单晶及晶片产业化项目”已于 2014 年正式投产，2015 年放量，四氯化锗项目也在持续量产当中。2) **市场需求旺，三类产品产销两旺：**我们看好“高纯四氯化锗”、“高效太阳能电池用锗”以及“红外锗镜头”等产品，其主要应用在光纤、光伏以及红外光学等领域，市场需求空间广阔。按照公司 2015 年经营计划，这三个领域的深加工产品产量剧增：红外锗镜片及镜头折合锗金属量同比增长 18%，太阳能电池用锗单晶 18 万片，同比增长 2.6 倍，光纤四氯化锗 10 吨，同比增长 67%，同时砷化镓单晶片也同比增长 150%。按照公司 2015 年三季报信息，这三类产品销量均呈现大幅度增长，光纤用四氯化锗销量增长 26.5%，红外锗镜片和太阳能电池用锗晶片销量分别增长了 65.5% 和 68.7%。3) **深加工产品需求前景乐观：**目前公司的光伏产品订单充裕，军工资质认证工作方面已进入最后阶段，应用于通讯领域的光纤级四氯化锗产品的市场需

求也在不断积累拓展,预计随着公司下游深加工产品的大幅放量将进一步提升产品结构,带来公司业绩和综合竞争力的大幅提升。

- **锗价底部运行,景气或将缓慢上行:** 锗价受宏观经济的影响,自 2015 年下半年以来缓慢下跌,目前处于低迷运行态势。**从需求端来看**,作为一种重要的半导体材料,在光纤通讯、红外光学、航空航天等领域有着广泛的应用,当前锗的需求相对稳定,尤其是光纤领域及民用红外领域锗消费仍在不断积累;而**从供应端来看**,由于锗资源主要伴生在铅锌及褐煤矿山中,锗供应除了来自国家收储等政策利好外,还受益于铅锌及煤矿的减产,在一定程度上收缩了锗的供应。但预计锗产量进一步向下的空间有限,供需关系的改善调节仍依赖于消费领域的增长,预计锗价也将随需求的增长而缓慢上行。
- **维持“推荐”评级:** 我们预计 2015-2017 年公司 EPS 分别为 0.09 元、0.17 元和 0.19 元。公司集锗矿开采、冶炼及深加工为一体,是国内唯一一家拥有完整产业链的锗行业上市公司,公司清晰的发展战略为“扩资源,大力发展深加工”,目前锗深加工产品的募投项目正持续放量,而光纤、光伏以及红外光学领域用锗需求持续释放,这将大幅助力公司产品结构优化和提升公司综合竞争能力。维持公司**“推荐”**的投资评级。
- **风险提示:** 锗价大幅波动致公司业绩波动风险。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	主要财务指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	824	556	445	556	723	成长性					
营业成本	611	333	289	317	434	营业收入增长	115.87%	-32.54%	-20.00%	25.00%	30.00%
销售费用	3	3	2	3	4	营业成本增长	149.94%	-45.46%	-13.31%	9.62%	36.84%
管理费用	66	81	67	83	108	营业利润增长	39.73%	-5.59%	-41.34%	92.69%	16.75%
财务费用	7	10	13	13	13	利润总额增长	27.82%	-1.09%	-52.80%	92.69%	16.75%
投资净收益	0	0	0	0	0	净利润增长	22.82%	1.75%	-54.86%	92.69%	16.75%
营业利润	128	120	71	136	159	盈利能力					
营业外收支	24	29	0	0	0	毛利率	25.82%	40.02%	35.00%	43.00%	40.00%
利润总额	151	150	71	136	159	销售净利率	14.94%	22.53%	12.71%	19.60%	17.60%
所得税	27	24	14	27	32	ROE	7.78%	7.71%	3.36%	6.08%	6.63%
少数股东损益	1	0	0	0	0	ROIC	8.49%	6.60%	3.65%	6.36%	6.70%
净利润	123	125	57	109	127	营运效率					
资产负债表					(百万)	销售费用/营业收入	0.36%	0.47%	0.50%	0.50%	0.50%
流动资产	772.9	621.6	527.9	554.2	587.4	管理费用/营业收入	7.95%	14.51%	15.00%	15.00%	15.00%
货币资金	387.1	177.9	249.1	235.9	158.9	财务费用/营业收入	0.88%	1.77%	2.91%	2.30%	1.80%
应收账款	87.1	120.8	66.7	83.4	108.4	投资收益/营业利润	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
应收票据	22.8	24.2	13.3	16.7	21.7	所得税/利润总额	17.91%	16.33%	20.00%	20.00%	20.00%
存货	163.3	239.8	144.5	158.4	216.8	应收账款周转率	7.93	5.93	5.93	5.80	6.06
非流动资产	1232.3	1416.8	1546.8	1636.7	1760.0	存货周转率	3.03	1.73	1.91	1.69	1.71
固定资产	821.3	990.6	1152.4	1258.7	1398.4	流动资产周转率	1.18	0.97	0.82	0.97	1.07
资产总计	2005.2	2038.3	2074.8	2190.9	2347.4	总资产周转率	0.41	0.27	0.21	0.24	0.30
流动负债	400.4	386.5	392.8	400.0	429.4	偿债能力					
短期借款	255.8	320.0	320.0	320.0	320.0	资产负债率	21.10%	20.26%	18.93%	18.26%	18.29%
应付款项	146.0	92.2	71.9	78.9	107.9	流动比率	1.93	1.61	1.34	1.39	1.37
非流动负债	22.8	26.5	0.0	0.0	0.0	速动比率	1.52	0.99	0.98	0.99	0.86
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	每股指标 (元)					
负债合计	423.2	412.9	392.8	400.0	429.4	EPS	0.19	0.19	0.09	0.17	0.19
股东权益	1582.0	1625.4	1681.9	1790.9	1918.1	每股净资产	2.42	2.49	2.58	2.74	2.94
股本	653.1	653.1	653.1	653.1	653.1	每股经营现金流	0.43	0.12	0.43	0.25	0.22
留存收益	822.8	893.0	949.6	1058.5	1185.7	每股经营现金/EPS	2.3	0.6	4.9	1.5	1.1
少数股东权益	103.6	76.9	76.9	76.9	76.9	估值	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
负债和权益总计	2005.2	2038.3	2074.8	2190.9	2347.4	PE	93.5	91.9	203.5	105.6	90.5
现金流量表					(百万)	PEG	53.44	-1.67	2.20	6.31	-
经营活动现金流	279	80	278	165	145	PB	7.3	7.1	6.8	6.4	6.0
其中营运资本减少	171	(136)	171	(32)	(81)	EV/EBITDA	66.41	62.40	73.63	49.90	43.64
投资活动现金流	(390)	(319)	(207)	(178)	(222)	EV/SALES	14.30	21.32	26.60	21.28	16.37
其中资本支出	(295)	(251)	(222)	(178)	(222)	EV/IC	7.50	6.37	6.55	6.09	5.46
融资活动现金流	(74)	30	0	0	0	ROIC/WACC	1.12	0.87	0.48	0.84	0.89
净现金总变化	(186)	(209)	71	(13)	(77)	REP	6.67	7.29	13.55	7.23	6.15

研究员介绍及承诺

耿 诺：中国地质科学院矿产学硕士，2008 年加入长城证券，任有色金属行业分析师。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。本报告由长城证券向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的任何其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级：强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级：推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部**深圳联系人**

刘 璇：0755-83516231, 18938029743, liux@cgws.com
李 丹：0755-83699629, 18665289977, ldan@cgws.com
李嘉禾：0755-83516287, 18201578698, lijiah@cgws.com
李小音：0755-83516187, 18562591899, lixiaoyin@cgws.com
吴林蔓：075583515203, 13418560821, wulinman@cgws.com

北京联系人

赵 东：010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com
王 媛：010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com
李珊珊：010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com
杨徐超：010-88366060-8795, 18611594300, yangxuchao@cgws.com
申 涛：010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚：021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com
徐佳琳：021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com
凌 云：021-61683504, 18621755986, lingyun@cgws.com
王 一：021-61683504, 13761867866, wangy@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层
邮编：518034 传真：86-755-83516207
北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
邮编：100044 传真：86-10-88366686
上海办公地址：上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼
邮编：200135 传真：021-61680357
网址：<http://www.cgws.com>