



分析师：李伟峰

执业证书编号：S0270511070001

电话：021-60883496

邮箱：liwf@wlzq.com.cn

发布日期：2013年9月11日

资源整合渐入佳境，一体化进程提升价值

——云南锗业（002428）公告点评

公司点评报告

增持（维持）

事件：

云南锗业关于收购临沧韭菜坝煤业有限责任公司60%股权及出售控股子公司部分股权的进展公告：公司董事会审议通过《关于使用部分超募资金及自有资金收购临沧韭菜坝煤业有限责任公司60%股权的议案》，同意使用超募资金77,787,738.92元及自有资金282,261.08元，共计78,070,000.00元收购自然人刘强、杨绍昌、李建明、何文智持有的临沧韭菜坝煤业有限责任公司（下称“韭菜坝公司”）60%的股权。

董事会审议通过《关于出售控股子公司武汉云晶飞光纤材料有限公司部分股权的议案》，同意公司以450万元的总价款向烽火通信科技股份有限公司转让控股子公司武汉云晶飞光纤材料有限公司（以下简称“云晶飞公司”）10%的股权。

事件点评：

- 资源整合渐入佳境，行业集中度进一步提升：**公司自上市以来，积极拓展上下游一体化进程。在上游锗资源领域，通过依托地域优势以及当地政府支持和超募资金优势，持续推进云南地区锗资源整合，继成功收购中寨朝相煤矿、华军煤矿、勐旺昌军煤矿、勐托文强煤矿后，公司再次收购临沧韭菜坝煤业60%股权，此次收购采矿权标的保有锗煤资源储量19.67万吨、平均锗品位583.00克/吨、金属量114.69吨，收购完成后公司锗金属保有储量突破1000吨，占云南省保有储量85%，全国保有储量28.57%。随着公司的资源整合，进一步提升公司在云南地区锗资源行业集中度，增强公司对于锗价的掌控力。

表1：公司锗资源储量

矿山名称	矿权	矿石量（万吨）	品位	锗金属量（吨）
大寨锗矿	采矿权	170.33	0.036	613.19
梅子箐煤矿	采矿权	31.68	0.0241	76.36
中寨朝相煤矿	采矿权	38.89	0.0233	90.6137
华军煤矿	采矿权	8.35	0.0226	18.871
勐旺昌军煤矿	采矿权	17.68	0.025	44.2
勐托文强煤矿	采矿权	24.07	0.0176	42.3632
临沧韭菜坝煤矿	采矿权	19.67	0.0583	114.6761
合计		310.68	0.0321968	1000.274

数据来源：公司公告；万联证券研究所

- 下游深加工项目稳步推进，提升产业链一体化附加值：**在下游深加工领域，通过实施IPO项目“高效太阳能电池用锗单晶及晶片产业化项目”、“红外光学锗镜头工程建设项目”，利用超募资金实施“砷化镓单晶材料产业化项目”、设立武汉云晶飞光纤锗材料有限公司、中科鑫圆晶体材料有限公司，以及与主要下游客户交叉持股的方式，实现公司在锗主要下游红外光学、光纤、太阳能电池领域产业布局，在下游深加工领域的拓展上，公司通过与下游客户、科研院所合作持股的方式，既能规避公司介入下游行业对于客户的冲击，同时也能绑定深加工项目的客户需求。

表2 公司深加工板块布局



公司名称	持股比例	主要项目	合作方
鑫圆新材料有限责任公司	70%	砷化镓单晶材料产业化建设项目	自然人
中科鑫圆晶体材料有限公司	86.62%	太阳能用锗单晶产业化项目	中科院半导体研究所、核心技术人员
武汉云晶飞光纤材料有限公司	60%	30吨光纤四氯化锗生产线	长飞光纤光缆、北京国晶辉红外光学、烽火通信
中科镓英半导体有限公司	99.24%	半导体单晶生产线	自然人
云锗高新技术有限公司	100%	红外光学锗镜头工程建设项目	

数据来源：公司公告；万联证券研究所

- 募投项目下半年投产，下游深加工项目建成将提高公司业务盈利能力：**公司首发募资建设的3.55万套红外光学锗镜头项目、以及30万片太阳电池锗晶片项目下半年有望正式投产，80万片砷化镓抛光晶片超募项目也将于2014年建成达产，公司首发募资以及超募资金建设的项目均为锗下游深加工项目，建成后公司将形成金属锗上下游应用一体化产业链，且新增产品全部为高毛利产品，毛利率35%~55%。随着公司募投项目2013年起进入投产期，公司业绩有望进入快速成长期。

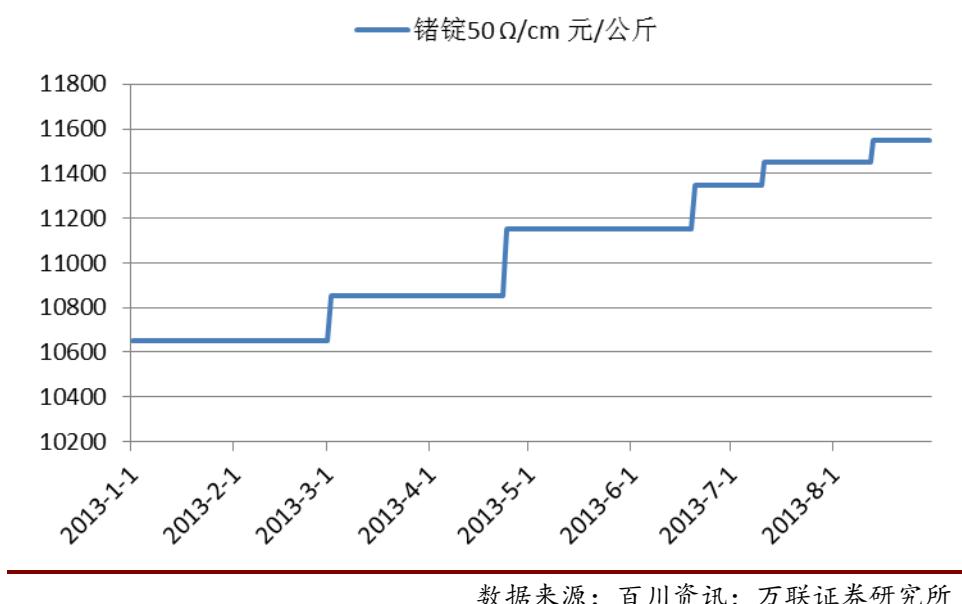
表 2：募投项目情况简介

募投项目	红外光学锗镜头项目		太阳能电池用锗单晶项目
	红外光学锗晶片	红外光学锗镜头/具	太阳能电池锗镜片/片
原有产能	10000	360	10000
扩建规模	100000	小口径3.5万套；大口径500套	30万片
预期投产日期	2013年年中		2013年年中
预计产品价格	小口径6300元/套；大口径144000元/套		700元/片（4英寸）
预期营业收入	30384.62万元		22362.82万元
毛利率	38.91%		36.08%
预期净利润	5920.26万元		6196.10万元

数据来源：公司招股说明书；万联证券研究所

- 盈利预测与投资建议：**公司是国内锗供应龙头企业，经过多年布局已经形成锗上下游完整产业链，随着公司锗资源整合推进，下半年锗价有望持续上行，公司IPO项目今年投产，一体化进程将提升公司盈利能力。我们预测公司2013、2014年每股收益0.27元、0.35元，对应当前股价的PE分别为52倍、40倍。维持公司“增持”评级。

图 1：年初以来锗价走势



- **风险提示：**募投项目投产存在不确定性、锌价剧烈变化



行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

基准指数：沪深300指数

证券分析师承诺

姓名：李伟峰

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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受到任何形式的补偿。

信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可登录www.wlzq.cn万联研究栏目查询静默期安排。对于本公司持有比例超过已发行数量1%（不超过3%）的投资标的，将会在涉及的研究报告中进行有关的信息披露。

免责条款

本报告仅供万联证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中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、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

万联证券有限责任公司 研究所

上海 世纪大道1528号陆家嘴基金大厦603
电话：021-60883487 传真：021-60883484

广州 珠江东路11号高德置地广场F座18层
电话：020-38286833 传真：020-38286831