

云南锗业（002428）2022年报&amp;2023年一季度点评

# 锗产品转型增值加速，半导体有望成为增长新引擎

2023年06月06日

## 【投资要点】

- ◆ 云南锗业 2022 年实现营业收入 5.37 亿元，同比-3.57%；实现归母净利润-0.62 亿元，同比-546.95%；实现扣非归母净利润-0.90 亿元，同比-245.56%。4 月 28 日，公司发布了一季报，公司一季度实现营业收入 1.46 亿元，同比-3.34%，环比+17.39%；实现归母净利润-0.09 亿元，同比-208.56%，亏损环比降低 82.87%；实现扣非归母净利润-0.14 亿元，同比-1478.15%，亏损环比降低 77.67%。
- ◆ 公司 2022 年上半年业绩总体稳定，营业收入和归母净利润均为正值；但是 2022 年下半年营业收入降低较多，公司四个季度营业收入分别为 1.51、1.60、1.02、1.24 亿元，据公司 2022 年公司业绩说明会披露，下半年业绩不佳主要原因在异常复杂的宏观环境下，锗市场需求减弱，海外订单减少，供应小幅过剩，市场信心不振，价格不断下调。红外需求减弱，全球红外市场处于相对低迷状态，年末才有所好转。光伏级锗产品受到终端用户交付延后的影响，需求下降。光纤光缆产量持续增长，推动了光纤级锗产品需求增长。化合物半导体材料上半年订单增速明显，下半年随着终端需求波动，订单萎缩。**2023 年一季度公司实现营业收入 1.46 亿元，环比上涨达 17.39%，业绩改善趋势明显，基本恢复到 2022 年一季度水平。**公司 2023 年一季度营业利润仍为亏损，主要系部分产品受产品价格下降，材料成本上升等因素影响，综合销售毛利较上年同期下降，加之当期研发费用较上年同期上升，收到的政府补助较上年同期下降，使得公司营业利润较上年同期下降。随着今年上半年锗价的持续上升，公司业绩有望改善。
- ◆ 公司锗产业链完整，谋求下游产品转型增值：公司是一家集锗矿开采及深加工为一体的锗系列产品生产企业。公司目前产品为材料级锗产品（主要为区熔锗锭、二氧化锗）、红外级锗产品（镜片、镜头、整机）、太阳能电池用锗晶片（衬底）、光纤级四氯化锗。生产商和供应商据公司业绩说明会披露，截至 2009 年 12 月 31 日，公司矿山已经探明的锗金属保有储量合计 689.55 吨。后公司通过收购采矿权和股权的方式陆续整合五个含锗矿山，锗金属保有储量增加约 250 吨，2010 年至 2022 年 12 月 3 日，累计消耗公司自有矿山资源产出金属量约 269.04 吨。公司拥有储量丰富，对未来业绩提供了一定保障。公司将逐步向专业的新材料生产商转型，不断优化产品结构，积极开发高附加值高科技含量的锗系列高端产品，不断扩大产业规模效应，提升行业领先优势和企业核心竞争力，打造全球领先的锗系列产品。

东方财富证券  
Eastmoney Securities

挖掘价值投资成长

增持（首次）

东方财富证券研究所

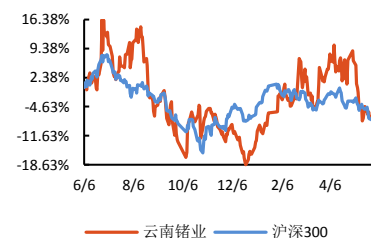
证券分析师：周旭辉

证书编号：S1160521050001

证券分析师：程文祥

电话：021-23586475

相对指数表现



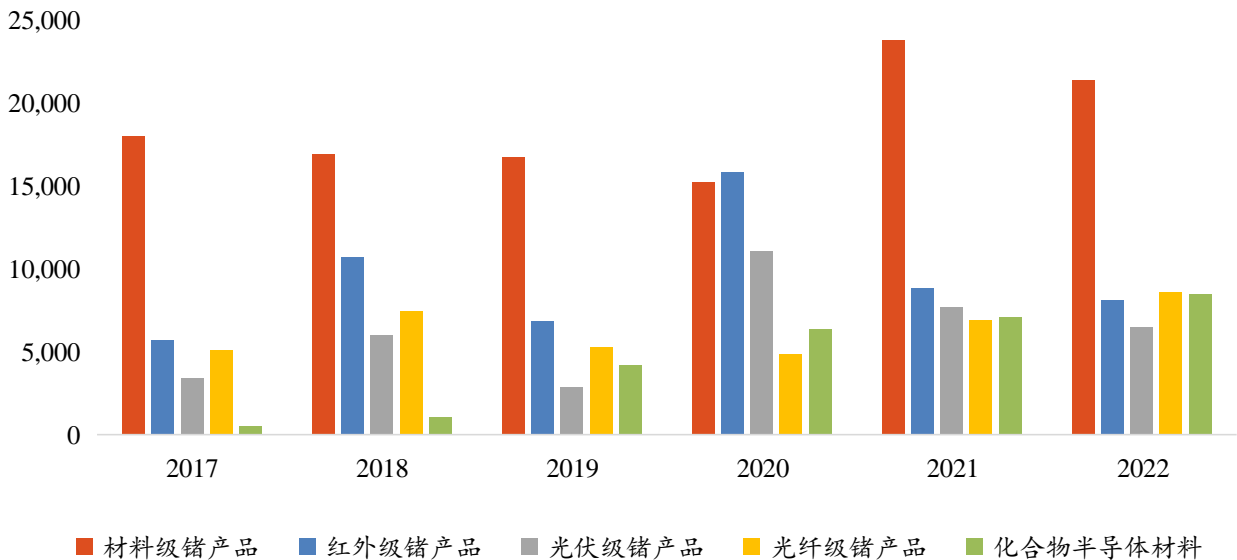
基本数据

总市值（百万元）	6603.04
流通市值（百万元）	6514.02
52周最高/最低（元）	13.31/9.00
52周最高/最低（PE）	1176.96/-947.79
52周最高/最低（PB）	5.74/4.02
52周涨幅（%）	-9.00
52周换手率（%）	458.21

相关研究

- ◆ 半导体业务增长迅速，有望成为新增长点：**云南锗业子公司云南鑫耀半导体材料有限公司生产的化合物半导体材料**砷化镓晶片（衬底）、磷化铟晶片（衬底）**可用于生产垂直腔面发射激光器（VCSEL）、大功率激光器、光通信用激光器和探测器等。运用领域包括 5G、数据中心、光纤通信、新一代显示（包括 MiniLED 及 MicroLED）、人工智能、无人驾驶、可穿戴设备等。同时，受益于 5G、千兆城市、数据中心建设等领域市场需求的增长，未来将进一步刺激化合物半导体市场规模的增长。据研究机构 YoleDevelopment 预测，磷化铟器件正从传统的数据通信和电信市场向消费电子市场拓展，预计到 2027 年，全球下游应用市场规模可达到 56 亿美元。自半导体业务投产以来，公司半导体业务业绩持续增加，近三年复合增长率达 26.72%。其中 2022 年化合物半导体材料营业收入达 8,475 万元，同比上涨 19.48%，收入增长速度较快。
- ◆ 光模块需求快速上升，衬底产品放量值得期待：**受益于人工智能催化算力需求的影响，市场对于 800G 光模块需求量快速上升。据行业知名调研机构 LC 预测，预计 2024 年，800G 光模块将超过 400G 光模块的销售额，市场容量达 70 亿美元。公司产品砷化镓和磷化铟为光模块上游，目前在有序推进并不断有新客户开展产品验证，根据行业惯例，产品认证周期较长。公司化合物半导体材料处于逐步放量的过程。目前，砷化镓生产线已完成部分 6 英寸规格生产线改造，正在接受客户的认证；第三代半导体碳化硅也在研发中，目前已完成晶体生长工艺开发，并已合成用于晶体生长的粉料。

图表1、云南锗业2017-2022年分产品营业收入图（万元）



资料来源：Choice, 公司公告, 东方财富证券研究所

## 【投资建议】

◆公司具有完整的锗产业链布局，同时加速下游高附加值锗产品开发，有望实现锗产品提质增效。公司子公司鑫耀半导体主要生产砷化镓晶片（衬底）、磷化铟晶片（衬底），产品用途广泛；同时受益人工智能对光模块的需求增长，未来产能放量值得期待；第三代半导体碳化硅也在研发中，有望成为增长新引擎。我们预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 6.98 亿元、7.96 亿元、9.05 亿元；归母净利润分别为 0.15 亿元、0.26 亿元、0.83 亿元，对应 EPS 分别为 0.02 元、0.04 元、0.13 元，对应 PE 分别为 459.93 倍、256.82 倍、81.58 倍。鉴于公司未来发展前景良好，且成长明确，产业布局清晰。我们给予“增持”评级。

### 盈利预测

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	536.60	697.50	795.67	904.69
增长率（%）	-3.57%	29.98%	14.08%	13.70%
EBITDA（百万元）	41.86	149.65	169.68	252.59
归母净利润（百万元）	-62.40	14.65	26.24	82.62
增长率（%）	-546.95%	123.48%	79.06%	214.87%
EPS（元/股）	-0.10	0.02	0.04	0.13
市盈率（P/E）	—	459.93	256.86	81.58
市净率（P/B）	4.32	4.73	4.63	4.38
EV/EBITDA	156.74	48.38	42.80	28.45

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

## 【风险提示】

- ◆研发、放量速度不及预期；
- ◆锗价格上涨过快；
- ◆下游产品需求不振。

## 资产负债表（百万元）

至 12 月 31 日	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>765.59</b>	<b>795.42</b>	<b>868.62</b>	<b>1006.45</b>
货币资金	132.01	136.36	128.69	220.26
应收及预付	206.59	248.19	283.22	318.53
存货	413.51	394.28	440.93	452.54
其他流动资产	13.48	16.59	15.78	15.11
<b>非流动资产</b>	<b>1647.40</b>	<b>1671.44</b>	<b>1656.08</b>	<b>1631.00</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1087.23	1106.36	1101.38	1086.88
在建工程	53.78	47.20	40.71	34.71
无形资产	364.34	361.34	358.34	355.34
其他长期资产	142.04	156.54	155.65	154.07
<b>资产总计</b>	<b>2412.98</b>	<b>2466.86</b>	<b>2524.70</b>	<b>2637.46</b>
<b>流动负债</b>	<b>541.47</b>	<b>528.54</b>	<b>545.04</b>	<b>554.60</b>
短期借款	345.03	379.48	384.48	389.48
应付及预收	56.23	63.08	70.55	72.41
其他流动负债	140.20	85.98	90.02	92.72
<b>非流动负债</b>	<b>383.03</b>	<b>430.70</b>	<b>440.20</b>	<b>449.60</b>
长期借款	152.24	197.52	207.52	217.52
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	230.79	233.18	232.68	232.08
<b>负债合计</b>	<b>924.50</b>	<b>959.23</b>	<b>985.24</b>	<b>1004.20</b>
实收资本	653.12	653.12	653.12	653.12
资本公积	331.17	331.17	331.17	331.17
留存收益	416.26	433.87	463.11	548.73
归属母公司股东权益	1407.93	1425.62	1454.86	1540.49
少数股东权益	80.55	82.00	84.60	92.77
<b>负债和股东权益</b>	<b>2412.98</b>	<b>2466.86</b>	<b>2524.70</b>	<b>2637.46</b>

## 利润表（百万元）

至 12 月 31 日	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>536.60</b>	<b>697.50</b>	<b>795.67</b>	<b>904.69</b>
营业成本	474.71	567.76	634.94	651.66
税金及附加	5.17	6.77	7.70	8.77
销售费用	7.28	8.14	10.05	10.99
管理费用	84.14	69.75	79.57	90.47
研发费用	44.80	41.85	47.74	54.28
财务费用	23.43	13.24	14.32	14.73
资产减值损失	-5.49	-3.00	-3.00	-3.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.94	0.70	0.80	0.90
资产处置收益	-0.03	0.07	0.08	0.09
其他收益	32.29	31.39	35.81	40.71
<b>营业利润</b>	<b>-75.82</b>	<b>20.13</b>	<b>36.04</b>	<b>113.49</b>
营业外收入	4.12	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.10	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>-71.80</b>	<b>20.13</b>	<b>36.04</b>	<b>113.49</b>
所得税	-14.78	4.03	7.21	22.70
<b>净利润</b>	<b>-57.02</b>	<b>16.10</b>	<b>28.84</b>	<b>90.79</b>
少数股东损益	5.38	1.45	2.60	8.17
<b>归属母公司净利润</b>	<b>-62.40</b>	<b>14.65</b>	<b>26.24</b>	<b>82.62</b>
EBITDA	41.86	149.65	169.68	252.59

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

## 现金流量表（百万元）

至 12 月 31 日	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	<b>107.45</b>	<b>125.20</b>	<b>96.59</b>	<b>191.48</b>
净利润	-57.02	16.10	28.84	90.79
折旧摊销	95.17	116.27	119.31	124.37
营运资金变动	53.23	-22.05	-68.36	-40.70
其它	16.07	14.88	16.81	17.02
<b>投资活动现金流</b>	<b>-160.59</b>	<b>-138.70</b>	<b>-103.08</b>	<b>-98.29</b>
资本支出	-160.49	-143.91	-104.43	-99.91
投资变动	0.21	0.00	0.00	0.00
其他	-0.31	5.21	1.36	1.61
<b>筹资活动现金流</b>	<b>85.25</b>	<b>17.89</b>	<b>-1.19</b>	<b>-1.61</b>
银行借款	617.84	79.73	15.00	15.00
债券融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-532.59	-61.83	-16.19	-16.61
<b>现金净增加额</b>	<b>32.61</b>	<b>4.35</b>	<b>-7.67</b>	<b>91.57</b>
期初现金余额	47.49	80.11	84.46	76.79
期末现金余额	80.11	84.46	76.79	168.36

## 主要财务比率

至 12 月 31 日	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长	-3.57%	29.98%	14.08%	13.70%
营业利润增长	-355.38%	126.55%	79.06%	214.87%
归属母公司净利润增长	-546.95%	123.48%	79.06%	214.87%
<b>获利能力 (%)</b>				
毛利率	11.53%	18.60%	20.20%	27.97%
净利率	-10.63%	2.31%	3.62%	10.04%
ROE	-4.43%	1.03%	1.80%	5.36%
ROIC	-2.02%	1.25%	1.84%	4.46%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	38.31%	38.88%	39.02%	38.07%
净负债比率	31.89%	33.15%	33.90%	27.23%
流动比率	1.41	1.50	1.59	1.81
速动比率	0.58	0.68	0.70	0.92
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.23	0.29	0.32	0.35
应收账款周转率	4.57	5.37	5.07	5.04
存货周转率	1.12	1.41	1.52	1.46
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	-0.10	0.02	0.04	0.13
每股经营现金流	0.16	0.19	0.15	0.29
每股净资产	2.16	2.18	2.23	2.36
<b>估值比率</b>				
P/E	—	459.93	256.86	81.58
P/B	4.32	4.73	4.63	4.38
EV/EBITDA	156.74	48.38	42.80	28.45

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

#### 分析师申明：

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

#### 投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

#### 股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；  
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；  
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；  
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

#### 行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；  
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

#### 免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。