

东方锆业 (002167.SZ)

金属制品行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

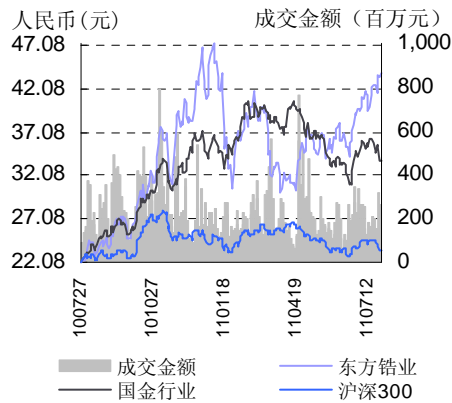
市价(人民币): 43.80元

高附加值化趋势明显, 行业景气明显提升

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	137.92
总市值(百万元)	9,065.81
年内股价最高最低(元)	47.30/22.32
沪深 300 指数	2977.77
中小板指数	6623.78



公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.336	0.253	0.730	1.475	1.970
每股净资产(元)	6.12	3.34	4.16	5.86	8.13
每股经营性现金流(元)	0.25	-0.09	-1.12	-1.21	1.93
市盈率(倍)	102.57	184.16	60.02	29.70	22.23
行业优化市盈率(倍)	21.70	31.01	27.08	27.08	27.08
净利润增长率(%)	19.07%	51.02%	231.58%	102.10%	33.61%
净资产收益率(%)	5.48%	7.59%	20.23%	28.96%	27.90%
总股本(百万股)	89.86	179.71	206.98	206.98	206.98

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 东方锆业上半年实现营收 271.6 百万元, 同比增加 89.57%, 归属上市公司股东净利润 58.7 百万元, 同比增长 184.77%, EPS 0.33 元, 同比增长 200%。

经营分析

- **上半年锆品价格大幅上涨:** 上半年澳洲进口锆英砂 ZrO₂66%含税均价为 17714 元/吨, 较去年同期 7665 元/吨上涨 131.1%。氯化锆由 8000-9000 元/吨上涨至 19000-20000 元/吨。公司以锆英砂为原料生产氯化锆, 二氧化锆, 硅酸锆, 复合氧化锆等产品, 原料及产品价格的的大幅上涨是公司营收同比大幅增加的主要原因。
- **原料涨价毛利率不降反升:** 1 季度公司整体毛利率 32.83%, 上半年整体毛利率继续上升至 37.22%。分产品看, 公司高端产品在原料价格大幅上涨的情况下维持稳定, 而中低端的氯化锆, 二氧化锆, 硅酸锆等基础产品毛利率同比上升。公司在向下游传导原料上涨压力的同时很好的控制了产品成本。
- **高附加值化趋势明显:** 公司复合氧化锆和氧化锆结构陶瓷产品毛利率一直维持在 50%。两者合计收入占比由 2007 年的 24%上升到 2011 年中报的 39.73%, 净利润占比由 44%上升到 53.23%, 传统产品近年来也实现了高纯化、超微化的升级, 使得传统产品的毛利率也出现了明显上升, 从而带动公司整体毛利率较去年同期大幅上升 8.04%。

盈利调整

- 公司利用上市融资平台, 在四年里从单纯传统锆制品业务发展为从矿山到核级锆的完整产业, 展现了惊人的战略布局与操作能力。我们维持公司 2011-2013 公司 EPS 0.73 元、1.475 元、1.97 元的预测。

投资建议

- 目前股价对应 2011-2013 年动态 PE60 倍、29.69 倍、22.23 倍。与行业平均水平基本持平, 考虑公司惊人的布局与扩张能力以及公司澳大利亚 WIN 项目带来的锆矿资源潜在的增量, 我们给予买入评级。

杨诚笑 联系人
(8621)61038282
yangchengxiao@gjzq.com.cn

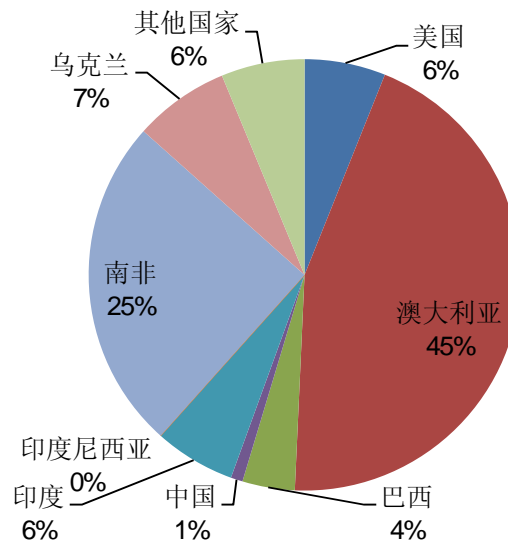
董亚光 分析师 SAC 执业编号: S1130511030005
(8621)61038289
dongyaguang@gjzq.com.cn

行业景气度明显提升，锆行业迎来春天

供应不足致价格走高

- 全球范围内锆的储量与供应成明显不均匀状态。储量上，澳大利亚占 45% 位列第一，南非 25% 位列第二，中国仅占 1%。产量上，澳大利亚占 42%，南非占 32%，中国 11% 位列第三。从公司来看，澳大利亚 ILUKA 占据全球 35% 的份额，前五大公司合计占比 70% 以上。
- 需求上，中国一国独大（40% 以上），由于我国锆英砂主产地海南资源日渐枯竭，近年来我国的锆英砂产量逐年下降，中国锆英砂 90% 依靠进口。此外，我国锆需求自 1990-2008 年间复合增速高达 17.2%，同期全球锆需求复合增长率仅为 3.4%。2010 年，全球锆英砂销量约 140 万吨，中国消耗 60 万吨以上，同比增长近 50%。

图表1：锆储量分布极不均衡



来源：USGS 国金证券研究所

- 从供需两端来看，中国需求快速增长与全球供应增速长期缓慢形成的剪刀差在 2010 年下半年爆发。ILUKA 公司 2010 年产出锆英砂 41.29 万吨，销量达 47.87 万吨，超过 6 万吨库存被销，2010 年底时库存清零。Exxaro 公司 2010 年产出 19.6 万吨，销量 24.3 万吨。从中期来看，尽管价格大幅上涨，但供应难以大幅增长。首先，2010 年前行业多年的低迷致使新项目投入十分有限，已上马的项目纷纷延后。其次，澳大利亚和南非开采成本持续提高，两国货币近年来持续走强，能源、环保、人工成本的上升也是原因。
- 我们认为，锆英砂供应短缺中期内仍将持续，这将维持锆英砂的价格在目前位置上。展望后期，锆英砂价格的大幅上涨已经让下游陶瓷企业感受到了不小压力，纷纷减少采购量，锆英砂价格将进入缓慢上涨期。

高附加值化趋势明显

拓展新兴锆制品，升级传统锆制品

- 新兴锆制品包括复合氧化锆、氧化锆结构陶瓷，毛利率可达 50%。2007 年-2010 年公司复合氧化锆产销量从 215 吨上升到近 1200 吨。两者合计收入占比由 2007 年的 24% 上升到 2011 年中报的 39.73%，净利润占比由 44% 上升到 53.23%。
- 传统锆制品包括氟氧化锆、二氧化锆、硅酸锆等。上市以来，公司陆续完成普通氟氧化锆、普通二氧化锆、硅酸锆生产线改造，全面转为生产高纯

氟氧化锆、高纯二氧化锆与超微细硅酸锆。在为新兴锆制品提供高质量原材料的同时也提升了公司传统锆制品的盈利能力。

锆产业链的完整拥有者，给予买入评级

- 公司利用上市融资平台，在四年里从单纯传统锆制品业务发展为从矿山到核级锆的完整产业，展现了惊人的战略布局与操作能力。我们维持公司2011-2013公司EPS 0.73元、1.475元、1.97元的预测。对应PE60倍、29.69倍、22.23倍。

风险提示

- 锆英砂价格急剧下滑

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	190	268	370	867	1,763	2,412	货币资金	22	274	104	200	150	150
增长率		40.7%	38.3%	134.1%	103.3%	36.9%	应收账款	74	82	233	552	880	874
主营业务成本	-144	-205	-270	-567	-1,173	-1,586	存货	79	91	146	233	482	652
%销售收入	75.5%	76.7%	73.0%	65.4%	66.5%	65.7%	其他流动资产	50	130	169	354	729	985
毛利	47	62	100	300	590	826	流动资产	225	577	653	1,338	2,241	2,661
%销售收入	24.5%	23.3%	27.0%	34.6%	33.5%	34.3%	%总资产	50.0%	56.1%	48.0%	59.1%	66.5%	50.0%
营业税金及附加	-1	-1	-2	-4	-9	-12	长期投资	0	0	0	1	0	0
%销售收入	0.6%	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	197	396	602	721	835	2,369
营业费用	-3	-6	-7	-17	-35	-48	%总资产	43.7%	38.4%	44.3%	31.9%	24.8%	44.5%
%销售收入	1.7%	2.1%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	无形资产	28	56	102	200	294	290
管理费用	-9	-14	-26	-52	-106	-145	非流动资产	225	452	706	924	1,131	2,661
%销售收入	4.8%	5.4%	7.1%	6.0%	6.0%	6.0%	%总资产	50.0%	43.9%	52.0%	40.9%	33.5%	50.0%
息税前利润 (EBIT)	33	42	65	226	440	621	资产总计	451	1,029	1,359	2,262	3,372	5,322
%销售收入	17.4%	15.5%	17.5%	26.1%	25.0%	25.8%	短期借款	135	324	549	1,175	1,690	3,117
财务费用	-6	-8	-18	-56	-92	-155	应付款项	70	100	169	307	599	728
%销售收入	3.4%	2.9%	5.0%	6.4%	5.2%	6.4%	其他流动负债	5	4	-1	6	12	16
资产减值损失	-1	-1	-3	0	0	0	流动负债	209	428	717	1,488	2,301	3,860
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	48	38	28	18	0
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	4	4	5	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	213	479	759	1,516	2,319	3,860
营业利润	26	32	43	171	348	466	普通股股东权益	237	550	600	747	1,054	1,462
营业利润率	13.7%	12.1%	11.7%	19.7%	19.7%	19.3%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	3	2	9	3	3	3	负债股东权益合计	451	1,029	1,359	2,262	3,372	5,322
税前利润	29	35	52	174	351	469	比率分析						
利润率	15.1%	12.9%	14.1%	20.0%	19.9%	19.4%		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
所得税	-4	-4	-7	-23	-46	-61	每股指标						
所得税率	12.2%	12.7%	13.1%	13.0%	13.0%	13.0%	每股收益	0.507	0.336	0.253	0.730	1.475	1.970
净利润	25	30	46	151	305	408	每股净资产	4.747	6.122	3.338	4.155	5.864	8.134
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金流	0.350	0.251	-0.089	-1.117	-1.210	1.929
归属于母公司的净利润	25	30	46	151	305	408	每股股利	0.050	0.000	0.100	0.000	0.000	0.000
净利率	13.3%	11.3%	12.3%	17.4%	17.3%	16.9%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	10.67%	5.48%	7.59%	20.23%	28.96%	27.90%
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	总资产收益率	5.62%	2.93%	3.35%	6.68%	9.05%	7.66%
净利润	25	30	46	151	305	408	投入资本收益率	7.83%	3.94%	4.74%	10.10%	13.86%	11.80%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	8	16	30	35	40	70	主营业务收入增长率	18.50%	40.66%	38.31%	134.06%	103.30%	36.85%
非经营收益	6	8	14	56	93	156	EBIT增长率	17.65%	25.12%	55.88%	249.74%	94.34%	41.20%
营运资金变动	-22	-31	-107	-444	-655	-287	净利润增长率	21.24%	19.07%	51.02%	231.58%	102.10%	33.61%
经营活动现金净流	18	23	-17	-201	-217	347	总资产增长率	44.65%	128.40%	32.05%	66.43%	49.06%	57.81%
资本开支	-104	-344	-186	-251	-244	-1,597	资产管理能力						
投资	0	0	-134	-1	0	0	应收账款周转天数	103.1	95.9	85.7	80.0	80.0	80.0
其他	0	0	0	0	0	0	存货周转天数	155.8	151.1	160.3	150.0	150.0	150.0
投资活动现金净流	-104	-344	-321	-252	-244	-1,597	应付账款周转天数	73.1	125.0	137.5	140.0	140.0	140.0
股权募资	0	296	0	0	2	0	固定资产周转天数	214.5	410.0	431.8	191.9	97.3	182.2
债权募资	55	236	216	612	505	1,409	偿债能力						
其他	-11	-22	-22	-63	-96	-159	净负债/股东权益	47.41%	17.66%	80.47%	134.30%	147.80%	202.95%
筹资活动现金净流	44	510	193	549	411	1,250	EBIT利息保障倍数	5.1	5.4	3.5	4.1	4.8	4.0
现金净流量	-42	189	-144	96	-50	0	资产负债率	47.33%	46.56%	55.87%	66.99%	68.75%	72.53%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	3	3	3	3
买入	0	1	2	2	5
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.25	1.33	1.36	1.45

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦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任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供机构客户使用。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: (8610)-66215599-8792	电话: (86755)-33089915
传真: (8621)-61038200	传真: (8610)-61038200	传真: (86755)-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 921 室