

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：2012年04月24日

## 资源保障、产能扩张是未来看点

——东方锆业（002167）公告点评

### 公司点评报告

增持（首次）

#### 事件：

**2011年年度报告及分配预案：**报告期内，公司实现营业收入54,953.42万元，比上年增加17,910.67万元，增长48.35%；产品毛利率37.25%，比上年上升了10.26%；利润总额10,801万元，比上年上升106.14%；净利润9,211.88万元，上升102.23%；实现每股收益0.45元，同比增长125.00%。

公司同时公布2011年利润分配预案，按2011年12月31日总股本20698.2万股为基数，以资本公积向全体股东每10股转增10股并派1元（含税）现金红利。

#### 点评：

- **业绩大幅增长得益于主要产品价量齐升：**2011年公司实现营业收入与净利润大幅增长，高端产品复合氧化锆、氧化锆结构陶瓷、海绵锆产品收入同比增长87.14%、54.37%、286.05%。复合氧化锆占公司毛利贡献也呈现逐年增长的趋势。公司业务模式逐步完善。高端产品占比提升体现在公司毛利率变化，公司综合毛利率从2008年24.54%提高到2011年37.43%，连续四年提升。

图 1：公司毛利组成变化

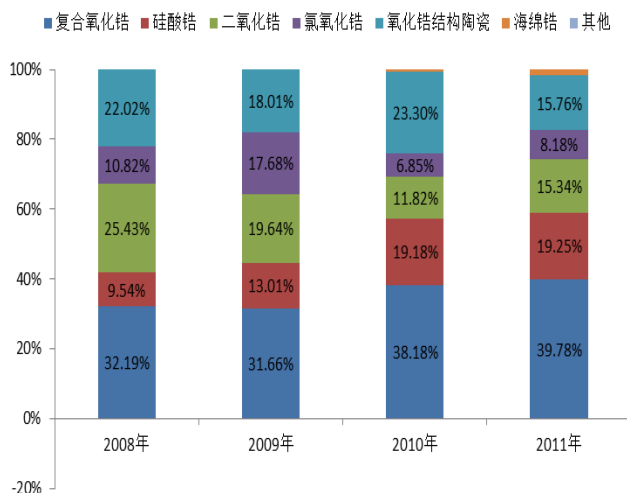
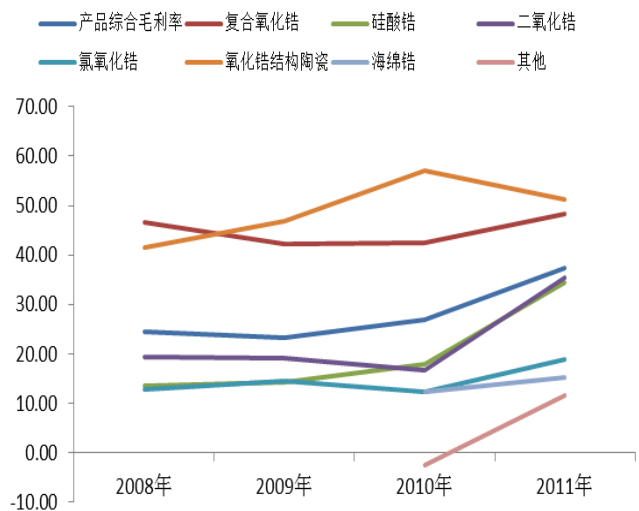


图 2：公司产品毛利率变化



数据来源：公司公告；万联证券研究所

我们认为公司产品在报告期内销售价格大幅增长也是公司业绩大幅增长的主要原因。报告期内公司主要产品二氧化锆、氯化锆、复合氧化锆、硅酸锆平均售价同比增长幅度分别为38.45%、87.16%、30.21%、68.40%。同时，公司2007年首发募投与2009年定增募投建设项目产能放量，带来销售量增长。公司2011年业绩高增长是产品实现价量齐增的结果。

图 3：公司产品平均销售价格变化幅度

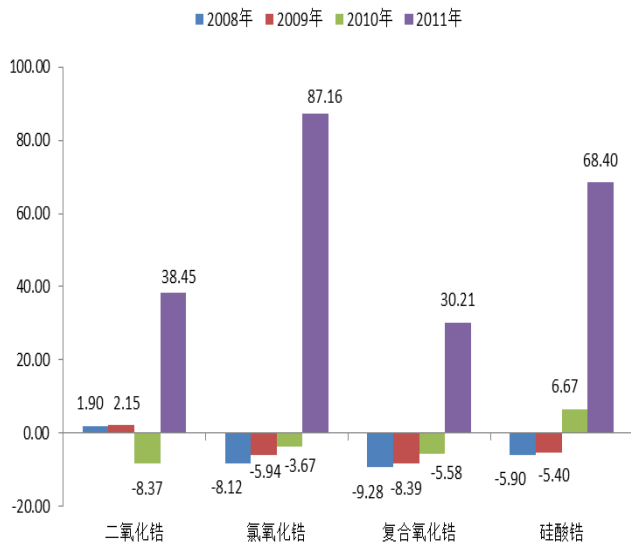
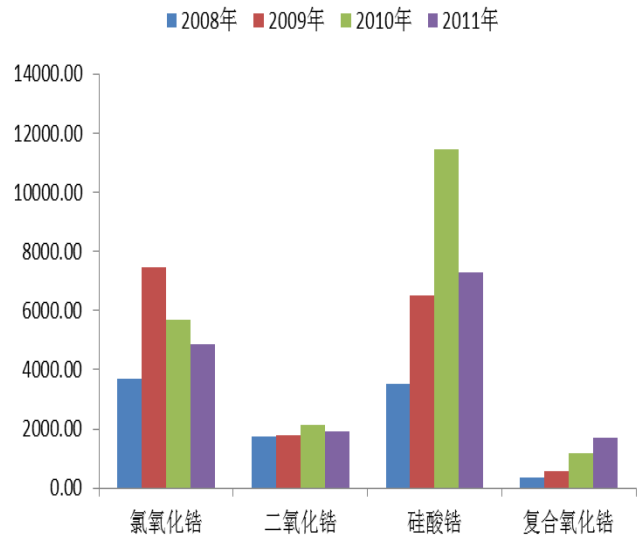


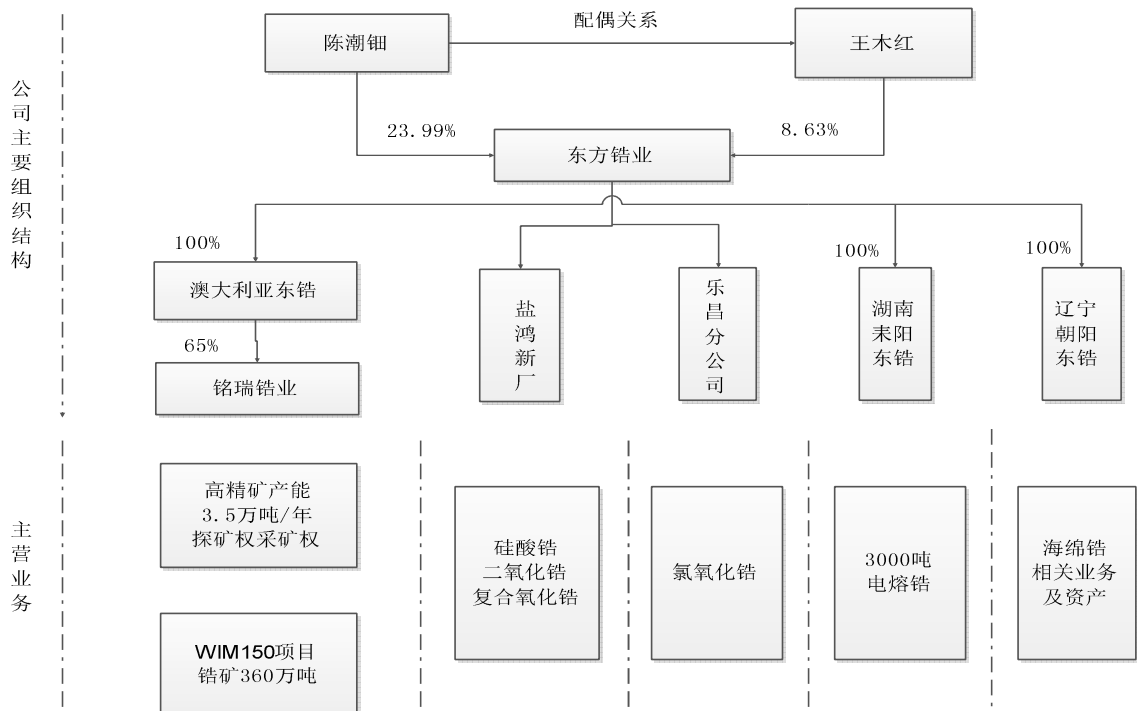
图 4：公司产品销售数量（吨）



数据来源：公司公告；万联证券研究所

- **东锆资源投产为公司原材料提供资源保障、有望大幅增厚公司业绩：**锆精矿主要来源澳大利亚、南非，澳洲厂商占据全球近60%的锆精矿供应，国内锆行业企业长期受制于锆精矿供给。2010年公司 与澳大利亚AZC公司共同出资在澳大利亚成立东锆资源，成为国内锆行业第一家拥有锆精矿资源的生产企业。东锆资源拥有107万吨锆金属资源量和3.5万吨/年的锆精矿生产产能，预计2012年有望 实现正常生产，东锆资源的投产将实现公司原料自给，有望增厚公司12-13年业绩0.79、1.09元。

图 5：公司组织结构及主营业务（2011 年年报公告）



数据来源：公司公告；万联证券研究所

- **“增长-投入-增长”模式良性循环促进公司业绩增长：**自2007年首发募资以来，公司通过“业绩增长—募资建设—产能投放—业绩增长”的良性循环的发展模式，逐步完善公司产品线和资源保障，目前是国内锆产业链最完整的公司，在产品产能以及产品线方面优势明显，其中新兴锆类的复合氧化锆、结构陶瓷是公司优势产品，也是国内唯一达到1000吨以上的规模化量产的公司。

表 1 公司历次募资建设项目明细

募资情况	建设项目	建设产能	募资金额(万元)	投产日期
2007年首发	Al-Y 复合氧化锆粉体	2000 吨	9497.7	2009
2009年定增	超微细硅酸锆	15000 吨	6820	2010
	高纯二氧化锆	6000 吨	12000	2011.1
2011年定增	核级海绵锆	1000 吨	52000	2013.8
	高纯氟氧化锆	20000 吨	30000	2012.1

数据来源：公司公告；万联证券研究所

公司未来增长看点在于2700吨复合氧化锆和1000吨核级海绵锆项目建设投产，预计两个项目完全达产后，有望增厚每股收益0.4元。

表 2 公司在产产能及扩产计划

产品	硅酸锆	氟氧化锆	二氧化锆	复合氧化锆	结构陶瓷	电容氧化锆	工业级海绵锆	核级海绵锆
在产产能	18000	15000	1000	2300	视需求	-	450	150
计划新增产能	-	20000	6000	2700	视需求	3000	-	1000
预计投产期	-	2012.1	2011.1	2013.8	-	2011.1	-	2013.8

数据来源：公司公告；万联证券研究所

- **盈利预测与投资建议：**公司拥有国内最完整的锆金属生产产业链。澳大利亚东锆资源恢复生产，有望实现公司原料资源完全自给，随着公司核级海绵锆、复合氧化锆建设项目投产，将提升公司高端产品占比，增厚公司每股收益。我们预测公司2012年、2013年每股收益1.37元、1.97元，对应当前股价PE分别为29倍、20倍，给予公司“增持”评级。
- **股价催化因素：**澳大利亚东锆资源顺利投产、国内核电建设进入高峰期、募投项目进展顺利。
- **风险因素：**东锆资源生产进度不达预期，主要产品价格大幅波动。

**盈利预测**

	2010 年	2011 年	2012E	2013E
营业收入 (亿元)	3.70	5.50	14.20	19.50
增长比率 (%)	38.31	48.35	158.19	37.32
净利润 (亿元)	0.46	0.92	2.80	4.03
增长比率 (%)	51.02	102.23	204.44	43.80
每股收益 (元)	0.25	0.45	1.37	1.97
市盈率 (倍)	158	88	29	20

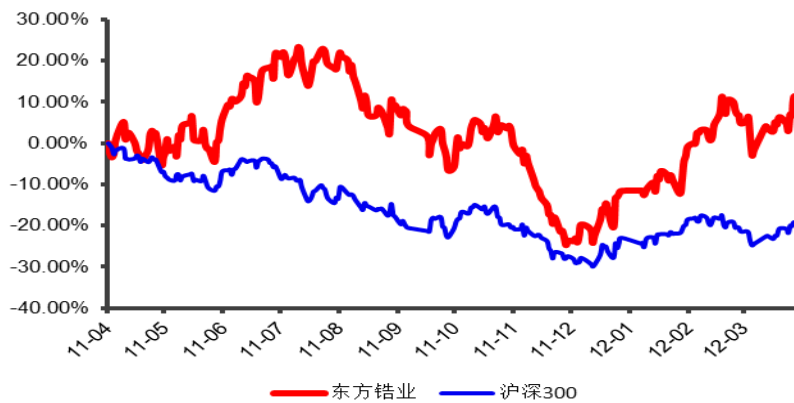
**市场数据 (2012-04-20)**

收盘价 (元)	39.90
一年内最高/最低 (元)	44.77/25.65
沪深300 指数	2617.61
市净率 (倍)	5.58
流通市值 (亿元)	55.06

**基础数据 (2012-04-20)**

每股净资产 (元)	7.15
每股经营现金流 (元)	0.14
毛利率 (%)	37.25
净资产收益率 (%)	6.23
资产负债率 (%)	31.35
总股本/流通股 (万股)	2.07/1.38
B 股/H 股 (万股)	/

**个股相对沪深 300 指数走势**



**相关研究**

相关研究内容。

### 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收到任何形式的补偿。

### 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 中山二路18号电信广场36层  
电话：020-37865161 传真：020-22373718-1008