



买入 **13% ↑**
目标价格: 人民币45.00

002167.SZ 原目标价格: 人民币35.00

价格: 人民币 39.90

目标价格基础: 39倍12年市盈率

板块评级: 增持

主要催化剂/事件

- 澳大利亚锆精矿选矿厂获得政府复产批示
- 锆精矿及锆产品价格持续上涨
- 复合氧化锆和结构陶瓷产品保持旺盛增长

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	41	3	26	18
相对新华富时A50指数	28	(0)	23	34

发行股数(百万)	207
流通股(%)	76.01
流通股市值(人民币 百万)	6,277
3个月日均交易额(人民币 百万)	116
净负债比率(%) (2012E)	8.5
主要股东(%)	
陈潮钿	23.99

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2012年4月20日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

金属与矿产: 有色金属

乐宇坤

(8621) 2032 8559

yukun.le@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120007

* 李文宾为本报告重要贡献者

东方锆业

价格飙涨提升盈利, 高端产品畅销两旺

公司2011年实现总营收约5.49亿元, 同比大幅攀升48.35%; 全年净利润约9,200余万元, 同比增长92%, 折合每股收益0.48元。公司2011年营收显著增长主要源自于去年锆精矿价格一路攀升带动公司各产品售价明显上涨。而公司净利润大幅飙升且涨幅高于营收涨幅, 主要得益于复合氧化锆和结构陶瓷等高端产品销售量均较上年持续增长。公司同时公告计划每10股转增10股并派1元(含税)现金红利。由于澳洲Mindarie锆矿项目至今未生产, 进度低于我们的预期; 同时受房地产调控影响, 洁具等锆品下游产品需求一般。因此我们下调公司2012-2013年每股收益14.4%和2.0%至1.15元和1.49元。由于1季度有色板块估值经历的大幅提升, 因此我们相应上调目标价至45.00元, 但再次维持买入评级。

支撑评级的要点

- 公司澳洲Mindarie项目进度晚于预期。
- 公司高端产品战略逐步见效, 复合氧化锆和氧化锆结构陶瓷产销两旺。
- 核级海绵锆和复合氧化锆等高端产品与新材料和新能源等战略新兴产业关系密切, 未来有望持续获得政策红利扶持。

评级面临的主要风险

- 澳洲Mindarie项目进度再受拖延。
- 管理费用和财务费用有所增长。

估值

- 公司锆系列产品种类齐全且正循序渐进式进入高端产品领域, 同时公司还拥有澳洲优质锆矿资源。因此公司有望发挥锆产业链优势, 实现盈利的高速发展。因此我们认为可以给予公司一定估值溢价, 同时考虑到1季度有色板块估值整体上扬, 因此基于39倍12年市盈率, 我们将公司目标价从35.00元上调至45.00元, 并再次重申**买入**评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	370	550	892	1,234	1,405
变动(%)		48	62	38	14
净利润(人民币 百万)	46	92	239	308	322
全面摊薄每股收益(人民币)	0.25	0.48	1.153	1.490	1.557
变动(%)		102.2	159.1	29.2	4.5
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.535	1.348	
调整幅度(%)	-	-	(14.4)	(2.0)	
核心每股收益(人民币)	0.220	0.445	1.153	1.490	1.557
变动(%)		102.2	159.1	29.2	4.5
全面摊薄市盈率(倍)	181.3	89.7	34.6	26.8	25.6
核心市盈率(倍)	181.3	89.7	34.6	26.8	25.6
每股现金流量(人民币)	(0.09)	0.14	2.83	1.44	2.08
价格/每股现金流量(倍)	(447.0)	285.4	14.1	27.8	19.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	86.4	48.6	22.0	16.0	14.5
每股股息(人民币)	0.000	0.100	0.231	0.298	0.311
股息率(%)	0.0	0.3	0.6	0.7	0.8

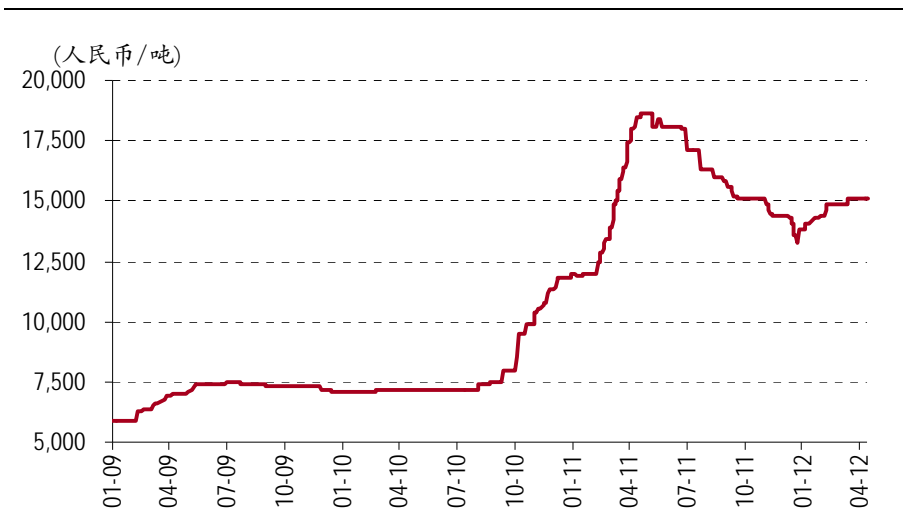
资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

畅销两旺，盈利再创新高

公司 2011 年实现总营收约 5.49 亿余元，同比大幅攀升 48.35%；全年净利润约 9,200 余万元，同比增长 92%，折合每股收益 0.48 元，低于我们的盈利预测（低约 10%）。公司同时公告计划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。此外公司董事会也通过了发行不超过 5.5 亿元公司债券的方案。

公司营收同比显著增长主要源自于在 2011 年锆精矿价格一路攀升影响，带动公司各产品售价明显上扬。而公司净利润大幅飙涨，且涨幅高于营收涨幅，这主要是得益于公司充分利用品牌和技术优势，进一步整合了市场资源，抢占高端市场。其中复合氧化锆和结构陶瓷销售量均较上年持续增长，高端定位的市场策略有效实施。

图表 1. 锆英砂（锆英砂 ZrO₂ 65% min 中国 元/吨）价格走势



资料来源：中华商务网，中银国际研究

图表 2. 公司主要产品售价比较

项目 (元/吨)	2011	2010	同比增速
二氧化锆	45,870	33,132	38.45
氯化锆	18,259	9,756	87.16
复合氧化锆	100,087	76,864	30.21
硅酸锆	15,710	9,329	68.40

资料来源：公司数据，中银国际研究

如分季度来看，公司第四季度业务不甚理想，业绩环比下滑 46.64%，同比也下挫 28.39%。我们估计第四季度业绩的下滑主要和当季各类锆产品价格环比下降有一定关联。此外第四季度管理费用高达 3,300 余万元，单季管理费用同比增幅竟高达 178.08%。

公司全年盈利略低于我们预期，这主要是由于公司各项期间费用略高于我们之前的估算。

澳大利亚铭瑞铝业铝矿整合进展晚于预期

公司年报中指出，目前 Mindarie 铝矿项目各项产权转移手续已办理完毕，采矿的开工许可证正办理中，但铭瑞铝业矿场至今尚未正式开采。

从目前的进度来看，Mindarie 铝矿项目进度晚于项目规划。年报中公司已将 Mindarie 复产列为 2012 年重点推进工程。较为乐观的估计，2012 年下半年公司将拿到采矿证并进行试生产。

下调盈利预测，上调目标价，维持买入评级

由于 Mindarie 铝矿项目至今未生产，低于我们的预期。同时 2012 年受房地产调控影响，洁具等铝品下游产品需求一般。因此我们下调公司 2012 年-2013 年每股收益至 1.15 元（下调 14.4%）和 1.49 元（下调 2.0%）。由于 1 季度有色板块估值经历的大幅提升，因此我们相应上调公司估值，并将公司目标价上调至 45.00 元（基于 39 倍的 2012 年市盈率估值）。

公司铝系列产品技术领先，产品结构日趋完善，同时在海外拥有我国稀缺的高质量铝矿资源，因此拥有一定的核心竞争力，属于既有技术又有资源的新材料类上市企业。此外公司正在全力扩展的核级海绵铝、复合氧化高陶瓷等高、精、尖产品未来将能享受到持续政策红利扶持。因此我们维持对公司的**买入**评级。

图表 3.2011 年业绩摘要

(人民币, 百万)	2010 年年报	2011 年年报	同比变化(%)
销售收入	370.4	549.5	48.35
销售成本	270.4	344.8	27.50
营业税	1.9	3.5	84.96
毛利润	98.1	201.2	105.13
其他营业收入			
分销费用	7.2	8.6	18.83
管理费用	26.1	59.7	128.53
资产减值损失	3.1	2.6	(14.23)
经营利润	61.7	130.3	111.30
财务费用	18.3	28.7	56.34
投资收入	0.0	0.0	(100.00)
其它非经营性收入	9.0	6.4	(29.26)
税前利润	52.4	108.0	106.14
税金	6.8	19.6	186.17
少数股东权益	0.0	(3.7)	NA
净利润	45.6	92.119	92.00
全面摊薄每股收益(元)	0.25	0.48	92.00
盈利能力 (%)			
毛利率	26.5	36.6	
经营利润率	16.6	23.7	
净利率	12.3	16.8	

资料来源：公司数据

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	370	550	892	1,234	1,405
销售成本	(270)	(345)	(471)	(640)	(760)
经营费用	(11)	(33)	(37)	(56)	(62)
息税折旧前利润	89	172	384	538	583
折旧及摊销	(27)	(42)	(70)	(95)	(109)
经营利润(息税前利润)	62	130	314	443	474
净利息收入(费用)	(18)	(29)	(18)	(28)	(34)
其他收益/(损失)	9	6	6	7	6
税前利润	52	108	301	421	447
所得税	(7)	(20)	(60)	(84)	(89)
少数股东权益	0	4	(2)	(29)	(35)
净利润	46	92	239	308	322
核心净利润	46	92	239	308	322
每股收益(人民币)	0.25	0.48	1.153	1.490	1.557
核心每股收益(人民币)	0.25	0.48	1.153	1.490	1.557
每股股息(人民币)	0.000	0.100	0.231	0.298	0.311
收入增长(%)	n.a.	48	62	38	14
息税前利润增长(%)	n.a.	111	141	41	7
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	93	123	40	8
每股收益增长(%)	n.a.	102	159	29	4
核心每股收益增长(%)	n.a.	102	159	29	4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	52	108	301	421	447
折旧与摊销	27	42	70	95	109
净利息费用	19	35	18	28	34
运营资本变动	64	(677)	(464)	(568)	(862)
税金	(7)	(20)	(60)	(84)	(89)
其他经营现金流	(172)	541	720	404	792
经营活动产生的现金流	(16)	29	585	297	430
购买固定资产净值	(201)	(392)	(623)	(360)	(150)
投资减少/增加	(120)	0	0	0	0
其他投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(321)	(391)	(623)	(360)	(150)
净增权益	0	27	0	0	0
净增债务	(11)	122	21	210	(131)
支付股息	0	(19)	(48)	(62)	(64)
其他融资现金流	218	561	1	(10)	(25)
融资活动产生的现金流	207	709	(25)	138	(220)
现金变动	(130)	346	(63)	75	60
期初现金	203	73	420	357	432
公司自由现金流	(337)	(359)	(38)	(62)	280
权益自由现金流	(366)	(266)	(36)	130	134

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	73	420	357	432	492
应收帐款	96	98	250	346	393
库存	146	312	259	352	418
其他流动资产	338	387	353	472	554
流动资产总计	653	1,216	1,219	1,601	1,857
固定资产	438	695	1,238	1,539	1,602
无形资产	101	175	167	158	149
其他长期资产	167	143	158	128	111
长期资产总计	706	1,013	1,563	1,825	1,862
总资产	1,359	2,229	2,781	3,426	3,719
应付帐款	118	118	207	288	342
短期债务	549	330	226	365	203
其他流动负债	50	91	321	381	450
流动负债总计	717	539	754	1,033	995
长期借款	38	152	276	348	378
其他长期负债	5	8	25	42	51
股本	180	207	207	207	207
储备	420	1,273	1,466	1,713	1,971
股东权益	600	1,480	1,673	1,920	2,178
少数股东权益	0	51	53	81	117
总负债及权益	1,359	2,229	2,781	3,426	3,719
每股帐面价值(人民币)	2.90	7.15	8.08	9.28	10.52
每股有形资产(人民币)	2.78	6.30	7.28	8.51	9.80
每股净负债/(现金)(人民币)	2.86	0.30	0.70	1.36	0.43

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	24.0	31.3	43.0	43.6	41.5
息税前利润率	16.7	23.7	35.2	35.9	33.8
税前利润率	14.1	19.7	33.8	34.2	31.8
净利率	12.3	16.8	26.8	25.0	22.9
流动性(倍)					
流动比率	0.9	2.3	1.6	1.5	1.9
利息覆盖率	3.4	4.5	17.1	15.6	13.9
净权益负债率(%)	85.6	4.0	8.5	14.0	3.9
速动比率	0.7	1.7	1.3	1.2	1.4
估值(倍)					
市盈率	181.3	89.7	34.6	26.8	25.6
核心业务市盈率	181.3	89.7	34.6	26.8	25.6
目标价格对应市盈率	204.5	101.1	39.0	30.2	28.9
市净率	13.8	5.6	4.9	4.3	3.8
价格/现金流	(447.0)	285.4	14.1	27.8	19.2
企业价值/息税折旧前利润	86.4	48.6	22.0	16.0	14.5
周转率					
存货周转天数	197.5	242.6	221.2	174.3	184.9
应收帐款周转天数	94.3	64.8	71.1	88.0	96.0
应付帐款周转天数	116.4	78.6	66.7	73.2	81.8
回报率					
股息支付率(%)	0.0	22.5	20.0	20.0	20.0
净资产收益率(%)	7.6	6.2	15.1	17.2	15.7
资产收益率(%)	3.9	4.8	10.0	11.4	10.6
已运用资本收益率(%)	5.2	6.5	14.9	18.0	17.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371