

# 静待澳矿产出

## ——东方锆业（002167）调研快报

2012年6月15日

推荐/维持

东方锆业

调研快报

林阳	有色金属行业首席分析师		执业证书编号: S1480510120003
	linyong@dxzq.net.cn	010-6655 4024	
张方	zhangfang@dxzq.net.cn		执业证书编号: S1480512040003
		010-6655 4023	

### 事件:

近日我对公司进行了实地调研,并对公司业务发展情况和经营重点与相关人员进行了交流。总体看,铭瑞锆业 Mindarie C 矿准备工作进展顺利,预计 10 月份生产, WIM150 项目注入正在进行时。

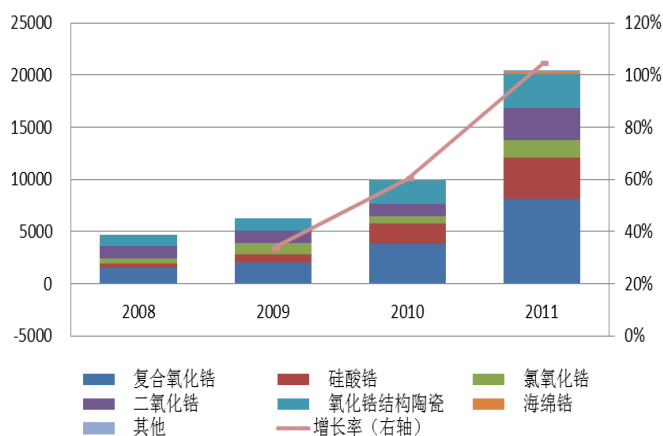
### 观点:

#### 1. 公司是国内锆产业链最完善的企业

公司主营锆系列产品的生产与销售,主要产品包括传统锆制品(二氧化锆、氯化锆、硅酸锆)和新兴锆制品(复合氧化锆和氧化锆结构陶瓷)及海绵锆等,产品主要用于建筑陶瓷、耐火材料、铸造及核电领域。随着今年 10 月份澳大利亚铭瑞锆业(公司持股 65%)拥有的 Mindarie C 矿投产,公司产业链将延伸至上游锆精矿领域。

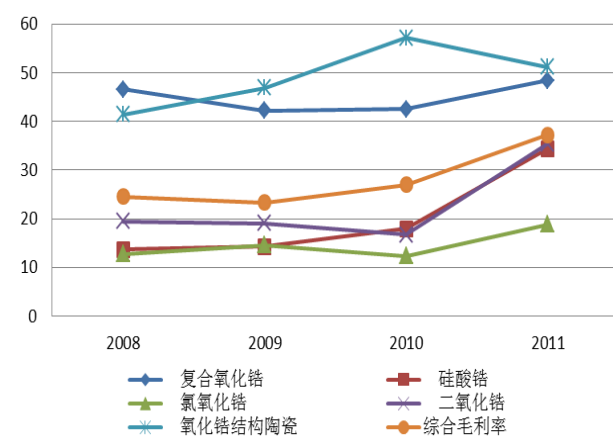
公司 2011 年实现营业收入 5.5 亿元,同比增长 48.4%;实现归属上市公司股东净利润 9212 万元,同比增长 102.2%;实现 EPS 0.24 元。公司 2012 年一季度实现营业收入 1.09 亿元,同比下降 8.05%;实现归属于母公司的净利润 1202 万元,同比下降 40.74%,实现 EPS 0.03 元。公司 2012 年一季度收入和利润同比回落的主要原因是二氧化锆、电熔锆、复合氧化锆等产品的出口受国内出口审批许可影响,出口量下滑;同时毛利率同比下滑 3.63 个百分点(原料价格上涨导致)。

图 1: 公司近年毛利结构及增长率



资料来源: 公司资料, 东兴证券

图 2: 公司主要产品及综合毛利率 (%)



资料来源: 公司资料, 东兴证券

## 2. 产能持续扩张中，氧化锆结构陶瓷和核级海绵锆是未来发展重点

2009年以来公司产能快速扩张，目前传统锆制品方面，氟氧化锆产能15000吨、氧化锆产能10000吨，硅酸锆产能18000吨；新兴锆制品方面，复合氧化锆产能2300吨，氧化锆结构陶瓷500吨、工业级海绵锆450吨，核级海绵锆100吨。按照公司的规划，复合氧化锆、氧化锆结构陶瓷和核级锆是未来的重点，目前在建项目包括20000吨高纯氟氧化锆（预计2012年10月投产）、2700吨复合氧化锆（预计2012年12月试生产）、1000吨核级海绵锆（预计2013年8月投产），氧化锆结构陶瓷产能根据需要再将再扩大。

表 1：公司主要产品产能情况（吨）

产品名称	2010	2011	2012	2013
氟氧化锆	15000	15000	35000	35000
二氧化锆	1000	7000	7000	7000
硅酸锆	18000	18000	18000	18000
电熔氧化锆		3000	3000	3000
复合氧化锆	2300	2300	5000	5000
工业级海绵锆	450	450	450	450
核级海绵锆	150	150	150	1150
结构陶瓷		500	依情况增加	

资料来源：公司资料，东兴证券

## 3. Mindarie C 矿预计 10 月份投产

澳大利亚东锆控股子公司铭瑞锆业（65%）拥有的 Mindarie C 矿体开采于2012年4月获得澳洲政府审批，目前进行采选设备安装和调试工作，预计2012年10月开始运营生产。按照现有产能规模，计划年产出锆精矿（含锆65%以上）2.5万吨、金红石0.52万吨、白钛石0.65万吨、独居石0.1万吨，钛铁矿6.84万吨。公司计划将开采出来的原矿物经初选后，以重矿形式运至国内精选，目前打算先给国内其他厂商选矿，同时公司也在汕头建设4万吨精矿产能，预计2012年底建成，可以满足2013年后的选矿要求。假设2012年铭瑞锆业开采原矿75万吨，重矿加工量2.63万吨，按照40%的净利率测算，可给公司贡献EPS0.1元。

## 4. WIM150 项目注入正在进行时

按照公司与澳大利亚 AZC 签订的协议，公司有条件要求 AZC 在2012年4月30日前将其拥有的 WIM150 项目（核心区域符合 JORC 标准的锆资源已达到约360万吨）注入铭瑞锆业。虽然有所延迟，但前期权属问题已经解决，暂由 AZC 运营，双方正在商讨注入的价格和方式。另外该矿处于前期可研阶段，预计3年内尚不能业绩贡献。

## 结论：

预计公司2012-2014年国内锆制品业务每股收益0.4元、0.71元和0.82元，澳大利亚矿产业务每股收益0.10元、0.42元和0.49元，合计每股收益分别为0.5元、1.15元和1.41元，对应动态PE分别为37倍、16倍和13倍，维持公司“推荐”评级。

## 风险提示：

1) 氧化锆结构陶瓷、核级海绵锆市场开拓不达预期；

2) 澳大利亚矿生产情况不达预期。

**表 2: 公司主要产品销量假设 (吨)**

产品名称	2011	2012E	2013E	2014E
氟氧化锆	4860	1000	6200	3600
二氧化锆	1929	4000	6000	7000
硅酸锆	7285	10000	13000	15000
电熔氧化锆	300	2000	2500	3000
复合氧化锆	1670	1700	3800	4100
工业级海绵锆	72	300	400	400
核级海绵锆	10	30	250	500
结构陶瓷	434	500	600	600

资料来源: 公司资料、东兴证券

**表 3: 澳大利亚矿产开采量假设 (万吨)**

产品名称	2012E	2013E	2014E
原矿开采量	75	300	350
重矿加工量	2.63	10.5	12.25

资料来源: 公司资料、东兴证券

**表 4: 盈利预测及关键指标 (仅考虑国内锆制品业务, 下同)**

百万元	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
主营收入 (百万元)	370.4	549.5	755.4	1,346.0	1,540.0
主营收入增长率	38.31%	48.35%	37.46%	78.19%	14.41%
EBITDA (百万元)	88.97	172.11	215.32	461.99	543.60
EBITDA 增长率	62.68%	93.45%	25.10%	114.56%	17.66%
净利润 (百万元)	45.55	92.12	164.84	293.20	338.64
净利润增长率	51.02%	102.23%	78.94%	77.87%	15.50%
ROE	7.59%	6.23%	10.32%	16.27%	16.61%
EPS (元)	0.13	0.24	0.40	0.71	0.82
P/E	146.6	76.3	46.0	25.9	22.4
P/B	11.0	5.1	4.7	4.2	3.7
EV/EBITDA	42.43	22.44	17.86	8.63	7.29

资料来源: 东兴证券

利润表 (百万元)	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
营业收入	549.53	755.38	37.46%	1,345.99	78.19%	1,539.96	14.41%
营业成本	344.81	461.26	33.77%	825.57	78.98%	928.39	12.45%
营业费用	8.61	12.09	40.38%	21.54	78.19%	24.64	14.41%
管理费用	59.71	67.98	13.87%	121.14	78.19%	138.60	14.41%
财务费用	28.67	22.84	-20.33%	32.58	42.63%	48.73	49.56%
投资收益	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
营业利润	101.61	184.43	81.50%	335.44	81.88%	388.90	15.94%
利润总额	108.01	193.93	79.55%	344.94	77.87%	398.40	15.50%
所得税	19.59	29.09	48.50%	51.74	77.87%	59.76	15.50%
净利润	88.42	164.84	86.42%	293.20	77.87%	338.64	15.50%
归属母公司所有者的净利润	92.12	164.84	78.94%	293.20	77.87%	338.64	15.50%
NOPLAT	106.66	176.18	65.19%	312.82	77.56%	371.99	18.91%
资产负债表 (百万元)	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
货币资金	419.66	397.33	-5.32%	555.80	39.88%	882.59	58.80%
交易性金融资产	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	97.62	155.21	58.99%	276.57	78.19%	316.43	14.41%
预付款项	346.55	461.86	33.28%	668.26	44.69%	900.35	34.73%
存货	312.00	252.74	-18.99%	452.37	78.98%	508.71	12.45%
流动资产合计	1,215.96	1,318.31	8.42%	2,044.14	55.06%	2,712.35	32.69%
非流动资产	1,012.88	1,064.47	5.09%	1,000.51	-6.01%	914.54	-8.59%
资产总计	2,228.83	2,382.78	6.91%	3,044.64	27.78%	3,626.89	19.12%
短期借款	330.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应付帐款	118.39	189.56	60.11%	339.27	78.98%	381.53	12.45%
预收款项	12.32	12.32	0.00%	12.32	0.00%	12.32	0.00%
流动负债合计	538.96	273.88	-49.18%	424.59	55.03%	467.85	10.19%
非流动负债	159.71	461.32	188.84%	767.22	66.31%	1,069.16	39.35%
少数股东权益	50.59	50.59	0.00%	50.59	0.00%	50.59	0.00%
母公司股东权益	1,479.57	1,597.00	7.94%	1,802.24	12.85%	2,039.29	13.15%
净营运资本	677.00	1,044.43	54.27%	1,619.54	55.06%	2,244.50	38.59%
投入资本 IC	1,600.11	1,701.86	6.36%	2,048.64	20.38%	2,258.90	10.26%
现金流量表 (百万元)	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
净利润	88.42	164.84	86.42%	293.20	77.87%	338.64	15.50%
折旧摊销	41.83	0.00	N/A	93.97	N/A	105.97	12.77%
净营运资金增加	741.45	367.43	-50.44%	575.11	56.52%	624.96	8.67%
经营活动产生现金流	28.94	141.62	389.39%	6.10	-95.69%	198.17	3149.47%
投资活动产生现金流	(391.35)	(56.87)	N/A	(33.00)	N/A	(23.00)	N/A

融资活动产生现金流	726.34	(107.08)	N/A	185.37	N/A	151.62	-18.21%
现金净增(减)	363.93	(22.33)	N/A	158.46	N/A	326.79	106.22%

东兴证券

## 分析师简介

---

### 林阳

中国社科院金融专业硕士，有色金属行业首席分析师，研究所投资品组负责人，2011年“天眼”最佳分析师“金属与采矿”行业第二名。

## 分析师简介

---

### 张方

东北财经大学经济学硕士，有色金属行业高级分析师。

## 分析师承诺

---

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。