

打开高毛利加工领域的大门

——东方锆业（002167）调研报告

2010年3月18日

长期推荐/首次

东方锆业

调研报告

报告摘要:

锆产业：深加工比资源更有想象空间。 锆产业链的上游锆英砂储量充裕，分布较为广泛，近年来价格很稳定，对锆中下游企业的成本压力并不大，相对来讲，毛利率更高的是下游深加工领域，因此，在锆产业链上，深加工比资源更有想象空间。

未来两年产能快速增长。 随着公司 IPO 和非定向增发募集资金项目逐步完成，公司在 2010、2011 年产能快速扩大。其中 1.5 万吨硅酸锆项目中，5000 吨产能已经在 2009 年建成，其余 10000 吨产能预计 2010 年 7 月达产，因此 2010 年公司硅酸锆产能可达到 13000 吨，到 2011 年公司全部产能释放将达到 18000 吨。6000 吨二氧化锆项目，预计在 2 到 3 季度建成，预计全年新增产能 3500 吨，2011 年产能全部释放将达到 7000 吨。

产品价格和毛利率将保持稳定。 由于锆行业总量较小，上下游供需较为均衡，因此价格和毛利率的波动相对较小，从历史价格走势来看，除了 2005 年价格涨幅较大以外，其他年份价格波动均在 10 个点以内。由于行业技术相对成熟，且售价变化不大，所以各产品的毛利率也保持了相对稳定的状态

业绩预测、估值及评级。 公司 2010、2011、2012 年 EPS 分别为：0.29、0.47、0.60 元，对应 PE 分别为：69、43、33 倍。短期来看，公司市盈率偏高，但从长期来看，公司业绩增速较快，2011 年 PE 水平基本合理，因此建议投资者关注公司股价调整之后的投资机会，给予短期“中性”，长期“推荐”的评级。

财务指标预测

| | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
|-------------|--------|---------|--------|--------|
| 主营收入（百万元） | 267.82 | 489.29 | 646.66 | 779.34 |
| 主营收入增长率 | 40.66% | 82.70% | 32.16% | 20.52% |
| EBITDA（百万元） | 54.69 | 136.11 | 192.66 | 216.31 |
| EBITDA 增长率 | 37.51% | 148.86% | 41.55% | 12.27% |
| 净利润（百万元） | 30.16 | 52.18 | 83.92 | 108.48 |
| 净利润增长率 | 19.07% | 73.00% | 60.82% | 29.26% |
| ROE | 5.48% | 7.60% | 11.01% | 12.61% |
| EPS（元） | 0.370 | 0.290 | 0.467 | 0.604 |
| P/E | 54.11 | 68.95 | 42.87 | 33.17 |
| P/B | 3.27 | 5.24 | 4.72 | 4.18 |

林阳

有色金属行业分析师

010-6650 7321

linyong@dxzq.net.cn

咨询证书编号：S1480208070051

资产负债表数据

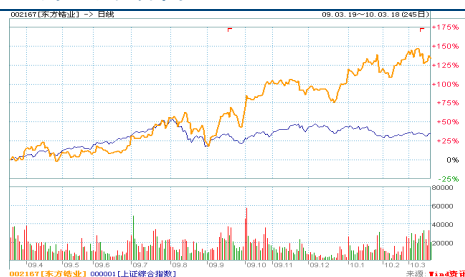
(3.18)

| | |
|-----------|--------|
| 总资产（百万元） | 956.44 |
| 股东权益（百万元） | 179.79 |
| 每股净产值（元） | 3.82 |
| 市净率（X） | 5.24 |
| 负债率（%） | 34.65 |

交易数据

| | |
|-------------|-------------|
| 52 周股价区间（元） | 13.89 |
| 总市值（万元） | 35.98 |
| 流通市值（万元） | 14.05 |
| 总股本/流通 A 股 | 1.79/0.7022 |
| 流通 B 股/H 股 | |
| 52 周日均换手率 | 921% |

52 周股价走势图



资料来源：wind

相关研究报告

目 录

| | |
|--------------------------------|---|
| 1. 锆产业：深加工比资源更有想象空间 | 3 |
| 1.1 锆产业链不断延伸 | 3 |
| 1.2 上游资源并不紧张 | 3 |
| 1.3 锆产品应用逐步扩大 | 4 |
| 2. 公司巩固上游产能，加强高毛利率下游应用拓展 | 5 |
| 2.1 加大氯化锆产能，满足下游快速增长需求 | 5 |
| 2.2 公司产能未来两年快速增长 | 6 |
| 2.3 产品价格和毛利率将保持稳定 | 7 |
| 3. 业绩预测及估值 | 8 |
| 4. 风险提示 | 8 |

表格目录

| | |
|-------------------------------------|---|
| 表 1: 主要产品用途列表 | 5 |
| 表 2: 公司产能变化趋势表 (单位: 万吨) | 6 |
| 表 3: 公司产品价格趋势表 (不含税, 单位: 元/吨) | 7 |
| 表 4: 公司收入及毛利预测表 | 8 |

插图目录

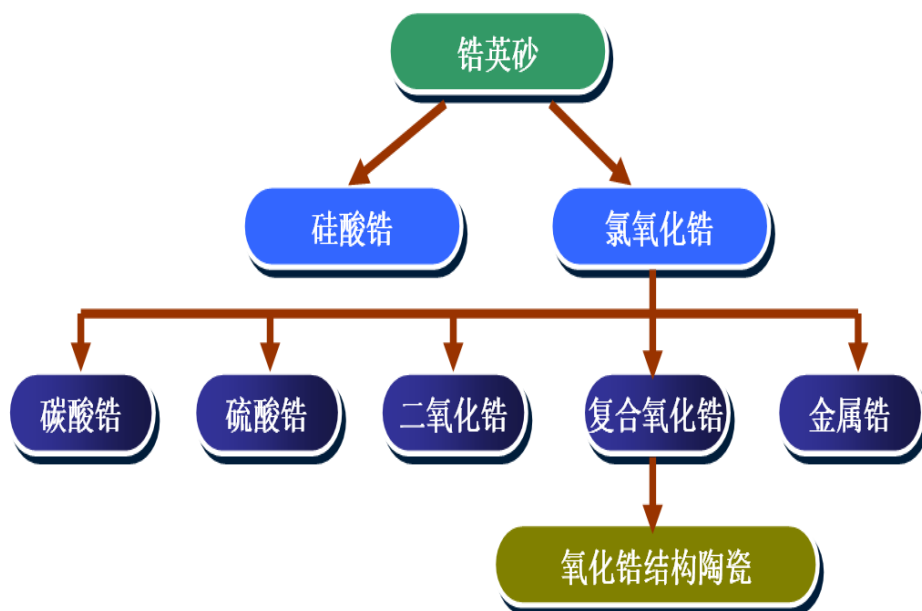
| | |
|---------------------------|---|
| 图 1: 锆产业链结构图 | 3 |
| 图 2: 全球锆英砂储量分布 | 4 |
| 图 3: 锆英砂价格趋势图 | 4 |
| 图 4: 锆的应用结构图 | 4 |
| 图 5: 公司锆产业链及上下游用量比例 | 6 |
| 图 6: 公司各产品毛利率趋势图 | 7 |

1. 锆产业：深加工比资源更有想象空间

1.1 锆产业链不断延伸

锆产业链上游是锆英砂，中间产品是硅酸锆和氯化锆，下游产品较多，主要是碳酸锆、硫酸锆、二氧化锆、复合氧化锆和金属锆，近年来，在复合氧化锆基础上，拓展了氧化锆结构陶瓷的应用。从产业链来看，下游不断拓展的应用领域将是行业未来发展的主要方向。

图 1：锆产业链结构图

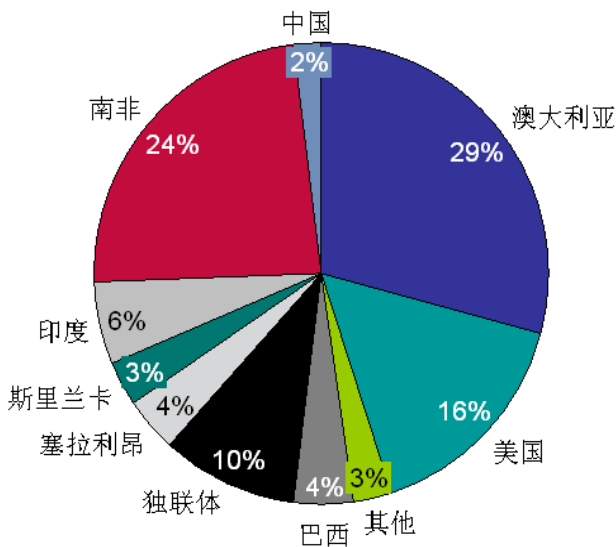


资料来源：东兴证券

1.2 上游资源并不紧张

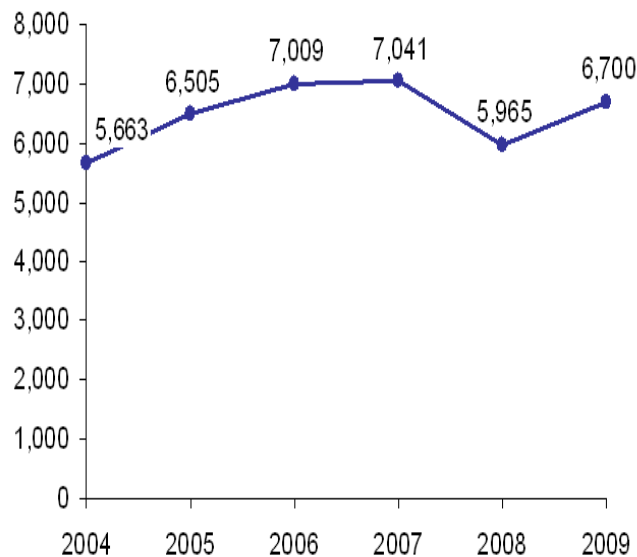
锆在地壳中的含量十分丰富，比一般的有色金属如铅、镍、锌还要多，在自然界中一般与铪同时存在。锆之所以被称为“稀有金属”，是因为锆的制取工艺较为复杂，不易被经济地提取。迄今为止发现的含锆矿物有 30 多种，但主要以锆英砂的形式存在，其中又以砂矿床最具工业价值。我国的锆资源储量居世界第九位，主要分布在广东、海南、广西等东南沿海省份及西南的四川、云南。从价格来看，大部分时间价格都在 6000-7000 之间波动，即使在资源价格最高的 2007 年，锆英砂的价格也保持在 7000 附近，而经济环境最差的 2008 年，锆英砂的价格也只回落到 6000 附近，究其原因，一方面锆英砂的供给比较充裕，澳大利亚、南非以及南亚等地的锆英砂供给较多，另一方面，锆英砂的需求量本身也不大，因此最差的状况就是供给方减少供给以保持价格稳定，从这个意义来说，即使中国锆英砂储量并非很大，但对国内锆产业来说，上游资源并不紧张。

图 2：全球锆英砂储量分布



资料来源:东兴证券

图 3：锆英砂价格趋势图(单位：元/吨)

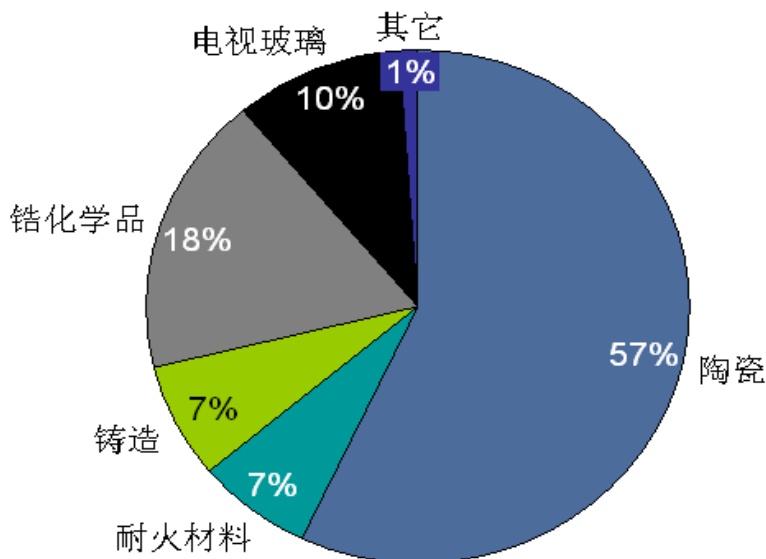


资料来源:东兴证券

1.3 锆产品应用逐步扩大

锆及其制品广泛地应用于电子、陶瓷、玻璃、石化、建材、医药、纺织、航空、核能、机械以及日用品等行业，其中，陶瓷领域是主要需求领域。目前我国大部分生产企业均为中小企业，在民用领域主要应用在日用陶瓷领域，在耐火材料、铸造以及化学用品领域的增长份额正在不断扩大。

图 4：锆的应用结构图



资料来源:公司公告

从具体产品用途来看，越到下游产品，其应用领域技术含量越高，市场潜力越大。尤其是复合氧化锆和氧化锆结构陶瓷的应用存在广阔空间。

表 1：主要产品用途列表

| 产品名称 | 用途 |
|---------|--|
| 氟氧化锆 | 是制造其他锆制品的主要原材料，可用于纺织、皮革、橡胶添加剂、金属表面处理剂、涂料干燥剂、耐火材料、陶瓷、催化剂、防火剂等产品 |
| 二氧化锆 | 适用于制造精密陶瓷、电子陶瓷、光学透镜、玻璃添加剂、电溶锆砖、陶瓷颜料、瓷釉、人造宝石、耐火材料、研磨抛光等产品 |
| 硅酸锆 | 是一种优质、廉价的陶瓷釉料乳浊剂，主要用于建筑陶瓷、卫生陶瓷、日用陶瓷及电瓷的釉料生产，在精密铸造、高级耐火材料、乳化玻璃等行业也被广泛使用 |
| 复合氧化锆 | (1) 适用于制造各类特种陶瓷、高级耐火材料、光通讯器件、氧传感器、固体氧燃料电池等产品 (2) 该产品又称稳定性氧化锆，科技含量高，是生产氧化锆结构陶瓷的核心原料 |
| 氧化锆结构陶瓷 | 包括氧化锆磨介和氧化锆结构件两类产品，氧化锆结构件主要包括氧化锆特种陶瓷阀门、光纤连接器、陶瓷刀具、手表配件、陶瓷推剪片、纺织瓷等，广泛应用于电子、石油化工、医药、机械、军工等行业 |

资料来源：公司公告

而锆应用的最高技术含量产品为核能用锆，目前国内只有个别军工企业有小批量生产，大部分核电项目用锆仍需进口，未来如果国内公司能够在此方面有所突破，则相比几万一吨的民用锆制品，以几百万一吨计价的核能锆领域的利润空间是十分可观。

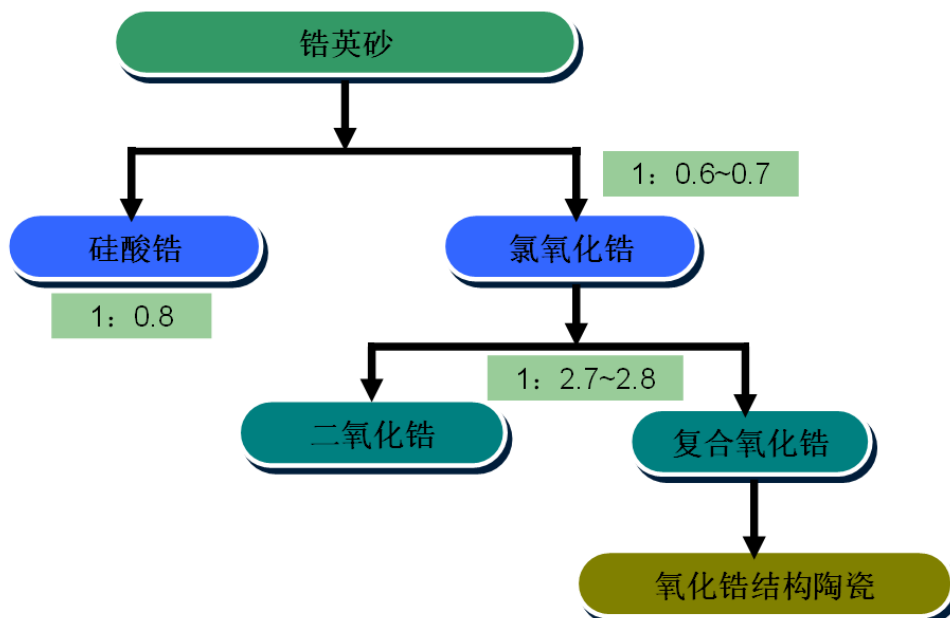
2. 公司巩固上游产能，加强高毛利率下游应用拓展

2.1 加大氟氧化锆产能，满足下游快速增长需求

公司是国内最完整的锆产业链综合生产商，从上游的氟氧化锆、硅酸锆到下游的二氧化锆、复合氧化锆以及更下游的氧化锆结构陶瓷。

2010 年公司二氧化锆和复合氧化锆产能达到 6800 吨，以 1 吨生产需要 2.75 吨氟氧化锆计算，需要氟氧化锆 18700 吨，以 2011 年二氧化锆和复合氧化锆产能 9300 吨计算，需要使用氟氧化锆 23250 吨，基本与公司 25000 吨的氟氧化锆差能匹配，因此，公司前瞻性地扩大氟氧化锆产能，有力地保证了公司后续深加工项目的顺利进行。

图 5：公司锆产业链及上下游用量比例



资料来源:东兴证券

2009 年公司利用非定向增发资金，投资了 1.5 万吨超微细硅酸锆和 6000 吨高纯度二氧化锆两个项目，2010 年将是这些产能充分释放的一年，公司整体产能将快速扩大。而 IPO 募集资金投资的 2300 吨复合氧化锆项目在 2009 年基本完成，标志着公司进入了全新的高毛利率深加工领域，开辟了新的加工领域。

2.2 公司产能未来两年快速增长

公司 2010 年产能增长主要体现在硅酸锆和二氧化锆两个非定向增发募投项目上。1.5 万吨硅酸锆项目中，5000 吨产能已经在 2009 年建成，其余 10000 吨产能预计 2010 年 7 月达产，因此 2010 年公司硅酸锆产能可达到 13000 吨，到 2011 年公司全部产能释放，硅酸锆产能将达到 18000 吨。6000 吨二氧化锆项目，预计在 2 到 3 季度建成，预计全年新增产能 3500 吨，2011 年产能全部释放将达到 7000 吨。

另外，公司自筹资金投建的电熔锆项目 2010 年也将达产，预计产能将达到 3000 吨左右。

表 2：公司产能变化趋势表（单位：吨）

| | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 硅酸锆 | 2,000 | 3,000 | 3,000 | 3,000 | 3,000 | 8,000 | 13,000 | 18,000 |
| 氯化锆 | 5,000 | 5,000 | 5,000 | 5,000 | 5,000 | 25,000 | 25,000 | 25,000 |
| 二氧化锆 | 700 | 1,000 | 1,000 | 1,000 | 1,000 | 1,000 | 4,500 | 7,000 |
| 电熔锆 | | | | | | | 3,000 | 3,000 |
| 复合氧化锆 | 100 | 100 | 270 | 600 | 600 | 2,300 | 2,300 | 2,300 |

资料来源:东兴证券

2.3 产品价格和毛利率将保持稳定

由于锆行业总量较小，上下游供需较为均衡，因此价格和毛利率的波动相对较小，从历史价格走势来看，除了 2005 年价格涨幅较大以外，其他年份价格波动均在 10 个点以内。2009 年相比 2004 年，除了复合氧化锆由于初始阶段量很小价格定价很高的原因以外，其他产品价格均有小幅上涨，6 年以来产品价格保持很稳定状态。

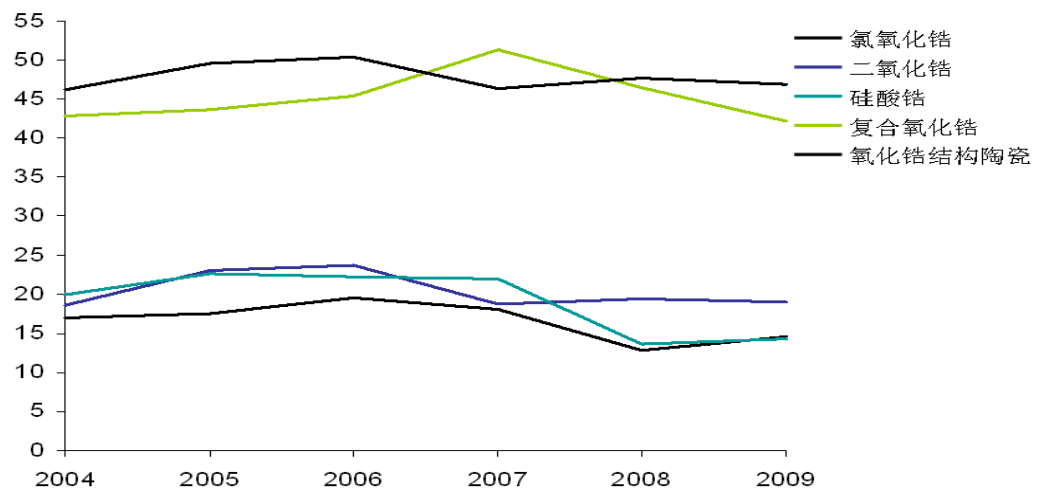
表 3: 公司产品价格趋势表 (不含税, 单位: 元/吨)

| | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 |
|-------|--------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 氯氧化锆 | 9,980 | 11,659 | 11,841 | 11,719 | 10,768 | 10,128 |
| 同比% | | 16.82% | 1.56% | -1.03% | -8.12% | -5.94% |
| 二氧化锆 | 29,784 | 35,103 | 35,451 | 34,738 | 35,397 | 36,158 |
| 同比% | | 17.86% | 0.99% | -2.01% | 1.90% | 2.15% |
| 硅酸锆 | 8,529 | 10,113 | 10,300 | 9,825 | 9,245 | 8,746 |
| 同比% | | 18.57% | 1.85% | -4.61% | -5.90% | -5.40% |
| 复合氧化锆 | 87,512 | 100,006 | 102,744 | 97,946 | 88,856 | 81,405 |
| 同比% | | 14.28% | 2.74% | -4.67% | -9.28% | -8.39% |

资料来源: 东兴证券

由于行业技术相对成熟，且售价变化不大，所以各产品的毛利率也保持了相对稳定的状态，在 2008 年随着金融危机影响，毛利率有所下滑，2009 年有恢复性回升，未来随着公司产能稳定释放，规模效应和下游需求的持续旺盛，使得毛利率稳定应该能够实现。

图 6: 公司各产品毛利率趋势图



资料来源: 东兴证券

3. 业绩预测及估值

由于氧化锆结构陶瓷定价比较复杂，有部分已磨介的形式出售，是按照重量计价，还有一部分是以件的形式出售，大多数为下游加工企业订单，因此很难用重量来衡量氧化锆结构陶瓷的产能，我们将氧化锆结构陶瓷的产能包含在符合氧化锆产能之中，原因是氧化锆陶瓷的上游是复合氧化锆，原材料完全是自给自足，而两者的毛利率也差别不大，因此可以在考量的时候合并考察。

对公司销量和售价预测：

由于2011年公司前期募集资金项目基本建设完成，2012年以后，公司可能会考虑新的扩产计划，我们暂时不考虑新的扩产计划，以现有产能估算业绩。

随着下游二氧化锆和复合氧化锆等产品销售增长，氟氧化锆更多将用于下游产品的原料，对外销售将大幅减少。

我们假定未来3年销售价格保持稳定，毛利率也保持稳定水平。由于产品结构调整，高毛利率产品比例的提升，公司综合毛利率未来有明显提升。

表4：公司收入及毛利预测表

| | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E | 价格预测（万元，不含税） | 毛利率预测 | |
|-------------|----------|-----------|-----------|-----------|--------------|-------|-----|
| 销量预测 (吨) | 硅酸锆 | 6500 | 10000 | 15000 | 18000 | 0.9 | 15% |
| | 氟氧化锆 | 7400 | 7500 | 5000 | 4000 | 1 | 14% |
| | 二氧化锆 | 1780 | 3500 | 5000 | 6500 | 3.6 | 19% |
| | 电熔锆 | 0 | 1500 | 2500 | 3000 | 2 | 20% |
| | 复合氧化锆 | 560 | 1200 | 1700 | 2100 | 8.1 | 44% |
| 收入合计（万元） | 28306.98 | 48929.4 | 64665.9 | 77933.7 | | | |
| 毛利（万元） | 6238.68 | 11,314.84 | 15,448.45 | 18,860.87 | | | |
| 综合毛利率 | 21.19% | 23.12% | 23.89% | 24.20% | | | |

资料来源：东兴证券

假设销售费用和管理费用保持稳定。

测算公司2010、2011、2012年EPS分别为：0.29、0.47、0.60元，对应PE分别为：69、43、33倍。短期来看，公司市盈率偏高，但从长期来看，公司业绩增速较快，2011年PE水平基本合理，因此建议投资者关注公司股价调整之后的投资机会，给予短期“中性”，长期“推荐”的评级。

4. 风险提示

公司主要风险为下游深加工开拓效果能否达到预期的风险，公司复合氧化锆和氧化锆结构陶瓷均为高毛利率产品，需要不断拓展新的业务领域，存在一定不确定性。

| 利润表 (百万元) | 2009A | 2010E | 增长率% | 2011E | 增长率% | 2012E | 增长率% |
|--------------|----------|----------|---------|----------|---------|----------|---------|
| 营业收入 | 267.82 | 489.29 | 82.70% | 646.66 | 32.16% | 779.34 | 20.52% |
| 营业成本 | 205.43 | 376.17 | 83.11% | 492.17 | 30.84% | 590.73 | 20.02% |
| 营业费用 | 5.57 | 10.28 | 84.50% | 13.58 | 32.16% | 16.37 | 20.52% |
| 管理费用 | 14.46 | 26.91 | 86.09% | 35.57 | 32.16% | 42.86 | 20.52% |
| 财务费用 | 7.74 | 15.25 | 97.18% | 8.11 | -46.80% | 3.85 | -52.52% |
| 投资收益 | 0.00 | 0.08 | N/A | 0.08 | 0.00% | 0.08 | 0.00% |
| 营业利润 | 32.48 | 59.30 | 82.55% | 95.36 | 60.82% | 123.27 | 29.26% |
| 利润总额 | 34.53 | 59.30 | 71.72% | 95.36 | 60.82% | 123.27 | 29.26% |
| 所得税 | 4.37 | 7.12 | 62.86% | 11.44 | 60.82% | 14.79 | 29.26% |
| 净利润 | 30.16 | 52.18 | 73.00% | 83.92 | 60.82% | 108.48 | 29.26% |
| 归属母公司所有者的净利润 | 30.16 | 52.18 | 73.00% | 83.92 | 60.82% | 108.48 | 29.26% |
| NOPLAT | 35.13 | 65.60 | 86.75% | 91.06 | 38.80% | 111.87 | 22.85% |
| 资产负债表 (百万元) | 2009A | 2010E | 增长率% | 2011E | 增长率% | 2012E | 增长率% |
| 货币资金 | 274.14 | 53.82 | -80.37% | 71.13 | 32.16% | 130.67 | 83.70% |
| 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 | 78.21 | 67.03 | -14.30% | 88.58 | 32.16% | 106.76 | 20.52% |
| 预付款项 | 129.60 | 167.21 | 29.03% | 216.43 | 29.43% | 275.50 | 27.29% |
| 存货 | 91.13 | 164.90 | 80.94% | 215.75 | 30.84% | 258.95 | 20.02% |
| 流动资产合计 | 577.01 | 460.48 | -20.20% | 601.83 | 30.70% | 783.86 | 30.25% |
| 非流动资产 | 452.39 | 495.96 | 9.63% | 406.78 | -17.98% | 317.59 | -21.92% |
| 资产总计 | 1,029.40 | 956.44 | -7.09% | 1,008.61 | 5.45% | 1,101.46 | 9.21% |
| 短期借款 | 323.00 | 129.25 | -59.98% | 51.23 | -60.37% | 0.00 | N/A |
| 应付帐款 | 85.63 | 154.59 | 80.52% | 202.26 | 30.84% | 242.77 | 20.02% |
| 预收款项 | 1.95 | 1.95 | 0.00% | 1.95 | 0.00% | 1.95 | 0.00% |
| 流动负债合计 | 427.71 | 312.75 | -26.88% | 289.39 | -7.47% | 284.61 | -1.65% |
| 非流动负债 | 51.55 | 51.55 | 0.00% | 51.55 | 0.00% | 51.55 | 0.00% |
| 少数股东权益 | 0.00 | 0.00 | N/A | 0.00 | N/A | 0.00 | N/A |
| 母公司股东权益 | 550.13 | 686.95 | 24.87% | 762.48 | 10.99% | 860.11 | 12.80% |
| 净营运资本 | 149.29 | 147.73 | -1.05% | 312.44 | 111.50% | 499.25 | 59.79% |
| 投入资本IC | 647.29 | 809.88 | 25.12% | 790.08 | -2.45% | 776.94 | -1.66% |
| 现金流量表 (百万元) | 2009A | 2010E | 增长率% | 2011E | 增长率% | 2012E | 增长率% |
| 净利润 | 30.16 | 52.18 | 73.00% | 83.92 | 60.82% | 108.48 | 29.26% |
| 折旧摊销 | 14.47 | 0.00 | N/A | 89.18 | N/A | 89.18 | 0.00% |
| 净营运资金增加 | 133.23 | (1.57) | N/A | 164.71 | N/A | 186.81 | 13.42% |
| 经营活动产生现金流 | 22.52 | 104.76 | 365.16% | 111.76 | 6.68% | 125.39 | 12.19% |
| 投资活动产生现金流 | (344.32) | (199.92) | N/A | 0.08 | N/A | 0.08 | 0.00% |
| 融资活动产生现金流 | 510.32 | (125.16) | N/A | (94.53) | N/A | (65.93) | N/A |
| 现金净增(减) | 188.52 | (220.31) | N/A | 17.31 | N/A | 59.54 | 243.96% |

分析师简介

林阳

中国社科院金融专业硕士，有色金属行业分析师，研究所基础工业组负责人，12年证券工作经验。

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，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。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，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，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。如引用发布，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。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级：

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。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。