

进军核级锆市场 或开启高增神话

——东方锆业（002167）点评报告

2009年6月21日

强烈推荐/调升

东方锆业

事件点评

林 阳	有色金属行业分析师
010-6650 7321	执业证书编号：S1480208070051

事件：

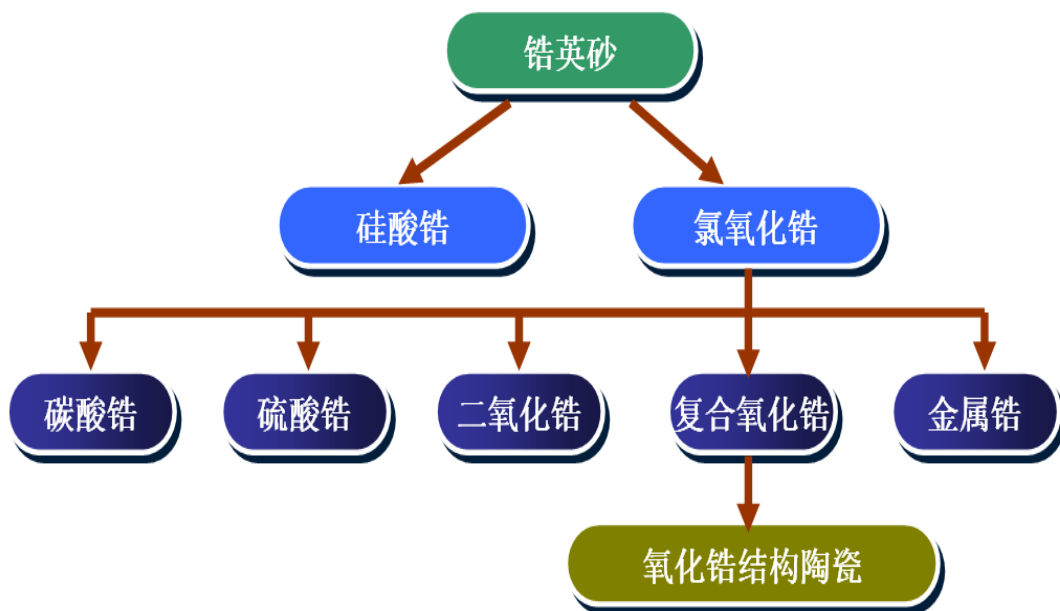
公司以不低于 15.95 元/股的价格非公开发行不超过 6,000 万股股票，募集资金总额不超过 82,000 万元，扣除发行费用后：1) 52,000 万元用于新建年产 1,000 吨核级海绵锆生产项目；2) 30,000 万元用于新建年产 20,000 吨高纯氯化锆生产项目。

观点：

1. 公司进军产业链最高端，借助外力实现重大突破

此次公告进军核级锆，标志着公司进入锆产业链最高端的环节。从锆的产业链来看，公司已经拥有从上游锆英砂开始到下游各品种的全产业链业务，核级锆是产业链中技术含量最高，生产难度最大的领域，核级锆的介入标志着公司未来将成为具有全球竞争力的锆综合生产商。

图 1：锆产业链结构图



资料来源：东兴证券

由于核能锆的技术难度大，目前来看，依靠公司自身力量实现突破的可能性较小，很可能采取技术消化吸收的方式。此前国核宝钛生产核能锆，主要技术来自美国西屋集团，当初国核集团引进了第三代核电模式美国西屋集团 AP1000，其前提就是技术的全面转让，国核宝钛正是基于此协议引进技术的体现。而中广核第三

代核电技术主要引进了法国阿海珐的 EPR1000，其前提也是要求法方全面转让核电技术，因此，我们有理由相信，东方锆业最终技术也可能来自法国技术的引进，中广核与东方锆业以战略合作的方式生产核级锆。

2. 核级锆市场容量远超市场想象

最新的《核电中长期发展规划》要求，到 2020 年中国将争取将核电运行装机容量从目前的 906.8 将大幅上升到 7,000 万千瓦。建设 100 万千瓦需要 45 吨锆材，并且锆材作为耗材，每年需要更新三分之一，也就是说，每年新建核电项目和存量核电运转都存在锆材需求，未来 10 年 6100 万千瓦的核电建设就需要锆材 2700 多吨锆材，我们按照每年核电新建装机容量基本一致的假设计算，未来 10 年锆材需求总量在 8000 吨以上。

表 1 中国核电锆材需求测算表

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	合计
核电装机容量 (万千瓦)	900	1500	2100	2700	3300	3900	4500	5100	5700	6300	7000	
新建装机容量 (万千瓦)		600	600	600	600	600	600	600	600	600	700	6100
新建需要锆 材(吨)		270	270	270	270	270	270	270	270	270	315	2745
日常耗材需要 锆材(吨)		135	225	315	405	495	585	675	765	855	945	5400
锆材总需求量 (吨)		405	495	585	675	765	855	945	1035	1155	1215	8145

资料来源：东兴证券

全球核级锆产能目前大约在 5000 吨左右，只有美国、俄罗斯和法国的 4 家公司能够生产，国外公司产能十分饱满。从国内产能和需求来看，目前国核宝钛的产能为 100 吨，未来国核宝钛预期达产的规模在 1000 吨，加上公司此次公告投产的 1000 吨产能，随着两家公司未来产能的不断释放，将逐步替代进口份额。以目前 270-280 万/吨的价格计算，未来市场容量接近 200 亿。且两家公司技术路线不同，相互竞争关系并不明显，公司将对接中广核项目所用锆材需求。

3. 核级锆产能释放将带来业绩大增

预计核能锆建设周期在 1 年半到 2 年左右，公司定向增发如果能够在四季度完成，则项目最早在 2012 年下半年产生效益。2 万吨氯化锆建设周期 1 年左右，预计 2012 年建成，会增加一部分对外销售，但大部分应在内部消化。

表 2：公司产能变化趋势表（单位：吨）

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
硅酸锆	2,000	3,000	3,000	3,000	3,000	8,000	13,000	18,000	18000	18000	18000
氟氧化锆	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	25,000	25,000	25,000	45000	45000	45000
二氧化锆	700	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	4,500	7,000	7000	7000	7000
电熔锆							3,000	3,000	3000	3000	3000
复合氧化锆	100	100	270	600	600	2,300	2,300	2,300	2300	2300	2300
核级锆									100	200	500

资料来源：东兴证券

由于尚不清楚核级海绵锆毛利率究竟能够达到多少，我们以 60%保守估计预测。

表 3：公司收入及毛利预测表

	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	价格预测 (万元)	毛利率预测
销量预测 (吨)							
硅酸锆	10000	18000	15000	15000	15000	0.9	15%
氟氧化锆	7500	4000	5000	8000	10000	1	14%
二氧化锆	3500	6500	5000	5000	5000	3.6	19%
电熔锆	1500	3000	2500	2500	2500	2	20%
复合氧化锆	1200	2100	1700	1700	1700	8.1	44%
核级锆			100	200	300	250	60%
收入合计（万元）	48929.4	64665.9	102933.7	130933.7	157933.7		
毛利（万元）	11,314.84	15,448.45	33,860.87	49280.87	64560.87		
综合毛利率	23.12%	23.89%	32.89%	37.64%	40.88%		

资料来源：东兴证券

假设公司在四季度以 16 元价格增发 5000 万股计算，业绩预测 2010、2011、2012、2013、2014 年 EPS 分别为 0.29、0.36、0.97、1.49、2.01 元，2012 年核级锆开始释放业绩后，公司估值迅速降低。鉴于公司未来存在较高增长的可能，调升公司评级为“强烈推荐”。

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	489.33	82.71%	646.70	32.16%	1,029.07	59.13%
营业成本	205.43	376.17	83.11%	492.21	30.85%	690.61	40.31%
营业费用	5.57	10.28	84.51%	13.58	32.16%	21.61	59.13%
管理费用	14.46	26.91	86.11%	35.57	32.16%	56.60	59.13%
财务费用	7.74	16.03	107.19%	8.94	-44.22%	3.75	-58.10%
投资收益	0.00	0.08	N/A	0.08	0.00%	0.08	0.00%
营业利润	32.48	58.55	80.26%	94.55	61.47%	253.50	168.12%
利润总额	34.53	58.55	69.56%	94.55	61.47%	253.50	168.12%
所得税	4.37	7.03	60.81%	11.35	61.47%	30.42	168.12%
净利润	30.16	51.53	70.83%	83.20	61.47%	223.08	168.12%
归属母公司所有者的净利润	30.16	51.53	70.83%	83.20	61.47%	223.08	168.12%
NOPLAT	35.13	65.63	86.82%	91.07	38.76%	226.38	148.58%
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	53.83	-80.37%	71.14	32.16%	162.17	127.97%
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%	88.59	32.16%	140.97	59.13%
预付款项	129.60	167.21	29.03%	216.43	29.44%	285.50	31.91%
存货	91.13	164.90	80.94%	215.76	30.85%	302.73	40.31%
流动资产合计	577.01	460.49	-20.19%	601.86	30.70%	907.18	50.73%
非流动资产	452.39	220.33	-51.30%	156.37	-29.03%	92.40	-40.91%
资产总计	1,029.40	680.82	-33.86%	758.23	11.37%	999.58	31.83%
短期借款	323.00	155.07	-51.99%	52.91	-65.88%	0.00	N/A
应付帐款	85.63	154.59	80.53%	202.28	30.85%	283.81	40.31%
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	338.57	-20.84%	291.10	-14.02%	331.68	13.94%
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	686.36	24.76%	811.24	18.19%	1,012.02	24.75%
净营运资本	149.29	121.92	-18.34%	310.77	154.90%	575.51	85.19%
投入资本IC	647.29	835.10	29.02%	840.52	0.65%	897.35	6.76%
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	51.53	70.83%	83.20	61.47%	223.08	168.12%
折旧摊销	14.47	0.00	N/A	63.97	N/A	63.97	0.00%
净营运资金增加	133.23	(27.38)	N/A	188.85	N/A	264.74	40.19%
经营活动产生现金流	22.52	79.66	253.70%	86.64	8.77%	169.92	96.11%
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	(100.05)	N/A	(69.41)	N/A	(78.97)	N/A
现金净增（减）	188.52	(220.31)	N/A	17.31	N/A	91.03	425.86%

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，投资品小组负责人，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。