



## 产品结构优化 毛利率持续提高

——东方锆业（002167）中期财报点评

2010年7月12日

强烈推荐/维持

东方锆业

财报点评

**林阳** 有色金属行业分析师

010-6650 7321 执业证书编号: S1480208070051

### 事件:

公司日前公布了2010年半年度财务报告,显示公司2010年1-6月份,公司实现营业收入1,432万元,较上年同期增长42.76%;实现营业利润2,328万元,同比增长73.25%;实现净利润2,061万元,同比增长80.69%,上半年实现每股收益0.11元。

### 公司分季度财务指标

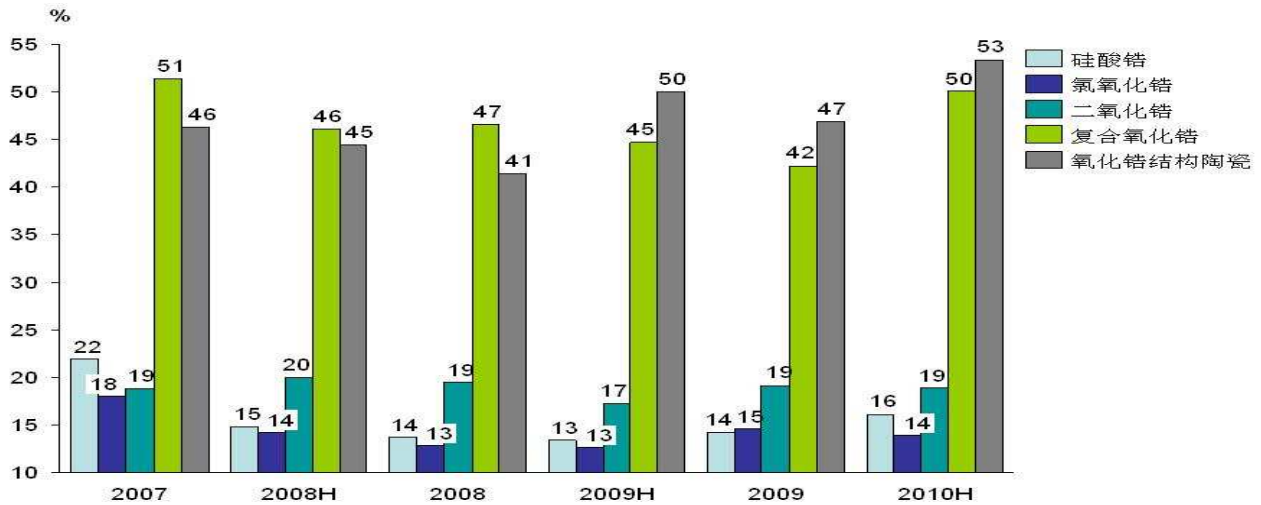
指标	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2
营业收入(百万元)	55.71	44.39	55.97	76.68	90.78	60.06	83.21
增长率(%)	54.07%	24.78%	21.74%	44.28%	62.95%	35.33%	48.66%
毛利率(%)	20.77%	23.83%	25.80%	23.03%	21.71%	26.88%	30.83%
期间费用率(%)	12.42%	13.63%	9.67%	9.45%	9.97%	17.79%	9.58%
营业利润率(%)	7.00%	9.77%	16.26%	13.14%	9.88%	9.24%	21.31%
净利润(百万元)	6.46	3.88	7.52	8.79	9.97	5.23	15.38
增长率(%)	71.56%	-19.30%	-9.47%	52.77%	54.38%	34.76%	104.40%
每股盈利(季度,元)	0.129	0.078	0.109	0.098	0.111	0.029	0.086
资产负债率(%)	47.33%	45.58%	31.55%	36.60%	46.56%	43.13%	44.69%
净资产收益率(%)	2.72%	1.61%	1.40%	1.63%	1.81%	0.94%	2.69%
总资产收益率(%)	1.43%	0.88%	0.96%	1.03%	0.97%	0.54%	1.49%

### 评论:

#### 积极因素:

- 公司二季度业绩大幅上升,一方面收入快速增长,另一方面是毛利率的大幅提升,2季度收入增速达到48.66%,毛利率达到了30.83%,达到了公司历史上最高的毛利率水平。公司毛利率水平的提升,与公司产品结构调整有很大关系,除了硅酸锆毛利率有所提升外,公司高端产品复合氧化锆和氧化锆结构陶瓷毛利率均有大幅提升,高于我们此前预期毛利率44%。

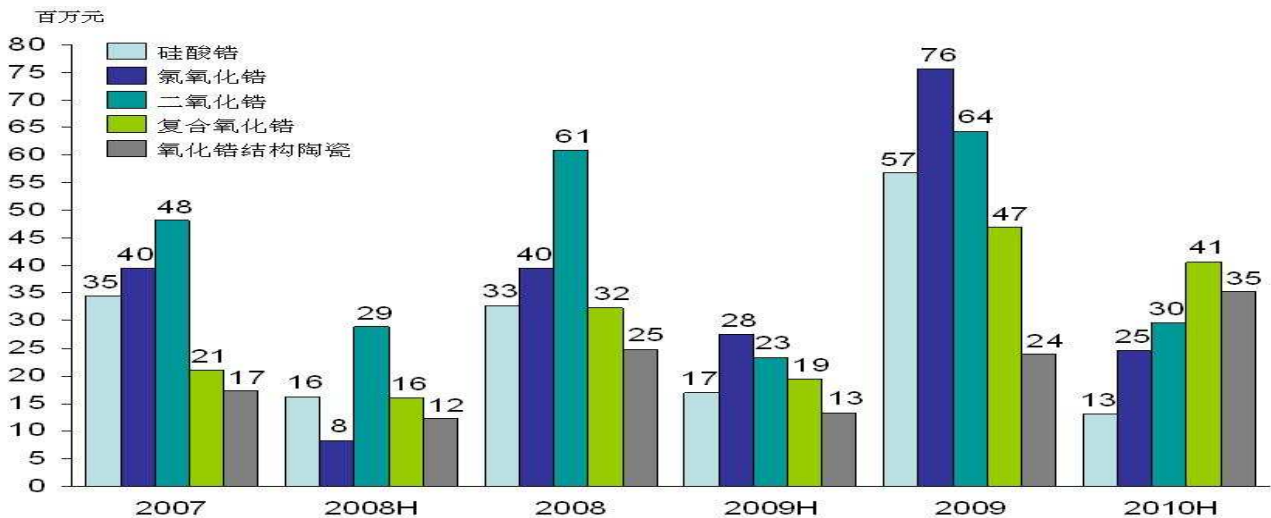
图 1：公司各产品毛利率变化趋势图



资料来源:公司报表, 东兴证券

- 公司前期重点发展的复合氧化锆和氧化锆结构陶瓷收入快速增长, 上半年收入分别达到4100万和3500万, 达到和超越了去年全年的水平, 下游对公司高端产品的接受程度超过了市场此前预期。

图 1：公司各产品毛利率变化趋势图



资料来源:公司报表, 东兴证券

**消极因素:**

- 公司中报表示, 原材料有一定上涨压力对公司成本有一定影响。另外, 复合氧化锆的产能扩张较快, 对公司营销能力提出挑战。

**业务展望:**

公司中期报表表示, 预计1-9月净利润增速在50-100%, 我们预计公司全年净利润增速在70-80%左右。

**盈利预测**

从中报来看, 复合氧化锆和氧化锆结构陶瓷毛利率高于我们此前预测至少 6 个百分点, 因此, 调高该部分预测毛利率至 50%, 将会增加未来三年 EPS 为 0.03 左右, 调高 2010、2011、2012 年 EPS 至 0.31、0.55、0.92 元。

		2009	2010E	2011E	2012E	价格预测 (万元)	毛利率预测
销量预测 (吨)	硅酸锆	6500	10000	15000	18000	0.9	15%
	氟氧化锆	7600	10000	4000	15000	1	14%
	二氧化锆	2400	4000	5000	6500	3.6	19%
	电熔锆	0	2000	2500	3000	2	20%
	复合氧化锆	600	1200	1700	2100	8.1	50%
	工业级海绵锆			500	500	13	40%
	核级海绵锆			100	350	50	60%
	收入预测 (万)	硅酸锆	5850	9000	13500	16200	
氟氧化锆		7600	10000	4000	15000		
二氧化锆		8640	14400	18000	23400		
电熔锆		0	4000	5000	6000		
复合氧化锆		4860	9720	13770	17010		
工业级海绵锆		0	0	6500	6500		
核级海绵锆		0	0	5000	17500		
毛利预测 (万)		硅酸锆	878	1350	2025	2430	
	氟氧化锆	1064	1400	560	2100		
	二氧化锆	1642	2736	3420	4446		
	电熔锆	0	800	1000	1200		
	复合氧化锆	2138	4860	6885	8505		
	工业级海绵锆	0	0	2600	2600		
	核级海绵锆	0	0	3000	10500		
	收入合计 (万元)	26950	47120	65770	101610		
毛利(万元)	6013	11146	19490	31781			
综合毛利率	22.31%	23.65%	29.63%	31.28%			

具体业绩预测如下表:

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入 (百万元)	267.82	471.23	657.75	1,016.17
主营收入增长率	40.66%	75.95%	39.58%	54.49%
EBITDA (百万元)	54.69	122.88	256.27	367.12
EBITDA 增长率	37.51%	124.67%	108.55%	43.26%
净利润 (百万元)	30.16	55.68	125.68	210.41
净利润增长率	19.07%	84.59%	125.73%	67.42%
ROE	5.48%	8.07%	7.84%	11.74%
EPS (元)	0.370	0.310	0.547	0.916
P/E	53.89	64.36	36.45	21.77
P/B	3.26	5.19	2.86	2.56
EV/EBITDA	34.54	28.58	16.09	11.36

#### 投资建议:

鉴于公司下半年开始新投产项目将逐步释放业绩,且公司核级锆项目未来将带来较大增长,维持公司“强烈推荐”评级。

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	471.23	75.95%	657.75	39.58%	1,016.17	54.49%
营业成本	205.43	359.76	75.13%	462.83	28.65%	698.34	50.88%
营业费用	5.57	9.90	77.69%	13.81	39.58%	21.34	54.49%
管理费用	14.46	25.92	79.22%	36.18	39.58%	55.89	54.49%
财务费用	7.74	11.05	42.87%	0.21	-98.06%	(1.47)	N/A
投资收益	0.00	0.08	N/A	0.08	0.00%	0.08	0.00%
营业利润	32.48	63.27	94.78%	142.82	125.73%	239.11	67.42%
利润总额	34.53	63.27	83.22%	142.82	125.73%	239.11	67.42%
所得税	4.37	7.59	73.77%	17.14	125.73%	28.69	67.42%
净利润	30.16	55.68	84.59%	125.68	125.73%	210.41	67.42%
归属母公司所有者的净利润	30.16	55.68	84.59%	125.68	125.73%	210.41	67.42%
NOPLAT	35.13	65.40	86.17%	125.87	92.45%	209.12	66.14%
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	118.57	-56.75%	503.61	324.73%	455.76	-9.50%
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	64.55	-17.46%	90.10	39.58%	139.20	54.49%
预付款项	129.60	165.57	27.76%	211.86	27.95%	281.69	32.96%
存货	91.13	157.71	73.05%	202.89	28.65%	306.12	50.88%
流动资产合计	577.01	513.64	-10.98%	1,018.56	98.30%	1,198.39	17.66%
非流动资产	452.39	308.96	-31.70%	765.73	147.84%	886.24	15.74%
资产总计	1,029.40	822.61	-20.09%	1,784.29	116.91%	2,084.64	16.83%
短期借款	323.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应付帐款	85.63	147.85	72.65%	190.20	28.65%	286.99	50.88%
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	175.77	-58.90%	224.34	27.63%	335.32	49.47%
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	690.10	25.44%	1,603.21	132.32%	1,792.58	11.81%
净营运资本	149.29	337.87	126.31%	794.22	135.07%	863.07	8.67%
投入资本IC	647.29	619.03	-4.37%	1,147.11	85.31%	1,384.32	20.68%
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	55.68	84.59%	125.68	125.73%	210.41	67.42%
折旧摊销	14.47	0.00	N/A	113.23	N/A	129.48	14.35%
净营运资金增加	133.23	188.58	41.55%	456.35	141.99%	68.86	-84.91%
经营活动产生现金流	22.52	94.91	321.41%	167.74	76.73%	221.65	32.14%
投资活动产生现金流	(344.32)	0.08	N/A	(569.92)	N/A	(249.92)	N/A
融资活动产生现金流	510.32	(250.55)	N/A	787.22	N/A	(19.57)	N/A
现金净增(减)	188.52	(155.56)	N/A	385.03	N/A	(47.84)	N/A

## 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。