



# 锆资产收购再进一步 产能过剩担忧为时尚早

2010年8月5日

强烈推荐/维持

有色金属

事件点评

## ——东方锆业（002167）点评报告

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8月5日公告，公司董事会审议通过关于《收购朝阳百盛锆钛股份有限公司海绵锆相关资产和业务》的议案，审议通过关于设立《东方锆业（朝阳）有限公司》的议案。同时发布了拟收购朝阳百盛锆钛股份有限公司拥有的锆业务相关资产专项资产评估报告。

### 观点：

#### 1. 朝阳百盛锆资产收购进程又进一步

此次董事会批准收购事项，未来尚需朝阳百盛公司股东大会、董事会通过和公司董事会批准，收购最终完成。因此，此次公司审议通过事宜只是完成收购的一个重要步骤。

从时间安排来看，2010年11月20日前将协议约定的标的资产完整交付予公司或公司设立的新公司，也就是说此次收购完成的最后期限为11月20日，不排除提前完成的可能。

从人员安排来看，朝阳百盛原有与海绵锆业务相关的登记在册的员工，由公司或公司设立的新公司依照有关法律、法规招聘并与其确立新的劳动关系，其福利、待遇、岗位将根据公司或公司设立的新公司的实际情况确定。这些人员也将是未来公司发展海绵锆业务的主要人员依托，保证了公司在业务人员上的实际使用需要。

从收购资产评估报告内容来看，我们发现了公司核心业务技术的相关内容，评估报告中显示，朝阳百盛锆资产中的科技成果为原子能级海绵锆制备新工艺，2008年8月-2010年5月经过中国有色金属工业协会鉴定，于2010年6月23日获得鉴定。该项目采用氧氯化锆为原料，通过TBP萃取分离—沸腾氯化—镁还原蒸馏工艺得到的核级锆产品完全达到或高于原子能级海绵锆的行业标准（YS/T397-2007）和国外同类产品的质量要求，生产成本低于国外同质量产品水平。该技术将是公司未来生产核级海绵锆的应用技术，上述内容证实了朝阳百盛公司在核级海绵锆生产上的技术能力。

#### 2. 中国核电发展空间广阔，产能过剩担忧尚早

市场担忧核级海绵锆是否会过剩问题，一方面国内核电发展迅速增长，另一方面，中国生产核级海绵锆具有明显的成本优势，可以进军海外市场，此外，核级海绵锆还存在一定的先发优势，未来打通产业链与核电运营商率先建立配套合作关系的公司优势将会比较明显，后来者将很难进入。对行业和公司来说，核级海绵锆产品还处在进口替代的前夜，且替代过程还需要一定过程，距离核级海绵锆出现过剩的阶段尚早。

表 1 中国在运营核电站列表

核电站	装机容量 (万千瓦)	控股公司
秦山 1 期	30*1	中核集团
秦山 2 期	65*2	中核集团
秦山 3 期	72*2	中核集团
大亚湾	98*2	中广核集团
岭澳 1 期	99*2	中广核集团
田湾 1 期	106*2	中核集团
合计	910	

数据来源: 中国核电信息网

表 2 中国在建及规划核电站列表

核电站	装机容量 (万千瓦)	控股公司	核电站	装机容量 (万千瓦)	控股公司
岭澳 2 期	108*2 (2011 建成)	中广核	防城港	108*2 (2014 建成)	中广核
秦山 2 期扩建	65*2 (2011-12 建成)	中核	红石顶	108*2 (2015 建成)	中核建
红沿河 1 期	108*4 (2012-14 建成)	中广核	彭泽	125*2 (2014 建成)	中电投
宁德 1 期	108*4 (2012-15 建成)	中广核	桃花江	125*4 (2015 建成)	中核
福清 1 期	108*2 (2013-14 建成)	中核	小墨山	125*2 (2015-18 建成)	中电国际
阳江 1-4 号机组	108*4 (2013-16 建成)	中广核	宁德 1 期 5-6 号机组	108*2 (未知)	中广核
方家山	108*2 (2013-14 建成)	中核	福清 3-6 号机组	208*4 (未知)	中核
三门	125*2 (2013-14 建成)	中核	田湾 3-4 号机组	106*2 (未知)	中核
台山	175*2 (2013-14 建成)	中广核	咸宁	125*2 (未知)	中广核
海阳	125*2 (2014-16 建成)	中电国际	田湾 5-6 号机组	125*2 (未知)	中核
昌江 1 期	65*2 (2014-15 建成)	中核	芜湖 1-2 号机组	125*2 (未知)	中广核
石岛湾	210*1 (2013-14 建成)	华能	海阳 2 期	125*2 (未知)	中电国际

合计装机容量: 6357 万千瓦, 共 57 个机组

数据来源: 中国核电信息网

我们在前面报告中测算过到 2020 年铀材需求量, 具体假设为: 2020 年核电运行装机容量为 7,000 万千瓦。建设 100 万千瓦需要 45 吨铀材, 每年更换三分之一, 1 吨铀材需要 1.1 吨核级海绵铀, 但我们前期测算没有考虑铀材成材率问题, 根据国外经验来看, 国外主要铀材生产商的铀材成材率在 60-80% 之间 (数据来自: <铀的核应用与我国铀材加工技术>, 作者喻杰), 我们依据铀材成材率分别为 60%、70%、80% 测算了未来核级海绵铀的需求量, 总体来看, 比此前市场预期的核级海绵铀需求量要大 25%-66%。

**表 3 中国核电锆材及核级海绵锆需求测算表**

	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
60%成材率对 应核级海绵锆 需求量(吨)		743	908	1073	1238	1403	1568	1733	1898	2118	2228	14933
70%成材率对 应核级海绵锆 需求量(吨)		636	778	919	1061	1202	1344	1485	1626	1815	1909	12799
80%成材率对 应核级海绵锆 需求量(吨)		557	681	804	928	1052	1176	1299	1423	1588	1671	11199

资料来源: 东兴证券

### 3. 核级海绵锆业务前景看好, 对公司未来业绩贡献大

鉴于公司核级海绵锆增发项目的良好前景, 且民用锆业务发展势头良好, 我们继续维持此前的业绩预测, 2010、2011、2012 年 EPS 分别为 0.31、0.55、0.92 元, 维持“强烈推荐”评级。

**表 4 公司业绩测算表**

	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
	硅酸锆	878	1350	2025	2430
	氟氧化锆	1064	1400	560	2100
毛利预测 (万)	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%	

资料来源：东兴证券

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	365.60	77.97%	471.09	28.86%	708.55	50.40%
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	11.08	43.19%	0.30	-97.28%	(1.30)	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	57.41	76.75%	134.47	134.22%	228.73	70.10%
利润总额	34.53	57.41	66.25%	134.47	134.22%	228.73	70.10%
所得税	4.37	6.89	57.68%	16.14	134.22%	27.45	70.10%
净利润	30.16	50.52	67.50%	118.33	134.22%	201.28	70.10%
归属母公司所有者的净利润	30.16	50.52	67.50%	118.33	134.22%	201.28	70.10%
NOPLAT	35.13	60.27	71.56%	118.60	96.78%	200.14	68.75%
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	113.54	-58.58%	491.22	332.64%	434.20	-11.61%
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	166.16	28.21%	213.27	28.35%	284.12	33.22%
存货	91.13	160.26	75.86%	206.51	28.86%	310.60	50.40%
流动资产合计	577.01	511.75	-11.31%	1,011.20	97.60%	1,183.73	17.06%
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	820.72	-20.27%	1,776.93	116.51%	2,069.98	16.49%
短期借款	323.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应付帐款	85.63	150.25	75.45%	193.60	28.86%	291.18	50.40%
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	178.52	-58.26%	228.24	27.85%	340.13	49.03%
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	685.46	24.60%	1,591.96	132.25%	1,773.11	11.38%
净营运资本	149.29	333.23	123.21%	782.96	134.96%	843.60	7.74%
投入资本IC	647.29	619.42	-4.31%	1,148.24	85.37%	1,386.42	20.74%
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	50.52	67.50%	118.33	134.22%	201.28	70.10%
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	183.94	38.06%	449.73	144.50%	60.64	-86.52%
经营活动产生现金流	22.52	89.39	296.89%	159.73	78.69%	211.73	32.55%
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	(250.06)	N/A	787.87	N/A	(18.83)	N/A
现金净增(减)	188.52	(160.60)	N/A	377.68	N/A	(57.02)	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，任何机构和個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。