

东方锆业（002167）：产能扩张提速，快速增长可期

增持（维持）

有色金属行业 2009年04月14日

天相有色组 010-66045478 mengls@txsec.com

010-66045552 zhangf@txsec.com

事件描述：

近日，我们与公司有关人员就非公开发行股票、产能扩张、锆制品价格与需求等方面进行了面对面的交流。

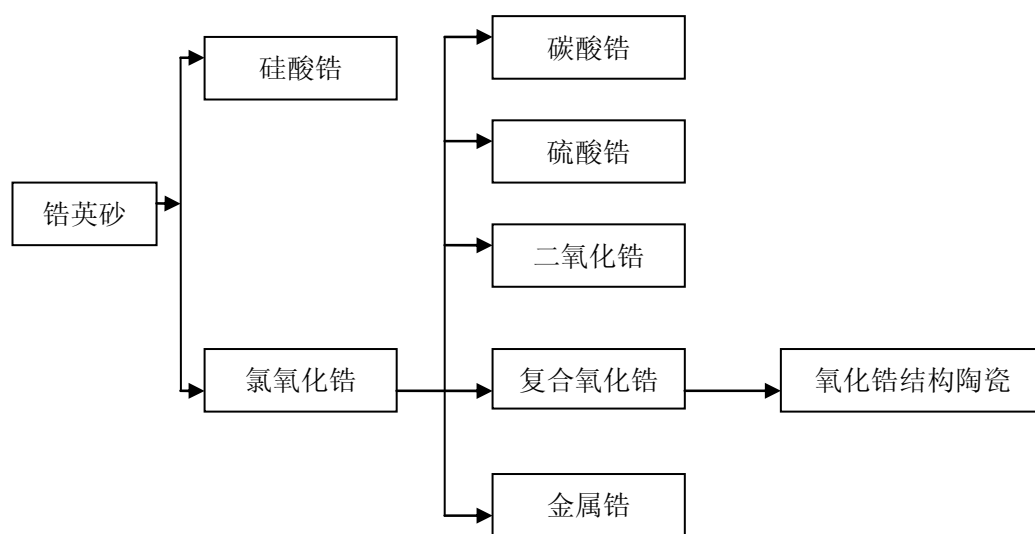
评论：

- 1、产能扩张将带来未来几年高增长。**在租赁兆盈公司后，公司氯化锆能实现完全自给。而公司主要盈利产品复合氧化锆、高纯二氧化锆、超微细硅酸锆近年来的产能扩张路线如下：复合氧化锆：100吨（05年）—270吨（2006年9月）—600吨（2007年底）—2300吨（2009年初试生产）。高纯二氧化锆：700吨（2004年）—1000吨（2005年）—6000吨（预计2010年初投产）。超微细硅酸锆：2000吨（2004年）—3000吨（2005年）—8000吨（2009年上半年达产）—18000吨（预计2010年初投产），将有效保证公司未来的高成长性。
- 2、新兴锆制品占比提升。**由于传统锆制品氯化锆、硅酸锆、二氧化锆等技术含量较低、竞争较为充分，毛利率处于20%以下；而新兴锆制品复合氧化锆和氧化锆结构陶瓷技术含量较高，国内产能严重不足，近年来毛利率一直稳定在40%以上。公司一方面注重扩大产能，完善锆制品产业链；另一方面凭借技术优势，着重提高新兴锆制品的比重，使得近年来新兴锆制品的收入和利润占比稳步提升，有效增强了公司的盈利能力和在高端产品市场的竞争优势。
- 3、非公开发行股票将大幅增厚2010年业绩。**公司非公开发行股票事项已获证监会发审委审核通过，预计将于短期内获得证监会的正式批文。目前公司6000吨高纯二氧化锆与15000吨超微细硅酸锆项目已按计划进度进入筹建阶段，预计将于2010年初完工。此次非公开发行项目将大幅增厚2010年与2011年业绩，但总股本的扩张（5000万股扩张至8000万股）将稀释2009年业绩水平。
- 4、国内高端锆制品供需缺口较大。**锆制品作为新型材料，应用范围逐步扩大。目前我国传统锆制品氯化锆、硅酸锆、二氧化锆等领域竞争已较为充分，但其高端产品超微细硅酸锆、高纯二氧化锆仍有50%左右需要进口。而新兴锆制品广泛应用于高级耐火材料、陶瓷刀具、航天军工、固体燃料电池等领域，技术水平要求较高，目前主要从日本进口，如08年我国复合氧化锆年需求量约5000吨，但国内年产量不足2000吨，且普遍规模很小，缺乏竞争力。
- 5、锆制品及原材料价格稳定使得公司盈利能力稳步提升。**近年来锆制品及锆英砂价格稳中有升，有别于其他金属品种，包括大多数小金属品种的暴涨暴跌。这在很大程度上保证了公司稳定的利润率水平，并且随着新兴锆制品占比提升，综合毛利率逐步走高。
- 6、公司竞争优势明显。**公司在传统锆制品领域规模偏小，但随着超微细硅酸锆、高纯二氧化锆项目的完工，该领域的竞争力将得以提升。而公司在国内新兴锆制品领域遥遥领先，主要竞争对手为日本的Tosoh公司、第一稀有元素公司等。公司复合氧化锆与Tosoh公司的技术指标非常接近，但公司复合氧化锆的价格仅为日本同类产品的30%左右。综合来看，今后几年公司在国内、甚至国际市场的竞争地位将逐步提高。

7、盈利预测：我们预测公司 08、09 年归属于母公司所有者净利润同比分别增长 21.2%和 67.5%。不考虑非公开发行股票导致的总股本摊薄，预测 08、09 年 EPS 分别为 0.51 元和 0.85 元，以 4 月 9 日收盘价 25.3 元计算，对应的动态市盈率分别为 50 倍和 30 倍。如果考虑非公开发行股票导致的总股本摊薄，预测 2008、2009、2010 年摊薄 EPS 分别为 0.32 元、0.53 元和 0.90 元。考虑非公开发行股票带来的产能扩张将逐步释放，我们看好公司今后几年的发展潜力，维持公司“增持”的投资评级。

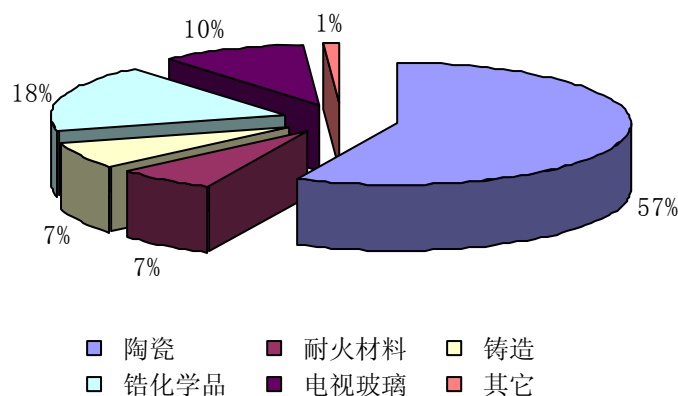
8、风险提示：1) 锆英砂等原材料价格波动风险；2) 募投项目进展的不确定性风险；3) 产能大幅扩张后销售受阻的风险。

图表 1：锆制品在生产工序上的联系



资料来源：公司招股说明书

图表 2：锆制品在我国各行业的消费占比



资料来源：2006 年第二届全国锆钨行业大会文献汇编

图表 3：各种锆制品的主要下游行业

产品名称	下游行业
氯化锆	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
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、日用陶瓷及电瓷的色釉料生产，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	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，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	推剪片等，广泛应用于电子、石油化工、医药、机械、军工等行业

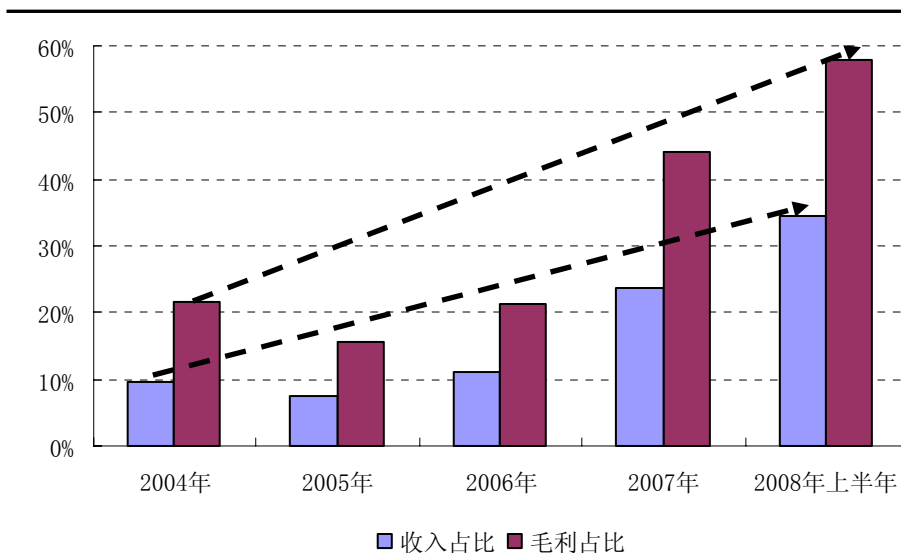
资料来源：中国有色金属工业协会、天相投顾整理

图表 4：东方锆业各产品产能预测表（吨）

	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009E	2010E
氯化锆	5000	5000	5000	5000	25000	25000	25000
二氧化锆	700	1000	1000	1000	1000	1000	7000
硅酸锆	2000	3000	3000	3000	3000	8000	18000
复合氧化锆	100	100	270	600	600	2300	2300

资料来源：公司公告、天相投顾整理

图表 5：近年来公司新兴锆制品收入与毛利占比



资料来源：公司公告、天相投顾整理



天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾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。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82722762 邮编：518041
山东天相	地址：济南市高新区华龙路1825号嘉恒商务大厦A座1005室 电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100