

东方锆业（002167）：产能扩张提速，业绩高增长可期

增持（维持）

有色金属行业/小金属

当前股价：25.10 元

6 个月目标价：31.35 元

报告日期：2009 年 6 月 10 日

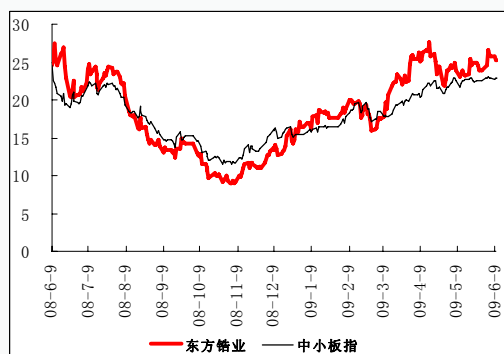
主要财务指标（单位：百万元）

	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	190	295	487	566
(+/-)	18.50%	54.91%	64.96%	16.42%
营业利润	26	45	71	85
(+/-)	7.59%	71.32%	60.06%	18.87%
归属于母公司 的净利润	25	38	61	72
(+/-)	21.24%	49.75%	60.06%	18.87%
每股收益（元）	0.37	0.55	0.88	1.04
市盈率（倍）	68	46	29	24

公司基本情况（2009 年 3 月 31 日止）

总股本/已流通 A 股(万股)	6,912/2,480
流通市值（亿元）	6.16
每股净资产（元）	4.82
资产负债率（%）	45.59

股价表现（最近一年）



联系人—天相有色金属小组

010-66045478 mengls@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

本报告关注点：

- 高附加值的新兴锆制品占比提升；
- 定向增发成功完成，2009 年、2010 年产能将大幅扩张；
- 公司估值优势明显，建议增持。

投资要点：

- **产能扩张将带来未来几年的高增长。**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：复合氧化锆产能：100 吨（2005 年）——270 吨（2006 年 9 月）——600 吨（2007 年底）——2300 吨（2009 年上半年达产）。高纯二氧化锆产能：700 吨（2004 年）——1000 吨（2005 年）——6000 吨（预计 2010 年初投产）。超微细硅酸锆产能：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）。2008 年之前上述产品均超负荷生产。
- **两个项目从 2009 年 2 季度开始贡献利润。**公司 2000 吨高纯二氧化锆项目和先期投产的 5000 吨超微细硅酸锆项目将从 09 年 2 季度开始贡献利润，2009 年、2010 年净利润高增长可期。
- **新兴锆制品占比提升。**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。2008 年公司新兴锆制品收入和毛利占比分别达到 31.1% 和 56.9%，是公司业绩贡献的主要力量。
- **新型材料，未来应用前景广阔。**锆制品作为新型材料，公司虽然没有核级锆的生产能力，但复合氧化锆是用作固体燃料电池、特种陶瓷、高级耐火材料、光通讯器件等高端产品的基础原料，应用前景广阔。
- **维持“增持”评级。**我们预测公司 2009 年、2010 年归属母公司所有者净利润同比分别增长 49.75% 与 60.06%。考虑公司非公开发行股票将造成的股本摊薄，我们预计公司 2009 年、2010 年 EPS 分别为 0.55 元和 0.88 元，以 6 月 9 日收盘价 25.10 元计算，对应的动态 PE 分别为 46 倍和 29 倍，维持“增持”的投资评级。风险提示：1）锆英砂等原材料价格波动风险；2）产品价格下降风险；3）募投项目进展的不确定性风险。4）产能大幅扩张后，产品销售不畅的风险。

正文目录

正文目录	2
图表目录	2
1. 产能扩张确立行业龙头地位	3
2. 锆制品需求加速挖掘	3
2.1 锆制品产业链	3
2.2 锆制品需求快速增加，新兴锆制品依赖进口	4
2.2.1 传统锆制品应用范围扩大	4
2.2.2 新兴锆制品依赖进口	4
3. 产能扩张将推动业绩快速提升	5
3.1 高附加值的新兴锆制品占比提升	5
3.2 产能扩张或带来业绩“井喷”	6
3.2.1 高性能 A1-Y 复合氧化锆粉体项目	6
3.2.2 租赁项目使公司氯化锆年产能提升至 2.5 万吨	7
3.2.3 15000 吨超微细硅酸锆项目	7
3.2.4 6000 吨高纯二氧化锆生产项目	7
3.3 公司竞争优势明显	8
4. 盈利预测	9
5. 公司估值与投资建议	11
7.1 相对估值：合理价格 31.35 元	11
7.2 投资建议：增持	11

图表目录

图表 2：锆制品在生产工序上的联系	3
图表 3：锆制品在我国各行业的消费占比	4
图表 4：各种锆制品的主要下游行业	4
图表 5：主要国家特种陶瓷销售额对比（亿美元）	5
图表 6：我国复合氧化锆下游行业需求预测	5
图表 7：近年来公司新兴锆制品收入与毛利占比	6
图表 8：东方锆业各产品产能变化表（吨）	6
图表 9：我国历年硅酸锆需求量（万吨）	7
图表 10：东方锆业产量增长预测（吨）	9
图表 11：东方锆业产品价格预测（万元）	9
图表 12：东方锆业（002167）盈利预测（万元）	10
图表 13：可比公司估值水平对比	11

1. 产能扩张确立行业龙头地位

公司于 2007 年 9 月在深圳中小板上市，初始股本只有 5000 万股，2009 年 5 月，增发完成后总股本扩大至 6912 万股，流通股本 2480.2 万股。公司主营锆系列产品的生产与销售，主要产品包括传统的氯化锆、硅酸锆、二氧化锆和高附加值的新兴锆制品复合氧化锆和氧化锆结构陶瓷等，是全球锆系列产品最齐全的公司之一。锆作为新型材料广泛应用于陶瓷、耐火材料、铸造等行业，而新兴锆制品在航天军工、固体燃料电池、电子元器件等领域的应用也在逐步增加。

公司 5 月 25 日公告显示，非公开发行事项已按计划进度成功完成，该次共增发 A 股 1912 万股，总股本增至 6912 万股。公司拟利用非公开发行方式募集资金，新建产能 15000 吨的超微细硅酸锆项目与 6000 吨高纯二氧化锆项目，预计 2010 年初投产。

公司利用首发募集资金投资建设的 2000 吨复合氧化锆项目已经投产（此前复合氧化锆产能 600 吨）；先期 5000 吨超微细硅酸锆项目也已投产（此前硅酸锆产能 3000 吨），所以 2009 年公司产能将大幅扩张（主要体现在下半年）。如果募集项目进展顺利，2010 年之前公司硅酸锆、二氧化锆、复合氧化锆产能将分别达到 18000 吨、7000 吨和 2300 吨，分别比扩张前产能提高 500%、600%与 283%。

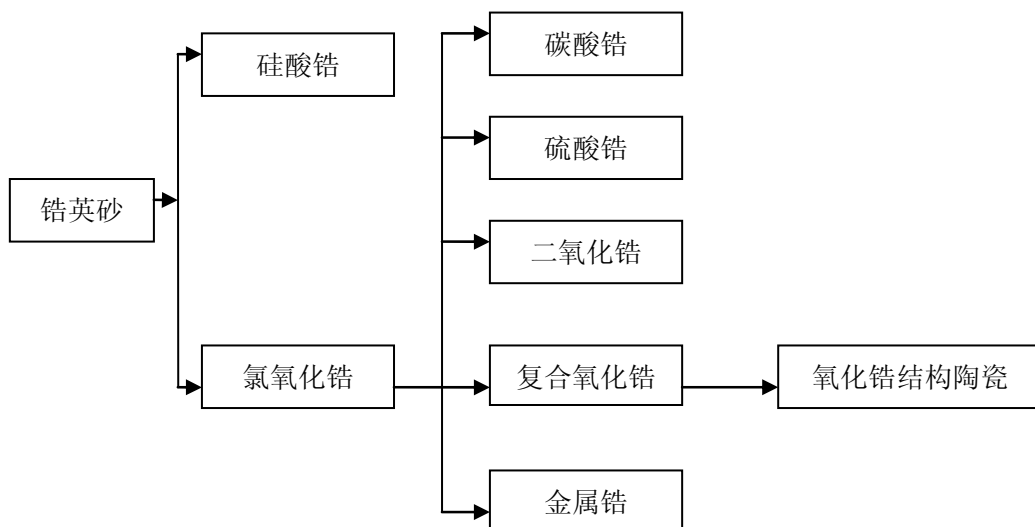
随着产能快速扩张，公司初步确立了锆制品、特别是新兴锆制品行业龙头地位。

2. 锆制品需求加速挖掘

2.1 锆制品产业链

锆英砂是生产锆制品的最初原料，可用于生产硅酸锆和氯化锆；氯化锆是生产碳酸锆、硫酸锆、二氧化锆、复合氧化锆、金属锆等锆制品的主要原料；复合氧化锆则是生产氧化锆结构陶瓷的主要原材料。

图表 1：锆制品在生产工序上的联系



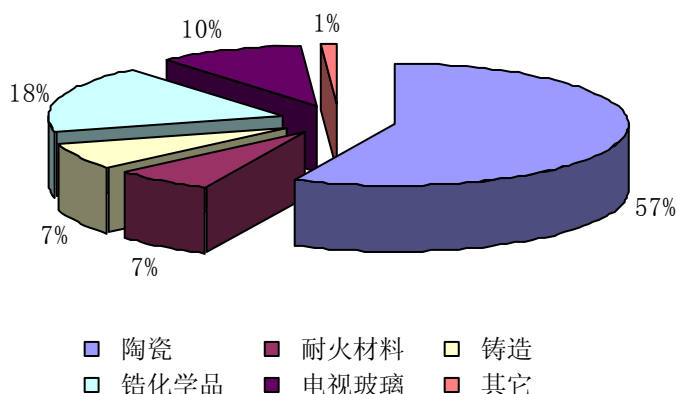
资料来源：公司招股说明书

2.2 锆制品需求快速增加，新兴锆制品依赖进口

2.2.1 传统锆制品应用范围扩大

锆及其制品是关系到国计民生的重要材料，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。

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：公司公告、中国有色金属工业协会、天相投顾整理

2.2.2 新兴锆制品依赖进口

在氧化锆结构陶瓷方面，据 Global Industry Analyst Inc. 研究显示，亚洲主宰世界特种陶瓷市场，日本明显领先，美国、欧洲分属第二、第三位。世界特种陶瓷市场的分布很不均匀，日本和美国合计占世界特种陶瓷市场的 80% 以上。

中国特种陶瓷市场需求巨大，市场前景广阔，已经迎来发展的黄金期。据中国工程院相关数据显示，1995 年我国特种陶瓷产品销售额 80 亿元，生产规模相当于日本的 1/9。2000 年中国高技术陶瓷产品销售额已经达到 110 亿元，预计到“十一五”末

期，中国高技术陶瓷销售额将达到 300 亿元。

图表 4：主要国家特种陶瓷销售额对比（亿美元）

国家	1985年	1995年	2000年	2010E	年均增长率（%）
美国	13	55	87	-	9.5
日本	28	90	175	-	5.1
欧洲	6	11	18	-	10
中国	-	10	14	40	20

资料来源：美国 Business Communications Co. Inc.、中国稀有金属快报

复合氧化锆是制作氧化锆特种陶瓷、高级耐火材料、光通讯器件、新能源材料的基础原料，其应用范围不断扩大。2006 年国内复合氧化锆需求量 3000 吨左右，而国内复合氧化锆年产量仅 1000 吨；2008 年国内全年复合氧化锆需求量 5000 吨左右，其中大部分依赖进口。预计今后几年需求量仍将保持年均 20% 以上的增长速度，2010 年复合氧化锆需求量将超过 7000 吨。

图表 5：我国复合氧化锆下游行业需求预测

下游产品	国内需求量（吨）	
	2006年	2010E
氧化锆磨介	1000	2500
氧化锆特种陶瓷阀门、轴承以及机器零配件	200	500
光纤连接器	300	500
陶瓷刀具、推剪刀片	300	1100
固体燃料电池	-	500
氧传感器	-	600
手表配件	200	500
纺织材料	200	300
其他产品	-	500
总计	约3000吨	7000

资料来源：公司公告，中国有色金属工业协会，天相投顾整理

总体来看，由于锆制品的优良性能，使得其在各行业的应用得到加强。目前传统锆制品处于基本供求平衡的状态，但其中的高端产品，如超微细硅酸锆、高纯二氧化锆等仍然供不应求。而新兴锆制品和金属锆主要依靠进口。

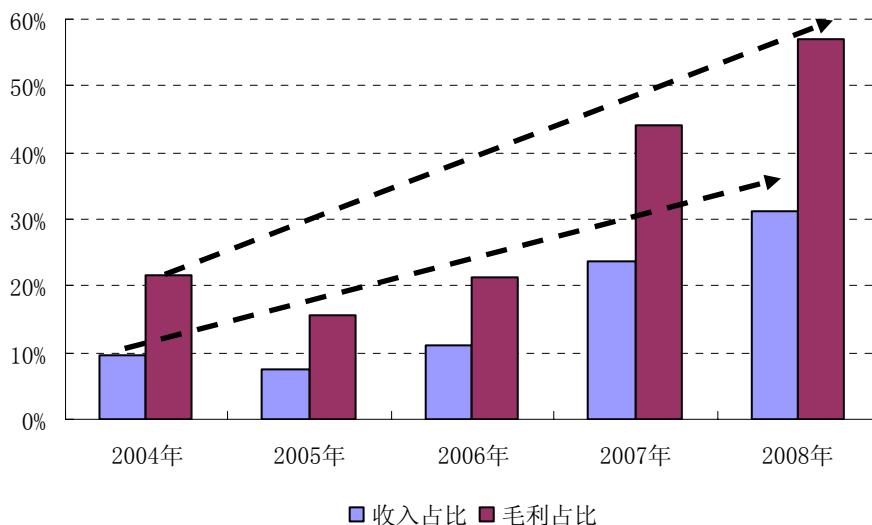
3. 产能扩张将推动业绩快速提升

3.1 高附加值的新兴锆制品占比提升

东方锆业注重新兴锆制品的发展，传统锆制品也定位高端，主要生产高纯氯氧化锆、超微细硅酸锆和高纯二氧化锆，产品价格比市场均价高出一定比例，仍显供不应求。由于产能有限，2005 年以来上述产品均处于超负荷生产状态。

整个锆产业链从前端到后端，盈利能力逐步提升。由于传统锆制品氯氧化锆、硅酸锆、二氧化锆等技术含量较低、竞争较为充分，毛利率稳定在 15%-20% 的水平；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。近年来公司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。

图表 6：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

3.2 产能扩张或带来业绩“井喷”

上市以来，公司产能快速扩张。氯化锆方面，公司于 2008 年 8 月开始经营租赁广东韶能集团子公司——兆盈公司，目前氯化锆年产能已达 25000 吨，有效保证了下游深加工产品的原料供给；复合氧化锆方面，2006 年之前年产能只有 100 吨，目前总产能已达 2300 吨；硅酸锆方面，2007 年产能只有 3000 吨，公司拟通过非公开发行股票募集资金新建 15000 吨超微细硅酸锆项目，达产后总产能将达 18000 吨，2008 年公司利用自筹资金先期投入建设的该项目其中的 5000 吨产能项目已经投产，目前产能已达 8000 吨；二氧化锆方面，目前产能只有 1000 吨，公司利用募集资金新建的年产 6000 吨高纯二氧化锆项目达产后，公司高纯二氧化锆年产能将达 7000 吨。

图表 7：东方锆业各产品产能变化表（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

3.2.1 高性能 A1-Y 复合氧化锆粉体项目

2007 年公司通过首次公开发行股票募集资金新建的产能 2000 吨复合氧化锆项目（包括公司此前已通过自筹资金先期投资建设的 300 吨高性能 A1-Y 复合氧化锆粉体项目），目前已投产，将从 2009 年 2 季度开始贡献利润。公司预计该项目可实现年均收入 14280 万元，年均利润总额 4325 万元，税后内部收益率 29.50%，年均投资利润率 38.70%，全部投资回收期为 5 年。

3.2.2 租赁项目使公司氟氧化锆年产能提升至 2.5 万吨

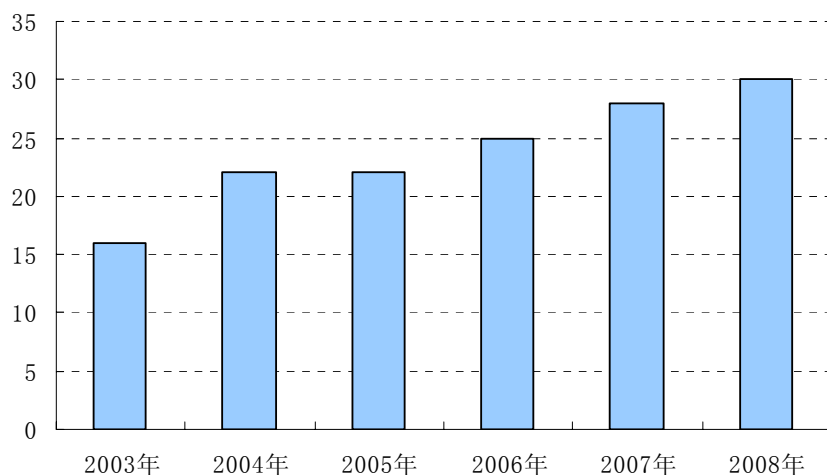
随着公司锆产业链的逐步完善，二氧化锆和新兴锆制品产能快速扩张，公司原有 5000 吨氟氧化锆产能已不能满足生产需要。为增加并合理布局公司生产基地，扩大产品市场占有率，公司经营性租入广东韶能集团子公司——兆盈公司，该公司氟氧化锆产能 2 万吨，偏硅酸钠产能 3 万吨。租赁期自 2008 年 8 月 1 日开始，月租金为 96 万元/月。该经营租赁每年增加公司费用 1152 万元，但在很大程度上保障了公司的氟氧化锆供给。

3.2.3 15000 吨超微细硅酸锆项目

年产 15000 吨超微细硅酸锆项目计划建设期 12 个月，总投资 6820 万元。公司预计项目达产后实现年收入 1.42 亿元，投资回报率 36.38%，达产后回收期 2.75 年。公司利用自筹资金先期投入建设的其中 5000 吨产能硅酸锆生产线已经投产。

目前国内陶瓷釉料生产对硅酸锆的需求约 20 万吨左右，加上耐火材料、特种玻璃等行业的应用，总需求量超过 25 万吨。公司目前已拥有 8000 吨/年高档超微细硅酸锆生产线，其品质已达到国内先进水平。公司生产硅酸锆所采用的原料主要来源于澳大利亚进口锆英砂，价格相对国内锆英砂较高，但具有品质稳定且低辐射的优点，同时配合公司先进的氧化锆球研磨技术，因此所生产的硅酸锆具有杂质含量和辐射程度较低的特点，是国内硅酸锆产品中的高端产品，其品质已和日本进口硅酸锆相差无几。而普通国产硅酸锆产品在以上两个方面均有一定的差距。因此对于公司所生产的超微细硅酸锆而言，随着消费者消费习惯的改变，其目标市场有望迅速扩大。

图表 8：我国历年硅酸锆需求量（万吨）



资料来源：天相投顾整理

3.2.4 6000 吨高纯二氧化锆生产项目

年产 6000 吨高纯二氧化锆项目，计划建设期 1 年，预计 2010 年上半年投产。公司预计项目达产后将实现约 2.31 亿元/年的收入，项目的投资回报率为 36%，达产后的回收期为 2.87 年。

东方锆业在高纯二氧化锆生产技术上具有优势，产品的表面改性和包膜技术是公



司独有的。由于公司产品质量水平较高，产品一直处于供不应求状态，目前产能为 1000 吨，2006、2007 年销量分别达到了 1145 吨和 1388 吨，现有产能严重不足。

3.3 公司竞争优势明显

目前我国有锆制品厂家 60 余家，其中绝大多数企业规模较小，竞争力不强，仅有 10 家左右规模相对较大，在传统锆制品领域具有一定的竞争力，主要包括中国锆业公司、浙江升华拜克生物股份有限公司、江西晶安高科技股份有限公司、宜兴市耀光化工有限公司、江西晶安高科技股份有限公司、中信锦州铁合金股份有限公司等。

新兴锆制品技术门槛高，市场竞争不充分。目前国内复合氧化锆的生产厂家约十余家，普遍规模较小，2006 年合计生产能力约 1000 吨。公司的生产能力已由 2006 年底的 270 吨，增加到目前的 2300 吨。尚未发现国内其他企业对复合氧化锆生产能力进行大规模扩充的情况。公司的竞争对手主要集中在国外，包括日本的 Tosoh 公司、第一稀有元素公司等。公司的竞争优势主要包括以下几个方面。

(1) 技术和研发优势

技术和研发优势是公司最有力的竞争优势。公司是广东省高新技术企业，产品“高纯二氧化锆”被认定为国家及广东省重点新产品；“高纯纳米复合二氧化锆”项目于 2004 年被国家科技部批准列入国家火炬计划；“高性能 Al-Y 复合二氧化锆粉体”项目于 2005 年被国家发改委列入“国家高技术产业化专项（第一批）项目”。

公司的技术中心于 2006 年被广东省科技厅、发改委、经贸委认定为“广东省氧化锆工程技术研究开发中心”。公司拥有“复合氧化锆粉体的制备方法”、“氯氧化锆制备方法及其结晶装置”、“锆英石碱分解液制备白炭黑的方法”、“锆英石制取电子级二氧化锆的方法”四项发明专利和“一种复式结晶装置”、“碱溶法生产锆化学制品的碱分解反应器”两项实用新型专利。另外，“氧化锆结构陶瓷制品的制造方法”、“利用氯氧化锆生产排放废水制备偏硅酸钠的方法”、“高纯纳米氧化锆的制备方法”三项发明专利已收到国家知识产权局下发的《专利申请受理通知书》。近年来，公司陆续开发出了高纯超细氧化锆、宝石级氧化锆、高纯氯氧化锆、超细硅酸锆、高性能复合氧化锆、纳米氧化锆、氧化锆结构件、氧化锆陶瓷磨介、陶瓷挤出成型工艺、陶瓷注射成型工艺等系列新产品和新工艺。

(2) 产业链完善

公司现生产、销售氯氧化锆、二氧化锆、硅酸锆、复合氧化锆及氧化锆结构陶瓷五大类产品、共八十多个品种规格，是全球品种最齐全的锆制品公司之一，拥有较为完整的锆产业链。这不但可以确保公司氯氧化锆的来源，还可增强公司产品的竞争能力。公司根据生产氧化锆结构陶瓷的需求及自身积累的实际经验不断改进复合氧化锆的性能，提升了复合氧化锆产品质量和市场竞争能力；氧化锆结构陶瓷产品中的磨介和其他耐磨件产品可以应用于复合氧化锆和硅酸锆的生产，这样既促进了结构陶瓷产品的生产又降低了复合氧化锆和硅酸锆的生产成本，形成了一个互相支撑、互相促进、良性循环的多元产品体系。

(3) 价格优势

公司产品可以分为传统锆制品和新兴锆制品两大类。在传统锆制品方面，公司凭

借较强的技术和研发实力，产品定位高端，氯化锆产品主要为高纯氯化锆、硅酸锆产品主要为超微细硅酸锆、二氧化锆产品主要为高纯二氧化锆。质量的差别使得公司产品价格高出国内同类产品 10%-20%不等，并且在目前产能状况下，公司超负荷生产仍无法满足市场需求，这使得公司传统锆制品盈利能力高于国内同行业平均水平。

新兴锆制品的生产主要集中在日本、欧美。随着国内需求的快速增长和技术工艺的逐步提高，国内产品的成本及价格优势逐渐体现出来。经中国有色金属工业华南产品质量监督检验中心检测，公司复合氧化锆产品与日本 Tosoh 公司的技术指标非常接近，并有个别指标超过 Tosoh 公司技术指标。而公司复合氧化锆的销售价格仅为日本同类产品的 30%左右。

4. 盈利预测

盈利预测前提和假设：

1) 产量：公司 2009 年产量的增长将主要来源于新建复合氧化锆项目和部分硅酸锆项目的投产，及氯化锆租赁项目带来的增产，预计 2009 年复合氧化锆、超微细硅酸锆、氯化锆产量分别增长 158%、85%与 28%。其中复合氧化锆和超微细硅酸锆的增产将主要在下半年，对 2009 年中期业绩影响有限。

图表 9：东方锆业产量增长预测（吨）

产量预测	2007年	2008年	2009E	2010E	2011E
氯化锆	8073	9769	12500	20000	23000
其中外销	3356	3665	5075	3530	995
二氧化锆	1388	1719	1350	4200	6000
硅酸锆	3518	3512	6500	13000	15000
复合氧化锆	359	542	1400	1900	2150
其中外销	215	363	1100	1500	1650
氧化锆结构陶瓷	144	179	300	400	500

资料来源：天相投顾整理

2) 价格：锆制品价格相对稳定，同时新兴锆制品价格远高于传统锆制品，随着公司新兴锆制品占比的提升、市场开拓力度的加强及公司技术优势的发挥，将使公司在同类产品竞争上较具优势。

图表 10：东方锆业产品价格预测（万元）

价格预测	2007年	2008年	2009E	2010E	2011E
氯化锆	1.18	1.08	1.05	1.05	1.05
二氧化锆	3.47	3.55	3.55	3.50	3.50
硅酸锆	0.98	0.93	0.95	0.95	0.95
复合氧化锆	9.80	8.89	9.00	9.00	9.00
氧化锆结构陶瓷	11.18	11.00	11.00	11.00	11.00

资料来源：天相投顾整理

3) 毛利率与期间费用率：2004 年以来，公司毛利率维持在 20%以上，并曾上升势头。由于产品结构调整导致公司 2008 年毛利率下降 1.96 个百分点至 24.54%，但新建复合氧化锆项目的投产将有效提升 2009 年毛利率水平，而增发募投项目 15000 吨超微细硅酸锆项目与 6000 吨高纯二氧化锆项目将使 2010 年毛利率水平有所回落。预计 2009 年、2010 年公司毛利率分别为 27.13%和 25.63%。同时，由于产能的大幅



扩张,公司将加大市场开拓力度,这将导致销售费用率上升较多,从而促使期间费用率出现上升,预计2009年、2010年期间费用率分别为11.40%和10.35%(2008年为9.96%)。

4)税率:公司于2009年4月24日再度被认定为广东省高新技术企业,将自2008年起连续3年享受国家关于高新技术企业的相关优惠政策,按15%的税率征收企业所得税。

5)股本:公司定向增发完成后,自2009年5月26日起,总股本由原来的5000万股变更为6912万股,我们将以变更后股本为基准计算公司每年的摊薄EPS。

图表 11: 东方锆业(002167)盈利预测(万元)

单位: 万元	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	16,068	19,041	29,496	48,657	56,645
增长率(%)	45.28%	18.50%	54.91%	64.96%	16.42%
减: 营业成本	11,810	14,368	21,495	36,186	42,034
毛利率(%)	26.50%	24.54%	27.13%	25.63%	25.79%
营业税金及附加	67	106	177	292	340
销售费用	557	325	1,032	1,703	1,983
管理费用	813	923	1,444	2,068	2,325
财务费用	444	648	885	1,265	1,473
费用合计	1,814	1,896	3,361	5,036	5,780
期间费用率(%)	11.29%	9.96%	11.40%	10.35%	10.20%
资产减值损失	-44	66	0	0	0
加: 公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	2,421	2,605	4,463	7,143	8,491
增长率(%)	64.32%	7.59%	71.32%	60.06%	18.87%
营业利润率(%)	15.07%	13.68%	15.13%	14.68%	14.99%
加: 营业外收入	54	330	0	0	0
减: 营业外支出	12	50	0	0	0
利润总额	2,463	2,884	4,463	7,143	8,491
增长率(%)	67.20%	17.10%	54.72%	60.06%	18.87%
利润率(%)	15.33%	15.15%	15.13%	14.68%	14.99%
减: 所得税费用	374	351	669	1,071	1,274
所得税率(%)	15.17%	12.17%	15.00%	15.00%	15.00%
净利润	2,089	2,533	3,793	6,072	7,217
增长率(%)	60.74%	21.24%	49.75%	60.06%	18.87%
净利润率(%)	13.00%	13.30%	12.86%	12.48%	12.74%
归属于母公司所有者的净利润	2,089	2,533	3,793	6,072	7,217
增长率(%)	60.74%	21.24%	49.75%	60.06%	18.87%
少数股东损益	0	0	0	0	0
摊薄每股收益(考虑股本摊薄)	0.30	0.37	0.55	0.88	1.04
总股本(考虑增发)	6912	6912	6912	6912	6912

数据来源: 公司公告, 天相投资顾问有限公司

5. 公司估值与投资建议

7.1 相对估值：合理价格 31.35 元

目前上市公司中，东方锆业的可比公司并不多。锆制品公司中，中国锆业在香港上市，但其以传统锆制品为主，可比性较差；A 股上市公司中，升华拜克锆制品收入占比不足 20%，不具有可比性。我们以小金属产品为主的 A 股上市公司进行对比发现，公司 2009 年、2010 年估值水平远低于这些公司的平均水平，并且是所有对比公司中估值水平最低的公司。考虑公司 2009 年-2012 年的高成长性及定向增发因素（总股本摊薄），我们认为给予公司 2009 年动态市盈率 50-60 倍、2010 年动态市盈率 35-40 倍较为合理。前者对应的股价区间为 27.5-33.0 元；后者对应的股价区间为 30.8-35.2 元；公司价值总体波动区间为 27.5-35.2 元，中值为 31.35 元。

图表 12：可比公司估值水平对比

股票代码	公司简称	股价	EPS				P/E		
			2007	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E
600456	宝钛股份	25.02	1.18	0.70	0.40	0.45	35.74	62.55	55.60
002149	西部材料	32.65	0.25	0.25	0.21	0.40	130.60	155.48	81.63
600549	厦门钨业	18.30	0.29	0.30	0.29	0.44	61.00	63.10	41.59
600432	吉恩镍业	22.12	1.13	0.31	0.22	0.45	71.35	100.55	49.16
600111	包钢稀土	19.27	0.38	0.21	0.16	0.28	91.76	120.44	68.82
000962	东方钽业	10.79	0.20	0.19	0.22	0.29	56.79	49.05	37.21
601958	金钼股份	14.29	0.98	0.87	0.21	0.26	16.43	68.05	54.96
平均							66.24	88.46	55.57
002167	东方锆业	25.10	0.30	0.37	0.55	0.88	67.84	45.64	28.52

资料来源：天相投资分析系统

7.2 投资建议：增持

我们预测公司 2009 年、2010 年归属于母公司所有者净利润同比分别增长 49.75%、60.06%。考虑非公开发行股票导致的总股本摊薄，预测 2009 年、2010 年 EPS 分别为 0.55 元和 0.88 元，以 6 月 9 日收盘价 25.10 元计算，对应的动态市盈率分别为 46 倍和 29 倍。考虑非公开发行项目带来的产能扩张将逐步释放及新兴锆制品占比提升，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。

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：100032
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：100034
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