



收购百盛锆资产意义重大 核级锆 前景光明

——东方锆业（002167）调研快报

2010 年 7 月 7 日

强烈推荐/维持

有色金属

调研快报

林阳

有色金属行业分析师

010-6650 7321

执业证书编号：S1480208070051

事件：

我们近日调研了公司，与公司董事长等高管进行了深入沟通，重点对收购朝阳百盛锆资产、核级锆项目发展等市场关心问题进行了交流。

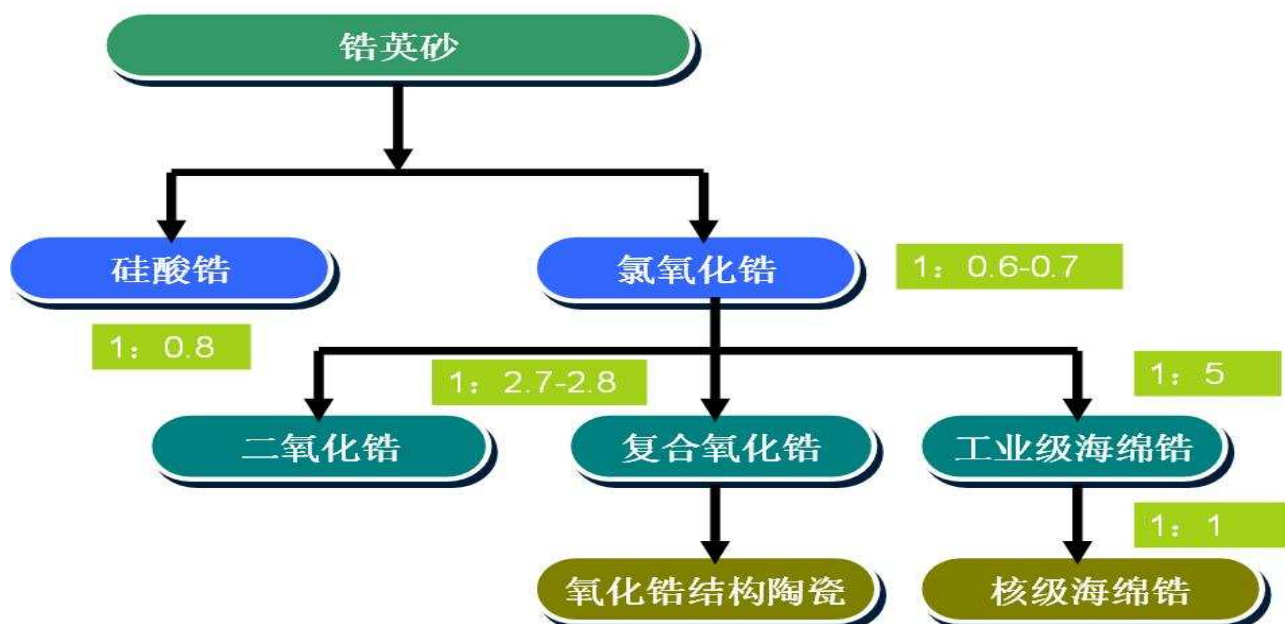
收购朝阳百盛锆资产意义重大，将大大加速公司核级锆生产进程

公司公告显示，朝阳百盛位于辽宁省朝阳县，占地面积 33 万平方米，建筑面积 10 万平方米，具有年产海绵钛 10000 吨、精四氯化钛 30000 吨、精四氯化锆 3000 吨、工业级海绵锆 600 吨和核级海绵锆 150 吨的生产规模。朝阳百盛是国内最大的海绵锆和第二大海绵钛生产企业，拥有目前我国已建成的唯一一条核级海绵锆生产线。其锆业务技术渊源来自锦州铁合金，最早可追述到 50 年代苏联援建项目，经过多年发展积累，目前已经达到国内先进水平，产量达到国内第一。公司目前已与朝阳百盛就收购其锆资产业务达成合作意向，收购价格原则上定价 1.2 亿，该项收购最终能否实现，对公司整个核级海绵锆项目的发展具有重大影响。

公司未来实现收购朝阳百盛锆资产之后，将依托朝阳百盛锆项目经营团队的技术和管理经验，大力发展核级海绵锆业务，目前朝阳百盛锆产能主要是精四氯化锆 3000 吨、工业级海绵锆 600 吨、核级海绵锆 150 吨，核级海绵锆目前已经通过国家相关部门技术鉴定，产品已经达到下游生产的技术水平，也就是说，公司已经掌握核级海绵锆生产技术。公司定向增发生产 1000 吨核级海绵锆的技术和经营管理障碍基本消除，如果一切进展顺利，公司将在下半年开始建设 1000 吨核级海绵锆项目，整个项目预计在 2012 年上半年完成，届时公司在汕头的核级海绵锆项目产能将直接达到 1000 吨。

届时，公司的产业链将更加完整，从上游的锆英砂到中游各类产品，直到技术含量最高的核级海绵锆产品，涵盖了整个产业链的各类产品，尤其是核电领域的拓展使得公司成为真正意义上的锆领域综合生厂商。

图 1：公司锆产业链及上下游用量比例



资料来源:东兴证券

目前国内具备生产核级海绵锆只有两家公司，一家是由国核宝钛锆业股份公司与西屋电气英国控股有限公司共同出资组建的国核维科锆铪有限公司，于 2009 年 6 月 30 日正式注册成立，注册资金 2.1 亿元人民币，一期工程投资 5 亿元人民币，计划产能 1000 吨核级海绵锆，预计 2012 年达产，其下游对接的是国核宝钛锆业股份公司，由国家核电和宝钛集团合资成立，引进美国西屋公司的全套核级锆材生产加工技术，主要生产锆合金及相关锆材，目前已具备 100 吨核能锆管材的生产能力，未来将达到 500 吨的生产能力。东方锆业项目能够顺利进行，将成为国内第二家能够生产核级海绵锆的公司。国内能够生产锆合金的公司目前有两家，除了国核宝钛锆业之外，上海高泰贵金属公司目前也具有生产锆合金的能力，其主要股东单位为中核建中核燃料元件有限公司、上海嘉宝实业股份有限公司、上海市核电实业公司、中核北方核燃料元件有限公司，其中控股股东中核建中核燃料元件有限公司和中核北方核燃料元件有限公司是我国仅有的两家生产核燃料元件的企业，上海高泰隶属于中核集团，目前锆合金产能 70 吨左右，未来有扩产到 150 吨的计划，今年 4 月，中核阿海珐(上海)锆管有限公司的建设项目环评透露了公司未来扩产的信息，高泰公司与法国阿海珐的合作透露出未来其对应的可能是引进法国技术较多的中广核。从目前情况来看，由于国核宝钛的上游原材料对接的是国核维科，公司未来的供给对象是上海高泰的可能性更大，公司未来是否会向更下游的产业链进军也存在想象空间，从更长远的战略来看，或许这是中广核打造自身核供应链的一部分，公司在整个产业链中的战略位置隐约可见。

核级锆较快释放业绩 公司估值有吸引力

公司定向增发预计下半年完成，核级锆项目预计下半年会启动，预计 2012 年上半年产能达到 1000 吨，项目依托朝阳百盛的技术和人员，目前朝阳百盛核级海绵锆的吨生产成本为 19 万左右，未来公司通过自身积累

的一些技术融合朝阳百盛现有技术，生产成本还将会有下降空间，目前核级海绵锆的市场价格为 50 万左右，毛利率将维持在 60% 以上。由于 1 吨核级海绵锆需要用 5 吨氯化锆，公司投产的 2 万吨氯化锆作为配套项目也将一起进行，预计 1 年左右投产，从氯化锆的配套产能来看，公司预留了未来核级海绵锆扩产的空间。

表 1：公司产能变化趋势表（单位：吨）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
硅酸锆	3,000	3,000	8,000	13,000	18,000	18,000
氯化锆	5,000	5,000	25,000	25,000	25,000	45,000
二氧化锆	1,000	1,000	1,000	4,500	7,000	7,000
电熔锆				3,000	3,000	3,000
复合氧化锆	600	600	2,300	2,300	2,300	2,500
工业级海绵锆					600	600
核级海绵锆					100	1,100

资料来源：东兴证券

目前来看，核级海绵锆产能扩大主要在汕头增发项目，未来朝阳百盛是否会扩产尚不清楚，因此，在产能预测上并未考虑朝阳百盛未来扩产的可能。

从收入预测来看，我们很保守的假设，2012 年核级海绵锆开始量产供应 350 吨（包含朝阳百盛 100 吨），毛利率预测也较为保守，未来随着成本的进一步下降，毛利率有提升的空间。氯化锆由于内部消耗较多，2011 年对外销售较少，2012 年 2 万吨达成后，外销有所扩大，但大部分将内部消化。随着海绵锆贡献收入，公司毛利率将大幅提升，带动公司业绩快速增长。

表 2：公司收入预测表

		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%
	氯化锆	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	44%
	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		
	氯化锆	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		

毛利预测 (万)	核级海绵锆	0	0	5000	17500
	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	4277	6059	7484
	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)		5722	10563	18664	30760
综合毛利率		21.23%	22.42%	28.38%	30.27%

资料来源：东兴证券

以公司 16 元增发 5000 万股计算，我们修正了上次报告对核级海绵锆的业绩预测，2011 年由于工业级海绵锆的业绩贡献，提高 2011 年业绩预测，预测公司 2010、2011、2012 年 EPS 分别为 0.28、0.52、0.88 元，对应 PE 为 71、39、23 倍，我们看到核级海绵锆开始释放业绩后，公司估值迅速降低，我们对核级海绵锆的销售量和毛利率预测比较保守，未来存在很大销量超预期可能，尤其是公司未来与下游的合作值得期待，因此，维持“强烈推荐”的评级。

	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	117.05	248.00	356.91
EBITDA 增长率	37.51%	114.01%	111.88%	43.91%
净利润(百万元)	30.16	50.52	118.33	201.28
净利润增长率	19.07%	67.50%	134.22%	70.10%
ROE	5.48%	7.37%	7.43%	11.35%
EPS(元)	0.370	0.281	0.515	0.876
P/E	53.89	70.93	38.71	22.76
P/B	3.26	5.23	2.88	2.58
EV/EBITDA	34.54	30.05	16.68	11.75

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。